综合开发能力出众，特色运营创造价值

——新世界发展首次覆盖报告

新世界发展
(0017.HK)
买入
(首次)

当前，市场对经营稳健、拥有出色商业运营能力的房企更为青睐，在此环境下，我们认为公司具备显著优势：**1）综合开发能力出众，助力多元拓储**：在片区综合开发诉求提升的趋势下，行业稀缺的综合开发和运营能力已成功助力公司获取核心城市的优质项目，如深圳太子湾、广州汉溪长隆综合体等。**2）商业运营独具特色，K11 加速开幕提升业绩稳定性：**公司旗下商业 K11 具备独特的文化特色，未来数年 K11 项目的加速开幕亦有望进一步提升经常性收入，对公司业绩的稳定性提供支持。另外，**随着内地及香港疫苗接种稳步推进、香港经济复苏，公司投资物业将有所受益，优质资产的价值也有望迎来重估。**

出色运营拓宽拿地渠道，拓储渠道更趋多元。公司具备丰富的综合开发经验和产业资源，公司也藉此成功拓宽了拿地渠道，如与其他房企及机构合作开发综合体项目、与地方政府开展战略合作（于广州获取教育地块并引入国际学校资源）、积极参与广深旧改（约 180 万方可开发土地尚未纳入土储）等。香港地区方面，除公开招标外，公司亦通过旧楼收购、转化农地等方式补充土地储备。丰富的拓储模式将对公司的业绩的稳健增长提供支撑。

充裕优质土储保障增长，布局聚焦重点区域。公司内地土储充裕，2021 财年中期土储 614 万方（2020 财年内地销售面积 80 万方）；布局则多位于一线及佛山、杭州、宁波等强二线城市， 2020 财年末核心一二线土储楼面面积占比达 87.1%。都市圈方面，大湾区为公司重点布局区域，土储楼面面积占比达 44.4%，且多位于深广佛等重点城市。公司在香港的土储和农地总量亦较为充裕，2021 财年中期土储 935 万呎、应占农地土地总面积 1646 万呎（2020 财年香港应占销售额 131 亿港元）。充裕的优质土储将为公司的发展提供保障。

K11 加速开幕在即，提升业绩稳定性。K11 独具特色的品牌力为其带来了出色的业绩表现：2020 年下半年，香港零售业总销货价值和香港 K11 销售额分别同比-13%/+56%、内地社会消费品零售总额和内地 K11 商场销售额分别同比+2%/+35%。公司当前已开业 K11 项目 14 个、另有 24 个 K11 项目将于 2021-25 财年开业， K11 的加速开幕将支持公司经常性收入的增长，提升业绩稳定性。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 46.1 港元。预测公司 2021-2023 财年核心 EPS 分别为港币 2.79 元、3.15 元、3.70 元，核心净利同比增长 7.7%、12.8%、17.4%。考虑到公司综合开发及运营能力出众，当前内地及香港疫苗接种稳步推进、通关预期提升亦有望提振公司资产价格表现，给予 NAV 折让 40%，目标价 46.1 港元，对应 2021 年 16.5 倍 PE，较现价空间达 13%。

风险提示：调控政策及疫情防控政策存不确定性；公司销售结算或出现波动。

微信公众号

蔡鸿飞
分析师
+852 3958 4629
caihongfei@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师
+852 3958 4600
zhugelianxin@cwghl.com
SFC CE Ref: BPK 789

财务摘要 (百万港元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	60,689	76,764	59,008	70,656	77,332	85,373
(+/-)%	*7%*	*26%*	*-23%*	*20%*	*9%*	*10%*
毛利润	20,563	25,022	19,931	22,761	25,976	29,070
核心净利润	7,978	8,814	6,589	7,095	8,002	9,395
(+/-)%	*12%*	*10%*	*-25%*	*8%*	*13%*	*17%*
PE	13.0	11.8	15.8	14.7	13.0	11.1
PB	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

目录

核心观点 5

1.港资综合性集团，业务多元化发展 7

2.物业发展：销售有所波动，拓储模式多元 9

2.1 内地：重点布局湾区，拓储模式丰富 9
2.2 香港：推盘进度等带动销售波动，土储总量保持稳定 14

3.投资物业开业提速，生态圈助力增长 17

3.1 物业投资：K11 即将加速开幕，支持经常性收入增长 17
3.2 其他业务：疫情冲击短期业绩，业务生态圈助力发展 19

4.经营业绩有所下滑，财务状况保持稳健 22

4.1 收入规模略有下降，重估影响盈利总额 22
4.2 杠杆水平稳健，资金优势显著 24

5.估值与投资建议 27

6.风险提示 27

图表目录

图 1：物业发展业务基础稳固，业务生态圈助力协同发展 5
图 2：公司当前收入以物业发展及建筑业务为主 7
图 3：物业发展、物业投资分部业绩较高 7
图 4：公司香港及内地业务收入贡献相若 8
图 5：公司股权结构稳定多元 8
图 6：公司 2021 财年上半年的物业开发收入以内地分部为主 9
图 7：公司近十年在内地的合约销售规模小幅提升 10
图 8：公司近年内地销售均价有所下滑，但仍然较高 10
图 9：公司 2021 财年上半年内地合约销售主要来自大湾区 10
图 10：公司于内地的土储总量有所下降 11

图 11：大湾区土储建面占比达 44.4%.....11
图 12：公司与招商蛇口合作开发深圳太子湾综合体项目.....12
图 13：公司联合周大福教育集团为广州市引入英国私立学校.....13
图 14：公司香港地区合约销售波动较大，2021 财年上半年达 263 亿港元.....14
图 15：公司近年土储总量较为稳定.....15
图 16：公司农地面积小幅下滑，用途转换稳步推进.....16
图 17：公司物业投资业务收入稳步增长.....17
图 18：K11 为多地文化零售新地标.....18
图 19：K11 体验式艺术活动丰富，贯彻品牌特色.....18
图 20：K11 商场销售额表现优于相应地区零售市场整体表现.....18
图 21：公司多元业务搭建独特生态圈，协同发展带动增长.....20
图 22：公司各业务分部间客户能够互相转化.....20
图 23：公司物业业务客户向其他业务转化.....20
图 24：2021 财年上半年营收同比增长 9.6%.....22
图 25：公司收入来源较为多元，保险占比快速提升.....22
图 26：公司归母净利润 2020 财年起大幅下滑.....23
图 27：投资物业公允价值收益 2020 财年起大幅下降.....23
图 28：2021 财年上半年毛利率有所下滑.....23
图 29：公司归母净利率 2020 财年起维持低位.....23
图 30：2021 财年上半年核心净利润有所下滑.....24
图 31：近年核心净利率有所下滑.....24
图 32：公司在手现金总额较为稳定.....24
图 33：2019 财年起公司短债占比有所提升.....24
图 34：公司有息债务期限结构仍较为健康.....25
图 35：2019 财年起公司永续资本工具大幅增长.....25
图 36：短债增长带动现金短债比有所下降.....25
图 37：公司杠杆水平保持稳健.....25
图 38：公司有息债务以银行贷款为主.....26

图 39：公司借贷货币以港元为主 26

表 1：截至 2020 财年末，公司 87.1%的土储位于其重点布局的前 8 大核心城市 11
表 2：未来数年内，公司预计将由旧改获取约 180 万方可开发土地 13
表 3：公司未来数年的香港物业销售及结算有望有所增长 14
表 4：公司近半土储楼面面积将用于物业发展，逾六成总楼面面积位于新界 15
表 5：2020 年末公司应占农地土地总面积达 1646 万平方呎，69.1%位于元朗区 16
表 6：K11 运营项目未来数年将快速增加 19
表 7：公司通过出售非核心资产回笼资金、优化业务组合 21
表 8：公司 2019 年后陆续发行多笔永续债券 26
表 9：新世界发展每股 NAV 约 76.9 港元 27

核心观点

当前，市场对经营稳健、拥有出色商业运营能力的房企更为青睐，在此环境下，我们认为公司具备显著优势：**1）综合开发能力出众，助力多元拓储：**在片区综合开发诉求提升的趋势下，行业稀缺的综合开发和运营能力已成功助力公司获取核心城市的优质项目，如深圳太子湾、广州汉溪长隆综合体等。**2）商业运营独具特色，K11 加速开幕提升业绩稳定性：**公司旗下商业 K11 具备独特的文化特色，未来数年 K11 项目的加速开幕亦有望进一步提升经常性收入，对公司业绩的稳定性提供支持。另外，**随着内地及香港疫苗接种稳步推进、香港经济复苏，公司投资物业将有所受益，优质资产的价值也有望迎来重估。**

图 1：物业发展业务基础稳固，业务生态圈助力协同发展

数据来源：中达证券研究

内地物业发展：聚焦重点区域，拓储模式多元。公司持续落实出售非核心资产的策略，对内地的区域布局做出调整，近年来先后出售位于武汉、惠阳、海口、贵阳成都、长沙等地的项目，合计回笼资金逾人民币 200 亿元。当前，公司在内地的布局多位于一线城市及佛山、杭州、宁波等强二线城市，整体能级较高；城市群方面，大湾区为公司发展的重点区域，土储建面占比达 44.4%，且多位于深圳、广州、佛山等重点城市。公司拿地模式多元，能够为公司在内地的物业发展构成保障：强大的综合开发能力使其能够与其他房企或机构合作，已开发深圳太子湾、广州汉溪长隆项目等；凭借丰富的产业资源和龙头港资企业的

身份，公司已与广深地方政府达成战略合作，有望使公司进一步受益于大湾区一体化红利；积极参与广深两城旧改，逾 180 万方可开发土地预计将于未来数年纳入土储。

香港物业发展：销售竣工提速，农地转化、旧楼收购等稳步推进。随着当前大围站上盖项目等的陆续推出和结算，公司未来的收入亦将随之提升。公司在香港的土储和农地总量均较为充足，将为公司未来的发展提供保障：2020 年末公司土储总楼面面积 935 万平方呎、应占农地土地总面积 1646 万平方呎，当前正就总楼面面积约 187 万平方呎农地项目的土地用途转换进行磋商，农地转化稳步推进。公司也积极通过旧楼收购等渠道补充土储，如 2020 年 10 月底，公司成功获取北角商住物业“皇都戏院大厦”全部业权，土地面积约3.6万平方呎，进一步助力公司的土地资源扩充。

投资物业：K11 加速开幕支持收入增长。K11 历经十余年的发展，已成为多地文化零售的新地标。强劲的品牌力和中高端的商场定位也使得公司在疫情中仍能实现优秀的运营表现，2021 财年上半年，香港 K11 销售额同比增长 56%（香港零售业总销货价值同比下滑 13%），内地 K11 商场销售额同比增长 35%（内地社会消费品零售总额同比增长 2%）。公司当前已开业 K11 项目共 14 个，另有 24 个 K11 项目将于 2021-25 财年开业，快速增加的运营 K11 项目将支持公司经常性收入的增长。

多元业务：运营能力强劲，业务生态圈助力发展。公司通过搭建独特的业务生态圈，实现了物业发展、物业投资、保险等多个业务单位协同发展，有望助力公司业绩稳步提升：2020 年末生态圈会员超 1400 万名，2020 年内重叠会员人数同比增长 132%，重叠会员平均消费金额 4 年 CAGR 达 35%。

财务状况稳健，资金优势显著。公司的偿债能力指标较为健康，现金短债比维持 1 倍以上、净负债率常年低于 50%。近年公司短债占比有所提升、现金短债比有所下滑，但原因部分来自于公司 2019 财年起融资形式的变化，永续债等明显增加（计入所有者权益而非长期债务）：公司的永续资本工具由 2018 财年末的 94.5 亿港元大幅提升至 2019 财年末的 215.1 亿港元，2021 财年末达 425.5 亿港元。公司具备较强的资金优势，在公司良好的信用状况和优秀的 ESG 建设、受疫情影响而有所优化的流动性环境等因素的共同作用下，截至 2021 财年中期，公司综合融资成本仅 2.93%，较 2020 财年末下降了 1.1 个百分点。

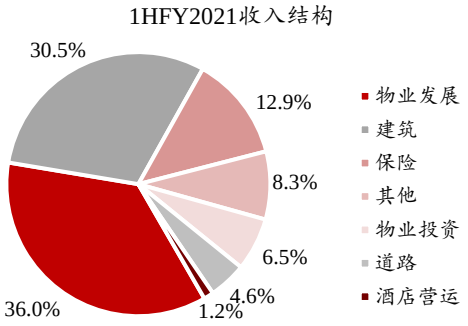
首次覆盖给予“买入”评级，目标价 46.1 港元。预测公司 2021-2023 财年核心 EPS 分别为港币 2.79 元、3.15 元、3.70 元，核心净利同比增长 7.7%、12.8%、17.4%。考虑到公司综合开发及运营能力出众，当前内地及香港疫苗接种稳步推进、通关预期提升亦有望提振公司资产价格表现，给予 NAV 折让 40%，目标价 46.1 港元，对应 2021 年 16.5 倍 PE，较现价空间达 13%。

1.港资综合性集团，业务多元化发展

新世界发展有限公司成立于 1970 年，1972 年于香港上市（0017.HK），为香港恒生指数成分股，主要业务包含物业发展、物业投资等。公司旗下另含新创建集团（0659.HK）、新世界百货中国（0825.HK）两大上市平台，分别经营道路、航空、建筑、保险等多元业务及内地百货业务。截至 2020 年末，公司总资产约 6164.9 亿港元。

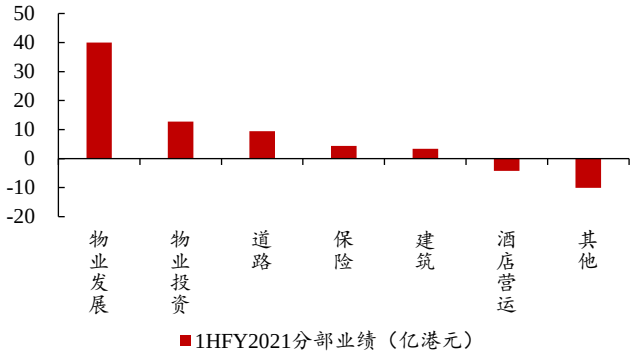
公司收入以物业发展及建筑业务为主，具备独特品牌力。公司业务范围较为广泛，当前物业发展和建筑业务的收入占比最高，2021 财年上半年，在 355.8 亿港元的营收中，上述业务分别贡献了期内营收的 36.0%和 30.5%。另外，保险、物业投资和道路业务占营收的比重也分别达到 12.9%、6.5%和 4.6%，亦为公司重要的收入来源。公司以“The Artisanal Movement”为其品牌个性，通过 K11 等商业成功打造了独特的文化愿景和品牌力。分部业绩方面，2021 财年上半年，物业发展、物业投资为分部业绩最高的两项业务。

图 2：公司当前收入以物业发展及建筑业务为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

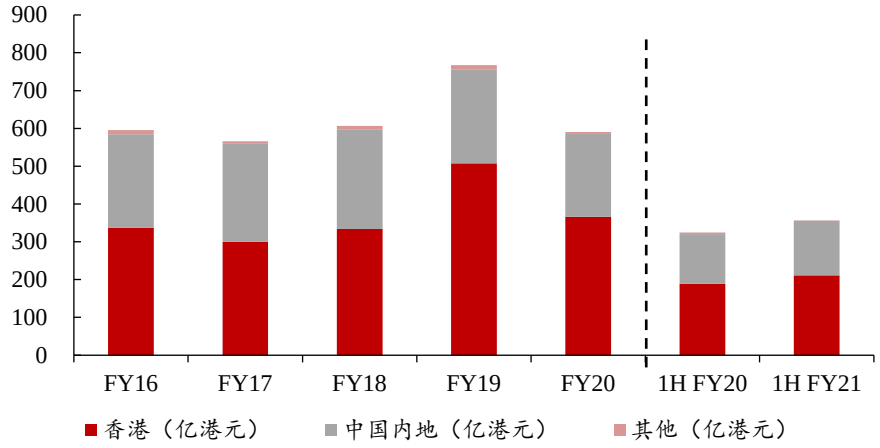
图 3：物业发展、物业投资分部业绩较高



数据来源：公司公告，中达证券研究

公司业务主要布局于香港和内地，两地近年收入贡献比例相若。除道路业务仅位于内地、保险业务仅位于香港外，公司物业发展、物业投资、建筑、保险和酒店营运业务在香港和内地均有所布局。近五个财年内，公司来自香港和内地的营业收入大体相若、香港区域占比稍高。

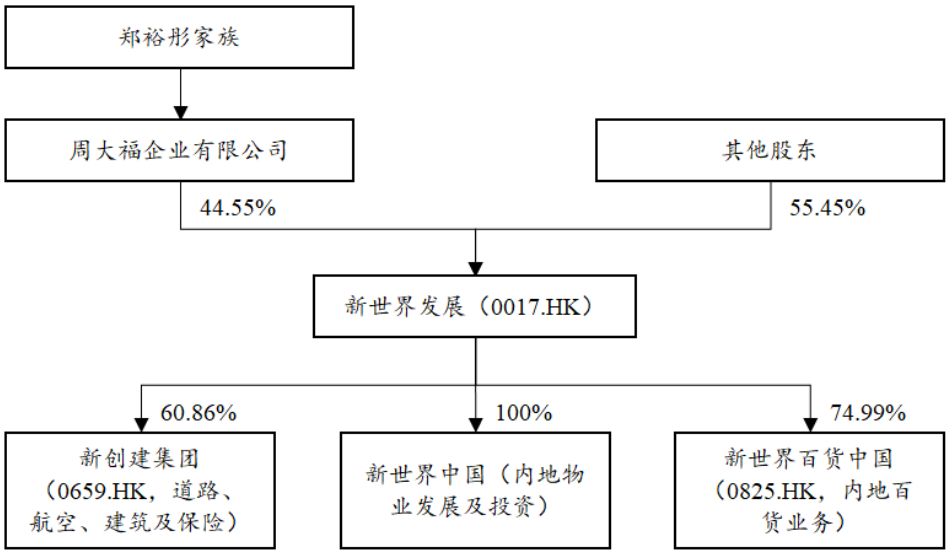
图 4：公司香港及内地业务收入贡献相若



数据来源：公司公告，中达证券研究

股权结构稳定多元，保障公司治理。截至 2020 年 12 月 31 日，公司大股东周大福企业有限公司持股比例达 44.55%，公司创始人郑裕彤先生之子、公司董事会主席及执行董事郑家纯先生为公司实际控制人，股权结构较为稳定。除第一大股东外，公司无其他主要股东，55.45%的股份由其他股东持有，股东结构较为多元化。

图 5：公司股权结构稳定多元

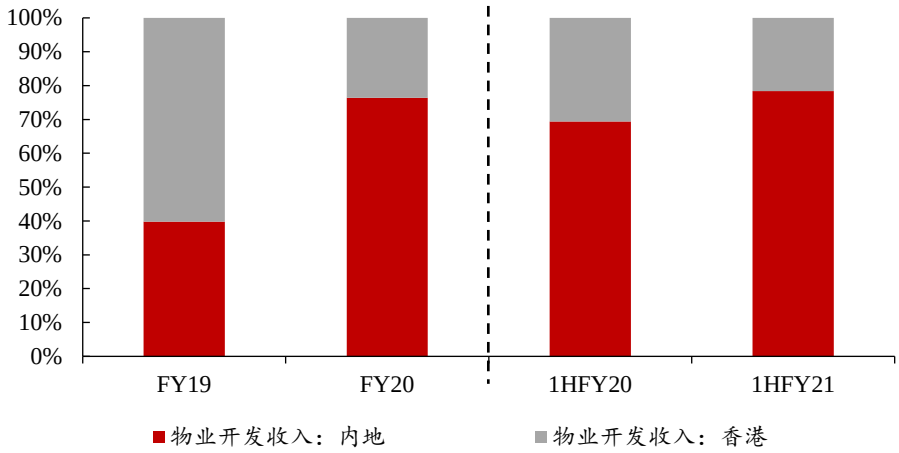


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：截至 2020 年 12 月 31 日

2.物业发展：销售有所波动，拓储模式多元

公司物业发展业务布局于内地和香港地区，二者收入占比波动较大。公司在中国内地和香港均布局了物业发展业务。从收入规模上看，中国内地和香港分部的收入贡献比重波动较大，主要源于公司项目总量较少、受两地各自项目交付进度的影响较大等因素。2021 财年上半年，中国内地贡献了公司大部分物业发展收入，来自中国内地物业销售的收入占物业发展收入的比重达 78.4%。

图 6：公司 2021 财年上半年的物业开发收入以内地分部为主

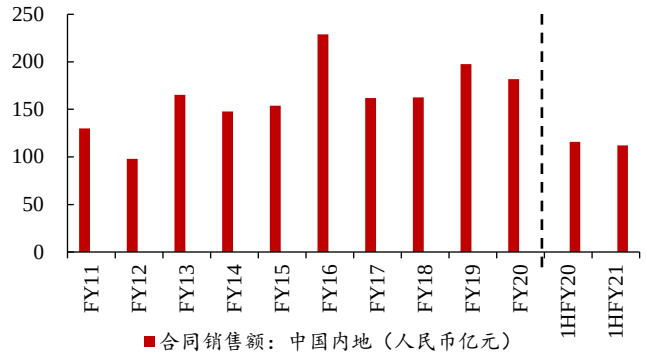


数据来源：公司公告，中达证券研究；注：货币单位均已转换为港币

2.1 内地：重点布局湾区，拓储模式丰富

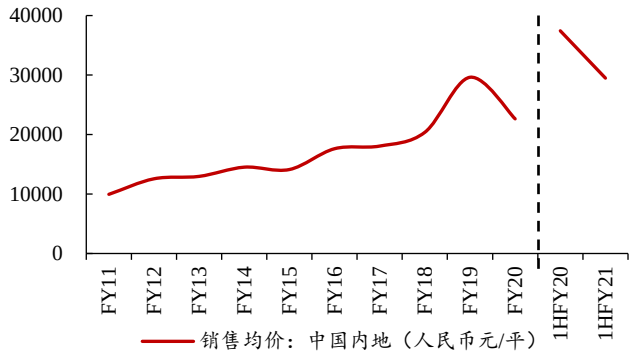
内地销售规模小幅增长，大湾区项目占比较大。公司近十年来在中国内地的销售金额整体小幅上升，由 2011 财年的人民币 130 亿元提升至 2020 财年的 182 亿元；2021 财年上半年实现合约销售 112 亿元，同比基本持平。近十年来销售规模的小幅增长主要来自于因国内整体销售均价提升、公司城市布局变化等因素共同带来的销售均价上涨。2021 财年上半年，公司销售主要来自于大湾区，深圳太子湾、广州逸彩新世界、广州岭南新世界等项目合计贡献了人民币 85.8 亿元的合约销售额，占 2021 财年上半年合约销售的 76.6%。

图 7：公司近十年在内地的合约销售规模小幅提升



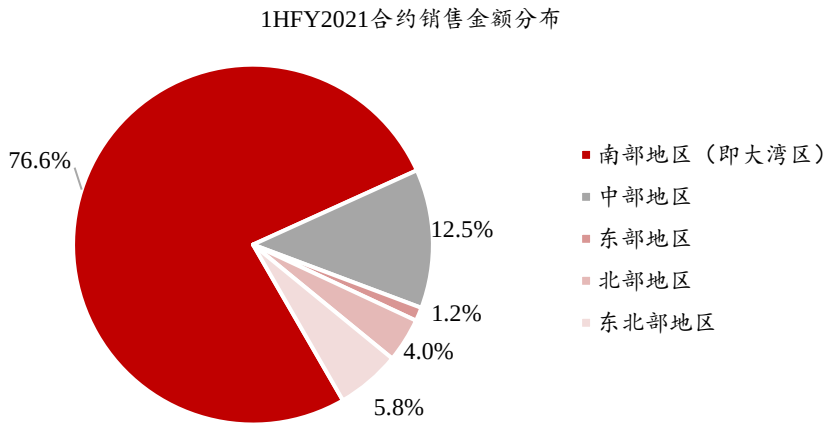
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：公司近年内地销售均价有所下滑，但仍然较高



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司 2021 财年上半年内地合约销售主要来自大湾区

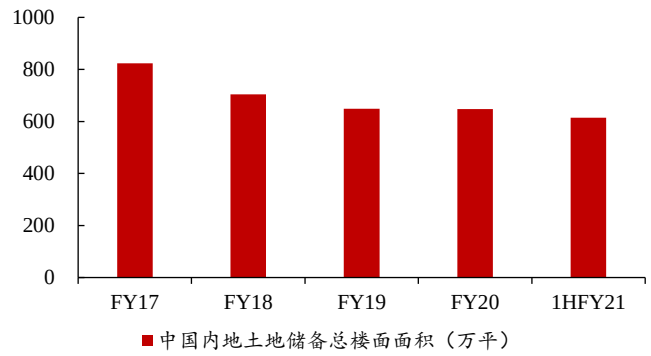


数据来源：公司公告，中达证券研究

出售非核心资产、拓储审慎等致内地土储总量有所下降，土储总量仍相对充裕。公司持续落实出售非核心资产的策略，对内地的区域布局做出调整：2015 年 12 月，以合计人民币 208 亿元先后出售位于武汉、惠阳、海口、贵阳及成都的 5 个项目予恒大，对内地的项目布局集中于重点城市及优质项目；2019 年 9 月，以人民币约 22 亿元出售长沙项目；2020 年 12 月，以人民币约 13 亿元出售武汉光谷写字楼项目等。近年来，公司在中国内地的土储总量有所下降，但仍相对充裕：2021 财年中期，公司内地土储总楼面面积约 614 万方，而 2020 财年的销售面积约 80 万方。

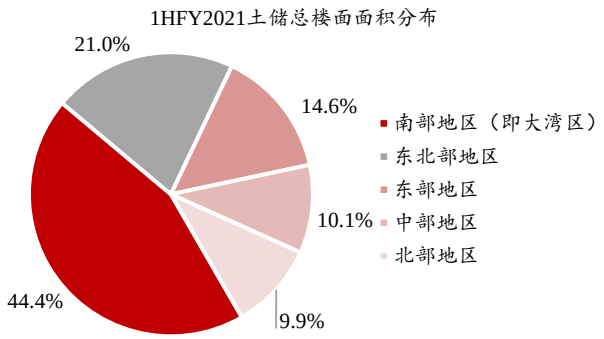
布局聚焦核心城市，大湾区土储占比逾四成。截至 2020 财年末，公司土储面积的前八大城市均为核心一二线城市，按土储总量排序分别为广州、沈阳、佛山、深圳、北京、宁波、杭州、武汉，位于上述城市的土储建面占比达 87.1%；2020 年 8 月，公司于上海淮海中路获取 9.7 万方的项目，进一步布局一线城市。城市群方面，大湾区为公司发展的重点区域，截至 2021 财年中期，土储建面占比达到 44.4%，且多位于深圳、广州、佛山等重点城市。

图 10：公司于内地的土储总量有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：土储口径为总楼面面积，不含车库及其他

图 11：大湾区土储建面占比达 44.4%



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：土储口径为总楼面面积，不含车库及其他

表 1：截至 2020 财年末，公司 87.1%的土储位于其重点布局的前 8 大核心城市

城市	FY20 内地土储建面（万平方米）	占比
广州	140.3	21.7%
沈阳	100.6	15.5%
佛山	82.3	12.7%
深圳	56.2	8.7%
北京	53.0	8.2%
宁波	50.5	7.8%
杭州	45.1	7.0%
武汉	36.6	5.6%
益阳	34.5	5.3%
鞍山	34.0	5.2%
惠州	7.0	1.1%
济南	6.2	1.0%
廊坊	1.8	0.3%
合计	**647.9**	**100.0%**

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：数据截至 2020 财年末（即 2020 年 6 月 30 日）；土储口径为总楼面面积，不含车库及其他

投资拓储渠道多元，综合开发能力突出。在香港房企典型的慢开发模式之外，公司在内地也积极通过多元渠道获取土地，如与其他房企合作、与政府相关机构合作、旧改及招拍挂等。突出的综合开发和运营能力、丰富的产业资源等均成为了公司在内地拓展的重要竞争力。

综合开发能力强劲，合作开发助力规模增长。近年国内城市轨交的快速发展、地方政府对片区综合开发的诉求亦有所提升，房企在 TOD、城市开发运营等方面的优势更为凸显。公司作为具备丰富综合开发经验的港资房企，能够凭借其开发能力与其他房企或机构开展合作，助力公司规模的增长。2016 年 12 月，公司与招商蛇口合作开发深圳太子湾项目，包含 K11 购物艺术中心、亲子主题商场 D•Park、办公楼、公寓等多元业态；2018 年 11 月，公司与广州地铁合作开发广州汉溪长隆地块项目，将打造包含住宅、商业、办公、公交首末站、幼儿园等在内的城市综合体项目等。

图 12：公司与招商蛇口合作开发深圳太子湾综合体项目

数据来源：公司网站，中达证券研究

多方位战略协同，政企合作实现共赢。在大湾区一体化的趋势下，公司作为优质港资企业，能够发挥其在产业资源、人才吸引、综合开发等方面的优势，助力城市的产业发展和综合建设，目前已与广州、深圳等地方政府及相关机构达成了多方位的战略协作：2021 年 1 月初，公司与广州市政府签署战略协议，1 月末公司与周大福教育集团为广州引入英国博耐顿学校；2021 年 4 月末，公司与深圳市坪山区政府签订战略合作协议等。与地方政府的合作有望加强公司在内地的影响力，也有望使公司持续受益于大湾区一体化的发展红利。

图 13：公司联合周大福教育集团为广州市引入英国私立学校

数据来源：公司网站，中达证券研究

项目团队经验丰富，积极参与广深旧改。公司近年来亦通过旧改的方式获取土地，当前拥有6个旧改项目，约180万方可开发土地将于未来数年内纳入土储；项目全部位于广深两城，土地资源质量较高。公司执行董事黄少媚女士曾操盘中国第一个旧改项目猎德村改造，丰富的旧改经验将为公司旧改项目的推进和开发提供有力保障。

表 2：未来数年内，公司预计将由旧改获取约 180 万方可开发土地

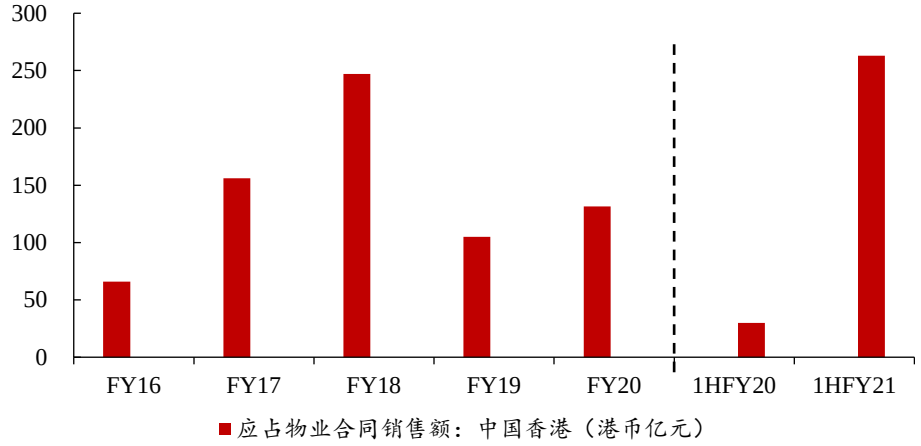
预计纳入土储时间	旧改项目位置	预估可开发土地面积（万平）
FY2022	广州增城	10.0
FY2022-FY2023	深圳南山	8.3
FY2023	广州海珠	17.6
	广州增城	61.0
	广州荔湾	36.0
FY2024 后	深圳罗湖	48.4
合计		**181.3**

数据来源：公司公告，中达证券研究

2.2 香港：推盘进度等带动销售波动，土储总量保持稳定

推盘进度等因素使公司销售波动较大。公司香港物业销售金额波动较大，主要源于公司推盘情况的差异。2021 财年内，公司推出大围地铁站上盖发展项目柏傲庄，于 2020 年 10 月推出的一期及二期认购金额即达 238 亿港元，超过公司 2021 财年香港销售目标，该项目也成为了香港 1997 年后的“新盘票王”；2021 年推出的第三期再度刷新了该“票王”记录。2021 财年上半年，公司香港地区合约销售额达 263 亿港元。根据公司计划，2021 财年下半年至 2024 财年，将有 370 万平方呎发展项目逐步落成，物业发展项目的销售和落成规模均将有所增长，对公司未来业绩提供支撑。

图 14：公司香港地区合约销售波动较大，2021 财年上半年达 263 亿港元



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 3：公司未来数年的香港物业销售及结算有望有所增长

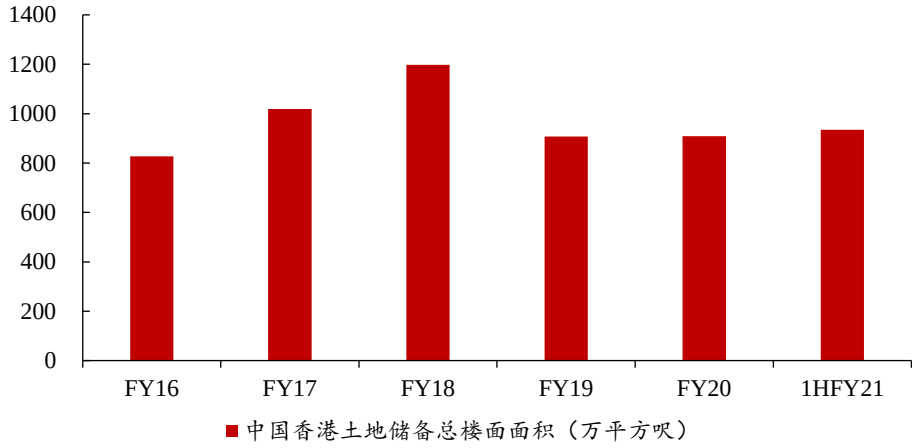
预期落成时间	主要项目	应占总楼面面积（不含车库，万平方呎）
2HFY21	臻尚，臻颐，臻桦	28.1
FY22	荔枝角道 888 号	49.3
FY23	柏傲庄一期及二期	136.7
FY24	卫城道 8 号，柏傲庄三期，启德项目等	156.3
总计		**370.5**

数据来源：公司公告，中达证券研究；数据截至 2020 年 12 月 31 日

出售物业资产以优化资产组合、释放资产价值。公司积极对非核心物业进行出售，为核心物业的发展提供更多资源。2020 财年内，公司出售九龙湾及将军澳商场收益权、上环信德中心若干物业的45%权益、2015年落成的跑马地服务式住宅权益等，以上项目合计回收资金约 66 亿港元、全年通过出售非核心项目回收资金约 101 亿港元。

土储总量维持平稳，新界占比较高。截至 2021 财年上半年，公司香港土地储备总楼面面积约 935 万平方呎，将用作物业发展的土储总楼面面积约 446 万平方呎，占比约 47.7%。区域方面，公司土储总楼面面积中，位于新界的土储最多，占比达 63.5%；九龙占比次之，达到 31.7%；港岛占比约 4.8%，均为用于物业发展的土储。

图 15：公司近年土储总量较为稳定



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 4：公司近半土储楼面面积将用于物业发展，逾六成总楼面面积位于新界

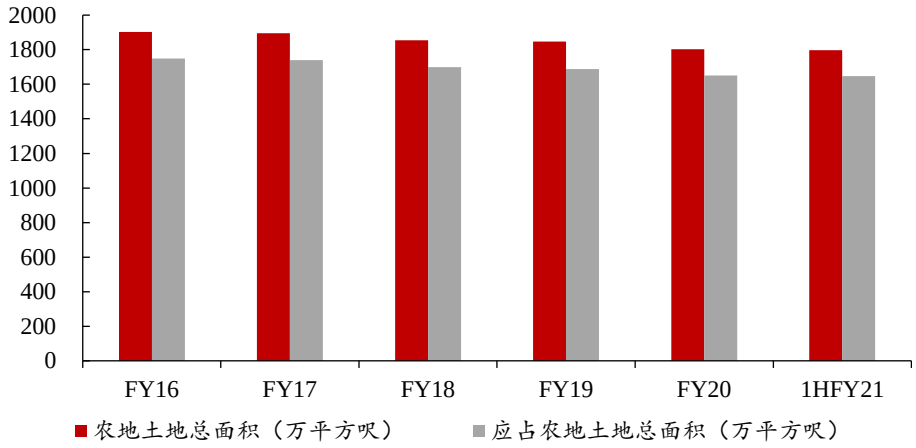
地区	物业发展应占楼面面积		投资物业及其他应占楼面面积		总计应占楼面面积	
	（万平方呎）	占比	（万平方呎）	占比	（万平方呎）	占比
香港岛	44.8	10.0%	-	-	44.8	4.8%
九龙	184.2	41.3%	111.9	22.9%	296.1	31.7%
新界	217.2	48.7%	376.7	77.1%	593.9	63.5%
总计	**446.2**	**100.0%**	**488.6**	**100.0%**	**934.8**	**100.0%**

数据来源：公司公告，中达证券研究；数据截至 2020 年 12 月 31 日

通过旧楼收购等渠道补充土储。除公开招标外，公司亦通过旧楼收购等其他方式补充土地储备。如 2020 年 10 月底，公司成功获取北角商住物业“皇都戏院大厦”全部业权，土地面积约 3.6 万平方呎。

农地资源较为充裕，用途转化稳步推进。农地方面，2020 年末公司持有的应占农地土地总面积达 1646 万平方呎，公司亦持续积极推动上述农地进入土储（当前公司就 8 个合计总楼面面积约 187 万平方呎农地项目的土地用途转换进行磋商，其中约 50 万平方呎总楼面面积已进入最后阶段）。区域方面，公司应占农地土地总面积中 69.1%位于元朗区，其余农地分别位于北区、沙田及大埔区、西贡区。公司当前持有的农地资源亦将为公司未来的发展提供保障。

图 16：公司农地面积小幅下滑，用途转换稳步推进



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 5：2020 年末公司应占农地土地总面积达 1646 万平方呎，69.1%位于元朗区

地区	农地土地总面积		应占农地土地总面积	
	（万平方呎）	占比	（万平方呎）	占比
元朗区	1237.8	68.8%	1137.9	69.1%
北区	248.9	13.8%	218.4	13.3%
沙田区及大埔区	193.4	10.8%	188.0	11.4%
西贡区	118.0	6.6%	102.0	6.2%
总计	**1798.0**	**100.0%**	**1646.2**	**100.0%**

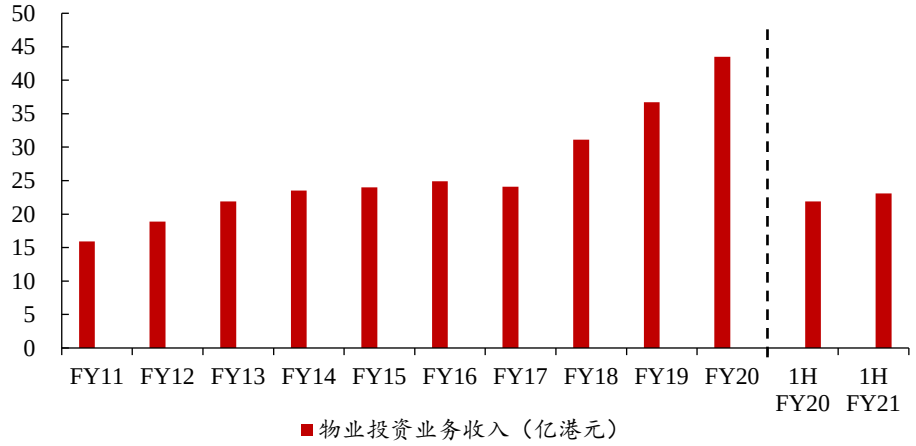
数据来源：公司公告，中达证券研究；数据截至 2020 年 12 月 31 日

3.投资物业开业提速，生态圈助力增长

3.1 物业投资：K11 即将加速开幕，支持经常性收入增长

公司物业投资业务收入近十年稳步增长。公司投资物业包含 K11 等自持商业、部分住宅项目底商、新世界大厦等写字楼及亚洲货柜物流中心等工业项目。近十年来，公司的物业投资业务收入整体保持稳步增长态势，2018 财年起，香港及内地 K11 加速投入运营，带动公司物业投资业务收入增速明显加快。近年来，即使在香港社会事件、新冠疫情等因素的冲击下，公司物业投资业务收入仍表现出了较强的韧性。2021 财年上半年，公司物业投资收入同比增长 5.5%至 23.1 亿港元。

图 17：公司物业投资业务收入稳步增长



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

创新概念、优质运营等共同打造 K11 强劲品牌力。K11 为公司投资物业的重要组成部分。2009 年，公司推出高端生活品牌 K11，为首个将“艺术·人文·自然”三大元素融合为核心的全球性原创品牌；同年，全球首个购物艺术馆 K11 在香港开幕。另一方面，公司也持续贯彻品牌核心，不断推出相关特色活动；在互联网和电商快速发展的趋势下，公司也推出 K11 应用程序、小程序、直播店等，创新运营方式。独具特色的品牌概念、体验式的购物和文化体验、不断创新的运营等使得 K11 在线上经济崛起的同时保持增长，2020 年末香港及内地已开业 K11 合计项目达 14 个。K11 历经十余年的发展，已成为多地文化零售的新地标。强劲的品牌力和中高端的商场定位也使得公司在疫情中仍能实现优秀的运营表现，2021 财年上半年，香港 K11 销售额同比增长 56%（香港零售业总销货价值同比下滑 13%），内地 K11 商场销售额同比增长 35%（内地社会消费品零售总额同比增长 2%）。

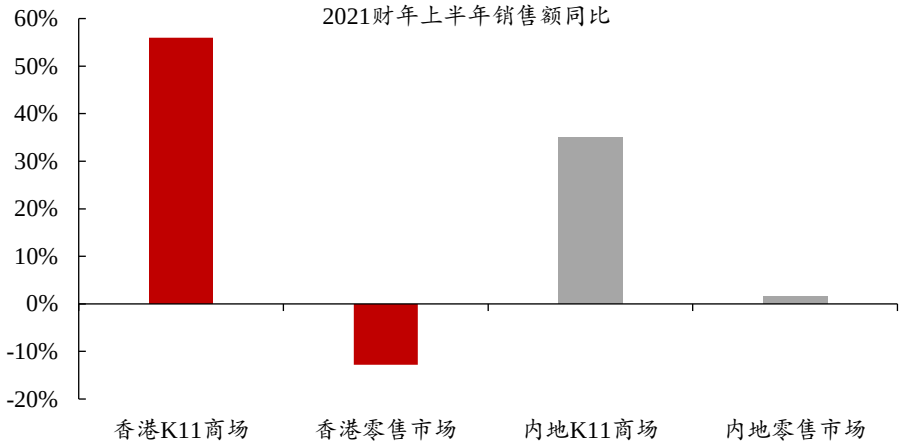
图 18：K11 为多地文化零售新地标

数据来源：公司网站，中达证券研究

图 19：K11 体验式艺术活动丰富，贯彻品牌特色

数据来源：公司网站，中达证券研究

图 20：K11 商场销售额表现优于相应地区零售市场整体表现



数据来源：公司公告，国家统计局，香港政府统计处，中达证券研究

K11 发展项目未来数年将快速增加，支持经常性收入增长。截至 2020 年末，公司已开业 K11 项目 14 个，分布于香港、广州、武汉、上海、天津及沈阳，总楼面面积（不含车库）达 121.5 万平方米。根据公司的发展计划，未来数年内开业的 K11 项目将快速增加，当前未开业项目数量达 25 个，其中 24 个预计将于 2021-2025 财年开业，待运营项目合计总楼面面积达 170.6 万平方米。快速增加的运营 K11 项目将对公司未来的经常性收入增长和公司业绩的稳定性提供有力支持。

表 6：K11 运营项目未来数年将快速增加

状态/预计开幕时间	项目数量（个）	总楼面面积（万平方米）
已运营	**14**	**121.5**
2021 财年	3	14.0
2022 财年	3	14.0
2023 财年	5	46.2
2024 财年	6	35.4
2025 财年	7	51.3
2025 财年后	1	9.7
待运营小计	**25**	**170.6**
总计	**39**	**292.1**

数据来源：公司公告，中达证券研究

3.2 其他业务：疫情冲击短期业绩，业务生态圈助力发展

香港酒店业务受社会事件及疫情影响较大，内地酒店业务受益于国内疫情控制。公司酒店营运业务布局于香港、中国内地及东南亚，2020 年末合计拥有 18 间酒店物业、提供 7503 间客房。新冠疫情使香港旅游业受到较大冲击，而公司内地酒店业务则自 2020 年 8 月起有所恢复。2021 财年上半年，公司酒店业务收入同比下滑 48.8%至 4.3 亿港元，未来有望随疫情防控情况好转而有所恢复。

建筑工程业务为公司第二大收入来源。公司为住宅、商业、政府及机构项目提供建筑服务，旗下建筑公司曾承建港怡医院、香港会议展览中心等。近年来，建筑业务为公司仅次于物业发展业务的第二大收入来源。2021 财年上半年，公司建筑收入同比上升 32.5%至 108.4 亿港元，贡献了期内 30.5%的营业收入。由于疫情影响了招标项目的入市进度，截至 2020 年末，公司建筑业务的在手合约价值下降 15%至 450 亿港元、有待完成工程下降 22%至 296 亿港元。

保险业务增长态势良好。公司旗下富通保险按年度化保费等值表现在香港人寿保险公司中排名第 13 位（排名截至 2020 年 9 月末）。在疫情的影响下，公司仍通过推出创新产品等方式实现增长，2021 财年上半年总保费收入同比增长 129.3%至 49.4 亿港元，支持了公司的收入和业绩增长。

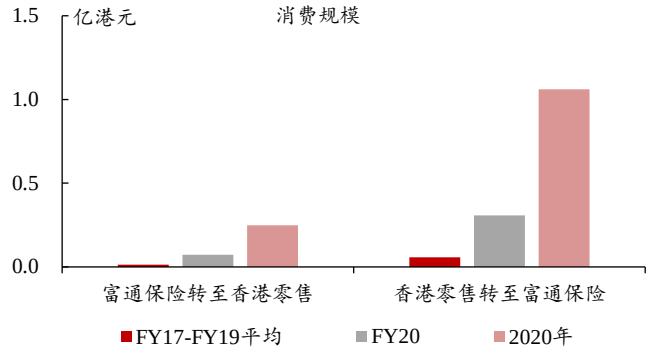
道路业务受益于国内疫情好转。公司道路业务主要包含杭州绕城公路、唐津高速公路（天津北段）、广州市北环高速公路及京珠高速公路（广珠段）等道路组合，随着 2020 年国内疫情控制情况向好、免收通行费政策结束，交通流量和路费收入均有所提升：2021 财年上半年，公司道路业务收入同比增长 15.0%至 16.5 亿港元。截至 2020 年末，公司道路组合剩余特许经营年期约为 10 年，将有望为公司提供较为稳定的现金流入。

丰富的业务使公司能够为客户搭建覆盖生活各个范畴的生态系统，实现业务间客户转化、客户忠诚度提升。在物业发展、物业投资及其他多元业务的共同发展之下，公司的 17 个业务单位和逾 400 个合作伙伴（含互联网公司和银行等）已成功覆盖客户日常生活中的各个范畴，并成功搭建了独特的生态圈；截至 2020 年末，公司业务生态圈内已有超 1400 万名会员。生态圈也反哺了各项业务的发展，多业务分部间重叠会员的平均消费金额和会员人数均大幅增长：2020 年，重叠会员人数同比增长 132%，重叠会员平均消费金额 4 年复合增速达 35%。

图 21：公司多元业务搭建独特生态圈，协同发展带动增长

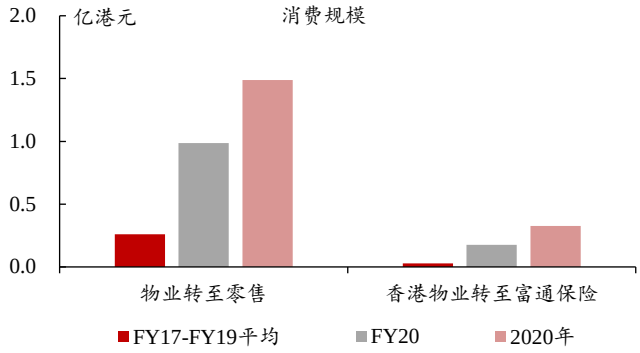
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 22：公司各业务分部间客户能够互相转化



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 23：公司物业业务客户向其他业务转化



数据来源：公司公告，中达证券研究

出售非核心业务及资产以优化业务组合、支持核心业务发展。公司旗下业务和资产众多，通过出售部分非核心业务及资产，公司能够及时优化业务组合、回笼资金并用于核心业务的发展。如 2020 财年末后，公司已出售香港巴士业务 100%股权、武汉光谷写字楼 100%股权和内地环境服务资产部分股权等，合计回笼资金约 128 亿港元。

表 7：公司通过出售非核心资产回笼资金、优化业务组合

时间	主要出售资产	代价（亿港元）
FY2020	Eight KWAI FONG + 信德中心之权益	36
	德福广场二期+ Popcorn 二期	30
	长沙地块	24
	北京首都国际机场股份+ 其他	11
	其他	5
	小计	**106**
FY2021	香港巴士业务	32
	武汉光谷写字楼	15
	内地环境资产	65
	其他	16
	小计	**128**
	全年目标	**130-150**

数据来源：公司公告，中达证券研究

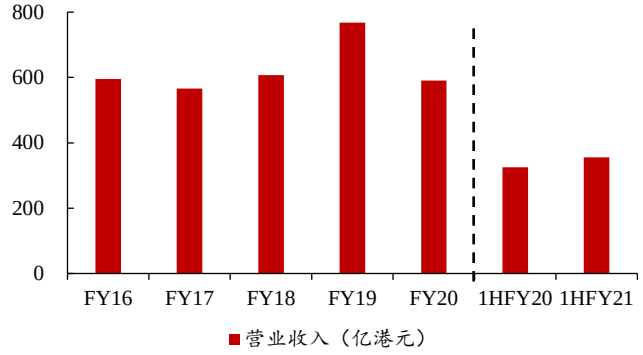
4.经营业绩有所下滑，财务状况保持稳健

4.1 收入规模略有下降，重估影响盈利总额

疫情等影响工程及交付进度，收入规模有所下滑。受到社会事件和疫情等因素的影响，公司 2020 财年的营业收入较 2019 财年有所下滑。2021 财年上半年，内地疫情控制状况良好，内地物业发展、物业投资、道路等业务带动了公司 2021 财年上半年的收入增长，同比增长 9.6%至 355.8 亿港元。另外，公司近年新开展的保险业务也成为了公司新的收入增长来源，在收入贡献中的占比逐渐扩大，2021 财年上半年成为公司第三大收入来源，贡献了总营收的 12.9%。

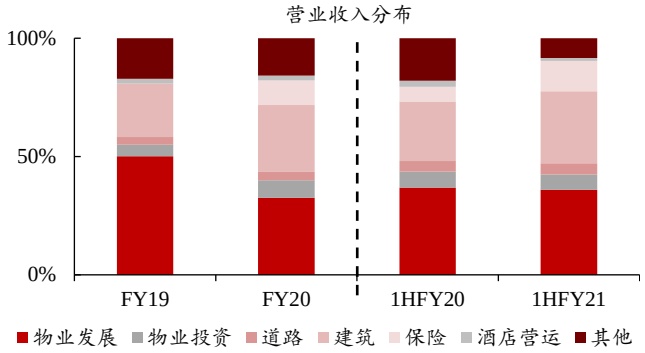
从各业务分部的情况来看，公司未来收入有望保持稳健。公司近年于内地的合约销售相对稳定、于香港的销售于 2019 财年后亦有所增长，将对公司后续的收入规模构成一定保障。K11 未来五年内开业将提速，有望带动物业投资收入的提升。在内地疫情控制良好的环境下，公司道路业务的收入亦有望保持稳健。保险业务处于成长期，公司的业务生态圈也有望继续为其引入相应客源、带动收入增长。建筑、酒店等业务主要位于香港，或仍将受到新冠疫情防控措施的影响。

图 24：2021 财年上半年营收同比增长 9.6%



数据来源：Wind，中达证券研究

图 25：公司收入来源较为多元，保险占比快速提升

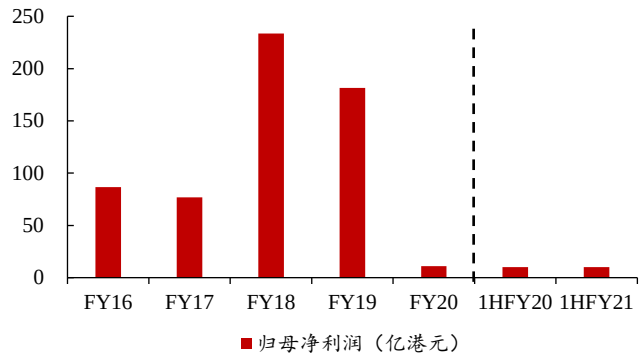


数据来源：公司公告，中达证券研究

毛利率有所下降，投资物业公允价值变动影响归母净利率。2020 财年起，公司归母净利润大幅下降，2021 财年上半年小幅下降 0.4%至 10.1 亿港元。核心净利润亦有所下降，2021 财年上半年同比下降 5.4%至 37.2 亿港元。盈利能力的下滑和投资物业公允价值变动均为业绩下滑的重要原因。公司毛利率近年较为稳定，近 5 个财年均保持在 30%以上；2021 财年上半年则同比下降 11.6 个百分点至 26.2%，主要原因包含：1）结算项目结构变化：非大湾区项目毛利率偏低等导致物业发展业务毛利率由 2020 财年上半年的 57%降至 2021 财年上半年的 32%（期内结算的大湾区项目毛利率仅由 2020 财年上半年的超 70%小幅降至 2021 财年上

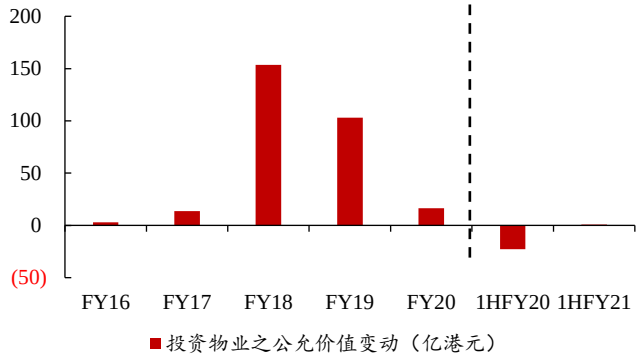
半年的 66%）。2）偏低毛利的建筑、保险等业务收入占比提升等。相应地，2021 财年上半年，公司核心净利率同比下滑 1.7 个百分点至 10.5%。投资物业公允价值变动方面，由于香港社会事件与新冠疫情的影响，公司投资物业公允价值收益自 2020 财年起大幅下降、2021 财年上半年回归正值（2018/2019/2020 财年分别为 153.7 亿港元/103.1 亿港元/16.5 亿港元，2020/2021 财年上半年分别为-22.7 亿港元/0.9 亿港元）。在综合因素的影响下，公司归母净利率由 2019 财年的 23.7% 降至 2020 财年的 1.9%，2021 财年上半年同比下降 0.3 个百分点至 2.8%。

图 26：公司归母净利润 2020 财年起大幅下滑



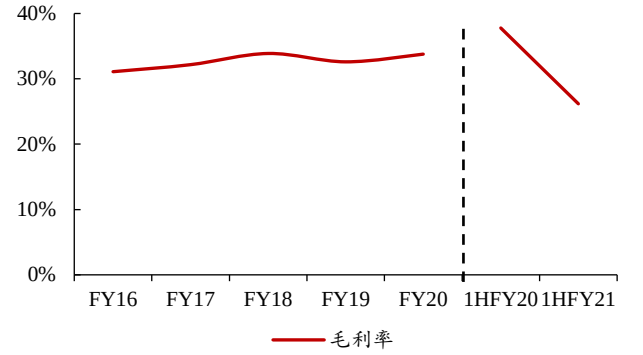
数据来源：Wind，中达证券研究

图 27：投资物业公允价值收益 2020 财年起大幅下降



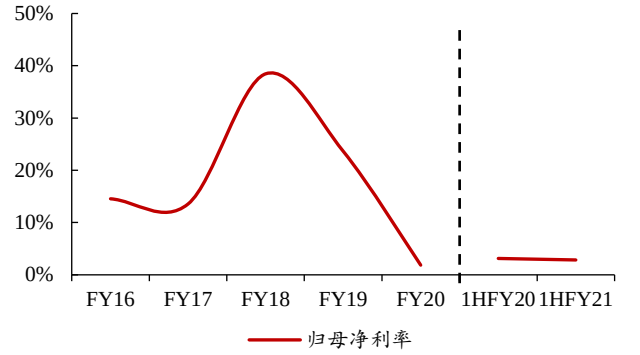
数据来源：Wind，中达证券研究

图 28：2021 财年上半年毛利率有所下滑



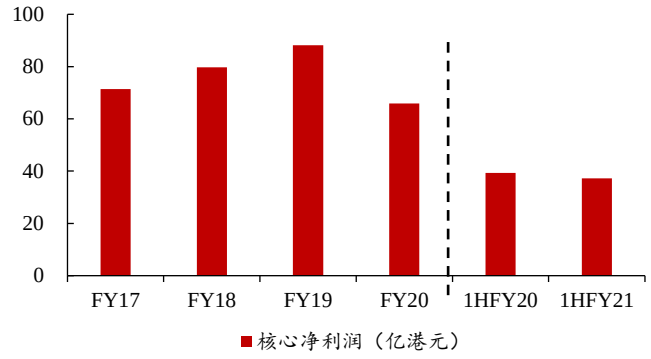
数据来源：Wind，中达证券研究

图 29：公司归母净利率 2020 财年起维持低位



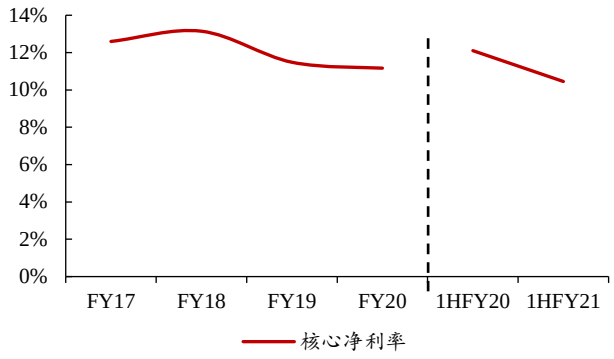
数据来源：Wind，中达证券研究

图 30：2021 财年上半年核心净利润有所下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 31：近年核心净利率有所下滑

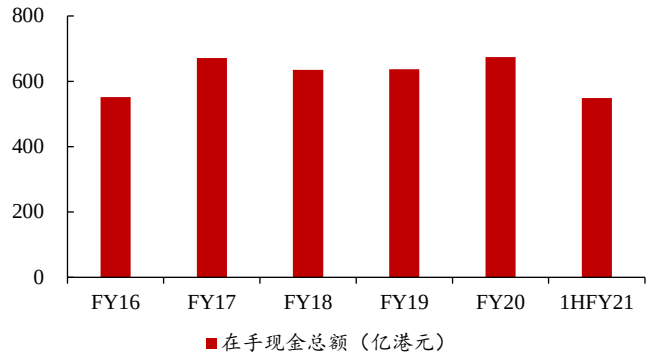


数据来源：公司公告，中达证券研究

4.2 杠杆水平稳健，资金优势显著

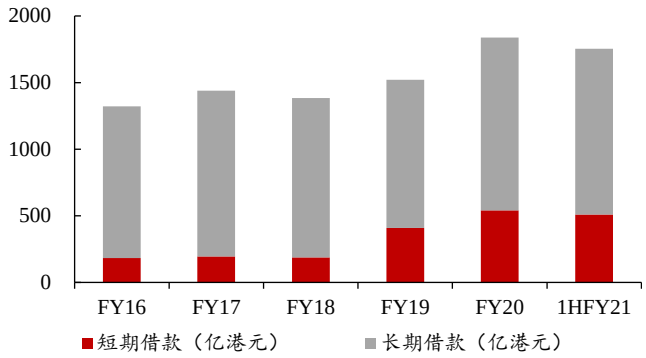
在手现金规模稳定，杠杆水平保持稳健。公司近五年来在手现金规模较为稳定，2021 财年上半年末为 548.5 亿港元。债务结构方面，公司 2019 财年起短期债务规模有所扩大，短期债务占总有息负债的比重由 2018 财年末的 13.5%上升至 2019 财年末的 26.9%，2021 财年上半年末约 29.0%，期限结构仍较为健康。公司短债占比提升的原因部分来自于公司 2019 财年起融资形式的变化，永续债等明显增加（计入所有者权益而非长期债务）：公司的永续资本工具由 2018 财年末的 94.5 亿港元大幅提升至 2019 财年末的 215.1 亿港元，2021 财年末达 425.5 亿港元。在现金总量稳定、短债规模提升的作用下，公司现金短债比亦有所下降，由 2018 财年末的 3.4 倍降至 2021 财年上半年末的 1.1 倍。杠杆水平方面，公司净负债率多年来保持稳健，在公司债务总额小幅增长的同时，利润结转、永续资本工具增加等也带动所有者权益总额有所提升， 2021 财年上半年末，公司净负债率为 40.4%，较 2020 财年末下降 1.2 个百分点。

图 32：公司在手现金总额较为稳定



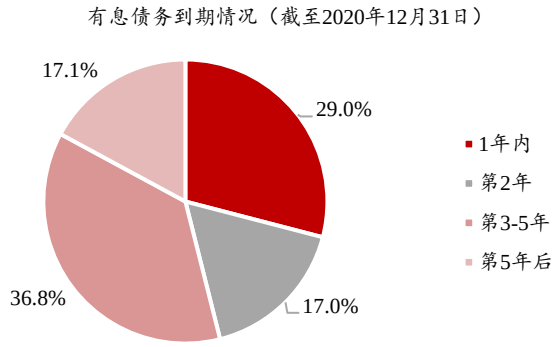
数据来源：Wind，中达证券研究

图 33：2019 财年起公司短债占比有所提升



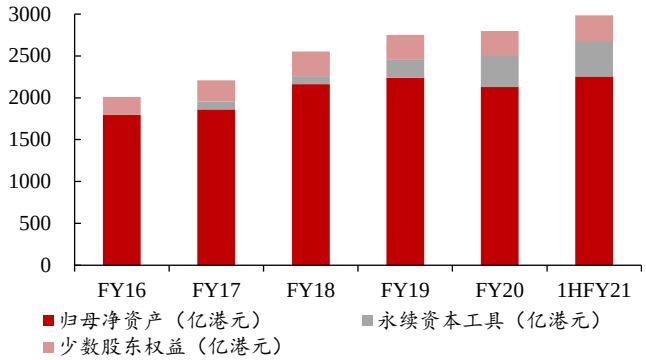
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 34：公司有息债务期限结构仍较为健康



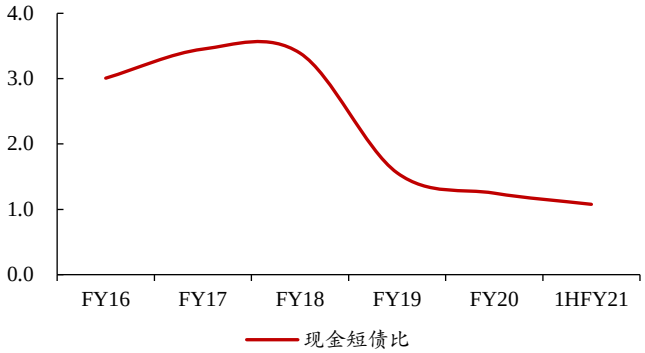
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 35：2019 财年起公司永续资本工具大幅增长



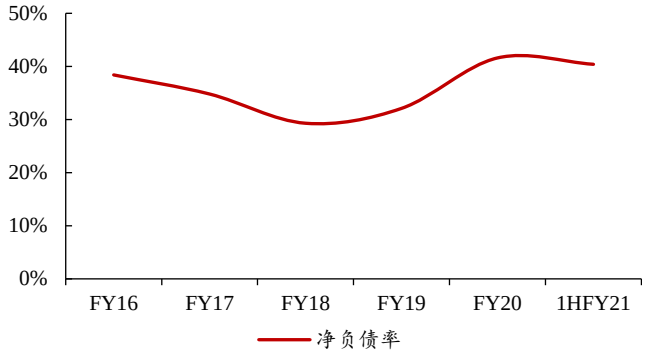
数据来源：Wind，中达证券研究

图 36：短债增长带动现金短债比有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

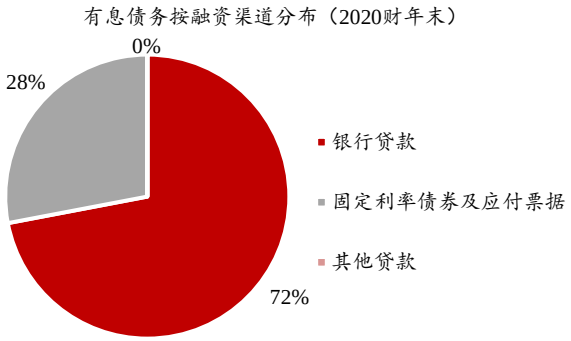
图 37：公司杠杆水平保持稳健



数据来源：公司公告，中达证券研究

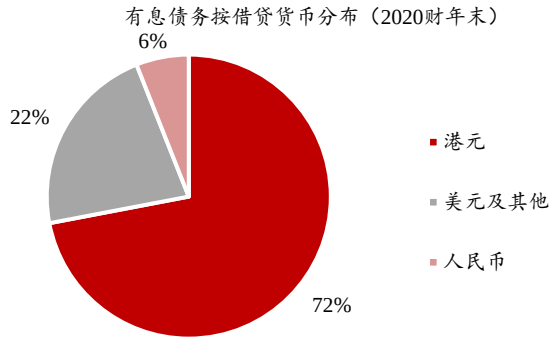
融资渠道保持畅通，永续债券发行提速。公司融资渠道较为畅通，截至 2020 财年末，公司有息债务中银行贷款占比 72%、固定利率债券及应付票据占比约 28%；借贷货币则以港元和美元为主，港元、美元和人民币借贷分别占 72%、22%和 6%。公司近年积极通过发行永续债券开展融资，2016 年 10 月，公司发行 12 亿美元 5.75%有担保优先永续资本证券；2019 年后，公司永续债券发行明显提速，成为公司重要的融资方式。在公司良好的信用状况、受疫情影响而有所优化的流动性环境等因素的共同作用下，2020 年后发行的永续债票面息率有所下降，2020 年 12 月发行的 7 亿元永续债票息率仅 4.8%。

图 38：公司有息债务以银行贷款为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 39：公司借贷货币以港元为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 8：公司 2019 年后陆续发行多笔永续债券

发行时间	发行金额	货币单位	票面息率
2016-10	12 亿	美元	5.75%
2019-01	10 亿	美元	5.75%
2019-03	5 亿	美元	6.25%
2019-07	4 亿	美元	6.25%
2019-07	3 亿	美元	5.75%
2019-11	4 亿	美元	6.25%
2020-06	8.5 亿	美元	5.25%
2020-12	7 亿	美元	4.80%

数据来源：公司公告，中达证券研究

ESG 建设进一步助力融资成本下行，资金成本优势突出。公司的 ESG 建设成果也对融资带来了积极影响，2021 年 1 月，公司成为全球首个发行可持续发展挂钩美元债券定价的开发商、首个发行可持续发展挂钩港元债券定价的公司，成功发行 10 年期 2 亿美元 3.75%债券、10 年期 15 亿港元 3.5%债券，分别成为了公司公开美元债券中票面息率最低、10 年期债券中票面息率最低的债券。发行利率的下行带动公司整体融资成本继续下降，截至 2021 财年中期，公司综合融资成本仅 2.93%（较 2020 财年末下降了 1.1 个百分点），具备显著的资金成本优势。

5.估值与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 46.1 港元。预测公司 2021-2023 财年核心 EPS 分别为港币 2.79 元、3.15 元、3.70 元，核心净利同比增长 7.7%、12.8%、17.4%。考虑到公司综合开发及运营能力出众，当前内地及香港疫苗接种稳步推进、通关预期提升亦有望提振公司资产价格表现，给予 NAV 折让 40%，目标价 46.1 港元，对应 2021 年 16.5 倍 PE，较现价空间达 13%。（最新股价为 6 月 23 日收盘价）。

表 9：新世界发展每股 NAV 约 76.9 港元

NAV 估值（百万港元）	2021
开发物业总计	132,752
投资物业总计	190,537
总资产估值	323,289
净负债	118,030
永续资本证券	32,024
NAV 估值	173,236
其他 NAV 小计	22,137
新创建集团（60.86%）（0659.HK）	19,877
新世界百货（74.99%）（0825.HK）	2,260
NAV 合计	195,373
每股 NAV（港元/股）	76.87
股价（港元，6 月 23 日）	40.95
NAV 折让	-47%

数据来源：公司公告，中达证券研究

6.风险提示

1）调控政策与流动性环境存在一定不确定性，或对公司经营造成一定影响；

2）公司重点布局城市市场或出现一定波动，影响公司销售与现金流；

3）公司未来销售结算或存一定不确定性。

損益表

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	76,764	59,008	70,656	77,332	85,373
营业成本	-51,742	-39,077	-47,895	-51,356	-56,304
毛利润	25,022	19,931	22,761	25,976	29,070
销售及行政费用	-10,585	-10,346	-12,388	-13,339	-14,726
其他收入/费用	10,766	2,450	2,450	2,450	2,450
EBIT	25,202	12,035	12,823	15,086	16,793
财务费用	-756	-2,011	-763	-992	-1,286
应占合联营公司业绩	4,683	770	3,533	2,320	2,561
税前利润	29,129	10,794	15,593	16,414	18,068
所得税	-7,490	-7,528	-5,458	-5,745	-6,324
除税后利润	21,639	3,266	10,136	10,669	11,744
少数股东权益	-3,479	-2,170	-3,041	-2,667	-2,349
净利润	18,160	1,096	7,095	8,002	9,395
核心净利润	8,814	6,589	7,095	8,002	9,395
股权数	2,553	2,555	2,540	2,540	2,540
核心 EPS	3.45	2.58	2.79	3.15	3.70
每股分红	2.04	2.04	2.10	2.21	2.40

现金流量表

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	29,129	10,794	15,593	16,414	18,068
营运资本变动	-4,765	-12,206	-1,119	-2,988	1,836
其他	-5,182	-11,629	-6,220	-6,737	-7,610
经营性现金流合计	7,011	-10,290	9,432	9,579	15,549
投资物业	-12,207	-6,904	-5,092	-1,748	-5,297
其他	-6,949	-10,171	-5,465	-6,464	-7,964
投资性现金流合计	-19,156	-17,074	-10,556	-8,213	-13,261
自由现金流	-12,145	-27,364	-1,125	1,366	2,289
每股自由现金流	-5	-11	-0	1	1
权益融资	11,698	15,065	0	0	0
债权融资	8,237	21,661	10,822	7,021	6,141
其他	-7,241	-8,193	-5,204	-5,321	-5,601
融资性现金流合计	12,694	28,533	5,618	1,700	540
现金变动合计	549	1,169	4,493	3,066	2,828
期初现金	62,597	62,390	63,317	67,811	70,877
期末现金	62,390	63,317	67,811	70,877	73,705

资产负债表

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	173,327	169,718	174,809	176,557	181,854
长期股权投资	76,197	64,157	67,690	70,010	72,571
其他非流动资产	105,401	185,907	187,424	189,671	193,104
非流动资产合计	354,925	419,782	429,923	436,238	447,529
发展中物业	34,146	48,658	48,462	51,397	51,826
竣工待售物业	23,130	17,724	16,867	18,798	20,302
应收账款	25,722	35,189	35,467	37,569	35,946
银行存款及现金	62,390	63,317	67,811	70,877	73,705
其他流动资产	2,973	15,526	15,753	15,927	15,945
总资产	503,285	600,196	614,282	630,806	645,254
流动负债合计	101,248	152,601	161,756	166,610	170,915
长期借款	114,559	134,788	134,788	141,110	145,110
其他非流动负债	1,743	21,516	21,516	21,516	21,516
递延所得税	10,371	11,546	11,546	11,546	11,546
非流动负债合计	126,672	167,850	167,850	174,172	178,172
少数股东权益	51,500	66,722	69,762	72,430	74,779
归属母公司股东权益	223,865	213,023	214,914	217,595	221,389
总负债和权益合计	503,285	600,196	614,282	630,806	645,254

财务分析 (%)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	32.6%	33.8%	32.2%	33.6%	34.1%
经营利润率	32.8%	20.4%	18.1%	19.5%	19.7%
核心净利率	11.5%	11.2%	10.0%	10.3%	11.0%
营收增长率	26.5%	-23.1%	19.7%	9.4%	10.4%
EBIT 增长率	-18.6%	-52.2%	6.5%	17.7%	11.3%
核心净利增长率	10.5%	-25.2%	7.7%	12.8%	17.4%
核心 EPS 增长率	7.9%	-25.3%	8.3%	12.8%	17.4%
每股净资产	87.69	83.38	84.62	85.68	87.17
利息覆盖倍数	4.76	1.99	2.22	2.40	2.52
净负债资本率	22.0%	26.0%	27.5%	27.5%	27.5%
净负债率	32.1%	41.6%	43.8%	44.0%	44.0%
总资产周转率	0.16	0.11	0.12	0.12	0.13
资产权益比	2.25	2.82	2.86	2.90	2.91
ROA	1.8%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%
ROE	4.0%	3.0%	3.3%	3.7%	4.3%
ROCE	2.2%	1.6%	1.6%	1.7%	2.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：
（1）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
（2）该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
（3）该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
（4）标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
（5）该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
（6）该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。
1）股票评级：
买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间；
持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间；
卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。
2）行业评级：
强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值和来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。

过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第 571 章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。