

亿达中国 (3639 HK, HK\$2.63, 目标价: HK\$3.55, 买入) — 优秀的商业伙伴

- ❖ **领先商务园运营商。**根据戴德梁行报告，截至2013年12月31日，亿达为中国最大的商务园开发商，也是中国领先商务园运营商。公司开发及运营包括办公楼及住宅物业的大规模的商务园。我们首次覆盖亿达，给予「买入」评级，目标价为3.55港元，相等于与11.85港元的资产净值折让70%
- ❖ **大连的主要开发商及房东。**根据戴德梁行报告，亿达为大连市最知名的开发商。基于高质量的住宅物业及知名的品牌，亿达的物业项目售价会比邻近的项目为高。此外，公司拥有丰富的营运及管理商务园的经验，所以能吸引大规模及知名的租客，多家财富世界500强的公司可在亿达的商务园中找到，这批世界领先的知识型及高科技企业租客包括IBM、GENPAVT、Symatec、CISCO、Oracle及Softbank。
- ❖ **每年拓展一个新城市。**当需要发展一个知识型及高科技行业的商机出现，亿达会开拓其独特的商业模式，公司计划在未来5年会在每一年在至少一个新城市拓展业务。因为中国持续的经济增长、城市化及地方政府对当地工业基础的发展及调整，亿达开发商业园的模式会提供巨大的商机。
- ❖ **1,180万平方米的土地储备。**截至2013年12月31日，总土地储备及应占权益的土地储备分别为1,180万平方米及799万平方米。以地区分布，大连占总土地储备的85.4%。亿达正在筹备成立合营公司发展上海创新创业园；此外，公司更计划成立另外一间合营公司发展苏洲高铁新城科技园项目。
- ❖ **减债为重要工作。**我们预测2014-16年盈利分别为12.3亿元(人民币·下同)、15.34亿元及17.99亿元。虽然我们预期净负债比率由2013年底的141.6%下降至2014年底的99.3%，但仍然偏高，所以管理财政会是公司的首要工作。此外，我们估计2014年底的资产净值为245亿元或每股11.85港元。主要风险包括股份流通量低、高负债、资产集中于大连及政策风险。

亿达中国 (3639 HK)

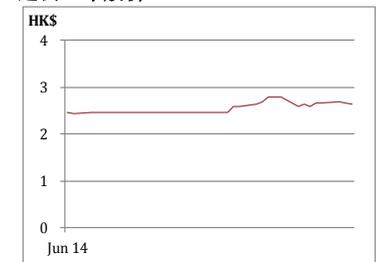
评级	买入
收市价	HK\$2.63
目标价	HK\$3.55
市值(港币百万)	6,796
过去3月平均交易(港币百万)	不适用
52周高/低(港币)	2.8/2.26
发行股数(百万)	2,584
主要股东	孙荫环(62.4%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	8.6%	2.2%
3月	不适用	不适用
6月	不适用	不适用

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万元人民币)	6,001	6,399	8,359	9,763	12,062
净利润(百万元人民币)	1,311	828	1,230	1,534	1,799
每股收益(人民币)	不适用	不适用	0.537	0.594	0.696
每股收益变动(%)	不适用	不适用	不适用	10.7	17.3
市盈率(x)	不适用	不适用	3.9	3.5	3.0
市帐率(x)	不适用	不适用	0.6	0.5	0.5
股息率(%)	0.0	0.0	5.7	5.7	6.7
权益收益率(%)	19.0	11.8	13.2	14.6	15.0
净财务杠杆率(%)	102.0	141.6	99.3	94.6	81.6

来源: 公司、招銀国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	6,001	6,399	8,359	9,763	12,062
物业发展	4,809	5,385	7,309	8,600	10,791
物业投资	265	293	338	372	404
其他	927	721	713	791	867
销售成本	(3,913)	(4,294)	(5,551)	(6,508)	(8,286)
毛利	2,087	2,106	2,808	3,256	3,776
销售费用	(228)	(304)	(335)	(391)	(458)
行政费用	(440)	(514)	(446)	(537)	(603)
其他收益	52	256	95	77	83
息税前收益	1,471	1,543	2,122	2,405	2,797
融资成本	(92)	(260)	(226)	(289)	(301)
联营公司	186	(27)	170	400	499
特殊收入	636	412	-	-	-
税前利润	2,201	1,667	2,066	2,516	2,995
所得税	(801)	(810)	(837)	(981)	(1,197)
非控制股东权益	(89)	(29)	-	-	-
净利润	1,311	828	1,230	1,534	1,799
核心净利润	834	519	1,230	1,534	1,799

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	14,531	15,976	16,495	18,003	19,321
物业、厂房及设备	122	121	120	118	116
投资物业	10,128	10,797	11,500	12,500	13,500
联营公司	1,955	3,144	3,200	3,400	3,500
无形资产	44	9	-	-	-
其他	2,282	1,906	1,675	1,985	2,205
流动资产	21,594	20,686	26,051	30,159	33,030
现金及现金等价物	1,515	3,527	6,251	8,039	8,690
应收贸易款项	5,148	5,547	6,000	6,400	6,800
存货	4,834	0	-	-	-
关连款项	9,829	11,318	13,500	15,400	17,200
其他	267	294	300	320	340
流动负债	22,879	18,736	20,430	22,650	24,180
借债	4,843	5,148	5,500	6,000	5,500
应付贸易账款	8,832	8,976	10,300	11,800	13,500
应付税项	427	630	630	650	680
关连款项	8,777	3,817	4,000	4,200	4,500
其他	-	164	-	-	-
非流动负债	6,057	10,935	12,800	14,980	16,150
借债	4,007	8,278	10,000	12,000	13,000
递延税项	1,440	1,543	1,600	1,680	1,750
其他	610	1,114	1,200	1,300	1,400
少数股东权益	285	1	2	2	2
净资产总值	6,904	6,990	9,314	10,530	12,019
股东权益	6,904	6,990	9,314	10,530	12,019

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
息税前收益	1,471	1,543	2,122	2,405	2,797
折旧和摊销	22	24	22	22	21
营运资金变动	(273)	1,103	(1,986)	(2,000)	17,000
税务开支	(473)	(578)	(777)	(891)	(3,367)
其他	(468)	(116)	343	228	(891)
经营活动所得现金净额	278	1,976	(276)	(237)	15,561
购置固定资产	(483)	(198)	-	-	-
联营公司	(90)	(622)	(55)	(200)	3,400
其他	(545)	28	24	36	-
投资活动所得现金净额	(1,118)	(792)	(31)	(164)	3,400
股份发行	-	1,102	1,094	-	-
净银行借贷	1,804	4,577	2,073	2,500	(18,000)
股息	(276)	(806)	-	(310)	(310)
其他	(1,795)	(4,473)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(267)	401	3,168	2,190	(18,310)
现金增加净额	(1,107)	1,585	2,861	1,788	651
年初现金及现金等价物	1,638	531	2,116	4,977	6,765
汇兑	-	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	531	2,116	4,977	6,765	7,416
受限制现金	984	1,411	1,274	1,274	1,274
资产负债表的现金	1,515	3,527	6,251	8,039	8,690

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合(%)					
物业发展	80.1	84.2	87.4	88.1	89.5
物业投资	4.4	4.6	4.0	3.8	3.3
其他	1.9	2.1	1.9	1.9	1.7
总额	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
税前利率	36.7	26.1	24.7	25.8	24.8
净利润率	21.8	12.9	14.7	15.7	14.9
核心净利润率	13.9	8.1	14.7	15.7	14.9
有效税率	36.4	48.6	40.5	39.0	39.9
杠杆比率 (%)					
收入	58.2	6.6	30.6	16.8	23.5
毛利	104.4	0.9	33.3	16.0	16.0
税前利	48.4	(24.2)	23.9	21.7	19.1
净利润	51.7	(36.8)	48.5	24.7	17.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	58.2	6.6	30.6	16.8	23.5
速动比率 (x)	104.4	0.9	33.3	16.0	16.0
平均应收账款周转天数	313.2	316.4	262.0	239.3	205.8
平均应付帐款周转天数	823.8	763.1	677.2	661.8	594.7
平均存货周转天数	916.7	962.1	887.6	863.7	757.7
净负债/ 总权益比率 (%)	102.0	141.6	99.3	94.6	81.6
回报率 (%)					
资本回报率	19.0	11.8	13.2	14.6	15.0
资产回报率	3.9	2.3	2.9	3.2	3.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	N.A.	N.A.	0.537	0.594	0.696
每股股息(人民币)	N.A.	N.A.	0.120	0.120	0.140
每股账面值(人民币)	N.A.	N.A.	3.60	4.08	4.65

来源: 公司、招银国际证券预测

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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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

本报告期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法律责任。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(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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。