

01813.HK 合景泰富

未评级

盈利低于预期 加大持有投资物业

2016年02月22日

市场数据

| | |
|-----------|------------|
| 报告日期 | 2016.02.22 |
| 收盘价(港元) | 5.24 |
| 总股本(亿股) | 29.96 |
| 总市值(亿港元) | 157.02 |
| 股东净资产(亿元) | 223.4 |
| 总资产(亿元) | 796.8 |
| 每股净资产(元) | 8.48 |

数据来源: Wind

主要财务指标

| 会计年度: 31/12 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015A |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 9676 | 9468 | 10466 | 8340 |
| 增长率(%) | -4.4% | -2.2% | 10.5% | -20.3% |
| 毛利 | 3536 | 3432 | 3718 | 3009 |
| 毛利率 | 36.5% | 36.2% | 35.5% | 36.1% |
| 核心净利润(百万元) | 1951 | 2343 | 2577 | 2596 |
| 增长率(%) | 4.9% | 20.1% | 10.0% | 0.7% |
| 每股收益(元) | 0.83 | 0.95 | 1.12 | 1.15 |
| 每股股息(元) | 0.15 | 0.29 | 0.33 | 0.29 |

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

相关报告

海外房地产研究

高级分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
luhj@xyzq.com.hk
SFC: AZF126
SAC: S0190515010004

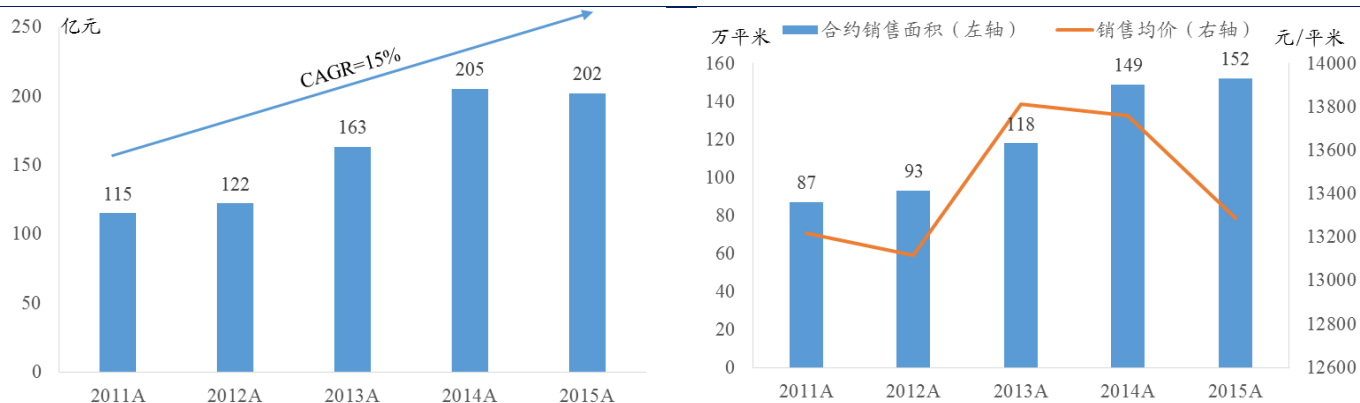
联系人: 宋健
songjian@xyzq.com.cn

投资要点

- **2015年核心净利润25.96亿元, 与去年同期基本持平, 略低于预期。**2015年合景泰富营业收入83.4亿元人民币(下同), 同比下降20.3%, 主要由于一些项目推迟结算, 其中租金、酒店运营和物业管理等经常性收入7.77亿元, 同比增长11.8%; 毛利30亿元, 毛利率由去年同期的35.5%微增至36.1%, 核心净利润为25.96亿元, 与去年同期基本持平, 略低于预期。核心净利率为15.7%。公司由于前期超低的土地成本, 保证了高于行业水平的毛利率和净利率。
- **2016年合约销售目标220亿元, 同比增长9%。**公司的2016年合约销售目标为220亿元, 比2015年增长9%, 该目标略显保守, 但全年公司的可供销售的货值将达到370亿元, 其中247亿元为全新货值。近期国家不断出台利好房地产“去库存”的政策, 相信未来会有进一步的配套政策。公司以优质产品著称, 预计今年能够超额完成销售目标。
- **土地储备优质。**公司近两年在土地市场比较保守, 但土地储备都位于核心的一、二线城市, 截至2015年底, 公司在10个城市有55个项目, 总的土地储备为1000万平方米, 可供公司未来4-5年的发展。公司在一线城市北、上、广的土地储备面积为609万平方米, 占总的土地储备的61%。公司土地的平均成本为3300元每平方米, 是高毛利率的保证。
- **融资成本进一步降低, 财务状况稳定。**公司的平均融资成本降低至7.4%, 去年同期为8.3%, 公司将通过发行国内公司债等形式进一步降低融资成本。净负债率为69%, 较去年略有增高, 但在合理范围以内。

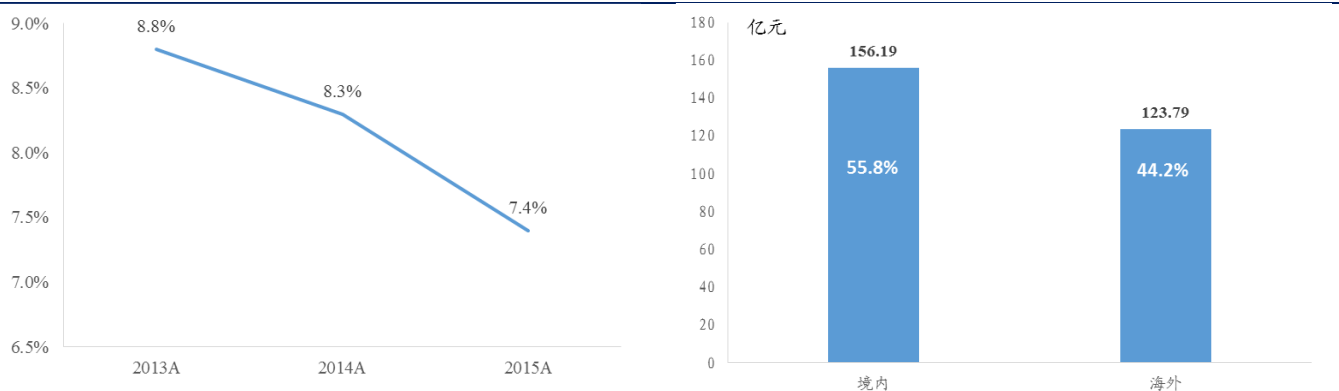
- **派息稳定，息价率高。**公司维持稳定的派息，2015 年末期派息每股 0.29 元，同比降低 12%，2014 年同期为 0.33 元。主要因为公司计划在土地市场收购一些土地以及增加商业物业的持有量。目前息价率仍达到 6.6%（以业绩公布日股价为基准），公司表示未来将会保持稳定的派息。
- **我们的观点：**合景泰富主要在核心一二线城市开展房地产业务，土地储备优质。产品除了住宅还有 20% 为商业，如商场和办公楼，由于项目地理位置优越，出租率理想，公司计划未来持有更多的商业物业。住宅方面，公司将受益于国家“去库存”战略。估值上，现股价对应 2016 年业绩 PE 约为 3-4 倍，股息股价比率超过 6%，建议投资者关注。
- **风险提示：**三四线城市房地产去库存不达预期、宏观经济增速放缓。

图表 1、公司合约销售金额、面积以及均价



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图表 2、平均融资成本及债务结构



数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图表 3、合景泰富 2015 年全年业绩主要财务指标变动情况

| (单位: 千元 RMB) | 2014 | 2015 | 变动 | 点评 |
|---------------------|-------------|-------------|------|--|
| 收入 | 10,465,788 | 8,339,756 | -20% | 有个别项目推迟结算, 若按非权益口径, 公司的营业收入为 165.5 亿元。 |
| 销售成本 | (6,748,208) | (5,330,338) | -21% | |
| 毛利 | 3,717,580 | 3,009,418 | -19% | 毛利与营收同比减少, 毛利率略有提升, 结算的均价达到 13713 元每平方米。 |
| 其他收入及收益净额 | 98,346 | 103,080 | 5% | 公司将进一步加大商业物业的持有量。 |
| 销售及营销开支 | (298,451) | (276,532) | -7% | |
| 行政开支 | (794,247) | (774,677) | -2% | |
| 其他营运开支净额 | (312,972) | (30,740) | -90% | |
| 投资物业公允价值收益净额 | 699,143 | 709,671 | 2% | |
| 融资成本 | (6,083) | (10,451) | 72% | |
| 联营公司 | (5,686) | (2,661) | -53% | |
| 合营企业 | 1,547,942 | 1,935,245 | 25% | |
| 税前利润 | 4,645,572 | 4,662,353 | 0% | |
| 所得税开支 | (1,377,431) | (1,249,168) | -9% | |
| 年度利润 | 3,268,141 | 3,413,185 | 4% | |
| 本公司拥有人 | 3,272,225 | 3,416,248 | 4% | |
| 非控股权益 | (4,084) | (3,063) | -25% | |
| 本公司拥有人应占每股盈利 (元) | 1.12 | 1.13 | 1% | |

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所

2015 全年业绩会 Q&A

Q1 公司今年派息比去年有所减少, 请问公司是怎么考虑的? 未来的派息策略是你怎样的?

公司今年每股派息 0.29 元人民币, 比去年减少了 12.1%。派息减少的主要原因有 1) 公司这两年在土地市场上买地较少, 公司预计今年土地市场上会有不少的机会, 所以预留一些现金, 准备买地或者通过并购、合作的方式获取土地; 2) 公司的商业物业商场和写字楼的出租情况好于管理团队的预期, 公司决定在核心地段多持有一些优质的商业物业, 未来能给公司提供稳定的收益。公司未来会保持稳定的派息政策, 适当提高派息比例, 提高股东回报率。

Q2 公司未来净利润的增长驱动力在哪里? 现在地价的水平也挺高, 公司觉得土地市场的机会会出现在什么地方? 管理层怎么看新出的房地产政策对行业和公司的影响?

公司 2015 年的净利润与 2014 年基本持平, 主要是有个别项目推迟交付, 那同时 2016 年锁定的项目就更多, 因此利润增长有保障。公司今年在土地市场上会比较进取, 机会主要会在“二手”市场, 与其他小的开发商合作, 或者通过并购等方

式获取土地,公司也会扩展拿地的渠道。房地产新政对整个行业会有促进的作用,整个行业也主要以去库存为基调,未来还会有一揽子的政策出来保证去库存目标的实现,比如涉及“税收”方面的政策。

Q3 想了解下公司现金流的状况?

2016年,现金回流199亿元,现金流出方面,支付土地款10亿元,建安费用82亿元,SG&A16.5亿元,支付利息16亿元,各项税费24亿元,现金净流入50.7亿元。对土地收购,公司会择机选取好的项目。2015年,现金回流170亿元,现金流出方面,支付土地款37亿元,建安费用82亿元,SG&A16亿元,支付利息25亿元,各项税费26亿元。

Q4 汇率变动对公司的影响

公司目前有4笔美元债,总计17亿美元,其中4亿美元到2017年4月到期,其他3笔也要到2017年才能召回。总体来说人民币贬值对公司影响不大。公司会通过在国内发行公司债来降低融资成本,目前有22亿元公司债在审核当中。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

| 机构销售经理联系方式 | | | | | |
|--|---------------|--------------------------|--------------|--------------------|---------------------------|
| 机构销售负责人 | | 邓亚萍 | 021-38565916 | dengyp@xyzq.com.cn | |
| 上海地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 罗龙飞 | 021-38565795 | luolf@xyzq.com.cn | 盛英君 | 021-38565938 | shengyj@xyzq.com.cn |
| 杨忱 | 021-38565915 | yangchen@xyzq.com.cn | 王政 | 021-38565966 | wangz@xyzq.com.cn |
| 冯诚 | 021-38565411 | fengcheng@xyzq.com.cn | 王溪 | 021-20370618 | wangxi@xyzq.com.cn |
| 顾超 | 021-20370627 | guchao@xyzq.com.cn | 李远帆 | 021-20370716 | liyuanfan@xyzq.com.cn |
| 胡岩 | 021-38565982 | huyan@xyzq.com.cn | 王立维 | 021-38565451 | wanglw@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 北京地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 朱圣诞 | 010-66290197 | zhusd@xyzq.com.cn | 郑小平 | 010-66290223 | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 肖霞 | 010-66290195 | xiaoxia@xyzq.com.cn | 陈杨 | 010-66290197 | chenyang@xyzq.com.cn |
| 刘晓浏 | 010-66290220 | liuxiaoliu@xyzq.com.cn | 吴磊 | 010-66290190 | wulei@xyzq.com.cn |
| 何嘉 | 010-66290195 | hejia@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200 | | | | | |
| 深圳地区销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 朱元戩 | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn | 李昇 | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn |
| 杨剑 | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn | 邵景丽 | 0755-23836027 | shaojingli@xyzq.com.cn |
| 王维宇 | 0755-23826029 | wangweiyu@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017 | | | | | |
| 海外销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 刘易容 | 021-38565452 | liuyirong@xyzq.com.cn | 徐皓 | 021-38565450 | xuhao@xyzq.com.cn |
| 张珍岚 | 021-20370633 | zhangzhenlan@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439 | chanchiwan@xyzq.com.cn |
| 曾雅琪 | 021-38565451 | zengyqi@xyzq.com.cn | 申胜雄 | | shensx@xyzq.com.cn |
| 赵新莉 | 021-38565922 | zhaoxinli@xyzq.com.cn | | | |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |
| 私募及企业客户负责人 | | 刘俊文 | 021-38565559 | liujw@xyzq.com.cn | |
| 私募销售经理 | | | | | |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 徐瑞 | 021-38565811 | xur@xyzq.com.cn | 杨雪婷 | 021-20370777 | yangxueting@xyzq.com.cn |
| 唐恰 | 021-38565470 | tangqia@xyzq.com.cn | 韩立峰 | 021-38565840 | hanlf@xyzq.com.cn |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955 | | | | | |

| 香港及海外市场 | | | | | |
|--|-------------|---------------------|-----|-------------|---------------------|
| 机构销售负责人 | | | 丁先树 | 18688759155 | dingxs@xyzq.com.hk |
| 姓名 | 办公电话 | 邮箱 | 姓名 | 办公电话 | 邮箱 |
| 郑梁燕 | 18565641066 | zhengly@xyzq.com.hk | 阳焜 | 18682559054 | yanghan@xyzq.com.hk |
| 王子良 | 18616630806 | wangzl@xyzq.com.hk | 周围 | 13926557415 | zhouwei@xyzq.com.hk |
| 孙博轶 | 13902946007 | sunby@xyzq.com.hk | | | |
| 地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900 | | | | | |

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。