

更新报告

2013-1-31 星期四

公司研究

深圳控股 (604. HK)

更新报告: 2013-1-31

目标价: HK\$ 4.6
现价: HK\$ 3.58
预期升幅: +29%

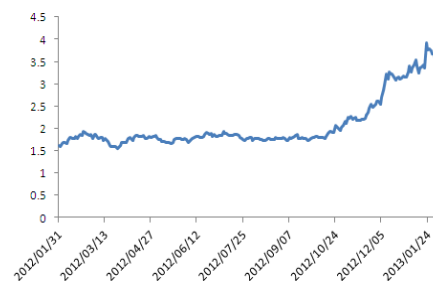
股本数据

股本(亿股) 37.29
市值(亿港元) 133.13
52周高/低 (HK\$) 4.09/1.51
每股净值(人民币元) 4.5
所属行业: 房地产

主要股东

深业集团 47.42%

52 周行情图



资料来源: Bloomberg

相关报告

深圳控股首发报告-20100105

国元证券(香港)研究部

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 9185

电邮: songzy@gyzq.com.hk

资产注入如期而至 未来两年销售有望爆发
投资评级: 买入

投资要点:

首轮资产注入已然开始

2013年1月22日深圳控股公告: 2013年1月17日与母公司深业(集团)有限公司签署有条件协议, 以对价人民币41.5亿元收购科之谷项目100%股权, 同时通过向母公司发行14.1亿股新股的形式支付对价, 发行价为每股3.667港元, 比最后收市价溢价9.1%。

项目占地面积121,225平方米, 规划总建筑面积788,910平方米, 是一个综合体项目, 总的土地成本约为人民币96亿元, 折合每平方米约人民币12,000元。

2013、14年销售有望实现突破

2013年公司新开工面积有望达到180万平米, 和2011年基本相当。公司管理层2013年的销售目标为100亿元, 同时, 如果后续的资产注入机会能如期进行, 未来五年内有望提高到250亿元。13年可售货量包括12年带入的约90万平米, 13年新推可售面积有望达到100万平米, 合计约190万平米。如果在去化率上有所提高至50%左右的水平, 我们认为公司管理层100亿元的销售目标是有可能实现的。

公司资金面有望保持稳定:

从现金流入的角度看: 60亿元的销售, 回款率约90%; 4亿元租金收入; 物业管理、运输带来的近10亿元的收入。从现金流出的角度: 新开工投入的资金可能需要约40亿元; 购置新地上花费约12亿左右; 由于2012年的贷款规模较大, 财务费用较往年有所提高, 预计约8亿。整体来看, 现金流入能有效的覆盖支出, 我们预计未来几年内公司的净负债率保持稳定。

资产注入有望提升公司估值, 目标价格4.6港币:

资产净值为每股6.56港元, 我们给予公司30%的NAV折价, 高于行业平均水平, 对应价格为4.6港元。

从市盈率角度来看, 我们预计2013、14年核心EPS为0.45、0.57港元(考虑14.1亿新股), 对应当前股价PE为7.9、6.3倍。考虑公司后续资产注入计划将持续进行、城市更新项目的陆续纳入土地储备, 我们给予公司13年10倍的PE。

综合来看, 我们给出4.6港币/股的目标价格。

年结日: 31/12	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收入(亿港元)	65.85	73.21	88.96	111.47	140.20
变动	22.2%	11.2%	21.5%	25.3%	25.8%
净利润(亿港元)	13.24	15.21	18.65	23.36	29.39
变动	34.01%	14.88%	22.62%	25.25%	25.83%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.42	0.50	0.45	0.57
基于3.58港元的市盈率(倍)	9.56	8.53	7.16	7.88	6.26
每股股息(港元)	0.140	0.150	0.183	0.166	0.209
息率(%)	3.91%	4.19%	5.11%	4.64%	5.84%

资产注入已然开始

2013年1月22日深圳控股公告：2013年1月17日与母公司深业(集团)有限公司签署有条件协议，以对价人民币41.5亿元收购科之谷项目100%股权，同时通过向母公司发行14.1亿股新股的形式支付对价，发行价为每股3.667港元，比最后收市价溢价9.1%。

科之谷项目位于福田区，坐落在莲花山公园、笔架山公园和中心公园三大公园之间，景色优美；距离CBD仅5分钟车程，周边交通设施齐全，非常方便。

项目占地面积121,225平方米，规划总建筑面积788,910平方米，是一个综合体项目，包含高级公寓、甲级写字楼、为中小企业准备的写字楼、高端购物中心、以及一个五星级酒店。项目定位为高端创新总部基地、休闲娱乐中心，势将成为深圳新地标。

在此次收购中，算上目标公司承担的债务和人民币20亿元未付地价，总的土地成本约为人民币96亿元，折合每平方米约人民币12,000元。

除此之外，母公司在深圳有一些地理位置比较好，价值比较高的项目：在罗湖黄贝岭有个40万左右的项目、在香蜜湖附近有几个小项目、在华侨城附近沙河区有个50万左右的住宅项目。根据集团的战略规划，未来这些项目成熟后都要放到深圳控股。

我们认为大规模的资产注入必将释放公司在深圳的土地资源潜力，提升在该区域的整体竞争力，为未来销售规模的上台阶打下坚实的基础。

图表 1: 其它计划注入的项目

项目	地区	计划总楼面面积(平方米)	项目类型
黄贝岭项目	罗湖	约400k平方米	再开发项目
清水河项目	罗湖	>100k	商业项目
香蜜湖项目	福田	80k平方米	住宅
		200-300k	商业综合体
沙河项目	南山	500k平方米	再开发
关外项目	宝安	100k-200k	地盘面积

资料来源：公司资料，国元(香港)

除母公司注资之外，深圳控股还计划通过城市更新项目增加其在深圳的土储。公司目前拥有5个城市更新项目，总建筑面积近160万平方米，这些项目大多位于罗湖和福田等核心市区。



更新报告

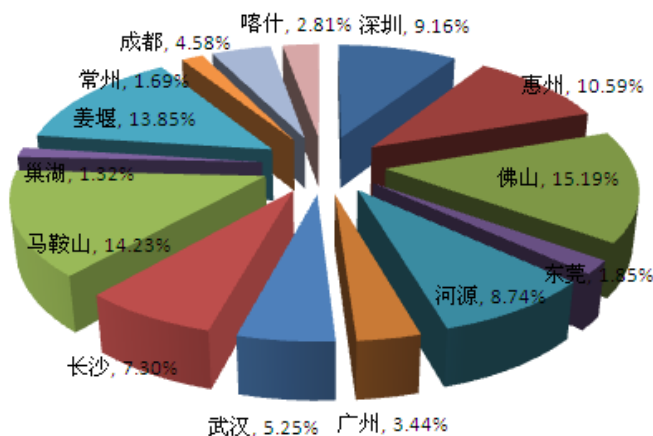
我们认为在深圳土地供应日趋紧张的情况下，通过城市更新项目来获取大规模、低成本土地储备不失为一个便捷的获取方式。这类土地储备的平均土地成本仅为每平方米 5,000 元人民币，对比深圳市区市场楼面地价逾 10,000 元人民币比较，具有明显的比较优势。由于地理位置优越，项目均价可望较高，其毛利率水平有望达到 40-50%。值得一提的是，在 160 万平方米的重建项目建筑面积中，仅 50 万平方米已在公司于 2012 年 6 月底的土储中反映。再加上潜在注资，意味公司在深圳的潜在土储规模被低估，我们相信这一比例今后将显著扩大。

图表 2: 城市更新项目

项目	地区	计划总楼面面积 (平方米)	项目进展情况
清水河汽车物流园	罗湖	规划建筑面积超过 50 万平方米	一期项目 2011 年 10 月份已经开工，二期今年下半年开工。
笋岗项目	罗湖		力争今年确定相关指标正在进行专项规划审批，计划 2013 年通过专项规划
车公庙一期	福田	50 万平方米	拆迁谈判等工作。
上步项目		40 万平方米	计划 2013 年初开工
观澜旧改项目		17.5 万平方米	

资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

图表 3: 公司土地储备区域分布



资料来源: 公司资料, 国元 (香港)

图表 4: 城市更新项目分别





未来两年销售有望爆发

2012 年公司合同销售额达人民币 61 亿元，较去年上升 33.5%，完成全年人民币 60 亿销售目标的 102%。总合同销售面积达 679,045 平方米，平均每平方米售价为人民币 9,018 元。

2012 年 12 月，深圳控股的合同销售面积为 57,234 平方米，合同销售金额为人民币 4.15 亿。主要贡献项目为泰然大厦、睿城、锦绣姜城、武汉泰然南湖玫瑰湾三期、欧景城等。

图表 5: 2012 年合同销售项目及其数据

项目	位置	类型	累计销售面积(平方米)	累计销售金额(百万元)	均价
万林湖	惠州	商住	65,287	470	7,199
半山名苑	惠州	住宅	39,233	209	5,335
诺亚山林	长沙	商住	22,386	117	5,230
睿城	长沙	住宅	48,175	235	4,875
锦绣姜城	姜堰	商住	45,443	222	4,884
欧景城	东莞	住宅	48,590	320	6,587
泰然大厦	深圳	工业	34,462	1,254	36,377
珑园4号楼	深圳	住宅	2,221	107	48,389
武汉泰然南湖玫瑰湾三期	住宅	住宅	46648	408	8,760
成都泰然怡湖玫瑰苑一期I区	成都	住宅	13,384	85	6,363
紫麟山	深圳	住宅	21,393	302	14,105
东莞御泉山庄二期高层车库	东莞	车位	2281	17	7,448
深业御园(坑梓)住宅	深圳	住宅	29,061	196	6,728
东晟时代	深圳	商业	74415	739	9930
顺德深业城	佛山	住宅	75,300	498	6,609
三水云东海花园	佛山	住宅	4,751	60	12,572
河源塞纳湾一期	河源	住宅	29,314	293	9,994
深业华府一期一组团	马鞍山	住宅	64852	451	6,948
成都西御项目	成都	商业	11,879	141	11,907
合计			679,045	6,123	9,018

资料来源: 公司资料, 彭博, 国元香港预测

公司 12 年全年可售面积为 150 万平方米，货值约为 150 亿元，去化率 40% 左右，2013 年公司新开工面积有望达到 180 万平米，和 2011 年基本相当。公司管理层 2013 年的销售目标为 100 亿元，同时，如果后续的资金注入机会能如期进行，未来五年内有望提高到 250 亿元。

13 年可售货量包括 12 年带入的约 90 万平米，同时 13 年新推可售面积有望达到 100 万平米，合计约 190 万平米。如果在去化率上有所提高至 50% 左右的水平，我们认为公司管理层 100 亿元的销售目标是有可能实现的。



同时，在区域布局方面，通过母公司资产注入和城市更新项目，公司的重点逐渐回归深圳。管理层计划将深圳项目占销售额的比重从2012年的40%，提高到2013年的50%至60%。因此，我们预期未来产品均价的升幅将比较可观。

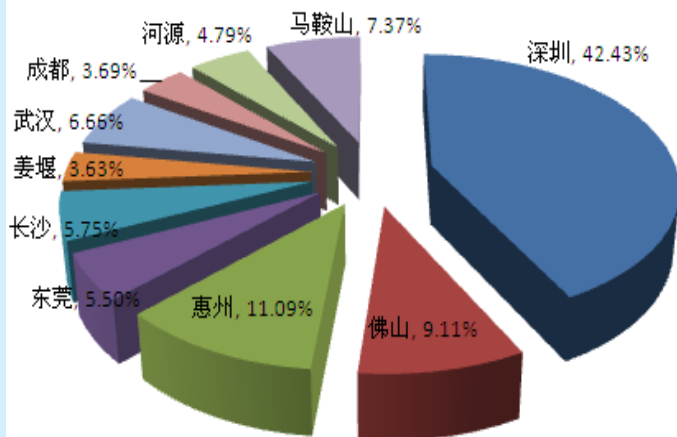
图表 6: 13、14 年公司可售面积充足

项目	位置	类型	建筑面积 (平方米)	可售面积 (平方米)	权益
2013					
欧景城三期	东莞	住宅	66,453	49,146	100%
万林湖B.1期 (30层)	惠州	住宅	79,182	52,517	100%
睿城1.2期	长沙	住宅	129,968	96,230	100%
姜堰项目2.1期 (33层)	江苏姜堰	住宅	105,272	71,568	100%
武汉泰然南湖玫瑰湾二期II区 (8-9#)	武汉	住宅	29,945	26,713	53%
武汉泰然南湖玫瑰湾三期IV区 (39-41#)	武汉	住宅	51,161	45,763	53%
成都泰然怡湖玫瑰苑一期I区 4#	成都	住宅	11,258	6,130	53%
成都泰然怡湖玫瑰苑一期II区 12#	成都	住宅	29,050	26,171	53%
武汉生物谷项目一期 (多层部分)	武汉	综合	50,000	40,000	53%
武汉生物谷项目二期 (多层部分)	武汉	综合	25,000	20,000	100%
成都北部新区项目一期 (多层部分)	成都	住宅	19,380	15,110	100%
东晟时代花园 (二期)	深圳	住宅	131,000	108,644	100%
深业·塞纳湾二期	河源	住宅	83,337	57,606	100%
巢湖御泉庄休闲会所南区 (一期)	安徽巢湖	住宅	29,931	22,333	100%
三水深业云东海项目 (二期)	佛山	住宅	246,275	174,050	80%
深业广州金沙洲项目 (一期)	广州	住宅	192,225	129,348	100%
清水河国际汽车物流产业园二期	深圳	住宅	105,261	32,400	100%
小计			1,384,698	973,728	
2014					
万林湖B.2期 (30层)	惠州	住宅	80,577	79,505	100%
万林湖B.3期 (30层)	惠州	住宅	124,227	61,488	100%
半山名苑3号地块一期 (别墅)	惠州	住宅	55,000	20,000	100%
半山名苑3号地块二期 (别墅)	惠州	住宅	55,000	20,000	100%
睿城1.3期	长沙	住宅	85,508	83,981	100%
睿城2.1期	长沙	住宅	130,651	92,072	100%
睿城2.2期	长沙	住宅	75,831	72,710	100%
姜堰项目2.2期 (33层)	姜堰	住宅	100,807	96,325	100%
姜堰项目三期	姜堰	住宅	125,000	100,000	100%
观澜项目	深圳	住宅	170,000	135,000	53%
武汉泰然南湖玫瑰湾四期I区	武汉	住宅	64,768	56,768	53%
成都泰然怡湖玫瑰苑三期 (老花鸟4-6#)	武汉	住宅	99,776	81,110	53%
成都泰然怡湖玫瑰苑一期II区 (除12#以外)	武汉	住宅	16,000	13,000	53%
武汉生物谷项目一期 (高层部分)	武汉	综合	100,000	85,000	53%
成都北部新区项目一期 (高层部分)	成都	住宅	85,920	68,820	75%
三水深业云东海酒店项目 (三期)	佛山	酒店	215,760	1	100%
深业广州金沙洲项目 (二期)	广州	住宅	163,411	127,913	100%
巢湖御泉庄休闲会所南区 (二期)	安徽巢湖	住宅	29,096	21,709	100%
巢湖御泉庄温泉中心 (二期)	安徽巢湖	商业	5,000	1	100%
深业·塞纳湾 (二期)	河源	住宅	34,800	24,360	100%
深业城 (三期)	佛山	住宅	377,866	280,451	100%
深业华府一期二组团	马鞍山	住宅	104,154	77,794	100%
常州项目一期	常州	住宅	41,724	31,512	100%
清水河国际汽车物流产业园三期	深圳	物流	34,077	10,440	100%
小计			2,374,954	1,639,958	

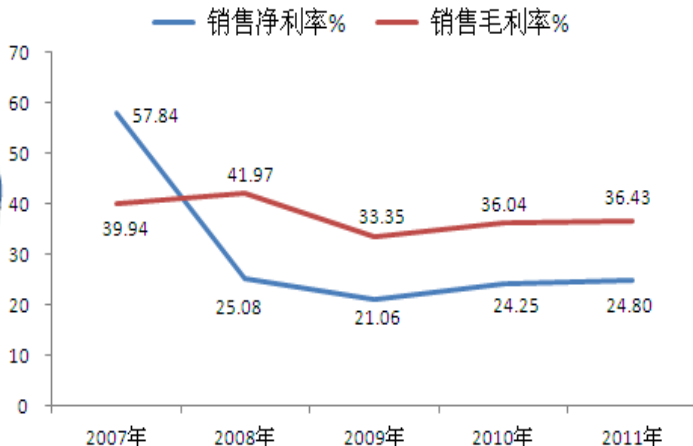
资料来源: 公司资料、国元 (香港)



图表 7: 2012 年合同销售额分别



图表 8: 近年毛利率保持稳定



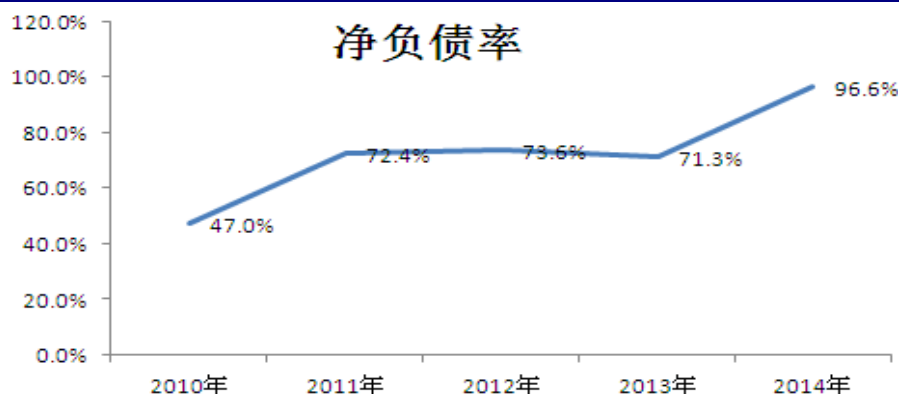
资料来源: 公司资料, 国元(香港)

公司资金面保持稳定

当前公司的贷款有 70%的长期贷款和 30%的开发贷款。目前在大陆的融资成本是 5.4%，在香港的银团贷款（余额 7 亿美元）成本约为 3.8%，其中大部分是四年期，2015 年左右到期。未来公司不希望继续扩大贷款规模，而是准备在当前这一贷款利率较低的时段置换掉一些高息贷款，从而降低财务成本。

从现金流入的角度看：60 亿元的销售，回款率约 90%；4 亿元租金收入；物业管理、运输带来的近 10 亿元的收入。从现金流出的角度：新开工投入的资金可能需要约 40 亿元；购置新地上花费约 12 亿左右；由于今年的贷款规模较大，财务费用较往年有所提高，预计约 8 亿。整体来看，现金流入能有效的覆盖支出，我们预计未来几年内公司的净负债率保持稳定。

图表 9: 公司净负债率近两年保持稳定



资料来源: 公司资料, 国元(香港),

资产注入有望提升估值，目标价格 4.6 港币

公司的土地储备，每股资产毛值为 4.19 港币，投资物业我们按照 10% 的收益率计算，每股资产毛值为 1.19 港币；参股的路劲基建 (1098.HK) 和沿海家园 (1124.HK)，我们按照当天收市价计算，资产毛值分别为 0.23 和 0.10 港币，因此深圳控股资产毛值为每股 8.95 港币，资产净值为每股 6.56 港币。我们给予公司 30% 的 NAV 折价，高于行业平均水平，对应股价为 4.6 港币。

从市盈率角度来看，我们预计 2013、14 年核心 EPS 为 0.45、0.57 港币，对应当前股价 PE 为 7.96、6.28 倍。考虑公司后续资产注入计划将持续进行、城市更新项目的陆续纳入土地储备，我们给予公司 13 年 10 倍的 PE。

综合来看，我们给出 4.6 港币/股的目标价格。

图表 10: 考虑 14.1 亿的新股，每股 RNAV6.56 人民币

	NAV (百万 元港元)	每股NAV	NAV占比
土地储备			
广东	15,628	3.03	46.24%
湖南	561	0.11	1.66%
江苏	1,383	0.27	4.09%
安徽	1,798	0.35	5.32%
四川	657	0.13	1.94%
湖北	1,456	0.28	4.31%
新疆	120	0.02	0.36%
投资物业	6,117	1.19	18.10%
沿海家园 (22.62%)	1,181	0.23	3.49%
路劲基建 (27.38%)	497	0.10	1.47%
总计	29,398	5.71	86.98%
2012年E净资产	16,686	3.24	49.37%
2012E净负债	(12,284)	-2.38	-36.34%
NAV	33,800	6.56	100.00%
股份	5,153		
每股NAV	6.56		

资料来源：公司资料，国元（香港），



更新报告

图表 11: 行业可比公司估值

	12个月目 标价(港)	股价	市值(亿港元)	每股盈利 (EPS)				市盈率 (PE)				市净率 (PB)			
				2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
1109 HK I 华润置地	23.16	22.95	1337.39	1.48	1.24	1.46	1.83	13.74	18.26	15.42	12.36	1.21	1.94	1.74	1.56
3900 HK I 绿城中国	14.62	16.52	355.26	1.57	1.82	2.00	2.26	6.81	7.05	6.39	5.66	0.38	1.46	1.23	1.03
1918 HK I 融创中国控股	6.54	6.95	209.55	0.79	0.94	1.17	1.49	5.45	5.72	4.61	3.60	0.56	1.65	1.25	0.95
688 HK EC 中国海外发展	24.45	24.80	2026.78	1.84	1.90	2.24	2.62	12.66	13.03	11.10	9.45	1.51	2.42	2.06	1.74
960 HK EC 龙湖地产	16.21	15.00	814.32	1.23	1.07	1.24	1.42	9.89	11.06	9.56	8.30	1.67	2.18	1.84	1.57
754 HK EC 合生创展集团	16.47	16.34	283.66	0.82	0.91	1.29	2.25	14.95	17.13	12.13	6.94	0.17	0.67	0.64	0.54
119 HK EC 保利置业集团	6.40	6.30	227.33	0.77	0.62	0.71	0.85	7.33	9.87	8.52	7.16	0.49	0.82	0.76	0.69
2777 HK I 富力地产	13.17	14.78	476.27	1.51	1.43	1.51	1.73	6.81	8.04	7.60	6.63	0.71	1.45	1.30	1.17
2007 HK I 碧桂园	4.13	4.14	754.71	0.33	0.36	0.40	0.46	8.68	9.21	8.33	7.17	1.36	1.66	1.46	1.25
3383 HK I 雅居乐集团	11.91	11.28	389.10	1.18	1.23	1.32	1.53	7.01	7.32	6.79	5.86	0.90	1.24	1.09	0.96
3333 HK I 恒大地产集团	4.64	4.65	697.07	0.76	0.58	0.61	0.71	4.19	6.00	5.70	4.89	1.19	1.32	1.11	0.94
733 HK EC 合富辉煌	3.90	2.85	13.64	0.29	0.34	0.39	0.48	9.52	8.21	7.14	5.73	0.60	1.07	0.90	0.72
1638 HK I 佳兆业集团	2.95	2.73	133.93	0.39	0.34	0.43	0.55	4.91	6.20	4.95	3.86	0.45	0.78	0.68	0.55
813 HK EC 世茂房地产	17.83	17.40	604.23	1.62	1.33	1.58	1.89	7.22	10.10	8.50	7.11	0.61	1.38	1.24	1.11
1777 HK I 花样年控股	1.12	1.37	71.34	0.23	0.19	0.21	0.22	3.74	5.62	4.99	4.85	0.49	0.89	0.84	0.74
604 HK EC 深圳控股	3.77	3.43	127.91	0.43	0.39	0.44	0.52	7.37	8.55	7.69	6.52	0.32	0.72	0.68	0.62
1813 HK I 合景泰富	6.30	6.14	177.64	0.73	0.72	0.80	0.95	6.10	6.60	5.94	4.98	0.46	0.93	0.83	0.74

资料来源: 公司资料, 彭博, 国元香港



更新报告

损益表						财务分析					
亿元港元, 财务年度截至<十二月>						亿元港元, 财务年度截至<十二月>					
	2010年 (A)	2011年 (A)	2012年 (E)	2013年 (E)	2014年 (E)		2010年 (A)	2011年 (A)	2012年 (E)	2013年 (E)	2014年 (E)
营业收入	65.9	73.2	89.0	111.5	140.2	增长率(%)					
营业成本	(41.6)	(46.5)	(57.8)	(71.3)	(89.7)	收入	22%	11%	22%	25%	26%
毛利	24.3	26.7	31.1	40.1	50.5	经营利润	37%	36%	35%	36%	36%
销售费用	(1.6)	(2.3)	(2.4)	(3.0)	(3.8)	净利润	34%	15%	23%	25%	26%
管理费用	(6.6)	(7.3)	(8.9)	(11.1)	(14.0)	盈利分析(%)					
其它净收入	3.4	4.6	6.4	8.3	10.8	毛利率	36.8%	36.4%	35.0%	36.0%	36.0%
投资物业公允价值	6.0	3.1	3.7	3.7	3.7	净利润率	20.1%	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
经营利润	14.7	17.9	21.7	28.9	37.8	核心净利率	10.0%	11.2%	11.1%	11.3%	14.6%
财务费用	2.1	2.0	2.1	2.5	3.0	其它(%)					
占联营公司利润	3.9	8.0	9.5	11.4	13.7	有效税率	35.9%	37.2%	36.6%	36.9%	36.8%
税前利润	24.6	28.9	35.0	44.1	55.3	流动比率	143%	226%	237%	256%	233%
所得税	8.8	10.8	12.8	16.3	20.3	派息比率	0%	36%	37%	37%	37%
净利润	13.2	15.2	18.7	23.4	29.4	ROE	9.8%	9.8%	11.2%	11.8%	14.4%
少数股东权益	2.5	2.9	3.6	4.4	5.6	ROA	3.9%	3.7%	3.9%	4.1%	4.2%
归属母公司股东净利润	13.2	15.2	18.7	23.4	29.4	估值					
每股收益(元)	0.37	0.42	0.50	0.45	0.57	P/Sales	163.1	146.7	120.7	96.3	76.6
每股派息(元)	0.14	0.15	0.18	0.17	0.21	PE	7.7	6.9	5.8	6.3	5.0
						P/Cach flow(X)	1.74	2.06	1.46	1.17	0.93
						息率(%)	5%	5%	6%	6%	7%
资产负债表						现金流量表					
亿元港元, 财务年度截至<十二月>						亿元港元, 财务年度截至<十二月>					
	2010年 (A)	2011年 (A)	2012年 (E)	2013年 (E)	2014年 (E)		2010年 (A)	2011年 (A)	2012年 (E)	2013年 (E)	2014年 (E)
现金及等价物	61.8	52.2	73.5	92.1	115.8	经营利润	13.2	15.2	18.7	23.4	29.4
应收账款	2.0	1.4	2.2	2.8	3.5	折旧摊销	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5
存货	133.2	185.5	221.8	273.6	344.2	财务费用	2.1	2.0	2.1	2.5	3.0
其它长期资产	1.9	14.5	4.1	5.2	6.5	公允价值变动	(6.0)	(3.1)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
预付账款及其它	20.4	0.0	0.0	0.0	0.0	营运资金变动	(28.9)	(65.3)	(19.7)	(47.4)	(63.7)
投资物业	49.0	55.6	61.2	67.3	74.0	长期经营性负债变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	7.4	8.4	9.5	10.8	12.5	经营现金流	(13.9)	(43.4)	8.0	(12.4)	(18.6)
长期投资净额	105.0	116.9	128.2	140.5	154.2	短期投资	0.1	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)
资产总额	338.2	415.4	477.6	571.3	693.1	长期投资	(0.9)	(5.3)	(5.7)	(6.3)	(6.9)
短期借款	95.6	49.7	56.4	57.6	92.5	投资物业	(8.0)	(6.6)	(5.6)	(6.1)	(6.7)
应付账款	1.4	2.6	2.6	3.2	4.0	投资收益	6.0	3.1	3.7	3.7	3.7
应交税金	14.0	18.1	22.5	27.7	34.8	投资现金流	(2.8)	(8.7)	(7.6)	(8.6)	(9.9)
其它应付账款	41.3	48.7	57.8	71.3	89.7	财务费用	(2.1)	(2.0)	(2.1)	(2.5)	(3.0)
长期借款	29.5	115.1	139.9	175.3	220.5	债务变动	21.8	50.0	31.5	36.6	80.1
其它长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	红利	(5.0)	(5.4)	(6.8)	(8.5)	(10.8)
负债总额	191.2	245.3	292.5	351.1	460.7	股本及公积变动	0.0	0.0	(1.8)	14.1	(14.1)
总股东权益	147.0	170.1	185.1	220.2	232.4	融资现金流	14.8	42.6	20.8	39.7	52.2
少数股东权益	12.2	14.7	18.2	22.7	28.3	净现金流	(1.9)	(9.6)	21.2	18.6	23.7
母公司股东权益	134.7	155.4	166.9	197.5	204.1	期初现金	63.7	61.8	52.2	73.5	92.1
净负债率	47.0%	72.4%	73.6%	71.3%	96.6%	现金及等价物	61.8	52.2	73.5	92.1	115.8
每股账面值(元)	3.8	4.3	4.5	3.8	4.0						

更新报告



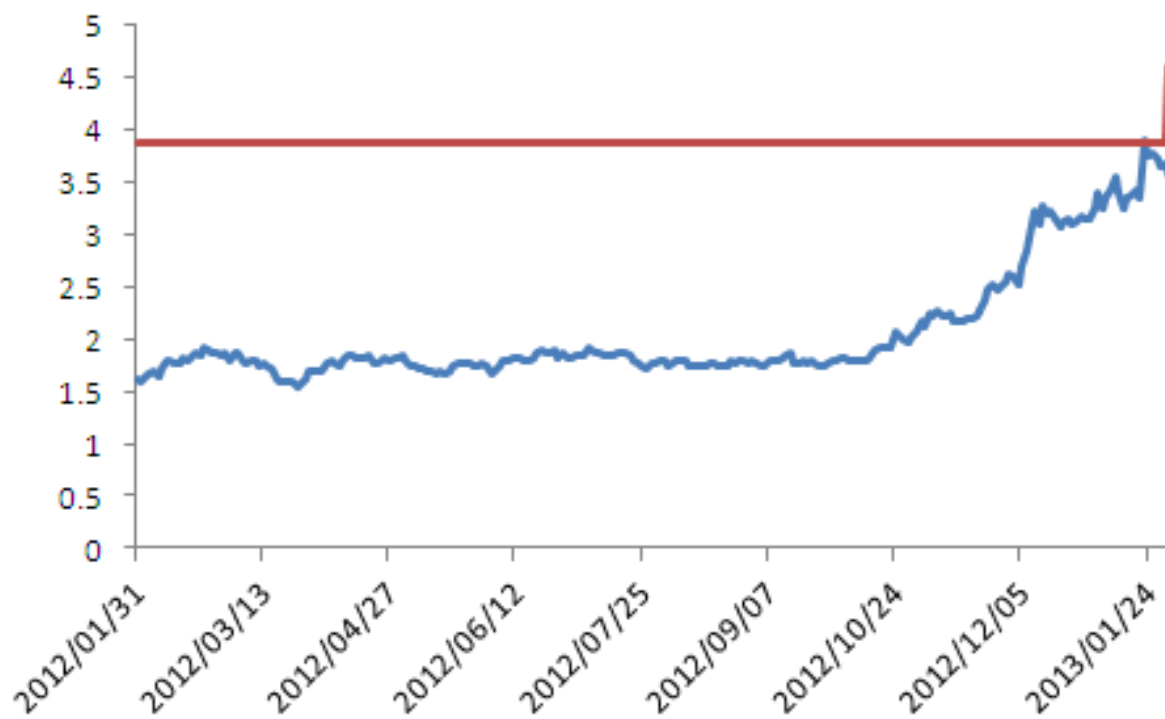
國元(香港)
GY(HK)

投资评级:

买入 预期股价在未来 12 个月上升 15%以上

中性 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内

卖出 预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上





更新報告

免责声明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

- (1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

- (1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及
- (2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

公司地址：香港中环德辅道中189号李宝椿大厦18楼

公司电邮：cs@gyzq.com.hk 公司主机：+852-37696888

公司传真：+852-37696999 服务热线：400-888-1313

公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>