

香港地產行業

扣穩安全帶

我們首次覆蓋香港地產板塊，並給予「優於大市」評級。因為新冠肺炎及疲弱的就業市場，香港房地產市場存在著短期的不明朗因素，但就著低息環境、供應短缺、國內人士帶來資金及強勁的住屋需求，我們對香港房地產市場的長線發展感到樂觀。我們首次覆蓋四家香港房地產公司，分別為恆基地產、新鴻基地產、新世界發展及長實集團，皆是給予買入評級。

- **短期存在著威脅。**新冠肺炎疫苗在香港於2021年2月開始接種，改善市場氣氛，中原領先指數在2021年第一季上升2.3%，不過，我們相信香港房地產市場在今年上半年是比較脆弱的，主要受新冠肺炎及疲弱的勞工市場帶來的影響。雖然於此，最近的一手及二手市場成交反映著壓抑的需求是強勁的，如果疫情及勞工市場在未來不會進一步惡化，我們懷疑香港房地產市場在今年第一季已見底。
- **長線看好。**長線來說，香港房地產市場可受惠於低息環境、有限的供應及強勁的住屋需求。此外，香港經濟表現緊貼中國大陸，招銀國際經濟師預期2021年中國經濟增長為8.2%，將可支持香港房地產市場的長期發展，我們預期香港房地產市場的每年表現會較通脹為佳。
- **預期香港房地產價格2021年上升8%。**中原領先指數在2021年第一季上升2.3%，這將有機會在今年上半年轉弱，但在大部份香港居民接種疫苗後有機會於下半年反彈。此外，如果中港邊境在未來疫情受控下恢復通關，國內的購買力將重臨香港，有利香港物業市場，我們預期中原領先指數在2021年全年將上升8%至190.3點。
- **長實集團是我們首選。**新鴻基地產是香港房地產市場的領導者，2020年的市場佔有率為18.8%，其銷售的房屋價錢或其估值也比同行存在著溢價。但是，在四大房地產商中，我們比較喜歡長實集團，我們相信長實集團在房地產市場裡成功捕捉趨勢；此外，公司在其土地儲備中隱藏很多寶藏，例如酒店改變用途及酒吧物業資產；另外，長實集團最近提出的194億港元的回購股份計劃將可短期支持股價表現。最後，我們給予新世界發展一個較高的估值，即較其過去平均高一個標準差，以反映其新領導層的良好執行能力。
- **主要風險。**1) 環球及本地的經濟、政治及社會環境改變；2) 新冠肺炎疫情；3) 政府政策；及4) 利息方向。

估值表

公司	代碼	收市價 (港元)	市值 (百萬元)	評級	目標價 (港元)	財年 完結	市盈率	市賬率
新鴻基地產	16 HK	119.3	345,705	買入	137.7	06/2020	12.8	10.8
長實集團	1113 HK	48.2	178,022	買入	66.5	12/2020	7.7	6.9
恆基地產	12 HK	35.15	170,175	買入	40.5	12/2020	11.4	10.1
新世界發展	17 HK	42.25	107,274	買入	49.3	06/2020	33.5	17.6
信和置業	83 HK	11.06	81,034	未評級	N.A.	06/2020	8.4	9.7
太古地產	1972 HK	23.65	138,353	未評級	N.A.	12/2020	18.3	17.0
嘉里建設	683 HK	25.2	36,704	未評級	N.A.	12/2020	7.5	7.5
九龍倉集團	4 HK	23.0	70,236	未評級	N.A.	12/2020	12.3	11.8

資料來源：彭博，招銀國際證券

優於大市 (首次覆蓋)

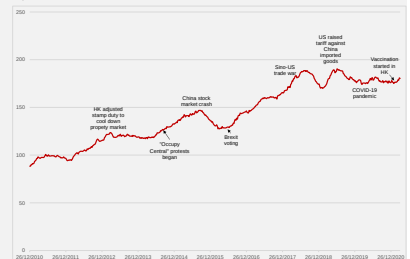
香港地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

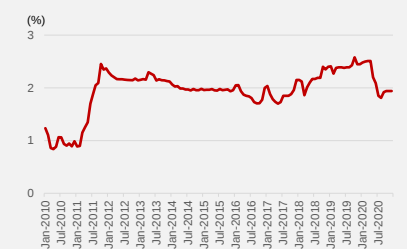
samsonman@cmbi.com.hk

中原領先指數



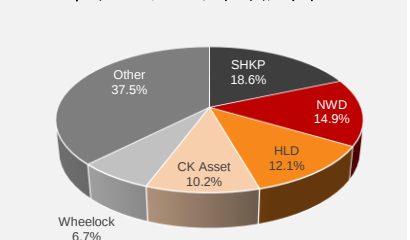
資料來源：中原地產、招銀國際證券

香港按揭利率



資料來源：彭博、經絡按揭、招銀國際證券

2020年香港地產一手市場佔有率



資料來源：中原地產、招銀國際證券

恆基地產 (12 HK)

積極參與社區重建

我們首次覆蓋恆基地產，給予買入評級和目標價 40.5 港元。恆基地產積極在香港發展小型房地產項目。作為一家藍籌公司，它還擁有香港中華煤氣。恆基地產主要通過社區重建計劃和農地轉化來獲得土地。我們預計 2021-23 年淨利潤分別為 149 億港元、168 億港元和 183 億港元。我們的目標價 40.5 港元相當於 0.59 倍的 21 財年市淨率或 10 年平均水平。

- **香港社區重建計劃的主要參與者。** 恆基地產在香港市區重建計劃方面擁有良好的往績。目前，它在香港的土地儲備為 2440 萬平方尺，其中包括 1440 萬平方尺的開發物業和 1000 萬平方尺的投資物業。最近，恆基地產通過統一所有權，成功地改造了紅磡的 100 萬平方尺的大型項目。此外，它擁有 4440 萬平方尺的農地，可用於用途轉換。其新總部（美利道項目）將於 2023 年完工，這將進一步增加租金收入。
- **中國發展的雙重戰略。** 恆基地產將擴大其在中國的寫字樓投資組合，以進行長期投資。其次，它在主要的，領先的二線城市和大灣區城市中，與當地的開發商獨立或聯合開發住宅和混合用途房地產項目。截至 2020 年 12 月，恆基地產在中國擁有 3,010 萬平方呎應佔建築面積的在建物業和 790 萬平方呎應佔面積的投資物業。
- **擁有四家香港上市公司。** 恆基地產擁有恆基投資（97 HK）69.3% 的股份、中華煤氣（3 HK）41.5% 的股份、香港渡輪（50 HK）的 33.4% 股份和美麗華酒店（71 HK）的 50.0% 的股份。此外，中華煤氣持有港華燃氣（1083 HK）68.21% 的股份。中華煤氣是香港唯一的燃氣公司，也是藍籌股。由於其壟斷性質，它可以為恆基地產提供穩定的現金流。
- **2021 年核心盈利預測持平。** 由於缺乏整體項目銷售，我們預計 2021 年收入和淨利潤將分別持平於 259 億港元和 149 億港元。隨著更多項目的完成，我們預計 2022 年的淨利潤將增長 13.1% 至 168 億港元，2023 年的淨利潤將增長 8.4% 至 183 億港元。
- **主要風險：** 1) 政府的房地產市場政策； 2) 土地流轉的不確定性； 3) 加息； 4) COVID-19。

財務資料

(年結：12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬港元)	24,184	25,020	25,948	29,481	31,912
淨收入(百萬港元)	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
每股盈利變動(%)	-45.5	-40.0	46.0	13.1	8.4
市場預測每股盈利(港元)	不適用	不適用	2.87	3.10	3.19
市盈率(倍)	10.0	16.7	11.4	10.1	9.3
市帳率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	5.1	5.1	5.1	5.5	6.0
權益收益率(%)	5.3	3.1	4.5	4.9	5.2
淨負債比率(%)	24.4	24.2	25.2	25.0	23.8

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$40.5
潛在升幅	+15.2%
當前股價	HK\$35.15

香港地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	170,175
3 月平均流通量(百萬港元)	115
52 周內股價高/低(港元)	36.0/26.05
總股本(百萬)	4,841

資料來源：彭博

股東結構

李兆基	72.82%
自由流動	27.18%

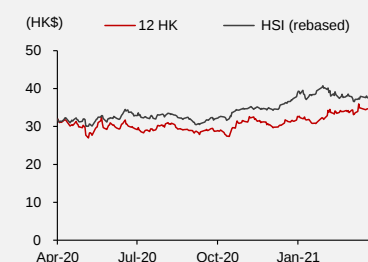
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.8%	4.3%
3-月	10.9%	10.5%
6-月	22.5%	3.1%
12-月	9.0%	-8.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	24,184	25,020	25,948	29,481	31,912
物業發展	15,079	16,009	15,980	18,350	19,850
物業投資	6,169	5,777	6,355	7,117	7,544
其他	2,936	3,234	3,613	4,014	4,518
銷售成本	(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
銷售費用	(1,307)	(1,053)	(1,297)	(1,562)	(1,659)
管理費用	(1,946)	(1,981)	(2,076)	(2,300)	(2,489)
其他費用	-	-	-	-	-
營運收益	11,336	12,525	10,379	11,975	13,030
融資成本	(601)	(558)	(590)	(642)	(705)
合資及聯營企業	5,821	3,160	6,680	7,530	8,145
特殊項目	2,530	(2,413)	-	-	-
稅前利潤	19,086	12,714	16,469	18,863	20,470
所得稅	(2,037)	(2,431)	(1,468)	(1,700)	(1,849)
稅後利潤	17,049	10,283	15,001	17,163	18,621
非控制股東權益	(55)	(91)	(125)	(332)	(368)
永續債	-	-	-	-	-
淨利潤	16,994	10,192	14,876	16,831	18,253
主要利潤	14,640	14,899	14,876	16,831	18,253

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E
營運收益	11,336	12,525	10,379	11,975	13,030
折舊和攤銷	377	428	430	435	438
運營資金變動	(1,770)	(227)	(3,694)	(7,840)	(4,140)
稅務開支	(1,275)	(1,058)	(1,802)	(1,412)	(1,649)
其他	(1,924)	7,445	616	7,157	7,371
經營活動所得現金流	6,744	19,113	5,928	10,315	15,050
資本開支	(2,932)	(4,069)	(2,657)	(1,653)	(2,955)
聯營公司	(4,154)	(6,480)	(119)	(1,800)	(1,200)
其他	3,263	(110)	(136)	(145)	(168)
投資活動所得現金淨額	(3,823)	(10,659)	(2,912)	(3,598)	(4,323)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	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)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(5,869)	(12,049)	(1,255)	(5,846)	(8,118)
現金增加淨額	(2,948)	(3,595)	1,761	871	2,609
年初現金及現金等價物	12,899	9,634	5,807	7,336	7,975
匯兌	(317)	(232)	(232)	(232)	(232)
年末現金及現金等價物	9,634	5,807	7,336	7,975	10,352
受限制現金	2,476	1,281	1,281	1,281	1,281
資產負債表的現金	12,110	7,088	8,617	9,256	11,633

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	326,495	336,024	338,632	342,230	346,477
物業、廠房及設備	389	400	420	438	455
投資物業	182,963	186,593	188,800	190,000	192,500
聯營公司	128,401	134,881	135,000	136,800	138,000
無形資產	262	262	262	262	262
其他	14,480	13,888	14,150	14,730	15,260
流動資產	128,750	125,063	132,617	140,946	147,963
現金及現金等價物	12,110	7,088	8,617	9,256	11,633
應收貿易款項	14,885	15,864	16,200	16,540	16,980
存貨	100,495	101,059	106,500	113,800	118,000
其他	1,260	1,052	1,300	1,350	1,350
流動負債	59,165	54,736	62,388	64,980	65,180
借債	29,252	29,332	33,000	33,800	32,100
應付貿易賬款	12,401	13,717	15,800	15,600	16,100
合同負債	14,897	8,587	10,600	12,400	13,800
應付稅項	2,383	2,762	2,650	2,820	2,820
其他	232	338	338	360	360
非流動負債	70,687	74,159	70,462	71,600	73,700
借債	62,400	58,087	60,980	62,150	64,200
其他	8,287	16,072	9,482	9,450	9,500
股東權益	320,851	327,607	333,769	341,886	350,700
少數股東權益	4,542	4,585	4,630	4,710	4,860
永續債	0	0	0	0	0
總權益	325,393	332,192	338,399	346,596	355,560

主要比率

年結: 12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
物業發展	62.4	64.0	61.6	62.2	62.2
物業投資	25.5	23.1	24.5	24.1	23.6
其他	12.1	12.9	13.9	13.6	14.2
合計	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
營運收益	-2.5	10.5	-17.1	15.4	8.8
淨利潤	-45.5	-40.0	46.0	13.1	8.4
損益比率 (%)					
毛利率	53.0	61.2	51.1	51.7	51.6
淨利率	70.3	40.7	57.3	57.1	57.2
有效稅率	10.7	19.1	8.9	9.0	9.0
資產負債比率					
流動比率 (倍)	2.2	2.3	2.1	2.2	2.3
應收賬款周轉天數	224.7	231.4	227.9	204.8	194.2
淨負債比率 (%)	24.4	24.2	25.2	25.0	23.8
回報率 (%)					
資本回報率	5.3	3.1	4.5	4.9	5.2
資產回報率	3.7	2.2	3.2	3.5	3.7
每股數據 (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
每股帳面值	66.28	67.67	68.95	70.62	72.44

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

新鴻基地產 (16 HK)

最優秀的房地產商

我們給予新鴻基地產買入評級和目標價 137.7 港元，相當於 0.68 倍 21 財年市淨率。新地是香港領先的開發商。它在香港興建並擁有許多高品質的地標建築。我們預計 21 財年淨利潤將增長 15% 至 270 億港元。截至 2020 年 12 月，其資產負債狀況良好，淨負債率為 14.4%。年租金收入約為 200 億港元，足以應付任何財務需求。

- **香港最大的房地產公司。**截至 2020 年 12 月，新鴻基地產在香港擁有 2230 萬平方尺的在建物業和 3370 萬平方尺的投資物業。據中地產稱，新鴻基地產在 2020 年佔香港一手房的銷售市場份額 18.6%。其物業銷售和租金收入 2020 年的收入分別為 490 億港元和 200 億港元。
- **1.23 億平方尺的土地儲備。**新鴻基地產除了在香港擁有 5600 萬平方尺的土地儲備外，還在中國擁有 6700 萬平方尺的土地儲備。中國的土地儲備包括 1,630 萬平方尺的已竣工物業和 5,060 萬平方尺的在建物業，其中 50% 將被開發為住宅用於銷售。其中國土地儲備主要集中在上海、北京、杭州、南京等 1 及 2 線城市。
- **投資物業的雙重收益。**新鴻基地產在香港及中國內地擁有 3,370 萬平方呎及 1,630 萬平方呎的投資物業。我們預計其租金收入在 21 財年增長 5% 至 209 億港元。豐厚的租金收入不僅為公司提供了穩定的現金流，而且還幫助新鴻基地產獲得了較高的信用評級，從而降低了借貸成本。此外，它還受益於投資物業的長期資產增值。
- **預測 22 財年和 23 財年的淨利潤將分別增長 18% 及 10%。**我們預計 22 財年淨利潤將增長 18.2% 至 319 億港元，而 23 財年將增長 10.2% 至 352 億港元。新鴻基地產估值吸引，現股價相等於 22 財年的 10.6 倍市盈率和 0.58 倍市淨率。過去 10 年的平均預期市盈率和市淨率分別為 8.6 倍和 0.68 倍。
- **主要風險：**1) 零售銷售疲弱； 2) 政府的房地產市場政策； 3) 加息； 4) COVID-19。

財務資料

(年結：6 月 30 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬港元)	85,302	82,653	87,229	94,795	104,737
淨收入(百萬港元)	44,912	23,521	26,998	31,923	35,163
攤薄後每股盈利(港元)	15.50	8.12	9.32	11.02	12.13
每股盈利變動(%)	-10.1	-47.6	14.8	18.2	10.2
市場預測每股盈利(港元)	不適用	不適用	10.57	11.36	11.80
市盈率(倍)	7.7	14.7	12.8	10.8	9.8
市帳率(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	4.1	4.1	4.1	4.3	4.5
權益收益率(%)	7.9	4.1	4.6	5.3	5.7
淨負債比率(%)	12.8	13.8	14.1	14.8	14.5

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$137.7
潛在升幅	+15.3%
當前股價	HK\$119.4

香港地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	345,995
3 月平均流通量(百萬港元)	479
52 周內股價高/低(港元)	126.0/87.6
總股本(百萬)	2,898

資料來源：彭博

股東結構

鄭肖卿	26.72%
-----	--------

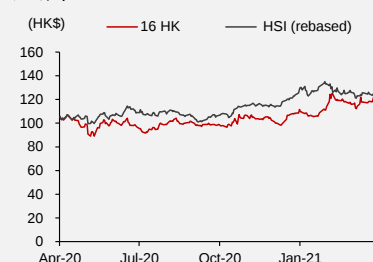
資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.4%	2.9%
3-月	10.0%	9.5%
6-月	21.5%	2.3%
12-月	9.6%	-7.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

財務分析

利潤表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	85,302	82,653	87,229	94,795	104,737
物業發展	38,573	39,765	43,800	48,210	54,320
物業投資	20,590	19,909	20,904	22,577	24,834
其他	26,139	22,979	22,525	24,009	25,582
銷售成本	(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
銷售費用	(4,791)	(4,560)	(5,059)	(5,119)	(5,446)
管理費用	(2,938)	(2,952)	(3,140)	(3,318)	(3,666)
其他費用	-	-	-	-	-
營運收益	37,858	35,455	38,354	41,138	45,014
融資成本	(2,051)	(2,120)	(2,310)	(2,365)	(2,443)
合資及聯營企業	6,141	1,599	1,850	2,120	2,425
特殊項目	12,535	(4,423)	(3,240)	-	-
稅前利潤	54,483	30,511	34,655	40,893	44,996
所得稅	(8,474)	(6,197)	(7,053)	(8,336)	(9,153)
稅後利潤	46,009	24,314	27,602	32,557	35,843
非控制股東權益	(926)	(624)	(538)	(634)	(680)
永續債	(171)	(169)	(66)	-	-
淨利潤	44,912	23,521	26,998	31,923	35,163
主要利潤	32,398	29,368	30,902	31,923	35,163

現金流量表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營運收益	37,858	35,455	38,354	41,138	45,014
折舊和攤銷	2,912	4,581	3,944	3,922	3,972
運營資金變動	(21,763)	7,543	(4,402)	(8,880)	(6,540)
稅務開支	(5,539)	(4,518)	(3,965)	(7,616)	(10,573)
其他	6,287	4,807	9,608	(5,524)	(4,892)
經營活動所得現金流	19,755	47,868	43,540	23,040	26,981
資本開支	(12,253)	(40,978)	(15,787)	(25,139)	(17,834)
聯營公司	(391)	(7,250)	(22,018)	2,800	(1,500)
其他	(192)	(839)	(110)	(136)	(136)
投資活動所得現金淨額	(12,836)	(49,067)	(37,915)	(22,475)	(19,470)
股份發行	9	1	-	-	-
淨借貸	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
融資活動所得現金淨額	(8,073)	11,321	(11,253)	(5,327)	(6,906)
現金增加淨額	(1,154)	10,122	(5,628)	(4,761)	605
年初現金及現金等價物	23,035	21,430	31,150	25,122	19,961
匯兌	(451)	(402)	(400)	(400)	(400)
年末現金及現金等價物	21,430	31,150	25,122	19,961	20,166
受限制現金	608	555	555	555	555
資產負債表的現金	22,038	31,705	25,677	20,516	20,721

資產負債表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	508,747	514,169	548,980	568,570	585,050
物業、廠房及設備	35,862	40,825	42,800	43,310	43,920
投資物業	386,612	380,717	392,000	414,020	428,500
聯營公司	73,751	78,782	100,800	98,000	99,500
無形資產	4,445	4,288	3,980	3,720	3,500
其他	8,077	9,557	9,400	9,520	9,630
流動資產	242,415	283,662	239,777	242,136	249,371
現金及現金等價物	22,038	31,705	25,677	20,516	20,721
應收貿易款項	22,811	17,029	18,100	18,780	19,320
存貨	196,463	196,520	195,000	202,000	208,400
其他	1,103	38,408	1,000	840	930
流動負債	65,902	97,342	83,180	86,300	90,680
借債	9,168	26,375	20,000	21,000	22,100
應付貿易賬款	28,699	36,851	32,000	30,800	31,200
合同負債	16,983	21,462	18,000	21,200	23,800
應付稅項	11,052	12,654	13,180	13,300	13,580
其他	0	0	0	0	0
非流動負債	109,441	110,074	115,310	116,450	115,490
借債	85,838	86,231	88,800	89,300	90,010
其他	23,603	23,843	26,510	27,150	25,480
股東權益	566,405	571,813	584,467	601,756	621,851
少數股東權益	5,601	14,789	5,800	6,200	6,400
永續債	3,813	3,813	0	0	0
總權益	575,819	590,415	590,267	607,956	628,251

主要比率

年結: 6月30日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
物業發展	45.2	48.1	50.2	50.9	51.9
物業投資	24.1	24.1	24.0	23.8	23.7
其他	30.6	27.8	25.8	25.3	24.4
合計	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
營運收益	6.8	-6.3	8.2	7.3	9.4
淨利潤	-10.1	-47.6	14.8	18.2	10.2
損益比率 (%)					
毛利率	52.6	51.0	52.2	51.4	50.8
淨利率	52.7	28.5	31.0	33.7	33.6
有效稅率	15.6	20.3	20.4	20.4	20.3
資產負債比率					
流動比率 (倍)	3.7	2.9	2.9	2.8	2.8
應收賬款周轉天數	97.6	75.2	75.7	72.3	67.3
淨負債比率 (%)	12.8	13.8	14.1	14.8	14.5
回報率 (%)					
資本回報率	7.9	4.1	4.6	5.3	5.7
資產回報率	6.0	2.9	3.4	3.9	4.2
每股數據 (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
每股帳面值	195.45	197.31	201.69	207.66	214.60

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

新世界發展 (17 HK)

K11 = 藝術 + 商業

我們給予新世界發展買入評級和目標價 49.3 港元，目標價相等於 0.55 倍遠期市淨率或過去 10 年的平均+1 個標準差。在鄭志剛接管工作後，新世界發展正在經歷重新發展。其投資物業的品牌名稱 K11 不僅可以在香港，而且可以在中國主要城市找到。我們預計淨利潤將在 21 財年反彈 195%，並在 22 財年和 23 財年進一步分別飆升 90% 及 24%。

- **鄭氏第三代經營一家擁有 50 年曆史的公司。** 鄭氏家族的第三代成員鄭志剛於 2020 年 5 月被任命為首席執行官。他從 2015 年 1 月開始發起新世界的 Artisanal Movement，並負責監督諸如 Victoria Dockside 和 11 Skyes 等大型開發項目。新世界發展在品牌、物業質量和管理效率方面正在經歷復興。
- **最近的项目啟動冠軍。** 新世界發展最近推出了「柏傲莊一及二期」進行銷售，反應熱烈，銷售收入達 238 億港元。另一方面，K11 MUSEA 是該鎮的話題。K11 MUSEA 在尖沙咀提供 110 萬平方尺的購物空間，擁有 100 多家餐廳，其中有幾家是米其林之星。新世界發展正在開發一項龐大的投資項目，即 11 Skyes，目標是 3160 萬大灣區客戶。截至 2020 年 12 月，新世界發展在香港的土地儲備總應佔建築面積為 935 萬平方尺，耕地面積為 1,650 萬平方尺。
- **專注於大灣區。** 1HFY21 中國的合同銷售總額為 112 億元人民幣，完成了全年目標的 62%。新世界發展在中國擁有 614 萬平方米的土地儲備，其中 280 萬平方米在大灣區。同時，它參與了深圳和廣州的六個城市重建項目，這些項目將提供 180 萬平方米的土地儲備。
- **21 財年強勁反彈。** 在 20 財年盈利下降之後，我們預計 21 財年淨利潤將反彈 195% 至 32.3 億港元。截至 2020 年 12 月，分別約有 125 億港元和 242 億港元的房地產銷售被鎖定，並有待在 22 財年和 23 財年交房。我們預計 22 財年淨利潤將增長 89.7%，至 61.3 億港元，23 財年將增長 24.4%，至 76.2 億港元。
- **主要風險：** 1) 零售銷售疲弱； 2) 政府的房地產市場政策； 3) 加息； 4) COVID-19。

財務資料

(年結：6 月 30 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬港元)	76,764	59,008	70,194	81,025	91,983
淨收入(百萬港元)	18,160	1,096	3,231	6,128	7,621
攤薄後每股盈利(港元)	7.11	0.43	1.27	2.41	3.00
每股盈利變動(%)	-24.0	-94.0	196.5	89.7	24.4
市場預測每股盈利(港元)	不適用	不適用	1.93	3.55	4.27
市盈率(倍)	6.0	99.3	33.5	17.6	14.2
市帳率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
股息率(%)	4.8	4.8	4.8	4.9	5.9
權益收益率(%)	8.1	0.5	1.4	2.7	3.3
淨負債比率(%)	35.4	47.7	41.4	45.5	50.9

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入 (首次覆蓋)

目標價	HK\$49.3
潛在升幅	+15.7%
當前股價	HK\$42.6

香港地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	108,162
3 月平均流通量(百萬港元)	205
52 周內股價高/低(港元)	43.0/30.6
總股本(百萬)	2,539

資料來源：彭博

股東結構

鄭裕彤家族	44.55%
自由流動	55.45%

資料來源：公司

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.4%	8.0%
3-月	16.4%	16.0%
6-月	11.0%	-6.5%
12-月	17.1%	-1.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

財務分析

利潤表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	76,764	59,008	70,194	81,025	91,983
物業發展	38,512	19,208	24,800	27,600	30,120
物業投資	3,669	4,350	5,002	5,602	6,162
其他	34,583	35,451	40,393	47,823	55,700
銷售成本	(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
銷售費用	(2,161)	(1,937)	(2,246)	(2,836)	(3,219)
管理費用	(6,299)	(7,122)	(7,441)	(7,535)	(8,370)
其他費用	(2,126)	(1,287)	(1,294)	(1,348)	(1,672)
營運收益	16,613	13,209	13,796	17,709	20,518
融資成本	(2,473)	(4,838)	(4,290)	(4,279)	(4,465)
合資及聯營企業	4,683	770	1,080	1,380	1,600
特殊項目	10,306	1,653	92	-	-
稅前利潤	29,129	10,794	10,678	14,810	17,652
所得稅	(7,490)	(7,528)	(4,319)	(5,372)	(6,421)
稅後利潤	21,639	3,266	6,359	9,438	11,231
非控制股東權益	(2,676)	(482)	(878)	(910)	(1,210)
永續債	(803)	(1,688)	(2,250)	(2,400)	(2,400)
淨利潤	18,160	1,096	3,231	6,128	7,621
主要利潤	8,814	6,589	7,116	8,528	10,021

現金流量表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營運收益	16,613	13,209	13,796	17,709	20,518
折舊和攤銷	2,461	3,688	3,968	4,220	4,247
運營資金變動	(4,765)	(15,414)	(10,543)	(10,010)	(6,250)
稅務開支	(5,182)	(8,799)	(4,282)	(4,722)	(5,791)
其他	(2,117)	(2,975)	23,228	4,049	(9,838)
經營活動所得現金流	7,011	(10,290)	26,167	11,245	2,885
資本開支	(18,986)	(21,247)	(18,880)	(11,296)	(8,100)
聯營公司	(161)	4,491	4,957	(3,600)	(2,600)
其他	(9)	(319)	(110)	(136)	(136)
投資活動所得現金淨額	(19,156)	(17,074)	(14,033)	(15,032)	(10,836)
股份發行	27	(264)	(378)	-	-
淨借貸	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	-	-	-
融資活動所得現金淨額	12,694	28,533	(16,415)	5,763	704
現金增加淨額	549	1,169	(4,282)	1,977	(7,247)
年初現金及現金等價物	62,597	62,390	63,317	59,046	61,033
匯兌	(756)	(242)	10	10	10
年末現金及現金等價物	62,390	63,317	59,046	61,033	53,796
受限制現金	1,342	4,118	4,118	4,118	4,118
資產負債表的現金	63,732	67,436	63,164	65,151	57,914

資產負債表

年結: 6月30日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	353,120	417,924	427,300	435,240	449,860
物業、廠房及設備	31,024	30,100	22,300	24,000	26,100
投資物業	173,327	169,718	194,000	201,000	204,300
聯營公司	76,197	64,157	59,200	62,800	65,400
無形資產	13,438	22,433	23,200	22,100	21,400
其他	59,135	131,517	128,600	125,340	132,660
流動資產	150,165	182,272	189,664	202,751	202,264
現金及現金等價物	63,732	67,436	63,164	65,151	57,914
應收貿易款項	25,722	35,189	36,000	42,000	45,000
存貨	58,081	67,067	78,000	83,100	86,800
其他	2,630	12,581	12,500	12,500	12,550
流動負債	101,257	152,609	153,000	162,300	169,070
借債	41,776	56,601	50,000	52,000	54,100
應付貿易賬款	38,200	40,569	41,770	42,860	43,310
合同負債	10,553	13,533	16,330	18,540	21,190
應付稅項	10,641	11,067	11,800	12,100	12,350
其他	87	30,840	33,100	36,800	38,120
非流動負債	126,664	167,841	163,950	174,200	178,880
借債	114,559	134,788	130,000	138,500	142,000
其他	12,105	33,054	33,950	35,700	36,880
股東權益	223,865	213,023	226,284	227,131	229,294
少數股東權益	29,995	29,630	31,200	31,800	32,300
永續債	21,506	37,092	42,530	42,560	42,580
總權益	275,365	279,745	300,014	301,491	304,174

主要比率

年結: 6月30日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
物業發展	50.2	32.6	35.3	34.1	32.7
物業投資	4.8	7.4	7.1	6.9	6.7
其他	45.1	60.1	57.5	59.0	60.6
合計	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
營運收益	-2.8	-20.5	4.4	28.4	15.9
淨利潤	-22.2	-94.0	194.8	89.7	24.4
損益比率 (%)					
毛利率	32.6	33.8	31.8	33.5	34.3
營運利率	21.6	22.4	19.7	21.9	22.3
淨利率	23.7	1.9	4.6	7.6	8.3
有效稅率	25.7	69.7	40.4	36.3	36.4
資產負債比率					
流動比率 (倍)	1.5	1.2	1.2	1.2	1.1
應收賬款周轉天數	122.3	217.7	187.2	189.2	178.6
淨負債比率 (%)	35.4	47.7	41.4	45.5	50.9
回報率 (%)					
資本回報率	8.1	0.5	1.4	2.7	3.3
資產回報率	3.6	0.2	0.5	1.0	1.2
每股數據 (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
每股帳面值	87.59	83.57	89.13	89.46	90.31

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

長實集團 (1113 HK)

善於捕捉大趨勢

我們首次覆蓋長實集團，給予買入評級和 66.8 港元的目標價。長實集團在宏觀趨勢捕捉和銷售策略方面均表現出色。通過最近的可能的收購和股票回購計劃，李氏家族增加了對公司的持股比例。我們的目標價 66.8 港元基於 0.67 倍的 21 財年市淨率或自 2015 年 6 月以來的平均水平。

- **增加對公用事業的投資 194 億港元。**長實集團提議於 2021 年 3 月 18 日從 LKS Fund 收購四家公用事業公司的部分權益。總對價為 170 億港元。此次收購是通過向賣方發行新股籌集資金的。此外，長實集團還透露了一項股票回購計劃。一旦計劃達成，李氏家族將把其在長實集團中的股份從目前的 35.99% 增加到 41.3%-45.6%。
- **優秀的趨勢捕捉者。**儘管李嘉誠先生於 2018 年退任董事長及退休，但他繼續擔任公司的高級顧問。李嘉誠先生擁有很好的紀錄，可以捕捉半個世紀以來的大趨勢。我們相信，投資長實集團可以免費獲得李嘉誠先生的建議。
- **土地儲備中的隱藏寶石。**截至 2020 年 12 月，長江資產的總土地儲備為 1.32 億平方尺，其中香港為 2600 萬平方尺，中國大陸為 7400 萬平方尺，海外為 3200 萬平方尺。實際上，其土地儲備中有許多隱藏的寶石。首先，酒店和服務式套房共有 15,000 間客房。公司可以申請將其轉換為住宅單位進行銷售。於 2020 年 12 月和 2021 年 2 月，它獲得了在天水圍和馬鞍山重建酒店物業的批准。其次，Greene King 在英國擁有 2600 萬平方尺的房地產，其估值僅為 30 億英鎊。當我們現在再次進行估值時，可能會獲得巨大的重估收益。如果有合適的項目進行重建，可能會更高。
- **預計 2020-23 年收入複合年增長率為 20%。**儘管 2020 年淨利潤下降了 44%，至 163 億港元，但由於其 413 億港元的預售額尚未入賬，我們對其未來表現充滿信心。我們預計 2021-23 年淨利潤分別為 228 億港元、254 億港元和 279 億港元。我們估計截至 2021 年 12 月的每股賬面值為 100.34 港元。目標價為 66.8 港元，相當於 0.67 倍 2021 年預期市淨率。
- **主要風險：**1) 可能的收購被否決；2) 加息；3) 英國經濟；4) 政府政策。

財務資料

(YE 31 Dec)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入(百萬港元)	82,382	59,825	71,566	79,787	87,610
淨收入(百萬港元)	29,134	16,332	22,822	25,407	27,859
攤薄後每股盈利(港元)	7.89	4.42	6.18	6.88	7.54
每股盈利變動(%)	-27.3	-44.0	39.7	11.3	9.7
市場預測每股盈利(港元)	不適用	不適用	5.93	6.46	6.47
市盈率(倍)	6.1	10.8	7.7	6.9	6.3
市帳率(倍)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
股息率(%)	4.4	3.8	4.2	4.5	4.8
權益收益率(%)	8.5	4.6	6.2	6.5	6.8
淨負債比率(%)	5.5	5.0	1.8	0.4	淨現金

資料來源：公司，彭博及招銀國際證券預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$66.5
潛在升幅	+39.3%
當前股價	HK\$47.75

香港地產行業

文幹森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	176,360
3月平均流通量(百萬港元)	429
52周內股價高/低(港元)	50.55/35.65
總股本(百萬)	3,693

資料來源：彭博

股東結構

李嘉誠家族	35.99%
自由流動	63.56%

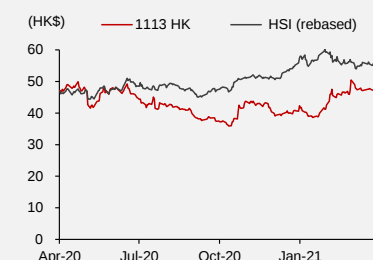
資料來源：公司，彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.4%	4.0%
3-月	18.7%	18.3%
6-月	28.9%	8.5%
12-月	0.8%	-15.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入	82,382	59,825	71,566	79,787	87,610
物業發展	64,099	38,653	46,500	52,640	58,110
物業投資	7,302	6,603	6,997	7,278	7,828
其他	10,981	14,569	18,068	19,868	21,672
銷售成本					
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)
銷售費用	(4,452)	(6,973)	(7,810)	(8,903)	(10,150)
管理費用	(896)	(804)	(787)	(878)	(964)
其他費用	(2,192)	(3,445)	(2,238)	(2,268)	(2,312)
息稅前收益	37,811	27,294	31,510	35,427	39,092
融資成本	(1,291)	(1,689)	(1,171)	(1,103)	(1,100)
合資及聯營企業	762	707	812	883	750
特殊項目	228	(1,106)	-	-	-
稅前利潤	37,510	25,206	31,150	35,208	38,742
所得稅	(7,464)	(7,417)	(6,978)	(8,581)	(9,498)
稅後利潤	30,046	17,789	24,172	26,627	29,244
非控制股東權益	(371)	(957)	(850)	(720)	(885)
永續債	(541)	(500)	(500)	(500)	(500)
淨利潤	29,134	16,332	22,822	25,407	27,859
主要利潤	28,644	19,339	22,822	25,407	27,859

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	37,811	27,294	31,510	35,427	39,092
折舊和攤銷	2,192	3,445	2,238	2,268	2,312
運營資金變動	26,900	(3,225)	(1,485)	(9,250)	(4,450)
稅務開支	(4,520)	(8,278)	(5,903)	(7,871)	(8,768)
其他	(20,468)	5,061	(6,176)	(304)	(1,674)
經營活動所得現金流	41,915	24,297	20,184	20,271	26,512
資本開支	(27,962)	(8,840)	(5,254)	(6,668)	(8,712)
聯營公司	1,773	818	2,844	(1,500)	(4,000)
其他	11,347	758	(136)	(136)	(136)
投資活動所得現金淨額	(14,842)	(7,264)	(2,546)	(8,304)	(12,848)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	(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)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(22,747)	(19,380)	(13,755)	(10,592)	(3,722)
現金增加淨額	4,326	(2,347)	3,883	1,375	9,942
年初現金及現金等價物	55,417	59,441	58,214	62,177	63,602
匯兌	(302)	1,120	80	50	50
年末現金及現金等價物	59,441	58,214	62,177	63,602	73,594
受限制現金	863	1,305	1,305	1,305	1,305
資產負債表的現金	60,304	59,519	63,482	64,907	74,899

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	317,542	327,968	328,370	334,510	345,385
物業、廠房及設備	97,519	95,101	95,800	96,200	96,600
投資物業	119,832	128,683	131,000	135,000	141,000
聯營公司	66,371	69,544	66,700	68,200	72,200
無形資產	6,492	6,655	6,000	6,000	6,000
其他	27,328	27,985	28,870	29,110	29,585
流動資產	190,515	192,735	201,182	213,257	229,099
現金及現金等價物	60,304	59,519	63,482	64,907	74,899
應收貿易款項	6,754	10,414	8,500	8,850	9,200
存貨	121,930	121,737	128,000	138,000	143,200
其他	1,527	1,065	1,200	1,500	1,800
流動負債	49,758	70,823	59,810	62,620	65,630
借債	6,841	22,887	9,100	8,500	8,800
應付貿易賬款	21,970	21,336	24,200	25,300	26,400
合同負債	15,459	22,303	22,000	24,000	25,180
應付稅項	5,488	4,297	4,510	4,820	5,250
其他	0	0	0	0	0
非流動負債	97,067	82,662	86,600	83,920	87,620
借債	73,241	55,006	61,200	58,000	61,200
其他	23,826	27,656	25,400	25,920	26,420
股東權益	344,253	354,639	370,592	388,427	408,234
少數股東權益	5,309	6,379	6,350	6,600	6,800
永續債	11,670	6,200	6,200	6,200	6,200
總權益	361,232	367,218	383,142	401,227	421,234

主要比率

年結: 12月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合 (%)					
物業發展	77.8	64.6	65.0	66.0	66.3
物業投資	8.9	11.0	9.8	9.1	8.9
其他	13.3	24.4	25.2	24.9	24.7
合計	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
息稅前收益	-17.1	-27.8	15.4	12.4	10.3
淨利潤	-27.4	-43.9	39.7	11.3	9.7
損益比率 (%)					
息稅前利潤率	45.9	45.6	44.0	44.4	44.6
淨利率	35.4	27.3	31.9	31.8	31.8
有效稅率	19.9	29.4	22.4	24.4	24.5
資產負債比率					
流動比率 (倍)	3.8	2.7	3.4	3.4	3.5
應收賬款周轉天數	29.9	63.5	43.4	40.5	38.3
淨負債比率 (%)	5.5	5.0	1.8	0.4	-1.2
回報率 (%)					
資本回報率	8.5	4.6	6.2	6.5	6.8
資產回報率	5.7	3.1	4.3	4.6	4.8
每股數據 (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
每股帳面值	93.21	96.02	100.34	105.17	110.53

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法例。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。