

億達中國 (3639 HK, HK\$2.63, 目標價: HK\$3.55, 買入) — 優秀的商業伙伴

- ❖ **領先商務園運營商。**根據戴德梁行報告，截至2013年12月31日，億達為中國最大的商務園開發商，也是中國領先商務園運營商。公司開發及運營包括辦公樓及住宅物業的大規模的商務園。我們首次覆蓋億達，給予「買入」評級，目標價為3.55港元，相等於與11.85港元的資產淨值折讓70%
- ❖ **大連的主要發展商及房東。**根據戴德梁行報告，億達為大連市最知名的開發商。基於高質量的住宅物業及知名的品牌，億達的物業項目售價會比鄰近的項目為高。此外，公司擁有豐富的營運及管理商務園的經驗，所以能吸引大規模及知名的租客，多家財富世界500強的公司可在億達的商務園中找到，這批世界領先的知識型及高科技企業租客包括IBM、GENPAVT、Symatec、CISCO、Oracle及Softbank。
- ❖ **每年拓展一個新城市。**當需要發展一個知識型及高科技行業的商機出現，億達會開拓其獨特的商業模式，公司計劃在未來5年會在每一年在至少一個新城市拓展業務。因為中國持續的經濟增長、城市化及地方政府對當地工業基礎的發展及調整，億達開發商業園的商業模式會提供巨大的商機。
- ❖ **1,180萬平方米的土地儲備。**截至2013年12月31日，總土地儲備及應佔權益的土地儲備分別為1,180萬平方米及799萬平方米。以地區分佈，大連佔總土地儲備的85.4%。億達正在籌備成立合營公司發展上海創新創業園；此外，公司更計劃成立另外一間合營公司發展蘇洲高鐵新城科技園項目。
- ❖ **減債為重要工作。**我們預測2014-16年盈利分別為12.3億元(人民幣·下同)、15.34億元及17.99億元。雖然我們預期淨負債比率由2013年底的141.6%下降至2014年底的99.3%，但仍然偏高，所以管理財政會是公司的首要工作。此外，我們估計2014年底的資產淨值為245億元或每股11.85港元。主要風險包括股份流通量低、高負債、資產集中於大連及政策風險。

億達中國 (3639 HK)

評級	買入
收市價	HK\$2.63
目標價	HK\$3.55
市值(港幣百萬)	6,796
過去3月平均交易(港幣百萬)	不適用
52周高/低(港幣)	2.8/2.26
發行股數(百萬)	2,584
主要股東	孫蔭環(62.4%)

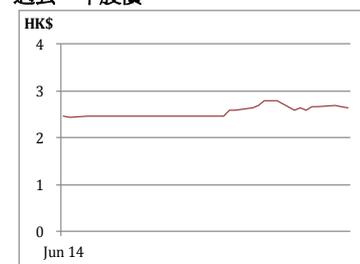
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	8.6%	2.2%
3月	不適用	不適用
6月	不適用	不適用

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額(百萬元人民幣)	6,001	6,399	8,359	9,763	12,062
淨利潤(百萬元人民幣)	1,311	828	1,230	1,534	1,799
每股收益(人民幣)	不適用	不適用	0.537	0.594	0.696
每股收益變動(%)	不適用	不適用	不適用	10.7	17.3
市盈率(x)	不適用	不適用	3.9	3.5	3.0
市帳率(x)	不適用	不適用	0.6	0.5	0.5
股息率(%)	0.0	0.0	5.7	5.7	6.7
權益收益率(%)	19.0	11.8	13.2	14.6	15.0
淨財務槓桿率(%)	102.0	141.6	99.3	94.6	81.6

來源: 公司、招銀國際證券預測

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	6,001	6,399	8,359	9,763	12,062
物業發展	4,809	5,385	7,309	8,600	10,791
物業投資	265	293	338	372	404
其他	927	721	713	791	867
銷售成本	(3,913)	(4,294)	(5,551)	(6,508)	(8,286)
毛利	2,087	2,106	2,808	3,256	3,776
銷售費用	(228)	(304)	(335)	(391)	(458)
行政費用	(440)	(514)	(446)	(537)	(603)
其他收益	52	256	95	77	83
息稅前收益	1,471	1,543	2,122	2,405	2,797
融資成本	(92)	(260)	(226)	(289)	(301)
聯營公司	186	(27)	170	400	499
特殊收入	636	412	-	-	-
稅前利潤	2,201	1,667	2,066	2,516	2,995
所得稅	(801)	(810)	(837)	(981)	(1,197)
非控制股東權益	(89)	(29)	-	-	-
淨利潤	1,311	828	1,230	1,534	1,799
核心淨利潤	834	519	1,230	1,534	1,799

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流動資產	14,531	15,976	16,495	18,003	19,321
物業、廠房及設備	122	121	120	118	116
投資物業	10,128	10,797	11,500	12,500	13,500
聯營公司	1,955	3,144	3,200	3,400	3,500
無形資產	44	9	-	-	-
其他	2,282	1,906	1,675	1,985	2,205
流動資產	21,594	20,686	26,051	30,159	33,030
現金及現金等價物	1,515	3,527	6,251	8,039	8,690
應收貿易款項	5,148	5,547	6,000	6,400	6,800
存貨	4,834	0	-	-	-
關連款項	9,829	11,318	13,500	15,400	17,200
其他	267	294	300	320	340
流動負債	22,879	18,736	20,430	22,650	24,180
借債	4,843	5,148	5,500	6,000	5,500
應付貿易賬款	8,832	8,976	10,300	11,800	13,500
應付稅項	427	630	630	650	680
關連款項	8,777	3,817	4,000	4,200	4,500
其他	-	164	-	-	-
非流動負債	6,057	10,935	12,800	14,980	16,150
借債	4,007	8,278	10,000	12,000	13,000
遞延稅項	1,440	1,543	1,600	1,680	1,750
其他	610	1,114	1,200	1,300	1,400
少數股東權益	285	1	2	2	2
淨資產總值	6,904	6,990	9,314	10,530	12,019
股東權益	6,904	6,990	9,314	10,530	12,019

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息稅前收益	1,471	1,543	2,122	2,405	2,797
折舊和攤銷	22	24	22	22	21
營運資金變動	(273)	1,103	(1,986)	(2,000)	17,000
稅務開支	(473)	(578)	(777)	(891)	(3,367)
其他	(468)	(116)	343	228	(891)
經營活動所得現金淨額	278	1,976	(276)	(237)	15,561
購置固定資產	(483)	(198)	-	-	-
聯營公司	(90)	(622)	(55)	(200)	3,400
其他	(545)	28	24	36	-
投資活動所得現金淨額	(1,118)	(792)	(31)	(164)	3,400
股份發行	-	1,102	1,094	-	-
淨銀行借貸	1,804	4,577	2,073	2,500	(18,000)
股息	(276)	(806)	-	(310)	(310)
其他	(1,795)	(4,473)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(267)	401	3,168	2,190	(18,310)
現金增加淨額	(1,107)	1,585	2,861	1,788	651
年初現金及現金等價物	1,638	531	2,116	4,977	6,765
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	531	2,116	4,977	6,765	7,416
受限制現金	984	1,411	1,274	1,274	1,274
資產負債表的現金	1,515	3,527	6,251	8,039	8,690

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
銷售組合 (%)					
物業發展	80.1	84.2	87.4	88.1	89.5
物業投資	4.4	4.6	4.0	3.8	3.3
其他	1.9	2.1	1.9	1.9	1.7
總額	86.5	90.9	93.4	93.7	94.5
盈利能力比率 (%)					
毛利率	34.8	32.9	33.6	33.3	31.3
稅前利率	36.7	26.1	24.7	25.8	24.8
淨利潤率	21.8	12.9	14.7	15.7	14.9
核心淨利潤率	13.9	8.1	14.7	15.7	14.9
有效稅率	36.4	48.6	40.5	39.0	39.9
增長比率 (%)					
收入	58.2	6.6	30.6	16.8	23.5
毛利	104.4	0.9	33.3	16.0	16.0
稅前利	48.4	(24.2)	23.9	21.7	19.1
淨利潤	51.7	(36.8)	48.5	24.7	17.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	58.2	6.6	30.6	16.8	23.5
速動比率 (x)	104.4	0.9	33.3	16.0	16.0
平均應收賬款周轉天數	313.2	316.4	262.0	239.3	205.8
平均應付帳款周轉天數	823.8	763.1	677.2	661.8	594.7
平均存貨周轉天數	916.7	962.1	887.6	863.7	757.7
淨負債/ 總權益比率 (%)	102.0	141.6	99.3	94.6	81.6
回報率 (%)					
資本回報率	19.0	11.8	13.2	14.6	15.0
資產回報率	3.9	2.3	2.9	3.2	3.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	N.A.	N.A.	0.537	0.594	0.696
每股股息(人民幣)	N.A.	N.A.	0.120	0.120	0.140
每股賬面值(人民幣)	N.A.	N.A.	3.60	4.08	4.65

來源: 公司、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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。