



# 行业报告

# 中国商业地产 2013年8月2日

## 行业评级: 正面

### 主要数据

2013 预测市盈率平均值 (倍)	8.1
2013 预测市账率平均值 (倍)	0.7
2013 预测股息率平均值 (%)	4.5

数据来源: 彭博, 农银国际证券预测

### 合同销售额 (人民币十亿)

开发商	2012	1H13
方兴地产	10.5	7.3
SOHO	9.5	NA
华南城*	8.3	**2.2
瑞安房地产	5.7	6.4

\* 港元

\*\*1 季度数据

数据来源: 公司数据

### 行业平均股价表现 (%)

	绝对	相对*
1 个月	(6.5)	(1.8)
3 个月	4.6	(0.5)
6 个月	10.2	(4.1)

\* 相对于 MSCI 中国指数

数据来源: 彭博

### 1 年股价表现



数据来源: 彭博

## 商业地产开发商跑赢住宅开发商

2009-13年, 商业地产股的平均上涨幅度超过了住宅开发商14个百分点。由于较少的政府干预, 商业地产商整体上比住宅开发商享有更高的定价能力和利润率。商业地产公司较少的上市数量也暗示着它们面临来自同业的估值压力比较小。基于这些原因, 我们给予商业地产板块“正面”评级。我们首次覆盖华南城 (1668 HK) 和方兴地产 (817 HK), 均给予“买入”评级。华南城具有发展大规模贸易和物流中心的差异化定位, 方兴地产于一线城市拥有高端写字楼, 这些因素使这两家公司享有长期的可持续性的丰厚利润。

**股价对政策敏感度相对较低。**在政府出台一系列房地产行业调控措施的2009-13年, 商业地产股的表现大幅领先住宅开发商。从2009年1月至今年7月, 商业地产股平均上涨了201%, 超过住宅开发商同期股价升幅(+187%)达14个百分点。

**住宅开发商: 太多选择, 太少差异化。**在过去几年中, 有大量的中国住宅开发商于香港上市, 但这其中很多家公司的业务本质趋同。由于A股新股发行市场被暂停, 很可能更多的住宅开发商将被迫来香港市场, 加剧这一领域的竞争。但商业地产板块则大为不同, 从2009年以来, 仅有4家商业地产商在港上市, 未来的新股发行对这一板块造成的影响有限。

**较高的定价能力和利润率。**由于较少的政府管制, 商业地产商能够享受比住宅开发商更有力的定价权。由于相对高的销售均价, 2012财年商业地产商的毛利率达到38-58%, 高于大多数住宅开发商。

**华南城 (1668 HK) 和方兴地产 (817 HK) 为首选。**地方政府鼓励大规模的发展贸易和物流中心, 令华南城拥有偏低的土地成本, 其土地价格在每平方米 269 元(人民币, 下同)。2013 财年华南城的毛利率(53%)和净利润率(25%)均高于行业的龙头中国海外(688 HK)。我们推荐买入该股, 目标价 2.40 港元。此外, 方兴地产也是我们的推荐股份, 目标价 2.90 港元。方兴地产在一线城市拥有高端写字楼, 拥有不断增长的经常性租金收入和其享有资金成本优势的国有企业背景。

**风险因素:** (1) 经济下滑房地产需求下降; (2) 中国流动性紧张。

### 行业内主要公司估值概览

公司	代码	评级	股价 (HK\$)	目标价 (HK\$)	上行空间 (%)	13 预测 市盈率	13 预测 市账率	13 预测 股息率
华南城	1668 HK	买入	1.92	2.40	25.0	6.1	0.7	5.2
方兴地产	817 HK	买入	2.50	2.90	16.0	8.6	0.9	4.0

数据来源: 公司, 彭博, 农银国际证券估算

### 分析员信息

董耀基

电话: (852) 2147 8311

电邮: kennethtung@abci.com.hk



## 目录

商业地产商的优势.....	3
原因 1 有限的政策风险.....	3
原因 2 市场上有太多的住宅地产股.....	5
优选商业地产商.....	7
青睐物业开发商多过收租商.....	10
股票推荐.....	14
华南城 - 首选 (买入; 目标价 2.40 港元).....	14
方兴地产 - 首选 (买入; 目标价 2.90 港元).....	14
板块值得看高一线.....	15
权益披露.....	24



### 商业地产商的优势

整体而言，相对于住宅开发商，商业地产商的优势在于其较低的政策风险和较少的同业竞争。

1. **较低的政策风险。** 到目前为止，国家并没有对商业地产实行限购，因为政府看到商业地产价格的上涨对 (a) 稳定的经济增长和 (b) 资产泡沫的威胁较小。
2. **越来越多的住宅地产股。** 2009 年以来，香港上市公司中中国住宅开发商的数量显著增加，而同期商业地产股只增加了 4 个。

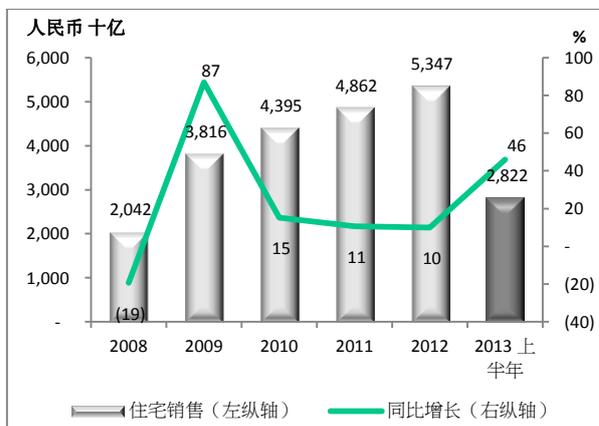
### 原因 1 较低的政策风险

#### 销售均价增长幅度:商业地产击败住宅

因住宅市场执行限购令，住宅销售额增速一直落后于商业地产。但是，由于政府为首次购房者推出了优惠的按揭利率（比央行基准利率折让 15%），2012 年以来住宅市场的反弹速度快过商业地产—2012 年住宅销售同比增长为 10% 而商业地产为 5%；今年上半年住宅销售同比增长 46% 而商业地产同比增长 30%。

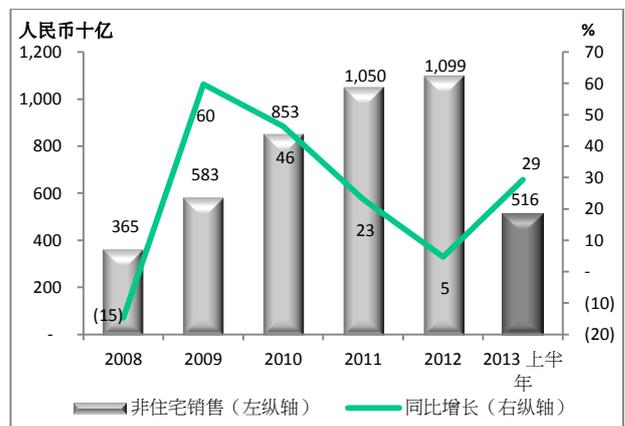
但是另一方面，对于销售价格而言 2009 年以来的大部分时间商业地产的增速则快过住宅。我们认为政府对于住宅市场的严厉调控抑制了住宅市场的房价上涨，总之，商业地产商比住宅开发商拥有更强有力的定价权。

图表 1: 2008 年到 2013 年上半年中国一手住宅销售



数据来源: 中国国家统计局, 农银国际证券

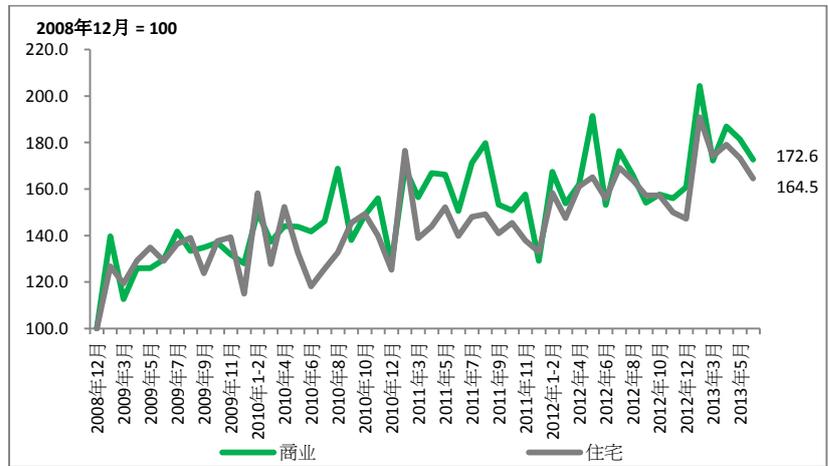
图表 2: 2008 年到 2013 年上半年中国一手商品房销售



数据来源: 中国国家统计局, 农银国际证券



图表 3: 商业房地产平均售价增长强于住宅房地产(2008年12月-2013年3月)



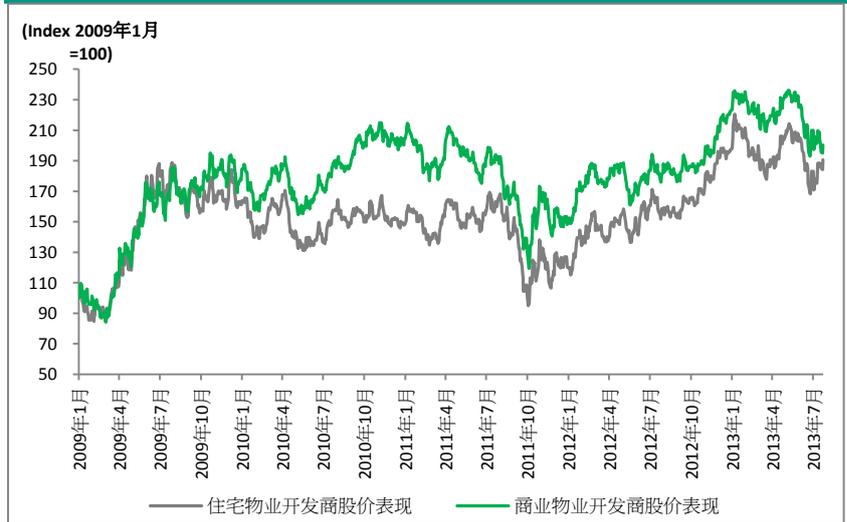
数据来源: 中国国家统计局; 农银国际证券

股价增长幅度: 商业地产击败住宅

在股价方面, 2009年以来商业地产股的表现一直超过住宅开发商。从2009年1月至今年7月, 商业地产股平均上涨了201%, 超过住宅开发商同期股价升幅(+187%)达14个百分点。在2010年住宅限购令出台后, 两者之间的股价表现差距最大。

我们认为, 政策风险对股市的冲击会多过实体市场—调控的传言不时传出, 从而增加投资市场对住宅开发商股份的风险溢价要求。

图表 4: 住宅地产开发商与商业地产开发商股价对比 (2009年1月 - 2013年7月)



\* 住宅房地产开发商市值 - 中国海外发展 (688 HK)/ 世茂房地产 (813 HK)/ 碧桂园 (2007 HK)/ 雅居乐地产 (3383HK)的总市值

\*\* 商业房地产开发商市值- 华润置地 (1109 HK)/ 恒隆地产(101 HK)/ Soho 中国(410 HK)/ 方兴地产 (817 HK)的总市值

数据来源: 各公司数据; 农银国际证券



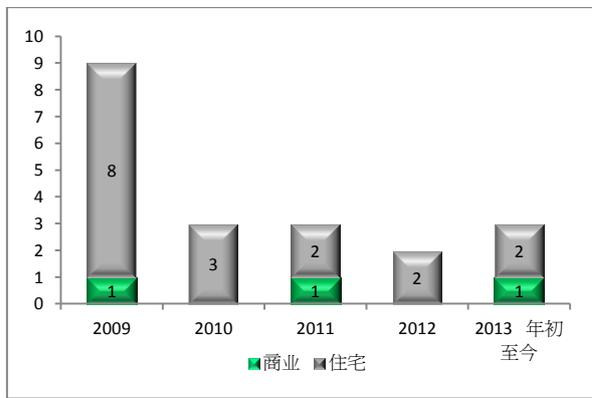
### 原因 2 市场上有太多的住宅地产股

在 2009 年到今年上半年这段时间里，香港市场上共有 20 支来自中国的房地产公司上市，集资额达到 458 亿港元，而这其中 87% 为住宅开发商。因此，香港股本市场上逐渐累积了大量的中国住宅开发商，而大多数公司的业务模式相同，差异化非常有限。

中国市场当下流动性的紧张暗示着有更多的住宅开发商可能会选择来香港上市(A 股 IPO 被暂停)，这将会加剧这一类型股份在一级或二级市场的供应，进而拉低股票估值。2013 年内房企的 IPO 估值可能是上述判断的最好证明。住宅开发商当代置业 (1107 HK) 的 IPO 估值为 4.8 倍 2012 年市盈率和 0.98 倍的 2012 年 PB，远低于行业平均 7.9 倍的 2012 年 PE 估值；而 2013 年另两个同业 IPO 的 PE 估值也仅在 5 - 7 倍。A 股公司通过将资产注入到香港壳公司实现来港上市的情况则更加剧了香港市场上内房企竞争已经十分激烈的现状 (如万科 (000002 CH) 的万科海外 (1036 HK)，金地集团 (600383 CH) 的金地地产 (535 HK) 和中国招商地产 (000024 CH) 的东力实业 (978 HK))。

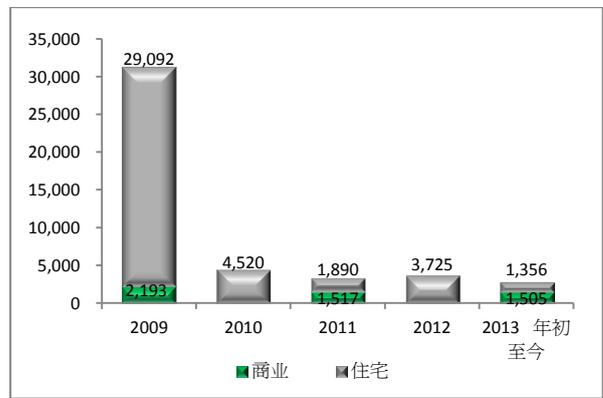
而同样在 2009 年到今年上半年的这段时间里，仅有 4 支商业地产公司来港上市。而且，这些公司彼此之间大部分具有差异化定位—在不同的区域或者战略上各有侧重。因此，整体上而言商业地产板块同业之间的竞争远远低于住宅开发商。

图表 5: 国内开发商在港上市数量



数据来源: 港交所, 农银国际证券

图表 6: 国内开发商在港上市筹集资金数额 (港元 百万)



数据来源: 港交所, 农银国际证券



图表 7:中国地产开发商上市资料

上市日期	名称	股票代码	上市筹集资金	开发商性质	
1 2013年7月12日	当代置业	1107 HK	596	住宅房地产	
2 2013年7月13日	五洲国际	1369 HK	1,505	商业房地产	
3 2013年1月16日	金轮天地控股	1232 HK	760	住宅房地产	
<b>2013年1月-7月</b>			<b>2,861</b>		
1 2012年11月29日	新城发展控股	1030 HK	2,056	住宅房地产	
2 2012年11月23日	旭辉控股集团	884 HK	1,669	住宅房地产	
<b>2012 总计</b>			<b>3,725</b>		
1 2011年3月23日	莱蒙国际	3688 HK	1,560	住宅房地产	
2 2011年7月13日	卓尔发展	2098 HK	1,517	商业房地产	
3 2011年7月22日	汉港房地产	1663 HK	330	住宅房地产	
<b>2011 总计</b>			<b>3,407</b>		
1 2010年2月5日	中骏置业	1996 HK	1,560	住宅房地产	
2 2010年7月15日	天山发展	2118 HK	350	住宅房地产	
3 2010年10月7日	融创中国	1918 HK	2,610	住宅房地产	
<b>2010 总计</b>			<b>4,520</b>		
1 2009年9月30日	华南城	1668 HK	2,193	商业房地产	
2 2009年10月2日	恒盛地产	845 HK	1,035	住宅房地产	
3 2009年10月14日	宝龙地产	1238 HK	2,990	住宅房地产	
4 2009年11月2日	禹洲地产	1628 HK	1,620	住宅房地产	
5 2009年11月5日	恒大地产	3333 HK	6,500	住宅房地产	
6 2009年11月13日	明发集团	846 HK	2,151	住宅房地产	
7 2009年11月19日	龙湖地产	960 HK	8,131	住宅房地产	
8 2009年11月25日	花样年控股	1777 HK	3,215	住宅房地产	
9 2009年12月9日	佳兆业集团	1638 HK	3,450	住宅房地产	
<b>2009 总计</b>			<b>31,285</b>		
<b>(2009年-2013年7月)</b>			<b>筹集资金</b>		
		<b>IPO 数量</b>			
		<b>数量</b>	<b>占总数比重%</b>	<b>港元 百万</b>	
				<b>占总数比重%</b>	
	商业房地产	4	20.0%	7,367	16.1%
	住宅房地产	16	80.0%	38,432	83.9%
		<b>20</b>	<b>100.0%</b>	<b>45,799</b>	<b>100.0%</b>

数据来源: 港交所, 农银国际证券



### 优选商业地产商

在商业地产商中，我们喜欢在某个领域具有独特定位的公司，因为他们运营过程中面临的竞争会很有限。我们尤其钟爱拥有下列业务板块的商业地产开发商，

- 在三、四城市拥有贸易和物流园，受益于城镇化这些区域的需求正在迅速增长，而且，同业竞争较低；
- 在一线城市拥有甲级写字楼，有限的土地供应和低空置率并提供快速上升的现金流是我们看好这一业务的原因。

#### 写字楼：一线城市的写字楼空置率保持在健康水平

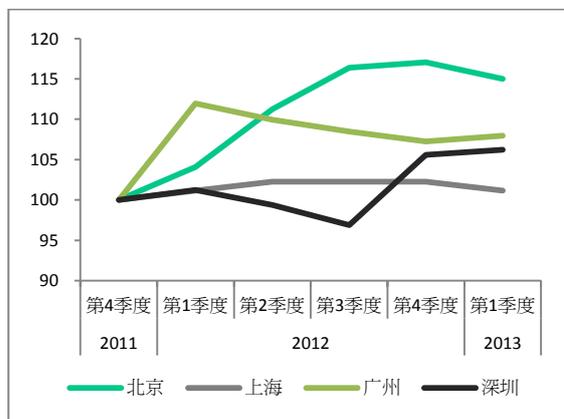
今年1季度，一线城市的写字楼空置率保持在4.5%-12.4%的低位，而成都、青岛和重庆等二线城市为18.2%-40.3%。尽管在1季度由于经济放缓，大部分城市的租金都有所调整（除了广州和深圳的租金环比分别上涨0.7%和0.6%），我们样本中的7个城市的空置率却按季度下跌了0.3%-7.5%。这种现象显示尽管变得对价格敏感，终端用户对写字楼的需求仍然强劲。

图表 8: 2011 年第 4 季度—2013 年第 1 季度国内一二线城市写字楼空缺率



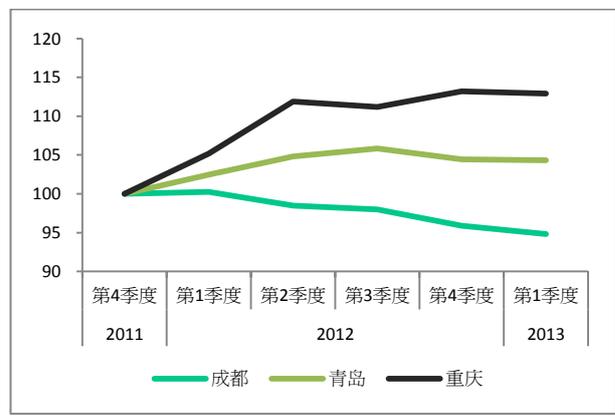
数据来源: 仲量联行; 农银国际证券

图表 9: 写字楼租金指数—一线城市



数据来源: 仲量联行; 农银国际证券

图表 10: 写字楼租金指数—二线城市



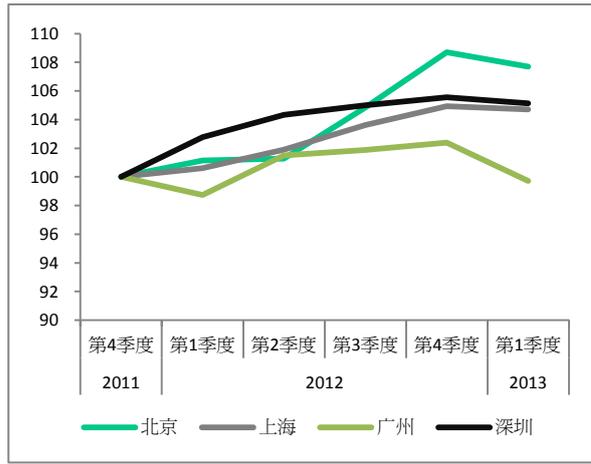
数据来源: 仲量联行; 农银国际证券



零售：受到奢侈品消费削减的冲击

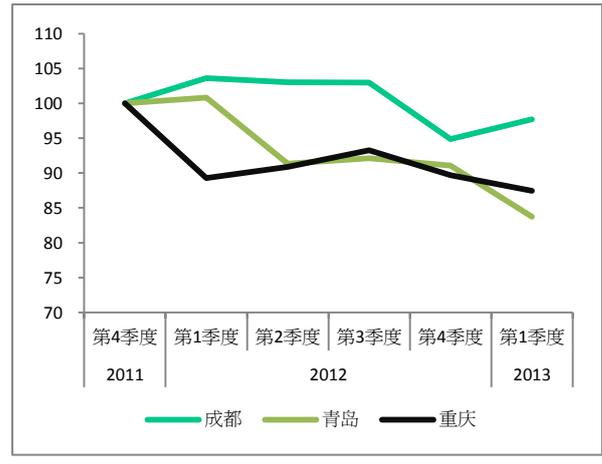
由于政府年初以来旨在减少奢侈品消费，1 季度一线和二线城市零售行业的租金指数均进入下行通道。2 季度各种零售商的同店销售增长均不理想（如达芙妮（210 HK）：跌 13.7%；百丽（1880 HK）：鞋类增 0.5%，运动服类增 2.5%），因此，我们预期市场对零售地产的需求可能下降，进而对这个行业近期的前景保持谨慎。

图表 11：零售租赁指数—一线城市



数据来源：仲量联行，农银国际证券

图表 12：零售租赁指数—二线城市



数据来源：仲量联行，农银国际证券

贸易和物流园：冉冉升起的新星

一线城市的金融和零售行业通常占 GDP 很大一部分，但二线和三线城市从事贸易和物流的中小企业则占 GDP 较大份额。我们看到两个驱动中国贸易及物流园发展的关键因素：

1. 政府主导的城市化正在进行之中

面向中小企业的专业贸易中心正在政府主导下由城市的黄金地段向城市郊区迁移。伴随着城镇化，地方政府更愿意将黄金地段留给住宅和写字楼，而且这也可以缓解解需要密集运输的贸易和物流业造成的交通挤塞。

图表 13：中国城镇化率 (2006-12)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2006-12 年复合增长率(%)
城镇人口 (百万)	583	606	624	645	670	691	712	3.4
总人口 (百万)	1314	1321	1328	1335	1341	1347	1354	0.5
城镇化率(%)	44.4	45.9	47.0	48.3	50.0	51.3	52.6	

数据来源：中国国家统计局

我们相信，地方政府、中小企业和贸易及物流园开发商都将受益于贸易和物流园区的发展。由于位置偏离中心，中小企业将能够享受较低的租金；而在园区达到一定规模并成为一站式采购中心后将能够吸引更多的买家。对于开发此类项目的地产开发商，他们通常可以得到政府的支持因而以较低的价格获取土地。



图表 14: 贸易/物流园区的发展为各方提供最佳解决方案

中小企业	政府	开发商
<p><b>政府提供的优惠</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 来自政府的搬迁补贴</li> </ul>	<p><b>中小企业转移的</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 解决市中心交通拥堵问题</li> <li>- 日后可以卖出曾被贸易/物流园区占据的黄金地段</li> </ul>	<p><b>政府提供的优惠</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 较低的土地成本</li> </ul>
<p><b>新贸易/物流园区带来的好处</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 较低的租金</li> <li>- 商业集群带来的人流和高流</li> </ul>		

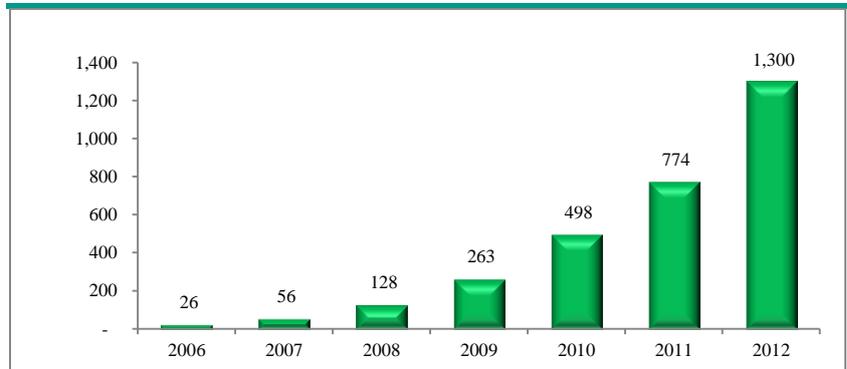
数据来源: 华南城控股有限公司, 农银国际证券

## 2. 有着巨大增长空间的电子商务活动在蓬勃发展

不断增长的网上零售业务降低了市场对位于黄金地段的商业大厦的需求。近期内, 零售店铺的搬迁将是贸易和物流需求增长的另一大驱动力。华南城能够利用其远离中心地段的贸易和物流中心以低费用为购买力有限的中小企业提供高效的仓储物流服务。

根据艾瑞咨询的数据, 虽然中国的网上零售额增长了近 50 倍, 从 2006 年的 260 亿上升到 2012 年的 1,300 亿元, 2012 年网上零售额仅占中国零售总额的 6.2%。这个比例远低于美国的 65%。因此, 我们相信网上零售额增长的空间依然十分庞大 – 未来, 在电子商务的驱动下, 贸易和物流需求将见证高速的增长。

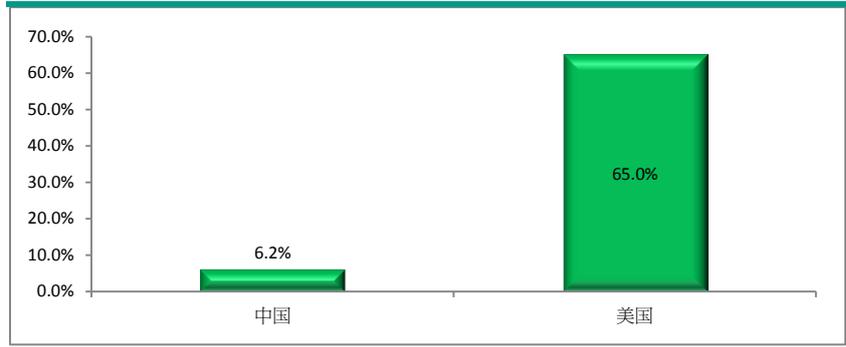
图表 15: 中国网上零售额 2006-12 (人民币 十亿)



数据来源: 艾瑞咨询集团; 中国商务部



图表 16: 网上零售销售占总零售额—中美对照 (2012)



数据来源: 艾瑞咨询集团

### 青睐物业开发商多过收租商

大致上, 我们将商业地产商分为两类:

- 1) **开发商** (如方兴地产 (817 HK) 和华南城 (1668 HK)) - 商业地产领域的开发商, 同住宅开发商一样建筑和预售地产项目
- 2) **收租商** (如恒隆地产 (101 HK) 和华润置地 (1109 HK)) - 持有商业物业以赚取稳定的租金收入

图表 17: 主要的商业地产开发商

	业主/房地产投资信托基金				开发商			
	恒隆地产	华润置地	汇贤产业信托	越秀房产信托基金	SOHO 中国	方兴地产	华南城	瑞安房地产
股票代码	101 HK	1109 HK	87001 HK	405 HK	410 HK	817 HK	1668 HK	272 HK
收入明细 (FY12)	港元百万	港元百万	人民币百万	人民币百万	人民币百万	港元百万	港元百万	人民币百万
租赁	6,098	2,674	1,873	643	148	1,106	214	979
- 中国	3,082	2,674	1,873	643	148	1,106	214	979
- 中国以外地区	3,016	-	-	-	-	-	-	-
酒店	-	574	775	69	-	2,010	13	193
非住宅物业销售	-	1,504	-	-	15,157	6,523	5,190	2,038
住宅物业销售	-	37,018	-	-	-	4,274	1,988	1,747
其他收入	-	2,593	-	-	-	3,263	82	135
总计	6,098	44,363	2,648	712	15,305	17,176	7,488	5,092
占总收入百分比%								
租赁	100%	6%	71%	90%	1%	6%	3%	19%
酒店	0%	1%	29%	10%	0%	12%	0%	4%
非住宅物业销售	0%	3%	0%	0%	99%	38%	69%	40%
住宅物业销售	0%	83%	0%	0%	0%	25%	27%	34%
其他收入	0%	6%	0%	0%	0%	19%	1%	3%
总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源: 各公司数据; 农银国际证券

### 资产收益率下降; 资金成本上升

与其他地区相比, 中国的北京和上海等主要城市的资产收益率比大多数亚洲新兴市场要低。我们认为, 这主要是由于相对于租赁办公楼和零售商店, 中国的终端用户更希望自己拥有。

物业收租商选择将物业出租而非销售的逻辑在于他们认为未来租金会上



升, 低借贷成本将令他们赚取资产收益率和融资成本之间的差额。但是, 近期的写字楼和零售商店租金的调整则显示了相反的情况。

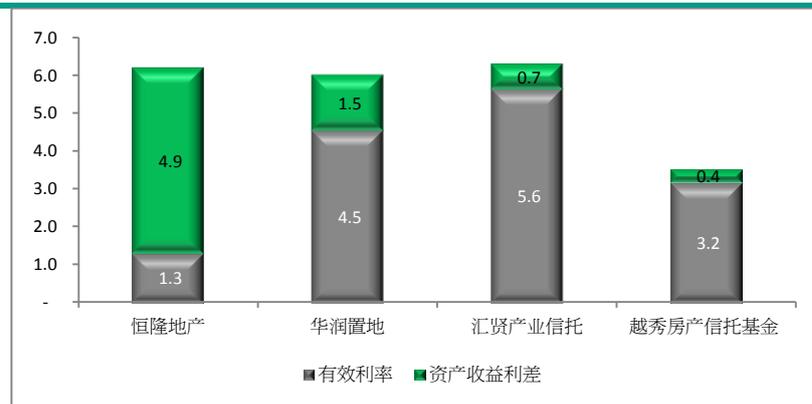
图表 18: 2013 年第 1 季度优质商业/零售物业市场收益率 (%)



数据来源: 世邦魏理仕, 农银国际证券

此外, 目前境内银行给开发商的贷款利率约为 6.2%, 高于写字楼和零售商店 4%-6% 的租金收益率。在中国银行系统流动性紧张背景下, 利率进一步上升可能会吞噬已经很低的资产收益率差 (总租金收入/投资物业估值 - 实际利率) (如越秀房地产投资信托基金为 0.4% 和汇贤房地产投资信托基金为 0.7%)。由于收租地产商的融资成本并不能资本化, 上升的资金成本会立刻反映到他们的利润报表中。

图表 19: 各收租地产商有效利率与资产收益利差\* (%)



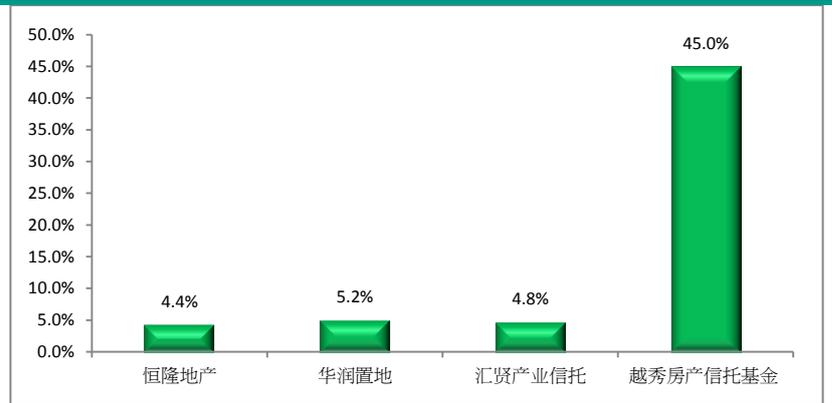
\* 资产收益利差=租金收入总额/在资产负债表上的投资物业估值-有效利率

\*\* 恒隆地产的有效利率较低是因为其大部分的借款来自, 离岸市场

数据来源: 公司, 农银国际证券



图表 20:财务成本占利息及税项前盈利比例 (%)

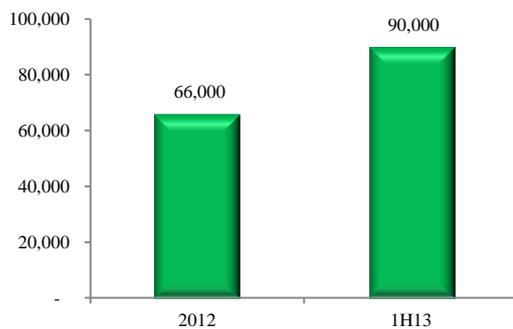


数据来源: 公司, 农银国际证券

商业物业开发商显示了更强有力的定价能力

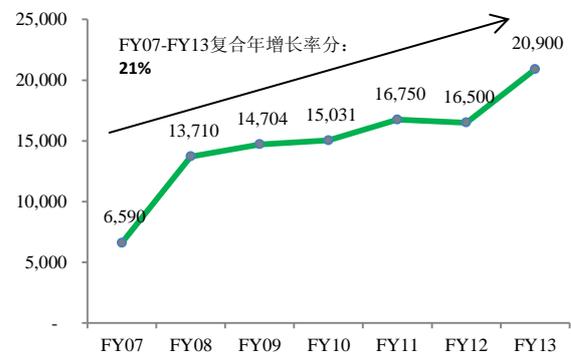
由于来自政府的干预比较少, 商业地产开发商能够享受比住宅开发商更高的定价能力。例如, 2013 年上半年方兴地产的高档写字楼项目上海国际航运服务中心的销售价格达到每平米 9 万元, 比 2012 年上升了 36%。此外, 商业地产开发商享有更高的利润率。2012 年, 他们的毛利率为 38%-58%, 高于大多数住宅同业。

图表 21:方兴地产的上海国际航运服务中心平均售价 (元/每平方米)



数据来源: 方兴地产, 农银国际证券

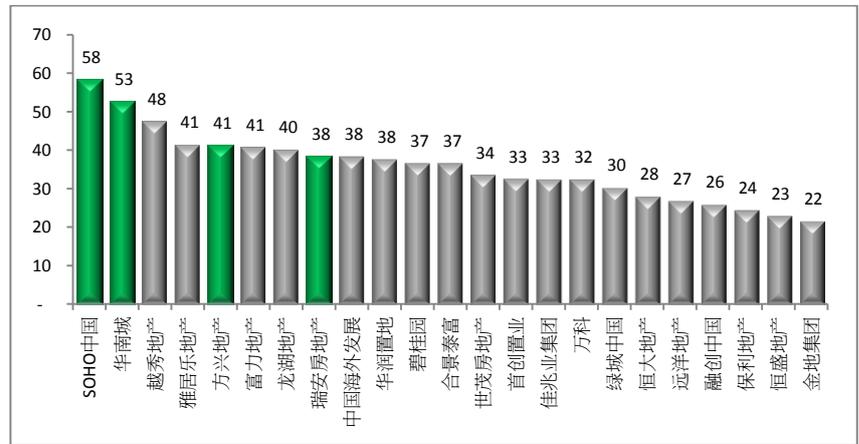
图表 22:华南城控股有限公司的深圳项目平均售价 (元/平方米)



\* 华南城的财年结束于每年三月  
数据来源: 华南城控股有限公司, 农银国际证券



图表 23: 2012 财年毛利率比较 (%)



\*华南城 2012 财年和 2013 财年结束于 3 月  
数据来源: 各公司报告, 农银国际证券

在主要的商业地产开发商中，我们比较担心 SOHO 中国（410 HK）和瑞安房地产（272 HK）业务上遇到的困难。SOHO 中国将其业务模式从“建设到销售”转为从“建设到出租”，而瑞安的上海市区重建项目在居民搬迁上遇到了困难。



## 股票推荐

我们青睐拥有贸易和物流园业务或者在一线城市拥有甲级写字楼项目的商业地产开发商。因此，华南城（1668 HK）和方兴地产（817 HK）脱颖而出，成为我们的首选股。

### 华南城 - 首选 (买入; 目标价 2.40 港元)

- **低土地成本。**由于政府鼓励开发大型的贸易和物流园区，华南城土地的加权平均成本仅为 269 元/平方米；2013 财年的毛利率（53%）和净利润率（25%）分别高于行业龙头中海（毛利率：38%；净利润率：21%）。
- **分阶段开发来缩短回报期。**大型的项目开发被分成多个阶段，因此能够缩短投资回收的时间。例如，一个建筑面积为 1000 万平方米的项目可以被划分成开发阶段，集团可以根据正在开发的面积来支付土地成本。
- **销售策略具有自律性以获得更高的销售价格。**华南城一般都会将每个物流园按建筑面积计算的 50% 作为投资物业持有，而剩余部分为了获得更高的销售均价，将会在 4-5 年之内完成销售。

总体而言，我们预计 2014-16 财年，华南城的合同销售额和净利润的复合年增长率分别达到 34% 和 45%。

### 方兴地产 - 首选 (买入; 目标价 2.90 港元)

- **强大的定价能力。**凭借金茂的品牌效应，方兴地产写字楼项目的销售价格得以大幅提高。上海国际航运服务中心的平均销售价格从 2012 年的每平米 6.6 万上升到 2013 年的每平米 9 万，上升幅度达 36%。
- **经常性租金收入不断上升。**2012 财年，凭借北京和上海三个或总建筑面积为 37.2 万平方米的投资物业（北京凯晨世贸中心、北京中化大厦以及上海金茂大厦），方兴地产的经常性租金收入达到 11 亿港元。由于一线城市的甲级写字楼供给有限，这些物业目前的租金都比 2012 年的平均租金上涨了 50%-100%。
- **主要地产项目梅溪湖将带来巨大的盈利空间。**梅溪湖地区的土地交易价格从 2012 年的 2200 元/平方米上升到今年上半年的 2700 元/平方米，相比原土地售价 1300 元/平方米已经升值了 97%。
- **国有背景的优势：**凭借母公司(中化集团)的国有背景，方兴能够在大多数的中国银行内获得比央行 3 年期贷款利率优惠 5% 的资金。

总体而言，我们预计 2014-15 财年，方兴地产的合同销售额和净利润的复合年增长率分别达到 44% 和 37%。

板块值得看高一线

尽管商业地产商的估值(2013年预测市盈率 8.1 倍)高于住宅地产开发商(2013年预测市盈率 6.3 倍)，我们认为较低的政策风险令它们的估值值得看高一线。在商业地产开发商中，华南城的估值最有吸引力(2014年预测市盈率 6.1 倍)；而方兴地产(2013年预测市盈率 8.6 倍)由于高盈利能力，加上拥有国有背景进而可能获得廉价资金也使其值得得到估值溢价。

图表 24: 同业估值

中国房地产开发商	股票代码	评级	市值 (港元 十亿)	股价 (当地货币)	股价表现			2013年 折现资产 净值	2013年 预测资产 净值	市盈率			收益率 (%)			市帐率			
					1月	年初至今	2012			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
<b>住宅房地产</b>																			
1	中国海外发展	688 HK	买入	182.7	22.35	9.8	(3.2)	76.1	(14.2)	26.05	11.4	9.4	7.5	1.8	2.1	2.7	2.1	1.8	1.5
2	华润置地	1109 HK	na	125.0	21.45	1.2	1.7	70.4	(23.2)	27.93	16.5	13.5	10.7	1.6	1.9	2.3	1.8	1.6	1.4
3	碧桂园	2007 HK	na	83.1	4.50	10.8	10.8	38.6	(26.2)	6.10	9.6	8.1	6.9	3.8	4.5	5.2	1.7	1.5	1.3
4	龙湖地产	960 HK	na	66.2	12.16	5.4	(19.9)	76.5	(42.0)	20.95	9.6	8.3	7.1	2.0	2.3	2.8	1.7	1.5	1.3
5	世茂房地产	813 HK	na	57.6	16.58	7.7	13.4	121.9	(43.9)	29.57	8.0	7.3	6.1	3.3	4.1	4.8	1.3	1.1	1.0
6	恒大地产	3333 HK	na	50.3	3.14	9.4	(26.1)	31.6	(63.1)	8.50	4.1	4.6	4.0	-	4.9	6.1	1.0	0.8	0.7
7	富力地产	2777 HK	na	39.0	12.10	7.8	(6.2)	109.4	(52.7)	25.60	6.4	5.5	4.9	6.2	6.8	7.6	1.2	1.0	0.9
8	雅居乐地产	3383 HK	na	28.4	8.25	(0.8)	(24.3)	55.9	(63.7)	22.73	4.6	4.5	4.1	4.6	5.2	5.8	0.9	0.7	0.6
9	绿城中国	3900 HK	na	33.0	15.32	20.8	7.9	320.1	(52.4)	32.16	5.8	4.9	3.7	4.1	4.5	4.9	1.2	1.0	0.8
10	远洋地产	3377 HK	na	24.3	4.14	(1.7)	(28.5)	64.0	(52.7)	8.75	6.9	7.0	5.8	5.7	5.7	6.5	0.5	0.5	0.5
11	中国海外宏洋集团	81 HK	na	20.3	8.90	(10.1)	(4.5)	47.2	(35.8)	13.87	8.5	7.2	5.6	1.2	1.7	1.9	2.1	1.9	1.4
12	越秀地产	123 HK	na	18.7	2.01	2.0	(18.0)	122.7	(62.0)	5.29	14.2	7.6	6.3	3.2	4.6	5.6	0.7	0.6	0.6
13	融创中国	1918 HK	买入	19.2	5.80	14.2	(3.3)	277.4	(63.3)	15.81	5.9	4.1	3.8	1.9	2.4	2.6	1.5	1.1	0.8
14	合景泰富	1813 HK	na	13.0	4.49	10.6	(22.9)	121.3	(65.5)	13.00	5.4	4.4	3.8	4.2	5.4	6.2	0.7	0.6	0.5
15	恒盛地产	845 HK	na	8.9	1.14	(3.4)	(21.9)	15.9	(67.4)	3.50	10.3	5.1	4.1	-	1.8	2.6	0.4	0.4	0.3
16	佳兆业集团	1638 HK	买入	9.0	1.83	4.6	(23.8)	77.8	(63.4)	4.99	5.4	3.7	2.4	-	-	-	0.6	0.5	0.4
17	旭辉控股集团	884 HK	na	7.7	1.34	11.7	(4.3)	5.3	(67.9)	4.17	6.7	4.3	3.2	3.7	4.8	6.4	0.9	0.7	0.6
18	首创置业	2868 HK	na	5.9	2.85	0.7	(11.5)	109.1	(66.7)	8.56	5.5	3.5	2.6	8.3	9.2	12.2	0.8	0.5	0.4
<b>香港上市开发商均值</b>					<b>5.6</b>	<b>(10.3)</b>	<b>96.7</b>	<b>(51.4)</b>	<b>8.0</b>	<b>6.3</b>	<b>5.1</b>	<b>3.1</b>	<b>4.0</b>	<b>4.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>		
<b>- 市值 &gt; 港元300 亿均值</b>					<b>9.1</b>	<b>(2.7)</b>	<b>105.6</b>	<b>(39.7)</b>	<b>8.9</b>	<b>7.7</b>	<b>6.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.9</b>	<b>4.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>		
<b>- 市值 &lt; 港元300 亿均值</b>					<b>2.8</b>	<b>(16.3)</b>	<b>89.7</b>	<b>(60.8)</b>	<b>7.3</b>	<b>5.1</b>	<b>4.2</b>	<b>3.3</b>	<b>4.1</b>	<b>5.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>		
1	万科	000002 CH	na	137.7	10.28	(1.1)	2.0	30.3	(32.4)	15.20	8.5	7.0	5.7	1.8	2.0	2.3	1.7	1.4	1.2
2	保利地产	600048 CH	na	95.2	10.66	6.4	(22.5)	39.6	(42.6)	18.57	8.9	7.0	5.5	2.2	2.8	3.6	1.7	1.4	1.2
3	招商地产	000024 CH	na	55.8	26.80	13.1	(8.1)	68.9	na	na	14.2	10.8	8.5	1.1	1.3	1.7	1.9	1.7	1.4
4	金地地产	600383 CH	na	39.7	7.20	2.3	0.0	46.3	(12.1)	8.19	9.2	8.4	7.0	1.1	2.0	2.3	1.3	1.2	1.0
<b>A 股上市开发商均值</b>					<b>5.2</b>	<b>(7.2)</b>	<b>46.3</b>	<b>(29.0)</b>	<b>10.2</b>	<b>8.3</b>	<b>6.7</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>		
<b>商业地产:</b>																			
1	SOHO 中国	410 HK	na	30.7	6.36	3.1	2.3	21.5	na	na	7.9	7.8	11.6	4.9	5.0	4.8	0.8	0.8	0.7
2	汇贤产业信托	87001 HK	na	26.5	4.09	3.8	(1.4)	19.6	na	na	17.0	20.5	14.4	5.8	6.0	6.2	0.7	0.7	0.8
3	方兴地产	817 HK	买入	22.9	2.50	(3.5)	(10.4)	103.6	(48.4)	4.85	12.5	8.6	6.7	2.8	4.0	4.8	1.0	0.9	0.8
4	瑞安房地产	272 HK	na	19.2	2.40	6.2	(36.0)	55.6	na	na	57.6	9.7	8.2	2.5	3.8	4.0	0.4	0.4	0.4
5	越秀房产信托基金	405 HK	na	11.2	4.07	(3.8)	10.6	7.3	na	na	11.7	34.6	25.5	6.6	7.1	7.4	0.7	0.7	0.7
6	华南城	1668 HK	买入	11.7	1.92	10.3	64.1	19.4	(67.5)	5.91	6.5	6.1	3.4	5.2	5.2	7.8	0.7	0.7	0.6
7	卓尔发展	2098 HK	na	9.8	2.81	(3.4)	(9.6)	(5.2)	na	na	12.6	na	na	2.1	na	na	1.6	na	na
<b>商业地产均值</b>					<b>1.8</b>	<b>2.8</b>	<b>31.7</b>				<b>18.0</b>	<b>14.5</b>	<b>11.6</b>	<b>4.3</b>	<b>5.2</b>	<b>5.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
<b>- 开发商均值</b>					<b>4.0</b>	<b>5.0</b>	<b>50.0</b>				<b>21.1</b>	<b>8.1</b>	<b>7.5</b>	<b>3.9</b>	<b>4.5</b>	<b>5.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>
<b>- 业主/房产信托基金均值</b>					<b>0.0</b>	<b>4.6</b>	<b>13.4</b>				<b>14.4</b>	<b>27.5</b>	<b>20.0</b>	<b>6.2</b>	<b>6.6</b>	<b>6.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>

\*以上表格数据截至2013年8月1日  
数据来源: 彭博, 农银国际证券估值



# 公司报告

## 华南城 (1668 HK)

2013年8月2日

**评级: 买入**  
**目标价: 2.40 港元**  
**首发报告**

### 主要数据

H 股股价 (港元)	1.92
升值潜力 (%)	25.00
52 周 高/低(港元)	1.93/ 1.05
发行股数 (百万)	6,054
市值 (百万港元)	11,624
3 个月日均交易量 (百万港元)	12.74
主要股东(%):	
郑松兴先生	40.35

数据来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

### 2012 财年收入组成(%)

物业开发	95.87
物业投资	2.86
物业管理	0.58
酒店	0.18
其他	0.51

数据来源: 公司, 农银证券

### 股价表现 (%)

	绝对表现	相对表现*
1 个月	11.0	0.7
3 个月	30.8	33.6
6 个月	55.3	65.8

\* 相对于恒生指数

数据来源: 彭博, 农银国际证券

### 1 年股价表现 (港元)



数据来源: 彭博, 农银国际证券

### 分析员信息

董耀基

电话: (852) 2147 8311

电邮: kennethtung@abci.com.hk

### 贸易和物流领域的龙头开发商

自 2009 年上市以来, 华南城的商业模式一直未被市场充分理解。专注于发展大型的贸易和物流园令华南城能够以低价收购土地并通过分阶段开发来缩短回报期。加上集团将一半项目作为投资物业的策略, 其净利润在 2010 到 2013 财年之间上升了 3 倍, 从 4 亿港元上涨到 18 亿港元。虽然过去的表现优异, 但是其目前的股价仍低于其上市时的发行价格 2.1 港元。巨大的盈利增长空间以及低于同业的估值(2014 年预测市盈率 6.1 倍, 市账率 0.7 倍)促使我们给予其买入评级, 目标价 2.4 港元。

**特殊的商业模式带来丰厚利润。**华南城的商业模式不同于普通的开发商: (1) 低土地成本。由于政府鼓励开发大型的贸易和物流园区, 华南城土地的加权平均成本仅为 269 元/平方米; (2) 大型的项目开发被分成多个阶段, 因此能够缩短投资回收的时间。

**三大增长引擎。**2014-2016 财年, 我们预期华南城合同销售额的复合增长率为 34%; 租金和其他辅助型业务收入将在同期的复合增长率分别达到 12% 和 10%。

**销售策略具有自律性。**华南城一般都会将每个物流园按建筑面积计算的 50% 作为投资物业持有, 而剩余部分为了获得更高的销售均价, 将会在 4-5 年之内分批销售。

**评级“买入”。**我们运用现金流量折现模型(DCF)以及 13.5% 的加权平均资金成本(WACC)对华南城的地产项目进行估值。房地产开发占其总资产值的 96%, 其余为投资物业和酒店(租金收入使用 6% 的收益率, 酒店估值使用 5 倍 EBITDA)。我们再对评估出来的净资产价值折让 60% (相当于自上市以来的均值), 得到目标价 2.4 港元, 相当于 2014 年预测的市盈率和市账率的分别为 7.2 倍和 0.8 倍(低于同业 14.3 倍的平均市盈率)。因此, 我们给予华南城“买入”评级。

**风险因素:** (1) 可转股债券对股权的稀释以及 (2) 较高的未售项目或空置率降低现金流入。

财年截至3月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入 (百万港元)	3,671	7,488	10,263	14,547	17,551
增长 (同比%)	64.3	104.0	37.1	41.7	20.6
核心净利润* (百万港元)	923	1,776	2,020	3,662	4,224
增长 (同比%)	70.1	92.5	13.7	81.3	15.4
核心每股盈利 (港元)	0.15	0.29	0.31	0.56	0.64
增长 (同比%)	69.8	91.6	6.3	78.8	15.1
每股净资产(港元)	2.16	2.63	2.86	3.31	3.80
增长 (同比%)	22.7	21.7	8.6	15.7	14.9
市盈率 (倍)	12.5	6.5	6.1	3.4	3.0
市账率 (倍)	0.89	0.73	0.67	0.58	0.51
每股股息(港元)	0.08	0.10	0.10	0.15	0.20
股息收益率 (%)	3.9	5.2	5.2	7.8	10.4
股本回报率 (%)	7.1	11.2	11.7	18.4	18.5
资产回报率 (%)	3.0	4.2	4.0	6.4	6.8

数据来源: 公司, 彭博, 农银国际证券估值 (1.0 人民币= 1.26 港元)

\*核心净利润的计算=公司报告净利润-重估收益及一次性出售收益



综合收益表 (2012-2016 财年)

截至 3 月 31 日 (港元 百万)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	3,671	7,488	10,263	14,547	17,551
销售成本	(1,435)	(3,311)	(4,884)	(5,839)	(7,474)
毛利	2,236	4,177	5,379	8,708	10,077
销售及行政开支	(538)	(826)	(974)	(1,159)	(1,445)
息税前利润	1,698	3,351	4,405	7,548	8,632
融资成本	(59)	(133)	(211)	(262)	(262)
应占联营公司的利润及亏损	1	1	-	-	-
其他收入/(开支)	22	52	109	128	168
投资物业公允价值收益	1,118	1,251	-	-	-
一次性开支	525	(48)	-	-	-
税前利润	2,188	3,223	4,304	7,414	8,539
所得税费用	(1,258)	(1,606)	(1,975)	(3,466)	(3,923)
税后利润	930	1,616	2,328	3,948	4,616
非控股权益	23	(117)	(308)	(287)	(392)
报告净利润	2,071	2,750	2,020	3,662	4,224
减去: 特殊项目	(1,148)	(973)	-	-	-
实际净利润	923	1,776	2,020	3,662	4,224
<b>每股数据</b>					
实际每股盈利 (港元)	0.15	0.29	0.31	0.56	0.64
每股派息 (港元)	0.08	0.10	0.10	0.15	0.20
派息率(%)	49%	34%	32%	27%	31%
每股净资产(港元)	2.16	2.63	2.86	3.31	3.80
<b>增长率 %</b>					
收入	64.3%	104.0%	37.1%	41.7%	20.6%
毛利	67.7%	86.8%	28.8%	61.9%	15.7%
息税前利润	67.6%	97.4%	31.4%	71.4%	14.4%
实际净利润	70.1%	92.5%	13.7%	81.3%	15.4%
<b>利润率 %</b>					
毛利率	60.9%	55.8%	52.4%	59.9%	57.4%
毛利率 (土地增值税后)	51.4%	48.2%	41.4%	46.0%	45.0%
息税前利润率	46.3%	44.8%	42.9%	51.9%	49.2%
核心净利润率	22.2%	26.2%	22.7%	27.1%	26.3%
<b>主要模型假设</b>					
合同销售额 (港元 百万)	6,207	8,205	11,113	13,123	20,102
已售建筑面积(百万 平方米)	0.59	0.71	1.04	1.11	1.84
平均售价 (港元/平方米)	10,487	11,573	10,684	11,807	10,940
销售入账 (港元)	3,011	6,899	9,916	14,164	17,120
已交付建筑面积(百万 平方米)	0.25	0.66	0.98	1.18	1.53
入账的平均售价 (港元/平方米)	11,986	10,409	10,079	12,023	11,201

数据来源: 公司数据, 农银国际证券估值



综合资产负债表 (2012-2016 财年)

截至 3 月 31 日 (港元 百万)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>流动资产</b>	<b>13,245</b>	<b>18,428</b>	<b>19,430</b>	<b>20,873</b>	<b>24,842</b>
现金及现金等价物	3,832	6,778	7,781	9,224	13,192
应收贸易账款	526	937	937	937	937
持作销售物业	7,908	9,953	9,953	9,953	9,953
其他流动资产	979	760	760	760	760
<b>非流动资产</b>	<b>17,421</b>	<b>23,917</b>	<b>30,985</b>	<b>36,335</b>	<b>37,524</b>
发展中物业	2,878	2,382	9,469	14,842	16,057
物业、厂房及设备	196	601	581	558	532
投资物业	13,637	19,426	19,426	19,426	19,426
于联营公司和共同控制实体的投资	1	6	6	6	6
其他非流动资产	709	1,502	1,502	1,502	1,502
<b>总资产</b>	<b>30,666</b>	<b>42,345</b>	<b>50,415</b>	<b>57,208</b>	<b>62,365</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,895</b>	<b>15,374</b>	<b>20,845</b>	<b>24,696</b>	<b>26,544</b>
短期借款	2,740	4,418	9,418	14,418	14,418
贸易及其他应付款项	3,067	4,373	4,373	4,373	4,373
预售订金	3,463	3,793	4,264	3,114	4,962
其他流动负债	1,624	2,790	2,790	2,790	2,790
<b>非流动负债</b>	<b>6,777</b>	<b>10,928</b>	<b>11,903</b>	<b>11,903</b>	<b>11,903</b>
长期借款	3,878	7,435	8,410	8,410	8,410
其他应付账款	53	-	-	-	-
其他非流动负债	2,845	3,493	3,493	3,493	3,493
<b>非流动负债总额</b>	<b>17,671</b>	<b>26,302</b>	<b>32,748</b>	<b>36,599</b>	<b>38,447</b>
<b>资产净值</b>	<b>12,995</b>	<b>16,043</b>	<b>17,667</b>	<b>20,610</b>	<b>23,919</b>
<b>股东权益</b>	<b>12,939</b>	<b>15,853</b>	<b>17,219</b>	<b>19,925</b>	<b>22,892</b>
非控股权益	57	190	448	685	1,026
<b>权益总额</b>	<b>12,995</b>	<b>16,043</b>	<b>17,667</b>	<b>20,610</b>	<b>23,919</b>
<b>主要比率:</b>					
债务总额(港元 百万)	6,618	11,853	17,828	22,828	22,828
债务净额(港元 百万)	2,786	5,076	10,048	13,605	9,637
净资产负债比率(%)	22%	32%	58%	68%	42%
合同销售/ 总资产 (倍)	0.20	0.19	0.22	0.23	0.32

数据来源: 公司数据, 农银国际证券估值



综合现金流量表(2012-2016 财年)

截至 3 月 31 日 (港元 百万)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
利息折旧及摊销前利润	1,721	3,378	4,435	7,581	8,669
营运资本变化	(2,468)	(554)	(5,423)	(5,040)	2,116
已付税项	(160)	(200)	(1,975)	(3,466)	(3,923)
<b>经营活动现金流入净额</b>	<b>(907)</b>	<b>2,624</b>	<b>(2,964)</b>	<b>(925)</b>	<b>6,861</b>
购买物业、厂房及设备项目	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)
投资性物业的投资	0	0	0	0	0
联营公司和共同控制实体的投资	11	0	0	0	0
出售附属公司	286	0	0	0	0
其他	(20)	0	109	128	168
<b>投资活动现金流出净额</b>	<b>265</b>	<b>(10)</b>	<b>99</b>	<b>118</b>	<b>158</b>
新增贷款	2,172	2,000	10,000	10,000	10,000
已偿付贷款	(1,588)	(500)	(5,000)	(5,000)	(10,000)
利息付款	(522)	(719)	(1,403)	(1,744)	(1,744)
股权融资	0	0	0	0	0
可换股证券融资	0	0	975	0	0
分派股息	(150)	(449)	(654)	(956)	(1,257)
其他	7	0	(50)	(50)	(50)
<b>融资活动现金(流出)/流入净额</b>	<b>(81)</b>	<b>332</b>	<b>3,867</b>	<b>2,250</b>	<b>(3,051)</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>(722)</b>	<b>2,946</b>	<b>1,003</b>	<b>1,443</b>	<b>3,968</b>
年初的现金及现金等价物	4,554	3,832	6,778	7,781	9,224
<b>年终的现金及现金等价物</b>	<b>3,832</b>	<b>6,778</b>	<b>7,781</b>	<b>9,224</b>	<b>13,192</b>

数据来源: 公司数据, 农银国际证券估值



# 公司报告

# 方兴地产 (817 HK)

## 2013年8月2日

### 评级: 买入

目标价: 2.90 港元

首发报告

#### 主要数据

H 股股价 (港元)	2.50
升值潜力(%)	16.00
52 周高/低(港元)	3.02/ 2.19
发行股数 (百万)	9,161
市值 (百万港元)	22,903
3 个月日均交易量(百万港元)	14.59
主要持股人所持股份 (%):	
中国中化集团	62.90

数据来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

#### 2012 财年收入分布 (%)

物业开发	62.9
物业租赁	6.4
酒店经营	11.7
土地开发	15.4
其他	3.6

数据来源: 公司, 农银国际证券

#### 股价表现 (%)

	绝对表现	相对表现*
1 个月	0.4	(9.0)
3 个月	(7.0)	(5.1)
6 个月	(10.7)	(4.6)

\*相对于恒生指数

数据来源: 彭博, 农银国际证券

#### 一年股价表现(港元)



数据来源: 彭博, 农银国际证券

#### 分析员信息

董耀基

电话: (852) 2147 8311

电邮: kennethtung@abci.com.hk

### 被低估的优质写字楼开发商

2007 年上市的方兴地产是中国中化集团房地产开发的平台。方兴地产项目的平均售价和利润率因为以下原因呈现上升趋势: (1) 一线城市对于甲级写字楼的强劲需求; (2) 主要地产项目梅溪湖今年上半年的土地升值超过 23%。随着租约在 2013-14 年到期, 集团的租金收入将会进一步增长。其目前市场估值(较资产净值折让 48%) 相对于其他国有开发商来说偏低。基于其不断增长的盈利能力和相对较低的估值水平, 我们给予“买入”评级, 目标价 2.9 港元。

**强大的定价能力。**凭借金茂的品牌效应, 方兴地产写字楼项目的销售价格得以大幅提高。上海国际航运服务中心的平均销售价格从 2012 年的每平米 6.6 万上升到 2013 年的每平米 9 万, 上升幅度达 36%。鉴于市场对甲级写字楼的需求旺盛, 我们预期方兴地产的合同销售额目标将会超过其 130 亿的原定计划, 达到 140 亿(同比增长 34%)。6 月底, 方兴约完成了目标的 54%。

**经常性租金收入不断上升。**2012 财年, 凭借北京的两处主要物业(北京凯晨世贸中心和北京中化大厦)以及上海的一处物业(金茂大厦), 方兴地产的经常性租金收入达到 11 亿港元。投资物业的总建筑面积为 37.2 万平方米。由于一线城市的甲级写字楼供给有限, 这些物业目前的租金都比 2012 年上涨了 50%-100%。

**主要地产项目梅溪湖开始进入收成期。**梅溪湖地区的土地交易价格从 2012 年的 2200 元/平方米上升到今年上半年的 2700 元/平方米, 相比原土地售价 1300 元/平方米已经升值了 97%。我们预期随着该地区的其他配套基建项目(例如在今年 10 月地铁即将落成)的成熟, 周边的土地价值将会进一步提升。

**评级“买入”。**我们用 DCF 模型以及 8.3% 的 WACC 对方兴地产的项目进行估值。再对评估出来的净资产价值折让 40% (2009 年以来的均值) 我们得到目标价 2.9 港元。目前的估值(相当于将其净资产价值折让 48%) 比其他的国有开发商, 如中海(688HK, 14%) 和华润置地(1109HK, 23%) 偏低。因此, 我们给予方兴地产“买入”评级。

**风险因素:** 1) 可转股债券对股权的潜在稀释, 以及 2) 由于供给有限, 补充高质素的商业项目用地存在难度。

财年截至12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入 (港元 百万)	6,592	17,176	19,170	28,538	35,764
增长 (同比%)	3.8	160.6	11.6	48.9	25.3
核心净利润* (港元 百万)	1,455	2,154	2,841	3,715	5,308
增长 (同比%)	45.9	48.0	31.9	30.8	42.9
核心每股盈利 (港元)	0.13	0.20	0.29	0.37	0.52
增长 (同比%)	45.9	48.0	46.4	27.7	39.6
每股净资产(港元)	2.32	2.58	2.79	3.08	3.52
增长 (同比%)	14.5	11.5	8.1	10.2	14.3
市盈率 (倍)	18.6	12.5	8.6	6.7	4.8
市帐率 (倍)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
每股股息(港元)	0.04	0.07	0.10	0.12	0.14
股息收益率 (%)	1.6	2.8	4.0	4.8	5.6
股本回报率 (%)	6.7	8.9	10.8	12.9	16.2
资产回报率 (%)	2.1	2.6	3.0	3.5	4.7

数据来源: 公司, 彭博, 农银国际证券估测(1.0 人民币=1.26 港元)

\*核心净利润的计算=公司报告净利润-重估收益及一次性出售

**综合损益表 (2011-2015 财年)**

截至 12 月 31 日 (港元 百万)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	6,592	17,176	19,170	28,538	35,764
销售成本	(3,017)	(9,977)	(8,560)	(13,621)	(16,224)
<b>毛利</b>	<b>3,575</b>	<b>7,199</b>	<b>10,609</b>	<b>14,917</b>	<b>19,540</b>
销售、营销和管理费用	(1,158)	(1,407)	(1,675)	(2,129)	(2,791)
<b>息税前利润</b>	<b>2,417</b>	<b>5,792</b>	<b>8,934</b>	<b>12,787</b>	<b>16,749</b>
融资成本	(859)	(986)	(1,100)	(1,279)	(1,368)
分占合营公司利润	4	2	-	-	-
其他收入/(支出)	213	284	197	303	523
投资物业公允价值收益	931	1,626	-	-	-
出售分支/一次性项目	1,392	5	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>4,097</b>	<b>6,723</b>	<b>8,031</b>	<b>11,811</b>	<b>15,903</b>
所得税费用	(1,187)	(2,783)	(4,046)	(5,656)	(7,985)
<b>税后利润</b>	<b>2,911</b>	<b>3,940</b>	<b>3,986</b>	<b>6,155</b>	<b>7,919</b>
非控制权益	(566)	(563)	(1,145)	(2,440)	(2,610)
<b>报告净利润</b>	<b>2,344</b>	<b>3,378</b>	<b>2,841</b>	<b>3,715</b>	<b>5,308</b>
减去: 特殊项目	(889)	(1,223)	-	-	-
<b>实际净利润</b>	<b>1,455</b>	<b>2,154</b>	<b>2,841</b>	<b>3,715</b>	<b>5,308</b>

**每股数据**

实际每股盈利 (港元)	0.13	0.20	0.29	0.37	0.52
每股派息 (港元)	0.04	0.07	0.10	0.12	0.14
派息率(%)	30%	35%	34%	32%	27%
每股净资产(港元)	2.32	2.58	2.79	3.08	3.52

**增长率 %**

收入	3.8%	160.6%	11.6%	48.9%	25.3%
毛利	8.2%	101.4%	47.4%	40.6%	31.0%
息税前利润	0.9%	139.7%	54.3%	43.1%	31.0%
实际净利润	45.9%	48.0%	31.9%	30.8%	42.9%

**利润率 %**

毛利率	54.2%	41.9%	55.3%	52.3%	54.6%
毛利率 (土地增值税后)	8.7%	19.3%	24.7%	26.4%	28.5%
息税前利润率	36.7%	33.7%	46.6%	44.8%	46.8%
核心净利润率	17.7%	15.8%	20.8%	21.6%	22.1%

**主要模型假设**

合同销售额 (港元 百万)		13,230	17,761	23,573	36,646
已售建筑面积(百万 平方米)		0.31	0.51	0.87	1.02
平均售价 (港元/平方米)		43,009	34,902	27,102	35,918
销售入账 (港元)		10,796	12,208	20,883	28,085
已交付建筑面积(百万 平方米)		0.46	0.29	0.66	0.87
入账的平均售价 (港元/平方米)		23,328	42,571	31,431	32,367

数据来源: 公司数据, 农银国际证券估值

**综合资产负债表 (2011-2015 财年)**

截至 12 月 31 日 (港元 百万)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
<b>流动资产</b>	<b>24,968</b>	<b>38,199</b>	<b>36,001</b>	<b>49,193</b>	<b>62,651</b>
现金和现金等价物	12,224	12,888	12,270	26,964	41,623
受限制银行结余	368	576	576	576	576
应收贸易账款和其他应收款项	105	2,003	2,003	2,003	2,003
发展中物业	7,030	10,384	10,384	10,384	10,384
持作出售物业	840	3,078	3,078	3,078	3,078
发展中土地	2,623	6,696	5,116	3,614	2,413
其他流动资产	5,240	12,348	10,767	9,266	8,065
<b>非流动资产</b>	<b>44,803</b>	<b>44,303</b>	<b>58,768</b>	<b>55,660</b>	<b>50,000</b>
物业、厂房及设备	6,891	6,956	7,018	7,073	7,121
发展中物业	11,844	13,047	27,450	24,287	18,579
发展中土地	9,223	5,408	5,408	5,408	5,408
投资物业	14,890	16,575	16,575	16,575	16,575
于合营公司的投资	36	39	39	39	39
其他非流动资产	1,919	2,279	2,279	2,279	2,279
<b>总资产</b>	<b>69,771</b>	<b>82,502</b>	<b>94,769</b>	<b>104,853</b>	<b>112,651</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,610</b>	<b>25,726</b>	<b>35,285</b>	<b>40,676</b>	<b>42,199</b>
短期借款	6,028	8,952	13,952	18,952	18,952
应付贸易账款和应付款项	5,349	6,233	6,233	6,233	6,233
预售定金	5,229	8,235	12,794	13,185	14,709
其他流动负债	1,005	2,306	2,306	2,306	2,306
<b>非流动负债</b>	<b>21,613</b>	<b>22,273</b>	<b>22,273</b>	<b>22,273</b>	<b>22,273</b>
长期借款	19,171	19,323	19,323	19,323	19,323
其他应付款项	-	-	-	-	-
其他非流动负债	2,442	2,950	2,950	2,950	2,950
<b>总负债</b>	<b>39,224</b>	<b>47,999</b>	<b>57,558</b>	<b>62,949</b>	<b>64,473</b>
<b>净资产</b>	<b>30,547</b>	<b>34,503</b>	<b>37,210</b>	<b>41,904</b>	<b>48,179</b>
<b>股东权益</b>	<b>21,583</b>	<b>24,290</b>	<b>26,215</b>	<b>28,831</b>	<b>32,856</b>
永续可换股证券	4,588	4,588	4,588	4,588	4,588
少数股东权益	4,377	5,625	6,408	8,486	10,734
<b>权益总额</b>	<b>30,547</b>	<b>34,503</b>	<b>37,210</b>	<b>41,904</b>	<b>48,179</b>
<b>主要比率:</b>					
债务总额(港元 百万)	25,199	28,275	33,275	38,275	38,275
债务净额(港元 百万)	12,607	14,811	20,429	10,736	(3,923)
净资产负债比率(%)	48%	51%	66%	32%	-10%
合同销售/ 总资产 (倍)	-	0.16	0.19	0.22	0.33

数据来源: 公司数据, 农银国际证券估值



综合现金流量表 (2011-2015 财年)

截止于 12 月 31 日 (港元 百万)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
利息折旧及摊销前利润	2,641	6,022	9,172	13,032	17,001
营运资本变化	(8,642)	(4,186)	(7,363)	6,101	9,552
已付税项	(1,110)	(1,137)	(4,046)	(5,656)	(7,985)
<b>经营活动现金流入净额</b>	<b>(7,111)</b>	<b>699</b>	<b>(2,237)</b>	<b>13,477</b>	<b>18,568</b>
购买物业、厂房及设备项目	(207)	(310)	(300)	(300)	(300)
投资性物业的投资	(7)	(20)	0	0	0
联营公司和共同控制实体的投资	0	0	0	0	0
出售附属公司	0	0	0	0	0
其他	3,488	(968)	197	303	523
<b>投资活动现金流出净额</b>	<b>3,274</b>	<b>(1,298)</b>	<b>(103)</b>	<b>3</b>	<b>223</b>
新增贷款	30,470	16,488	10,000	10,000	10,000
已偿付贷款	(24,338)	(13,369)	(5,000)	(5,000)	(10,000)
利息付款	(787)	(949)	(2,000)	(2,325)	(2,488)
股权融资	0	0	0	0	0
可换股证券融资	(317)	(317)	(312)	(312)	(312)
分派股息	(229)	(366)	(916)	(1,099)	(1,283)
其他	33	(222)	(50)	(50)	(50)
<b>融资活动现金 (流出) / 流入净额</b>	<b>4,831</b>	<b>1,264</b>	<b>1,721</b>	<b>1,213</b>	<b>(4,132)</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>994</b>	<b>665</b>	<b>(618)</b>	<b>14,693</b>	<b>14,659</b>
年初的现金及现金等价物	11,230	12,224	12,888	12,270	26,964
<b>年终的现金及现金等价物</b>	<b>12,224</b>	<b>12,888</b>	<b>12,270</b>	<b>26,964</b>	<b>41,623</b>

数据来源: 公司数据, 农银国际证券估值



## 权益披露

分析员，董耀基，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能向本报告提及的某些公司寻求投资银行服务并收取财务费用。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.5$
低	$180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 $< 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司

电话：(852) 2868 2183