

合景泰富 (1813 HK, HK\$4.47, 目標價: HK\$7.23, 買入) — 新購土地加強資產淨值

- ❖ **合同銷售增長穩定。**合景泰富公佈 2013 年首 11 個月的合同銷售金額及面積分別上升 33.0%至 149 億元(人民幣·下同)及 30.0%至 110 萬平方米，公司已完成全年銷售目標 160 億元的 93%，應可輕易完成全年銷售目標。我們預計公司的未來增長約為 20%以上。因此，我們估計其 2014 及 15 年銷售目標分別為 200 億元和 250 億元，期內的年複合增長率約為 25%。
- ❖ **鎖定 2014 年營業額的 45%。**截至 11 月底止，約價值 149 億元的物業已預售但仍未入賬。扣除我們預計的 75.2 億元在 2013 年下半年收入，約 73.6 億元的合同銷售將在 2014 年入賬，或約 45.4%我們估計 2014 年收入被鎖定。盈利能見度高。
- ❖ **購入 2.10 萬平方米新土地。**合景泰富在中期業績會披露在 2013 年首 7 個月購入 6 塊土地，總建築面積為 116 萬平方米。公司由 9 至 11 月繼續補充新的土地儲備，在過去的 3 個月，買入 4 幅地塊，總建築面積為 95 萬平方米，公司新進入南寧和杭州兩個城市。因此，總應佔權益的土地儲備達 1,030 萬平方米，分別位於上海、蘇州、成都、海南、北京、佛山、天津、杭州、南寧和廣州。項目遍及一線和二線城市，以面積計算，比例為 49/51；以 2014 年估值計算，比例為 57/43。我們認為公司可以從近期一線城市樓價上升中受惠。
- ❖ **負債仍然偏高。**因為建築和土地收購的資本支出，我們估計合景泰富淨負債比率由 2012 年的 63.8%上升至 2013 年的 70.7%。我們擔心其淨負債比率在明年會繼續留在高位，但預計淨負債比率在 2015 年下降至 66.9%。
- ❖ **引入 2014 年估值。**我們輕微調整盈利預測，料 2013-15 年盈利分別為 27.2 億元、30.5 億元及 44.3 億元。此外，我們引入 2014 年資產淨值估計。主要受惠於最近 3 個月收購的土地儲備，我們預測在 2014 年底每股資產淨值為 14.46 港元。因此，目標價從 6.58 港元調高至 7.23 港元，相當於 50%的資產淨值折讓。重申買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11E	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (百萬元人民幣)	10,123	9,676	12,164	16,223	24,954
淨利潤 (百萬元人民幣)	2,104	2,406	2,721	3,051	4,432
每股收益 (人民幣)	0.727	0.832	0.940	1.055	1.532
每股收益變動 (%)	64	14	13	12	45
市盈率(x)	4.9	4.2	3.8	3.3	2.3
市帳率(x)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
股息率 (%)	6.2	4.2	5.1	6.5	9.1
權益收益率 (%)	15.6	15.7	15.5	15.2	18.6
淨財務槓杆率 (%)	62.7	63.8	70.7	79.1	66.9

來源: 公司及招銀國際證券

合景泰富 (1813 HK)

評級	買入
收市價(港幣)	4.47
目標價(港幣)	7.23
市值(港幣百萬)	12,932
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	35.2
52 周高/低(港幣)	6.63/3.6
發行股數(百萬)	2,893
主要股東	孔健岷(60.5%)

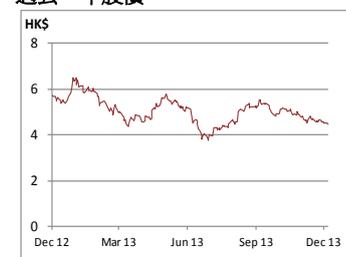
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-3.2%	-7.3%
3 月	-18.2%	-21.0%
6 月	-5.8%	-15.3%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	10,123	9,676	12,164	16,223	24,954
物業發展	9,815	9,330	11,733	15,670	24,342
投資物業	139	143	145	149	152
酒店	70	84	147	244	270
其他	98	119	140	160	190
銷售成本	(5,650)	(6,141)	(8,148)	(10,375)	(16,663)
毛利	4,472	3,536	4,016	5,848	8,291
銷售費用	(232)	(251)	(341)	(373)	(599)
行政費用	(533)	(643)	(657)	(681)	(898)
其他收益	88	72	83	73	66
息稅前收益	3,796	2,715	3,102	4,867	6,860
融資成本	(125)	(70)	(449)	(519)	(569)
聯營公司	(17)	478	1,143	968	1,482
特殊收入	326	643	475	-	-
稅前利潤	3,980	3,766	4,270	5,316	7,773
所得稅	(1,876)	(1,333)	(1,525)	(2,232)	(3,241)
非控制股東權益	-	(27)	(25)	(32)	(100)
淨利潤	2,104	2,406	2,721	3,051	4,432
核心淨利潤	1,860	1,951	2,365	3,051	4,432

來源: 公司及招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	16,463	19,166	19,265	20,630	21,590
物業、廠房及設備	2,839	3,744	3,700	3,800	4,000
投資物業	4,234	5,255	5,805	6,000	6,200
聯營公司	8,508	8,949	8,500	9,500	10,000
無形資產	-	-	-	-	-
其他	882	1,218	1,260	1,330	1,390
流動資產	28,123	29,699	35,245	40,570	45,387
現金及現金等價物	5,373	6,444	6,585	6,610	7,027
應收貿易款項	1,635	1,181	1,500	1,800	2,200
存貨	20,956	21,938	27,000	32,000	36,000
關連款項	44	-	45	45	45
其他	115	135	115	115	115
流動負債	18,991	18,895	21,000	22,700	24,200
借債	3,410	3,100	4,000	5,000	5,000
應付貿易賬款	10,619	9,966	11,000	11,500	12,900
應付稅項	3,291	3,374	3,500	3,700	3,800
關連款項	1,671	2,454	2,500	2,500	2,500
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	11,903	14,616	15,911	18,361	18,861
借債	10,425	13,090	15,000	17,500	18,000
遞延稅項	767	815	900	850	850
其他	711	711	11	11	11
少數股東權益	202	72	30	40	50
淨資產總值	13,491	15,282	17,569	20,099	23,866
股東權益	13,491	15,282	17,569	20,099	23,866

來源: 公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	3,796	2,715	3,102	4,867	6,860
折舊和攤銷	36	76	79	85	88
營運資金變動	(2,334)	(289)	(5,289)	(5,500)	(4,000)
稅務開支	(1,021)	(1,149)	(1,314)	(2,082)	(3,141)
其他	(11)	(343)	1,609	1,073	1,781
經營活動所得現金淨額	466	1,011	(1,813)	(1,557)	1,587
購置固定資產	(566)	(1,218)	(642)	(380)	(488)
聯營公司	(1,092)	(897)	449	(1,000)	(500)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(1,657)	(2,116)	(193)	(1,380)	(988)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	277	2,624	2,809	3,500	500
股息	(318)	(636)	(434)	(521)	(665)
其他	10	20	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(32)	2,007	2,375	2,979	(165)
現金增加淨額	(1,223)	902	370	42	434
年初現金及現金等價物	5,276	4,025	4,927	5,279	5,304
匯兌	(28)	0	(18)	(17)	(17)
年末現金及現金等價物	4,025	4,927	5,279	5,304	5,721
受限制現金	1,349	1,517	1,306	1,306	1,306
資產負債表的現金	5,373	6,444	6,585	6,610	7,027

來源: 公司及招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
物業發展	97.0	96.4	96.5	96.6	97.5
投資物業	1.4	1.5	1.2	0.9	0.6
酒店	0.7	0.9	1.2	1.5	1.1
其他	1.0	1.2	1.2	1.0	0.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	44.2	36.5	33.0	36.0	33.2
稅前利率	39.3	38.9	35.1	32.8	31.2
淨利潤率	20.8	24.9	22.4	18.8	17.8
核心淨利潤率	18.4	20.2	19.4	18.8	17.8
有效稅率	47.1	35.4	35.7	42.0	41.7
增長 (%)					
收入	35.6	(4.4)	25.7	33.4	53.8
毛利	44.4	(20.9)	13.6	45.6	41.8
息稅前收益	51.0	(28.5)	14.3	56.9	40.9
淨利潤	64.1	14.4	13.1	12.2	45.3
核心淨利潤	45.3	4.9	21.2	29.0	45.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
速動比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
平均應收賬款周轉天數	29.5	22.3	22.5	20.2	16.1
平均應付帳款周轉天數	679.4	611.8	469.6	395.8	267.2
平均存貨周轉天數	1,202.8	1,274.8	1,096.1	1,037.8	744.8
淨負債/權益比率 (%)	62.7	63.8	70.7	79.1	66.9
回報率 (%)					
資本回報率	15.6	15.7	15.5	15.2	18.6
資產回報率	4.7	4.9	5.0	5.0	6.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.727	0.832	0.940	1.055	1.532
每股股息(人民幣)	0.220	0.150	0.180	0.230	0.320
每股賬面值(人民幣)	4.66	5.28	6.07	6.94	8.24

來源: 公司及招銀國際證券預測

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。