

香港地产行业

扣稳安全带

我们首次覆盖香港地产板块，并给予「优于大市」评级。因为新冠肺炎及疲弱的就业市场，香港房地产市场存在着短期的不明朗因素，但就着低息环境、供应短缺、国内人仕带来资金及强劲的住屋需求，我们对香港房地产市场的长线发展感到乐观。我们首次覆盖四家香港房地产公司，分别为恒基地产、新鸿基地产、新世界发展及长实集团，皆是给予买入评级。

- **短期存在着威胁。** 新冠肺炎疫苗在香港于2021年2月开始接种，改善市场气氛，中原领先指数在2021年第一季上升2.3%，不过，我们相信香港房地产市场在今年上半年是比较脆弱的，主要受新冠肺炎及疲弱的劳工市场带来的影响。虽然于此，最近的一手及二手市场成交反映着压抑的需求是强劲的，如果疫情及劳工市场在未来不会进一步恶化，我们怀疑香港房地产市场在今年第一季已见底。
- **长线看好。** 长线来说，香港房地产市场受惠于低息环境、有限的供应及强劲的住屋需求。此外，香港经济表现紧贴中国大陆，招银国际经济师预期2021年中国经济增长为8.2%，将可支持香港房地产市场的长期发展，我们预期香港房地产市场的每年表现会较通胀为佳。
- **预期香港房地产价格2021年上升8%。** 中原领先指数在2021年第一季上升2.3%，这将有机会在今年上半年转弱，但在大部份香港居民接种疫苗后有机会于下半年反弹。此外，如果中港边境在未来疫情受控下恢复通关，国内的购买力将重临香港，有利香港物业市场，我们预期中原领先指数在2021年全年将上升8%至190.3点。
- **长实集团是我们首选。** 新鸿基地产是香港房地产市场的领导者，2020年的市场占有率为18.8%，其销售的房屋价钱或其估值也比同行存在着溢价。但是，在四大房地产商中，我们比较喜欢长实集团，我们相信长实集团在房地产市场里成功捕捉趋势；此外，公司在其土地储备中隐藏很多宝藏，例如酒店改变用途及酒吧物业资产；另外，长实集团最近提出的194亿港元的回购股份计划将可短期支持股价表现。最后，我们给予新世界发展一个较高的估值，即较其过去平均高一个标准偏差，以反映其新领导层的良好执行能力。
- **主要风险。** 1) 环球及本地的经济、政治及社会环境改变；2) 新冠肺炎疫情；3) 政府政策；及4) 利息方向。

估值表

公司	代码	收市价	市值	评级	目标价	财年	市盈率		市账率	
		(港元)	(百亿港元)				(港元)	完結	FY1	FY2
新鸿基地产	16 HK	119.3	345,705	买入	137.7	06/2020	12.8	10.8	0.59	0.57
长实集团	1113 HK	48.2	178,022	买入	66.5	12/2020	7.7	6.9	0.48	0.45
恒基地产	12 HK	35.15	170,175	买入	40.5	12/2020	11.4	10.1	0.51	0.50
新世界发展	17 HK	42.25	107,274	买入	49.3	06/2020	33.5	17.6	0.48	0.48
信和置業	83 HK	11.06	81,034	未评级	N.A.	06/2020	8.4	9.7	N.A.	N.A.
太古地产	1972 HK	23.65	138,353	未评级	N.A.	12/2020	18.3	17.0	N.A.	N.A.
嘉里建设	683 HK	25.2	36,704	未评级	N.A.	12/2020	7.5	7.5	N.A.	N.A.
九龍倉集團	4 HK	23.0	70,236	未评级	N.A.	12/2020	12.3	11.8	N.A.	N.A.

数据来源：彭博，招银国际证券

优于大市 (首次覆盖)

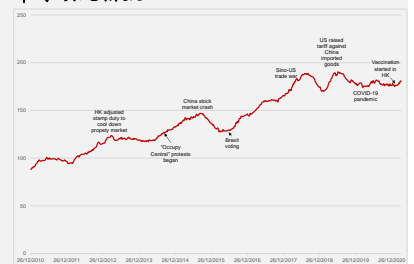
香港地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

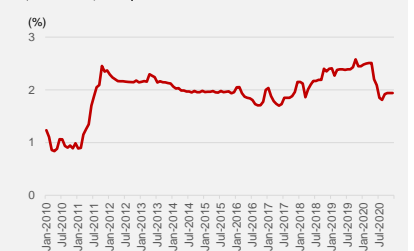
samsonman@cmbi.com.hk

中原领先指数



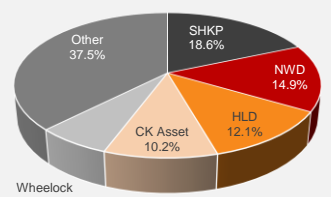
数据来源：中原地产、招银国际证券

香港按揭利率



数据来源：彭博、经络按揭、招银国际证券

2020年香港地产一手市场占有率



数据来源：中原地产、招银国际证券

恒基地产 (12 HK)

积极参与小区重建

我们首次覆盖恒基地产，给予买入评级和目标价 40.5 港元。恒基地产积极在香港发展小型房地产项目。作为一家蓝筹公司，它还拥有香港中华煤气。恒基地产主要通过小区重建计划和农地转化来获得土地。我们预计 2021-23 年净利润分别为 149 亿港元、168 亿港元和 183 亿港元。我们的目标价 40.5 港元相当于 0.59 倍的 21 财年市净率或 10 年平均水平。

- 香港小区重建计划的主要参与者。** 恒基地产在香港市区重建计划方面拥有良好的往绩。目前，它在香港的土地储备为 2440 万平方尺，其中包括 1440 万平方尺的开发物业和 1000 万平方尺的投资物业。最近，恒基地产通过统一所有权，成功地改造了红磡的 100 万平方尺的大型项目。此外，它拥有 4440 万平方尺的农地，可用于用途转换。其新总部（美利道项目）将于 2023 年完工，这将进一步增加租金收入。
- 中国发展的双重战略。** 恒基地产将扩大其在中国的写字楼投资组合，以进行长期投资。其次，它在主要的，领先的二线城市和大湾区城市中，与当地的开发商独立或联合开发住宅和混合用途房地产项目。截至 2020 年 12 月，恒基地产在中国拥有 3,010 万平方呎应占建筑面积的在建物业和 790 万平方呎应占面积的投资物业。
- 拥有四家香港上市公司。** 恒基地产拥有恒基投资 (97 HK) 69.3% 的股份、中华煤气 (3 HK) 41.5% 的股份、香港渡轮 (50 HK) 的 33.4% 股份和美丽华酒店 (71 HK) 的 50.0% 的股份。此外，中华煤气持有港华燃气 (1083 HK) 68.21% 的股份。中华煤气是香港唯一的燃气公司，也是蓝筹股。由于其垄断性质，它可以为恒基地产提供稳定的现金流。
- 2021 年核心盈利预测持平。** 由于缺乏整体项目销售，我们预计 2021 年收入和净利润将分别持平于 259 亿港元和 149 亿港元。随着更多项目的完成，我们预计 2022 年的净利润将增长 13.1% 至 168 亿港元，2023 年的净利润将增长 8.4% 至 183 亿港元。
- 主要风险：** 1) 政府的房地产市场政策； 2) 土地流转的不确定性； 3) 加息； 4) COVID-19。

财务资料

(年结: 12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万港元)	24,184	25,020	25,948	29,481	31,912
净收入(百万港元)	16,994	10,192	14,876	16,831	18,253
每股盈利(港元)	3.51	2.11	3.07	3.48	3.77
每股盈利变动(%)	-45.5	-40.0	46.0	13.1	8.4
市场预期每股盈利(港元)	不适用	不适用	2.87	3.10	3.19
市盈率(倍)	10.0	16.7	11.4	10.1	9.3
市帐率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	5.1	5.1	5.1	5.5	6.0
权益收益率(%)	5.3	3.1	4.5	4.9	5.2
净负债比率(%)	24.4	24.2	25.2	25.0	23.8

数据源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$40.5
潜在升幅	+15.2%
当前股价	HK\$35.15

香港地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司资料

市值(百万港元)	170,175
3月平均流通量(百万港元)	115
52周内股价高/低(港元)	36.0/26.05
总股本(百万)	4,841

数据源：彭博

股东结构

李兆基	72.82%
自由流动	27.18%

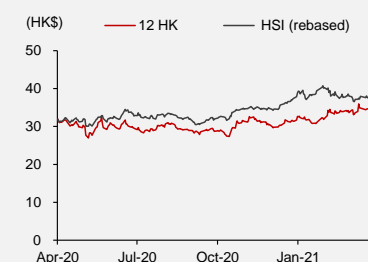
数据源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.8%	4.3%
3-月	10.9%	10.5%
6-月	22.5%	3.1%
12-月	9.0%	-8.3%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	24,184	25,020	25,948	29,481	31,912
物业发展	15,079	16,009	15,980	18,350	19,850
物业投资	6,169	5,777	6,355	7,117	7,544
其他	2,936	3,234	3,613	4,014	4,518
销售成本	(11,378)	(9,717)	(12,682)	(14,227)	(15,432)
毛利	12,806	15,303	13,266	15,254	16,480
其他收入	1,783	256	486	583	698
销售费用	(1,307)	(1,053)	(1,297)	(1,562)	(1,659)
管理费用	(1,946)	(1,981)	(2,076)	(2,300)	(2,489)
其他费用	-	-	-	-	-
营运收益	11,336	12,525	10,379	11,975	13,030
融资成本	(601)	(558)	(590)	(642)	(705)
合资及联营企业	5,821	3,160	6,680	7,530	8,145
特殊项目	2,530	(2,413)	-	-	-
税前利润	19,086	12,714	16,469	18,863	20,470
所得税	(2,037)	(2,431)	(1,468)	(1,700)	(1,849)
税后利润	17,049	10,283	15,001	17,163	18,621
非控制股东权益	(55)	(91)	(125)	(332)	(368)
永续债	-	-	-	-	-
净利润	16,994	10,192	14,876	16,831	18,253
主要利润	14,640	14,899	14,876	16,831	18,253

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
营运收益	11,336	12,525	10,379	11,975	13,030
折旧和摊销	377	428	430	435	438
运营资金变动	(1,770)	(227)	(3,694)	(7,840)	(4,140)
税务开支	(1,275)	(1,058)	(1,802)	(1,412)	(1,649)
其他	(1,924)	7,445	616	7,157	7,371
经营活动所得现金流	6,744	19,113	5,928	10,315	15,050
资本开支	(2,932)	(4,069)	(2,657)	(1,653)	(2,955)
联营公司	(4,154)	(6,480)	(119)	(1,800)	(1,200)
其他	3,263	(110)	(136)	(145)	(168)
投资活动所得现金净额	(3,823)	(10,659)	(2,912)	(3,598)	(4,323)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	5,821	(4,233)	6,561	1,970	350
股息	(8,219)	(7,816)	(7,816)	(7,816)	(8,468)
其他	(3,471)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(5,869)	(12,049)	(1,255)	(5,846)	(8,118)
现金增加净额	(2,948)	(3,595)	1,761	871	2,609
年初现金及现金等价物	12,899	9,634	5,807	7,336	7,975
汇兑	(317)	(232)	(232)	(232)	(232)
年末现金及现金等价物	9,634	5,807	7,336	7,975	10,352
受限制现金	2,476	1,281	1,281	1,281	1,281
资产负债表的现金	12,110	7,088	8,617	9,256	11,633

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	326,495	336,024	338,632	342,230	346,477
物业、厂房及设备	389	400	420	438	455
投资物业	182,963	186,593	188,800	190,000	192,500
联营公司	128,401	134,881	135,000	136,800	138,000
无形资产	262	262	262	262	262
其他	14,480	13,888	14,150	14,730	15,260
流动资产	128,750	125,063	132,617	140,946	147,963
现金及现金等价物	12,110	7,088	8,617	9,256	11,633
应收贸易款项	14,885	15,864	16,200	16,540	16,980
存货	100,495	101,059	106,500	113,800	118,000
其他	1,260	1,052	1,300	1,350	1,350
流动负债	59,165	54,736	62,388	64,980	65,180
借债	29,252	29,332	33,000	33,800	32,100
应付贸易账款	12,401	13,717	15,800	15,600	16,100
合同负债	14,897	8,587	10,600	12,400	13,800
应付税项	2,383	2,762	2,650	2,820	2,820
其他	232	338	338	360	360
非流动负债	70,687	74,159	70,462	71,600	73,700
借债	62,400	58,087	60,980	62,150	64,200
其他	8,287	16,072	9,482	9,450	9,500
股东权益	320,851	327,607	333,769	341,886	350,700
少数股东权益	4,542	4,585	4,630	4,710	4,860
永续债	0	0	0	0	0
总权益	325,393	332,192	338,399	346,596	355,560

主要比率

年结: 12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
物业发展	62.4	64.0	61.6	62.2	62.2
物业投资	25.5	23.1	24.5	24.1	23.6
其他	12.1	12.9	13.9	13.6	14.2
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	10.0	3.5	3.7	13.6	8.2
营运收益	-2.5	10.5	-17.1	15.4	8.8
净利润	-45.5	-40.0	46.0	13.1	8.4
损益比率 (%)					
毛利率	53.0	61.2	51.1	51.7	51.6
净利率	70.3	40.7	57.3	57.1	57.2
有效税率	10.7	19.1	8.9	9.0	9.0
资产负债比率					
流动比率 (倍)	2.2	2.3	2.1	2.2	2.3
应收账款周转天数	224.7	231.4	227.9	204.8	194.2
净负债比率 (%)	24.4	24.2	25.2	25.0	23.8
回报率 (%)					
资本回报率	5.3	3.1	4.5	4.9	5.2
资产回报率	3.7	2.2	3.2	3.5	3.7
每股数据 (港元)					
每股盈利	3.51	2.11	3.07	3.48	3.77
每股股息	1.80	1.80	1.80	1.95	2.10
每股账面值	66.28	67.67	68.95	70.62	72.44

数据源: 公司及招银国际证券预测

新鸿基地产 (16 HK)

最优秀的房地产商

我们给予新鸿基地产买入评级和目标价 137.7 港元，相当于 0.68 倍 21 财年市净率。新地是香港领先的开发商。它在香港兴建并拥有许多高质量的地标建筑。我们预计 21 财年净利润将增长 15% 至 270 亿港元。截至 2020 年 12 月，其资产负债状况良好，净负债率为 14.4%。年租金收入约为 200 亿港元，足以应付任何财务需求。

- **香港最大的房地产公司。**截至 2020 年 12 月，新鸿基地产在香港拥有 2230 万平方米的在建物业和 3370 万平方米的投资物业。据中原地产称，新鸿基地产在 2020 年占香港一手房的销售市场份额 18.6%。其物业销售和租金收入 2020 年的收入分别为 490 亿港元和 200 亿港元。
- **1.23 亿平方米的土地储备。**新鸿基地产除了在香港拥有 5600 万平方米的土地储备外，还在中国拥有 6700 万平方米的土地储备。中国的土地储备包括 1,630 万平方米的已竣工物业和 5,060 万平方米的在建物业，其中 50% 将被开发为住宅用于销售。其中国土地储备主要集中在上海、北京、杭州、南京等 1 及 2 线城市。
- **投资物业的双重收益。**新鸿基地产在香港及中国内地拥有 3,370 万平方米及 1,630 万平方米的投资物业。我们预计其租金收入在 21 财年增长 5% 至 209 亿港元。丰厚的租金收入不仅为公司提供了稳定的现金流，而且还帮助新鸿基地产获得了较高的信用评级，从而降低了借贷成本。此外，它还受益于投资物业的长期资产增值。
- **预测 22 财年和 23 财年的净利润将分别增长 18% 及 10%。**我们预计 22 财年净利润将增长 18.2% 至 319 亿港元，而 23 财年将增长 10.2% 至 352 亿港元。新鸿基地产估值吸引，现股价相等于 22 财年的 10.6 倍市盈率和 0.58 倍市净率。过去 10 年的平均预期市盈率和市净率分别为 8.6 倍和 0.68 倍。
- **主要风险：**1) 零售销售疲弱； 2) 政府的房地产市场政策； 3) 加息； 4) COVID-19。

财务资料

(年结: 6月30日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万港元)	85,302	82,653	87,229	94,795	104,737
净收入(百万港元)	44,912	23,521	26,998	31,923	35,163
摊薄后每股盈利(港元)	15.50	8.12	9.32	11.02	12.13
每股盈利变动(%)	-10.1	-47.6	14.8	18.2	10.2
市场预测每股盈利(港元)	不适用	不适用	10.57	11.36	11.80
市盈率(倍)	7.7	14.7	12.8	10.8	9.8
市帐率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	4.1	4.1	4.1	4.3	4.5
权益收益率(%)	7.9	4.1	4.6	5.3	5.7
净负债比率(%)	12.8	13.8	14.1	14.8	14.5

数据源: 公司, 彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$137.7
潜在升幅	+15.3%
当前股价	HK\$119.4

香港地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司资料

市值(百万港元)	345,995
3月平均流通量(百万港元)	479
52周内股价高/低(港元)	126.0/87.6
总股本(百万)	2,898

数据源: 彭博

股东结构

鄺肖卿	26.72%
-----	--------

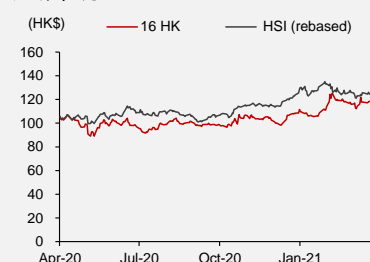
数据源: 公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	1.4%	2.9%
3-月	10.0%	9.5%
6-月	21.5%	2.3%
12-月	9.6%	-7.8%

数据源: 彭博

股份表现



数据源: 彭博

审计师: 德勤

财务分析

利润表

年结: 6月30日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	85,302	82,653	87,229	94,795	104,737
物业发展	38,573	39,765	43,800	48,210	54,320
物业投资	20,590	19,909	20,904	22,577	24,834
其他	26,139	22,979	22,525	24,009	25,582
销售成本	(40,455)	(40,517)	(41,696)	(46,071)	(51,530)
毛利	44,847	42,136	45,534	48,725	53,206
其他收入	740	831	1,020	850	920
销售费用	(4,791)	(4,560)	(5,059)	(5,119)	(5,446)
管理费用	(2,938)	(2,952)	(3,140)	(3,318)	(3,666)
其他费用	-	-	-	-	-
营运收益	37,858	35,455	38,354	41,138	45,014
融资成本	(2,051)	(2,120)	(2,310)	(2,365)	(2,443)
合资及联营企业	6,141	1,599	1,850	2,120	2,425
特殊项目	12,535	(4,423)	(3,240)	-	-
税前利润	54,483	30,511	34,655	40,893	44,996
所得税	(8,474)	(6,197)	(7,053)	(8,336)	(9,153)
税后利润	46,009	24,314	27,602	32,557	35,843
非控制股东权益	(926)	(624)	(538)	(634)	(680)
永续债	(171)	(169)	(66)	-	-
净利润	44,912	23,521	26,998	31,923	35,163
主要利润	32,398	29,368	30,902	31,923	35,163

现金流量表

年结: 6月30日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营运收益	37,858	35,455	38,354	41,138	45,014
折旧和摊销	2,912	4,581	3,944	3,922	3,972
运营资金变动	(21,763)	7,543	(4,402)	(8,880)	(6,540)
税务开支	(5,539)	(4,518)	(3,965)	(7,616)	(10,573)
其他	6,287	4,807	9,608	(5,524)	(4,892)
经营活动所得现金流	19,755	47,868	43,540	23,040	26,981
资本开支	(12,253)	(40,978)	(15,787)	(25,139)	(17,834)
联营公司	(391)	(7,250)	(22,018)	2,800	(1,500)
其他	(192)	(839)	(110)	(136)	(136)
投资活动所得现金净额	(12,836)	(49,067)	(37,915)	(22,475)	(19,470)
股份发行	9	1	-	-	-
净借贷	4,055	18,191	(3,806)	1,500	1,810
股息	(14,282)	(15,083)	(12,867)	(13,127)	(13,516)
其他	2,145	8,212	5,420	6,300	4,800
融资活动所得现金净额	(8,073)	11,321	(11,253)	(5,327)	(6,906)
现金增加净额	(1,154)	10,122	(5,628)	(4,761)	605
年初现金及现金等价物	23,035	21,430	31,150	25,122	19,961
汇兑	(451)	(402)	(400)	(400)	(400)
年末现金及现金等价物	21,430	31,150	25,122	19,961	20,166
受限制现金	608	555	555	555	555
资产负债表中的现金	22,038	31,705	25,677	20,516	20,721

资产负债表

年结: 6月30日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	508,747	514,169	548,980	568,570	585,050
物业、厂房及设备	35,862	40,825	42,800	43,310	43,920
投资物业	386,612	380,717	392,000	414,020	428,500
联营公司	73,751	78,782	100,800	98,000	99,500
无形资产	4,445	4,288	3,980	3,720	3,500
其他	8,077	9,557	9,400	9,520	9,630
流动资产	242,415	283,662	239,777	242,136	249,371
现金及现金等价物	22,038	31,705	25,677	20,516	20,721
应收贸易款项	22,811	17,029	18,100	18,780	19,320
存货	196,463	196,520	195,000	202,000	208,400
其他	1,103	38,408	1,000	840	930
流动负债	65,902	97,342	83,180	86,300	90,680
借债	9,168	26,375	20,000	21,000	22,100
应付贸易账款	28,699	36,851	32,000	30,800	31,200
合同负债	16,983	21,462	18,000	21,200	23,800
应付税项	11,052	12,654	13,180	13,300	13,580
其他	0	0	0	0	0
非流动负债	109,441	110,074	115,310	116,450	115,490
借债	85,838	86,231	88,800	89,300	90,010
其他	23,603	23,843	26,510	27,150	25,480
股东权益	566,405	571,813	584,467	601,756	621,851
少数股东权益	5,601	14,789	5,800	6,200	6,400
永续债	3,813	3,813	0	0	0
总权益	575,819	590,415	590,267	607,956	628,251

主要比率

年结: 6月30日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
物业发展	45.2	48.1	50.2	50.9	51.9
物业投资	24.1	24.1	24.0	23.8	23.7
其他	30.6	27.8	25.8	25.3	24.4
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	-0.4	-3.1	5.5	8.7	10.5
营运收益	6.8	-6.3	8.2	7.3	9.4
净利润	-10.1	-47.6	14.8	18.2	10.2
损益比率 (%)					
毛利率	52.6	51.0	52.2	51.4	50.8
净利率	52.7	28.5	31.0	33.7	33.6
有效税率	15.6	20.3	20.4	20.4	20.3
资产负债比率					
流动比率 (倍)	3.7	2.9	2.9	2.8	2.8
应收账款周转天数	97.6	75.2	75.7	72.3	67.3
净负债比率 (%)	12.8	13.8	14.1	14.8	14.5
回报率 (%)					
资本回报率	7.9	4.1	4.6	5.3	5.7
资产回报率	6.0	2.9	3.4	3.9	4.2
每股数据 (港元)					
每股盈利	15.50	8.12	9.32	11.02	12.13
每股股息	4.95	4.95	4.95	5.15	5.40
每股账面值	195.45	197.31	201.69	207.66	214.60

数据来源: 公司及招银国际证券预测

新世界发展 (17 HK)

K11 = 艺术 + 商业

我们给予新世界发展买入评级和目标价 49.3 港元，目标价相等于 0.55 倍远期市净率或过去 10 年的平均+1 个标准偏差。在郑志刚接管工作后，新世界发展正在经历重新发展。其投资物业的品牌名称 K11 不仅可以在香港，而且可以在中国主要城市找到。我们预计净利润将在 21 财年反弹 195%，并在 22 财年和 23 财年进一步分别飙升 90% 及 24%。

- **郑氏第三代经营一家拥有 50 年历史的公司。** 郑氏家族的第三代成员郑志刚于 2020 年 5 月被任命为首席执行官。他从 2015 年 1 月开始发起新世界的 Artisanal Movement，并负责监督诸如 Victoria Dockside 和 11 Skyes 等大型开发项目。新世界发展在品牌、物业质量和管理效率方面正在经历复兴。
- **最近的项目启动冠军。** 新世界发展最近推出了「柏傲庄一及二期」进行销售，反应热烈，销售收入达 238 亿港元。另一方面，K11 MUSEA 是该镇的话题。K11 MUSEA 在尖沙咀提供 110 万平方尺的购物空间，拥有 100 多家餐厅，其中有几家是米其林之星。新世界发展正在开发一项庞大的投资项目，即 11 Skyes，目标是 3160 万大湾区客户。截至 2020 年 12 月，新世界发展在香港的土地储备总应占建筑面积为 935 万平方尺，耕地面积为 1,650 万平方尺。
- **专注于大湾区。** 1HFY21 中国的合同销售总额为 112 亿元人民币，完成了全年目标的 62%。新世界发展在中国拥有 614 万平方米的土地储备，其中 280 万平方米在大湾区。同时，它参与了深圳和广州的六个城市重建项目，这些项目将提供 180 万平方米的土地储备。
- **21 财年强劲反弹。** 在 20 财年盈利下降之后，我们预计 21 财年净利润将反弹 195% 至 32.3 亿港元。截至 2020 年 12 月，分别约有 125 亿港元和 242 亿港元的房地产销售被锁定，并有待在 22 财年和 23 财年交房。我们预计 22 财年净利润将增长 89.7%，至 61.3 亿港元，23 财年将增长 24.4%，至 76.2 亿港元。
- **主要风险：** 1) 零售销售疲弱； 2) 政府的房地产市场政策； 3) 加息； 4) COVID-19。

财务资料

(年结：6月30日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万港元)	76,764	59,008	70,194	81,025	91,983
净收入(百万港元)	18,160	1,096	3,231	6,128	7,621
摊薄后每股盈利(港元)	7.11	0.43	1.27	2.41	3.00
每股盈利变动(%)	-24.0	-94.0	196.5	89.7	24.4
市场预期每股盈利(港元)	不适用	不适用	1.93	3.55	4.27
市盈率(倍)	6.0	99.3	33.5	17.6	14.2
市帐率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	4.8	4.8	4.8	4.9	5.9
权益收益率(%)	8.1	0.5	1.4	2.7	3.3
净负债比率(%)	35.4	47.7	41.4	45.5	50.9

数据源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$49.3
潜在升幅	+15.7%
当前股价	HK\$42.6

香港地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司资料

市值(百万港元)	108,162
3月平均流通量(百万港元)	205
52周内股价高/低(港元)	43.0/30.6
总股本(百万)	2,539

数据源：彭博

股东结构

郑裕彤家族	44.55%
自由流动	55.45%

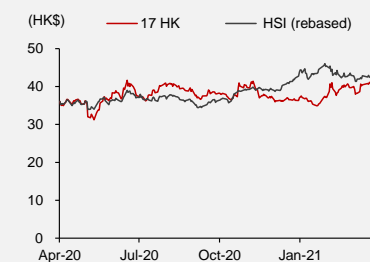
数据源：公司

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.4%	8.0%
3-月	16.4%	16.0%
6-月	11.0%	-6.5%
12-月	17.1%	-1.5%

数据源：彭博

股份表现



数据源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结: 6月30日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	76,764	59,008	70,194	81,025	91,983
物业发展	38,512	19,208	24,800	27,600	30,120
物业投资	3,669	4,350	5,002	5,602	6,162
其他	34,583	35,451	40,393	47,823	55,700
销售成本	(51,742)	(39,077)	(47,873)	(53,882)	(60,433)
毛利	25,022	19,931	22,322	27,143	31,550
其他收入	2,176	3,624	2,455	2,285	2,229
销售费用	(2,161)	(1,937)	(2,246)	(2,836)	(3,219)
管理费用	(6,299)	(7,122)	(7,441)	(7,535)	(8,370)
其他费用	(2,126)	(1,287)	(1,294)	(1,348)	(1,672)
营运收益	16,613	13,209	13,796	17,709	20,518
融资成本	(2,473)	(4,838)	(4,290)	(4,279)	(4,465)
合资及联营企业	4,683	770	1,080	1,380	1,600
特殊项目	10,306	1,653	92	-	-
税前利润	29,129	10,794	10,678	14,810	17,652
所得税	(7,490)	(7,528)	(4,319)	(5,372)	(6,421)
税后利润	21,639	3,266	6,359	9,438	11,231
非控制股东权益	(2,676)	(482)	(878)	(910)	(1,210)
永续债	(803)	(1,688)	(2,250)	(2,400)	(2,400)
净利润	18,160	1,096	3,231	6,128	7,621
主要利润	8,814	6,589	7,116	8,528	10,021

现金流量表

年结: 6月30日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营运收益	16,613	13,209	13,796	17,709	20,518
折旧和摊销	2,461	3,688	3,968	4,220	4,247
运营资金变动	(4,765)	(15,414)	(10,543)	(10,010)	(6,250)
税务开支	(5,182)	(8,799)	(4,282)	(4,722)	(5,791)
其他	(2,117)	(2,975)	23,228	4,049	(9,838)
经营活动所得现金流	7,011	(10,290)	26,167	11,245	2,885
资本开支	(18,986)	(21,247)	(18,880)	(11,296)	(8,100)
联营公司	(161)	4,491	4,957	(3,600)	(2,600)
其他	(9)	(319)	(110)	(136)	(136)
投资活动所得现金净额	(19,156)	(17,074)	(14,033)	(15,032)	(10,836)
股份发行	27	(264)	(378)	-	-
净借贷	13,585	28,308	(11,389)	10,500	5,600
股息	(6,207)	(6,370)	(4,648)	(4,737)	(4,896)
其他	5,289	6,860	-	-	-
融资活动所得现金净额	12,694	28,533	(16,415)	5,763	704
现金增加净额	549	1,169	(4,282)	1,977	(7,247)
年初现金及现金等价物	62,597	62,390	63,317	59,046	61,033
汇兑	(756)	(242)	10	10	10
年末现金及现金等价物	62,390	63,317	59,046	61,033	53,796
受限制现金	1,342	4,118	4,118	4,118	4,118
资产负债表的现金	63,732	67,436	63,164	65,151	57,914

资产负债表

年结: 6月30日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	353,120	417,924	427,300	435,240	449,860
物业、厂房及设备	31,024	30,100	22,300	24,000	26,100
投资物业	173,327	169,718	194,000	201,000	204,300
联营公司	76,197	64,157	59,200	62,800	65,400
无形资产	13,438	22,433	23,200	22,100	21,400
其他	59,135	131,517	128,600	125,340	132,660
流动资产	150,165	182,272	189,664	202,751	202,264
现金及现金等价物	63,732	67,436	63,164	65,151	57,914
应收贸易款项	25,722	35,189	36,000	42,000	45,000
存货	58,081	67,067	78,000	83,100	86,800
其他	2,630	12,581	12,500	12,500	12,550
流动负债	101,257	152,609	153,000	162,300	169,070
借债	41,776	56,601	50,000	52,000	54,100
应付贸易账款	38,200	40,569	41,770	42,860	43,310
合同负债	10,553	13,533	16,330	18,540	21,190
应付税项	10,641	11,067	11,800	12,100	12,350
其他	87	30,840	33,100	36,800	38,120
非流动负债	126,664	167,841	163,950	174,200	178,880
借债	114,559	134,788	130,000	138,500	142,000
其他	12,105	33,054	33,950	35,700	36,880
股东权益	223,865	213,023	226,284	227,131	229,294
少数股东权益	29,995	29,630	31,200	31,800	32,300
永续债	21,506	37,092	42,530	42,560	42,580
总权益	275,365	279,745	300,014	301,491	304,174

主要比率

年结: 6月30日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
物业发展	50.2	32.6	35.3	34.1	32.7
物业投资	4.8	7.4	7.1	6.9	6.7
其他	45.1	60.1	57.5	59.0	60.6
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	26.5	-23.1	19.0	15.4	13.5
营运收益	-2.8	-20.5	4.4	28.4	15.9
净利润	-22.2	-94.0	194.8	89.7	24.4
损益比率 (%)					
毛利率	32.6	33.8	31.8	33.5	34.3
营运利率	21.6	22.4	19.7	21.9	22.3
净利率	23.7	1.9	4.6	7.6	8.3
有效税率	25.7	69.7	40.4	36.3	36.4
资产负债比率					
流动比率 (倍)	1.5	1.2	1.2	1.2	1.1
应收账款周转天数	122.3	217.7	187.2	189.2	178.6
净负债比率 (%)	35.4	47.7	41.4	45.5	50.9
回报率 (%)					
资本回报率	8.1	0.5	1.4	2.7	3.3
资产回报率	3.6	0.2	0.5	1.0	1.2
每股数据 (港元)					
每股盈利	7.11	0.43	1.27	2.41	3.00
每股股息	2.04	2.04	2.04	2.10	2.50
每股账面值	87.59	83.57	89.13	89.46	90.31

数据来源: 公司及招银国际证券预测

长实集团 (1113 HK)

善于捕捉大趋势

我们首次覆盖长实集团，给予买入评级和 66.8 港元的目标价。长实集团在宏观趋势捕捉和销售策略方面均表现出色。通过最近的可能的收购和股票回购计划，李氏家族增加了对公司的持股比例。我们的目标价 66.8 港元基于 0.67 倍的 21 财年市净率或自 2015 年 6 月以来的平均水平。

- **增加对公用事业的投资 194 亿港元。** 长实集团提议于 2021 年 3 月 18 日从 LKS Fund 收购四家公用事业公司的部分权益。总对价为 170 亿港元。此次收购是通过向卖方发行新股筹集资金的。此外，长实集团还透露了一项股票回购计划。一旦计划达成，李氏家族将把其在长实集团中的股份从目前的 35.99% 增加到 41.3%-45.6%。
- **优秀的趋势捕捉者。** 尽管李嘉诚先生于 2018 年退任董事长及退休，但他继续担任公司的高级顾问。李嘉诚先生拥有很好的纪录，可以捕捉半个世纪以来的大趋势。我们相信，投资长实集团可以免费获得李嘉诚先生的建议。
- **土地储备中的隐藏宝石。** 截至 2020 年 12 月，长江资产的总土地储备为 1.32 亿平方尺，其中香港为 2600 万平方尺，中国大陆为 7400 万平方尺，海外为 3200 万平方尺。实际上，其土地储备中有许多隐藏的宝石。首先，酒店和服务式套房共有 15,000 间客房。公司可以申请将其转换为住宅单位进行销售。于 2020 年 12 月和 2021 年 2 月，它获得了在水围和马鞍山重建酒店物业的批准。其次，Greene King 在英国拥有 2600 万平方尺的房地产，其估值仅为 30 亿英镑。当我们现在再次进行估值时，可能会获得巨大的重估收益。如果有合适的项目进行重建，可能会更高。
- **预计 2020-23 年收入复合年增长率为 20%。** 尽管 2020 年净利润下降了 44%，至 163 亿港元，但由于其 413 亿港元的预售额尚未入账，我们对其未来表现充满信心。我们预计 2021-23 年净利润分别为 228 亿港元、254 亿港元和 279 亿港元。我们估计截至 2021 年 12 月的每股账面值为 100.34 港元。目标价为 66.8 港元，相当于 0.67 倍 2021 年预期市净率。
- **主要风险：** 1) 可能的收购被否决； 2) 加息； 3) 英国经济； 4) 政府政策。

财务资料

(YE 31 Dec)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万港元)	82,382	59,825	71,566	79,787	87,610
净收入(百万港元)	29,134	16,332	22,822	25,407	27,859
摊薄后每股盈利(港元)	7.89	4.42	6.18	6.88	7.54
每股盈利变动(%)	-27.3	-44.0	39.7	11.3	9.7
市场预测每股盈利(港元)	不适用	不适用	5.93	6.46	6.47
市盈率(倍)	6.1	10.8	7.7	6.9	6.3
市帐率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	4.4	3.8	4.2	4.5	4.8
权益收益率(%)	8.5	4.6	6.2	6.5	6.8
净负债比率(%)	5.5	5.0	1.8	0.4	净现金

数据来源：公司，彭博及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$66.5
潜在升幅	+39.3%
当前股价	HK\$47.75

香港地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司资料

市值(百万港元)	176,360
3月平均流通量(百万港元)	429
52周内股价高/低(港元)	50.55/35.65
总股本(百万)	3,693

数据来源：彭博

股东结构

李嘉诚家族	35.99%
自由流动	63.56%

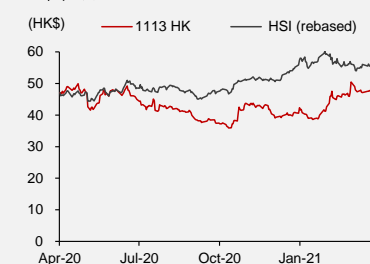
数据来源：公司，彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.4%	4.0%
3-月	18.7%	18.3%
6-月	28.9%	8.5%
12-月	0.8%	-15.1%

数据来源：彭博

股价表现



数据来源：彭博

审计师：德勤

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	82,382	59,825	71,566	79,787	87,610
物业发展	64,099	38,653	46,500	52,640	58,110
物业投资	7,302	6,603	6,997	7,278	7,828
其他	10,981	14,569	18,068	19,868	21,672
销售成本					
毛利	7,278	4,156	6,480	7,180	7,870
	(42,546)	(19,612)	(28,392)	(31,839)	(34,947)
其他收入	(1,763)	(5,853)	(7,310)	(7,651)	(8,016)
销售费用	(4,452)	(6,973)	(7,810)	(8,903)	(10,150)
管理费用	(896)	(804)	(787)	(878)	(964)
其他费用	(2,192)	(3,445)	(2,238)	(2,268)	(2,312)
息税前收益	37,811	27,294	31,510	35,427	39,092
融资成本	(1,291)	(1,689)	(1,171)	(1,103)	(1,100)
合资及联营企业	762	707	812	883	750
特殊项目	228	(1,106)	-	-	-
税前利润	37,510	25,206	31,150	35,208	38,742
所得税	(7,464)	(7,417)	(6,978)	(8,581)	(9,498)
税后利润	30,046	17,789	24,172	26,627	29,244
非控制股东权益	(371)	(957)	(850)	(720)	(885)
永续债	(541)	(500)	(500)	(500)	(500)
净利润	29,134	16,332	22,822	25,407	27,859
主要利润	28,644	19,339	22,822	25,407	27,859

现金流量表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前收益	37,811	27,294	31,510	35,427	39,092
折旧和摊销	2,192	3,445	2,238	2,268	2,312
运营资金变动	26,900	(3,225)	(1,485)	(9,250)	(4,450)
税务开支	(4,520)	(8,278)	(5,903)	(7,871)	(8,768)
其他	(20,468)	5,061	(6,176)	(304)	(1,674)
经营活动所得现金流	41,915	24,297	20,184	20,271	26,512
资本开支	(27,962)	(8,840)	(5,254)	(6,668)	(8,712)
联营公司	1,773	818	2,844	(1,500)	(4,000)
其他	11,347	758	(136)	(136)	(136)
投资活动所得现金净额	(14,842)	(7,264)	(2,546)	(8,304)	(12,848)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	(11,953)	(3,596)	(7,593)	(3,800)	3,500
股息	(7,742)	(7,283)	(6,162)	(6,792)	(7,222)
其他	(3,052)	(8,501)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(22,747)	(19,380)	(13,755)	(10,592)	(3,722)
现金增加净额	4,326	(2,347)	3,883	1,375	9,942
年初现金及现金等价物	55,417	59,441	58,214	62,177	63,602
汇兑	(302)	1,120	80	50	50
年末现金及现金等价物	59,441	58,214	62,177	63,602	73,594
受限制现金	863	1,305	1,305	1,305	1,305
资产负债表的现金	60,304	59,519	63,482	64,907	74,899

资产负债表

年结: 12月31日 (百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	317,542	327,968	328,370	334,510	345,385
物业、厂房及设备	97,519	95,101	95,800	96,200	96,600
投资物业	119,832	128,683	131,000	135,000	141,000
联营公司	66,371	69,544	66,700	68,200	72,200
无形资产	6,492	6,655	6,000	6,000	6,000
其他	27,328	27,985	28,870	29,110	29,585
流动资产	190,515	192,735	201,182	213,257	229,099
现金及现金等价物	60,304	59,519	63,482	64,907	74,899
应收贸易款项	6,754	10,414	8,500	8,850	9,200
存货	121,930	121,737	128,000	138,000	143,200
其他	1,527	1,065	1,200	1,500	1,800
流动负债	49,758	70,823	59,810	62,620	65,630
借债	6,841	22,887	9,100	8,500	8,800
应付贸易账款	21,970	21,336	24,200	25,300	26,400
合同负债	15,459	22,303	22,000	24,000	25,180
应付税项	5,488	4,297	4,510	4,820	5,250
其他	0	0	0	0	0
非流动负债	97,067	82,662	86,600	83,920	87,620
借债	73,241	55,006	61,200	58,000	61,200
其他	23,826	27,656	25,400	25,920	26,420
股东权益	344,253	354,639	370,592	388,427	408,234
少数股东权益	5,309	6,379	6,350	6,600	6,800
永续债	11,670	6,200	6,200	6,200	6,200
总权益	361,232	367,218	383,142	401,227	421,234

主要比率

年结: 12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合 (%)					
物业发展	77.8	64.6	65.0	66.0	66.3
物业投资	8.9	11.0	9.8	9.1	8.9
其他	13.3	24.4	25.2	24.9	24.7
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
收入	63.6	-27.4	19.6	11.5	9.8
息税前收益	-17.1	-27.8	15.4	12.4	10.3
净利润	-27.4	-43.9	39.7	11.3	9.7
损益比率 (%)					
息税前利润率	45.9	45.6	44.0	44.4	44.6
净利率	35.4	27.3	31.9	31.8	31.8
有效税率	19.9	29.4	22.4	24.4	24.5
资产负债比率					
流动比率 (倍)	3.8	2.7	3.4	3.4	3.5
应收账款周转天数	29.9	63.5	43.4	40.5	38.3
净负债比率 (%)	5.5	5.0	1.8	0.4	-1.2
回报率 (%)					
资本回报率	8.5	4.6	6.2	6.5	6.8
资产回报率	5.7	3.1	4.3	4.6	4.8
每股数据 (港元)					
每股盈利	7.89	4.42	6.18	6.88	7.54
每股股息	2.10	1.80	2.00	2.15	2.28
每股账面值	93.21	96.02	100.34	105.17	110.53

数据源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承担任何作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。