

合景泰富 (1813 HK)

應占收入穩步上升

- ❖ **收入可能會誤導。**今年上半年，公司收入下滑 55.9% 至 34.6 億元(人民幣，下同)，這是由于交付面積下降 46%，以及確認均價下降 32% 所致。同時，由于上半年只有 70% 的利息在資本化(去年同期為 92%)，財務費用增加 3.5 倍至 6.42 億元。但期內公司整棟出售了位于廣州的寫字樓整棟，錄得 1.17 元的收益，并且是免稅的。因此，上半年的稅費下降 28.9% 至 7.62 億元。剔除投資物業重估的影響後，18 年上半年核心盈利增長 36.2% 至 19.6 億元。公司宣派每股 0.25 元的中期股息，而去年同期為 0.1 元。
- ❖ **上半年占比收入增長 8.5%。**公司將辦公樓出售收入(30.5 億元)和應占聯營/合資公司(36.4 億元)收入重新調整，列為占比收入。18 年上半年，占比收入增長 8.5% 至 101 億元。此外，占比交付面積從 17 年上半年的 55.6 萬平增加至 18 年上半年的 61.8 萬平(包括聯營/合資公司的 23 萬平)。
- ❖ **未來合同銷售額年均複合增長 40-50%。**2018 年公司將有 1,100 億元的可售貨值。公司在上半年推出了 11 個新項目，期內合同銷售總額增長 82% 至 324 億元。下半年將推出另外 20 個新項目，以實現全年 650 億元的銷售目標。目前，公司權益土儲達 2,000 萬平，在 39 個城市擁有 137 個項目，總貨值達 5,500 億元。公司期望在 2018 - 20 年期間合約銷售實現 40-50% 的複合年增長。
- ❖ **到 2020 年出租面積達 300 萬平。**上半年，公司投資物業，酒店及物業管理收入分別增長 4.7%，12.3% 及 29.3% 至 1.35 億，2.23 億及 2.53 億元。公司計劃到 2020 年形成一個 300 萬平的投資物業資產。目前，共有 4 個購物中心和 5 個辦公樓已經開業運營。北京，廣州和佛山的另外 4 家購物中心計劃在 2018 年 10 月至 12 月開業。公司今年也新開張了長期出租公寓業務。預計今年上海，杭州，南京，深圳，廣州，佛山等 20 個項目開始出租。
- ❖ **上調目標價和預測。**淨負債比率由 2017 年底的 67.9% 上升至 2018 年中的 77.3%。截至 2018 年 6 月，現金及 1 年內到期的債務分別為 416 億元和 91 億元。我們認為淨負債率將在未來 3 年保持在 70% 左右，而整體資產負債表仍處於健康水平。我們將 2018 年的盈利預測上調 11.0% 至 51.4 億元，以反映出售收益和較低的稅率假設。我們將 18 年底每股預測資產淨值從 20.86 港元調整為 20.15 港元。目標價由 11.21 港元上調至 12.09 港元，折讓 40%。重申買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	8,865	11,543	15,754	24,472	31,042
淨利潤(百萬人民幣)	3,465	3,620	5,143	5,165	6,074
每股收益(人民幣)	1.15	1.17	1.63	1.64	1.92
每股收益變動(%)	-0.4	1.9	39.5	0.4	17.6
市盈率(x)	8.5	8.4	4.7	4.7	4.0
市帳率(x)	1.2	1.1	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	5.2	4.2	8.5	8.5	10.1
權益收益率(%)	14.5	13.1	16.6	15.1	16.0
淨財務杠杆率(%)	66.8	67.9	70.0	70.1	72.6

數據來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$12.52
(過去目標價)	HK\$11.21
潛在升幅	+35.8%
當前股價	HK\$8.90

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	28,237
3 月平均流通量(百萬港元)	113.3
5 周內股價高/低(港元)	14.22/5.74
總股本(百萬)	3,155

數據源: 彭博

股東結構

孔健岷	61.7%
自由流通	38.3%

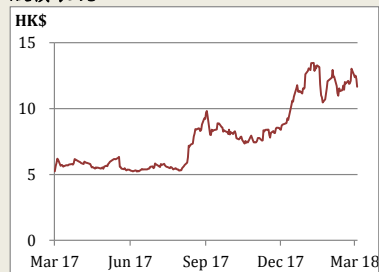
數據源: HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-4.8%	-0.9%
3-月	-23.3%	-14.7%
6-月	-28.5%	-19.2%

數據源: 彭博

股價表現



審計師: Ernst & Young

公司網站: www.kwgproperty.com

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	8,865	11,543	15,754	24,472	31,042
物業發展	7,923	10,432	14,407	22,901	29,297
投資物業	182	231	286	388	461
酒店	390	424	521	543	565
其他	370	455	540	640	720
銷售成本	(5,795)	(7,523)	(10,137)	(15,698)	(20,183)
毛利	3,070	4,020	5,617	8,774	10,859
銷售費用	(323)	(433)	(410)	(661)	(838)
行政費用	(969)	(937)	(835)	(1,346)	(1,707)
其他收益	614	131	1,674	656	740
息稅前收益	2,392	2,782	6,047	7,423	9,054
融資成本	(160)	(330)	(1,115)	(1,255)	(1,335)
聯營公司	2,130	1,898	1,522	2,465	2,767
特殊收入	166	1,205	1,186	-	-
稅前利潤	4,527	5,555	7,639	8,634	10,486
所得稅	(1,066)	(1,950)	(2,495)	(3,219)	(4,082)
非控制股東權益	3	15	(1)	(250)	(330)
淨利潤	3,465	3,620	5,143	5,165	6,074
核心淨利潤	2,922	3,523	4,933	5,165	6,074

數據來源:公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	35,795	53,207	56,940	60,980	64,320
物業、厂房及設備	4,931	5,246	5,640	5,880	6,020
投資物業	10,533	13,719	14,800	15,600	16,800
聯營公司	18,998	32,832	35,000	38,000	40,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,333	1,411	1,500	1,500	1,500
流動資產	74,947	81,738	99,625	101,369	104,159
現金及現金等价物	26,902	40,467	43,545	43,389	43,879
應收貿易款項	2,357	3,499	4,800	3,200	3,200
存貨	45,370	37,449	50,800	54,500	56,800
關連款項	30	30	30	30	30
其他	288	293	450	250	250
流動負債	47,309	49,407	62,400	60,600	59,200
借債	4,754	3,741	6,400	4,000	4,800
應付貿易賬款	15,593	11,099	15,500	18,300	19,600
應付稅項	5,431	6,638	6,000	6,300	6,300
關連款項	21,531	27,929	34,500	32,000	28,500
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	39,424	57,292	61,502	65,902	69,422
借債	38,196	55,905	60,000	64,500	68,000
遞延稅項	1,226	1,385	1,500	1,400	1,420
其他	2	2	2	2	2
少數股東權益	58	638	1,680	1,750	1,800
淨資產總值	23,950	27,607	30,983	34,097	38,057
股東權益	23,950	27,607	30,983	34,097	38,057

數據來源:公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,392	2,782	6,047	7,423	9,054
折旧和摊销	150	147	184	198	208
营运资金变动	(11,145)	(15,567)	(12,296)	(800)	(2,000)
税务开支	(553)	(710)	(3,018)	(3,019)	(4,062)
其他	6,343	13,535	8,425	68	(1,412)
经营活动所得现金净额	(2,813)	187	(659)	3,870	1,787
购置固定资产	(1,358)	(870)	(1,486)	(1,092)	(1,501)
联营公司	4,675	(1,174)	(2,168)	(3,000)	(2,000)
其他	-	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	3,318	(2,043)	(3,655)	(4,092)	(3,501)
股份发行	0	-	-	-	-
净银行借贷	15,233	26,139	6,755	2,100	4,300
股息	(654)	(1,093)	(1,767)	(2,051)	(2,114)
其他	(277)	(74)	-	-	-
融资活动所得现金净额	14,302	24,972	4,988	49	2,186
现金增加净额	14,807	23,115	674	(173)	473
年初现金及现金等价物	10,946	25,771	39,199	39,890	39,734
汇兑	17	(31)	17	17	17
年末现金及现金等价物	25,771	48,855	39,890	39,734	40,224
受限制现金	1,131	1,268	3,655	3,655	3,655
资产负债表中的现金	26,902	50,123	43,545	43,389	43,879

數據來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合(%)					
物業發展	89.4	90.4	91.5	93.6	94.4
投資物業	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
酒店	4.4	3.7	3.3	2.2	1.8
其他	4.2	3.9	3.4	2.6	2.3
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率(%)

毛利率	34.6	34.8	35.7	35.9	35.0
稅前利率	51.1	48.1	48.5	35.3	33.8
淨利潤率	39.1	31.4	32.6	21.1	19.6
核心淨利潤率	33.0	30.5	31.3	21.1	19.6
有效稅率	23.5	35.1	32.7	37.3	38.9

增長(%)

收入	6.3	30.2	36.5	55.3	26.8
毛利	2.0	30.9	39.7	56.2	23.8
息税前收益	17.8	16.3	117.4	22.8	22.0
淨利潤	1.4	4.5	42.1	0.4	17.6
核心淨利潤	0.7	12.6	20.6	40.0	4.7

資產負債比率

流動比率(x)	1.6	1.7	1.6	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	48.5	55.3	55.6	23.9	18.8
平均應付帳款周轉天數	792.2	647.5	478.9	392.9	342.7
平均存貨周轉天數	2,292.6	2,009.0	1,588.8	1,224.2	1,006.4
淨負債/總權益比率(%)	66.8	67.9	70.0	70.1	72.6

回報率(%)

資本回報率	14.5	13.1	16.6	15.1	16.0
資產回報率	3.1	2.7	3.3	3.2	3.6

每股數據

每股盈利(人民币)	1.147	1.169	1.630	1.637	1.925
每股股息(人民币)	0.510	0.410	0.650	0.650	0.770
每股賬面值(人民币)	7.84	8.75	9.82	10.81	12.06

數據來源：公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其僱員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。