

华南城 (01668.HK) 投资价值分析报告

# 线下牵手腾讯，打造商贸集聚中枢 用好闲置资源，探索物流服务新篇

2015年8月12日

## 投资要点

- ❖ 公司是国内领先的综合商贸物流开发运营商。腾讯在 2014 年后战略入股该公司，目前持股比例为 11.55%。
- ❖ 从被动期待资源增值，到主动创造资源价值。城市扩张到一定程度，则经济活动为城市新边界所带来的自然资源提升越来越有限。传统的以拿地持有期待增值为核心的盈利模式越来越不可持续。真正稀缺的，不再是土地资源，而是聚集经济活动和人流物流的能力。物理空间开发的优秀企业，应该有主动的资源创造和提升能力。
- ❖ 公司具备聚集资源，创造空间价值的优势和潜力。公司联合创始人具备不同产业（如服装、印刷、厨具等）的从业背景。公司具备吸引不同行业商家聚集的产业亲和力，深圳华南城的成功也增加了异地扩张的说服力。公司并不期望圈占土地并期待增值，而是立足于旧批发市场搬迁所带来的“商贸刚需”，立足于地方政府对于提升城市就业能力，提升城市规划水平的双重诉求，既成为了展开经济活动的中枢，又保证了较低的开发成本。
- ❖ 利用闲置资源，发展现代物流服务产业。国内卡车返程空驶率比较高，严重拖累了物流产业效率。而试图积极改造这个产业，又必须既拥有较多的建设道路港的土地资源，又有整合货源的能力。公司具备这样的能力，且又有腾讯入股的背景。我们认为，公司旗下乾龙物流，具备广阔的成长性。
- ❖ 各取所需，紧密合作，线上线下协同发展。腾讯为代表的互联网巨头，为了在人流、物流、信息流、资金流的关键节点争取主动，纷纷积极寻求线下合作伙伴。而公司在腾讯战略入股之后，也积极致力于商户的互联网养成服务，华南城网的运营提升，和用互联网改造升级华南城奥特莱斯。
- ❖ 风险提示：公司物业销售始终低于预期的风险。
- ❖ 盈利预测、估值及投资评级。我们预计，公司报表口径的摊薄每股收益在 2015/16、2016/17 和 2017/18 财年分别为港币 0.44/0.45/0.53 元/股，PE 分别为 5.5/5.4/4.6 倍。不考虑物业重估增值等因素，每股核心净利润 2015/2016/2017 年分别为港币 0.19/0.21/0.29 元，对应 PE 分别为 12.5/11.6/8.3 倍。我们测算公司 NAV 为每股 7.16 港元。极端情况下，我们认为腾讯入股价格和建成核心持有物业的可变现价值，可以是公司的安全底线。而一旦公司在物流等新业务领域有所突破，则我们认为公司股价相对于 NAV 大幅折价的局面将有变化。我们给予公司目标价 4.37 港元/股，相当于 NAV 折价 39%，首次给予“买入”评级。

项目/年度	2013/14	2014/15	2015/16E	2016/17E	2017/18E
营业收入(百万元)	13468	9758	9988	11343	13712
增长率 YoY%	79.9	-27.6	2.4	13.6	20.9
净利润(百万元)	3494	3728	3544	3628	4257
核心净利润(百万元)	2678	1854	1557	1680	2349
增长率 YoY%	27.1	6.7	-4.9	2.4	17.3
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.56	0.49	0.44	0.45	0.53
核心每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.33	0.23	0.19	0.21	0.29
毛利率%	48.6	53.0	45.9	44.4	46.5
净资产收益率 ROE%	17.5	15.0	13.0	12.1	13.0
PE	4.4	5.0	5.5	5.4	4.6
PB	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2015 年 8 月 11 日收盘价；单位为港元。


**买入 (首次)**

当前价：2.44 港元

目标价：4.37 港元

中信证券研究部

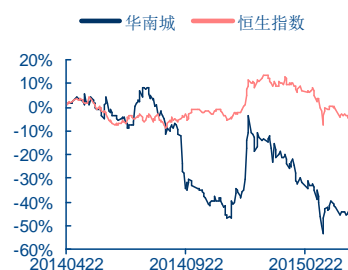
陈聪

电话：010-60838249

邮件：chencong@citics.com

SAC 执业证书编号：S1010510120047

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

恒生指数	24498.21 点
总股本/流通股本	8003.12/8003.12 百万股
近 12 月最高/最低价	4.19 元/1.70 元
近 1 月绝对涨幅	5.63%
近 6 月绝对涨幅	3.39%
今年以来绝对涨幅	-31.07%
12 个月日均成交额	134.31 百万元

## 目录

公司简介：领先的综合商贸物流开发运营商 .....	1
可比公司简介 .....	2
<b>从被动期待资源增值，到主动创造资源价值 .....</b>	<b>6</b>
拿地期待资源增值的传统思路 .....	6
打造专项社会活动的聚集中枢——主动创造资源价值的新思路 .....	7
<b>聚集资源，创造价值的优势和潜力 .....</b>	<b>7</b>
产业基因，成功聚集中小企业 .....	7
旧城改造，受益市场搬迁和升级带来的“商贸刚需” .....	8
腾讯入股，打开线上集聚资源的通路 .....	10
<b>线上线下互动，打造商贸物流活动的现代中枢 .....</b>	<b>10</b>
从点到面，利用闲置资源，提升物流效率 .....	12
小商户的互联网养成平台和华南城网 .....	14
从线下出发的新购物体验——华南城奥特莱斯 .....	15
丰富产业内容——好百年家居为例 .....	15
<b>风险提示 .....</b>	<b>16</b>
<b>盈利预测和投资评级 .....</b>	<b>17</b>

## 插图目录

图 1：深圳华南城 .....	1
图 2：郑州华南城与北京京温服装市场签约仪式 .....	1
图 3：公司近年收入及增速情况 .....	2
图 4：公司近年利润及增速情况 .....	2
图 5：公司股权结构图 .....	2
图 6：五洲国际近三年营业收入 .....	3
图 7：五洲国际近三年净利润 .....	3
图 8：毅德国际项目分布 .....	4
图 9：毅德国际近三年营业收入 .....	4
图 10：毅德国际近三年净利润 .....	4
图 11：卓尔发展近三年营业收入 .....	5
图 12：卓尔发展近三年净利润 .....	5
图 13：海宁皮城近三年营业收入 .....	6
图 14：海宁皮城近三年净利润 .....	6
图 15：40 大中城市住宅用地成交均价变化 .....	6
图 16：一二三线城市指数化房价分化趋势 .....	6
图 17：华南城项目分布一览 .....	8
图 18：第一代批发市场典型形态 .....	9
图 19：第二代批发市场典型形态 .....	9

图 20: 第三代商品交易中心代表——华南城 .....	9
图 21: 第四代商品交易中心——融合实体/网络/物流生态圈 .....	9
图 22: 公司各地项目土地成本情况 .....	10
图 23: 公司与腾讯及其他商业伙伴的合作示意 .....	11
图 24: 阿里电商生态圈示意图 .....	12
图 25: 公司物流仓储建筑面积与收入变化 .....	12
图 26: 华南城物流网络示意图 .....	12
图 27: 华南城物流信息交易平台流程 .....	13
图 28: 华南城郑州商户培训大会 .....	14
图 29: 客服详细讲解华南城网会员中心操作 .....	14
图 30: 华南城网运营特色图 .....	14
图 31: 华南城逛市场 APP .....	14
图 32: 华南城网六大核心栏目 .....	15
图 33: 奥特莱斯全渠道购物平台 .....	15
图 34: 奥特莱斯业务收入 .....	15
图 35: 好百年家居现有门店分布 .....	16

## 表格目录

表 1: 公司业务简介 .....	1
表 2: 公司项目概况 .....	1
表 3: 毅德国际项目一览 .....	4
表 4: 造城 1.0 时代和 2.0 时代的对比 .....	7
表 5: 公司创始人经验丰富 .....	8
表 6: 从批发市场到商品交易中心的进化 .....	9
表 7: 市场各个参与方所面临的痛点 .....	10
表 8: 华南城物流仓储面积 .....	13
表 9: 好百年家居门店简介 .....	16
表 10: “一体两翼”模式简介 .....	17
表 11: 公司项目表一览 .....	17
表 12: 公司目前持有类物业变化 .....	18
表 13: 公司盈利预测简表 .....	18

## 公司简介：领先的综合商贸物流开发运营商

华南城控股有限公司是中国规划、建设、运营大型综合商贸物流中心的领航者。公司成立于2002年5月，主营现代综合商贸物流基地，辅以配套商业设施及住宅物业，打造“一体两翼”的经营战略，业务体系涵盖专业批发市场、仓储物流配送、综合商业、电子商务、会议展览、生活配套及综合物业管理。

表 1：公司业务简介

业务名称	业务内容
专业批发市场	以超大规模、统一有序的规划运营，集多门类工业原料及商品为一体的高档批发市场，提供一站式集中展示交易服务
仓储物流配送	为生产、商贸企业提供高效、快捷、价廉的物流服务平台，着力建立华南城大物流网络；核心业务包括：公共仓储、物流货运市场、物流信息平台、电子商务物流服务；深圳乾龙物流有限公司为主要业务平台
综合商业	包括商业零售（奥特莱斯）、酒店、餐饮娱乐等配套业务，全方位满足商圈商户的各种需求
电子商务	网上交易和网下服务的一站式电子商务平台（公司旗下的华南城网+与腾讯战略合作），打通华南城各商贸物流中心项目的地域界限，形成跨地区全球商贸批发网络
会议展览	组织举办专业会展，以会议展览带动市场商业运营
生活配套	销售住宅项目为主，提供商圈生活配套
综合物业管理	为专业市场、商业、住宅等多种不同类型的物业提供专业的管理服务

资料来源：公司网站，中信证券研究部整理

公司业务起家深圳，凭借五位创始人的资深经验和十余年的稳健经营，迄今已经成功将业务复制到南昌、南宁、西安、哈尔滨、郑州、合肥、重庆等地。

表 2：公司项目概况

	位置	协议	覆盖行业	总土地面积	总建面
深圳项目	广东深圳龙岗区	2002 年签约	电子零部件，金属，化工，塑料，纺织服装，造纸印刷，皮革制品，小商品，家具	约 110 万方	约 260 万方
南昌项目	江西南昌红谷滩新区	2007 年 2 月签约	皮革，化工，塑料，医疗器械，绿色食品，纺织服装，建材，小商品，机械	约 280 万方	约 730 万方
南宁项目	广西南宁江南区	2007 年 12 月签约，城市重点项目	纺织服装，皮革制品，东盟贸易品，家居，建材，汽车零部件，机械，茶具	净占地约 180 万方	约 490 万方
西安项目	陕西西安国际港务区	2009 年 11 月签约，城市重点项目	机械，汽车零部件，皮革，纺织服装，建材，农业机具	约 1000 万方	约 1750 万方
哈尔滨项目	黑龙江哈尔滨道外区	2011 年 6 月签约，城市重点项目	机械，建材，纺织服装，厨具卫浴，小商品，皮革	约 1000 万方	约 1200 万方
郑州项目	河南郑州新郑新市	2012 年 4 月签约，河南省重点项目	建材，机械，汽车零部件，小商品，家居用品，副食品	约 700 万方	约 1200 万方
合肥项目	安徽合肥桃花工业园	2012 年 12 月签约	建材，机械，纺织服装，小商品，皮革	约 1000 万方	约 1200 万方
重庆项目	重庆市巴南区	2014 年 1 月 17 日签约	建材，机械，汽车零部件，副食品，茶具	净占地约 630 万方	约 1350 万方

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 1：深圳华南城



资料来源：公司公告

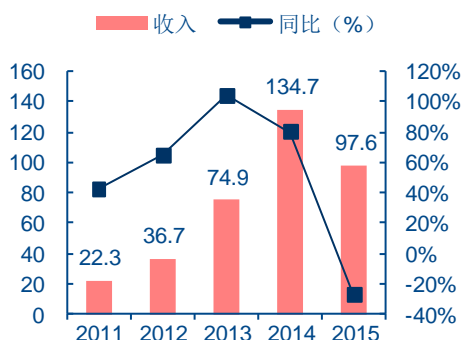
图 2：郑州华南城与北京京温服装市场签约仪式



资料来源：公司公告

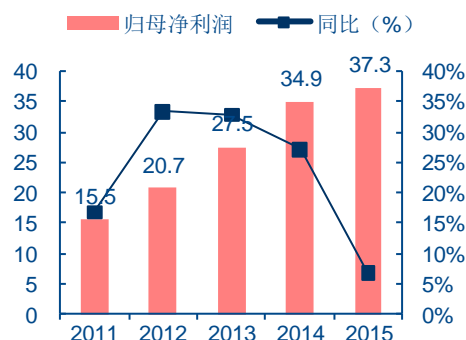
公司近年一直保持 50%左右较高的毛利水平。2009/10 财年-2013/14 财年收入和净利润 CAGR 分别达 71.1%和 27.3%。2014/15 财年公司受销售物业下滑影响，收入 97.6 亿港元（同比-27.6%），净利润 37.3 亿港元（同比+6.7%），但持续性收入（租金、物业、电商等）同比大幅增加 68.3%至 11.036 亿港元，减少了对物业销售的依赖。

图 3：公司近年收入及增速情况（亿港元）



资料来源：公司公告

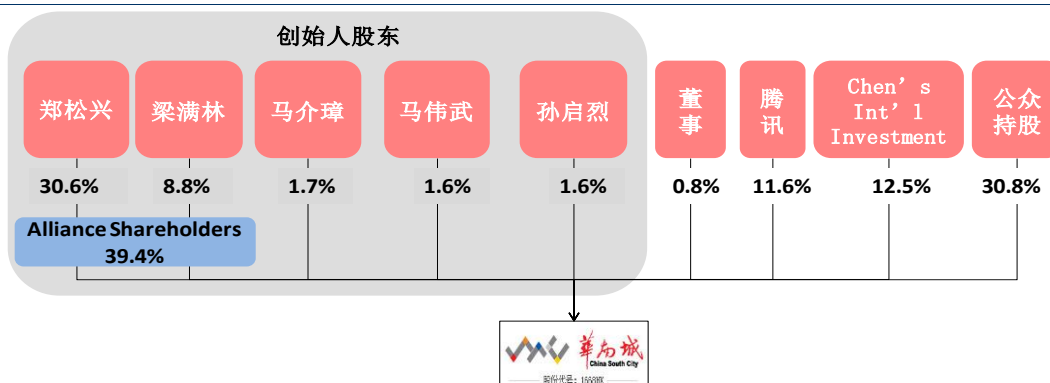
图 4：公司近年利润及增速情况（亿港元）



资料来源：公司公告

除创始人股东外，目前公司另一大股东为陈氏国际 (Chen's Int'l Investment)，持股比例为 12.52%。2013 年 2 月，陈氏国际从创始人股东马介璋控股的佳宁娜发展有限公司收购 7.5 亿股股份。

图 5：公司股权结构图



资料来源：公司公告

## 可比公司简介

公司所处的行业，既不同于传统的地产开发企业，却又和零售企业有重大差别。我们有必要介绍几家和公司业务有一定相似之处的公司。

### 五洲国际

#### 公司简介

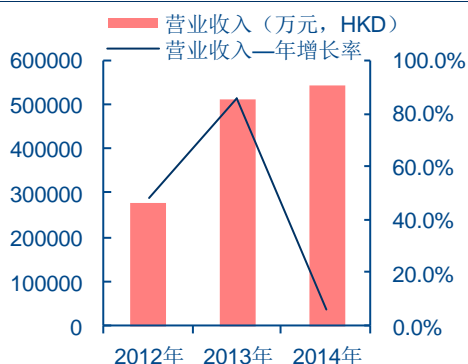
五洲国际控股有限公司自 2004 年起，在中国无锡开始开发运营商贸物流产业园和城市综合体项目，是中国前三大物流产业园发展运营商，及长三角地区前三大综合体开发运营商。集团成功打造出“五洲国际”及“五洲·哥伦布”两大知名商业地产品牌，获得国务院发展研究中心颁发的“2013 中国商业地产公司品牌价值 TOP10”奖。2013 年，五洲国际控股有限公司（股票代码：1369.HK）于香港联交所主板上市。未来，五洲国际集团将以长三角

为核心，全面覆盖全国东西部 16 大重点城市，与 100 家以上的国际一线和 5000 家以上的二线商业品牌结成战略联盟，率先在全球实现以五洲为品牌的商业地产标准化开发和运营。

### 项目分布

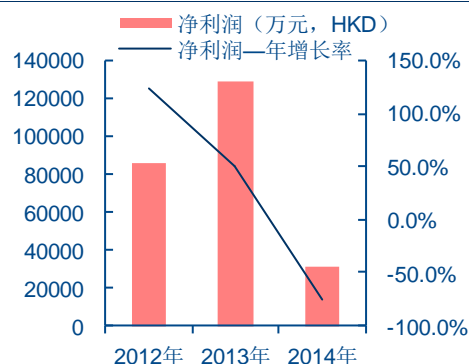
截至 2015 年 7 月，公司业务已遍布中国华东、华北、东北、西南、华中和中原地区 11 大省/直辖市的 24 个城市，累计已开发项目 38 个，总建筑面积超 1000 万平方米。五洲国际打造的以“五洲国际”命名的商贸物流产业园，集商贸交易中心、仓储配送物流中心、公路港物流中心、商品融资中心、商品结算中心、电子商务中心于一体。目前，公司已在全国范围开发运营 20 个商贸物流产业园，其中已开业：无锡五洲国际装饰城、无锡五洲国际工业博览城、大理五洲国际商贸城等。同时，五洲国际在全国开发运营了 16 个以“五洲国际”和“五洲·哥伦布”命名的城市/镇综合体项目，其中已开业：无锡崇安五洲·哥伦布广场、五洲国际中华美食城、无锡新区五洲·哥伦布广场等。

图 6：五洲国际近三年营业收入（万元 HKD）



资料来源：公司公告

图 7：五洲国际近三年净利润（万元 HKD）



资料来源：公司公告

## 毅德国际

### 公司简介

毅德国际控股有限公司于 2010 年 10 月 19 日成立，于 2013 年 10 月 31 日在 H 股上市，是中国领先的大型商贸物流中心开发商及运营商。公司的商业模式在于在发展项目的早期阶段以销售物业为主，并争取将绝大部分物业售予将在商贸物流中心内积极开展业务的中小型企业主，从而为项目后期的运营提供了良好的现金流，减少了对外部财务资源的依赖性。早期销售的成功及活跃贸易环境的发展也令公司能够提高物业的售价和租金，从而在发展的后期获取较高的物业价值。

### 项目分布

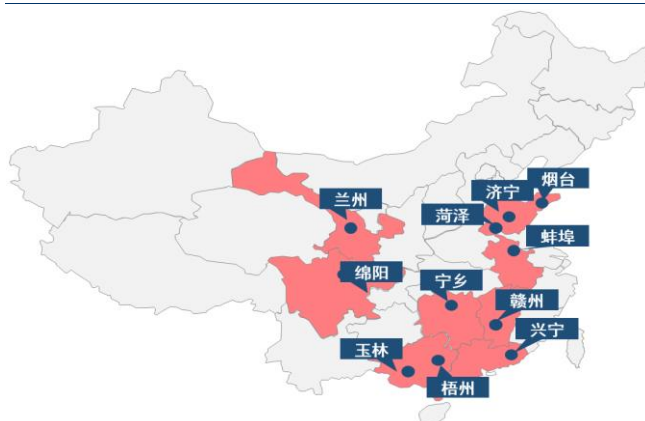
公司的业务专注在中国三四线城市及选择性地进入二线城市开发及运营大型商贸物流中心，并力求将各商贸物流中心项目发展成为当地最大的一体化商业综合体，批发及零售包括五金机电、建材、家具及家饰、家电、服装及小商品在内的各种产品。公司商贸物流中心的设计旨在无缝整合独立交易展示区物业与其他现场设施，如综合交易展示区、会展中心、酒店、住宅及办公场所、仓储及其他物流设施。截至目前，毅德国际已于中国八个省份及自治区开发了十一个商贸物流中心项目。

表 3: 毅德国际项目一览

项目名称	地理位置	占地面积 (万平方米)
宁乡商贸物流中心	湖南省长沙市宁乡县	130
济宁商贸物流中心	山东省济宁市	200
玉林商贸物流中心	广西省玉林市	120
绵阳商贸物流中心	四川省绵阳市	60
赣州商贸物流中心	江西省赣州市	147
梧州商贸物流中心	广西省梧州市	130
菏泽商贸物流中心	山东省菏泽市	800
兴宁商贸物流中心	广东省兴宁市	130
烟台商贸物流中心	山东省烟台市	130
兰州商贸物流中心	甘肃省兰州市	400
蚌埠商贸物流中心	安徽省蚌埠市怀远县	36

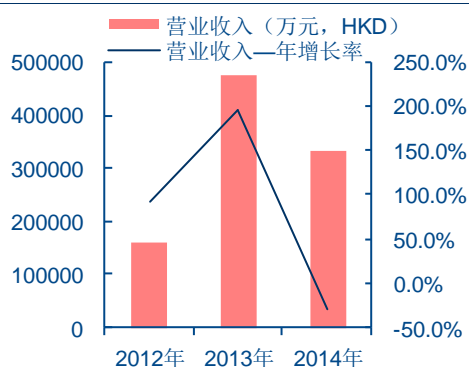
资料来源: 公司公告

图 8: 毅德国际项目分布



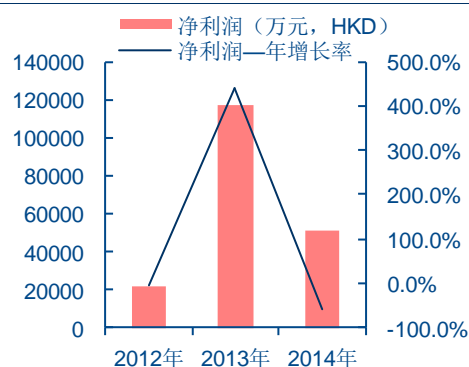
资料来源: 公司网站, 中信研究部整理

图 9: 毅德国际近三年营业收入 (万元 HKD)



资料来源: 公司公告

图 10: 毅德国际近三年净利润 (万元 HKD)



资料来源: 公司公告

## 卓尔发展

### 公司简介

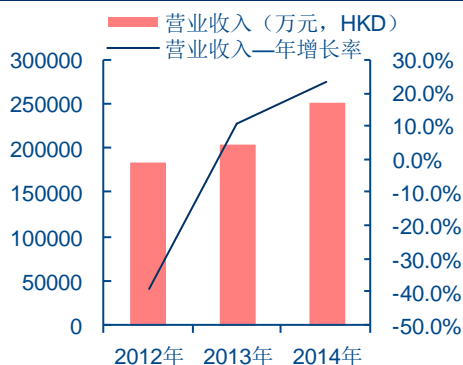
卓尔发展集团有限公司是中国领先的以交易平台为主的公用物业提供商和服务商, 专注于企业供应链物业服务, 打造全球交易平台, 为客户提供物业、物流、港口、金融、传媒、交易等全面的商业、物流解决方案与运营服务。近几年来, 公司致力于消费品专业市场开发及商业运营服务, 领跑行业发展, 业务分布于武汉、天津、沈阳、长沙、荆州、孝感等全国

多个城市，持有物业超过 500 万平方米。公司 2011 年 7 月在香港联交所主板上市，市值约 100 亿港元。卓尔发展盈利模式稳定持续，所开发项目均前景看好，回报丰厚。其不可复制的区位优势和领先高水准市场规划及硬件条件，吸引商家争相抢滩入驻，市场快速繁荣。项目销售及运营创造出重大价值，企业获得强大盈利能力。

### 项目分布

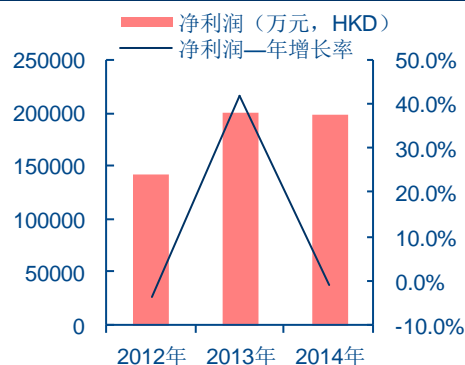
根植于武汉城市战略优势，卓尔发展致力于打造全国最大的消费品内贸交易平台——汉口北国际商品交易中心。项目规划建设面积 800 万平方米，是中国新一代专业市场典范，目前正全面承接汉正街整体外迁。已建成经营面积 400 万平方米，形成鞋业皮具城、品牌服装城、酒店用品城等近 20 个专业市场集群。与此同时，基于交易平台，形成电子商务、仓储物流、金融服务、信息服务等全产业链运营支持体系。除了大型消费品批发市场，公司亦开发多个商用、商务及综合用途物业项目。总规划建设面积 300 万平方米的武汉第一企业社区，已有 300 多家企业入驻，是中部最大的企业总部基地。卓尔发展旗下项目还包括：沈阳客厅、长沙卓尔电商城、汉口北·卓尔生活城、天门·卓尔生活城、卓尔钰龙国际金融中心、卓尔·中部物联港、卓尔亚洲博览城（云南滇中）等。卓尔计划三年内在全国建设 7 家大型消费品交易平台，100 个以仓储物流功能为主的物流港，编织覆盖全国的商贸物流体系，并立足业已形成的仓储、物流、金融等优势，打造中国领先的电子商务地面服务集成系统。

图 11: 卓尔发展近三年营业收入 (万元 HKD)



资料来源：公司公告

图 12: 卓尔发展近三年净利润 (万元 HKD)



资料来源：公司公告

## 海宁皮城

### 公司简介

海宁中国皮革城于 1994 年建成开业，注册资本 4244.2 万元，是中国具影响力的皮革专业市场，中国皮革业龙头市场，中国皮革服装、裘皮服装、毛皮服装、皮具箱包、皮毛、皮革、鞋类的集散中心，也是皮革价格信息、市场行情、流行趋势的发布中心。引领潮流的市场定位、完备的市场功能、良好的产业互动、强大的发展后劲、突出的区位优势使海宁中国皮革城成为中国规模最大、最具影响力的皮革专业市场，被誉为“中国皮革时尚风向标”、“中国皮革第一桥头堡”。该公司于 2005 年 10 月 18 日进行了新城整体搬迁，新城（一期）面积 16 万平方米，营业面积为原皮革城的三倍之多，提供大开间店铺 1300 多个，机动车泊位 2000 多个，经营人员 4000 人左右，高峰时期可容纳日客流量 6 万人次。2010 年 1 月 26 日，海宁中国皮革城股份有限公司在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称：海宁皮城，代码：002344。截至 2015 年 7 月底，公司总股本 11.2 亿，公司总资产 87.7 亿元。

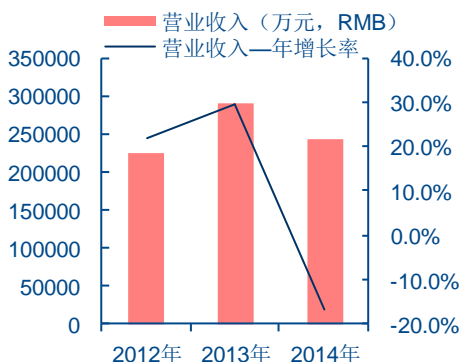


### 项目分布

海宁中国皮革城总部市场及配套设施总建筑面积约 100 万平方米，设有 A 座（皮装、鞋业广场）、B 座（皮草广场）、C 座（裘皮广场）、D 座（女装馆）、E 座（品牌旗舰店广场）以及原辅料市场、品牌风尚中心等区块。市场荟萃了国内外一流的皮衣、裘皮、皮毛、箱包、鞋类品牌，经营户 3500 多家，高峰时期日客流量达 10 万人次，年交易额 150 亿元。

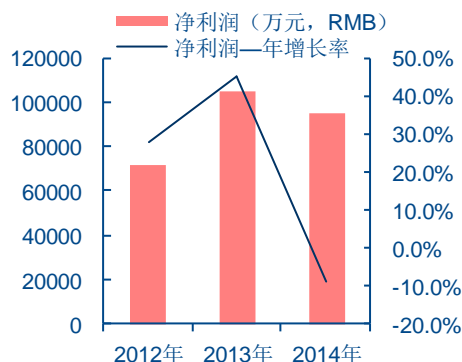
海宁中国皮革城连锁市场建筑面积总和约 110 万平方米，目前设有辽宁省灯塔佟二堡海宁皮革城、江苏省沭阳海宁皮革城、河南省新乡海宁皮革城、四川省成都海宁皮革城、黑龙江省哈尔滨海宁皮革城、湖北省武汉海宁皮革城以及北京海宁皮革城。

图 13: 海宁皮城近三年营业收入 (万元 RMB)



资料来源: 公司公告

图 14: 海宁皮城近三年净利润 (万元 RMB)



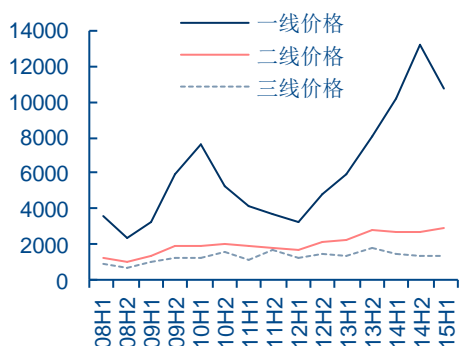
资料来源: 公司公告

## 从被动期待资源增值，到主动创造资源价值

### 拿地期待资源增值的传统思路

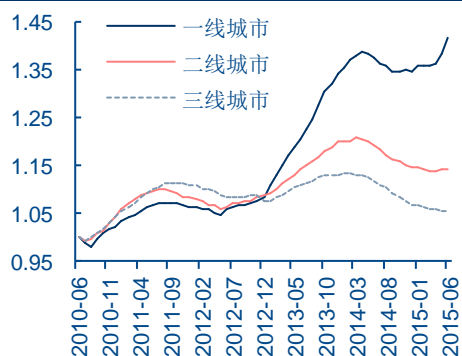
纵观城市发展的历史，大规模的开发建设经历了两个大的阶段。第一个阶段，我们称之为造城运动 1.0 时代，其特点是随着城市人口的加速增加，城市的地理半径不断延展。这个阶段住宅供应相对不足，尤其是品牌开发企业的产品。开发企业大规模、低成本圈地，等待或者推动城市中心的转移和变迁，赚取土地升值的红利。

图 15: 40 大中城市住宅用地成交均价变化 (元/平方米)



资料来源: wind

图 16: 一二三线城市指数化房价分化趋势



资料来源: wind, 中国指数研究院

但是，城市地理半径扩展到一定边界以后，一方面单纯的住宅供应急剧放大，所辐射的面积呈现出指数型增长，可是经济的发展速度反而随着城市的边界扩张而呈现出均值递减的特性。更重要的是，大量城市的住宅商品化过程进入到中后期，住宅需求顶峰的到来导致竞争更加激烈，销售速度下降，单纯的以住宅为核心的造城运动模式面临着后续需求不足以及资金成本不断上涨的威胁。土地需求不足导致地方政府如果想维持土地财政收入不下降，则必须大量供应土地，并收紧土地支付方式。这反过来促使地价上涨趋缓甚至停涨，即便土地成本低廉，开发企业大规模拿地的动力也在减弱。除少数核心城市周边外，大多数城市目前单纯的造城 1.0 运动已经无法运转下去。

## 打造专项社会活动的聚集中枢——主动创造资源价值的新思路

造城 1.0 年代的核心竞争力是圈地速度，造城 2.0 时代则需要引入人流量的能力。其实二者本质上并不矛盾，供求紧张的卖方市场时代，掌握了资源就掌握了人流量；而供求关系逆转的买方时代，则需要主动去创造人流量，由硬件竞争逐渐过渡到软件竞争。相对造城 1.0 时代，造城 2.0 时代的特点是绝大多数情况下无法被动等待土地资源价值升值，囤地成本显著提升，实现资源价值最大化的核心思路是引入产业，导入就业机会，打造适宜的工作和休闲环境，而不是单纯大规模兴建住宅。新时代土地并不稀缺，甚至资金也并不稀缺，但创造就业机会、聚拢经济活动以及人流物流的能力则是稀缺的。

表 4：造城 1.0 时代和 2.0 时代的对比

	造城 1.0 时代	造城 2.0 时代
行业特征	城市住宅商品化初期,需求相对不饱和 绝大多数地区土地升值较快 城市半径扩张初期,老城市中心无法满足居民膨胀的生活和商业活动需求	城市住宅商品化中后期,需求相对饱和 绝大多数地区土地升值缓慢,甚至出现一定贬值 城市半径很难再大规模扩张,新城市中心已经基本上可以满足居民的生活和商业活动需求,甚至出现多中心的竞争局面
模式难点	1.如何获取更加宽松的土地支付条件 2.如何获得更低成本,更大规模的资金杠杆,快速圈地快速开发的能力	1.主动实现资源价值,意味着很强的人流,就业机会和经济活动导入能力,目前看是极其稀缺的 2.互联网时代,空间的价值在于和线上的融合,但线上并不能取代物理空间存在,能够充分认识线下价值和线上融合的企业更是稀缺 3.这种能力很可能不具备可复制性,受制于特殊的区域

资料来源：中信证券研究部总结

## 聚集资源，创造价值的优势和潜力

### 产业基因，成功聚集中小企业

公司的联合创始人既非商贸零售出身，也不是地产开发起家，而是有着丰富的不同实业经验。公司从一开始，就具备吸引大量不同行业商家聚集的天然亲和力。深圳华南城最初的发展，就是利用股东的产业背景，把大量的中小企业聚集起来，减少产业的信息不对称，降低企业的物流成本和运营费用。

2002 年，五位创始人股东开始与深圳市政府接触华南城第一个项目，2003 年 8 月签订了土地合作协议，2004 年 12 月试营业开始。至今，深圳华南城已经成为了整个南中国重要的不同产业原材料采购、物流配送和消费基地。

表 5：公司创始人经验丰富

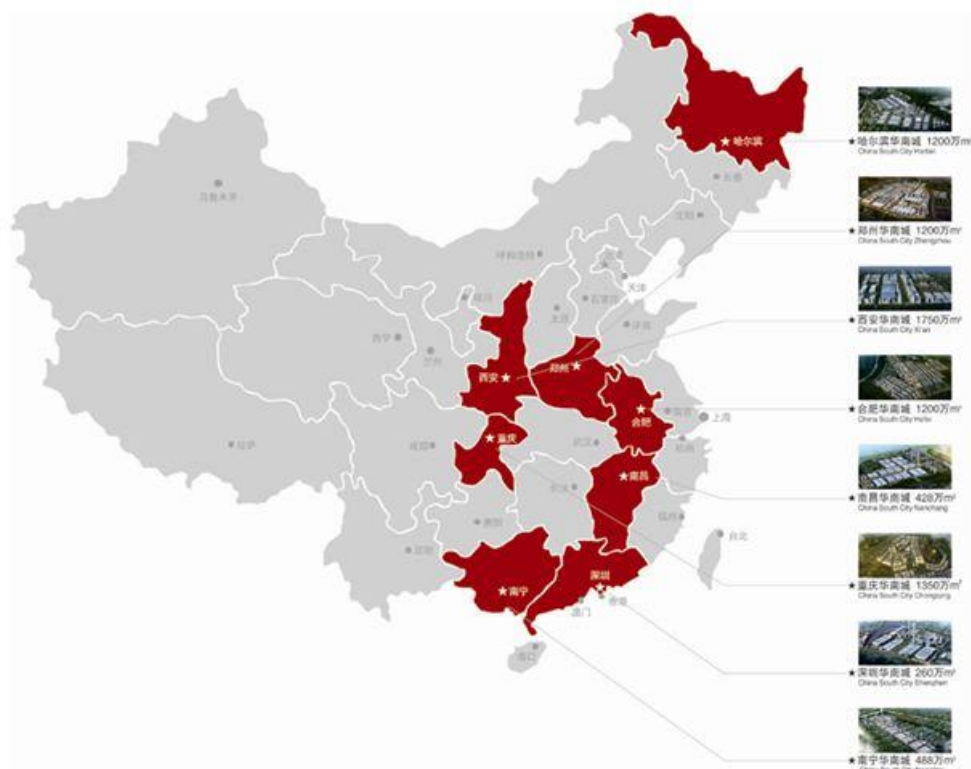
高管	职位	行业经验	曾任/现任职
郑松兴	联席主席兼执行董事	制造及批发分销业务方面逾 31 年，规划、建设、运营大型综合商贸物流中心方面 12 年	深圳市物流与采购联合会会长；中国国际商会副会长
梁满林	行政总裁兼执行董事	服装制造及批发分销业务方面 31 年，规划、建设、运营大型综合商贸物流中心方面 12 年	深圳市服装行业协会副会长、深圳市皮革行业协会副会长；深圳市电子商会副会长、广东省塑料工业协会副会长
马介璋	联席主席兼非执行董事	成衣分销及制造业方面 42 年管理经验，规划、建设、运营大型综合商贸物流中心方面 12 年	深圳市侨商国际联合会会长；香港潮商商会会长；香港广东社团总会会长；香港九龙潮州公会主席
孙启烈	非执行董事	厨具及其他金属及塑料产品批发分销及制造业 34 年，规划、建设、运营大型综合商贸物流中心 12 年	香港塑胶业厂商会主席；香港工业总会副主席
马伟武	非执行董事	印刷及包装、制造及批发分销业务方面 35 年，规划、建设、运营大型综合商贸物流中心方面 12 年	中国包装联合会副会长；香港瓦通纸业厂商会主席；广东省印刷复制业协会副会长

资料来源：公司官网

## 旧城改造，受益市场搬迁和升级带来的“商贸刚需”

深圳项目获得成功后，华南城在国内开启了扩张模式。华南城专业的市场组织能力使得异地扩张得到了当地政府的大力支持。在拿下南宁、南昌、西安项目后，2011 年下半年至今，华南城又进行了第二轮的扩张，进驻郑州、哈尔滨、合肥和重庆。

图 17：华南城项目分布一览



资料来源：公司公告整理

华南城的异地扩张，并不是盲目在一些中等城市远郊大量圈占土地。很多公司圈占土地，只是一种抢占资源的想法，并没有想过到底这些土地未来的需求在哪里。今天不少开发企业面临去化困难，都是这种机会主义作祟。华南城在项目发展之初，就在问需求在哪里。

旧城改造，棚户区改造，不可能只改造住宅，不改造商业。旧城区比较脏乱差的批发市场，当然也是旧城改造的对象。但改造不等于消灭，城市需要批发市场存在，需要物流集散

基地存在，这就带来了中小企业/商户搬迁的刚性需求。公司和地方政府积极合作，就是在满足这种刚性需求。公司项目中有相当大比例的买家，就是异地安置的“商贸刚需”。商户之所以选择华南城，是因为公司具备规模实力，对各大产业的理解和较好的服务（例如自费开设公交线路，补贴商户员工的生活开支，免费给商户开办展览会等）。政府之所以选择华南城，是因为公司在深圳的成功案例，既发展了当地的经济，繁荣了就业，又避免人口在城市核心区和郊区钟摆式运动，优化了规划。

图 18：第一代批发市场典型形态



资料来源：www.zynews.com.cn

图 19：第二代批发市场典型形态



资料来源：www.china-crb.cn

表 6：从批发市场到商品交易中心的进化

	区位	交通	仓储	物流	商户融资服务	电子商务平台	生活配套设施	是否形成生态圈
第一代批发市场	不定,习惯形成	拥挤	无	无	无	无	无	无
第二代批发市场	市区	拥挤	小部分	散乱化物流	一般无	一般无	初级	无
第三代商品交易中心	近郊	便利	大部分满足	有,但有限网络化	部分有	有	齐全	初步
第四代商品交易中心	近郊	便利	充足	有,全国网络化	有	有	齐全	是

资料来源：中信证券研究部总结

于是，批发市场从拥挤，散乱缺乏配套的状态，逐渐成长为配套齐全，布局合理，物流方便的第三、第四代形态。

图 20：第三代商品交易中心代表——华南城



资料来源：info.csc86.com

图 21：第四代商品交易中心——融合实体/网络/物流生态圈

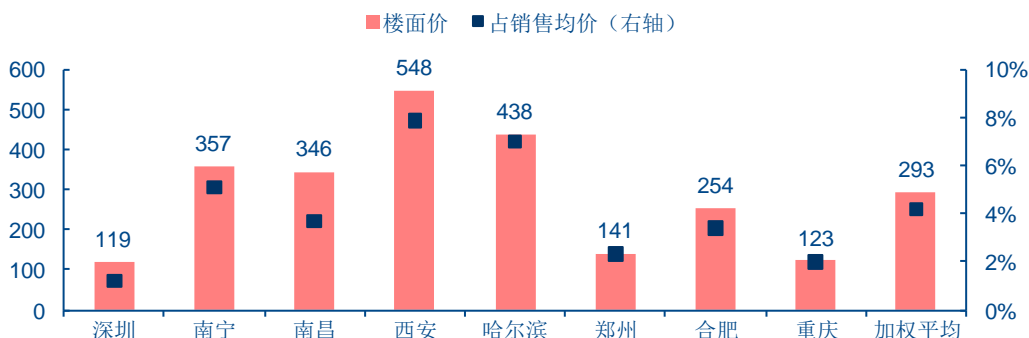


资料来源：info.10000link.com

这种更现代化的专业市场附加配套建设的形态，比起一般的地产开发而言，显然更受到当地政府的青睐。所以，尽管公司并不是为了低价圈占土地，但客观上土地成本却比较低。地方政府不仅会以比较低的价格去出让土地，往往更会提供选址优先，税收优惠和交通便利等条件。公司的楼面地价占销售均价的比例不过 5%左右，远低于一般的房地产开发企业。追求低地价低成本并不是公司盈利模式的目的，公司廉价取得的土地，从根本上就是公司招

商引资能力取得政府认可的结果。虽然公司的利润离不开低价土地的贡献，但其实土地红利也是公司主动去创造的。

图 22：公司各地项目土地成本情况（单位：元/平米）



资料来源：公司公告整理

### 腾讯入股，打开线上集聚资源的通路

公司用传统手段集聚人流和物流方面，的确较一般的地产企业和商业零售企业都更胜一筹。但互联网时代的到来，要求公司有线上集聚资源的能力。腾讯入股公司，为公司发挥这种能力打开了想象空间。

2014 年 1 月，腾讯以每股 2.20 港元（溢价 1.38%）认购 6.803 亿股华南城新股，持股比例约 9.9%，总作价约 15 亿港元，并在两年内可以每股 3.50 港元进一步认购华南城新股，最高持股比例最高约 13.0%。2014 年 9 月，腾讯以每股 3.36 港元完全行使其购股权，在以 8.23 亿港元认购 2.448 亿股华南城股份后，持股比例提升至 11.55%。

### 线上线下互动，打造商贸物流活动的现代中枢

互联网之所以能够渗入各行各业，在于互联网思维至少减小了经济活动参与各方的痛点。想要不断吸引人流物流，核心就是要减少传统市场参与者所面临的痛点。互联网并不是公司经营的目的，而是公司解决市场参与各方痛点，集聚人和经济活动的手段。这种手段和传统的线下手段并无高下之分。2014 年之后，线上和线下的商贸物流活动都开始了融合之路。

表 7：市场各个参与方所面临的痛点

市场参与方	痛点
政府	原有市场经营的规范性和安全性
	在安全经营的基础上如何扩大规模，拉动就业和财政收入
卖家商户	市场的集群效应低、实体店的顾客人流量不足
	市场的交通不方便
	大多数卖家并无网电经营经验，缺乏系统培训
	物流体系不便捷和成本过高
	供应链金融得不到必要支持
	生活配套设施不完全
买家	实体店经营的成本较高（租金、摊位费）
	市场的集群效应和可选卖家的数量不足
	物流体系不便捷和成本过高
	电商系统不完善，网上购物不便捷
	市场的交通不方便

资料来源：中信证券研究部总结

传统行业对互联网日渐重视。地产企业重视用互联网来改造物理空间，来提升产品质量。零售企业重视线上销售，重视用网络集聚人气。这样的例子不在少数，我们不再一一举例。

互联网巨头也已经高度重视在线下布局。互联网企业要占据经济活动的中枢位置，要占据人流、物流、信息流、资金流的最关键节点，不可能只通过线上，而必须以线上线下配合的方式才能实现。这种配合，不是简单的 O2O，而是深层次融合线上线下资源。

2015 年 8 月，阿里与拥有大量线下门店的苏宁云商战略合作。通过非公开发行的方式，阿里以 15.23 元/股（较前收盘价溢价 10.4%）认购 283.4 亿元，占发行后总股本 19.99%。此外，苏宁将以 81.51 美元/股认购阿里 1.1% 股权（总额不超过 140 亿元）。京东更是在发布 2015 年第二季度财报的同时，宣布以每股 9 元，共计 43.1 亿元入股永辉超市。双方交易一旦完成，京东将持有永辉超市 10% 的股份，并拥有提名永辉两名董事(包括一名独立董事)的权利。

腾讯公司也早已关注到专业市场的经济活动对于企业未来发展的意义。公司在线下市场方面有丰富的建设经验，也初步构建了一站式物流网络，在线下资源利用方面具有一定的主导优势。公司是业内少数值得互联网巨头战略入股并深度谋求合作的公司。公司已经打造了五金、LED、家居、建材等行业站群，以及绿色食品、东盟购、香港皮草城等区域站群。

图 23：公司与腾讯及其他商业伙伴的合作示意



资料来源：公司公告

图 24：阿里电商生态圈示意图

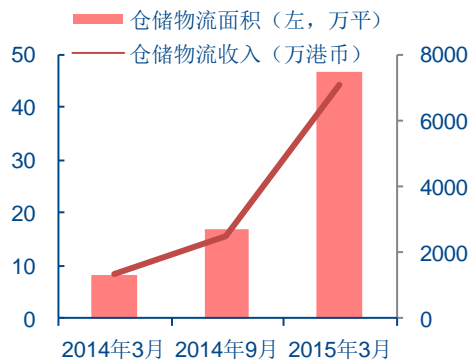


资料来源：根据相关公司公告整理

### 从点到面，利用闲置资源，提升物流效率

华南城的主要商户为中小企业批发商，仓储物流服务对他们至关重要。一般而言，根据项目的规划框架，各项目约 15% 的规划总建筑面积将用作物流及仓储用途。截至 2015 年 3 月 31 日，集团运营中的物流及仓储设施建筑面积由上一财年的约 82,500 平方米增加至约 464,900 平方米，另有建筑面积约 489,900 平方米的设施在建设中。华南城持续扩建物流与仓储服务设施，目前已建立覆盖全国八个不同省市的物流网络，东西走廊可连接东部稠密的人口及西部丰富的资源，南北走廊可连接南部的轻工业与北部的重工业基地。

图 25：公司物流仓储建筑面积与收入变化



资料来源：公司公告

图 26：华南城物流网络示意图



资料来源：公司公告

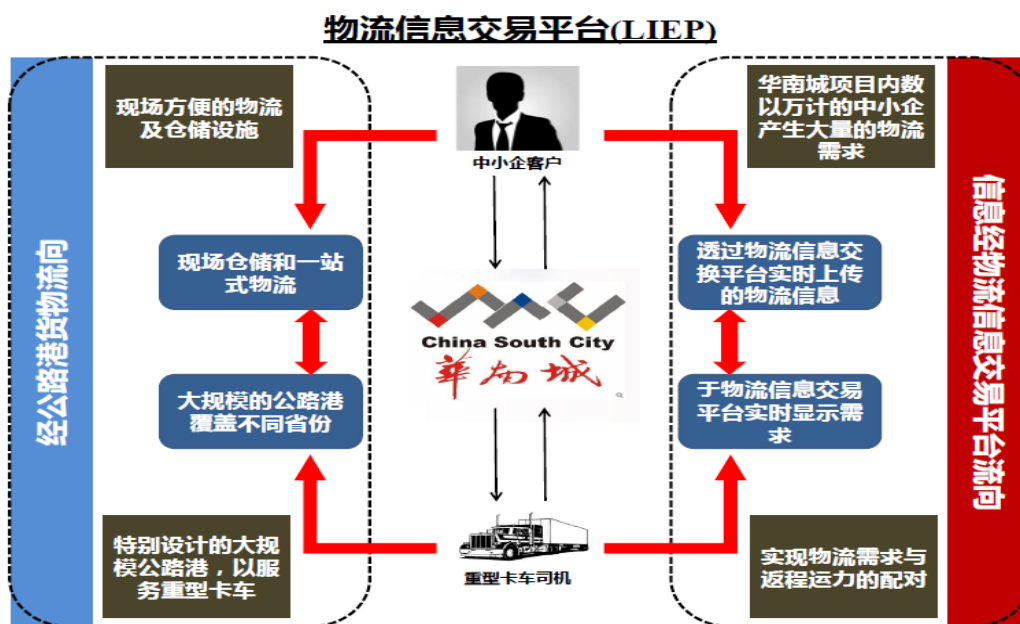
中国的干线物流，卡车返程空驶率是比较高的。这种卡车返程的空驶，严重降低了物流行业的效率，造成了资源闲置。有没有可能建立“货车版”的滴滴打车，充分利用这种闲置资源呢？我们认为，客车版的滴滴打车，核心是通过平台沟通了客户和司机的资源。但货车版的滴滴打车，不仅要把更加复杂的物流信息实现传递，更重要的是需要在不同的城市建设物流服务港。离开了线下的道路港，干线物流就没有对接“最后一公里”的起点，专业化物业服务（例如搬运入库等）也就不存在开展的前提。货车版的滴滴打车，其往往难以实现点对点的直达运输，而需要从干线道路港运输到另一个干线的道路港。更有效率的运输，甚至需要在同一物流走廊里头分段利用空闲的卡车资源去运输。

所以，试图用互联网的手段改造物流产业，试图利用好物流产业的闲置资源，我们认为必须具备以下几个条件。第一，有比较多的道路港，作为物流梯级运输的节点。这些道路港需要有比较大的占地面积，也需要有比较专业的服务配套。货车的装卸以及服务需要足够大的空间，正常情况下，一亩地约能够服务的卡车数量不超过 2 台。道路港数量越多，平台就可能越有吸引力；第二，道路港需要在周边有比较密集的货源，换言之就是道路港最好临近专业的市场；第三，需要建立起物流信息交互平台，最好有互联网企业的支持。

公司开展现代物流服务颇具优势，公司的道路港面积较大，且公司本来就是批发市场的开发和经营者。华南城旗下乾龙物流公司于南宁、深圳两地发展物流信息交易平台，协助货主配对货运计划并利用空载回程的重型卡车运力。目前公司该业务处于培育阶段，公司对其物流平台内的货运卡车司机收取的象征性费用只包括三个部分：会员费、公路港使用费、以及每笔 10 元的订单费。截至 2015 年 3 月 31 日逾 120,000 名个体司机及公司承运商进入平台。物流体系的建立，目的在方便卡车司机和货主，空载率下降，降低了物流成本。

未来，我们认为物流服务的盈利模式也有改进的空间。例如，成功的现代物流服务企业可以切入物流金融领域，代征运费。再如，对行程数据掌握后，可以用大数据去打造班车物流服务模式。总而言之，一旦该项业务发展起来，具备颠覆传统物流模式的潜力，其收入来源可能出现快速增长。

图 27：华南城物流信息交易平台流程



资料来源：公司网站、公告等整理

表 8：华南城物流仓储面积单位：平米

物流土地储备(平方米)	运营中的物流及仓储	在建中的物流及仓储	规划中的物流及仓储
深圳华南城	246,800	77,000	-
南宁华南城	35,600	-	336,400
南昌华南城	28,200	16,300	597,500
郑州华南城	100,300	171,700	440,200
西安华南城	54,000	-	569,400
哈尔滨华南城	-	66,900	708,600
合肥华南城	-	158,000	622,200
重庆华南城	-	-	639,300
合计	464,900	489,900	3,913,600

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理



## 小商户的互联网养成平台和华南城网

当下，虽然有众多的电子商务展示渠道，但中小商户本身对于新技术的应用往往缺乏必要的理解和技能。为了给商户增加客源流量，促进商户多渠道展示转型，华南城辅助企业建立线上商铺，包括提供一些网站管理、视觉设计、数据分享及分析、线上宣传、搜索引擎优化及第三方认证的理念教育工作。我们认为，互联网养成平台这个业务，本身或许不会有太多盈利，但却有可能是电子商务、网络支付，甚至小额融资的重要入口。

图 28：华南城郑州商户培训大会



资料来源：华南城现场照片

图 29：客服详细讲解华南城网会员中心操作

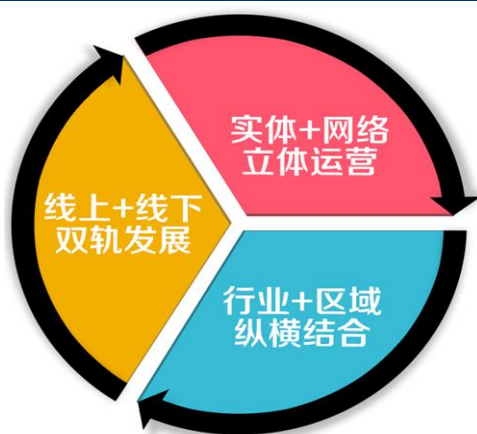


资料来源：华南城现场照片

公司自营的电子商业平台——华南城网(CSC86.com)——已成功协助约多个华南城商户成功建立线上商铺。自 2013/14 财政年度起，集团在郑州华南城推出线上会员计划，参与有关服务后，商户可专享华南城电子商务平台 CSC86.com 所提供的全方位电子商贸服务。

华南城网（www.csc86.com）是华南城集团打造的一个“网上华南城集群服务平台”，以华南城实体市场产业集群为基础，以遍布全国的实体商贸物流资源为依托，致力于向华南城现有商户提供华南城网电子商贸服务，如信息展示、商机发布、网上交易、品牌推广等，同时提供技术支援、网站管理、视觉设计、第三方认证等增值服务，并逐步建立大宗商品交易、仓单贸易、在线供应链管理与互联网金融等新型业务体系。华南城逛市场 APP，则致力于移动客户端市场的开发。

图 30：华南城网运营特色图



资料来源：根据公司网站资料总结

图 31：华南城逛市场 APP



资料来源：公司 APP

图 32：华南城网六大核心栏目



资料来源：华南城网网站

## 从线下出发的新购物体验——华南城奥特莱斯

华南城通过旗下华盛商业发展有限公司于深圳华南城经营首个奥特莱斯项目，并向南宁、南昌、西安及哈尔滨推广。截至 2015 年 3 月 31 日，超过 290 家知名国际及国内品牌进驻上述商城。

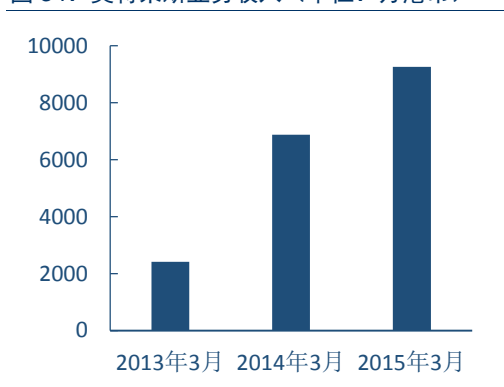
奥特莱斯一般以低至 1-6 折的价格销售世界知名品牌，相比传统购物中心对消费者更具吸引力，但华南城奥特莱斯离市区较远，业务发展不免受到物理空间的约束。“互联网+”将打破这个限制，公司推出自有线上奥特莱斯平台——奥莱购(aolaigo.com)，并与腾讯合作，于 2014 年 8 月共同创建华盛奥特莱斯微商城。在这个集线上、线下、移动端于一身的全渠道购物平台中，消费者可随时随地随意购物，公司奥特莱斯业务整体效益得以提升。

图 33：奥特莱斯全渠道购物平台



资料来源：根据公司 PC 和移动端宣传总结

图 34：奥特莱斯业务收入（单位：万港币）



资料来源：公司公告

通过覆盖商区的免费 wifi 的搭建以及大数据的追踪，公司能够掌握每个链接 wifi 的客户的行动轨迹、停留时间。通过大数据系统的分析处理，商户的营销可以更有针对性。目前覆盖深圳华南城 1 号交易广场的试验智能数码无线网络解决方案系统正在开发中，该系统将使公司能够透过实时追踪及分析到访华南城项目的微信用户的需要，主动向其传送推广讯息。

## 丰富产业内容——好百年家居为例

互联网本身改造了人流和经济活动，但却不能凭空创造人流和经济活动。公司同样致力于丰富华南城本身的“线下内容”。

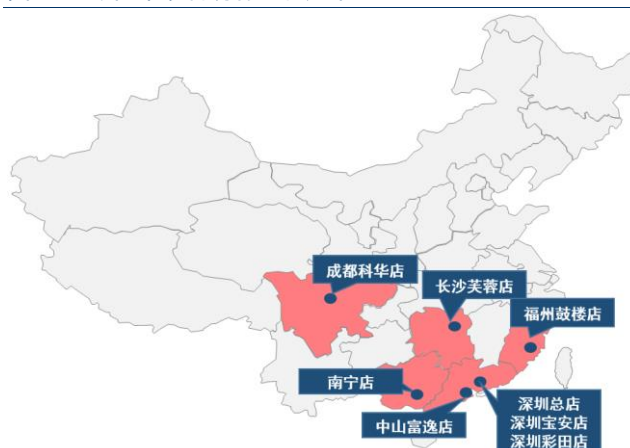
例如，公司自营好百年家居。好百年家居连锁股份有限公司（好百年家居）于 1997 年创立，主要从事有关提供优质家居产品及装饰品的家居广场营运业务，拥有三大家居零售品牌——HOBA 好百年家居、METEN 美庭家居、HOBA 好百年办公家具。华南城于 2013 年

7月与好百年家居签署协议，以总价 5.22 亿元认购 3.6 亿股，占其总股本的 75%。此举目的在于将好百年家居的业务纳入其运营的综合商贸物流及商品交易中心，加快在不同地点的项目增设家居装饰品业务的步伐。

好百年家居目前拥有 9 间门店，其中包括正在试运营的南宁华南城店（已签约逾 320 个品牌）。此外，深圳华南城好百年项目也预计于 2015 年底开始试营业，预计未来还将在南昌、重庆、合肥、郑州、西安、哈尔滨等城市开设单体超过 25 万平方米国际家居购物中心。

华南城好百年家居项目相比传统家居商城将对消费者更具吸引力：其一，规模优势，超大体量、超多品类实现一站式购物；第二，多元化业态，满足吃喝玩乐购需求；第三，价格优势，自有物业以及相对较低的租金让消费者享受更多的价格让利。可见，新的好百年家居项目能为家具建材厂商带来更广阔的市场及丰厚的利润价值，有望带来更加充沛的人流物流，进而实现更高的出租率及租金收入。

图 35：好百年家居现有门店分布



资料来源：公司网站

表 9：好百年家居门店简介

名称	位置	经营面积	描述
长沙芙蓉店	湖南省长沙市	20 万平方米	长沙市乃至省内最大的专业建材装饰装修购物地，每日客流量超过万人次
深圳总店	广东省深圳市罗湖区	约 8 万平方米	汇集国内外众多家居品牌，提供高品位、五星级的家居一站式购物服务
深圳彩田店	广东省深圳市彩田南路	约 2 万平方米	定位为中高端的国际一流一站式家居购物中心。
深圳宝安店	广东省深圳市宝安 25 区	约 4 万平方米	宝安区是当地政府大力扶持的商业区，好百年家居为唯一入住的大型家居主体购物中心
珠海吉大店	广东省珠海市吉大免税商场	约 2 万平方米	好百年集团首家异地分店
中山富逸店	广东省中山市石岐区	约 2 万平方米	大型家居主题连锁分店，是中山市单体面积最大、最现代化、档次最高的家居名店
成都科华店	四川省成都市武侯区	约 7 万平方米	好百年在中国西南地区开设的第一家大型家居主题连锁分店
福州鼓楼店	福建省福州市鼓楼区	约 2 万平方米	好百年与世界 500 强企业百安居的首个合作项目，利用家居与家装建材互为共生业态、互补业态的关系，推动“完整家居”和“一站式购物”消费概念
南宁店	广西省南宁市江南区	建筑面积约 38 万平方米	好百年与华南城集团联手之后的首个战略项目，为西南地区规模最大、品类最全、品牌最多、档次最高的泛家居购物中心

资料来源：公司网站

## 风险提示

公司物业销售速度慢于预期，造成公司业绩增速缓慢，甚至继续低于预期的风险。

一方面，经济减速的确会影响公司商贸市场经济活动的活跃度；另一方面，地方政府拆迁和旧城改造一旦放缓，外迁的商户减少，也必然影响公司商铺的蓄客。专业类的批发市场，其销售周期特征和住宅地产有比较大的区别。而且，公司降价销售，或将商铺销售给投资客，长期而言对于公司商贸市场的运营管理有较大害处。

但是，我们认为公司销售速度的适当放缓是可以接受的。

这种放缓并不会带来资金链问题。公司凭借“一体两翼”，即“商贸物流中心+住宅+商业”的模式，通过平衡出售和出租比例实现经营和资金风险的最小化，一般而言，商贸中心占总建面的比例不超过 50%，同时用于出售和出租，住宅通常全部出售回笼资金，其他建面则通过持有获取经常性收入。而且，公司的土地成本占开发成本比较低，项目前期的投入比较少，即便销售速度适当放缓，也不会危及资产负债表。公司最近很长一段时间未曾新增项目，也使得公司资金风险不大。

表 10：“一体两翼”模式简介

业态	占建面比例	经营策略	盈利方式
商贸中心	50%	出售	销售收入、物业管理
		持有	经常性租金收入、物业管理、资产增值
住宅	20%	出售	销售收入、物业管理
物流仓储	15%	持有	经常性租金收入、物业管理、其他经常性收入
其他商业	15%	持有	(物流、仓储、奥特莱斯、写字楼)

资料来源：公司公告

另外，销售速度适当放缓，不等于公司发展空间受到限制。传统的地产公司，其发展就是要依靠快速周转。但公司目前最关键的发展空间，在于利用腾讯入股的优势，打造新的盈利模式，成为商贸活动的中枢。

## 盈利预测和投资评级

我们预计，公司报表口径的摊薄每股收益在 2015/16、2016/17 和 2017/18 财年分别为港币 0.44/0.45/0.53 元/股。更为关键的是，不考虑物业重估增值等因素，权益所有人应占每股核心净利润 2015/2016/2017 年分别为港币 0.19/0.21/0.29 元。我们测算公司 NAV 为每股 7.16 港元。

表 11：公司项目表一览 单位：平米

(平方米)	已建成		在建	15/16 财年计划 完工建面 预测	计划未来 开发建面 预测	规划总建面 预测	已获取建面 (占规划 总建面比例)(截至 2015 年 3 月 31 日)	
	已售	未售						%
深圳华南城	719800	1285100	546000	307000	93100	2644000	2644000	100
南昌华南城	757600	738500	399300	16300	5401600	72970004	4280000	59
南宁华南城	273400	547200	1130000	566800	2929400	4880000	2480000	51
西安华南城	507200	683200	740400	282700	15569200	17500000	4156000	24
哈尔滨华南城	225400	575800	1288800	49600	9910000	12000000	4748000	40
郑州华南城	902500	1009900	1813900	841200	8273700	12000000	5170000	43
合肥华南城	691100	340500	1737700	947800	9230700	12000000	5201000	43
重庆华南城	49200	358600	749400	749400	12342800	13500000	4262000	32
合计	4126200	5538800	8405500	3760800	63750500	81821000	32941000	40

资料来源：公司公告

我们认为，战略投资者入股的价格可能进一步夯实公司的价值底线。目前，腾讯最后一次行使认股权购股的成本，即 3.36 港元/股，可以视为公司重要的安全边际。

此外，我们认为，公司目前能够稳定产生租金收入的成熟持有类物业价值扣除净负债，也可作为公司价值底线的参考之一。这不是 NAV 的概念，而是可以比较容易变现的资产价值。

表 12：公司目前持有类物业变化

项目	权益	类型	面积 (平米)	估值 (亿港元)
深圳华南城	100%	一期交易中心	167,100	41.8
深圳华南城	100%	一期商业及其他配套设施	22,400	4.5
深圳华南城	100%	酒店物业	32,100	6.4
深圳华南城	100%	二期交易中心	352,800	88.2
深圳华南城	100%	二期商业及其他配套设施	15,100	3.0
深圳华南城	100%	商场	15,200	3.0
深圳华南城	100%	三期交易中心	310,200	77.6
深圳华南城	100%	三期商业及其他配套设施	4,400	0.9
深圳华南城	100%	住宅物业	32,100	3.5
深圳华南城	100%	物流园区商业及其他配套设施	7,000	1.1
南宁华南城	100%	一期交易中心	492,100	103.3
南昌华南城	100%	一期交易中心	46,000	8.0
哈尔滨华南城	100%	一期交易中心	349,000	26.9
郑州华南城	100%	一期交易中心	133,900	10.3
合计				378.4
			净负债	136.3
			保守价值	242.1
			<b>每股价值(港元)</b>	<b>3.00</b>

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

而乐观而言，则公司正努力成为商贸物流活动的中枢，并具备线上和线下的多重优势。如果按照 NAV 折价 20% 来算，则公司较为乐观的现阶段价值上限，可以达到 5.73 港元/股。我们选择公司底线价值中较低者，和公司 NAV20% 折价两者的平均值为目标价。我们首次给予公司“买入”的投资评级，当前股价 2.44 港元/股，目标价 4.37 港元/股。

表 13：公司盈利预测简表 (港元)

项目/年度	2013/14	2014/15	2015/16E	2016/17E	2017/18E
营业收入(百万元)	13468	9758	9988	11343	13712
增长率 YoY%	79.9	-27.6	2.4	13.6	20.9
净利润(百万元)	3494	3728	3544	3628	4257
核心净利润(百万元)	2678	1854	1557	1680	2349
增长率 YoY%	27.1	6.7	-4.9	2.4	17.3
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.56	0.49	0.44	0.45	0.53
核心每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.33	0.23	0.19	0.21	0.29
毛利率%	48.6	53.0	45.9	44.4	46.5
净资产收益率 ROE%	17.5	15.0	13.0	12.1	13.0
PE	4.4	5.0	5.5	5.4	4.6
PB	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：中信量化投资分析系统 注：股价为 2015 年 8 月 11 日收盘价

### 资产负债表

(亿元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>资产</b>					
<b>流动资产</b>					
现金及现金等价物	128	87	90	102	123
持做融资租赁物业	2	3	3	3	3
可供出售之物业	135	230	287	350	419
透过损益按公允价值列账之持作买卖投资	0	0	0	0	0
贸易及其他应收款	28	16	20	23	27
按金,预付款项及其它应收款项	7	7	7	7	9
流动资产合计	300	343	407	485	582
<b>非流动资产</b>					
商誉	0	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	2	4	4	4
物业、厂房及设备	7	13	13	13	13
投资性房地产	240	302	331	358	384
于联营合营公司之投资	0	0	0	0	0
在建物业	29	37	41	45	50
购买土地使用权所支付按金	11	12	13	14	14
递延所得税资产	10	15	12	13	15
其他非流动资产	2	8	8	8	8
非流动资产合计	299	390	423	455	488
<b>资产总计</b>	<b>600</b>	<b>733</b>	<b>829</b>	<b>940</b>	<b>1,070</b>
<b>负债</b>					
<b>流动负债</b>					
衍生金融工具	2	0	0	0	0
贸易及其他应付款	138	135	162	189	220
应交税费	44	52	46	43	54
优先票据	0	28	28	28	28
短期银行借款	58	68	98	141	186
流动负债合计	242	283	333	401	487
<b>非流动负债</b>					
应付高级票据	41	41	41	41	41
长期借款	66	86	109	127	141
中期票据	0	27	27	27	27
递延所得税负债	39	45	45	45	45
可转债	10	0	0	0	0
流动负债合计	156	199	221	239	253
负债合计	398	482	555	640	740
<b>本公司所有人应占权益</b>					
股本	47	70	70	70	70
储备	153	178	203	229	258
<b>少数股东权益</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
所有者权益合计	201	250	275	300	330
负债及所有者权益总计	600	733	829	940	1,070

### 利润表

(亿元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>收入</b>	<b>135</b>	<b>98</b>	<b>100</b>	<b>113</b>	<b>137</b>
减:销售成本	69	46	54	63	73
<b>毛利</b>	<b>65</b>	<b>52</b>	<b>46</b>	<b>50</b>	<b>64</b>
其他收入及收益—净额	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	13	24	26	26	25
销售费用	6	7	7	8	9
管理费用	9	11	10	11	14
<b>经营利润</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>55</b>	<b>57</b>	<b>67</b>
财务收益					
财务费用					
财务(费用)/收益—净额	2	2	1	2	1
联营公司及合营企业经营成果所占份额	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>62</b>	<b>59</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>65</b>
所得税费用	25	21	19	19	23
<b>本年度利润</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>42</b>
<b>应占利润归属于</b>					
权益所有人	35	37	35	36	43
非控制性权益	2	0	0	0	0
<b>归属于权益所有人的核心净利润</b>	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>23</b>
核心每股收益(摊薄)	0.33	0.23	0.19	0.21	0.29
每股收益(摊薄)	0.56	0.49	0.44	0.45	0.53
<b>现金流量表</b>					
(亿元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量	27	-72	-25	-26	-13
投资性活动产生的现金流量	-27	-54	-12	-11	-11
筹资活动产生的现金流量	52	84	40	49	45
现金本期增加或减少	52	-41	3	12	21
<b>主要财务指标</b>					
资产负债率(%)	66.40	65.84	66.85	68.06	69.16
净负债率(%)	18.37	53.60	66.58	77.24	81.65
净资产收益率(%)	17.50	14.99	12.96	12.14	12.95
毛利率(%)	48.61	53.04	45.85	44.45	46.55
净利润率(%)	25.95	38.20	35.49	31.98	31.05
核心净利润率(%)	19.88	19.00	15.58	14.81	17.13
流动比率	1.24	1.21	1.22	1.21	1.20
营业收入增长率(%)	79.86	-27.55	2.36	13.57	20.88
净利润增长率(%)	27.08	6.68	-4.92	2.35	17.34

资料来源: 中信数量化投资分析系统注: 单位为港元

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。**香港特区：**本研究报告在香港由中信证券经纪（香港）有限公司（下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879）发行及分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。**香港特区：**对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。