



2014年2月7日  
公司报告\*  
评级: 买入  
目标价格: 2.20 港元

股价 (港元)	1.56
预计股价回报	41.0%
股息收益率	4.1%
预计总回报	45.1%

之前评级及目标价	NA
之前报告日期	NA

董耀基  
电话: (852) 2147 8311  
电邮: kennethtung@abc1.com.hk

主要数据

52 周高/低(港元)	1.86/1.27
发行股数 (百万)	2,783
市值 (港元 百万)	4,341
3 个月日均交易量(港元 百万)	2.4
主要持股人所持股份 (%)	
郭梓文先生	46.7

来源: 彭博, 农银国际证券

2012 年 收入分成 (%)

地产开发	98.0
投资物业	0.8
其他	1.2

来源: 公司, 农银国际证券

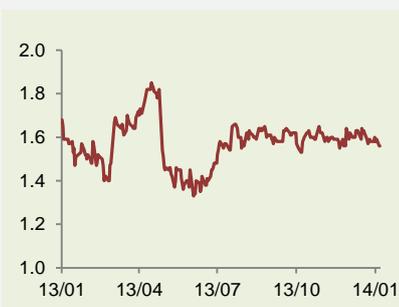
股价表现 (%)

	绝对表现	相对表现*
1 个月	(2.5)	3.2
3 个月	(1.3)	4.8
6 个月	0.6	0.6

\* 相对于恒生指数

来源: 彭博, 农银国际证券

一年股价表现(港币)



来源: 彭博, 农银国际证券

中国奥园 (3883 HK)

一个策略转变的成功故事; 首次评级: 买入

- 广东省内快速增长的房地产开发商 – 在采用了快速资产周转模型以后, 2013 年预售额猛增 91%, 达到人民币 100 亿元
- 财务状况良好, 净负债比率在 2013 年中达到 47.1%, 比国内中小型同业的 77% 平均值要低
- 预期 2013-2015 年的核心利润年复合增长率将达到 123%
- 政策风险较低, 40% 的总预售额来自商业房地产项目
- 公司具有增长潜力, 但是目前股价是评估后净资产值折让 72%; 首次评级为买入; 基于 2014 年预测净资产值的折让率 60%, 我们的目标价格为 2.2 港元

**中国奥园的主要优势:** 1) 成功过渡到快速资产周转模型 – 自从奥园在 2013 年采用了快速资产周转模型, 预售额同比增长 91% 到人民币 100 亿元; 2) 商业房地产销售额上升推动利润率增长。随着奥园推动商业房地产产品的销售 (在总预售额的占比从 2010 年的 29% 上升到 2011 年-2013 年上半年的 35%-36%), 毛利率稳步增长, 从 2010 财年的 26.9% 上升到 2012 财年的 30.1%。占完未来, 我们预期公司的毛利率将会随着商业房地产产品销售增加而稳步提升 (2013 年: 30.2%, 2014 年: 32.2%, 2015 年: 34.0%)。3) 财务状况良好。尽管公司自 2013 年转型到快速资产周转模型, 但是净负债比例在 2013 年中仍然保持在 47.1%, 远低于中小型同业的平均水平 77.3%。在 2014 年 1 月, 奥园发行了票息率为 11.25% 的 5 年期美元债券, 共筹资 3 亿美元。该债券的票息率要比 2012 年 11 月和 2013 年 1 月发行的美元债券息率 13.875% 要低。这意味着市场认为奥园的信贷质量正在提高。

**2014 年行业展望: 更加青睐商业房地产开发商。** 较低的政策风险和资本市场内相对较少的商业房地产股票使商业房地产板块更加受青睐。由于公司有大约 40% 的预售额都来自非住宅房地产项目, 所以相对市场风高的住宅地产市场的发展对奥园的影响较少。

**公司具有理想的发展前景, 但是估值受压; 首次评级为买入。** 我们运用现金流折算法, 推算出奥园 2014 财年的评估后净资产值为人民币 113 亿元, 或 5.49 港元/股。我们运用中小型同业的平均净资产值折让率 60%, 得出公司的目标价格为 2.2 港元/股。由于公司的 2014 年预测利润同比增长将达到 195%, 高于中小型同业的平均区间 20-50%, 所以我们认为公司目前的估值- 2.9 倍 2014 年估测市盈率, 8% 股息率 (假设派息比率为 25%), 具有一定吸引力。

**风险因素:** 1) 房地产项目组合集中在广东省; 2) 政策风险; 3) 上升的土地成本会损害利润率

业绩及估值

财年截至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (人民币百万)	3,022	3,943	5,614	9,960	13,630
增长 (同比%)	23.7	30.5	42.4	77.4	36.8
核心净利润* (人民币百万)	238	243	368	1,087	1,836
增长 (同比%)	86.7	2.3	51.7	194.9	69.0
核心每股盈利 (人民币)	0.09	0.09	0.14	0.42	0.70
增长 (同比%)	86.7	2.1	51.7	194.9	69.0
每股净资产(港元)	2.4	2.7	2.8	3.1	3.6
增长 (同比%)	3.9	12.7	4.0	11.4	17.9
市盈率 (倍)	13.4	13.1	8.6	2.9	1.7
市帐率 (倍)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
股本回报率 (%)	3.9	3.5	5.1	13.5	19.3
资产回报率 (%)	1.4	1.2	1.3	3.2	4.7
每股股息(人民币)	0.05	0.31	0.05	0.10	0.15
股息收益率 (%)	4.23	25.62	4.05	8.21	12.32
净负债比率 <sup>2</sup> (%)	13.1	25.6	64.3	35.2	1.2

<sup>1</sup> 基本净收入 = 净收入 - 投资物业重估收益以及一次性项目

<sup>2</sup> 净负债比率: 净负债/股东权益; 净债务=借款+高级债券-现金及存款

来源: 彭博, 农银国际证券预测

\* 本报告是 2014 年 1 月 29 日奥园首次评级报告的中文翻译



## 目录

独特的广东开发商.....	3
奥园三大优势.....	5
1. 快速资产周转模式 .....	5
2. 商业地产销售额上升带动利润率改善 .....	8
3. 健康的财务报表 .....	9
2014 年房地产行业展望：商业房地产优于住宅房地产 .....	11
两大主要风险 .....	11
长期基本因素保持良好 .....	13
商业房地产开发商优于住宅房地产开发商 .....	14
财务分析.....	16
2013-2015 年间的核心利润年复合增长率将为 123% .....	16
负债率在 2013 年后将会下降 .....	17
高于平均水平的增长率使公司的估值具有吸引力 .....	19
风险因素.....	21
权益披露.....	25

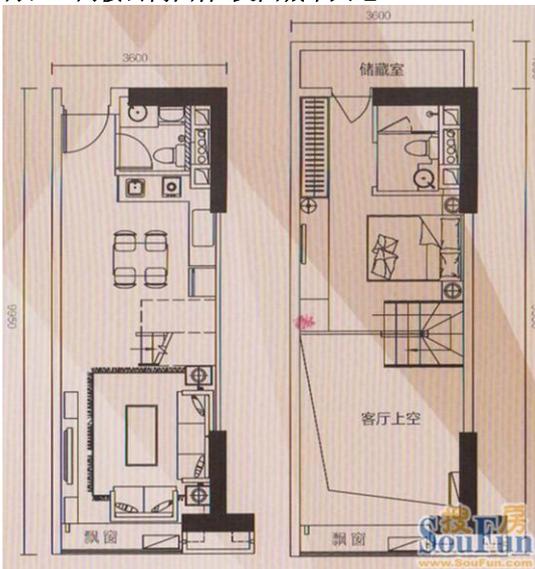
## 独特的广东开发商

自2007年上市，中国奥园就专注于把体育与健康生活理念融入到商住综合物业。在过去的12个月，中国奥园已切换至快速资产周转模式，获得良好成果。至2013年6月底，该公司积累了36个项目，土地储备已经达到10.55百万平米；2013销售更创历史新高，达到人民币100亿，超越公司目标人民币80亿元。

中国奥园销售的两大产品- 阁楼公寓和养老广场，有以下的独特之处：

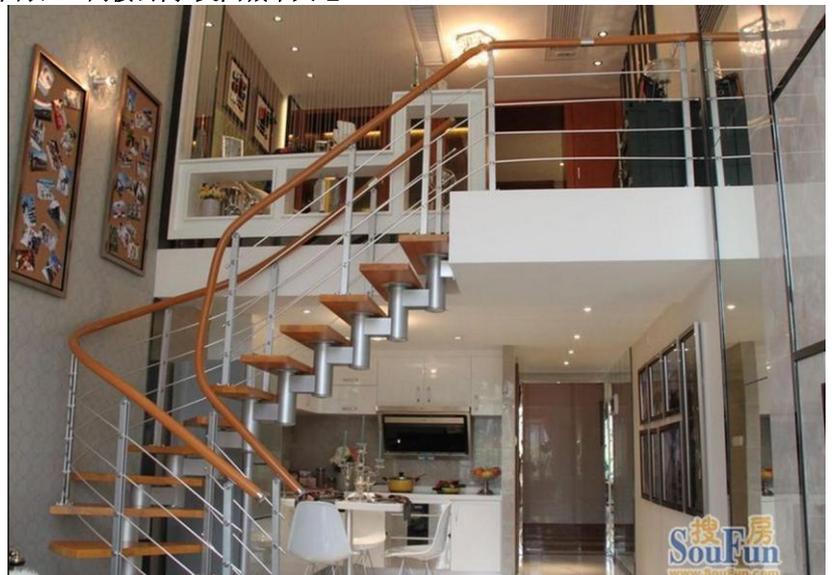
- **阁楼公寓：**由于阁楼公寓属于商业用途，阁楼公寓的楼高达4.6米，因此可以在室内建造一个免地价的阁楼。以奥园城市广场为例，45平米的一房单位另外赠送27.76平米的面积，使实用率高达162%
- **养老广场：**这类项目通常会涉及到商业空间的一部分作为保健中心。拿奥园养生广场为例，商业裙楼三至五楼将被指定为专门的医疗中心，提供高端医疗服务，以配合附近的番禺中心医院。

图表 1: 阁楼公寓图样-奥园城市天地



来源：搜房网

图表 2: 阁楼公寓-奥园城市天地



来源：搜房网

图表 3: 奥园城市天地



来源：搜房网



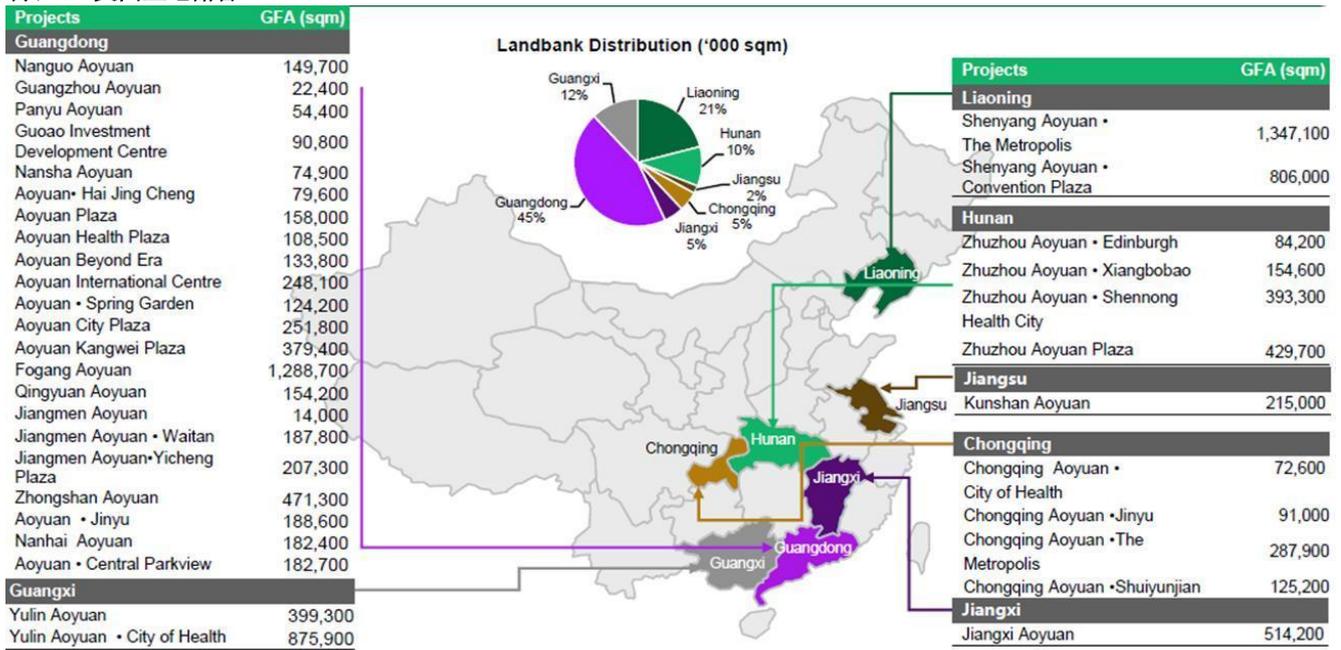
图表 4: 奥园养生广场



来源: 搜房网

截至 2013 年 6 月, 奥园在国内拥有 36 个房地产项目, 覆盖广州、增城、清远、江门、中山、佛山、官洲、玉林、重庆、沈阳、昆山、株洲。公司的土地储备总计达到 1055 万平方米, 其中广州和广东省分别占总楼面面积的 16%和 45%。

图表 5: 奥园土地储备



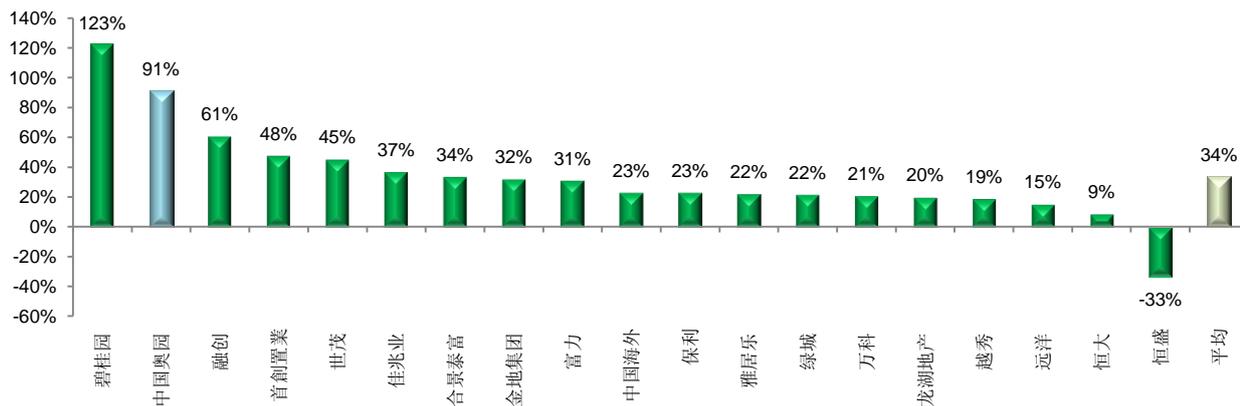
来源: 搜房网、农银国际证券

## 奥园三大优势

### 1. 快速资产周转模式

自 2013 年以来，奥园从相对较慢的发展模式转型到快速资产周转模式。这一策略的转变在实行的第一年便取得成功。2013 年的预售额同比猛增 91%，达到人民币 100 亿元。这一增长率超越了大部分在香港上市的国内房地产开发商。

图表 6: 2013 年预售额增长 (同比变化%)



来源: 各公司、农银国际证券

图表 7: 2013 年主要中国房地产开发商预售额

(人民币十亿)	2013 实际数	同比增长	2013 目标	目标达成	2012 实际数	同比增长
1 万科	170.8	21%	160	106.8%	141	16%
2 中海*	138.5	23%	120	115.5%	112	28%
3 保利	125.3	23%	117	107.1%	102	39%
4 碧桂园	106.0	123%	62	171.0%	48	10%
5 恒大	100.4	9%	100	100.4%	92	15%
6 世贸	67.1	45%	63	106.5%	46	51%
7 华润置地	66.3	27%	57	116.3%	52	45%
8 绿城	62.1	22%	55	112.9%	51	48%
9 融创	50.8	61%	45	112.9%	32	78%
10 龙湖地产	48.1	20%	46	104.6%	40	5%
11 金地集团	45.0	32%	41	109.9%	34	10%
12 富力	42.2	31%	42	100.5%	32	8%
13 雅居乐	40.3	22%	42	96.0%	33	5%
14 远洋	35.8	15%	35	102.4%	31	15%
15 佳兆业	23.9	37%	22	108.7%	17	14%
16 首创置业	19.6	48%	20	98.1%	13	20%
17 合景泰富	16.3	34%	16	101.9%	12	7%
18 越秀	14.6	19%	13.2	110.9%	12	36%
<b>19 奥园</b>	<b>10.0</b>	<b>91%</b>	<b>8.5</b>	<b>118.1%</b>	<b>5</b>	<b>5%</b>
20 恒盛	7.3	-33%	11	66.4%	11	-18%
<b>总共</b>	<b>1,151.7</b>	<b>29%</b>	<b>1076</b>	<b>107.1%</b>	<b>918</b>	<b>23%</b>

\* 港币

来源: 各公司、农银国际证券

我们认为以下的两个因素促成了奥园的策略转型成功:

- **有针对性地进行项目开发。**在 2013 年，奥园将业务重心从广东的二线城市转移到房屋价格增长更加快速的广州市场。在 2013 年，奥园最畅销的 5 个房地产项目中，广州项目就占了 4 个，而 2012 年公司最畅销的 5 个项目中只有 1 个广州项目。此外，奥园的阁楼公寓利用其定价（人民币 100 万元以内）以及占房屋面积 60%左右的赠送面积，吸引了一大批广州的初次购



房者。针对特定的顾客群体进行市场定位使奥园的销售额和平均售价都有了明显的改善，分别同比增长 91%和 49%。

图表 8:项目预售情况 (2012)

项目	城市	金额	销售面积	平均售价
		百万人民币	千平米	人民币/平米
瀋陽奧園·會展廣場	瀋陽	644	125	5,140
瀋陽奧園·國際城	瀋陽	643	121	5,332
中山奧園	中山	633	128	4,957
奧園養生廣場	廣州	630	40	15,633
重慶奧園·金城	重慶	561	80	6,995
南沙奧園	南沙	265	32	8,281
昆山奧園	昆山	250	37	6,720
奧園·金城	中山	217	34	6,420
江門奧園	江門	201	29	7,028
玉林奧園	玉林	187	48	3,896
奧園·海景城	重慶	158	19	8,187
其他		862	143	6,036
<b>总共</b>		<b>5,251</b>	<b>836</b>	<b>6,283</b>

来源: 公司、农银国际证券

图表 9:项目预售情况 (2013)

项目	城市	金额	销售面积	平均售价
		百万人民币	千平米	人民币/平米
奧園城市天地	廣州	1,387	44	31,667
奧園·春曉	廣州	1,273	94	13,600
奧園養生廣場	廣州	839	63	13,339
重慶奧園·國際城	重慶	758	66	11,485
奧園越時代	廣州	742	35	21,200
瀋陽奧園·會展廣場	瀋陽	688	96	7,197
株洲奧園·神農養生城	株洲	544	63	8,580
江門奧園·益丞廣場	江門	456	63	7,215
中山奧園	中山	428	85	5,053
瀋陽奧園·國際城	瀋陽	419	66	6,348
其他		2,504	398	6,295
<b>总共</b>		<b>10,038</b>	<b>1,072</b>	<b>9,364</b>

来源: 公司、农银国际证券

- **缩短开发周期:** 因为开发周期的长短会影响项目现金流, 所以缩短开发周期对于培养较快的资产周转模型至关重要。尽管公司在 2012 年的第四季度才取得奥园城市天地和奥园国际城这两个项目, 但是这两个项目分别在 2013 年 7 月和 2013 年上半年就已经开始进行销售。这意味着这两个项目的筹备时间仅需 4-7 个月。这两个项目的土地资本支出已 80-143%回本 (预售额/土地资本支出比率)。

图表 10: 园在一年内推出的房地产项目

项目	地点	收购日期	土地出让金	推出日期	2013 预售表现	预售额/土地资本支出比率
			百万人民币		百万人民币	
奧園城市天地	廣州	2012 年 12 月	1,705	Jul-13	1,387	81%
重慶奧園·國際城	重慶	2013 年 2 月	530	1H13	758	143%

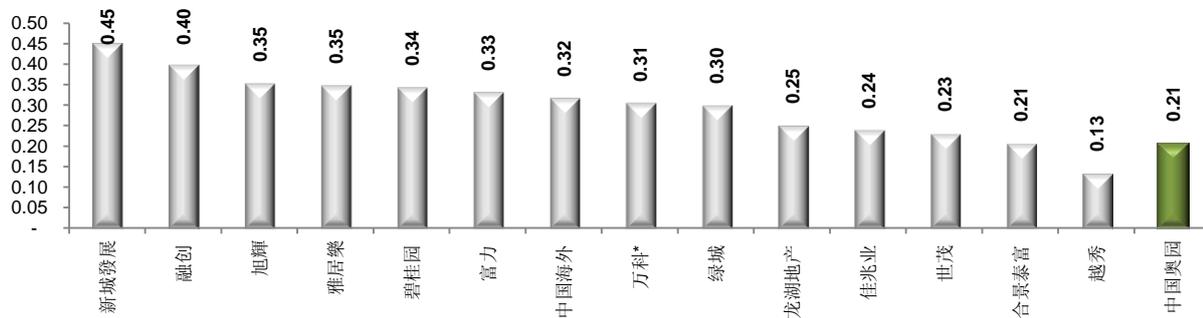
来源: 公司、农银国际证券

展望未来, 我们预期公司在 2013 年积极的土地收购活动 (人民币 44.5 亿元, 或预售额的 45%) 的支持下, 在 2014 年和 2015 年的预售额将会分别达到人民币 140 亿元 (同比增长 40%), 和人民币 159 亿元 (同比增长 13%)。尽管在 2013 年有了一定的改善, 但是我们认为奥园的资本周转率 (目前为 0.21) 将继续会上升到行业的高位, 达到 0.34-0.45X 的水平。

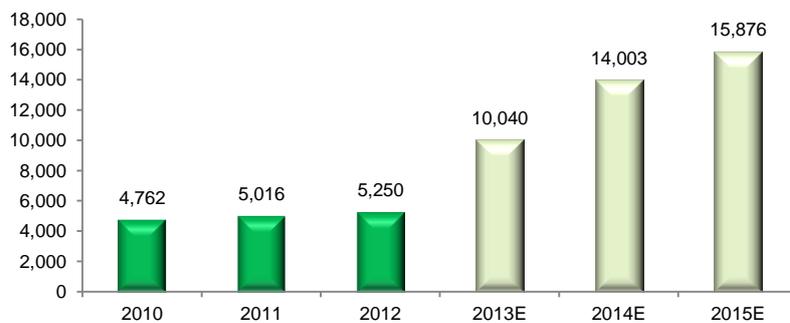
图表 11: 2013 年的土地收购

项目	地点	收购日期	持股比例	面积	土地出让金	土地出让金/平米
			%	千平米	百万人民币	人民币/平米
1 奧園康威廣場	廣州	13 年 1 月	51%	379	601	1,584
2 重慶奧園·水雲間	重慶	13 年 2 月	100%	125	435	3,474
3 奧園·公園一號	佛山	13 年 2 月	100%	183	727	3,979
4 江門奧園·益丞廣場	江門	13 年 3 月	51%	207	198	955
5 阳江奧園	阳江	13 年 7 月	80%	362	213	588
6 重慶茶園	重慶	13 年 8 月	100%	314	970	3,094
7 蘿崗奧園廣場	廣州	13 年 8 月	60%	300	1,306	4,353
8 梅州奧園	梅州	13 年 8 月	100%	260	175	674
<b>总共</b>				<b>2,130</b>	<b>4,678</b>	<b>2,197</b>

来源: 公司、农银国际证券

**图表 12: 资产周转率比较 (2012 年)**


来源: 各公司、农银国际证券

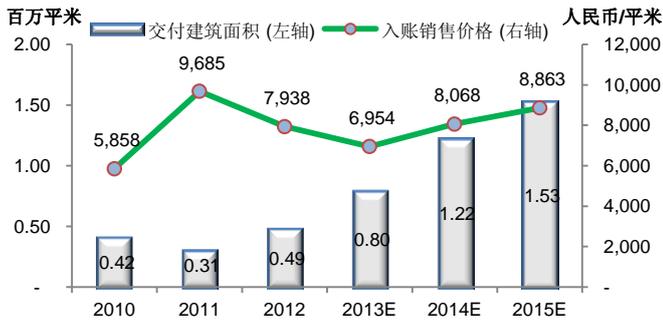
**图表 13: 奥园的预售额预测 (人民币 百万)**


来源: 公司、农银国际证券预测

## 2. 商业地产销售额上升带动利润率改善

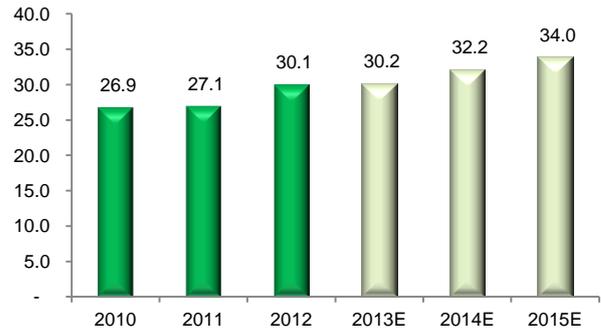
尽管公司的土地储备的平均土地成本相对较低（大约为人民币 970 元/平方米），但是奥园的毛利率尽在 27-30% 的水平（行业平均为 30%）。这主要是由于奥园以往在广东省外二线城市的扩张，因品牌认知度不高，导致了毛利率下滑。因此，奥园整体的平均售价和利润都受到影响。

图表 14: 奥园已交付建筑面积和平均入账销售价格



来源: 公司、农银国际证券预测

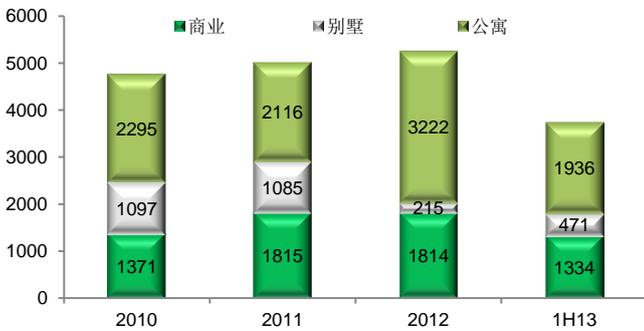
图表 15: 奥园的毛利率



来源: 公司、农银国际证券预测

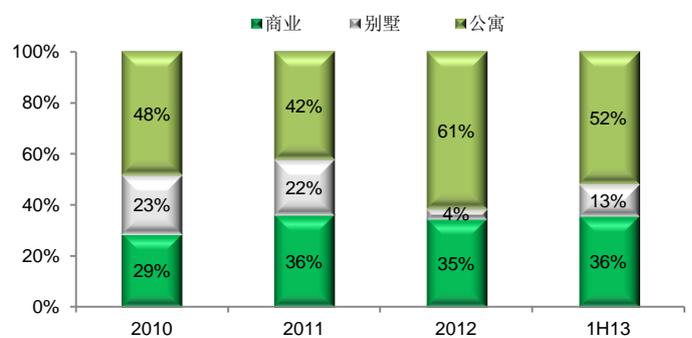
最近，奥园重新将业务重心转移到广东，以及将商业房地产占预售额的比例提高（从 2010 年的 29%，到 2011 年-2013 年上半年的 35-36%）等努力，使毛利率有所上升。长远来看，奥园的目标是使商业和住宅的销售比例达到 40: 60。展望未来，我们认为毛利率将会随着产品结构的变化继续平稳增长（2013 年：30.2%，2014 年：32.2%，2015 年 34.0%）

图表 16: 预售产品分成 (人民币百万)



来源: 公司、农银国际证券

图表 17: 预售产品分成 (%)

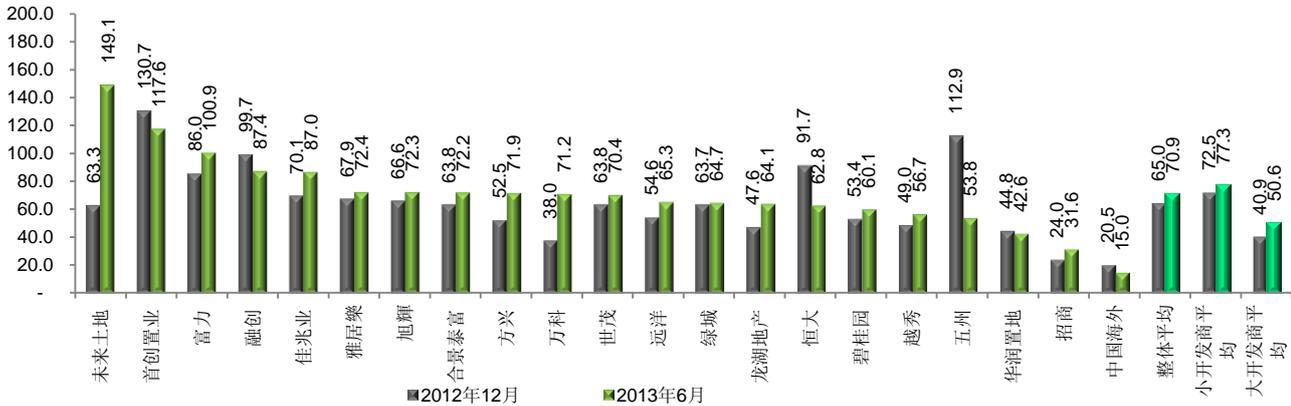


来源: 公司、农银国际证券

### 3. 健康的财务报表

奥园采用严谨方法来进行财务管理，使其杠杆比率（即净负债/净资产比率）保持在合理水平。尽管在 2013 年公司转型到高资产周转率模型，但是杠杆比率在 2013 年上半年仍然保持在 47.1% 的水平，比中小型房地产开发商的平均值 77.3% 要低。

图表 18: 房地产开发商净负债比率比较 (%)



来源: 各公司、农银国际证券

截至 2013 年 6 月，在公司总值人民币 65 亿元的债务中，只有 18% 为短期债务（到期日不到一年）。平均实际利率仅为 10%。在 2014 年 1 月，奥园通过发行 5 年期，票息率为 11.25% 的美元债券，筹集了 3 亿美元的资金。这比在 2012 年 11 月和 2013 年 1 月发行的债券票息率 13.875% 要低。这显示市场认为奥园的信贷质量有所提高。我们预期，随着预售增速高于资本支出，公司的净负债比率将会继续下降，在 2014 年和 2015 年分别达到 35% 和 1%

图表 19: 债务结构 (2013 年 6 月)

类型	1年以内	1-2年	2-5年	>5年	总额
银行及其他贷款	1,201	2,222	1,368	348	5,138
优先票据	-	-	1,387	-	1,387
<b>总共</b>	<b>1,201</b>	<b>2,222</b>	<b>2,755</b>	<b>348</b>	<b>6,526</b>
%	18.4%	34.1%	42.2%	5.3%	100%

来源: 公司、农银国际证券

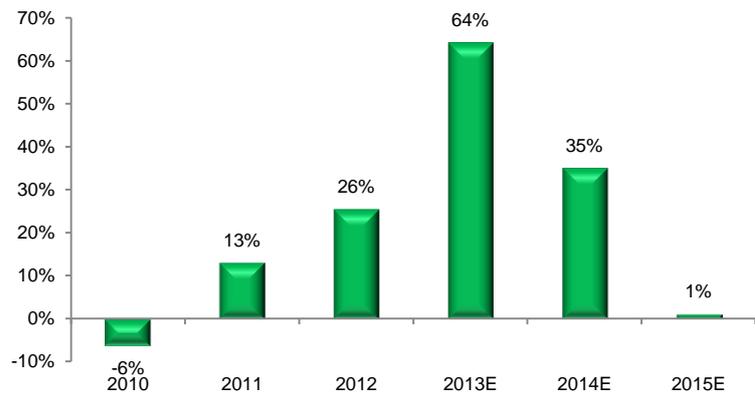
图表 20: 奥园的债券收益率 (%)



来源: 彭博、农银国际证券



图表 21: 净负债比率趋势



来源: 公司、农银国际证券预测



### 2014 年房地产行业展望：商业房地产优于住宅房地产

#### 两大主要风险

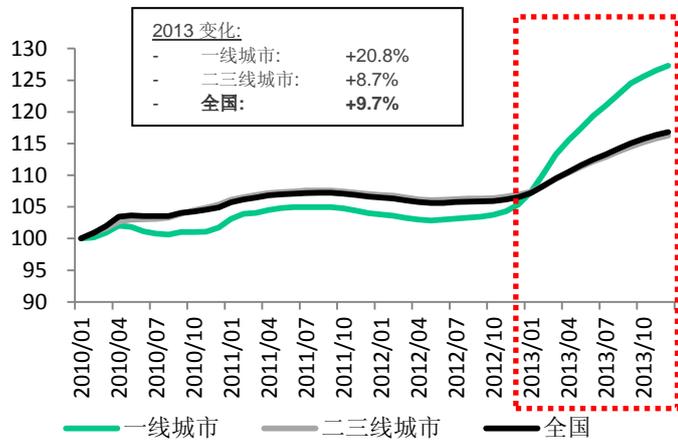
在 2014 年，中国的房地产开发商将会受到两大主要风险的影响

##### 1. 政策风险：房产税或在 2014 年施行

中国政府在 2013 年末推出了更多针对房地产市场的紧缩性政策，从而控制房价的上涨和增加房屋的供应。

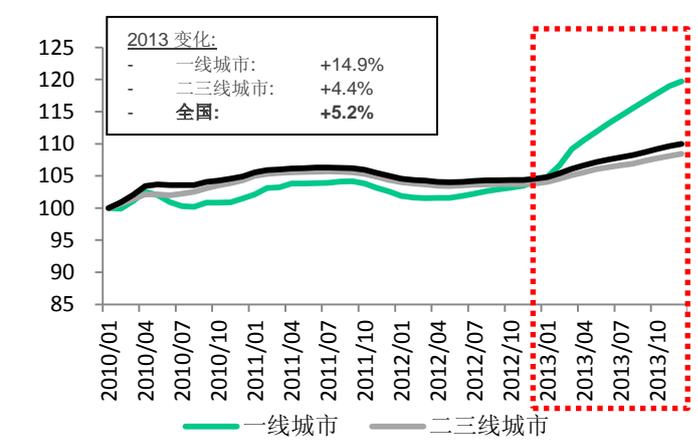
- 在 10 月份，北京政府颁布了“京七条”，以将 2013 年和 2014 年自用住宅单位供应数目分别增加到 20000 个和 50000 个。这些住宅单位的平均售价是市场价格的 70%。
- 在 2013 年 10 月到 11 月间，深圳、上海和广州将二次购房者的首付占比从 60% 提高到 70%。

图表 22: 统计局新房价格 (2010 年 1 月=100)



来源: 中国国家统计局、农银国际证券

图表 23: 统计局二手房价格 (2010 年 1 月=100)



来源: 中国国家统计局、农银国际证券

图表 24: 房地产税收比较

城市	模型	适用对象	税率	状态
上海	基于市场价值, 每年收取	- 本地居民的二手房 - 非本地居民的所有住宅物业	- 如果建筑面积除以住房人数少于 60 平方米, 免征 - 超过 60 平方米的部分将按市场价值的 0.6% 收取	自 2011 年起生效
重庆	基于市场价值, 每年收取	- 别墅; - 比平均住房价格高一倍的豪华公寓 - 非本地居民的二手房	- 别墅及豪华公寓 a) 如果市场价值低于 3 倍于重庆的平均房价- 0.5% 在 3 至 4 倍以内- 1% 高于 4 倍- 1.2% b) 别墅及豪华公寓分别有 180 及 100 平米的豁免面积 - 非本地居民- 0.5%	自 2011 年起生效
杭州市及其他城市	基于交易价值	- 本地/非本地居民的任何额外住宅物业	- 建筑面积/住房人数低于 60 平米- 0%; 建筑面积/住房人数在 60- 140 平米- 4%; 建筑面积/住房人数高于 140 平米- 8%;	未经证实的消息

来源: 地方政府、农银国际证券

我们认为，2014 年的政策，如房产税，将有可能在全国范围施行。目前，房产税只适用于上海和重庆的某些类别的房产（如二手房、别墅和豪华公寓）。年度税率被定为房产市场价值的 0.6-1.2%。但是，如果杭州的税收模式（参考图表 24）被其他城市采纳，我们相信税率将会高达交易金额的 8%，而房地产价格将随之被有效控制。

## 2. 过热的土地市场：上升的土地成本挤压利润率

土地市场出现过热的迹象，多个城市的土地拍卖价格创新高。由于 2013 年 9 月/10 月理想的预售成绩使开发商现金流充足并提振其乐观情绪，因此开发商们更加激进地进行土地收购，从而使土地价格的上升。上升的土地成本将会使 2014 年和 2015 年的利润率下降。

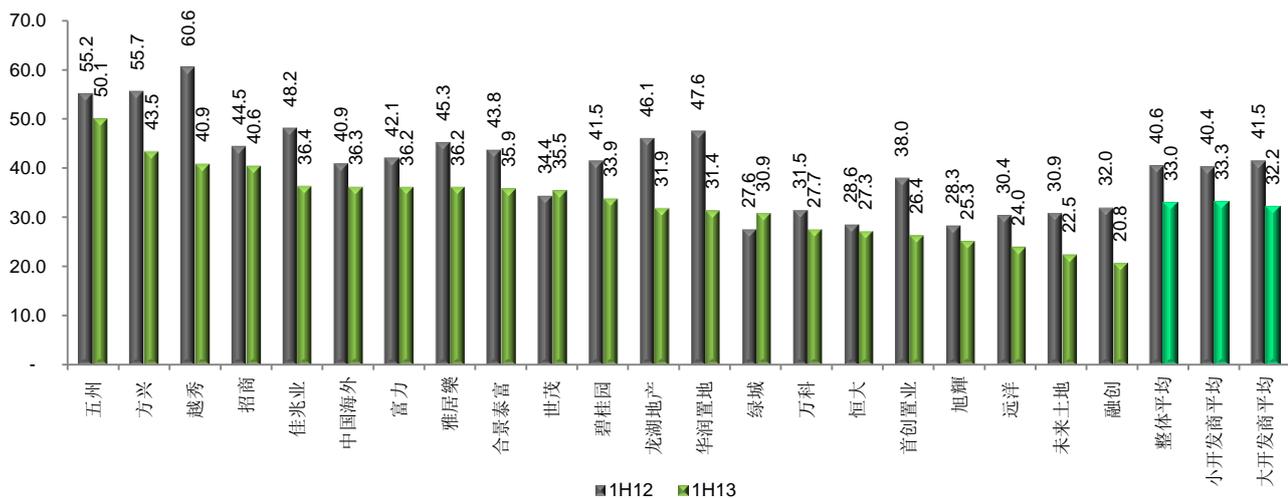
图表 25：高价土地成交

地块	买家	日期	建筑面积 百万平米	金额 百万人民币	地价/平米 人民币/平米
<b>上海</b>					
徐家汇中心	新鸿基	2013 年 9 月	0.58	21,770	37,277
<b>北京</b>					
农展馆	融创	2013 年 9 月	0.06	4,320	73,100
<b>天津</b>					
天拖项目	融创	2013 年 9 月	1.02	10,320	10,109
<b>深圳</b>					
前海	卓越集团	2013 年 7 月	0.45	7,180	15,956
前海	卓越集团	2013 年 7 月	0.32	5,188	16,213
前海	华润置地	2013 年 8 月	0.50	10,900	21,670
前海	美国兆华斯坦开发	2014 年 1 月	0.48	13,410	28,113

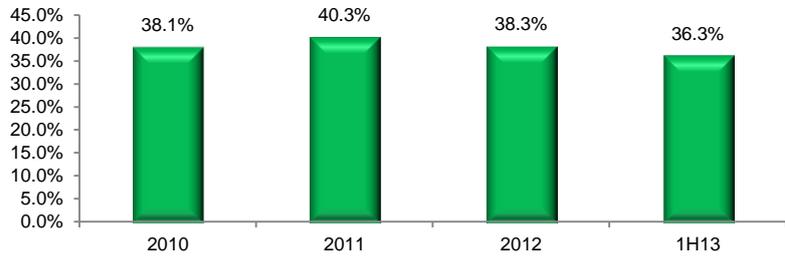
来源：观点网、农银国际证券

我们发现大型的开发商在 2013 年上半年都出现了毛利率的大幅下降（如龙湖：同比下降 14.2 基点，到 31.9%；华润置地：同比下降 16.2 基点，到 31.4%）。为了保持其增长势头，大型开发商不得不将市场拓展到三四线城市，而这些城市的需求和房地产市场的利润率通常都比一二线城市要低。实际上，中国海外，最受认可的高利润率房地产开发商之一，自 2011 年以来利润率在其扩展到新的市场后持续下降。相反，相对小且拥有充足土地储备的开发商受到销售目标和补充土地储备的压力较小，因此他们可以选择具有合理土地成本和利润率的项目。

图表 26：2013 年上半年国内开发商毛利率比较（%）



来源：公司、农银国际证券

**图表 27: 中海外毛利率**


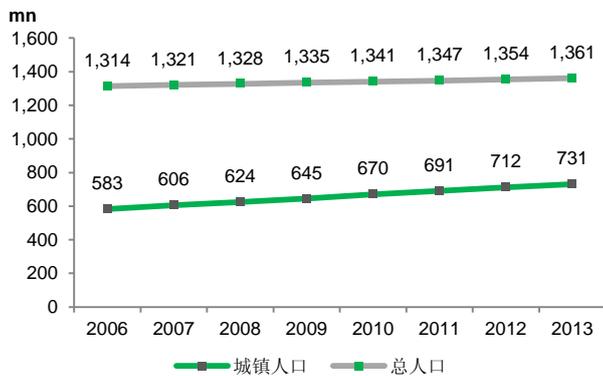
来源: 中海外、农银国际证券

### 长期基本因素保持良好

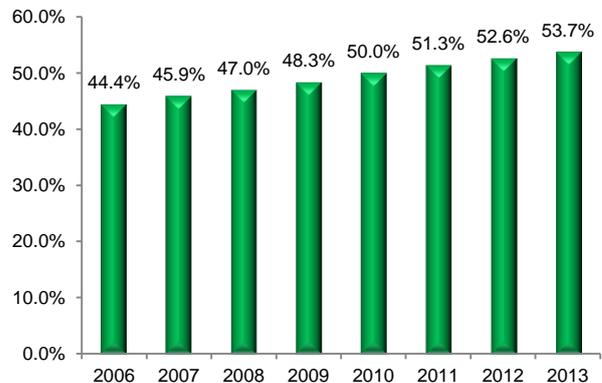
尽管政策风险和过热的土地市场为房地产市场带来风险,但是我们预期加快的城镇化进程和独生子女政策的放宽将会在长期内促进房地产的需求增长。

1. **城镇化进程加快和“户口”改革:** 目前的“户口”制度使农村人口难以转移到有更好就业机会的城镇地区,非本地居民不能享受大多数城镇地区提供的社会福利。因此,中国城镇化仅为 **53.7%**,相对于发达国家的 **75%** 仍然处于较低的水平。

市场预期“户口”改革将会在近期进行。基于 2013 年 11 月三中全会所提出的相关细节,户口制度将会在部分地放开,非当地居民可以在中小型城市较容易地获得城镇居民的身份。户口系统的改革将会加快城镇化进程,我们认为这将会在未来几年推动房地产需求。

**图表 28: 中国总人口与城镇人口**


来源: 中国国家统计局、农银国际证券

**图表 29: 中国城镇化比例 (%)**


来源: 中国国家统计局、农银国际证券

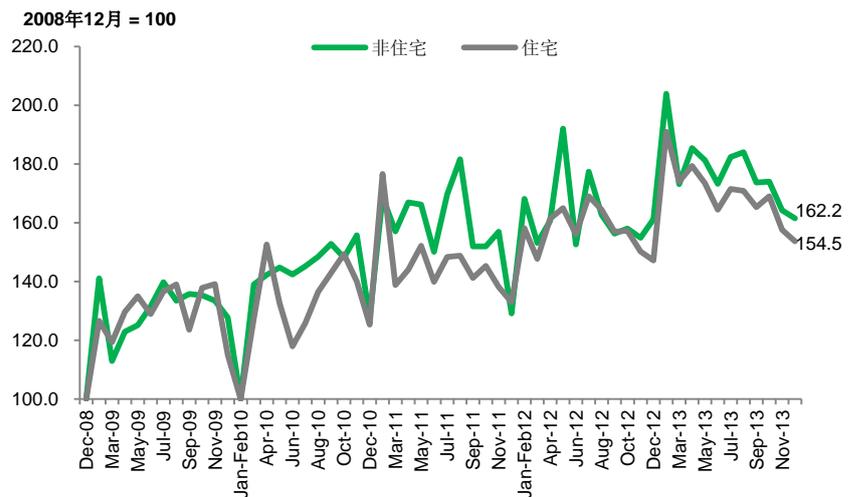
2. **放宽独生子女政策:** 根据在 2013 年 11 月的三中全会所公布的相关政策细节,中国计划放松独生子女政策(该政策在上世纪 80 年代开始执行)。夫妻双方其中一人是独生子女的家庭可以生育两名小孩。我们相信家庭规模的扩大将会显著增加房地产市场的需求。

## 商业房地产开发商优于住宅房地产开发商

考虑到上面所提到的两大风险因素，我们推荐有更多商业房地产项目的开发商。

**1) 较低的政策风险。**由于政策方面的干预较少，因此商业房地产的平均售价要比住宅房地产的要高。商业房地产的平均售价在 2009-2013 年期间上涨了 62%，高于住宅房地产的同期价格上涨的幅度 54%。这一现象主要归结于政府加大了对住宅房地产价格的控制力度。因此，商业房地产开发商比住宅房地产开发商有更大的定价能力。

**图表 30: 商业房地产和住宅房地产平均售价**



来源：中国国家统计局、农银国际证券

**2) 商业房地产板块面临更少的竞争。**在香港的股票市场中，住宅房地产开发商的数目要比商业房地产开发商多。在 2009-2013 年间，有 24 家中国房地产公司在香港上市，并总共筹集了 520 亿港元。在这一批上市的公司中，20 家为住宅房地产开发商，4 家为商业房地产开发商。香港股票市场目前有一大批住宅房地产开发公司，它们的商业模式十分相似。因此，住宅房地产开发公司之间的差异化很小。我们认为，在股票市场上，商业房地产板块所面临的竞争比住宅房地产板块要少。



图表 31: 中国房地产开发商 IPO (2009-2013 年)

上市日期	公司名称	股票代码	集资额	住宅 / 商业
港币百万				
1 2013 年 1 月 16 日	金轮	1232 HK	760	住宅
2 2013 年 6 月 13 日	五洲	1369 HK	1,505	住宅
3 2013 年 7 月 12 日	当代	1107 HK	596	住宅
4 2013 年 10 月 31 日	毅德	1396 HK	1,652	商业
5 2013 年 10 月 31 日	景瑞	1862 HK	1,395	住宅
6 2013 年 12 月 11 日	时代	1233 HK	1,551	住宅
7 2013 年 12 月 20 日	龙光	3380 HK	1,575	住宅
<b>2013 总计</b>			<b>9,034</b>	
1 2012 年 11 月 29 日	新城發展	1030 HK	2,056	住宅
2 2012 年 11 月 23 日	旭輝	884 HK	1,669	住宅
<b>2012 总计</b>			<b>3,725</b>	
1 2011 年 3 月 23 日	莱蒙	1623 HK	1,560	住宅
2 2011 年 7 月 13 日	卓尔	2098 HK	1,517	商业
3 2011 年 7 月 22 日	汉港房地产	1663 HK	330	住宅
<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
2 2010 年 7 月 15 日	天山发展	2118 HK	350	住宅
3 2013 年 10 月 7 日	融创	1918 HK	2,610	住宅
<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
2 2009 年 10 月 2 日	恒盛地产	845 HK	1,035	住宅
3 2009 年 10 月 14 日	宝龙	1238 HK	2,990	住宅
4 2009 年 11 月 2 日	禹州	1628 HK	1,620	住宅
5 2009 年 11 月 5 日	恒大	3333 HK	6,500	住宅
6 2009 年 11 月 13 日	明发	846 HK	2,151	住宅
7 2009 年 11 月 19 日	龙湖地产	960 HK	8,131	住宅
8 2009 年 11 月 25 日	花样年	1777 HK	3,215	住宅
9 2009 年 12 月 9 日	佳兆业	1638 HK	3,450	住宅
<b>2009 总计</b>			<b>31,285</b>	

(2009-2013)	IPO 数量		集资额	
	数量	%	港币百万	%
商业	4	16.7%	6,868	13.2%
住宅	20	83.3%	45,104	86.8%
	<b>24</b>		<b>51,971</b>	

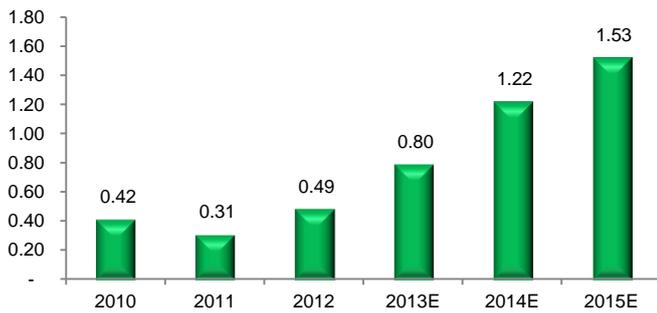
来源: 港交所、农银国际证券

## 财务分析

### 2013-2015 年间的核心利润年复合增长率将为 123%

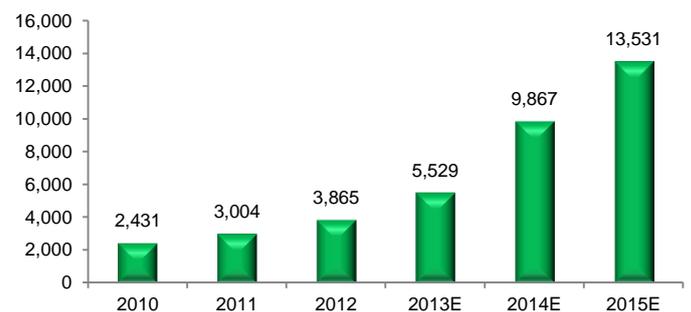
随着奥园在 2013 年采用快速资产周转模式，我们预期奥园的收入和利润在接下来的三年将会出现强劲的增长。我们预测奥园的交付建筑面积将会从 2013 年的 80 万平方米上升到 2015 年的 153 万平方米，相当于 39% 的年复合增长率；而入账销售将会从 2013 年的人民币 55 亿元上升到 2015 年的人民币 135 亿元。到目前为止，我们估计公司已经锁定了 50% 的 2014 年销售额以及 25% 的 2015 年销售额。

图表 32:奥园交付面积 (百万 平方米)



来源: 公司、农银国际证券预测

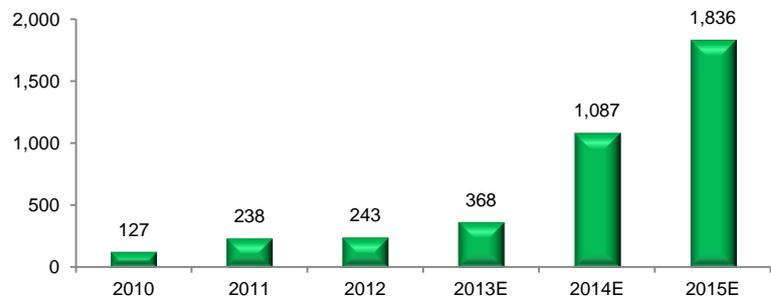
图表 33 :奥园入账销售 (人民币 百万)



来源: 公司、农银国际证券预测

由于商业物业销售比例上升，毛利率及净利率将继续扩大，我们估计 2014 及 15 年的核心利润将分别大幅上升 195% 及 69%，至 10.1 亿及 18.4 亿人民币。

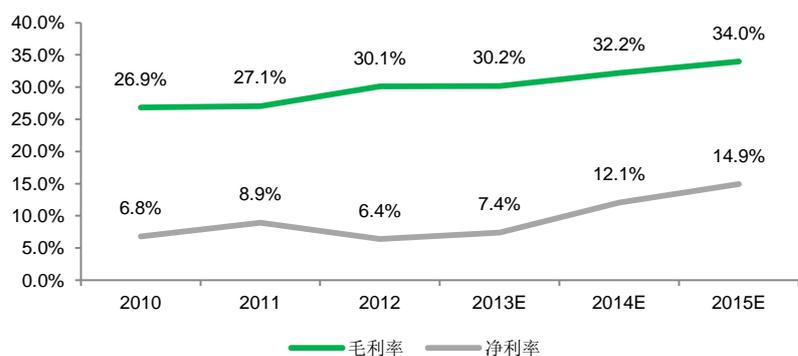
图表 34:奥园的核心净利润 (人民币 百万)



\* 核心净利润的计算并不包括财报净利润所包含的重估税后收益以及一次性项目

来源: 公司、农银国际证券预测

图表 35:毛利率和净利率



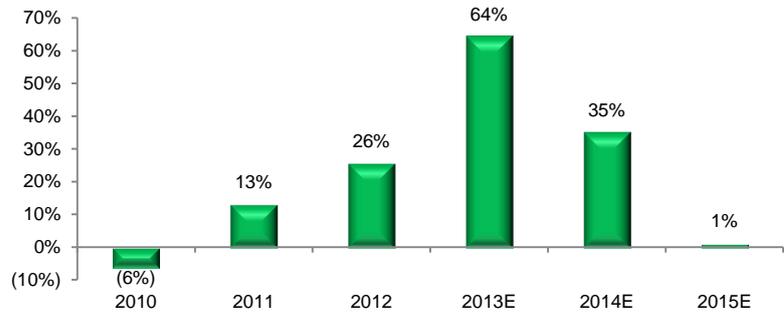
来源: 公司、农银国际证券预测



### 负债率在 2013 年后将会下降

2013 年是奥园采取快速资产周转模型的第一年，因此我们预期上升的土地资本支出将会使净负债比率上升到 64%。但是我们预期，随着预售额上升速度加快并超过土地支出的增速，净负债比率将会平稳地下降，在 2014 年达到 35%，并在 2015 年下降到 1%。

图表 36: 2010-2015 财年奥园净负债比率



来源：公司、农银国际证券预测

图表 37: 奥园的 2013 年上半年业绩

损益表	1H13	1H12	同比增长	业务统计	1H13	1H12	同比增长 (%)
	人民币百万	人民币百万	(%)				
营业额	2,150	1,685	27.6	结转面积 (万平方米)	0.31	0.16	94.8
销售及直接经营成本费用	(1,485)	(1,159)	28.1	结转均价 (元/平方米)	6,849	10,621	(35.5)
毛利	665	525	26.6	结转销售 (百万元人民币)	2,093	1,667	25.6
毛利率 (%)	30.9	31.2	(0.3)				
销售及分销成本	(43)	(58)	(25.7)	合约销售面积 (万平方米)	0.47	0.34	36.1
管理费用	(110)	(130)	(15.0)	合约销售均价 (元/平方米)	8,026	6,745	19.0
息税前利润	512	338	51.6	合约销售 (人民币百万元)	3,741	2,309	62.0
息税前利润率 (%)	23.8	20.0					
				资产负债表	2013 年	2012 年	环比增长 (%)
其他收入	32	65	(51.4)		6 月	12 月	
投资物业公允价值收益	52	141	(63.0)		人民币	人民币	
应占共同控制实体从/联营公司	0	(7)	(100.0)		百万	百万	
财务费用	(12)	(8)	47.6	债务总额	6,526	4,923	32.6
除税前溢利	583	528	10.5	现金	3,413	3,143	8.6
				净债务	3,113	1,779	74.9
税项开支	(222)	(245)	(9.5)	净负债比率 (%)	47.1	25.6	21.5
- 土地增值税	(17)	(32)	(47.3)				
- 企业所得税	(205)	(213)	(3.7)				
税后利润	361	283	27.8				
少数股东权益	(13)	1	(1,506.8)				
纯利	348	284	22.8				
基本纯利	309	178	73.6				

来源：公司、农银国际证券预测



首次评级：买入；目标价格：2.2 港元

图表 38: 2014 年资产净值预测

	权益建筑面积 (百万平米)	评估后净资产值 (人民币百万)	%	估值模型	每平方米价值 (人民币)
<b>物业发展</b>					
广州	1.6	5,283	37%		3,273
增城	0.2	235	2%		1,212
清远	1.4	1,605	11%		1,113
江门	0.2	167	1%		823
中山	0.7	296	2%	折现现金流方法 (加权平均资本成本: 13.6%)	449
佛山	0.4	255	2%		698
赣州	0.5	560	4%		1,088
重庆	0.6	537	4%		931
沈阳	2.2	1,704	12%		791
其他	4.7	3,243	23%		691
<b>总计</b>	<b>9.7</b>	<b>13,884</b>	<b>98%</b>		<b>1,433</b>
投资物业		281	2%	6.0% 资本化率	
<b>2014E 总资产</b>		<b>14,165</b>	<b>100%</b>		
2014E 净负债		(2,833)	-21%		
<b>2014E 净资产值</b>		<b>11,332</b>	<b>79%</b>		
发行股数		2,616			
<b>净资产值 / 股 (人民币)</b>		<b>4.33</b>			
汇率		1.27			
<b>净资产值 / 股 (港币)</b>		<b>5.49</b>			
目标折让(%)		60%			
目标价(港币)		<b>2.20</b>			
<b>加权平均资本成本</b>					
加权平均资本成本		13.6%			
债务成本		11.0%			
权益成本		20.0%			
债务 / (债务+权益)		55%			

来源：公司、农银国际证券预测

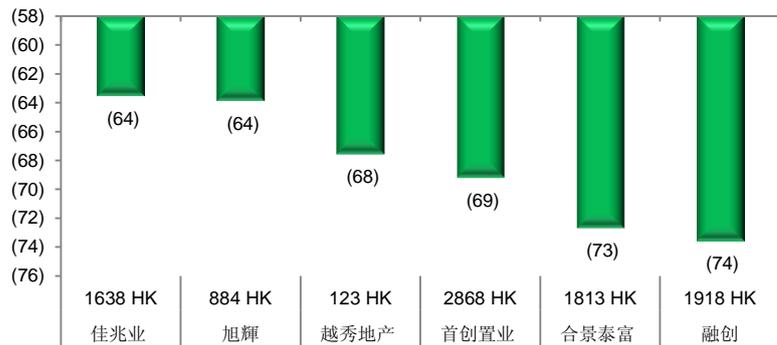
我们利用净资产价值折让模型来对奥园进行估值，该模型是对国内房地产开发商进行估值最常用的模型之一。

- **房地产开发项目估值：**我们利用折现现金流方法进行分析，采用 13.6% 的加权平均资本成本来对各个项目进行估值。我们估计，公司的房地产开发项目的总价值达到人民币 139 亿元。
- **投资物业项目估值：**我们利用 6.0% 的资本化率对 2014 年的预测净租金收入进行折现，投资项目价值为人民币 2.81 亿元

我们将我们预测的 2014 年净负债额（人民币 26.16 亿元）从资产总值中扣除，并得到了预测净资产值为人民币 113.32 亿元（5.49 港元/股）。在估计奥园的股权价值方面，我们对净资产值采用了 60% 的折让率（中小型开发商的平均折算率为 68%）来得出我们的预测目标每股价格为 2.2 港元。



图表 39: 2014 年国内中小型房地产开发商的资产净值平均折让率

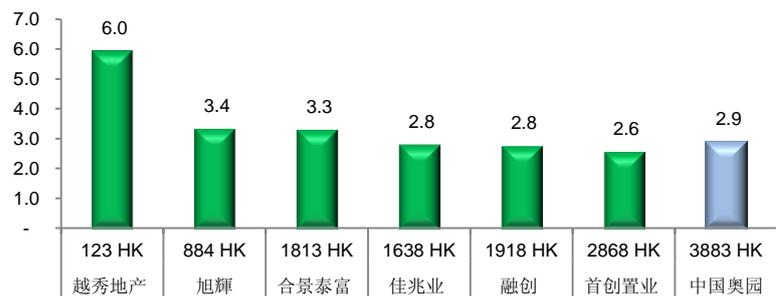


来源: 彭博、农银国际证券预测

### 高于平均水平的增长率使公司的估值具有吸引力

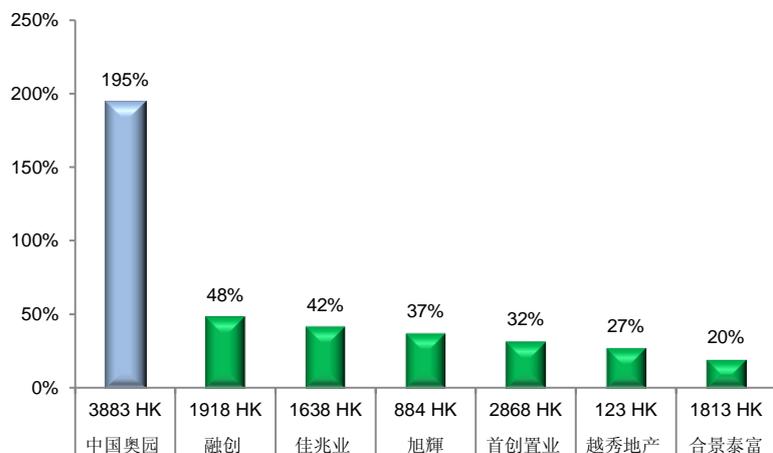
奥园的目标定价 2.2 港元相当于 2014 年的 4.2 倍预测市盈率。这比其他国内中小型房地产开发商的平均 2014 年预测市盈率 (3.7 倍) 要高。我们预测奥园的利润在 2014 财年将会同比增长 195%，这一增长率比其同业的 20-50% 的增长率要高。因此，我们相信奥园的估值应当比其目前的 2014 年预测市盈率 (2.9 倍) 高。此外，根据过去几年奥园的核心盈利派息比率 (25%-30%)，就算是将该比率锁定在 25%，奥园的 2014 年预测股息率也将会高达 8%。基于上述的原因，我们将奥园的目标价格定为 2.2 港元/股，首次评级为买入。

图表 40: 2014 年国内中小型房地产开发商的市盈率



来源: 彭博、农银国际证券预测

图表 41: 2014 年国内中小型房地产开发商的核心利润预测同比增长率 (%)



来源: 彭博、农银国际证券预测



图表 42:在国内和香港上市的房地产开发商估值比较

中国地产	股票编号	评级	市值	股价	股价表现			资产净值	估值										
					1个月	2个月	2013	平均折让	市盈率			收益率 (%)			市账率				
					%	%	%	(%)	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E		
			港币 十亿	当地 货币															
<b>住宅:</b>																			
1	中国海外	688 HK	持有	172	21.05	(3)	(10)	(6)	(15.8)	10.8	8.3	7.2	1.9	2.4	2.8	2.0	1.7	1.4	
2	华润置地	1109 HK	NR	107	18.28	(5)	(14)	(9)	(39.1)	14.1	11.7	9.3	1.8	2.2	2.7	1.4	1.4	1.2	
3	碧桂园	2007 HK	NR	79	4.26	(11)	(15)	15	(46.3)	8.8	7.3	5.8	4.2	4.9	6.2	1.5	1.4	1.2	
4	世茂	813 HK	NR	59	17.02	(4)	(4)	22	(49.8)	8.0	7.1	5.5	3.3	4.3	5.4	1.2	1.1	1.0	
5	龙湖地产	960 HK	NR	58	10.60	(5)	(16)	(29)	(70.6)	8.1	7.3	6.1	2.4	2.7	3.3	1.4	1.2	1.1	
6	恒大	3333 HK	NR	48	3.02	3	(7)	(30)	(60.3)	3.8	4.4	3.6	0.0	4.6	5.5	0.8	0.7	0.6	
7	广州富力	2777 HK	NR	33	10.20	(10)	(21)	(12)	(65.8)	5.2	4.6	4.0	7.5	8.1	9.1	1.0	0.8	0.7	
8	远洋	3377 HK	NR	31	4.32	(14)	(10)	(12)	(55.2)	7.0	7.5	6.3	5.6	5.5	5.9	0.5	0.6	0.5	
9	雅居乐地产	3383 HK	NR	25	7.22	(14)	(21)	(24)	(65.2)	3.9	4.1	3.7	5.5	5.8	6.5	0.7	0.6	0.5	
10	绿城	3900 HK	买入	23	10.84	(9)	(27)	(17)	(74.6)	4.5	3.8	3.4	14.8	16.3	17.8	1.0	0.8	0.7	
11	融创	1918 HK	买入	16	4.77	4	(6)	(23)	(73.5)	4.7	4.1	2.8	1.8	1.8	2.7	1.2	0.9	0.7	
12	越秀地产	123 HK	NR	15	1.64	(13)	(23)	(22)	(67.5)	11.3	7.6	6.0	4.1	5.0	6.1	0.5	0.5	0.5	
13	中海海洋	81 HK	NR	14	6.32	(15)	(29)	(21)	(56.8)	6.0	5.2	4.1	1.7	2.4	2.9	1.5	1.3	1.0	
14	合景泰富	1813 HK	NR	12	4.12	0	(16)	(26)	(72.6)	4.8	4.0	3.3	4.7	5.8	6.8	0.6	0.5	0.5	
15	佳兆业	1638 HK	买入	11	2.25	0	(5)	4	(63.5)	6.5	4.0	2.8	0.0	0.0	0.0	0.7	0.6	0.5	
16	旭辉	884 HK	NR	10	1.59	(1)	0	14	(63.9)	7.9	4.6	3.4	3.1	3.6	4.7	1.0	0.8	0.7	
17	首创置业	2868 HK	NR	5	2.64	0	(4)	(18)	(69.2)	5.0	3.4	2.6	7.8	10.7	13.4	0.5	0.5	0.4	
18	新城控股	1030 HK	NR	5	0.86	(8)	(2)	(38)	(80.3)	4.2	4.3	3.4	7.4	7.5	9.7	0.7	0.6	0.5	
19	中国奥园	3883 HK	买入	4	1.56	(3)	2	12	(71.6)	13.1	8.6	2.9	25.6	4.0	8.2	0.5	0.4	0.4	
<b>香港上市平均</b>						(6)	(12.0)	(12)	(61.1)	7.2	5.9	4.5	5.4	5.1	6.3	1.0	0.9	0.7	
-市值>港币3百亿						(6)	(12)	(8)	(50.4)	8.2	7.3	6.0	3.3	4.3	5.1	1.2	1.1	1.0	
-市值<港币3百亿						(6)	(13)	(17)	(68.7)	5.9	4.5	3.5	5.1	5.9	7.0	0.8	0.7	0.6	
1	万科	000002 CH	NR	112	10.28	(5)	(12)	(16)	(34.7)	6.5	5.4	4.5	2.4	2.6	3.2	1.3	1.1	0.9	
2	保利地产	600048 CH	NR	74	10.66	(1)	(13)	(39)	(43.0)	6.6	5.4	4.3	3.0	3.3	4.1	1.3	1.1	0.9	
3	招商地产	000024 CH	NR	40	26.80	(7)	(19)	(30)	na	9.5	7.4	5.8	1.6	1.9	2.4	1.2	1.2	1.0	
4	金地集团	600383 CH	NR	35	7.20	(1)	6	(5)	(36.0)	7.8	7.2	6.1	1.3	1.8	1.8	1.1	1.0	0.9	
<b>A股上市平均</b>						(4)	(10)	(23)	(37.9)	7.6	6.4	5.2	2.1	2.4	2.8	1.2	1.1	0.9	
<b>商业:</b>																			
1	SOHO 中国	410 HK	NR	32	6.13	(9)	(7)	7	(46.8)	7.4	6.7	10.1	5.2	5.2	5.0	0.7	0.7	0.7	
2	华南城	1668 HK	买入	27	3.94	81	75	88	(59.8)	13.4	12.1	6.3	2.5	2.5	3.8	1.5	1.5	1.2	
3	汇贤产业信托	87001 HK	NR	25	3.76	(2)	(3)	(7)	(44.7)	15.2	18.8	18.3	6.5	6.6	7.0	0.7	0.7	0.7	
4	方兴	817 HK	买入	24	2.57	(2)	(4)	(3)	(47.0)	11.3	8.4	6.6	2.7	3.9	4.7	1.0	0.9	0.8	
5	瑞安房地产	272 HK	NR	18	2.28	(5)	(11)	(37)	(66.2)	53.1	14.9	10.1	2.8	2.9	3.0	0.4	0.4	0.4	
6	毅德	1396 HK	买入	12	3.10	38	na	na	(51.4)	25.6	6.1	3.8	0.0	2.8	4.5	7.6	2.1	1.7	
7	越秀房地产投资信托	405 HK	NR	10	3.63	(4)	(5)	3	na	10.1	36.3	24.0	7.6	7.7	8.3	0.6	0.6	0.6	
8	卓尔	2098 HK	NR	8	2.35	(13)	(22)	(12)	na	10.2	na	na	2.6	na	na	1.3	na	na	
9	五洲	1369 HK	NR	6	1.37	8	12	12	na	18.7	5.3	3.7	0.0	3.8	5.4	2.1	0.2	0.2	
<b>商业平均</b>						10	4	6	(52.7)	18.3	13.6	10.3	3.3	4.4	5.2	1.8	0.9	0.8	
- 开发商						16	13	14	(55.0)	21.3	10.5	8.3	3.3	3.6	4.1	0.9	0.9	0.8	
- 收租股						18	(3)	(7)	(48.1)	20.4	12.5	11.1	3.3	4.7	5.7	4.2	1.4	1.2	

\*股价为 2014 年 1 月 28 日收盘价

来源: 彭博、农银国际证券预测



## 风险因素

- **项目组合相对集中在个别区域。**在奥园的项目组中，大约 45%分布在广东省内。因此，奥园的销售业绩很大程度受到广东省内的经济发展以及供需关系变化的影响。
- **进一步的紧缩性房地产政策。**随着商业房地产价格在过去几年不断上升，政府或将对商业房地产板块采取更多的限制性措施以防止出现资产泡沫。但是，我们预期 2014 年政策的中心将会放在住宅房地产板块。
- **土地成本上升或会损害利润率。**由于奥园目前采取的是快速资产周转模型，所以公司需要不断补充其土地储备，即便土地市场处于过热的状态。奥园的毛利率会受到上升土地成本的挤压。
- **净负债比率在 2013 年上升。**我们预期公司净负债比率将会从 2012 年底的 26%，或 2013 年六月底的 47%，上升到 2013 年底的 64%。虽然我们预期净负债比率将会在 2014-2015 年间下降，但是预期外的事件，如新项目的增加等，或者会推高净负债比率。这将反过来影响负债成本和我们的估值。
- **追求收益率的投资者或者会更加青睐其债券。**目前公司的债券收益率高达 11%，而股息率仅为 8%。



**综合损益表 (2011-2015 财年)**

截至 12 月 31 日 (人民币百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>收入</b>	<b>3,022</b>	<b>3,943</b>	<b>5,614</b>	<b>9,960</b>	<b>13,630</b>
销售成本	(2,205)	(2,757)	(3,920)	(6,755)	(8,999)
<b>毛利</b>	<b>818</b>	<b>1,187</b>	<b>1,694</b>	<b>3,205</b>	<b>4,631</b>
销售、营销和管理费用	(413)	(607)	(826)	(1,010)	(1,087)
<b>息税前利润</b>	<b>405</b>	<b>580</b>	<b>868</b>	<b>2,195</b>	<b>3,544</b>
融资成本	(26)	(66)	(104)	(116)	(114)
分占合营公司利润	(22)	(7)	0	0	0
其他收入/(支出)	162	102	74	114	179
投资物业公允价值变化	0	0	0	0	0
出售分支/一次性项目	261	916	52	0	0
<b>税前利润</b>	<b>779</b>	<b>1,525</b>	<b>891</b>	<b>2,193</b>	<b>3,609</b>
所得税费用	(336)	(593)	(437)	(991)	(1,575)
<b>税后利润</b>	<b>443</b>	<b>933</b>	<b>454</b>	<b>1,203</b>	<b>2,034</b>
非控制权益	(10)	(2)	(46)	(116)	(198)
<b>报告净利润</b>	<b>433</b>	<b>930</b>	<b>408</b>	<b>1,087</b>	<b>1,836</b>
减去: 特殊项目	(196)	(687)	(39)	0	0
<b>核心净利润</b>	<b>238</b>	<b>243</b>	<b>368</b>	<b>1,087</b>	<b>1,836</b>
<b>每股数据</b>					
实际每股盈利 (港元)	0.09	0.09	0.14	0.42	0.70
每股派息 (港元)	0.05	0.31	0.05	0.10	0.15
派息率(%)	57%	336%	35%	24%	21%
每股净资产(港元)	2.36	2.66	2.76	3.08	3.63
<b>增长率 %</b>					
收入	23.7%	30.5%	42.4%	77.4%	36.8%
毛利	24.7%	45.1%	42.8%	89.2%	44.5%
息税前利润	9.9%	43.3%	49.7%	152.8%	61.4%
核心净利润	86.7%	2.3%	51.7%	194.9%	69.0%
<b>利润率 %</b>					
毛利率	27.1%	30.1%	30.2%	32.2%	34.0%
毛利率 (土地增值税后)	18.2%	24.9%	25.5%	26.5%	27.6%
息税前利润率	13.4%	14.7%	15.5%	22.0%	26.0%
核心净利润率	8.9%	6.4%	7.4%	12.1%	14.9%
<b>主要模型假设</b>					
合同销售额 (港元 百万)	5,016	5,250	10,040	14,413	16,340
已售面积(百万 平方米)	0.55	0.84	1.07	1.62	1.73
平均售价 (港元/平方米)	9,118	6,281	9,366	8,909	9,459
销售入账 (港元)	3,004	3,865	5,529	9,867	13,531
已交付面积(百万 平方米)	0.31	0.49	0.80	1.22	1.53
入账的平均售价 (港元/平方米)	9,685	7,938	6,954	8,068	8,863

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 (人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	<b>12,922</b>	<b>16,684</b>	<b>23,078</b>	<b>28,745</b>	<b>33,028</b>
现金和现金等价物	877	2,381	3,509	6,327	10,051
受限制银行结余	2,946	762	762	762	762
应收贸易账款和其他应收款项	611	735	735	735	735
发展中土地	8,336	11,548	16,814	19,663	20,222
其他流动资产	152	1,257	1,257	1,257	1,257
<b>非流动资产</b>	<b>3,992</b>	<b>4,129</b>	<b>4,721</b>	<b>5,260</b>	<b>5,800</b>
物业、厂房及设备	492	376	415	455	494
发展中物业	1,383	1,949	2,502	3,002	3,502
于合营公司的投资	507	0	0	0	0
其他非流动资产	1,611	1,804	1,804	1,804	1,804
<b>总资产</b>	<b>16,914</b>	<b>20,813</b>	<b>27,799</b>	<b>34,005</b>	<b>38,828</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,519</b>	<b>10,105</b>	<b>16,816</b>	<b>22,131</b>	<b>25,362</b>
短期借款	2,616	1,675	5,675	6,675	7,675
应付贸易账款和应付款项	1,409	2,299	2,299	2,299	2,299
预售定金	3,289	4,244	6,955	11,271	13,501
其他流动负债	1,206	1,887	1,887	1,887	1,887
<b>非流动负债</b>	<b>2,166</b>	<b>3,605</b>	<b>3,605</b>	<b>3,605</b>	<b>3,605</b>
长期借款	2,016	3,248	3,248	3,248	3,248
其他应付款项	0	0	0	0	0
其他非流动负债	151	356	356	356	356
<b>总负债</b>	<b>10,686</b>	<b>13,709</b>	<b>20,420</b>	<b>25,736</b>	<b>28,967</b>
<b>净资产</b>	<b>6,229</b>	<b>7,104</b>	<b>7,378</b>	<b>8,269</b>	<b>9,861</b>
<b>股东权益</b>	<b>6,159</b>	<b>6,951</b>	<b>7,230</b>	<b>8,055</b>	<b>9,499</b>
少数股东权益	70	152	148	214	362
<b>权益总额</b>	<b>6,229</b>	<b>7,104</b>	<b>7,378</b>	<b>8,269</b>	<b>9,861</b>
<b>主要比率:</b>					
债务总额(港元 百万)	4,632	4,923	8,923	9,923	10,923
债务净额(港元 百万)	808	1,779	4,651	2,833	110
净资产负债比率(%)	13%	26%	64%	35%	1%
合同销售/ 总资产 (倍)	0.30	0.25	0.36	0.42	0.42

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 (人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
利息折旧及摊销前利润	436	610	899	2,226	3,575
营运资本变化	(50)	(2,862)	(1,897)	2,199	2,391
已付税项	(646)	(770)	(437)	(991)	(1,575)
<b>经营活动现金流入净额</b>	<b>(261)</b>	<b>(3,021)</b>	<b>(1,435)</b>	<b>3,434</b>	<b>4,391</b>
购买物业、厂房及设备项目	(75)	(25)	(70)	(70)	(70)
投资性物业的投资	(177)	(394)	(500)	(500)	(500)
其他	(2,072)	4,902	74	114	179
<b>投资活动现金流出净额</b>	<b>(2,324)</b>	<b>4,483</b>	<b>(496)</b>	<b>(456)</b>	<b>(391)</b>
新增贷款	3,559	4,695	5,000	5,000	5,000
已偿付贷款	(2,288)	(4,544)	(1,000)	(4,000)	(4,000)
利息付款	-	-	(762)	(848)	(834)
股权融资	-	-	-	-	-
分派股息	(86)	(135)	(129)	(262)	(392)
其他	74	26	(50)	(50)	(50)
<b>融资活动现金 (流出) / 流入净额</b>	<b>1,258</b>	<b>42</b>	<b>3,060</b>	<b>(160)</b>	<b>(276)</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>(1,326)</b>	<b>1,504</b>	<b>1,128</b>	<b>2,818</b>	<b>3,723</b>
年初的现金及现金等价物	2,203	877	2,381	3,509	6,327
<b>年终的现金及现金等价物</b>	<b>877</b>	<b>2,381</b>	<b>3,509</b>	<b>6,327</b>	<b>10,051</b>

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。

### 权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

### 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 2008-2013 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 2014 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