

ZHONGAN REALEST (672.HK)

BUY | Target price: HK\$1.70

The developer focus on local market of Zhejiang

- The developer focus on local market of Zhejiang province. Since its inception in 1997, the company insist on keeping a foothold on the Zhejiang local market. The company has a land bank with a total GFA of approximately 6.93 million sq.m , 74% of which are located in Zhejiang province (Hangzhou, Ningbo and Cixi). It was listed on the Hong Kong Stock Exchange on November 13 2007. The chairman Mr. Shi Kancheng holds 69% of the share.
- The company has high-quality land bank with low cost. The proportion of company's land bank located in tier-2 cities is approximately 83%, and the locations are city centers and cities with high growth potential. ZhongAn has a one of the cheapest landbanks with average cost of RMB1,085/ sq.m, which is only 8% of average contract sales price.
- Hangzhou International Office Centre (IOC) is a flagship property. IOC is located in CBD block of Hangzhou Qianjiang Centure district , with a total GFA of approximately 2.38 million square meters. The average land cost is approximately RMB 300/ sq.m, which is targeted to sell at RMB 20,000 / sq.m. The contribution of IOC to the NAV is significant. The NAV of IOC is RMB6.4B, accounting for 40% of the total NAV.
- The management actively adjusts its strategy, committed to improve the turnover ratio and the transparency of company. Since last year, the management has actively adjusted the strategy and personnel structure in an effort to improve the turnover ratio. In addition, the company also paid attention to the transparency of company, and hired a well-known independent directors and professional managers.
- The sufficient saleable resource support the growth of contract sales. We estimate saleable resource to reach Rmb11bn in 2013. On the background of recovery in property sector , we estimate the contract sales will reach Rm5.8bn, implying 120% growth.
- Initiate coverage with a BUY and PT of HK\$1.70 .We are optimistic towards fundamentals. Our PT of HK\$1.70 implies 6.3 x FY13F and 3.0x FY14F, or a 80% discount to our estimated NAV of RMB6.53 per share. We recommend investors to "buy" the counter given attractive valuations.

Analyst

China Property

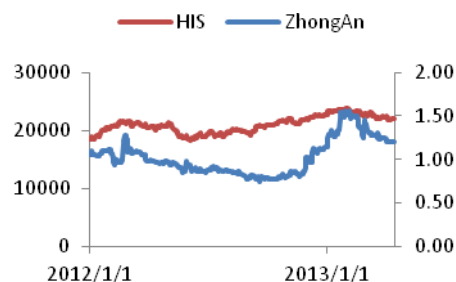
Peter Cao

SFC CE No.: AVM093

00852-2899 8300

caohui@guosen.com.hk

performance



Source: Bloomberg

Key Data

Price(HK\$)	1.20
Shares Outstanding	2,372
Market Cap. (HK\$ m)	2,846
Free float (%)	31.2
52 Week Range	1.65/0.74
Controlling Shareholder	Mr. Shi Kancheng (68.8%)
BVPS (RMB)	2.63
Net gearing (%)	56.0%

Exhibit 1: Financial Summary

Year to Dec	2010A	2011A	2012	2013E	2014E
Turnover (RMB m)	1,244	1,689	2,396	4,190	7,456
Turnover Growth (%)	-23.4%	35.8%	41.9%	74.9%	78.0%
Core Profit (RMB m)	172	231	291	509	1068
Core Profit Growth (%)	-8.7%	34.1%	25.9%	75.0%	109.6%
EPS (RMB)	0.07	0.10	0.12	0.21	0.45
P/E (x)	13.0	9.9	7.8	4.5	2.1
P/B (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
Dividend per share(RMB)	0.00	0.00	0.00	0.05	0.11

Source: Guosen Securities (HK)

众安房产 (672.HK)

买入 | 目标价: HK\$1.70 | 潜在升幅: 41%

以浙江市场为重心的开发商

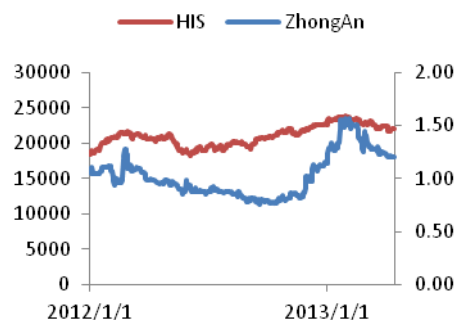
投资要点

- 公司是一家以浙江本土市场为重心的物业开发商: 公司自 1997 年成立以来, 坚持以浙江本土市场为重心。现时, 公司土地储备约 693 万平米, 其中浙江项目 (包括杭州、宁波和慈溪) 的土地储备占 74%。公司于 2007 年上市, 公司创始人施侃成持有 69% 之股份。
- 公司的土地储备质量较高, 且成本较为低廉: 公司土地储备中的二线城市比重高达 83%, 并都位于城市区域中心和高成长区域。由于公司大部分的土地储备是在 2007 年上市以前获得, 因此成本较为低廉, 现时平均成本仅为每平方米人民币 1085 元, 约为 2012 年公司合约销售价格的 8%。
- 杭州国际办公中心 (IOC) 是公司的核心物业: 杭州 IOC 项目位于钱江世纪城 CBD 核心区块, 项目总建筑面积为 238 万平米, 平均土地成本约人民币 300 元/平米, 预计售价 20000 元/平米。由于该项目的体量大、土地成本低和市场价格较高, 因此对于公司的资产重估价值的贡献度较高。我们测算公司的 NAV 为 158 亿人民币, 而 IOC 贡献了人民币 64 亿, 占公司 NAV 比重约为 40%。
- 公司管理积极调整策略, 致力于提高公司周转能力, 并重视公司管理的透明度: 自 2007 年上市以来, 公司的慢周转策略维持了公司项目的高毛利, 并享受到土地的巨大升值。但是, 公司销售增长缓慢, 公司市场份额有所下滑。自去年以来, 管理层积极调整了经营策略和人员结构, 以致力于提高公司周转能力。此外, 公司还重视管理的透明度, 聘请了知名独立董事和职业经理人。
- 2013 年可售资源充足, 支持公司业务会快速增长: 2013 年公司可售资源约人民币 110 亿, 在房地产市场的持续回暖和公司加大销售力度的背景下, 我们预计 2013 年的公司销售额可到人民币 58 亿, 同比增长 120%。
- 给予“买入”评级, 目标价 1.70 港元: 我们对公司未来的基本面表示乐观。我们首次关注公司, 给予“买入”评级, 12 个月之目标价为 1.70 港元, 对应的 13-14 年动态市盈率分别为 6.3 倍和 3.0 倍, 较 2013 年底资产净值人民币 6.53 元折让约 80%。

分析师

曹辉 (中国房地产行业)
证监会中央编号: AVM093
00852-2899 8300
caohui@guosen.com.hk

12 个月股价走势



资料来源: 彭博资讯

股票数据

收盘价(HK\$)	1.20
总股本/流通股本(HK\$, m)	2,372/ 735
总市值/流通市值(HK\$, m)	2,846/ 882
52 周最高/最低(HK\$)	1.65/0.74
主要控股股东	施侃成 (68.8%)
每股净资产(RMB)	2.63
净负债率(%)	56.0%

盈利预测

截至 31/12	2010A	2011A	2012	2013E	2014E
营业额(RMB, m)	1,244	1,689	2,396	4,190	7,456
增长(Y/Y,%)	-23.4%	35.8%	41.9%	74.9%	78.0%
核心利润(RMB, m)	172	231	291	509	1068
增长(Y/Y,%)	-8.7%	34.1%	25.9%	75.0%	109.6%
每股核心收益(RMB)	0.07	0.10	0.12	0.21	0.45
市盈率(x)	13.0	9.9	7.8	4.5	2.1
市净率(x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
每股派息(RMB)	0.00	0.00	0.00	0.05	0.11

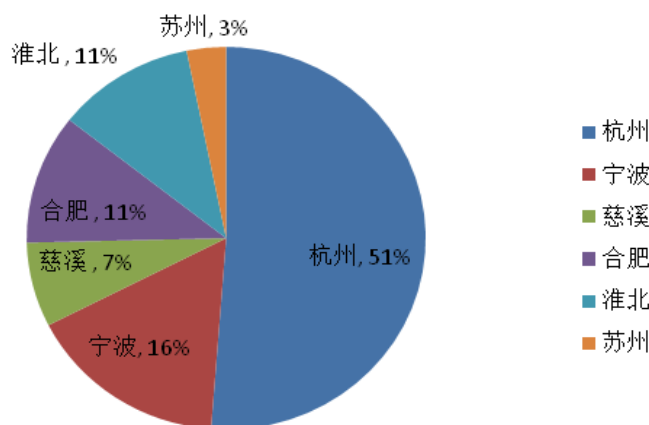
资料来源: 国信证券 (香港)

1 以浙江本土市场为核心的物业开发商

公司于 1997 年成立，是一家区域性物业开发商，总部位于杭州萧山区。公司在杭州先后开发了国泰花园、众安花园、白马公寓和山水苑等多个精品住宅楼盘，于当地建立了稳固的品牌优势。于此同时，公司稳步对外扩张，进入了合肥、淮北、宁波、苏州和慈溪等长三角地区主要城市。现时，公司土地储备约 693 万平米，其中浙江项目的土地储备占 74%。

创始人施侃成于 1997 年在杭州创立本公司，在房地产行业拥有近 20 年经验。公司于 2007 年上市，现时施侃成持有 69% 之股份。

图 1 土地储备结构



资料来源：众安房产 国信证券（香港）

2 公司土地储备质量较高，且成本低廉

2.1 二线城市比例较高

相对于其他内房股，公司的土地储备主要集中在二线城市如杭州、宁波合肥和苏州，其占总土地储备高达 83%。该等城市的需求较为旺盛，在供给有限的条件下，土地资源相对稀缺。而从城市区域来看，公司的大部分的地块都位于城市区域中心和高成长区域，区位优势明显，土地储备质量较高。

与一线城市相比，二线城市的调控政策相对温和，房地产市场较为平稳。此外，二线城市的库存压力好于三四线城市。因此，我们相对更看好二线城市的房地产市场，该等市场仍将长期受益于城市化进程。

2.2 公司产品线丰富

公司产品线较为丰富，涵盖了高层公寓、多层公寓、别墅、服务式公寓、办公楼、购物中心和酒店物业。由于公司产品主要定位于中高端，整体品质较高，在当地市场具有较高的知名度和品牌优势。

图2 公司产品



资料来源：众安房产 国信证券（香港）

2.3 土地成本相对较低

公司的土地储备中 58% 是于 2007 年上市之前获得，因此公司土地储备的平均成本相对较低。现时，公司的平均土地成本仅为每平米 1085 元，土地成本占销售价格之比例仅为 8%。

图3 公司土地成本

地区	项目名称	城市/区	位置类别	物业规划性质	权益	获取时间	楼面均价 (元/平方米)	预计售价 (元/平方米)	楼面均价与预计售价之比	预计总楼面面积 (万平方米)	地址	
浙江地区	1	景海湾	杭州/萧山	二线新城中心	住宅	92.70%	2007年上市以前	621	16,000	4%	72,265	浙江省杭州市萧山区宁国镇
	2	隐龙湾	杭州/萧山	二线新城中心	住宅/商铺/办	94.50%	2008年	1,488	9,000	17%	242,138	浙江省杭州市萧山区何塘钱闻兴路
	3	汇丰广场 (A)	杭州/萧山	二线新城中心	住宅/商铺	90.00%	2007年上市以前	147	20,000	1%	37,320	浙江省杭州市萧山区育才路
	4	汇丰广场 (B)	杭州/萧山	二线新城中心	商业	90.00%	2007年上市以前	675	20,000	3%	12,600	浙江省杭州市萧山区育才路
	5	国际会议中心二期	杭州/萧山	二线高增长	商业	100.00%	2007年上市以前	255	20,000	1%	843,048	浙江省杭州市萧山区钱江世纪城
	6	国际会议中心二期	杭州/萧山	二线高增长	商业	100.00%	2007年上市以前	348	20,000	2%	1,526,985	浙江省杭州市萧山区钱江世纪城
	7	白马山庄	杭州/小和山	二线高增长	住宅	90.00%	2009年	2,259	20,000	11%	241,497	浙江省余杭区闲林镇彭桥路
	8	山水逸苑	杭州/千岛湖	二线高增长	住宅/酒店	100.00%	2010年	6,212	6,400	97%	538,856	浙江省淳安县千岛湖镇西南
	9	理想湾	杭州/余杭	二线区中心	住宅/商铺	51.00%	2010年	1,548	9,000	17%	538,856	浙江省杭州余杭经济开发区
杭州小计							764			3,651,297		
宁波地区	9	悦龙湾	宁波/余姚	二线区中心	住宅	90.00%	2010年	9130	35,000	26%	196,810	浙江省余姚市新建北路
	10	嘉里城湾	宁波/余姚	二线区中心	住宅	92.00%	2010年	3713	15,000	25%	252,888	浙江省余姚市新建北路
	11	时代广场	宁波/余姚	二线区中心	住宅/办公/酒	100.00%	2010年	1039	18,000	6%	640,281	浙江省余姚市新建北路
宁波小计								482	6,200	8%	934,000	
浙江小计							1,640			5,175,196		
安徽地区	12	绿色港湾二期	安徽/合肥	二线新城中心	住宅	84.15%	2007年上市以前	302	9,000	3%	90,453	安徽省合肥市包河区三渡路
	13	绿色港湾二期	安徽/合肥	二线新城中心	住宅	84.15%	2007年上市以前	376	9,000	4%	105,200	安徽省合肥市包河区三渡路
	14	绿色港湾三期	安徽/合肥	二线新城中心	住宅	84.15%	2007年上市以前	532	9,000	6%	560,300	安徽省合肥市包河区三渡路
	安徽小计							483			755,953	
湖北地区	15	蓝湾华庭第3期	安徽/淮北	城市边缘	住宅	100.00%	2007年上市以前	95	5,000	2%	309,712	安徽省淮北市相山区人民路
	16	蓝湾华庭第4期	安徽/淮北	城市边缘	住宅	100.00%	2007年上市以前	126	5,000	3%	111,787	安徽省淮北市相山区人民路
	17	蓝湾华庭第5期	安徽/淮北	城市边缘	住宅	100.00%	2007年上市以前	378	5,000	8%	35,521	安徽省淮北市相山区人民路
	18	蓝湾华庭第6期	安徽/淮北	城市边缘	住宅	100.00%	2007年上市以前	378	5,000	8%	321,388	安徽省淮北市相山区人民路
湖北小计							74			778,408		
安徽小计							876			1,637,341		
江苏地区	19	苏州工业园区	江苏/苏州	二线高增长	住宅/商业	50.00%	2007年上市以前	1,640			231,500	苏州工业园区
小计							1,640			8,110,000		
总计							1,640			6,934,007		

资料来源：众安房产 国信证券（香港）

3 杭州国际办公中心 (IOC) 是公司的核心项目

目

3.1 杭州 IOC 简介

杭州 IOC 是位于钱江世纪城核心区域的高端大型城市综合体项目。该区域为杭州城市规划局规划的新中央商务区 (CBD)。

杭州 IOC 项目分为 A、B 和 C 期，其中 A 期总建筑面积约为 85 万平米，B 和 C 期总建筑面积为 153 万平米。

图 4 杭州 IOC



资料来源：众安房产 国信证券(香港)

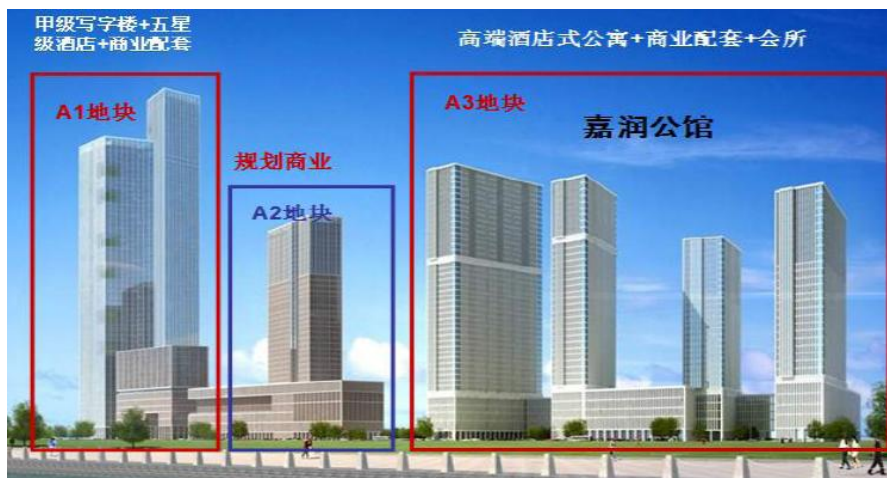
A 期将融国际级甲级写字楼、国际五星级酒店、高端商业中心和国际酒店式公寓等业态于一体。项目具体由 A1、A2、A3 三块地组成：

A1 地块：规划为国际甲级写字楼、五星级酒店，写字楼约 330 米，建筑面积 37 万平米，建成后将作为杭州第一高楼；

A2 地块：规划为服务式酒店公寓及高端商业配套，规划 6 层以下配置约 15 万平方米大型商业广场；

A3 地块：精装修酒店式公寓（嘉润公馆），其为 IOC 首期产品。嘉润公馆项目作为 IOC 的重要组成部分，规划建面 32 万平米，由两栋百米高层、两栋超高层及三组裙楼构成，主力面积为 250-400 平方米、240—400 平方米的高端公寓及 50-100 平方米精装小户型公寓。

图5 杭州 IOC 项目 A 期



资料来源：众安房产 国信证券(香港)

目前，IOC 的 A3 地块（嘉润公馆）主体已经全部结顶，预计于 2014 年下半年竣工交付。

图6 嘉润公馆



资料来源：众安房产 国信证券(香港)

3.2 钱江世纪城未来的潜力较大

IOC 位于钱塘江南岸，杭州绕城公路圈中心，毗邻杭州萧山国际机场，地铁、公路、过江隧道、空港构筑立体交通网络。随着周边的配套逐步升级，未来的升值潜力较大。

图 7 杭州 IOC 周边配套



资料来源：众安房产 国信证券(香港)

3.3 杭州国际办公中心对资产价值的贡献较大

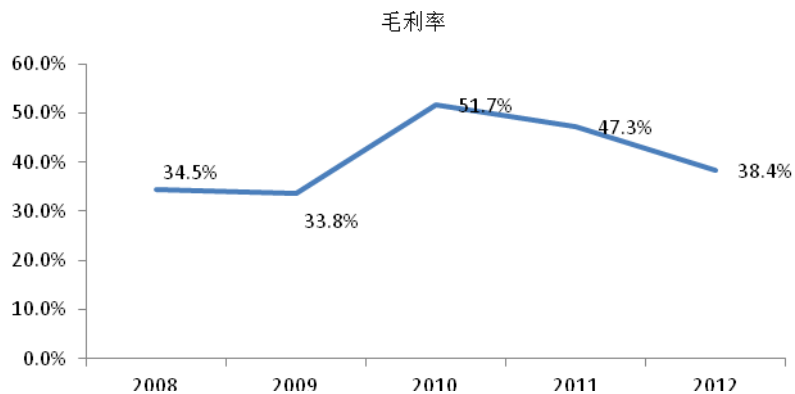
由于该项目的体量大、土地成本低和市场价格较高，因此对于公司的资产重估价值的贡献度较高。我们测算公司的 NAV 为 154.6 亿人民币，而 IOC 的 NAV 为人民币 63.5 亿，占公司 NAV 约 40%。

4 公司管理层积极调整策略

4.1 慢周转策略的得与失

相对于其他内房公司上市之后的快速扩张，公司采取慢周转策略，以期获得较高的毛利和土地升值。从公司的毛利率来看，远高于行业平均水平的 35%。

图 8 公司毛利率

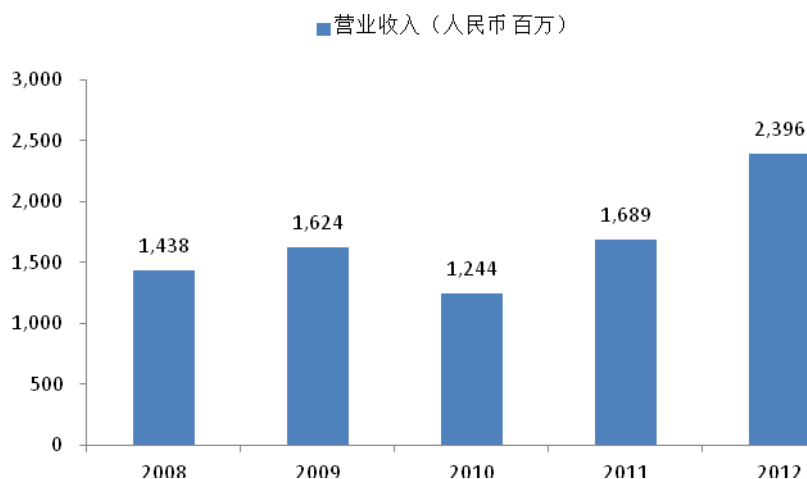


资料来源：众安房产 国信证券(香港)

从公司土地升值的角度来看，公司获得了较大的成功。以杭州办公中心项目 A 期为例，公司 2007 年获得的成本仅为人民币 255 元/平米。随着政府规划的杭州中央商务区的推进，整个片区的配套逐步升级，公司项目获得了较为可观的升值。现时，项目的潜在市场价值为人民币 5000-6000 元/平米。

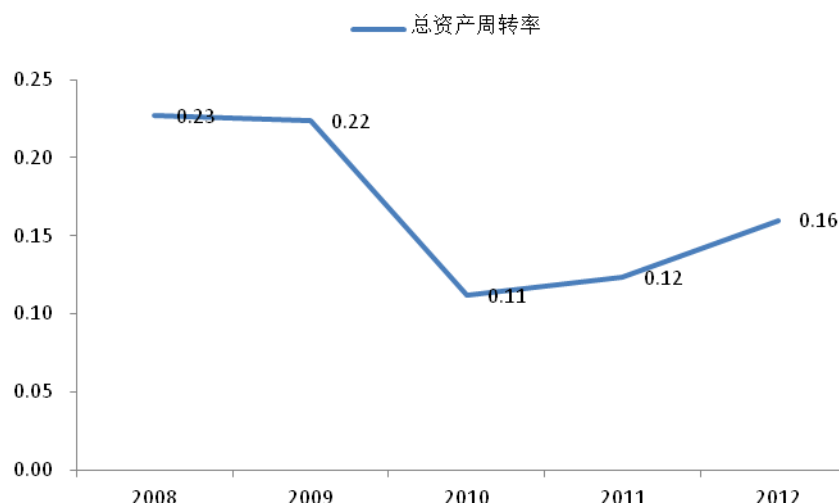
但硬币的另一面，却是公司牺牲了周转率。从公司过往经营业绩来看，营业收入增长缓慢，周转率明显低于同业。

图 9 公司营业收入



资料来源：众安房产 国信证券（香港）

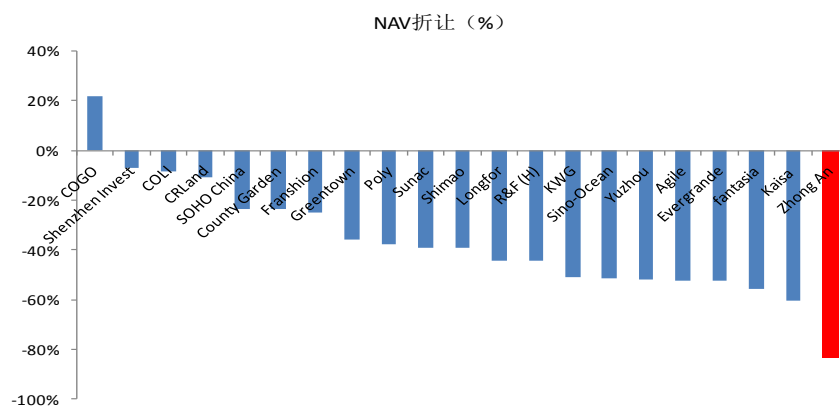
图 10 公司总资产周转率



资料来源：众安房产 国信证券（香港）

由于投资者对于慢周转的小型开发商的未来增长能力的疑虑，因此给予该类公司较高的资产折让。现时，公司 NAV 折让约为 85%，明显高于其他快速开发的上市公司。

图 11 NAV 折让比较



资料来源：上市公司 国信证券（香港）

图 12 公司 NAV 估值

股价 (HK\$)	1.20
估值	单位: (RMB M)
在建项目预期收益的净增值	3,551
土地储备重估权益增值	5,271
出租物业评估净增值	1,238
增发净募资	0
年底帐面净资产	5,397
小计	15,458
股本	2,372
每股净资产值 (RMB)	6.52
估值相对于目前股价溢价%	579%
股价格相对于估值折价%	85.3%

资料来源：众安房产 国信证券（香港）

4.2 公司致力于提高公司周转能力

随着房地产市场的集中度逐步提高，留给众多中小型开发商发展的空间日趋收窄。管理层已充分认识到以往的慢周转策略已不适合公司未来的发展。公司重新对经营策略提出了新的规划，致力于提高公司的周转能力。

首先，公司重整了新的销售团队，凭请了优秀的职业经理人，并在价格调整上给与了一定的灵活性。其次，公司在获取新的土地储备方面，也以能够快速开发为前提。再次，公司进一步规范了公司产品线，以提高楼盘的复制能力。我们认为公司已经选择了正确的发展方向。

4.3 公司重视公司管理的透明度

相对于大型开发商，小型开发商在管理透明度方面存在一定的差距，影响了估值水平。为此，管理层努力完善外部监管和增加对投资者的透明度。公司除凭请了在行业拥有较高知名度的独立董事，还凭请了专业投资者关系团队。

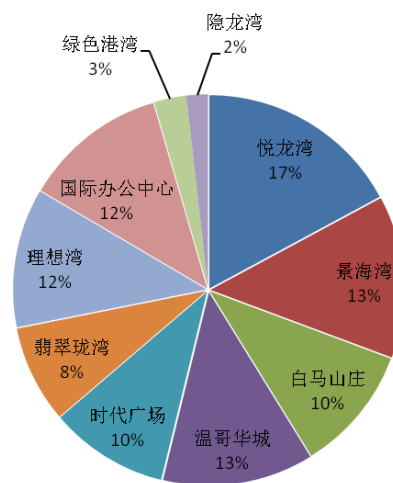
张化桥先生（独立董事）：先后在东方汇理、里昂、汇丰证券等任职。其后加入瑞银华宝证券公司，担任董事总经理兼中国研究部联席主管，曾两年连续获《机构投资者》杂志选为排名第一的中国分析师。2006年3月加入深圳控股，任首席营运官。2009年初离开深圳控股，任瑞银投资银行中国区副总经理。

陈嘉扬先生（首席投资官兼投资者关系总监）：在加入本公司之前，曾于雅居乐地产控股有限公司任资本市场部副总监兼负责人，于金融服务业及投资者关系领域拥有丰富从业经验。

5 2013年可售资源充足，支持公司业绩快速增长

2013年公司在售楼盘将达10个，可售资源货值达人民币110亿，其中悦龙湾、景海湾、温哥华城和国际办公中心分别占17%、13%、13%和12%。

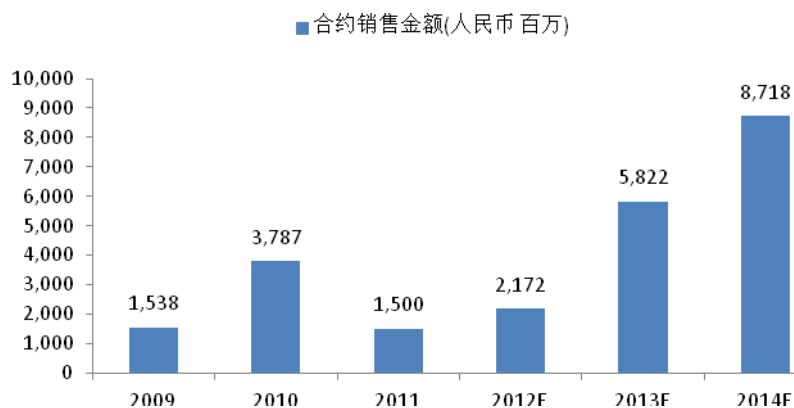
图 13 公司 2013 年可售资源结构



资料来源：众安房产 国信证券(香港)

在长三角房地产市场持续回暖背景下，我们预计 2013-14 年年的公司销售额可到人民币 58.2 亿和 87.2 亿元，同比增长 120%和 50%。

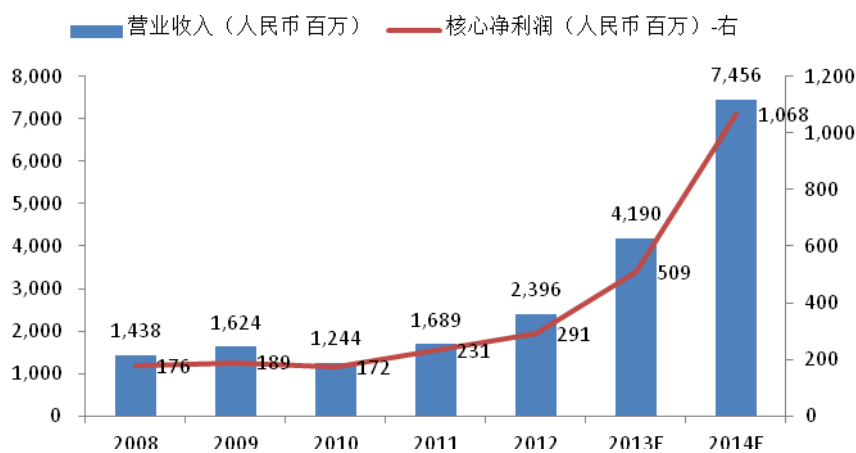
图 14 公司合约销售



资料来源：众安房产 国信证券（香港）

预计 2013-2014 年公司的营业收入分别为人民币 41.9 和 74.6 亿，同比增长 74.9% 和 78.0%。预计 2013-2014 年公司核心净利分别为人民币 5.1 和 10.7 亿，同比增长分别为 75.0% 和 109.6%。2013-2014 年对应的每股收益为人民币 0.22 元和 0.45 元。

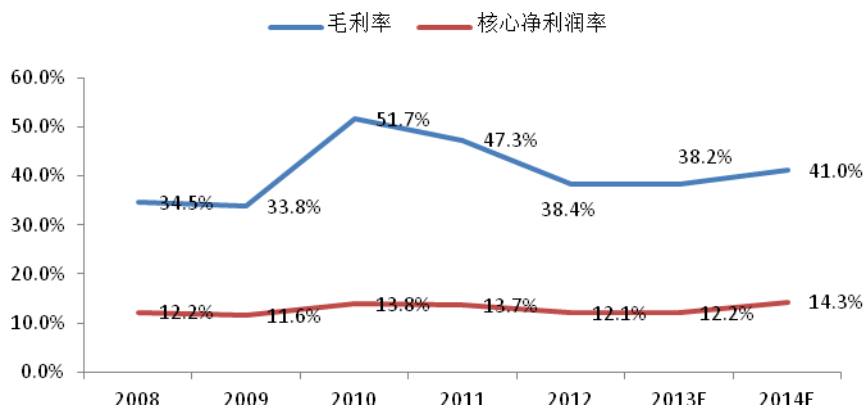
图 15 公司营业收入和核心利润



资料来源：众安房产 国信证券（香港）

预计 2013-2014 毛利率分别为 38.2 和 41.0%，2013-2014 核心净利润率分别为 12.2% 和 14.3%。

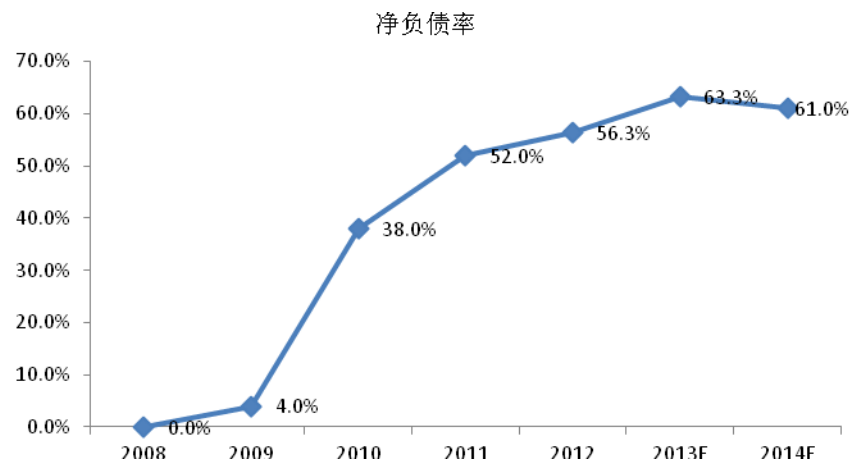
图 16 公司毛利率和核心净利率



资料来源：众安房产 国信证券(香港)

我们预计公司将加快周转，从而有效的回笼现金以控制净负债率。根据我们的测算，2013-14年公司净负债将保持在60%-65%之合理水平。

图 17 公司净负债率



资料来源：众安房产 国信证券(香港)

6 估值与投资建议

当前股价对应的2013-2014年PE为4.5和2.1倍。公司2012年底的NAV为人民币6.53元，目前股价较2012年底资产净值折让85%。

我们首次关注公司，基于对公司未来基本面的乐观，给予“买入”评级，12个月之目标价1.70港元，对应的13-14年动态市盈率分别为6.3倍和3.0倍，较2012年底NAV折让约80%。

7 风险提示

- 7.1 房地产调控政策超预期
- 7.2 公司销售低于预期
- 7.3 项目完工推迟

8 附录

利润表 (人民币 百万)	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	1,244	1,689	2,396	4,190	7,456
营业成本	-601	-890	-1,476	-2,590	-4,396
销售费用	-69	-90	-57	-209	-373
管理费用	-161	-212	-237	-377	-596
财务费用	-3	-0	-4	-26	-28
投资收益	0	-0	-1	0	0
资产减值及公允价值变动	277	160	60	0	0
其他收入与支出	-46	31	16	6	8
利润总额	640	687	697	994	2,071
所得税费用	227	309	307	436	948
少数股东损益	34	27	54	49	56
归属于母公司净利润	380	351	336	509	1,068
核心收益	172	231	291	509	1,068
每股核心收益 (人民币)	0.07	0.10	0.12	0.21	0.45
每股派息 (人民币)	0.00	0.00	0.00	0.05	0.11

资料来源: 众安房产 国信证券 (香港)

资产负债表 (人民币 百万)	2010	2011	2012	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,437	602	1,024	1,409	1,832
应收款项	376	600	220	574	817
存货净额	4,135	6,260	5,109	6,388	7,537
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	5,947	7,463	6,353	8,371	10,187
固定资产	196	227	207	307	407
无形资产及其他	0	0	0	0	0
投资性房地产	1,931	1,996	2,057	2,057	2,057
长期股权投资	0	177	362	362	362
其他长期资产	1,935	850	269	269	269
资产总计	11,139	13,649	14,886	17,004	18,920
短期借款及交易性金融负债	951	1,065	1,739	2,348	2,602
应付款项	1,097	2,094	2,176	2,129	2,625
其他流动负债	2,067	2,795	2,341	2,917	2,626
流动负债合计	4,114	5,954	6,256	7,394	7,854
长期借款及应付债券	1,824	1,990	2,493	2,943	3,493
其他长期负债	387	436	435	535	585
长期负债合计	2,211	2,427	2,928	3,479	4,078
负债合计	6,325	8,381	9,184	10,872	11,932
少数股东权益	178	205	304	353	408
股东权益	4,636	5,063	5,397	5,779	6,580
负债和股东权益总计	11,139	13,649	14,886	17,004	18,920

资料来源: 众安房产 国信证券 (香港)

现金流量表 (人民币 百万)	2010	2011	2012	2013E	2014E
税前利润	640	687	697	994	2,071
折旧摊销	18	21	22	30	36
公允价值变动损失	-277	-160	-60	0	0
财务费用	3	0	4	26	28
银行利息收入	-2	-6	-3	-6	-8
应占联营公司业绩	0	0	1	0	0
营运资本变动	-1,257	-1,296	-963	-1,004	-1,138
税费支出	-173	-128	-186	-436	-948
其它	-342	-304	-85	-49	-55
经营活动现金流	-1,389	-1,186	-574	-446	-15
资本开支	-68	44	-3	-100	-100
其它投资现金流	-411	161	-256	-0	0
投资活动现金流	-479	205	-259	-100	-100
权益性融资	0	47	-3	0	0
负债净变化	1,709	281	1,177	1,059	804
支付股利、利息	0	0	0	-127	-267
其它融资现金流	271	62	169	0	0
融资活动现金流	1,980	391	1,343	932	537
现金净变动	111	-589	510	385	423

资料来源: 众安房产 国信证券 (香港)

关键财务与估值指标 (人民币)	2010	2011	2012	2013E	2014E
每股核心收益	0.07	0.10	0.12	0.21	0.45
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.05	0.11
每股净资产	1.99	2.13	2.28	2.44	2.77
ROE	8%	7%	6%	9%	16%
毛利率	52%	47%	38%	38%	41%
核心净利润率	14%	14%	12%	12%	14%
EBIT Margin	33%	29%	26%	24%	28%
EBITDA Margin	33%	29%	26%	24%	28%
收入增长	-23%	36%	42%	75%	78%
核心收益增长率	-9%	34%	26%	75%	110%
净负债率	28%	47%	56%	63%	61%
资产负债率	57%	61%	62%	64%	63%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	11.1%
P/E	13.4	10.2	7.0	5.8	2.8
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	20.9	21.6	18.5	13.0	6.8

资料来源: 众安房产 国信证券 (香港)

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

Buy: A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Neutral: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

Sell: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

Sector Ratings:

Buy: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

Neutral: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

Sell: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

行业评级

买入：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。