

**富邦港股研究**

2013年4月22日

**眾安房產 (672 HK)**

低廉成本、黃金地段、快速開發：盈利動能三大祕方

**買進**
**市價**  
 HK\$ 1.23

**目標價**  
 HK\$ 1.88

- 訪談摘要
- 公司近況
- 獲利調整
- 初次評論
- 獲利檢視
- 評等調整

流通在外股數(百萬)	2,372
市值(百萬港幣)	2,917
市值(百萬美元)	376
3月均價(百萬港幣)	2.68
自由流通比率	31.2%
大股東持股率	施侃成 68.79%
52週高價(港幣)	1.65
52週低價(港幣)	0.74

**財務概要**

年終日：12月31日

百萬人民幣	2012	2013F	2014F	2015F
營收淨額	2,396	2,924	5,215	9,003
營業毛利	919	1,381	2,419	4,728
EBITDA	577	689	815	1,555
稅前淨利	687	697	957	1,721
稅後淨利	336	523	898	1,642
核心淨利	313	400	756	1,451
每股核心淨利(人民幣)	0.13	0.17	0.32	0.61
每股賬面淨值(人民幣)	2.28	2.50	2.84	3.48
每股現金股利(人民幣)	-	0.03	0.06	0.10
本益比(x)	7.5	5.9	3.1	1.6
本淨比(x)	0.4	0.4	0.3	0.3
現金股利殖利率(%)	0.0	3.4	5.8	10.5
EV/EBITDA(x)	7.3	7.4	3.7	1.9
總資產報酬率(%)	2	2	3	4
淨值報酬率(%)	5	6	7	12
資本報酬率(%)	3	4	4	7

來源：富邦證券（香港）

沈家超, CFA, FRM

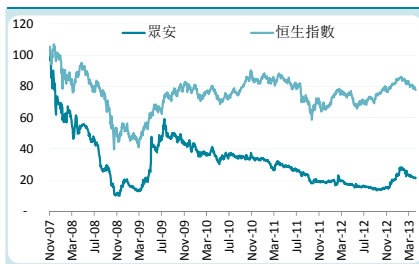
(852) 2881 4573

kar1.shen@fubon.com

- **土地成本低廉仍為核心競爭優勢**：由於公司管理層獵地策略謹慎，眾安仍擁有土地成本低廉的核心競爭優勢。截至2013年3月13日，眾安手上共有720萬平方米建築面積的土地儲備，每平方米的平均樓面土地成本僅927人民幣。
- **國際辦公中心是錢江世紀城的瑰寶**：眾安的旗艦項目國際辦公中心（IOC）位於大杭州核心地區的蕭山錢江世紀城CBD之核心位置，每平方米的樓面土地成本僅255人民幣，但平均售價預計有望超過每平方米20,000人民幣。
- **策略轉型帶動資產週轉率提高**：眾安過去較著重中高檔房地產市場，致使資產週轉率較低，未來公司將增加針對剛性需求者的產品比重，從而有助提振資產週轉率，也能降低政策緊縮調控的衝擊。
- **以投資型物業做多元發展**：除了加快房地產開發速度以外，眾安也將持續開發並持有更多投資型物業，其長期目標為投資型物業的營收比重從2012年5%提高到15%。投資型物業除了貢獻穩定的現金流量以外，也讓眾安更容易取得融資。
- **逢低買進**：考量眾安的經營歷史和規模，我們賦予目標價1.88港幣，我們在算出NAV預估值4.71港幣後以保守的60%折價計算此目標價。眾安目前股價比富邦NAV預估值低74%，1.88港幣目標價隱含53%上漲空間，此外目前股價13年本益比僅5.9倍，13年本淨比僅0.4倍，兩者皆位居歷史平均值-1個標準差位置，股價具上漲契機。

**內容**

低土地成本仍為核心競爭優勢.....	2
公司於杭州蕭山區具有深厚的發展潛力.....	5
策略轉型帶動資產週轉率提高.....	7
盈利能力及主要營運指標保持穩健.....	11
NAV概要與情境模擬分析.....	13

**股價及相對大盤績效圖**


來源：富邦證券（香港）

**未來12個月本益比區間圖**


來源：富邦證券（香港）

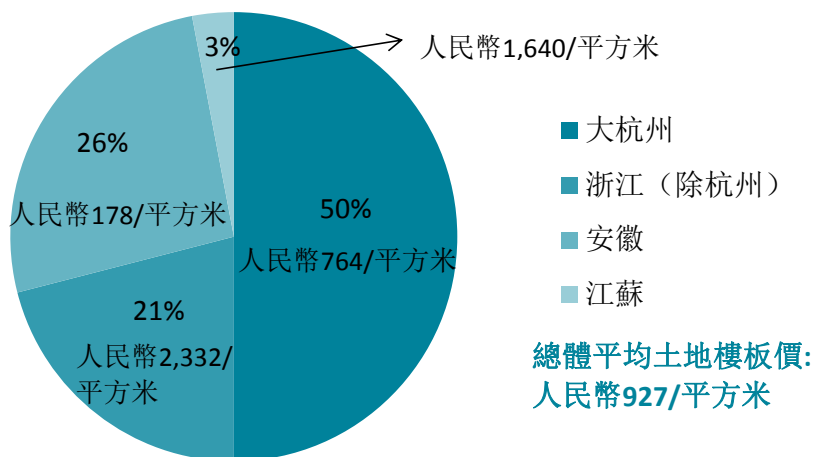
**未來12個月本淨比區間圖**


S 來源：富邦證券（香港）

## 低土地成本仍為核心競爭優勢

由於公司獵地策略謹慎，眾安仍擁有土地成本低廉的核心競爭優勢。從 2007 年掛牌上市以來，眾安共取得 290 萬平方米土地，每平方米平均購地成本為 2,104 人民幣，而截至 2013 年 3 月 13 日，眾安手上共有 7.2 萬平方米土地，每平方米平均成本僅 927 人民幣。

眾安土地儲備按地區分類及成本 (於 2013 年 3 月 13 日)



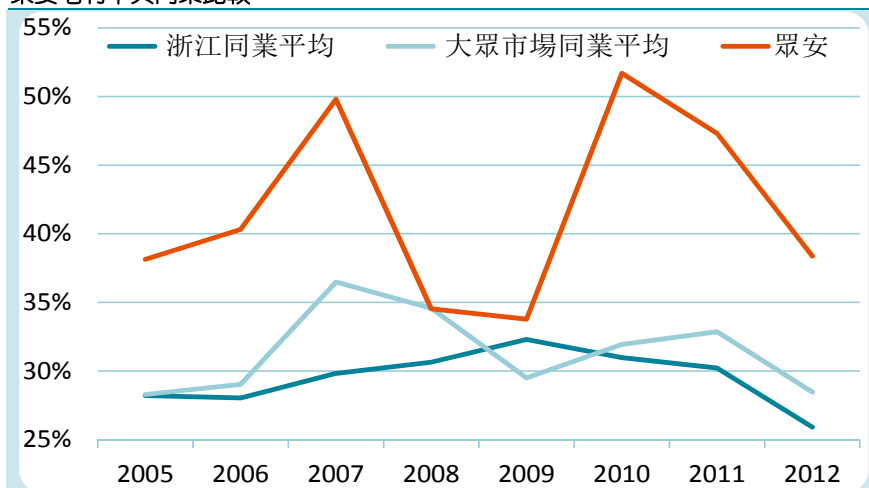
來源：公司，富邦證券（香港）

### 自 2007 年上市以來土地收購

年份	城市/區/項目名	建築面積 (千平方米)	總價 (百萬人民幣)	均價 (人民幣/平方米)
2008	杭州/蕭山/隱龍灣	242	360	1,488
2009	杭州/淳安/千島湖項目	35	215	6,212
2009	杭州/小和山/白馬山莊	243	550	2,259
2010	寧波/余姚/悅龍灣、翡翠瓏灣、時代廣場	1,130	3,549	3,141
2010	杭州/臨平/理想灣	539	834	1,548
2011	蘇州/工業園區/金雞湖項目	222	363	1,640
2013	寧波/慈溪/龍山新城項目	494	238	482
<b>總計</b>		<b>2,905</b>	<b>6,110</b>	<b>2,104</b>

來源：公司

### 眾安毛利率與同業比較



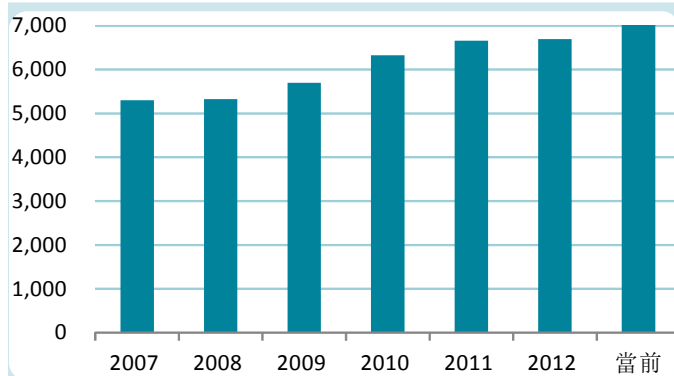
來源：公司，富邦證券（香港）

眾安較低的土地成本導致其毛利率較同業平均略高

## 公司將維持謹慎的土地儲備策略

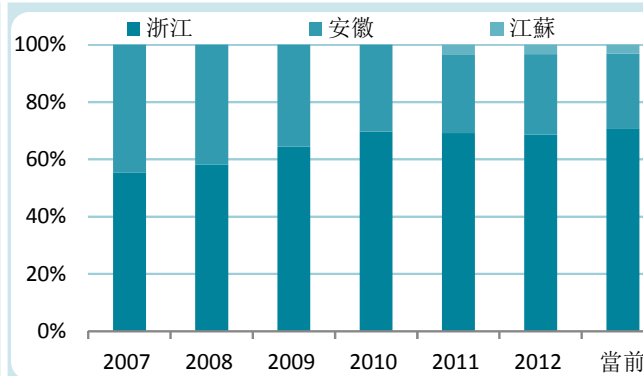
截至 2013 年 3 月 13 日，眾安的土地儲備建築面積達到 720 萬平方米，其中 81% 為住宅、16% 為商業/辦公用途、3% 為酒店。眾安目前毋須支付任何土地出让金。

歷史土地儲備（千平方米）



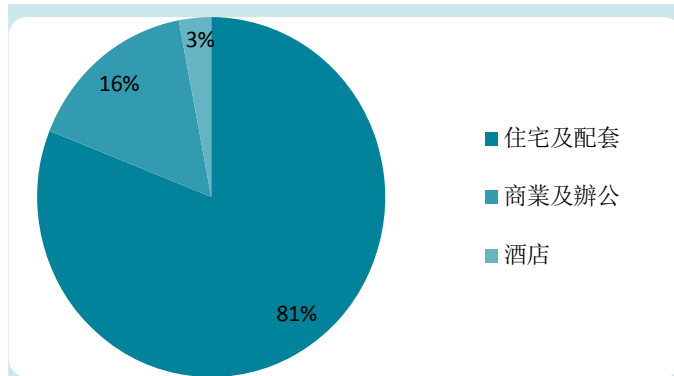
來源：公司，富邦證券（香港）

土地儲備各省比例



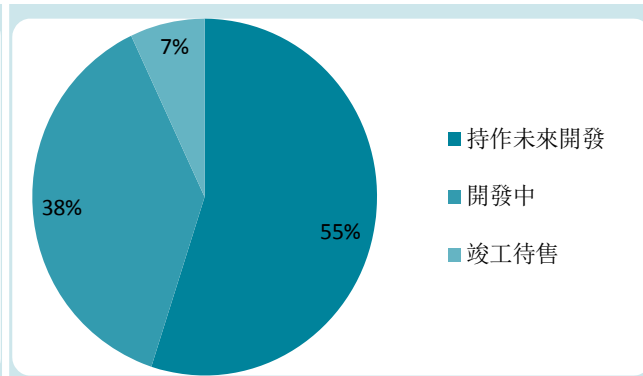
來源：公司，富邦證券（香港）

土地儲備按規劃性質分類（於 2013 年 3 月 13 日）



來源：公司，富邦證券（香港）

土地儲備按開發階段分類（於 2013 年 3 月 13 日）



來源：公司，富邦證券（香港）

土地儲備按城市明細（於 2013 年 3 月 13 日），千平方米

城市 / 省	土地儲備	佔比	平均成本 (人民幣 / 平方米)	包括投資物業	土地儲備按開發階段分類*			土地儲備按規劃性質分類*		
					竣工待售	開發中	持作未來開發	住宅及配套	酒店	商業及辦公
杭州 / 浙江	3,580	50%	764	2,161	101	1,387	2,091	1,424	60	2,097
寧波 / 浙江	1,508	21%	2,332	313	80	933	494	1,051	74	382
合肥 / 安徽	784	11%	471	-	25	90	669	784	-	-
淮北 / 安徽	1,093	15%	35	183	301	59	733	891	59	143
蘇州 / 江蘇	222	3%	1,640	133	-	222	-	95	37	90
<b>總計</b>	<b>7,186</b>	<b>100%</b>	<b>927</b>	<b>2,790</b>	<b>508</b>	<b>2,691</b>	<b>3,987</b>	<b>4,245</b>	<b>229</b>	<b>2,712</b>

來源：公司，富邦證券（香港）

**未來外來土地獲取標準：**

縣市人口 > 100 萬  
 人均 GDP > 5,000 美元  
 容積率 1.5-2.5  
 建築面積 10-50 萬平方米 } 適合快速開發  
 高鐵車站或縣市中心 1 小時車程內為宜

未來眾安將繼續其審慎的獵地策略，也會尋求中小型土地，補足並強化其儲備結構，以便快速開發並提供更多產品給剛性需求者，此外眾安在長江三角洲較富裕的 2/3 線城市及富有縣市的知名度和經營優勢較高，未來購地目標仍以上述地區為主。

## 蕭山 vs 浦東 | 錢江世紀城 vs 陸家嘴

### 杭州蕭山區



來源：Google 地圖

眾安多數杭州的項目位於蕭山區，蕭山區位於杭州傳統主城南邊，由杭州的母親河錢塘江一分為二。杭州的蕭山區與上海市的浦東區相似。浦東位於上海傳統市中心浦西的東邊，兩者以上海市的動脈黃埔江所分隔。

蕭山區於 2001 年 3 月蕭山市被規劃為杭州市特區之一時成立。隨後在杭州市政府支持及政策支持下，蕭山區展現出高速的經濟成長。杭州市政府希望將蕭山區打造成杭州另一具經濟引擎，就像上海浦東一樣。

### 上海浦東新區



來源：Google 地圖

錢江世紀城中央商務區位於蕭山區最核心的地區，與上海浦東的陸家嘴中央商務區類似。錢江世紀城中央商務區與錢江新城中央商務區隔江相望，有許多交通要道穿越其中，我們預計未來數年，錢江世紀城和錢江新城將一同成為杭州的經濟與商業雙中心，如同上海的陸家嘴和外灘一般。

### 杭州錢江世紀城與錢江新城



來源：公司

### 上海陸家嘴與外灘



來源：公司

上海浦東陸家嘴中央商務區周邊高端樓盤房價在過去十幾年間，不斷追趕並超越浦西外灘周邊類似物業價格。目前錢江新城房價大約比錢江世紀城高出 1-2 倍，但我們預計在今後數年，錢江世紀城周邊房價也將經歷類似陸家嘴的過程，尤其在主要交通幹線及公共設施落成之後。

### 上海黃浦江沿岸高端樓盤估計均價（人民幣/平方米）

CBD	項目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
陸家嘴	世茂濱江花園	20,129	21,212	19,309	21,151	31,902	36,141	40,380	81,320	79,080	72,010
陸家嘴	湯臣一品			100,000	110,000	120,000	130,000	136,667	143,333	150,000	160,000
陸家嘴	仁恒濱江園	16,000	20,000	22,000	25,000	30,000	35,000	40,000	50,000	55,000	60,000
外灘	綠城黃浦灣							80,000	90,000	100,000	110,000
外灘	華潤外灘九里							80,000	100,000	101,111	88,906
外灘	華潤上海灘花園			18,458	20,869	27,425	33,835	63,361	96,325	100,000	63,244

來源：公司，搜房，富邦證券（香港） 注：某些大幅價格變動可能源於產品結構變化

## 公司於杭州蕭山區具有深厚的發展潛力

### 大杭州 (2012)

人口：880 萬  
 城市化率：74.3%  
 國內生產總值(GDP)：7,804 亿人民币  
 GDP 實際增長：9.0%  
 人均可支配收入：41,842 人民幣  
 人均可支配收入實際增長：7.4%  
 城鎮人均居住面積：34.39 平方米

### IOC 項目 GAV

類型	GAV (百萬港幣)	GAV 佔比
R	763	5%
O/C	3,692	25%
H	514	3%
Sum	4,969	33%

來源：富邦證券 (香港)

R: 住宅及配套

O/C: 商業及辦公

H: 酒店

### 蕭山區 (2012)

人口：150 萬  
 城市化率：66.31%  
 國內生產總值(GDP)：1,612 亿人民币  
 GDP 實際增長：10.1%  
 人均可支配收入：40,570 人民幣  
 人均可支配收入實際增長：9.1%  
 城鎮人均居住面積：40.52 平方米



來源：公司，百度地圖，富邦證券 (香港)

### 錢江世紀城及周邊主要交通設施

機場	杭州蕭山國際機場、機場高速 (20-30 分鐘至機場)
城際高速公路	滬杭甬、杭寧、杭金衢、滬昆
地鐵	1 號線 (建成)、2 號線 (在建)、6/7 號線 (規劃中)
隧道	慶春路隧道、青年路隧道及望江路隧道 (規劃中)
大橋	中河高架橋、彭埠大橋 (錢江二橋)、西興大橋 (錢江三橋)
幹線	江南大道、市心北路、風情大道、時代大道等

來源：公司，百度地圖

## 國際辦公中心是錢江世紀城的瑰寶

地鐵2號線於2013年底完工後，該地區土地價值將大幅攀升，眾安預計屆時開始銷售國際辦公中心A3期，可望從土地升值中獲得更多獲利。

眾安的旗艦綜合物業國際辦公中心(IOC)位於錢江世紀城最核心的地區，走路至地鐵2號線(將於2013年底完工)和6號線(規劃中)地鐵站僅需5分鐘時間。此物業距錢塘江僅數百米，因此擁有極佳的河景視野。

國際辦公中心與錢江新城之間有兩條隧道相連，駕車數分鐘即可到達對岸有大劇院，萬象城，來福士廣場和其他地標建築的繁華區。

杭州興建中的奧體博覽城位於國際辦公中心西邊，2015年完工後奧體博覽城將成為杭州的運動、文化、休閒及商業地標。

### IOC 項目及周邊設施



來源：公司，富邦證券（香港）

### IOC 項目 A 期規劃

期	建築面積(除地下)	竣工日期
A3	公寓：20.3 萬平方米 2 幢 40—100 平米精品服務式公寓	2014 年 12 月*
	2 幢 200—400 平米一线江景 風尚公館 商舖：3.5 萬平方米	
A2	甲級寫字樓：6.5 萬平方米 商舖：4.0 萬平方米	2017 年 10 月*
	甲級寫字樓：18 萬平方米 五星級酒店：6 萬平方米 商舖：7 萬平方米	

來源：公司 \*預計，可能變化

眾安可能持有國際辦公中心部分服務式公寓作為投資型物業，此舉不但可避免繳納高額土地增值稅、也能享有租金快速成長和巨幅增值等利益。國際辦公中心項目共包含 A/B/C 三期，A 期建築面積約 85 萬平方米，且可分為 A1、A2 和 A3 三個子期。

A 期每平方米的土地成本僅 255 人民幣，B/C 期為 348 人民幣。而龍湖地產於 2012 年 8 月取得鄰近土地的每平方米成本高達 9,504 人民幣。假設每平方米興建成本為 5,000 人民幣，則龍湖的公寓單價必須超過 20,000 人民幣才能較為獲利，但眾安 IOC 物業地點比龍湖項目為佳，因此可望獲得更多溢價。

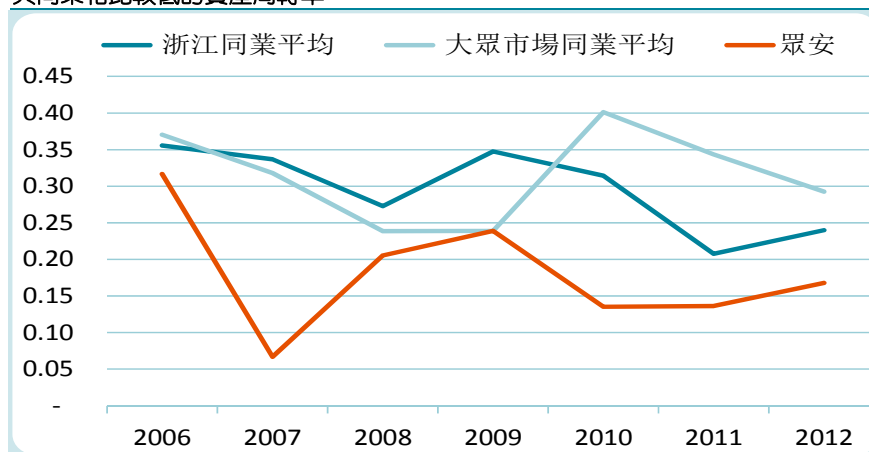
## 策略轉型帶動資產週轉率提高

我們預計眾安的資產週轉率於 2013 年及之後會改善，從而帶來更高的淨值報酬率。

詳細預測請參見文後財務分析部分。

眾安過去較著重中高檔房地產，但中高檔市場銷售速度較慢，開發週期也較長，致使資產週轉率偏低，加上中央政府於 2011 年推出許多針對 1/2 線城市的房地產緊縮政策，意欲壓抑房市的投資/投機需求，而中高檔房地產買家多為投資者或投機者，導致市場深受打擊。眾安也受到緊縮政策的影響，2011 年合同銷售同比重挫 52%。

### 與同業相比較低的資產週轉率

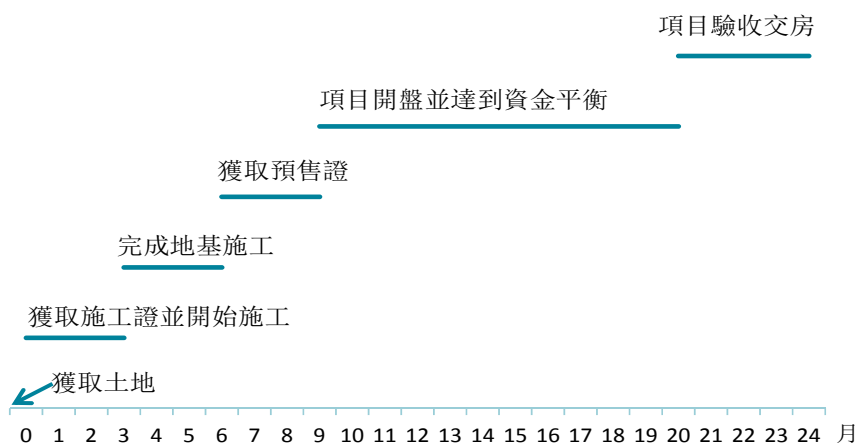


來源：公司，富邦證券（香港）

眾安計劃購買更多適合快速開發、容積率佳的中小型土地，並建更多適合剛性需求者（首次置業及改善性置業）的公寓。

眾安計劃加快物業開發進度，未來將採“以合理價格購買土地並銷售產品：快速開發並預售”的策略提高營運績效和資產週轉率。公司方面提出一項具體的開發週期方針：取得土地後 3 個月內開始興建、6 個月內完成地基施工、8-12 個月開盤並達到資金平衡，此方針將使整體開發週期從 3-4 年縮短至 2-3 年左右。

### 加速後建設週期（例）



來源：公司，富邦證券（香港）

此外，眾安將更著重大眾市場，未來將增加給剛性需求者的產品比重，此舉不但能拉高資產週轉率、也能降低針對投資/投機需求的打房政策影響。

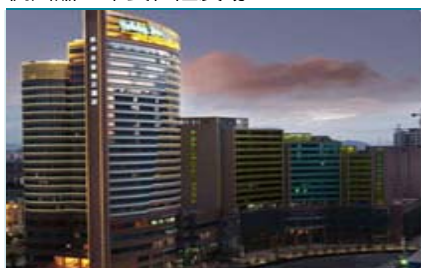
## 以投資型物業做多元發展

除了開發住宅不動產以外，眾安也會開發高檔購物中心、甲級辦公大樓、服務式公寓和酒店做為投資型物業，主要的商業及辦公投資型物業包括杭州恒隆廣場，寧波時代廣場，蘇州金雞湖項目，杭州國際辦公中心及杭州匯豐廣場。

目前主要營運的投資型物業是杭州恒隆廣場，其 2012 年購物中心的出租率高達 98%（2011 年為 99%）、辦公大樓出租率也有 87%（2011 年為 78%），租金收入比 2011 年微幅增長。2007 年恒隆廣場推出後吸引許多知名企業品牌進駐，也成為杭州市最繁華的綜合式項目之一。眾安其他四個主要投資型物業項目仍在興建或規劃中。

目前唯一營運中的酒店是位於恒隆廣場的眾安假日酒店，其 2011/2012 年入住率皆持穩於 51%/50%。眾安目前有五個興建或規劃中的五星級酒店，將於 2015-2017 年陸續開幕。

### 杭州蕭山眾安恒隆廣場



來源：公司

### 主要投資物業——商業，辦公及服務式公寓

項目名稱	位置	建築面積（千平方米）	目前進度	實際/計劃開業時間
杭州·眾安恒隆廣場	蕭山區中心	約 170	營運	2007
寧波·眾安時代廣場	余姚市核心區	約 320	在建	2015
蘇州·眾安金雞湖項目	蘇州工業園區	約 140	在建	2016
杭州·眾安國際辦公中心	蕭山錢江世紀城	約 550	在建	2017
杭州·眾安匯豐廣場	蕭山區中心	約 13	前期	待定

來源：公司，富邦證券（香港）

### 主要投資物業——酒店

酒店名稱/品牌   所屬項目	客房數量	星級	目前進度	實際/計劃開業時間
杭州蕭山·眾安假日酒店   恒隆廣場	417	四星	營運	2007
寧波余姚·眾安希爾頓逸林酒店   時代廣場	約 350	五星	在建	2015
安徽淮北·眾安酒店   溫哥華城	約 230	五星	在建	2016
杭州千島湖·眾安酒店   山水逸苑	約 301	五星	前期	2016
蘇州金雞湖·眾安 JW 萬豪酒店   金雞湖項目	約 298	五星	規劃	2017
杭州錢江世紀城·眾安費爾蒙酒店   國際辦公中心	約 300	五星	規劃	2017

來源：公司，富邦證券（香港）

### 投資物業土地儲備與 GAV/NAV 分佈

類型	土地儲備佔比	GAV 佔比	NAV 佔比
O/C/SA	16%	41%	56%
H	3%	22%	30%

來源：富邦證券（香港）

O/C/SA：辦公/商業/服務式公寓

H：酒店

目前眾安的土地庫存中有 19% 為投資型物業，但佔 GAV 和 NAV 的比重卻較高，公司的長期目標為投資型物業營收比重從 2012 年 5% 提高到 15%。

眾安未來將持續開發並持有更多投資型物業，長期目標為投資型物業營收比重從 2012 年 5% 提高到 15%，我們認為投資型物業增加除了貢獻穩定的現金流量以外，也讓眾安更容易取得融資、也能提供住宅物業綜效價值。



## 立足長三角地區，建立卓越品牌

### 眾安在長江三角洲城市分佈



來源：公司

自 1997 年成立以來，眾安房產逐漸在長三角地區建立其高品質房產品牌聲譽，開發經驗逾 15 年。2007 年 11 月，眾安房產在港交所主板掛牌，成為浙江省第二家在香港主板上市的房產企業，並創下當時房企在港 IPO 融資金額之前列。公司總部設於杭州，迄今已進入浙江、安徽、江蘇等省份，土地儲備總面積 720 萬平方米。

眾安房產主要開發中高端住宅，本身亦持有購物中心、辦公樓、酒店、服務式公寓等投資物業。

眾安房產追求開發專案的高品質，尤其專注於技術創新、結構完整、環境和諧以及景觀效果，如此對高品質的堅持使集團年年榮獲眾多知名機構與組織的肯定，例如 2012 年中國房地產百強企業一百強之星、2012 年中國房地產上市公司綜合實力百強、2012 浙江房地產品牌 20 強等。

眾安在業界取得如此令人矚目的成就，其經驗豐富的管理團隊功不可沒。在施侃成先生的領導下，公司另有 3 位執行董事：樓一飛先生、沈條娟女士、張堅鋼先生。眾安的資深管理團隊平均擁有 15 年房地產開發經驗。

施侃成（又名施中安），50 歲，為公司主席兼首席執行官和若干附屬公司的董事。在創建眾安之前，施先生歷任杭州蕭山區（原稱蕭山市）財政稅務局稅務專員和銀河房地產開發總經理。他完成了諸多國際著名學府提供的會計及管理課程，並取得了 EMBA 學歷。施先生是眾安的最終控股股東，於 2012 年年底擁有 658.79% 股份。施先生於房地產開發及房地產投資方面擁有逾 20 年經驗。

### 施侃成先生（主席兼首席執行官）



來源：公司

樓一飛先生，63 歲，主要負責本集團的營運及項目管理。他在 2006 年加入眾安前，曾於 2000 年至 2006 年擔任萊茵達房地產有限公司之副總裁和工程部經理，並於 1994 年至 2000 年出任銀河。他自 1984 年至 1994 年效力於杭州蕭山區一個政府部門，主要負責基建施工管理。樓先生於建築營運及房地產開發管理方面擁有 34 年經驗。

沈條娟女士，50 歲，主要負責本集團的財務運作和財務管理。她在 1997 年加入眾安前，曾於 1995 年至 1997 年擔任白天鵝實業有限公司之會計主管、於 1994 年擔任杭州華凌電器有限公司之會計主管，以及於 1980 年至 1993 年擔任杭州光華化纖廠的總會計師及財務經理。沈女士於房地產開發財務運作方面具有 31 年經驗。

張堅鋼，43 歲，主要負責戰略執行和經營管理。他在 2003 年加入眾安前，曾於 1995 年至 2003 年先後擔任銀河房地產開發辦公室主任、總經理助理和副總經理。張先生從事建築房地產開發方面有 18 年經驗。

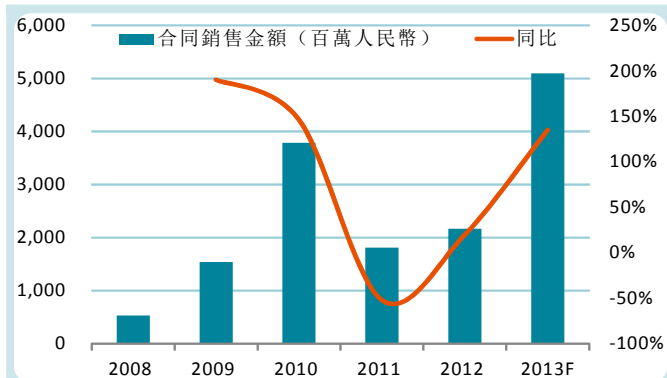
眾安邀請了 4 位知名人士擔任獨立非執行董事，包括 2013 年 1 月加入的張化橋先生。張先生在資本市場經驗豐富，人脈廣博。另外，眾安邀請陳嘉揚先生擔任首席投資官兼投資者關係總監，陳先生亦在資本市場廣聚人脈。他們必將為眾安提供更多投資者關注，並累積市場認可。

## 13年起物業銷售有望強勁增長

衆安 2013 年一季度錄得合同銷售額人民幣 6.48 億元，較上年同期大增 613%，合同銷售面積也同比大幅成長 669%至 6.485 萬平方米，合同銷售均價為每平方米人民幣 9,993 元。衆安預估 2013 年上半年合同銷售額占全年銷售額 30%左右。

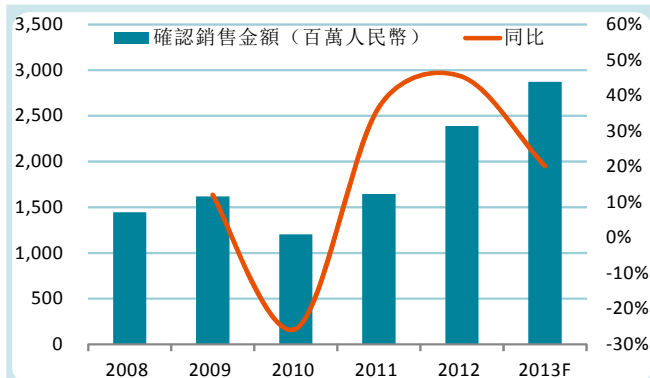
由於可供銷售的項目減少、加上房市調控政策的影響，衆安過去 2 個年度物業銷售表現溫和。然而，整體房地產市場已開始反彈，隨著更多樓盤項目上市，衆安可供銷售的項目陸續竣工或接近竣工階段，潛在買家信心提升，公司的高端項目尤具吸引力，我們預期衆安 2013 年及之後的銷售將逐步提振。

### 合同銷售金額



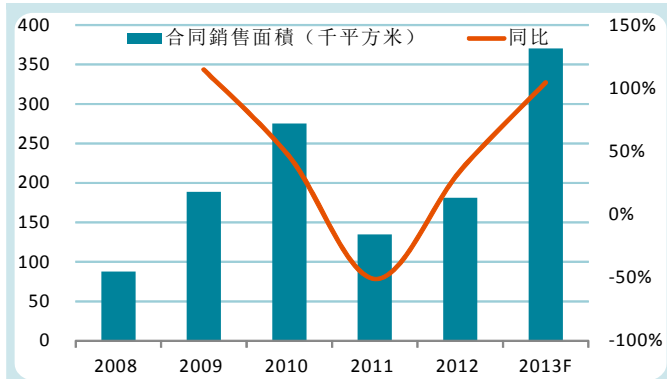
來源：公司，富邦證券（香港）

### 確認銷售金額



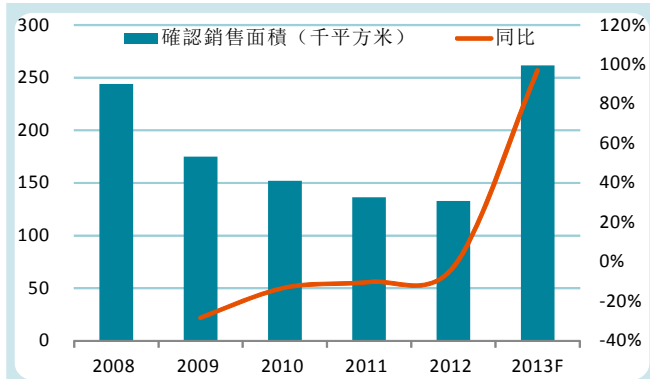
來源：公司，富邦證券（香港）

### 合同銷售面積



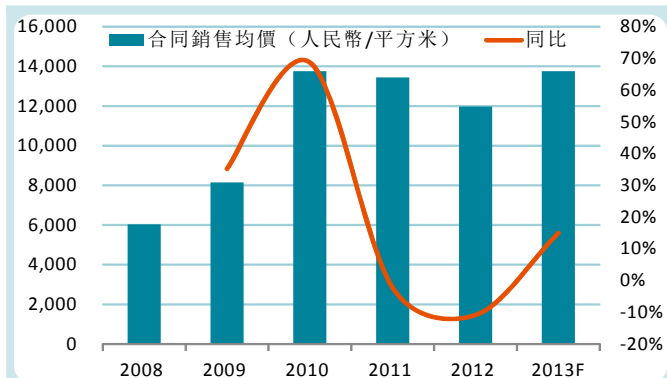
來源：公司，富邦證券（香港）

### 確認銷售面積



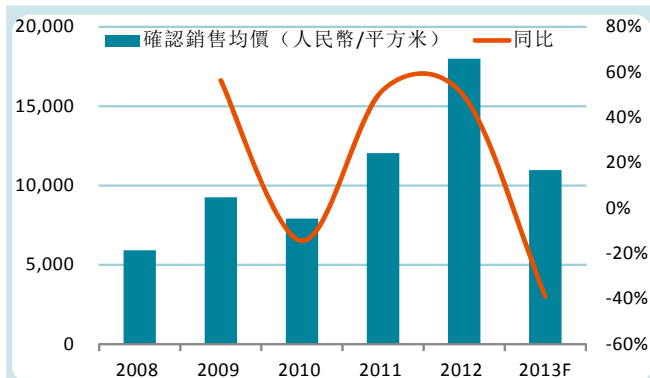
來源：公司，富邦證券（香港）

### 合同銷售均價



來源：公司，富邦證券（香港）

### 確認銷售均價



來源：公司，富邦證券（香港）

## 盈利能力及主要營運指標保持穩健

如前文所述，眾安擁有低土地成本優勢，因此享有較高的利潤率，優於多數同業水準。此外，主要營運指標顯示公司營運槓桿溫和，各項財務比率穩健。由於公司轉向快速開發模式、同時優化產品組合，以帶動銷售提速，其資產周轉率預計將逐步改善，進而推升 ROE/ROA/ROCE 等報酬率指標。

盈利性分析												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
毛利潤率	33%	38%	40%	50%	35%	34%	52%	47%	38%	47%	46%	53%
EBITDA 利潤率	23%	22%	32%	22%	22%	24%	33%	34%	29%	28%	30%	36%
<b>EBIT 利潤率</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>	<b>31%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>31%</b>	<b>33%</b>	<b>28%</b>	<b>27%</b>	<b>29%</b>	<b>36%</b>
稅前利潤率	33%	41%	30%	147%	31%	41%	51%	41%	29%	33%	33%	39%
淨利潤率	14%	19%	12%	119%	18%	25%	31%	21%	14%	18%	17%	18%
<b>核心淨利潤率</b>	<b>7%</b>	<b>3%</b>	<b>9%</b>	<b>32%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>

來源：富邦證券（香港）

主要營運指標												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
總負債率	70%	342%	276%	33%	16%	24%	58%	58%	74%	73%	77%	77%
<b>淨負債率</b>	<b>59%</b>	<b>215%</b>	<b>223%</b>	<b>n/c**</b>	<b>n/c**</b>	<b>4%</b>	<b>37%</b>	<b>50%</b>	<b>59%</b>	<b>51%</b>	<b>48%</b>	<b>53%</b>
償付利息能力 (x)	7.5	2.1	2.8	0.7	4.1	8.5	3.6	2.6	1.8	2.4	3.7	6.4
償付利息及短期負債能力 (x)	0.5	0.1	0.6	0.1	1.4	1.7	0.4	0.4	0.3	0.5	0.9	1.5
<b>流動比率 (x)</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>2.7</b>	<b>4.1</b>	<b>4.4</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>
速動比率 (x)	0.9	1.0	1.3	2.1	3.1	3.8	1.7	1.3	1.6	1.6	1.6	1.5
總資產報酬率 ROA*	2%	0%	3%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	4%	5%
<b>淨值報酬率 ROE*</b>	<b>13%</b>	<b>4%</b>	<b>30%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>12%</b>	<b>19%</b>
資本報酬率 ROCE*	22%	2%	10%	4%	4%	4%	3%	3%	4%	4%	7%	11%

來源：富邦證券（香港）

\*基於核心淨利潤 \*\*n/c 代表淨現金

杜邦分析												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
核心淨利潤/銷售收入	7%	3%	9%	32%	12%	12%	15%	15%	13%	14%	14%	16%
銷售收入/總資產	0.2	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
總資產/總權益	7.6	9.4	10.8	2.4	1.8	1.7	2.1	2.6	2.7	2.8	3.1	3.5
<b>淨值報酬率 ROE*</b>	<b>13%</b>	<b>4%</b>	<b>30%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>	<b>7%</b>	<b>12%</b>	<b>19%</b>

來源：富邦證券（香港）

\*基於核心淨利潤

資產運用狀況												
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
<b>資產周轉率 (x)</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>
應收賬款天數	533	1,194	400	2,148	620	445	1,582	2,117	1,392	1,217	698	483
庫存周轉天數	315	401	139	669	204	130	123	105	62	46	41	37
應付賬款天數	169	204	972	131	316	528	103	198	2,147	461	228	146
現金循環周期天數	1,017	1,799	1,511	2,948	1,140	1,102	1,808	2,421	3,602	1,723	966	666

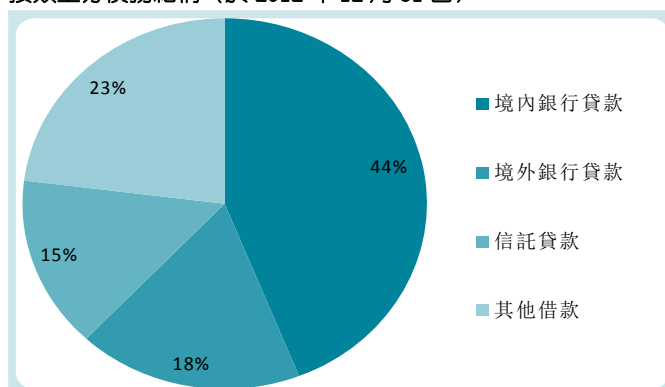
來源：富邦證券（香港）

## 財務狀況保持穩健

截至 2012 年底，眾安總負債有人民幣 42.3 億元，其中 44% 來自境內銀行貸款、18% 來自境外銀行貸款、15% 為信託貸款、23% 為其他借款。到期日方面，41% 負債為 1 年內或按要求時、31% 為 1-2 年、23% 為 2-5 年、5% 為 5 年以上。

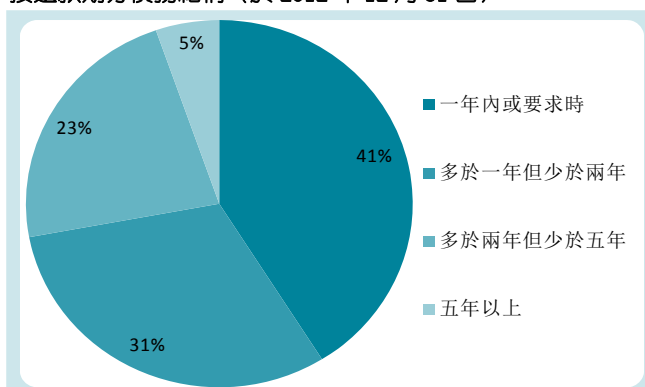
雖然眾安 41% 的負債到期日在 1 年內，但公司應無支付上的問題，因為在必要情況下，眾安可重新磋商銀行貸款，而信託貸款也可再融資。此外，我們預期眾安合同銷售強勁，也有助保護其財務穩健度。

按類型分債務結構（於 2012 年 12 月 31 日）



來源：公司，富邦證券（香港）

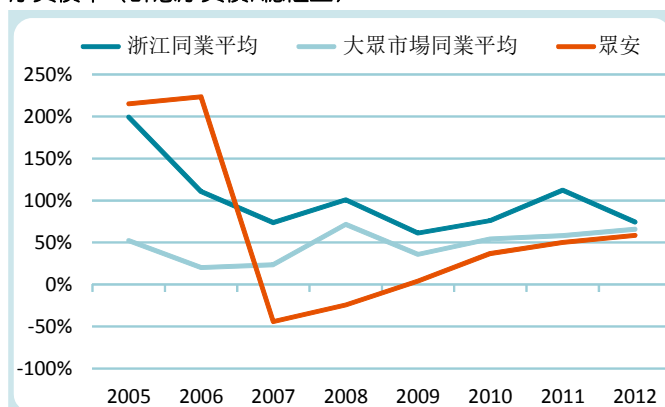
按還款期分債務結構（於 2012 年 12 月 31 日）



來源：公司，富邦證券（香港）

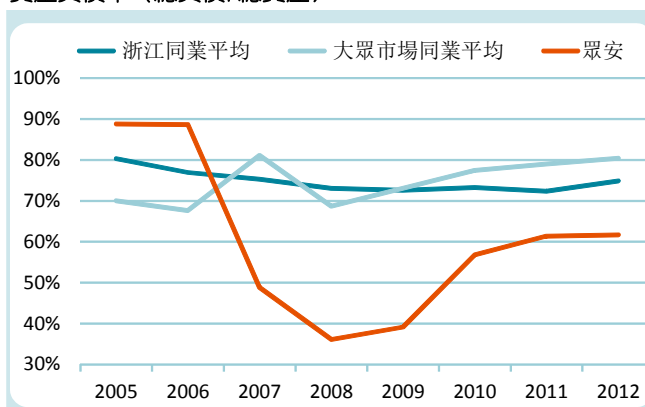
截至 2012 年底，眾安淨負債比率為 59%，與產業均值相當，甚至低於部份浙江地區同業。我們預估眾安 2013 年底淨負債比率將維持相似的穩健水準。特別要注意的是，若干高負債比的 A 股掛牌浙江同業尚未披露 2012 年業績，因此浙江同業實際負債均值應高於下方圖表顯示的數字。

淨負債率（計息淨負債/總權益）



來源：公司，富邦證券（香港）

資產負債率（總負債/總資產）



來源：公司，富邦證券（香港）

## NAV 概要與情境模擬分析

NAV 概要				
	百萬港幣	港幣/股	GAV 佔比	NAV 佔比
+ GAV: 住宅及配套	5,260	2.22	35%	47%
+ GAV: 商業及辦公	5,319	2.24	36%	48%
+ GAV: 酒店	3,304	1.39	22%	30%
+ 其他資產	1,034	0.44	7%	9%
<b>GAV 總計</b>	<b>14,917</b>	<b>6.29</b>		
- 淨負債	(3,746)	(1.58)		
<b>預測 NAV</b>	<b>11,171</b>	<b>4.71</b>		
<b>目標價對 NAV 折讓</b>		<b>60%</b>		
<b>目標價</b>		<b>1.88</b>		

來源：富邦證券（香港）

### NAV 情境模擬分析（百萬港幣）— 平均售價、物業租金、酒店收費同步變動

	住宅平均售價、物業租金、酒店收費變動									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
+ GAV: 住宅及配套	3,135	3,751	4,337	4,951	5,260	5,849	6,161	6,766	7,371	
+ GAV: 商業及辦公	2,592	3,274	3,956	4,637	5,319	6,001	6,683	7,364	8,046	
+ GAV: 酒店	2,452	2,665	2,878	3,091	3,304	3,517	3,730	3,943	4,156	
+ 其他資產	1,015	1,020	1,024	1,029	1,034	1,039	1,043	1,048	1,053	
<b>GAV 總計</b>	<b>9,193</b>	<b>10,709</b>	<b>12,195</b>	<b>13,708</b>	<b>14,917</b>	<b>16,406</b>	<b>17,617</b>	<b>19,122</b>	<b>20,626</b>	
- 淨負債	(4,611)	(4,394)	(4,178)	(3,962)	(3,746)	(3,530)	(3,313)	(3,097)	(2,881)	
<b>預測 NAV</b>	<b>4,583</b>	<b>6,315</b>	<b>8,017</b>	<b>9,746</b>	<b>11,171</b>	<b>12,876</b>	<b>14,304</b>	<b>16,024</b>	<b>17,745</b>	
<b>每股 NAV (港幣)</b>	<b>1.93</b>	<b>2.66</b>	<b>3.38</b>	<b>4.11</b>	<b>4.71</b>	<b>5.43</b>	<b>6.03</b>	<b>6.76</b>	<b>7.48</b>	

來源：富邦證券（香港）

### NAV 情境模擬分析 — 平均售價、物業租金、酒店收費不同步變動

	住宅平均售價變動									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
<b>每股 NAV (港幣)</b>	<b>3.46</b>	<b>3.81</b>	<b>4.14</b>	<b>4.49</b>	<b>4.71</b>	<b>5.05</b>	<b>5.27</b>	<b>5.61</b>	<b>5.95</b>	
	物業租金變動									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
<b>每股 NAV (港幣)</b>	<b>3.54</b>	<b>3.83</b>	<b>4.13</b>	<b>4.42</b>	<b>4.71</b>	<b>5.00</b>	<b>5.30</b>	<b>5.59</b>	<b>5.88</b>	
	酒店收費變動									
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
<b>每股 NAV (港幣)</b>	<b>4.35</b>	<b>4.44</b>	<b>4.53</b>	<b>4.62</b>	<b>4.71</b>	<b>4.80</b>	<b>4.89</b>	<b>4.98</b>	<b>5.07</b>	

來源：富邦證券（香港）

## 估值具吸引力，股價有望出現均值迴歸

### 眾安股價

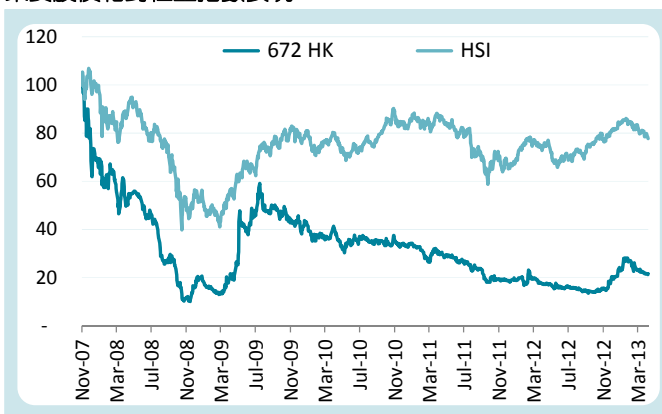


來源：富邦證券（香港）

我們採用 NAV 作為主要估值法，將眾安營運歷史/規模納入考量後，預估其 NAV 為每股 4.71 港幣，給予 60% 的保守折讓後得出目標價 1.88 港幣。眾安目前股價較我們 NAV 預估值低 74%，隱含 53% 股價上行空間。

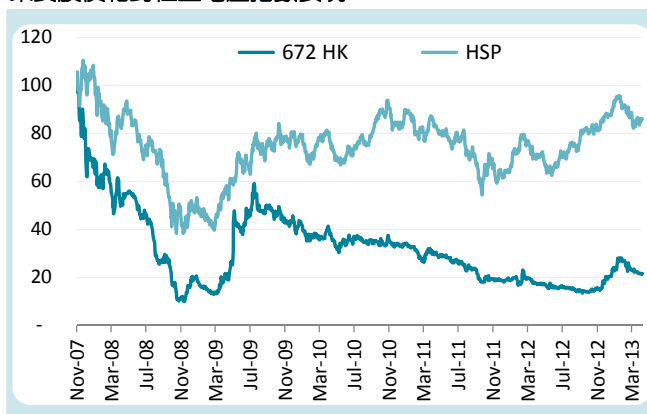
若眾安營運表現持穩且優於預期，未來 NAV 折讓幅度應會收窄，為股價帶來更多潛在上行空間。

### 眾安股價相對恒生指數表現



來源：富邦證券（香港）

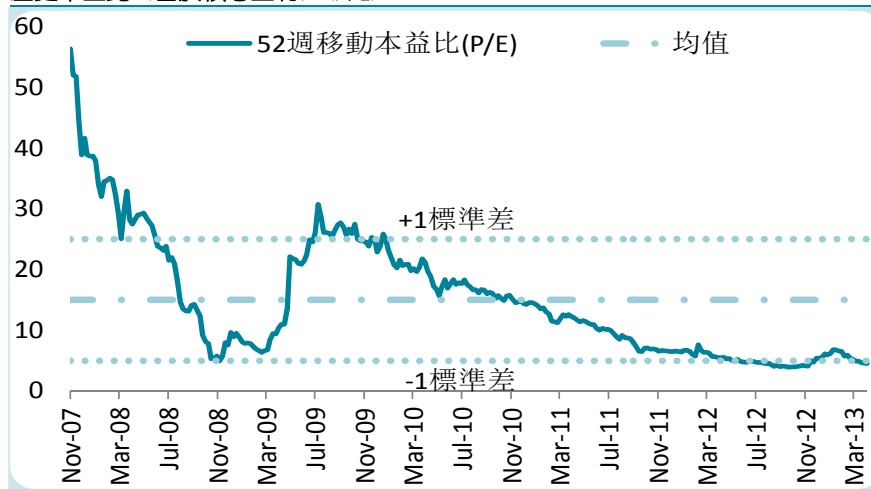
### 眾安股價相對恒生地產指數表現



來源：富邦證券（香港）

眾安目前股價相當於 2013 年預估值市盈率 5.9 倍 (按核心盈利計算)、市淨率 0.4 倍、企業價值倍數比 7.2 倍，皆較歷史均值水準低 1 個標準差，顯示股價有望出現均值迴歸。

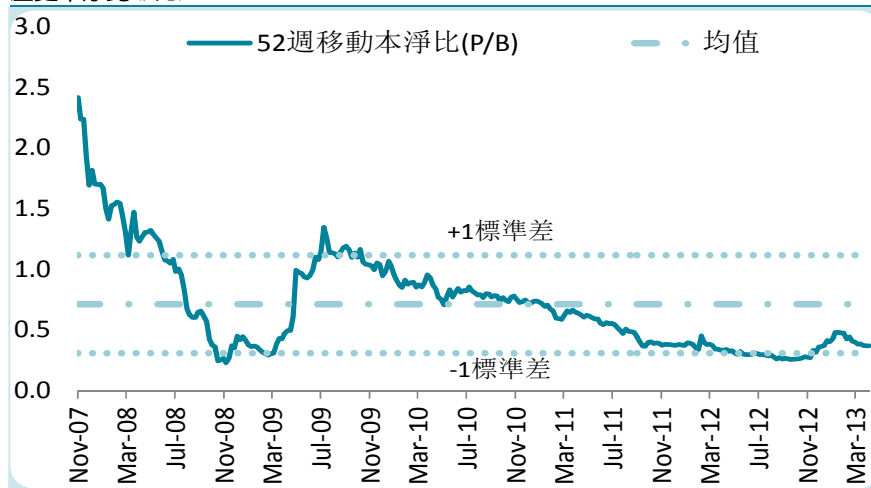
### 歷史本益比（基於核心盈利）(P/E)



來源：富邦證券（香港）

## 估值具吸引力，股價有望出現均值迴歸

### 歷史本淨比 (P/B)



來源：富邦證券（香港）

### 歷史企業價值倍數比 (EV/EBITDA)



來源：富邦證券（香港） 注：不包括 2007 年及 2008 年淨現金期間

眾安目前股價相當於 2013 年預估企業價值倍數比為 7.1x，亦在其歷史均值水準減 1 個標準差（剔除 2007 年、2008 年淨現金時期）

## 同業估值比較

股票代碼	公司	交易貨幣	財報貨幣	最新股價	市值 (百萬港幣)	本益比 (x)			本益比相對 增長比率	本淨比 (x)			現金股利殖利率 (%)		
						2012A	2013F	2014F		2012A	2013F	2014F	2012A	2013F	2014F
672 HK	眾安	HKD	RMB	1.23	2,917	7.5	5.9	3.1	0.1	0.4	0.4	0.3	0.0	3.4	5.8
3900 HK	綠城	HKD	RMB	15.24	32,813	5.3	4.9	4.4	0.5	1.2	1.1	0.9	4.1	4.3	4.8
600208 CH	新湖中寶	RMB	RMB	3.61	28,394	8.9	6.9	4.9	0.2	1.5	1.2	1.0			
000517 CH	榮安地產	RMB	RMB	5.87	7,829	13.5	9.1	7.0	0.2						
002244 CH	濱江集團	RMB	RMB	9.45	16,056	8.1	5.9	4.9	0.2	1.7	1.4	1.1	1.3	1.5	1.6
002133 CH	廣宇集團	RMB	RMB	4.26	3,203	8.1	6.2	6.4	0.5	1.1					
000918 CH	嘉凱城	RMB	RMB	3.39	7,686	8.5	5.8								
600173 CH	臥龍地產	RMB	RMB	3.45	3,144	27.7	21.3			1.4			1.8		
000558 CH	萊茵置業	RMB	RMB	3.84	3,042	30.9				2.2					
600077 CH	宋都股份	RMB	RMB	5.89	8,002	13.9	13.1			2.3			0.8		
600052 CH	浙江廣廈	RMB	RMB	3.49	3,824										
<b>浙江同業平均</b>						<b>13.9</b>	<b>9.1</b>	<b>5.5</b>	<b>0.3</b>	<b>1.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>2.0</b>	<b>2.9</b>	<b>3.2</b>
3333 HK	恆大	HKD	RMB	3.19	51,126	6.2	4.8	4.1	0.2	1.0	0.8	0.7	0.0	5.6	6.4
000002 CH	萬科	RMB	RMB	11.91	166,457	8.8	6.8	5.7	0.3	1.6	1.4	1.1	1.9	2.1	2.4
<b>大眾市場同業平均</b>						<b>7.5</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>	<b>0.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>3.8</b>	<b>4.4</b>
<b>總平均</b>						<b>12.3</b>	<b>8.2</b>	<b>5.1</b>	<b>0.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.4</b>	<b>3.4</b>	<b>4.2</b>

來源：富邦證券（香港），彭博 \*未評級公司預測值採用彭博行業平均預測

## 近期房市調控政策出臺具正向影響；主要風險

中國政府今年 3 月初出臺房市調控政策，造成衆安等多家開發商股價大幅回落。

新政重點摘要如下：

- 1) 限購範圍擴大
- 2) 出售二手房房齡不足 5 年，且非家庭唯一住房，按交易差價 20%徵稅
- 3) 對高房價或房價上漲過快城市，提高二套房貸首付比例和貸款利率

新舉措旨在抑制房市投資/炒作過熱現象，不過地方政府未必會真正落實，因此可能出現執行漏洞，尤其是在二三線城市。近期地方政府的回應也印證了我們的看法，許多線上調查顯示民衆大多未受新政影響，依然預期未來房價高企，若有購屋能力仍傾向出手。

值得注意的是，由於中國一二線城市房屋大多供不應求，賣方通常會將額外的稅費轉嫁給買方，因此二手房徵收 20%交易增值稅應會驅使部份買家轉向一手市場，此現象將利好房地產開發商。

衆安在杭州、寧波等二線城市有住宅項目，如果地方政府決定嚴格施行中央政府的指導原則，衆安應有望成為新政受益者，而非受害者。此外，這些項目並非全都適用於限購令，因其中部分為服務式公寓、部分位於寧波市的衛星城市（如餘姚及慈溪）當地政策執行並不嚴格。因此房屋限購令對衆安銷售表現的影響應為有限。

衆安的主要投資風險包括宏觀經濟增長不如預期（尤其是長三角地區）、房地產收緊政策趨嚴、公司快速開發模式的業務轉型戰略執行不力、產品組合無法面向更多剛性需求者。

### 衆安 GAV 按城市分佈（百萬港幣）

	GAV	GAV佔比
<b>住宅及配套</b>		
杭州	2,076	14%
寧波	1,886	13%
合肥	687	5%
淮北	579	4%
蘇州	33	0%
<b>商業及辦公</b>		
上海	4	0%
杭州	5,087	34%
寧波	88	1%
合肥	0	0%
淮北	102	1%
蘇州	38	0%
<b>酒店</b>		
杭州	2,391	16%
寧波	570	4%
合肥	0	0%
淮北	127	1%
蘇州	216	1%

來源：富邦證券（香港）

注：只有住宅物業（除服務式公寓）於限購城市受到限購政策限制



**財務報表及預測**

損益表		百萬人民幣				
年結日12月31日	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
<b>收入</b>	<b>1,689</b>	<b>2,396</b>	<b>2,924</b>	<b>5,215</b>	<b>9,003</b>	
- 物業開發	1,550	2,249	2,700	4,981	8,659	
- 物業租賃	62	70	139	144	203	
- 酒店營運	58	55	61	62	112	
- 其他	19	22	24	26	29	
銷售成本	(890)	(1,476)	(1,543)	(2,796)	(4,275)	
<b>毛利</b>	<b>799</b>	<b>919</b>	<b>1,381</b>	<b>2,419</b>	<b>4,728</b>	
其他營收 (支出)	81	64	(61)	36	103	
銷售及分銷開支	(90)	(57)	(129)	(231)	(399)	
行政開支	(212)	(237)	(375)	(669)	(1,155)	
<b>EBITDA</b>	<b>577</b>	<b>689</b>	<b>815</b>	<b>1,555</b>	<b>3,277</b>	
<b>營業利益</b>	<b>556</b>	<b>667</b>	<b>794</b>	<b>1,532</b>	<b>3,252</b>	
- 物業開發	609	787	822	1,566	3,280	
- 物業租賃 (除物業重估)	27	5	59	62	69	
- 酒店營運	(2)	(2)	12	12	22	
- 其他	(78)	(122)	(99)	(108)	(119)	
特殊項目	126	31	165	190	254	
聯營公司損益	(0)	(1)	0	0	0	
利息淨支出	5	(1)	(2)	(0)	(2)	
<b>稅前利潤</b>	<b>687</b>	<b>697</b>	<b>957</b>	<b>1,721</b>	<b>3,504</b>	
所得稅	(309)	(307)	(401)	(759)	(1,785)	
少數股東權益	(27)	(54)	(33)	(64)	(78)	
<b>淨利潤</b>	<b>351</b>	<b>336</b>	<b>523</b>	<b>898</b>	<b>1,642</b>	
<b>核心淨利潤</b>	<b>257</b>	<b>313</b>	<b>400</b>	<b>756</b>	<b>1,451</b>	
基本EPS (人民幣)	0.15	0.14	0.22	0.38	0.69	
稀釋EPS (人民幣)	0.15	0.14	0.22	0.38	0.69	
核心EPS (人民幣)	0.11	0.13	0.17	0.32	0.61	
稀釋核心EPS (人民幣)	0.11	0.13	0.17	0.32	0.61	
股利 (人民幣)	-	-	0.03	0.06	0.10	
<b>年成長率 (%)</b>						
收入	35.8	41.9	22.1	78.3	72.6	
毛利	24.3	15.0	50.2	75.2	95.5	
稅前利潤	7.3	1.4	37.4	79.8	103.6	
核心淨利潤	34.6	22.0	27.6	88.9	92.0	
核心EPS (基本)	32.5	21.6	27.6	88.9	92.0	
<b>獲利能力 (%)</b>						
毛利率	47.3	38.4	47.2	46.4	52.5	
營業利益率	32.9	27.9	27.2	29.4	36.1	
稅前淨利率	40.7	29.1	32.7	33.0	38.9	
稅後淨利率	20.8	14.0	17.9	17.2	18.2	
核心淨利率	15.2	13.1	13.7	14.5	16.1	

**比率及估值分析**

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
總資產報酬率 (%)	2.1	2.2	2.5	3.8	5.5
淨值報酬率 (%)	5.3	6.0	7.1	11.9	19.4
資本報酬率 (%)	3.5	3.8	4.3	7.1	11.5
本益比 (倍)	10.7	5.8	6.4	3.0	1.6
本營比 (倍)	1.6	0.8	0.9	0.4	0.3
本淨比 (倍)	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (倍)	8.9	7.3	7.4	3.7	1.9
現金股利殖利率 (%)	-	-	3.1	5.9	11.0

資產負債表		百萬人民幣				
年結日12月31日	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
持作銷售已落成物業	1,480	4,055	2,285	2,395	2,562	
開發中物業	4,695	1,009	2,919	3,060	3,272	
應收款項	600	220	511	647	1,153	
受限制現金	190	130	143	157	173	
現金及現金等價物	413	894	1,346	2,054	2,085	
其他流動資產	86	45	11	12	13	
<b>流動資產</b>	<b>7,463</b>	<b>6,353</b>	<b>7,215</b>	<b>8,325</b>	<b>9,258</b>	
房屋及設備	227	207	227	250	275	
投資物業	1,996	2,057	2,371	3,176	5,854	
開發中物業	2,936	5,638	6,598	9,949	14,546	
長期預付款	737	39	39	39	39	
於共同控制實體的投資	177	362	398	438	481	
其他長期資產	113	230	165	220	333	
<b>總非流動資產</b>	<b>6,186</b>	<b>8,533</b>	<b>9,798</b>	<b>14,071</b>	<b>21,528</b>	
<b>總資產</b>	<b>13,649</b>	<b>14,886</b>	<b>17,013</b>	<b>22,396</b>	<b>30,786</b>	
應付款項	2,094	2,176	2,082	1,727	1,997	
客戶預付款	2,286	1,689	3,367	7,056	11,567	
銀行貸款及其他借款	1,065	1,739	1,312	1,319	1,654	
應付稅項	509	652	401	759	1,785	
<b>流動負債</b>	<b>5,954</b>	<b>6,256</b>	<b>7,161</b>	<b>10,860</b>	<b>17,002</b>	
銀行貸款及其他借款	1,990	2,493	3,181	4,063	4,828	
遞延稅項負債	436	435	479	527	579	
<b>總非流動負債</b>	<b>2,427</b>	<b>2,928</b>	<b>3,660</b>	<b>4,589</b>	<b>5,408</b>	
<b>總負債</b>	<b>8,381</b>	<b>9,184</b>	<b>10,821</b>	<b>15,450</b>	<b>22,410</b>	
普通股股本	223	222	222	222	222	
公積	4,840	5,175	5,620	6,383	7,779	
股東應占權益	5,063	5,397	5,921	6,740	8,247	
少數股東權益	205	304	271	206	128	
<b>股東權益總額</b>	<b>5,268</b>	<b>5,701</b>	<b>6,191</b>	<b>6,947</b>	<b>8,376</b>	
<b>負債加股東權益</b>	<b>13,649</b>	<b>14,886</b>	<b>17,013</b>	<b>22,396</b>	<b>30,786</b>	
每股賬面淨資產 (人民幣)	2.13	2.28	2.50	2.84	3.48	

**現金流量表**

現金流量表		百萬人民幣				
年結日12月31日	2011	2012	2013F	2014F	2015F	
稅後淨利	687	697	957	1,721	3,504	
折舊與攤提	21	22	21	23	25	
營運資金增減	(1,423)	(715)	178	(419)	(719)	
其他	(471)	(577)	(802)	(1,300)	(3,703)	
<b>來自營運之現金流量</b>	<b>(1,186)</b>	<b>(574)</b>	<b>354</b>	<b>25</b>	<b>(893)</b>	
資本支出	(51)	(2)	(42)	(46)	(50)	
長投增減	412	(101)	83	(14)	(16)	
其他	(155)	(157)	(204)	(224)	(246)	
<b>來自投資之現金流量</b>	<b>205</b>	<b>(259)</b>	<b>(162)</b>	<b>(284)</b>	<b>(313)</b>	
<b>自由現金流量</b>	<b>(980)</b>	<b>(833)</b>	<b>191</b>	<b>(259)</b>	<b>(1,205)</b>	
借款增 (減)	281	1,177	261	888	1,101	
現金股利支出	0	0	0	79	135	
發行普通股	46	(3)	0	0	0	
其他	63	169	0	0	0	
<b>來自融資之現金流量</b>	<b>391</b>	<b>1,343</b>	<b>261</b>	<b>967</b>	<b>1,236</b>	
匯率調整	(6)	(28)	0	0	0	
<b>本期產生之現金流量</b>	<b>(595)</b>	<b>482</b>	<b>452</b>	<b>708</b>	<b>31</b>	
每股自由現金流量 (人民幣)	(0.41)	(0.35)	0.08	(0.11)	(0.51)	
每股現金流量 (人民幣)	(0.25)	0.21	0.19	0.30	0.01	

## 監管披露

撰寫本研究報告之分析員確認本研究報告之評論準確反映該分析員之個人觀點。

該分析員同時確認以下事項：

- (i) 該分析員並沒擔任本研究報告所評論的公司的高級人員。同時，該分析員並未持有本研究報告所評論的公司的財務權益；及
- (ii) 該分析員的有聯繫者並沒擔任本研究報告所評論的公司的高級人員。同時，該分析員的有聯繫者並未持有本研究報告所評論的公司的財務權益。

該分析員聲明，本研究報告所評論的公司或任何第三人並沒有基於本研究報告，向該分析員提供或同意提供任何報酬、利益或權益。

本監管披露是根據《香港證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》第 16 段作出的。

## 免責聲明

本報告由富邦證券(香港)有限公司(下稱「富邦證券」)在香港進行受規管業務時派發，僅供收件人閱覽，而不應向其他人士派發。本報告不得在美國、加拿大、澳洲或向於派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。除非得到富邦證券事先的書面同意，本報告不得為任何目的而翻印或進一步派發全文或其他部分。本報告並不構成或成為，亦不應視作任何出售或申購要約；或購買或申購任何證券的要約之招攬或邀請。

本報告所載的資料及數據僅供參考用途，無論於任何情況下，不得被解釋為一項於任何司法管轄區進行出售、遊說購買或出售任何證券的要約。投資者可能會被禁止購買或出售本報告所指的該等證券。富邦證券不會就本報告所載的資料及數據的及時性、完整性、正確性、可信性或準確性，作出任何陳述、承諾、保證或擔保。本報告所示明的所有意見、預測或估算，如有變更，恕不另行通知。因任何使用本報告所載的意見、預測、資料及數據，或由此起而引致的直接或相應而生的損失，富邦證券及其母公司及子公司不承擔法律責任或任何責任。本報告所載的意見或預測沒有對具體的財務狀況、投資目標、投資經驗或其他需要作出考慮。因此，投資者不應在沒有尋求獨立及專業的意見之情況下，僅依賴本報告所載的意見、預測、資料及數據作出投資決定。

富邦證券為富邦綜合證券股份有限公司的附屬公司，而富邦綜合證券為富邦金融控股股份有限公司的一員(以下統稱「富邦集團」)。除已經披露者外，於本報告刊發日期，富邦集團在本報告所述公司的證券或該等公司所屬同一集團的其他成員公司的證券中，並無擁有任何權益。富邦集團內的公司及/或其高級職員、董事及僱員可能會持有本報告所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。富邦集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務(無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務)、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。富邦集團可能會就因該等證券或投資項目而提供的服務賺得佣金或其他費用。

除非得到富邦證券事先的書面同意，任何人士不得以任何目的，複印、複製、分發或發佈本報告所載的意見、預測、資料及數據。本報告所載的意見、預測、資料及數據只提供給預定收件人士。

## 風險

本報告所述的證券或投資可能並不適合所有投資者，特別是，本報告並未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本報告並無就其中所述任何證券及/或投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，富邦集團不會就此承擔任何責任。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定；在有需要的情況下，應於作出任何投資前諮詢獨立專業顧問。本報告無意提供任何專業意見，故不應依賴本報告作為專業意見之用。投資的價值可升亦可跌。過往的表現不能代表將來的表現。本報告披露的風險並非旨在成為一份與投資相關的風險的詳細清單。投資者於作出任何投資決定前，敬請細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有發售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

## 富邦的股票評等標準

評等	定義
買進	預估未來 6 個月內的絕對報酬超過 30%
增加持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10—30%
中立	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於 10 與負 10%之間
減少持股	預估未來 6 個月內的絕對報酬介於負 10—負 30%
賣出	預估未來 6 個月內的絕對報酬高於負 30%
未評等	由於富邦目前與該公司有特定交易或沒有足夠的基本資料判斷該公司評等
評估中	目前正在研議個股的投資評等，將於 3 到 6 個月內提供投資評等

產業評等	定義
優於大盤	預估該產業在未來 6 個月內會比大盤指數表現突出
持平	預估該產業在未來 6 個月內與大盤指數表現相較持平
劣於大盤	預估該產業在未來 6 個月內會比大盤指數表現較差