

合景泰富 (1813 HK)

股價已反映現況

- ❖ **預期的業績。**2017年營業額及純利分別增加30.2%至115億元(人民幣·下同)及4.5%至36.2億元，營業額的上升主要由12%的交付面積上升及18%的確認均價增加所帶動，2017年毛利率平穩而維持在34.8%，不過其他費用因提前贖回優先票據及境內企業債券的匯兌虧損而增加3.2倍至5.02億元，而且，稅務開支因土地增值稅撥備增加及投資物業公允值收益導致所得稅上升而上揚82.9%至19.5億元。2017年基礎盈利增加20.6%至35.2億元，較我們預期低3.1%。
- ❖ **2018年合約銷售目標650億元。**合景泰富在2017年推出12個新項目銷售，當年總及權益銷售金額分別增長33.2%至380億元及28.7%至287億元。公司在2018年計劃的可售貨源總值1,100億元，超過20個新項目在今年推出，1線及2線城市佔據可售貨源總值分別達27%及65%，這將可支撐銷售增長，因此公司定下2018年合約銷售目標650億元。
- ❖ **1,352萬平方米的應佔權益土地儲備。**2017上半年期內，公司在中國及香港購入34幅土地，新購入土地的總樓面面積為531萬平方米。不計算香港2幅土地，新購入土地的平均樓面價為每平方米5,000元。截至2017年12月，合景泰富在29個城市持有101個項目，應佔權益的土地儲備為1,352萬平方米。若包括城市更新未掛牌項目，應佔權益土地儲備約1,800萬平方米。
- ❖ **三個系列的長租公寓。**合景泰富在2018年將參與長租公寓的業務，公司計劃推出三個系列的長租公寓，滿足不同消費人群的需要。例如廣州的W酒店式公寓為高檔市場服務，超過15,000個房間位於廣州、深圳及上海的聆舍將服務中檔市場。包括長租公寓、寫字樓、商場及酒店，合景泰富預期在2020年投資物業的面積將達超過270萬平方米。
- ❖ **上調目標價及預測，但降評級。**淨負債比率由2016年的66.8%增至2017年的67.9%，我們預期未來3年的淨負債比率仍然上升但於70%內，我們相信財政狀況健康。我們將2018及2019年的淨利潤預測分別上調4.7%至46.3億元及2.0%至49.8億元。我們更改2018年底的淨資產預測為每股20.86港元，我們將目標價由10.92港元調升至12.52港元，相等於40%的與淨資產折讓。合景泰富股價由年初至今上升27.7%，我們相信其估值已反映前景，因此下降其評級為**持有**。

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	20,059	21,712	24,900
淨利潤(百萬人民幣)	3,465	3,620	4,632	4,978	5,965
每股收益(人民幣)	1.15	1.17	1.47	1.58	1.89
每股收益變動(%)	-0.4	1.9	25.6	7.5	19.8
市盈率(x)	8.5	8.4	6.7	6.2	5.2
市帳率(x)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	5.2	4.2	5.3	5.7	6.6
權益收益率(%)	14.5	13.1	15.0	14.6	15.6
淨財務杠杆率(%)	66.8	67.9	69.2	68.9	68.6

資料來源：公司及招銀國際研究預測

持有(下降)

目標價	HK\$12.52
(過去目標價)	HK\$10.92)
潛在升幅	+7.4%
當前股價	HK\$11.66

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)	36,789
3月平均流通量(百萬港元)	209
5周內股價高/低(港元)	14.22/5.17
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%

資料來源: HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.9%	-6.6%
3-月	32.8%	29.6%
6-月	23.6%	13.7%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

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(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	8,865	11,543	20,059	21,712	24,900
物業發展	7,923	10,432	18,752	20,201	23,180
投資物業	182	231	286	388	461
酒店	390	424	521	543	565
其他	370	455	500	580	695
銷售成本	(5,795)	(7,523)	(12,700)	(13,716)	(15,760)
毛利	3,070	4,020	7,358	7,996	9,140
銷售費用	(323)	(433)	(522)	(586)	(672)
行政費用	(969)	(937)	(1,063)	(1,194)	(1,370)
其他收益	614	131	223	282	307
息稅前收益	2,392	2,782	5,997	6,498	7,405
融資成本	(160)	(330)	(437)	(492)	(534)
聯營公司	2,130	1,898	1,888	2,180	2,594
特殊收入	166	1,205	-	-	-
稅前利潤	4,527	5,555	7,448	8,186	9,464
所得稅	(1,066)	(1,950)	(2,743)	(2,958)	(3,390)
非控制股東權益	3	15	(73)	(250)	(110)
淨利潤	3,465	3,620	4,632	4,978	5,965
核心淨利潤	2,922	3,523	4,632	4,978	5,965

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	35,795	53,207	58,790	62,980	66,220
物業、廠房及設備	4,931	5,246	5,490	5,880	5,920
投資物業	10,533	13,719	14,800	15,600	16,800
聯營公司	18,998	32,832	37,000	40,000	42,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	1,333	1,411	1,500	1,500	1,500
流動資產	74,947	81,738	85,810	93,871	101,425
現金及現金等價物	26,902	40,467	41,930	44,391	45,945
應收貿易款項	2,357	3,499	2,800	3,200	3,200
存貨	45,370	37,449	40,800	46,000	52,000
關連款項	30	30	30	30	30
其他	288	293	250	250	250
流動負債	47,309	49,407	51,700	56,100	59,200
借債	4,754	3,741	3,800	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	26,400	27,500	28,500
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	39,424	57,292	61,282	65,782	69,282
借債	38,196	55,905	60,000	64,500	68,000
遞延稅項	1,226	1,385	1,280	1,280	1,280
其他	2	2	2	2	2
少數股東權益	58	638	735	780	840
淨資產總值	23,950	27,607	30,883	34,189	38,323
股東權益	23,950	27,607	30,883	34,189	38,323

資料來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日 (百萬人民幣)	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	2,392	2,782	5,997	6,498	7,405
折舊和攤銷	150	147	184	197	208
營運資金變動	(10,640)	3,669	(2,296)	(5,300)	(5,700)
稅務開支	(553)	(583)	(3,486)	(2,658)	(3,390)
其他	6,560	13,535	3,754	4,920	3,945
經營活動所得現金淨額	(2,091)	19,550	4,152	3,657	2,468
購置固定資產	(1,358)	(7,111)	(1,336)	(1,241)	(1,401)
聯營公司	4,675	(13,834)	(4,168)	(3,000)	(2,000)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	3,318	(20,944)	(5,505)	(4,241)	(3,401)
股份發行	0	-	-	-	-
淨銀行借貸	15,016	16,695	4,155	4,700	4,300
股息	(654)	(1,890)	(1,357)	(1,672)	(1,830)
其他	(782)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	13,580	14,805	2,798	3,028	2,470
現金增加淨額	14,807	13,411	1,446	2,444	1,537
年初現金及現金等價物	10,946	25,771	39,199	40,662	43,123
匯兌	17	17	17	17	17
年末現金及現金等價物	25,771	39,199	40,662	43,123	44,677
受限制現金	1,131	1,268	1,268	1,268	1,268
資產負債表的現金	26,902	40,467	41,930	44,391	45,945

資料來源：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	93.5	93.0	93.1
投資物業	2.1	2.0	1.4	1.8	1.9
酒店	4.4	3.7	2.6	2.5	2.3
其他	4.2	3.9	2.5	2.7	2.8
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	36.7	36.8	36.7
稅前利率	51.1	48.1	37.1	37.7	38.0
淨利潤率	39.1	31.4	23.1	22.9	24.0
核心淨利潤率	33.0	30.5	23.1	22.9	24.0
有效稅率	23.5	35.1	36.8	36.1	35.8
增長 (%)					
收入	6.3	30.2	73.8	8.2	14.7
毛利	2.0	30.9	83.0	8.7	14.3
息稅前收益	17.8	16.3	115.6	8.4	13.9
淨利潤	1.4	4.5	28.0	7.5	19.8
核心淨利潤	0.7	12.6	20.6	31.5	7.5
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
平均應收款周轉天數	48.5	55.3	25.5	26.9	23.5
平均應付帳款周轉天數	792.2	647.5	382.2	449.7	438.9
平均存貨周轉天數	2,292.6	2,009.0	1,124.4	1,155.0	1,134.8
淨負債/總權益比率 (%)	66.8	67.9	69.2	68.9	68.6
回報率 (%)					
資本回報率	14.5	13.1	15.0	14.6	15.6
資產回報率	3.1	2.7	3.2	3.2	3.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.147	1.169	1.468	1.578	1.890
每股股息(人民幣)	0.510	0.410	0.520	0.560	0.650
每股賬面值(人民幣)	7.84	8.75	9.79	10.84	12.15

資料來源：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，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(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士。