



日期	所屬行業
2013/09/26	物流行業

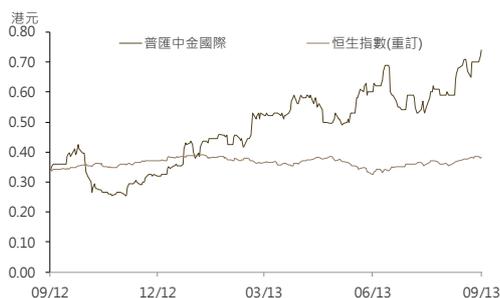
前收市價	目標價
0.74 港元	0.91 港元

### 股份資料

代號	997
總流動股數(億)	19.28
市值(億港元)	14.3
6個月每日平均成交值(萬港元)	348.7
12個月高/低(港元)	0.75/0.24
每股現金流(港元)	0.0
每股帳面資產淨值(港元)	0.0
市盈率(倍)	N/A
市帳率(倍)	29.7
股本回報率(%)	-58.9
資產回報率(%)	-15.2
淨負債比率(%)	12.0
股息率(%)	0.00

資料來源：彭博、英皇證券研究部

### 股價表現圖



股價表現	1個月	3個月	6個月	12個月
股價變動(%)	25.4	23.3	42.3	117.6
相對恒指(%)	18.1	5.5	36.4	94.1

資料來源：彭博

### 英皇證券(香港)有限公司研究部

電話：(852) 2836 2763

傳真：(852) 2831 8089

電郵：esl.research@emperorgroup.com

## 普匯中金 (997.HK)

買入

### 成功配售+政策配合：融資擔保業務整裝待發

融資擔保業務將於明年初作出貢獻：為配合在陝西省發展綜合財務及物流業務，普匯中金分別於2013年上半年發展物流諮詢服務，和開發融資擔保業務。2013年7月15日，集團的外商獨資企業獲得外匯登記証，以及已支付3,000萬元為註冊資本，並於2013年8月2日，取得陝西省金融工作辦公室授出的融資擔保許可證。集團預期融資擔保業務將於2014年4月作出貢獻。目前，集團與威裕環球BPS GLOBAL之附屬公司合作，發展一個物流資訊系統平台。我們相信集團的融資擔保業務獲得IT業務配合發展後，將可產生強大的協同效應。

成功配售3億元可換股債券：集團於2013年8月30日完成發行2年期的3億元可換股債券，年利率7.5%；每股轉換股份價格為0.75港元，可轉換成4億新股（佔目前總股數約20.75%，及行使後佔總股數約17.18%）。所得款項淨額約2.82億元，主要用於一）約4,200萬港元為成立外商獨資企業；二）約1.9億港元用於漢中物流中心之資本開支；以及三）約5,000萬港元作一般營運資金用途。我們相信資金到位後，將可使集團的融資擔保業務如期發展。

委任前滙豐銀行副總經理為執行董事：集團於2013年9月18日宣佈劉智傑先生由獨立非執行董事調任為執行董事，劉先生曾服務香港上海滙豐銀行有限公司逾三十五年，並曾任滙豐銀行任職副總經理兼香港個人銀行業務主管及亞太區副總經理兼策略執行業務主管。我們相信劉先生的豐厚經驗和知識，將有助集團的融資擔保業務穩步迅速發展。

估值評估：我們認為目前普匯中金前景優秀，主要是一）陝西省漢中市擁有龐大物流市場商機；二）集團發展一個具有增值服務的現代化物流中心，並擁有巨大的客戶基礎群；三）集團獲得省市政府大力支持發展物流中心和融資擔保業務以提升當地經濟發展；四）集團與優秀物流系統開發商合作以提升未來西安市和漢中市物流中心的交易效率，從而提升整體交易量和市場地位。我們把普匯中金目標價定於港幣0.91元，2015年預測市盈率為8.0倍，潛在上升空間有23%，故我們建議維持買入評級。

### 財務數據

截至3月30日止	2012	2013	2014E	2015E	2016E
營業額(百萬港元)	173	161	265	746	559
變動(%)	4%	-7%	64%	182%	-25%
淨利潤(百萬港元)	8	-23	2	216	172
變動(%)	-42%	NA	NA	12782%	-21%
每股盈利(港元)	0.01	-0.01	0.00	0.11	0.09
變動(%)	-42%	NA	NA	12782%	-21%
動態市盈率(x)	135.9	NA	769	6.0	7.5
每股派息(港仙)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

資料來源：彭博、英皇證券研究部

## 投資要點

普匯中金的外商獨資企業於 2013 年 7 月 15 日獲得外匯登記証，以及已支付 3,000 萬元為註冊資本，並於 2013 年 8 月 2 日，取得陝西省金融工作辦公室的融資擔保許可證。集團預期融資擔保業務將於 2014 年 4 月作出收費貢獻。

集團於 2013 年 8 月 30 日完成，發行 2 年期的 3 億元可換股債券，主要用於一)成立外商獨資企業；二)有關漢中物流中心之資本開支；以及三)一般營運資金用途。

**擔保業務將於 2014 年 4 月作出貢獻：**為配合在陝西省發展綜合財務及物流業務，普匯中金分別於 2013 年上下半年發展物流諮詢服務，和開發融資擔保業務。2013 年 7 月 15 日，集團的外商獨資企業獲得外匯登記証，以及已支付 3,000 萬元為註冊資本，並於 2013 年 8 月 2 日，取得陝西省金融工作辦公室授出之融資擔保機構經營許可證「融資擔保許可證」。集團預期融資擔保業務將於 2014 年 4 月作出收費貢獻。目前，集團與香港知名物流科技及系統公司威裕環球 BPS GLOBAL 之附屬公司合作，發展一個物流資訊系統平台。我們相信集團的融資擔保業務在配合 IT 業務發展後，將可產生更強大的協同效應。

**成功配售 3 億元可換股債券：**集團於 2013 年 8 月 30 日完成，發行 2 年期的 3 億元可換股債券，年利率 7.5%；每股轉換股份價格為 0.75 港元，可轉換成 4 億新股。(佔目前總股數約 20.75%，及行使後佔總股數約 17.18%)。配售成本為 1,800 萬元，所得款項淨額約 2.82 億元，主要用於一)約 4,200 萬港元為成立以融資擔保業務為主要業務的外商獨資企業；二)約 1.9 億港元用於有關漢中物流中心的資本開支；以及三)約 5,000 萬港元作一般營運資金用途。由於集團年內多次發行可換股債券集資，以拓展物流業務和融資擔保業務，集團相關年內集資情況(見圖表一)、股權架構變更情況(見圖表二)、以及物流業務和融資擔保業務的發展細節(見圖表三)如下：

圖表一：2012 年至 2013 年普匯中金的集資情況

時間	總集資金額 (淨集資金額)	用途
2012年7月	發行可換股債券9,600萬港元 (淨集資額9,300萬港元)	一) 償還短期借款約1,220萬元； 二) 向集團全資附屬公司普中裝飾工程(西安)有限公司注資約3,110萬元； 三) 收購該物業約950萬元； 四) 收購非上市短期債券約1,840萬元； 五) 一般營運資金約2,180萬元
2013年6月	發行可換股債券1.90億港元 (淨集資額1.80億港元)	為成立外商獨資企業提供資金
2013年8月	發行可換股債券3.0億港元 (淨集資額2.82億港元)	一)成立以融資擔保業務為主要業務之外商獨資企業約4,200萬港元； 二)漢中物流中心之資本開支約1.9億港元； 三)一般營運資金用途約5,000萬港元。

資料來源：英皇證券、普匯中金資料

圖表二：集團發行可換股債券集資後，股權架構變更情況

股東	最後實際可行日期		轉換可換股債券後之股權		行使認股權證及轉換可換股債券後之股權	
	股份數目	%	股份數目	%	股份數目	%
Wealth Keeper Int'l Ltd.*	1,196,303,160	62.05	1,196,303,160	51.39	1,196,303,160	45.64
承配人		—	400,000,000	17.18	693,000,000	26.44
其他公眾股東	731,707,143	37.95	731,707,143	31.43	731,707,143	27.92
合計	1,928,010,303	100	2,328,010,303	100	2,621,010,303	100

資料來源：英皇證券、普匯中金資料

圖表三：集團的物流業務和融資擔保業務未來發展情況

物流業務		
時間	發展進程	資本開支需求
西安中心		
2013年5月	集團就西安中心及該園區委聘本集團之戰略股東及合夥人LTS開發一個物流資訊技術系統平台。	集團以2013年5月發行第一批股份支付。
2013年8月	於西安中心提供顧問服務及物流增值服務。	集團以2012年8月所籌集之資金支付。
陝西省漢中市物流園區		
2013年第3季度(預期)	完成收購第一期土地(總開發建築總面積約222,000平方米)	預計總資本開支為1.45億港元，以發行可換股債券支付。
2014年第3季至2015年(預期)	完成該土地第一期之首部分的建築工程(開發建築總面積約93,000平方米)	預計總資本開支約為1.00億港元，支付方法如下： i) 發行可換股債券所得款項4,500萬港元 ii) 通過內部資源、銀行貸款及其他集資途徑
2015年第3季(預期)	完成該土地第一期之第二部分的建築工程(開發建築總面積約98,000平方米)	預計總資本開支約為1.18億港元，支付方法如下： i) 通過內部資源、銀行貸款及其他集資途徑
2016年第3季度(預期)	完成該土地第一期之第三部分的建築工程(開發建築總面積約31,000平方米)	預計總資本開支約為3,800萬港元，支付方法如下： i) 通過內部資源、銀行貸款及其他集資途徑
融資擔保業務		
時間	發展進程	資本開支需求
2013年6月10日	從中國陝西省金融工作辦公室就成立外商獨資企業取得之官方批准。	
2013年6月20日	漢中市工商行政管理局頒發的外商獨資企業企業法人營業執照。	
2013年第4季	注資3,000萬美元(2.33億港元)完成後，已取得融資擔保許可證，2013年第4季度開始營運。	資本開支需求總額2.33億港元乃以下列方式支付： i) 短期借貸4,200萬港元 ii) 內部資源1,100萬港元 iii) 債券所得款項1,800萬港元

資料來源：英皇證券、普匯中金資料

**西安中心三大運營商：**集團的物流業務主要集中於陝西省西安中心及陝西省漢中市之物流園區。其中西安中心，集團主要擔任第三方物流供應商，專注於綜合解決方案，包括為客戶提供送貨、倉儲及運輸等服務，並同時提出增值服務包括：跟蹤與追蹤、直通配送、特殊封裝打包、集貨、資訊技術系統及融資解決等服務。西安中心由三名運營商（德通、大明宮及源利）為營運及構成的物流中心：

- **運營商-德通：**由集團主席李偉斌先生持有 50% 股權，主要從事建材綜合分銷中心營運，即匯景國際建材城「匯景中心」。中心第一階段已完成興建，可容納 500 間店舖及倉庫。中心第二階段正在建造中，並將設立燈飾照明產品、不銹鋼、電子配件等之貿易區，並同時具有店舖、倉庫、運輸及存貨抵押倉庫之建材綜合金融及貿易區。

- **運營商-大明宮**：位於北三環的大明宮建材家居批發基地「大明宮基地」，主要從事建材及家居之綜合分銷中心營運。基地佔地面積約 2,000 畝，擁有超過 3,000 名租戶；並配有酒店、餐廳、物流中心及 10 個貿易區，各自銷售之建材為：陶瓷、潔具、板材、管材、石材、鋼材、木門、家居用品、硬件及電子產品以及玻璃製品。
- **運營商-源利**：位於西安市的源利物流中心，主要從事六間建材家居分銷中心營運。租戶超過 3,000 名，並專門從事分銷管材、建築用鋼材及鋁製品、玻璃製品、浴室及潔具配件。

**委任前滙豐銀行副總經理為執行董事**：集團於 2013 年 9 月 18 日宣佈劉智傑先生由獨立非執行董事調任為執行董事。劉先生服務香港上海滙豐銀行有限公司逾三十五年後，曾於滙豐銀行任職副總經理兼香港個人銀行業務主管及亞太區副總經理兼策略執行業務主管。目前劉先生擔任香港銀行學會理事會之榮譽顧問。並曾先後獲香港政府委任服務多個委員會，包括環境諮詢委員會、財經界人力資源諮詢委員會、廉政公署防止貪污諮詢委員會、創新及科技基金環境項目評審委員會、及香港法律改革委員會私隱問題小組委員會。目前，劉先生為福源集團控股有限公司 ( 1682.hk ) 及皇朝傢俬控股有限公司 ( 1198.hk ) 之獨立非執行董事。我們相信劉先生的豐厚經驗和知識將有助集團的融資擔保業務穩步迅速發展。

## 盈利預測和假設

我們估計集團 2014-2016 年收入複合增長年率為 51%，主要是陝西省物流中心經營環境前景優厚和集團大力發展物流中心業務。目前，集團所擁有的物流中心客戶群包括現有的大明宮、滙景國際、源利和將於未來建成的漢中物流中心，合共約有 7,700 名客戶。假設每位客戶每年平均擔保貸款金額約為人民幣 300 萬元，其市場潛在的總貸款資金需求約人民幣 231 億元。普匯中金融剛獲得的 3,000 萬美元(人民幣 1.85 億元)的註冊資本金，以及日後新增資本，約以槓桿比率 4-6 倍計算(槓桿比率最大可達至 10 倍)普匯中金可提供的擔保貸款金額將可達人民幣 7.38 億元至 13.39 億元，集團的融資擔保業務只佔整個市場份額約 2%-6%，可見貸款業務和相關業務發展潛力非常巨大。以下為我們對集團即將發展三大業務包括物流融資擔保、物流資訊系統平台、和物流中心租賃和物業銷售的營運數據假設和分析。集團主要收入和盈利預測和假設(見圖表四)

- **傢俬及裝置貿易和室內裝飾工程業務：**由於該兩項業務主要集中於香港和澳門市場和該兩項業務盈利水平不高，集團計劃將該兩項業務經營範圍逐步收窄，同時集中資源投放於國內物流中心業務。我們預期該兩項業務營業額將每年調降。
- **物流融資擔保業務：**集團該項業務收入主要來自三方面包括融資擔保貸款業務、配對融資擔保業務、金融資產投資收益。
  - **融資擔保業務：**我們假設 2014 年至 2016 年集團可擔保貸款金額為人民幣 3.69 億元(半年計算)至人民幣 13.4 億元。按集團所提供的融資擔保服務費約 2%和顧問貸款服務費約 3%計算，預期集團將可收取約人民幣 1,800 萬元至人民幣 6,700 萬元的收益。
  - **配對融資擔保業務：**我們假設 2014 年至 2016 年集團配對融資擔保金額將約為擔保貸款的 15%為人民幣 5,500 萬元至人民幣 2.0 億元，按集團所提供的融資擔保服務費約 2%和顧問服務費約 3%，預期集團將可收取約人民幣 280 萬元至人民幣 1,000 萬元的收益。
  - **金融資產投資業務：**我們假設 2014 年至 2016 年集團可使用資本金額約為人民幣 1.85 億元至人民幣 2.23 億元作投資，保守預計集團的投資回報率約為 5%。集團將可收取約人民幣 500 萬元至人民幣 1,100 萬元的收益。
  - **我們預期 2014 年至 2016 年物流融資擔保業務的收入將可達至人民幣 3,300 萬元至人民幣 1.11 億元的收益。**
- **物流資訊系統平台業務：**集團該項業務收入主要來自三方面業務包括商務電子平臺、物流電子平臺、運輸配對。
  - **基本假設：**商務電子平臺服務和物流電子平臺服務對每位客戶所收取的服務年費約為人民幣 1,200 元；為客戶提供運輸配對費用為每次人民幣 200 元。
  - **西安市物流中心：**假設每位客戶在大明宮、滙景國際、源利的物流中心每年所需要運輸配對次數約為 4-6 次和需要技術支援的租戶為 20%至 70%，我們預期 2014 年至 2016 年該區物流中心的商務電子平臺業務、物流電子平臺業務、和運輸配對業務將合共為集團帶來約人民幣 450 萬元至人民幣 1,800 萬元。
  - **漢中市物流中心：**假設新建的漢中物流中心的運輸配對次數約為 50-70 次和需要技術支援的租戶為 45%至 90%。我們預期 2015 年至 2016 年該區物流中心的商務電子平臺業務、物流電子平臺業務、和運輸配對業務將合共為集團帶來約人民幣 1,000 萬元至人民幣 1,300 萬元。
  - **我們預期 2014 年至 2016 年物流資訊系統平台業務的收入將可達至人民幣 560 萬元至人民幣 3,800 萬元的收益。**

- **物流中心租賃業務**：集團該項業務收入主要來自西安市和漢中市的物流中心。
  - **漢中物流中心**：租金收入可主要分為五大業務包括專業產品市場、倉庫、物流商務區、和貨運專區專線/裝卸區。我們預期 2014 年至 2016 年漢中物流中心內將可提供租賃達至人民幣 277 萬元至人民幣 5,740 萬元的收益。
  - **西安市物流中心**：租金收入可主要收入為顧問費用。我們預期 2014 年至 2016 年漢中物流中心內的將可提供的租賃收入每年將可達人民幣 600 萬元的收益。
  - **我們預期 2014 年至 2016 年物流中心租賃業務的收入將可達至人民幣 880 萬元至人民幣 6,300 萬元的收益。**
- **物流中心物業銷售業務**：集團該項業務收入主要來自出於 2014 年至 2016 年分段售臨街商場。臨街商場 1 樓和 2 樓的總面積合共為 70,000 平方米。假設臨街商場 1 樓和 2 樓每平方米售價將分別為人民幣 10,000 元和人民幣 6,000 元，以及 2014 年至 2016 年集團將分段出售臨街商場約 10%、60%、30% 的總樓面面積。我們預期 2014 年至 2016 年物流中心物業銷售業務收入三年內將可達至人民幣 5.60 億元。

#### 經營利潤率

- 由於集團的漢中物流中心將於 2014 年-2016 年逐步落成，我們預期集團的分銷成本和行政開支佔總收入將於未來大幅下降，因此，經營利潤率於未來三年將分別提升至 24%、40%、和 40%。

#### 盈利率

- 我們估計集團 2014 至 2016 年集團的盈利率將分別為 0.6%、40% 和 40%，淨利潤分別為港幣 170 萬元、港幣 2.16 億元、和港幣 1.72 億元。

#### 估值評估

- 目前，普匯中金被市場忽略，主要由於一)目前普匯中金的知名度不高、因上市公司的控股股東變更後，市場觀望其變化；二)漢中物流中心仍然處於投資階段、和三)作為金融物流定位的新業務，發展模式有等觀察。
- 我們認為目前普匯中金前景優秀，主要是一)陝西省漢中市擁有龐大物流市場商機；二)集團發展一個具有增值服務的現代化物流中心，並擁有巨大的客戶基礎群；三)集團獲得省市政府大力支持發展物流中心和融資擔保業務以提升當地經濟發展；四)集團與優秀物流系統開發商合作以提升未來西安市和漢中市物流中心的交易效率，從而提升整體交易量和市場地位。
- 我們把普匯中金目標價定於港幣 0.91 元，2015 年預測市盈率為 8.0 倍，潛在上升空間有 23%，故我們建議首次評級買入。

#### 風險考慮

- 漢中物流中心落成時間可能較預期延後，以及物流中心所需總投入資金高於預期；
- 作為物流金融模式為試點項目包括大明宮、滙景國際、源利，發展可能較預期延後，影響漢中物流中心速度。
- 各地物流中心相繼興建、競爭激烈。

圖表四：普匯中金國際經營數據預測

普匯中金國際經營數據假設		2014E	2015E	2016E
<b>客戶基礎群 - 整體市場</b>				
大明宮	單元	3450	3450	3450
滙景國際	單元	210	210	210
源利	單元	3300	3300	3300
漢中物流中心	單元		744	744
客戶總數目	單元	6960	7704	7704
租戶需要財務擔保比率	%	20%	25%	30%
每個客戶平均擔保貸款金額 / 每年	人民幣(百萬)	3.00	3.00	3.00
市場的總貸款金額	人民幣(百萬)	20880	23112	23112
普匯中金註冊資本金額	人民幣(百萬)	185	203	223
槓桿比率	(倍)	4	5	6
普匯中金可提供的擔保貸款金額	人民幣(百萬)	738	1015	1339
普匯中金國際金融佔整個貸款市場份額	%	2%	4%	6%
<b>融資擔保業務</b>				
<b>融資擔保業務</b>				
融資擔保服務費用 (2%)	人民幣(百萬)	369	1015	1339
顧問服務費用 (3%)	人民幣(百萬)	7	20	27
常規擔保業務收入總額	人民幣(百萬)	11	30	40
	人民幣(百萬)	18	51	67
<b>配對融資擔保業務</b>				
融資擔保服務費用 (2%)	人民幣(百萬)	55	152	201
顧問服務費用 (3%)	人民幣(百萬)	1.1	3.0	4.0
提供配對貸款收入總額	人民幣(百萬)	2	5	6
	人民幣(百萬)	2.8	7.6	10.0
<b>金融資產投資業務</b>				
投資收益 (5%)	人民幣(百萬)	92	203	223
	人民幣(百萬)	5	10	11
融資擔保業務總收入	人民幣(百萬)	26	68	88
融資擔保業務總收入	港幣(百萬)	33	86	111
<b>物流資訊系統平台業務</b>				
每客戶的商務電子平臺 (年費)	人民幣	1200	1200	1200
每客戶的物流電子平臺 (年費)	人民幣	1200	1200	1200
每客戶的運輸配對費 (每次費用)	人民幣	200	200	200
運輸配對 (次數) 大明宮、滙景國際、源利	單元	4	5	6
運輸配對 (次數) 漢中物流中心	單元	50	70	90
<b>客戶基礎群 - 整體市場</b>				
大明宮	單元	3450	3450	3450
滙景國際	單元	210	210	210
源利	單元	3300	3300	3300
漢中物流中心	單元		744	744
客戶總數目	單元	6960	7704	7704
租戶需要技術支援比率 (大明宮、滙景、源利)	%	20%	55%	70%
租戶需要技術支援比率 (漢中物流中心)	%	45%	90%	90%
<b>商務電子平臺業務</b>				
大明宮、滙景國際、源利	人民幣(百萬)	1.67	5.08	6.47
漢中物流中心	人民幣(百萬)	1.67	4.59	5.85
漢中物流中心	人民幣(百萬)	0.00	0.80	0.80
<b>物流電子平臺業務</b>				
大明宮、滙景國際、源利	人民幣(百萬)	1.67	4.73	5.98
漢中物流中心	人民幣(百萬)	1.67	4.59	5.85
漢中物流中心	人民幣(百萬)	0.00	0.13	0.13
<b>運輸配對業務</b>				
大明宮、滙景國際、源利	人民幣(百萬)	1.1	13.2	17.9
漢中物流中心	人民幣(百萬)	1.11	3.83	5.85
漢中物流中心	人民幣(百萬)	0.00	9.37	12.05
大明宮、滙景國際、源利	人民幣(百萬)	4.5	13	18
漢中物流中心	人民幣(百萬)	0.0	10	13
物流資訊系統平台業務總收入 (人民幣)	人民幣(百萬)	4	23	30
物流資訊系統平台業務總收入 (港幣)	港幣(百萬)	5.6	29	38

資料來源：英皇證券研究部、普匯中金

圖表四：普匯中金國際及經營數據預測

		2014E	2015E	2016E
<b>物流中心租賃業務</b>				
<b>漢中物流中心租金收入</b>				
<b>一) 專業產品市場</b>				
租賃專業產品市場 (2/F)	平方米	44000	44000	44000
每年每平方米租金	人民幣	180	189	198
出租率	%	5%	95%	95%
租賃專業產品市場 (2/F) 租金收入	人民幣(百萬)	0.40	7.90	8.30
租賃專業產品市場 (1/F)	平方米	44000	44000	44000
每年每平方米租金	人民幣	360	378	397
出租率	%	5%	95%	95%
租賃專業產品市場 (1/F) 租金收入	人民幣(百萬)	0.79	15.80	16.59
<b>租賃專業產品市場總收入</b>	<b>人民幣(百萬)</b>	<b>1.19</b>	<b>23.70</b>	<b>24.89</b>
<b>二) 倉庫</b>				
租賃專業產品市場貨倉	平方米	4900	4900	4900
每年每平方米租金	人民幣	180	187	195
出租率	%	5%	95%	95%
租賃專業產品市場 (2/F) 租金收入	人民幣(百萬)	0.04	0.87	0.91
融通質押倉庫	平方米	4900	4900	4900
每年每平方米租金	人民幣	240	250	260
出租率	%	5%	95%	95%
租賃專業產品市場 (1/F) 租金收入	人民幣(百萬)	0.06	1.16	1.21
<b>倉庫總收入</b>	<b>人民幣(百萬)</b>	<b>0.10</b>	<b>2.03</b>	<b>2.11</b>
<b>三) 物流商務區</b>				
綜合大樓 / 辦公區	平方米	14670	14670	14670
每年每平方米租金	人民幣	600	624	649
出租率	%	5%	95%	95%
綜合大樓 / 辦公區租金收入	人民幣(百萬)	0.44	8.70	9.04
公寓	平方米	32400	32400	32400
每年每平方米租金	人民幣	600	624	649
出租率	%	5%	95%	95%
公寓租金收入	人民幣(百萬)	0.97	19.21	19.97
<b>物流商務區總收入</b>	<b>人民幣(百萬)</b>	<b>1.4</b>	<b>27.9</b>	<b>29.0</b>
<b>四) 貨運專區專線 / 裝卸區</b>				
專線 (2/F)	平方米	2546	2546	2546
每年每平方米租金	人民幣	180	187	195
出租率	%	5%	95%	95%
專線 (2/F) 租金收入	人民幣(百萬)	0.02	0.45	0.47
專線 (1/F)	平方米	2546	2546	2546
每年每平方米租金	人民幣	360	360	374
出租率	%	5%	95%	95%
專線 (1/F) 租金收入	人民幣(百萬)	0.05	0.87	0.91
<b>專線總租金收入</b>	<b>人民幣(百萬)</b>	<b>0.07</b>	<b>1.32</b>	<b>1.38</b>
<b>漢中物流中心總租金收入</b>	<b>人民幣(百萬)</b>	<b>2.77</b>	<b>54.96</b>	<b>57.40</b>
<b>西安市物流中心租金收入</b>				
<b>物流中顧問費收入</b>				
大明宮、滙景國際、源利物流中心租金收入	人民幣(百萬)	6.00	6.00	6.00
<b>普匯中金物流中心租金和相關總收入 (人民幣)</b>	<b>人民幣(百萬)</b>	<b>8.8</b>	<b>61.0</b>	<b>63.4</b>
<b>普匯中金物流中心租金和相關總收入 (港幣)</b>	<b>港幣(百萬)</b>	<b>11</b>	<b>77</b>	<b>80</b>
<b>物流中心物業銷售業務</b>				
<b>漢中物流中心物業銷售收入</b>				
<b>臨街商場</b>				
臨街商場 (2/F) 面積	平方米	35000	35000	35000
每平方米售價	人民幣	6000	6000	6000
出售率	%	10%	60%	30%
臨街商場(2/F) 售價收入	人民幣(百萬)	21	126	63
臨街商場 (1/F) 面積	平方米	35000	35000	35000
每平方米售價	人民幣	10000	10000	10000
出售率	%	10%	60%	30%
臨街商場(1/F) 售價收入	人民幣(百萬)	35	210	105
<b>臨街商場物業銷售總收入</b>	<b>人民幣(百萬)</b>	<b>56</b>	<b>336</b>	<b>168</b>
<b>臨街商場物業銷售總收入</b>	<b>港幣(百萬)</b>	<b>71</b>	<b>423</b>	<b>212</b>
<b>集團收入分部</b>				
		<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
傢俬及裝置貿易業務	港幣(百萬)	99	90	81
室內裝飾工程業務	港幣(百萬)	46	41	37
融資擔保業務	港幣(百萬)	33	86	111
物流資訊系統平台業務	港幣(百萬)	6	29	38
物流中心租賃業務	港幣(百萬)	11	77	80
物流中心物業銷售業務	港幣(百萬)	71	423	212
<b>總收入</b>	<b>港幣(百萬)</b>	<b>265</b>	<b>746</b>	<b>559</b>

資料來源：英皇證券研究部、普匯中金

損益表					
港元(百萬元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	173	161	265	746	559
銷售成本	(135)	(135)	(144)	(219)	(167)
毛利潤	54	26	121	527	392
其他收益、利益及虧損	5	(1)	4	5	6
銷售及分銷成本	(3)	(1)	(8)	(10)	(10)
行政開支	(46)	(36)	(64)	(224)	(168)
其他	(0)	(3)	0	0	0
經營溢利	10	(15)	53	298	220
融資成本淨額	(0.4)	(7.7)	(51.7)	(55.0)	(22.7)
稅前盈利	10	(23)	2	243	197
稅項	(2)	0	0	(27)	(26)
淨利潤	8	(23)	2	216	172
每股盈利	0.01	(0.01)	0.00	0.11	0.09
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

資料來源：彭博、英皇證券研究部

資產負債表					
港元(百萬元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
存貨	8	7	7	7	8
預付土地租賃款項	0	31	0	0	0
應計收入	14	11	11	11	11
應收貿易賬項	23	13	21	60	45
其他應收賬項、按金	3	2	3	10	7
其他	27	46	27	27	27
銀行結存及現金	31	56	222	329	171
總流動資產	107	165	291	443	269
物業、廠房及設備	2	20	160	280	300
租賃之按金	1	0	0	0	0
總非流動資產	3	20	300	413	426
總資產	109	185	592	857	695
遞延收入	2	12	12	12	12
應付貿易賬項	35	24	39	110	82
銀行及其他貸款	5	9	8	7	6
其他	30	26	27	46	39
總短期負債	72	71	86	175	139
融資租賃承擔	1	1	0	0	0
債券	0	0	180	0	0
可換股債券	0	70	273	300	0
遞延稅項負債	0	5	7	2	0
總長期負債	1	75	460	302	0
總負債	74	145	546	477	139
股東權益	36	40	46	379	557

資料來源：彭博、英皇證券研究部

現金流量表					
港元(百萬元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
營運性現金流	77	(19)	18	304	196
投資性現金流	3	(50)	(280)	(120)	(10)
融資性現金流	14	15	16	17	18
期初持有現金	114	32	56	222	329
現金變化	(83)	24	166	107	(158)
匯兌差額	1	0	0	0	0
期末持有現金	32	56	222	329	171

資料來源：彭博、英皇證券研究部

財務比率					
財務年度截至3月底	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力(%)					
毛利率	31.3%	16.1%	45.8%	70.6%	70.2%
息稅折舊前盈利率	6.1%	-8.9%	21.0%	41.1%	41.3%
經營溢利率	6.0%	-9.3%	20.1%	39.9%	39.4%
稅前盈利率	5.8%	-14.1%	0.6%	32.5%	35.3%
淨盈利率	4.7%	-13.9%	0.6%	29.0%	30.7%
增長幅度(%)					
收入	4%	-7%	64%	182%	-25%
息稅折舊前盈利率	NA	NA	NA	451%	-25%
經營溢利	NA	NA	NA	458%	-26%
淨溢利潤	NA	NA	NA	NA	-21%
每股盈利	NA	NA	NA	NA	-21%
營運表現					
流動比率(倍)	1.48	2.34	3.39	2.53	1.94
速動比率(倍)	1.37	2.24	3.31	2.49	1.88
行政銷售費用/收入(%)	27%	23%	24%	30%	30%
應收帳款日數(天)	48	29	29	29	29
應付帳款日數(天)	107	64	99	183	180
其他比率					
派息比率(%)	0%	0%	0%	0%	0%
淨負債/股本(淨現金)(%)	NA	56%	127%	-6%	-30%
收入/總資產(倍)	1.58	0.87	0.45	0.87	0.80
總資產/權益(倍)	3.05	4.65	12.86	2.26	1.25
資產回報率(%)	2%	-15%	0%	30%	22%
股本回報率(%)	4%	-59%	4%	102%	37%

資料來源：彭博、英皇證券研究部

## 免責聲明及披露

本報告所載之資料和意見乃根據本公司認為可靠之資料來源及以高度誠信來編製，惟英皇證券(香港)有限公司(「英皇證券」)或英皇證券集團其他任何成員(「英皇證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊。本報告對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，本報告亦並非，及不應被解作提供明示或默示的買入或沽出證券的要約。英皇證券或英皇證券集團在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何的直接或間接損失。

編寫本報告的分析員(們)特此證明，本報告中所表達的意見只反映分析員(們)對其公司及其證券的個人意見。分析員(們)亦證明分析員(們)沒有，也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到直接或間接的報酬。英皇證券或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或僱員可能在本報告中提到的公司或其證券擁有權益或以其他方式直接或間接利害關係，或可能不時購買、出售、或交易或提供購買、出售、或交易此類證券或與此類證券交易，無論是以其或其各自的帳戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。

本刊物之版權及所有權利均受保護及歸於英皇證券，在未經英皇證券明確指示下，任何人仕或團體均不得將本刊物之任何部份以任何形式發放、使用或轉載。

## 英皇證券(香港)有限公司研究部分分析員

### 陳錦興

聯席董事

電話：(852) 2836 2733

電郵：stanleychan@emperorgroup.com

### 阮家洛

高級研究分析員

電話：(852) 2836 2797

電郵：davidyuen@emperorgroup.com

### 譚綺衡

研究分析員

電話：(852) 2836 2763

電郵：chelseytam@emperorgroup.com

### 陳冠兆

研究分析員

電話：(852) 2836 2566

電郵：frankiechan@emperorgroup.com

## 聯絡資料

## 英皇證券(香港)有限公司

總行  
香港灣仔軒尼詩道 288 號英皇集團中心 23-24 樓

電話：香港聯絡熱線 (852) 2919 2919  
中國北方聯絡熱線 10800 852 1674  
中國南方聯絡熱線 10800 152 1674

傳真：香港傳真號碼 (852) 2893 1540  
中國北方傳真號碼 10800 852 1673  
中國南方傳真號碼 10800 152 1673

## 英皇投資理財中心

九龍旺角上海街 525 號東海閣地下 2-6 號舖

電話：香港聯絡熱線 (852) 3966 0668  
中國北方聯絡熱線 10800 852 1805  
中國南方聯絡熱線 10800 152 1805

傳真：香港傳真號碼 (852) 2919 2938  
中國北方傳真號碼 10800 852 1804  
中國南方傳真號碼 10800 152 1804

## 香港分行

中環威靈頓街 63-69 號富麗樓地下 67 號舖  
電話：(852) 2522 1181  
傳真：(852) 2522 2919

灣仔莊士敦道 181 號大有大廈 7 樓 705-6 室  
電話：(852) 2818 7278  
傳真：(852) 2838 8368

鯉魚湧英皇道 983-987A 號地下 E 號舖  
電話：(852) 2911 0778  
傳真：(852) 2911 0378

## 九龍分行

紅磡蕪湖街 53-59 號 C 舖地下  
電話：(852) 2364 9213  
傳真：(852) 2765 8425

深水埗桂林街 149 號富雅閣地下  
電話：(852) 2725 7883  
傳真：(852) 2728 6257

九龍城衙前圍道 132-134 號地下 4 號舖  
電話：(852) 2383 2262  
傳真：(852) 2383 2246

太子道西 150-152 號太子商業大廈地下  
電話：(852) 2827 1188  
傳真：(852) 2838 2319

## 新界分行

荃灣沙咀道 289 號恆生荃灣大廈 16 字樓  
電話：(852) 2838 2939  
傳真：(852) 2412 0249

沙頭角順隆街 3-15 號錦和樓錦興樓 2 號舖地下  
電話：(852) 2659 7668  
傳真：(852) 2659 7381

大圍大圍道 19 號地下  
電話：(852) 2699 8226  
傳真：(852) 2699 8749

元朗康樂路 27-31 號嘉好樓地下 B7 號舖  
電話：(852) 2479 9820  
傳真：(852) 2470 5280

## 國內諮詢中心

上海  
上海市徐匯區漕溪北路 398 號匯智大廈 2202 室  
電話：(86) 21 5396 6228 / (86) 21 5396 6218  
傳真：(86) 21 6386 6280

北京  
北京市朝陽區東三環中路 39 號建外 SOHO A 座 607 室  
電話：(86) 10 5900 0858  
傳真：(86) 10 5900 0602

## 英皇財富管理有限公司

九龍旺角上海街 525 號東海閣地下 2-6 號舖  
電話：(852) 2919 2913  
傳真：(852) 2919 2930

## 英皇證券研究部

電話：(852) 2836 2763  
傳真：(852) 2831 8089  
電郵：esl.research@emperorgroup.com

## 聯絡資料

英皇證券(香港)有限公司  
esl.cs@emperorgroup.com  
英皇期貨有限公司  
efl.cs@emperorgroup.com  
英皇財富管理有限公司  
wealthmanagement@emperorgroup.com