

恒盛地产 (845 HK, HK\$1.06, 目标价: HK\$1.35, 买入) —注意短期负债

- ❖ **中期纯利下降 82%**。2012 年上半年收入下降 43.6%至 13.4 亿元(人民币·下同)，同期净利润下跌 82.2%至 1.66 亿元。交付面积减少 62.1%至 85,688 平方米，但入账的均价上升 48.9%至每平方米 15,663 元。毛利率从 2011 年上半年的 49.5%收窄至 2012 年上半年的 41.2%。此外，投资物业公允价值收益从 2011 年上半年的 7.1 亿元下降到期内的 4600 万元。撇除此收益，2012 年上半年基本盈利下跌 67.2%至 1.32 亿元。
- ❖ **疲弱的物业销售**。2012 年的 1-7 月的合约销售额下降了 16.1%至 67 亿元，同期合同销售面积同比下降 9.6%至 81 万平方米。截至七月底，恒盛地产完成全年目标 130 亿元的 51.5%。公司计划在 2012 年下半年推出 20 个项目销售，其中 3 个为新盘，物业面积共 150 万平方米。由于在 2012 年上半年的销售比率为 65%，公司有信心完成全年销售目标。
- ❖ **在 13 个城市中的 31 个项目的总土地储备达 1810 万平方米**。公司在浙江省嘉兴市收购新项目，总建筑面积 22 万平方米。现在，恒盛地产拥有的土地储备总建筑面积共 1810 万平方米，其中 19.6%是在一线城市，余下的 80.4%位于二、三线城市。每平方米楼面价为 1,339 元，或为 2012 年上半年入账均价的 8.5%。恒盛地产在 2012 年上半年完成 2 个项目，建筑面积为 7.2 万平方米。公司计划在 2012 年下半年竣工住宅物业达 147 万平方米，将可推动 2012 年下半年盈利。
- ❖ **谨慎对待债务到期**。净负债比率从 2011 年底的 68.8%轻微上升至 2012 年 6 月的 69.2%，杠杆情况可以接受。然而，截至 2012 年 6 月 30 日的短期债务占借贷总额 153 亿元 65%。另一方面，同期手头现金为 34 亿元，我们对短期债务的偿还能力有点担心。因此，恒盛地产必须努力改善的债务到期的问题。
- ❖ **较低的估值已反映不确定因素**。于 2012 年 6 月，约 130 亿元的物业已预售仍待入账。在考虑 2012 年的投资物业重估收益 4600 万元及资产负债表项目的细微变化，我们分别修改 2012-14 年盈利预测 1.2%/ -0.3%/ -0.6%至 17.6 亿元、31.0 亿元及 31.8 亿元。我们估计至 2012 年底的资产净值每股 6.77 港元。虽然我们对短期债务问题和 2012 年下半年的竣工计划谨慎看待，但与资产净值折让 84.3%的估值已反映不确定因素。我们的目标价从 1.34 港元调整至 1.35 港元，较资产净值折让 80%。升值潜力为 27.7%。上调评级至买入。

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额(百万人民币) | 7,114 | 9,585 | 9,899 | 18,038 | 19,602 |
| 净利润(百万人民币) | 3,609 | 2,216 | 1,763 | 3,103 | 3,183 |
| 每股收益(人民币) | 0.463 | 0.284 | 0.226 | 0.398 | 0.408 |
| 每股收益变动(%) | 21.4 | (38.6) | (20.4) | 76.0 | 2.6 |
| 市盈率(x) | 1.9 | 3.1 | 3.8 | 2.2 | 2.1 |
| 市帐率(x) | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| 股息率(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 权益收益率(%) | 24.4 | 13.0 | 9.0 | 13.2 | 11.6 |
| 净财务杠杆率(%) | 53.8 | 68.8 | 54.8 | 39.5 | 32.9 |

来源: 公司及招銀国际研究部

恒盛地产 (845 HK)

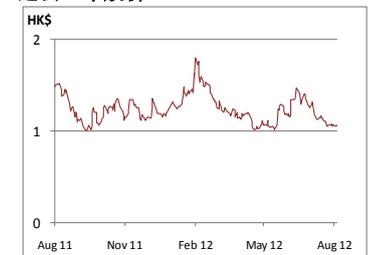
| | |
|------------------|------------|
| 评级 | 买入 |
| 收市价 | HK\$1.06 |
| 目标价 | HK\$1.35 |
| 市值(港币百万) | 8,260 |
| 过去 3 月平均交易(港币百万) | 18.8 |
| 52 周高/低(港币) | 1.86/0.97 |
| 发行股数(百万) | 7,793 |
| 主要股东 | 张志熔(68.2%) |

来源: 彭博

股价表现

| | 绝对 | 相对 |
|-----|--------|--------|
| 1 月 | -20.5% | -22.6% |
| 3 月 | -5.4% | -9.0% |
| 6 月 | -39.3% | -35.0% |

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

利潤表

| 年結: 12月31日 (百萬人民幣) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 收入 | 7,114 | 9,585 | 9,899 | 18,038 | 19,602 |
| 物業發展 | 7,110 | 9,585 | 9,899 | 18,038 | 19,602 |
| 物業投資 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 4 | - | - | - | - |
| 銷售成本 | (3,695) | (5,788) | (6,353) | (10,998) | (12,040) |
| 毛利 | 3,419 | 3,797 | 3,545 | 7,040 | 7,563 |
| 銷售費用 | (197) | (241) | (238) | (397) | (470) |
| 行政費用 | (421) | (436) | (445) | (541) | (647) |
| 其他收益 | 795 | 257 | 135 | 153 | 166 |
| 息稅前收益 | 3,596 | 3,377 | 2,998 | 6,255 | 6,611 |
| 融資成本 | (4) | (3) | (17) | (16) | (15) |
| 聯營公司 | (49) | (4) | (3) | - | - |
| 特殊收入 | 2,419 | 650 | 46 | - | - |
| 稅前利潤 | 5,962 | 4,021 | 3,024 | 6,240 | 6,596 |
| 所得稅 | (2,353) | (1,812) | (1,259) | (3,113) | (3,320) |
| 非控制股東權益 | (0) | 7 | (2) | (24) | (93) |
| 淨利潤 | 3,609 | 2,216 | 1,763 | 3,103 | 3,183 |
| 核心淨利潤 | 1,769 | 1,708 | 1,729 | 3,103 | 3,183 |

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

| 年結: 12月31日 (百萬人民幣) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流動資產 | 8,037 | 11,591 | 12,762 | 13,831 | 15,761 |
| 物業、廠房及設備 | 574 | 723 | 1,030 | 1,080 | 1,200 |
| 投資物業 | 7,223 | 8,558 | 9,200 | 10,000 | 11,500 |
| 聯營公司 | 36 | 2,000 | 2,200 | 2,400 | 2,700 |
| 無形資產 | 3 | 3 | 2 | 1 | 1 |
| 其他 | 201 | 308 | 330 | 350 | 360 |
| 流動資產 | 34,289 | 39,113 | 42,302 | 43,906 | 48,759 |
| 現金及現金等價物 | 5,835 | 3,166 | 4,552 | 4,206 | 5,459 |
| 應收貿易款項 | 7,673 | 9,942 | 10,500 | 11,200 | 12,800 |
| 存貨 | 1,903 | - | - | - | - |
| 關連款項 | 18,787 | 25,798 | 27,000 | 28,200 | 30,200 |
| 其他 | 90 | 206 | 250 | 300 | 300 |
| 流動負債 | 18,024 | 25,283 | 26,100 | 24,300 | 25,500 |
| 借債 | 6,006 | 9,304 | 8,800 | 6,500 | 6,000 |
| 應付貿易賬款 | 9,023 | 11,667 | 13,000 | 13,500 | 15,200 |
| 應付稅項 | 2,994 | 4,312 | 4,300 | 4,300 | 4,300 |
| 關連款項 | - | - | - | - | - |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 非流動負債 | 9,010 | 7,077 | 8,050 | 8,600 | 10,180 |
| 借債 | 7,798 | 5,601 | 6,500 | 7,000 | 8,500 |
| 遞延稅項 | 1,212 | 1,476 | 1,550 | 1,600 | 1,680 |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 少數股東權益 | 493 | 1,294 | 1,300 | 1,320 | 1,340 |
| 淨資產總值 | 14,799 | 17,051 | 19,614 | 23,517 | 27,500 |
| 股東權益 | 14,799 | 17,051 | 19,614 | 23,517 | 27,500 |

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

| 年結: 12月31日 (百萬人民幣) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 息稅前收益 | 3,596 | 3,377 | 2,998 | 6,255 | 6,611 |
| 折舊和攤銷 | 12 | 20 | 19 | 26 | 27 |
| 營運資金變動 | (9,698) | (6,986) | (1,511) | (1,900) | (3,200) |
| 稅務開支 | (333) | (337) | (1,219) | (3,083) | (3,250) |
| 其他 | (915) | 309 | 691 | 121 | 891 |
| 經營活動所得現金淨額 | (7,337) | (3,617) | 977 | 1,420 | 1,079 |
| 購置固定資產 | (261) | (1,498) | (968) | (876) | (1,647) |
| 聯營公司 | - | (61) | (200) | (200) | (300) |
| 其他 | 19 | 145 | 96 | 109 | 121 |
| 投資活動所得現金淨額 | (242) | (1,413) | (1,071) | (966) | (1,826) |
| 股份發行 | - | - | - | - | - |
| 淨銀行借貸 | 7,019 | 1,100 | 396 | (1,800) | 1,000 |
| 股息 | (234) | - | - | - | - |
| 其他 | - | - | - | - | - |
| 融資活動所得現金淨額 | 6,785 | 1,100 | 396 | (1,800) | 1,000 |
| 現金增加淨額 | (794) | (3,930) | 302 | (1,346) | 253 |
| 年初現金及現金等價物 | 5,013 | 4,151 | 1,021 | 2,123 | 1,777 |
| 匯兌 | (67) | 800 | 800 | 1,000 | 1,000 |
| 年末現金及現金等價物 | 4,151 | 1,021 | 2,123 | 1,777 | 3,030 |
| 受限制現金 | 1,684 | 2,145 | 2,429 | 2,429 | 2,429 |
| 資產負債表的現金 | 5,835 | 3,166 | 4,552 | 4,206 | 5,459 |

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

| 年結: 12月31日 | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 銷售組合 (%) | | | | | |
| 物業發展 | 99.9 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 物業投資 | - | - | - | - | - |
| 其他 | 0.1 | - | - | - | - |
| 總額 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 48.1 | 39.6 | 35.8 | 39.0 | 38.6 |
| 稅前利率 | 83.8 | 41.9 | 30.6 | 34.6 | 33.6 |
| 淨利潤率 | 50.7 | 23.1 | 17.8 | 17.2 | 16.2 |
| 核心淨利潤率 | 24.9 | 17.8 | 17.5 | 17.2 | 16.2 |
| 有效稅率 | 39.5 | 45.1 | 41.6 | 49.9 | 50.3 |
| 資產負債比率 | | | | | |
| 流動比率 (x) | 15.3 | 34.7 | 3.3 | 82.2 | 8.7 |
| 速動比率 (x) | 15.1 | 11.1 | (6.6) | 98.6 | 7.4 |
| 平均應收賬款周轉天數 | 393.7 | 378.6 | 387.2 | 226.6 | 238.3 |
| 平均應付帳款周轉天數 | 891.4 | 735.7 | 746.8 | 448.1 | 460.8 |
| 平均存貨周轉天數 | 1,855.9 | 1,626.8 | 1,551.1 | 935.9 | 915.6 |
| 總負債/ 權益比率 (%) | 93.3 | 87.4 | 78.0 | 57.4 | 52.7 |
| 淨負債/ 權益比率 (%) | 53.8 | 68.8 | 54.8 | 39.5 | 32.9 |
| 回報率 (%) | | | | | |
| 資本回報率 | 24.4 | 13.0 | 9.0 | 13.2 | 11.6 |
| 資產回報率 | 8.5 | 4.4 | 3.2 | 5.4 | 4.9 |
| 每股數據 | | | | | |
| 每股盈利(人民幣) | 0.463 | 0.284 | 0.226 | 0.398 | 0.408 |
| 每股股息(人民幣) | - | - | - | - | - |
| 每股賬面值(人民幣) | 1.90 | 2.19 | 2.52 | 3.02 | 3.53 |

來源: 公司及招銀國際研究部

高鑫零售 (6808 HK, HK\$9.75, 目标价: HK\$:8.71, 持有) - 中期税后利润同比增长29.3%

- ❖ **中期净利润增 75.1%**。上半年公司经营状况稳健，营业额同比增长 14.4% 至 394 亿元(人民币，下同)，其中租金收入增长 26.8%。由于规模效应提升，毛利率由去年同期的 19.9% 上升 0.6 个百分点至 20.5%。门店运营成本和行政费用分别增长 16.5% 和 21%。净利率同比提升 0.5 个百分点至 3.7%，税后利润同比增长 29.3%。由于去年 5 月份发行新股并收购了子公司部分少数股东权益，股东应占盈利同比增长 75.1% 至 13.7 亿元。
- ❖ **上半年新开店 10 间，同店销售增 4.3%**。继去年下半年新开 32 间店后，今年上半年公司继续新开店 10 间，总门店数增至 240 间。同店销售额增速放缓至 4.3%，但仍高于同期 CPI 指数。由于去年下半年偿还大量贷款，今年上半年财务费用大幅下降 85.7% 至 600 万元。公司继续低杠杆运作，截止 6 月底，有息负债额较年初增加 2.06 亿元至 4.05 亿元，付息负债率仅为 1.1%。
- ❖ **现金流稳健，杠杆率可能扩大**。上半年存货周转天数增 8 天至 48 天，贸易应付款周转天数增 4 天至 76 天，现金流循环仍然稳健。经营活动现金流同比增长 7.5% 至 28.8 亿元，同期资本开支为 15.8 亿元(新开店 10 间)。截止 6 月底手持现金下降 15.7 亿元至 59.5 亿元。按照公司规划，下半年将新开店 40 间左右，资金压力增大。在目前降息周期下，我们估计公司可能采取扩大杠杆率手段来完成扩张目标，未来财务费用可能增加。
- ❖ **公司在内地大卖场经营者中，战略鲜明、管理有效，旗下大卖场培育期相对较短，盈利能力较强，具有优秀的内生和外部增长能力。目前股价对应 2012/2013 年 33.9/28.7 倍市盈率，公司股价与同业相比享有较高估值溢价。我们维持高鑫零售“持有”评级及 8.71 港元的目标价，对应 1.2 倍 PEG 以及 2012/2013 年 30.2/25.8 倍市盈率。**

高鑫零售 (6808 HK)

| | |
|-------------------|-------------------|
| 评级 | 持有 |
| 收市价 | HK\$9.75 |
| 目标价 | HK\$8.71 |
| 市值 (港币百万) | 93,012 |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 78 |
| 52 周高/低 (港币) | 12.06/7.80 |
| 发行股数 (百万股) | 9,540 |
| 主要股东 | Mulliez 家族(60.7%) |

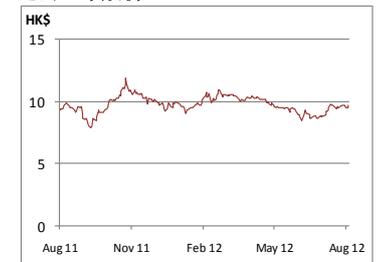
来源: 彭博

股价表现

| | 绝对 | 相对 |
|-----|-------|-------|
| 1 月 | 9.8% | 6.8% |
| 3 月 | 2.5% | -3.3% |
| 6 月 | -9.2% | -1.2% |

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

| (截至 12 月 31 日) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业额 (人民币百万元) | 56,168 | 68,084 | 81,332 | 98,953 | 119,677 |
| 净利润 (人民币百万元) | 1,031 | 1,600 | 2,233 | 2,622 | 3,140 |
| 每股收益 (人民币) | 0.19 | 0.20 | 0.23 | 0.27 | 0.33 |
| 每股收益变动 (%) | 27.1 | 9.3 | 14.2 | 17.4 | 19.8 |
| 市盈率(x) | 44.0 | 38.6 | 33.9 | 28.7 | 23.6 |
| 市帐率(x) | 10.3 | 4.1 | 4.4 | 3.8 | 3.3 |
| 股息率 (%) | - | 1.0 | 1.2 | 1.4 | 1.7 |
| 权益收益率 (%) | 24.5 | 16.4 | 13.7 | 14.0 | 14.6 |
| 净财务杠杆率 (%) | Net Cash |

来源: 公司及招银国际研究部

损益表

| 年结: 12月31日(人民币百万元) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 营业额 | 56,168 | 68,084 | 81,332 | 98,953 | 119,677 |
| - 销售收入 | 54,924 | 66,540 | 79,510 | 96,839 | 117,246 |
| - 租金收入 | 1,244 | 1,544 | 1,822 | 2,113 | 2,430 |
| 销售成本 | (45,200) | (54,227) | (64,822) | (78,865) | (95,382) |
| 毛利 | 10,968 | 13,857 | 16,510 | 20,087 | 24,294 |
| 运营成本 | (7,289) | (9,516) | (11,467) | (14,047) | (16,997) |
| 管理费用 | (1,479) | (1,849) | (2,182) | (2,618) | (3,116) |
| 其他收入 | 274 | 414 | 462 | 484 | 513 |
| 息税前利润 | 2,474 | 2,906 | 3,323 | 3,906 | 4,695 |
| 财务费用 | (83) | (90) | (13) | (19) | (39) |
| 税前利润 | 2,391 | 2,816 | 3,311 | 3,888 | 4,656 |
| 所得税 | (777) | (831) | (960) | (1,127) | (1,350) |
| 少数股东权益 | (583) | (385) | (118) | (138) | (165) |
| 净利润 | 1,031 | 1,600 | 2,233 | 2,622 | 3,140 |

来源: 公司, 招银国际研究部

主要财务比率

| 年结: 12月31日 | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入构成 (%) | | | | | |
| - 销售收入 | 97.8 | 97.7 | 97.8 | 97.9 | 98.0 |
| - 租金收入 | 2.2 | 2.3 | 2.2 | 2.1 | 2.0 |
| 盈亏比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 19.5 | 20.4 | 20.3 | 20.3 | 20.3 |
| 经营利润率 | 4.4 | 4.3 | 4.1 | 3.9 | 3.9 |
| 净利润率 | 1.8 | 2.4 | 2.7 | 2.6 | 2.6 |
| 有效税率 | 32.5 | 29.5 | 29.0 | 29.0 | 29.0 |
| 成长性 (%) | | | | | |
| 营业额增速 | 23.7 | 21.2 | 19.5 | 21.7 | 20.9 |
| 毛利增速 | 27.8 | 26.3 | 19.1 | 21.7 | 20.9 |
| 息税前利润增速 | 26.7 | 17.5 | 14.4 | 17.5 | 20.2 |
| 净利润增速 | 27.1 | 55.2 | 39.6 | 17.4 | 19.8 |
| 资产负债表比率 | | | | | |
| 流动比率 (倍) | 0.6 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| 速动比率 (倍) | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 应收账款周转天数 | 0.6 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 应付帐款周转天数 | 89.8 | 96.3 | 96.3 | 96.3 | 96.3 |
| 存货周转天数 | 50.6 | 59.4 | 63.2 | 62.6 | 62.7 |
| 总负债 / 权益比率 (%) | 60.6 | 1.9 | 1.6 | 2.5 | 4.1 |
| 净负债 / 权益比率 (%) | Net Cash |
| 回报率指标 (%) | | | | | |
| 权益回报率 | 24.5 | 16.4 | 13.7 | 14.0 | 14.6 |
| 总资产回报率 | 3.9 | 4.5 | 5.0 | 5.0 | 6.0 |
| 每股数据 | | | | | |
| 每股收益 (人民币) | 0.188 | 0.205 | 0.234 | 0.275 | 0.329 |
| 每股净资产 (人民币) | 0.801 | 1.939 | 1.821 | 2.096 | 2.425 |
| 每股股息 (港元) | - | 0.100 | 0.120 | 0.140 | 0.161 |

来源: 公司, 招银国际研究部

资产负债表

| 年结: 12月31日(人民币百万元) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 非流动资产 | 15,651 | 19,754 | 24,814 | 30,386 | 36,494 |
| 固定资产 | 14,814 | 19,015 | 24,045 | 29,590 | 35,670 |
| 递延税资产 | 168 | 197 | 227 | 254 | 282 |
| 无形资产 | 109 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 贸易及其他应收款 | 560 | 433 | 433 | 433 | 433 |
| 流动资产 | 14,202 | 21,592 | 22,865 | 25,790 | 29,773 |
| 存货 | 7,383 | 10,259 | 12,200 | 14,843 | 17,951 |
| 贸易及其他应收款 | 3,307 | 3,749 | 4,453 | 5,492 | 6,642 |
| 受限存款 | 50 | 67 | 67 | 67 | 67 |
| 现金及等价物 | 3,462 | 7,517 | 6,145 | 5,389 | 5,113 |
| 流动负债 | 22,695 | 25,699 | 29,753 | 35,470 | 42,128 |
| 银行贷款及透支 | 2,401 | 199 | 199 | 318 | 573 |
| 贸易及其他应付款 | 20,050 | 25,162 | 29,170 | 34,701 | 41,014 |
| 应缴税款 | 244 | 338 | 384 | 451 | 540 |
| 非流动负债 | 338 | 130 | 130 | 230 | 430 |
| 银行贷款 | 181 | - | - | 100 | 300 |
| 其他金融负债 | 87 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 递延税负债 | 70 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 少数股东权益 | 2,417 | 378 | 423 | 483 | 574 |
| 净资产 | 4,403 | 15,139 | 17,372 | 19,994 | 23,135 |
| 股东权益 | 4,403 | 15,139 | 17,372 | 19,994 | 23,135 |

来源: 公司, 招银国际研究部

现金流量表

| 年结: 12月31日(人民币百万元) | FY10A | FY11A | FY12E | FY13E | FY14E |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | 2,391 | 2,816 | 3,311 | 3,888 | 4,656 |
| 折旧和摊销 | 1,185 | 1,530 | 1,836 | 2,093 | 2,344 |
| 财务费用 | 83 | 90 | 13 | 19 | 39 |
| 利息收入 | (50) | (92) | (80) | (65) | (60) |
| 其他 | 5 | 28 | 15 | 15 | 15 |
| 经营利润 | 3,614 | 4,372 | 5,094 | 5,949 | 6,995 |
| 存货变动 | (2,237) | (2,876) | (1,941) | (2,643) | (3,109) |
| 贸易及其他应收款变动 | (427) | (658) | (704) | (1,039) | (1,150) |
| 贸易及其他应付款变动 | 4,551 | 5,717 | 4,008 | 5,531 | 6,314 |
| 受限存款 | 81 | - | - | - | - |
| 已缴税款 | (684) | (791) | (914) | (1,060) | (1,261) |
| 经营活动净现金流 | 4,898 | 5,764 | 5,543 | 6,738 | 7,788 |
| 利息收入 | 50 | 92 | 80 | 65 | 60 |
| 固定资产购置 | (3,807) | (5,358) | (5,840) | (6,424) | (7,002) |
| 其他 | 14 | 3 | - | - | - |
| 投资活动净现金流 | (3,743) | (5,263) | (5,760) | (6,359) | (6,942) |
| 股息支付 | (495) | (1,837) | (1,143) | (1,335) | (1,537) |
| 股权融资 | 127 | 7,816 | - | - | - |
| 银行贷款净额变动 | (195) | (2,157) | - | 219 | 455 |
| 已付利息 | (83) | (90) | (13) | (19) | (39) |
| 其他 | 42.0 | (2.0) | - | - | - |
| 融资活动净现金流 | (604) | 3,730 | (1,155) | (1,135) | (1,122) |
| 净现金流 | 551 | 4,231 | (1,372) | (756) | (276) |
| 期初现金 | 2,685 | 3,281 | 7,517 | 6,145 | 5,389 |
| 汇率影响 | 45 | 5 | - | - | - |
| 期末现金 | 3,281 | 7,517 | 6,145 | 5,389 | 5,113 |

来源: 公司, 招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。