

合景泰富(1813 HK, HK\$5.63, 目標價: HK\$8.95, 買入) — 更著力於一線城市

- ❖ **中期純利平穩。**受到確認均價上升 31%至每平方米 12,134 元(人民幣·下同)帶動, 2014 年 1-6 月份的營業額上升 17.0%至 54.3 億元。2014 年上半年毛利率維持於去年水平的 35.7%。公司在今年 1 月贖回美元高息債而產生 1.37 億元開支, 不過, 高比率的利息資本化使利息開支減至 608 萬元。2014 年上半年純利下跌 0.9%至 13.5 億元; 扣除投資物業重估收益, 2014 年上半年核心純利上升 3.1%至 10.3 億元。
- ❖ **2014 年 1-7 月銷售上升 25%。**2014 年 1-7 月, 應佔權益的合同銷售金額及面積分別上升 25.4%至 115 億元及 20.1%至 85 萬平方米, 即表示公司已完成 2014 年銷售目標 210 億元的 54.7%。於 2014 上半年, 約 70%的銷售來自一線城市、30%來自二線城市。合景泰富於 2014 下半年將推出 7 個分別位於南寧、杭州、天津及北京的新項目銷售, 2014 下半年的可售資源為 190 億元, 只要取得 58% 的去貨率, 合景泰富便能達成全年的銷售目標。公司在 2014 上半年的去貨率為 63%。
- ❖ **集中於一線城市。**合景泰富在 2014 上半年購入 7 幅位於廣州、杭州、北京及南寧的土地, 總建築面積為 161 萬平方米。目前公司的總應佔權益的土地儲備達 1,050 萬平方米, 分佈於上海、蘇州、成都、海南、北京、佛山、天津、杭州、南寧及廣州。以面積計算, 項目於一線及二線城市的比例為 56/44, 公司對一線城市的物業市場充滿信心。
- ❖ **負債比率增加。**因為在 2014 上半年購入 67 億元的土地, 淨負債與總權益比率由 2013 年末的 56.3%上升至 2014 年中的 70.4%。公司在 2014 上半年已付出 65 億元的土地金, 未付的土地金總額為 9.4 億元, 其中 1.9 億元將在 2014 下半年支付。為了減省借貸成本, 合景泰富於 2014 年 1 月及 8 月分別贖回 2 筆高息債, 因此分別錄得支出 1.37 億元及 8000 萬元。公司目前的借貸成本減少 50 點子至 8.3%。
- ❖ **調高目標價。**我們分別輕微調整 2014-16 年盈利預測 4.4%/-4.3%/-7.8%至 34.0 億元、41.0 億元及 52.4 億元。在 2014 上半年購入新的土地後, 我們將 2014 年底的每股資產淨值預測由之前的 14.75 港元上升至 14.91 港元。因此目標價由 7.38 港元上升至 8.95 港元, 較每股資產淨值折讓 40%, 評級維持為買入。

合景泰富 (1813 HK)

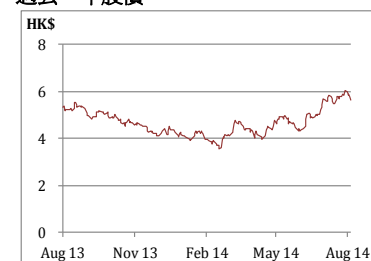
評級	買入
收市價	HK\$5.63
目標價	HK\$8.95
市值 (港幣百萬)	16,587
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	39
52 周高/低 (港幣)	6.1/3.46
發行股數 (百萬)	2,893
主要股東	孔健岷(60.5%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	3.2%	2.8%
3 月	17.6%	9.7%
6 月	45.8%	34.5%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬元人民幣)	9,676	9,468	14,737	19,238	24,477
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,406	2,750	3,398	4,101	5,237
每股收益 (人民幣)	0.832	0.950	1.174	1.418	1.810
每股收益變動 (%)	14.4	14.3	23.6	20.7	27.7
市盈率(x)	5.4	4.7	3.8	3.2	2.5
市帳率(x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	3.3	6.4	6.7	7.8	8.9
權益收益率 (%)	15.7	15.4	16.7	17.4	18.8
淨財務槓桿率 (%)	63.5	56.3	61.7	59.5	54.4

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	9,676	9,468	14,737	19,238	24,477
物業發展	9,330	8,977	14,118	18,528	23,722
投資物業	143	145	149	152	157
酒店	84	203	269	308	318
其他	119	143	200	250	280
銷售成本	(6,141)	(6,036)	(9,397)	(12,304)	(15,579)
毛利	3,536	3,432	5,340	6,934	8,898
銷售費用	(251)	(261)	(339)	(385)	(490)
行政費用	(643)	(753)	(884)	(923)	(1,053)
其他收益	72	74	(125)	103	120
息稅前收益	2,715	2,492	3,992	5,729	7,476
融資成本	(70)	(214)	(20)	(22)	(24)
聯營公司	478	884	949	805	1,028
特殊收入	643	541	111	-	-
稅前利潤	3,766	3,704	5,032	6,512	8,480
所得稅	(1,333)	(955)	(1,625)	(2,396)	(3,100)
非控制股東權益	(27)	1	(10)	(14)	(142)
淨利潤	2,406	2,750	3,398	4,101	5,237
核心淨利潤	1,951	2,344	3,087	4,101	5,237

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	19,166	25,140	28,650	30,500	32,700
物業、廠房及設備	3,744	4,035	4,150	4,400	4,500
投資物業	5,255	6,135	6,450	6,800	7,000
聯營公司	8,949	13,974	17,000	18,200	20,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,218	996	1,050	1,100	1,200
流動資產	29,699	36,451	43,377	49,405	55,535
現金及現金等價物	6,444	10,859	10,917	11,225	11,835
應收貿易款項	1,181	2,476	2,800	3,000	3,200
存貨	21,938	22,960	29,500	35,000	38,500
關連款項	-	0	-	-	-
其他	135	156	160	180	2,000
流動負債	18,895	24,987	30,700	34,800	37,400
借債	3,100	3,065	3,500	4,800	5,000
應付貿易賬款	9,966	11,786	11,500	12,900	13,600
應付稅項	3,374	3,735	3,700	3,800	3,800
關連款項	2,454	6,402	12,000	13,300	15,000
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	14,616	18,761	20,921	21,461	22,961
借債	13,090	17,840	20,000	20,500	22,000
遞延稅項	815	910	910	950	950
其他	711	11	11	11	11
少數股東權益	72	25	30	35	40
淨資產總值	15,282	17,818	20,376	23,609	27,834
股東權益	15,282	17,818	20,376	23,609	27,834

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	2,715	2,492	3,992	5,729	7,476
折舊和攤銷	76	69	84	87	92
營運資金變動	(289)	635	(7,197)	(5,300)	(3,500)
稅務開支	(1,149)	(549)	(1,659)	(2,256)	(3,100)
其他	(343)	1,409	6,829	2,920	1,164
經營活動所得現金淨額	1,011	4,056	2,048	1,180	2,131
購置固定資產	(1,218)	(932)	(473)	(587)	(392)
聯營公司	(897)	(3,743)	(3,026)	(1,200)	(1,800)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(2,116)	(4,675)	(3,498)	(1,787)	(2,192)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	2,624	5,558	2,595	1,800	1,700
股息	(636)	(434)	(839)	(868)	(1,013)
其他	20	2	-	-	-
融資活動所得現金淨額	2,007	5,126	1,756	932	687
現金增加淨額	902	4,507	306	325	627
年初現金及現金等價物	4,025	4,927	9,414	9,703	10,011
匯兌	0	(20)	(17)	(17)	(17)
年末現金及現金等價物	4,927	9,414	9,703	10,011	10,621
受限制現金	1,517	1,444	1,214	1,214	1,214
資產負債表的現金	6,444	10,859	10,917	11,225	11,835

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	96.4	94.8	95.8	96.3	96.9
投資物業	1.5	1.5	1.0	0.8	0.6
酒店	0.9	2.1	1.8	1.6	1.3
其他	1.2	1.5	1.4	1.3	1.1
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	36.5	36.2	36.2	36.0	36.4
稅前利率	38.9	39.1	34.1	33.8	34.6
淨利潤率	24.9	29.0	23.1	21.3	21.4
核心淨利潤率	20.2	24.8	20.9	21.3	21.4
有效稅率	35.4	25.8	32.3	36.8	36.6
增長 (%)					
收入	(4.4)	(2.2)	55.6	30.5	27.2
毛利	(20.9)	(2.9)	55.6	29.9	28.3
息稅前收益	(28.5)	(8.2)	60.2	43.5	30.5
淨利潤	14.4	14.3	23.6	20.7	27.7
核心淨利潤	45.3	4.9	20.1	31.7	32.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5
平均應收賬款周轉天數	22.3	47.7	34.7	28.5	23.9
平均應付帳款周轉天數	611.8	657.7	452.2	361.9	310.4
平均存貨周轉天數	1,274.8	1,357.5	1,018.9	956.7	861.0
淨負債/ 總權益比率 (%)	63.5	56.3	61.7	59.5	54.4
回報率 (%)					
資本回報率	15.7	15.4	16.7	17.4	18.8
資產回報率	4.9	4.5	4.7	5.1	5.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.832	0.950	1.174	1.418	1.810
每股股息(人民幣)	0.150	0.290	0.300	0.350	0.400
每股賬面值(人民幣)	5.28	6.16	7.04	8.15	9.61

來源: 公司及招銀國際研究部

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。而過去的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，並可能會受標的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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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，本公司及其雇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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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(1)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 年證券交易法規則 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。