

**买入**
**众享美好生活方式的综合服务商**
**众安集团 (0672.HK)**

2023-01-31 星期二

## 投资要点

目标价: **0.33 港元**  
 现价: 0.255 港元  
 预计升幅: 29.4%

### 重要数据

日期	
收盘价 (港元)	0.255
总股本 (亿股)	56.36
总市值 (亿港元)	14.6
净资产 (亿元)	92.45
总资产 (亿元)	572.4
52 周高低 (港元)	0.37/0.146
每股净资产 (元)	1.64

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 主要股东

施中安 (57.89%)

### 相关报告

### 研究部

姓名: 张思达

SFC: BPT227

电话: 0755-21519179

Email: zhangsd@gyzq.com.hk

#### ➤ 强大的综合开发能力，多元化业务协同共进：

房地产开发业务上：2021 年实现合同销售面积总计约 117.5 万平方米，同比增长 7%，2018 年合同销售面积为 38 万平方米，2018-2021 四年 CAGR 为 45.1%，稳居行业前列；2021 年实现合同销售收入约人民币 279.3 亿元，同比增长约 27.3%。其他多元业务上：2018-2021 公司其他业务营收 CAGR 达到 11%；2021 年全年，公司除物业开发外的其他业务实现营收共计约 6.9 亿元人民币，总营收占比达到 14%，贡献现金流稳定，进一步增强了公司应对房地产市场潜在波动的能力。

#### ➤ 低廉的拿地成本与优质丰厚的土地储备：

2021 年，公司通过招拍挂、收并购、产业勾地等多元化方式进行优质土地资源拓展，分别在浙江杭州、宁波、温州、衢州、绍兴、金华及湖南湘潭等地共成交土地 12 宗，总建筑面积约 193 万方，新增货值约人民币 284 亿元。截至 2021 年底，公司土地储备总面积约为 1048 万平方米，预计可保障未来五年的发展。在拿地成本方面，2021 年公司楼面地价平均成本为 3110 元/平方米，合同销售均价达 23759 元/平方米，地价/房价比仅为 13% 左右。2020 与 2021 两年地价/房价比维持在 13% 左右、2022H1 达到 17%，相比 2018、2019 两年有所上升，但仍为行业内的低水平。

#### ➤ 财务状况安全稳健，三条红线稳居绿档：

偿债能力上：2021 年公司现金短债比为 2.2、净负债率为 98.6%、扣除合同负债的资产负债率为 67%，均处于行业较优水平；截止 2021 年末，公司现金及等价物余额同比增长 33% 至 77 亿元人民币。综合来看，公司三道红线均稳居“绿档”，在行业内保持健康优良水平；经营能力上：2021 年，公司在市场起伏的情况下仍然实现了合约销售大幅增长，经营韧性凸显。全年实现合同销售收入 279 亿元人民币，同比增长 27.3%；其中毛利率为 29.7%，继续维持在业内较高水平。公司拥有审慎灵活的财务政策、健康的债务结构、较为稳定的现金流以及良好的盈利能力。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	7,439	4,969	10,477	17,588	21,340
同比增长	19.9%	-33.2%	110.9%	67.9%	21.3%
毛利率	30.2%	29.7%	33.1%	31.3%	36.5%
税前利润	1,678	226	2,118	2,999	3,665
净利润	1,111	39	160	207	496
EPS(Cent)	14.6	1.3	2.8	3.7	8.8
PE@0.255HKD	1.5	17.1	7.8	6.0	2.5

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

# 目录

目录 .....	2
<b>1. 公司基本概况 .....</b>	<b>5</b>
1.1 公司简介 .....	5
1.2 股权结构 .....	5
1.3 公司发展历程与大事记 .....	6
<b>2. 公司主要项目及销售情况 .....</b>	<b>7</b>
2.1 项目分类与基本情况 .....	7
2.2 销售情况与规划 .....	9
<b>3. 公司看点 .....</b>	<b>10</b>
3.1 销售高质量增长、回款率维持高位 .....	10
3.2 拿地成本低廉、土地储备优质丰厚 .....	11
3.3 深耕长三角经济圈、深度看好杭州房地产发展前景 .....	13
3.4 多元业务协同共进、稳健发展 .....	14
<b>4. 财务分析 .....</b>	<b>17</b>
4.1 三条红线稳居绿档，财务状况健康稳定 .....	17
4.2 债务结构比较合理，具有一定的安全边际 .....	19
4.3 2021 年三费增长迅速、利润水平下滑，2022H1 明显改善 .....	20
4.4 逆势扩张，快速新增土储 .....	20
4.5 周转率水平下降，权益乘数有所上升 .....	21
<b>5. 公司核心竞争力与战略 .....</b>	<b>22</b>
<b>6. 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>23</b>
6.1 NAV 估值 .....	23
6.2 相对估值 .....	24
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>24</b>
<b>财务报表摘要 .....</b>	<b>26</b>

## 图目录

图 1: 众安集团业务概要 .....	5
图 2: 众安集团股权结构 .....	6
图 3: 众安集团发展历程 .....	6
图 4: 众安集团住宅产品系列 .....	7
图 5: 公司商业地产代表项目 .....	8
图 6: 公司酒店代表项目 .....	8
图 7: 公司合同销售额 CAGR 高达 43.2% .....	10
图 8: 公司合同销售面积高速增长 .....	10
图 9: 2018-2021 公司确认销售面积 .....	11
图 10: 2018-2021 公司确认收入 .....	11
图 11: 公司土地储备分类 (按开发阶段) .....	12
图 12: 公司土地储备分类 (按用途分类) .....	12
图 13: 公司可出售物业 (按开发状态分) .....	13
图 14: 公司可出售物业 (按用途分) .....	13
图 15: 公司土地储备 40.6% 位于杭州 .....	14
图 16: 公司可售物业 28.7% 位于杭州 .....	14
图 17: 2021 年公司多元业务及其收入结构 .....	15
图 18: 2018-2021 非物业开发营收情况 .....	15
图 19: 公司物业管理与其他服务 .....	16
图 20: 2018 年后公司现金短债比逐年上升 .....	18
图 21: 2021 年公司现金短债比为同业的 1.3 倍 .....	18
图 22: 2021 年公司扣除合同负债的资产负债率为 67% .....	18
图 23: 公司扣除合同负债的资产负债率低于同业 .....	18
图 24: 2020 年公司净负债率快速爬升, 2021 年放缓 .....	19
图 25: 2021 年公司净负债率基本与同业持平 .....	19
图 26: 众安集团债务结构 .....	19
图 27: 公司费用管控成效 2022H1 开始显现 .....	20
图 28: 利润指标 2022H1 明显改善 .....	20
图 29: 公司购置发展中物业力度不断加码 .....	21

图 30: 公司可供出售物业变化 .....	21
图 31: 公司存货规模扩张、周转率有所下降 .....	21
图 32: 公司权益杠杆提升, 存货和总资产周转率下降 .....	21
图 33: 众安集团战略框架与展望 .....	22

## 表目录

表 1: 公司 2022 年上半年主销项目 .....	9
表 2: 公司 2022 年下半年主推项目 .....	9
表 3: 公司低廉的拿地成本 .....	12
表 4: 公司投资物业表 .....	15
表 5: 众安集团核心财务指标概览 .....	17
表 6: 估值指标核心假设 .....	23
表 7: 众安集团 NAV 估值 .....	24
表 8: 行业可比公司 .....	24

# 1. 公司基本概况

## 1.1 公司简介

众安集团 (0672.HK)，1997 年成立于杭州，2007 年在香港联交所主板上市。集团坚持以地产核心为主业，围绕“地产+”全面布局，下设：房产、商业、服务、资本四大战略版块；业务覆盖中高端住宅、商业地产开发及运营、物业服务、金融、酒店、影院、健康、教育等，为中国家庭提供全生命周期的美好生活方案。中国新城市商业发展有限公司 (1321.HK) 于 2014 年 7 月分拆上市。中国新城市以商用物业开发和管理为核心和基础业务，同时培育健康医疗、影视文化及休闲旅游三大新产业内容。分拆后，众安房产专注发展住宅，而中国新城市则专注发展商业地产。众安集团与中国新城市双上市公司协同发展、双国际化资本平台双轮驱动为众安快速发展奠定了稳健的基础。

图 1：众安集团业务概要

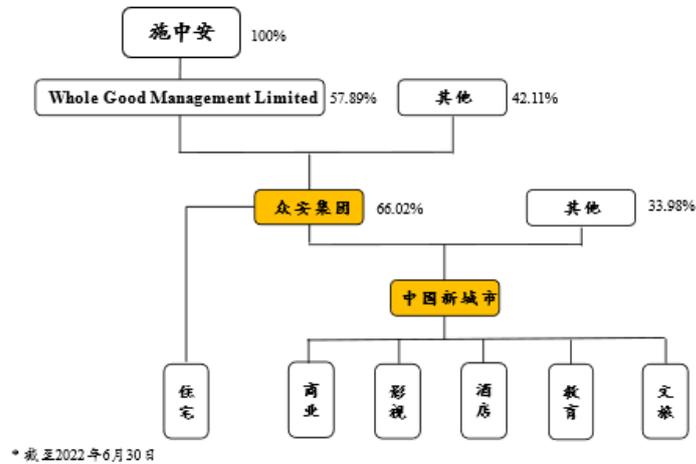


资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

## 1.2 股权结构

从持股比例上看，施中安先生通过 Whole Good Management Limited 公司持有众安集团 57.89% 的股份，公众及其他股东持有剩余 42.11% 的股份。2014 年中国新城市拆分上市，2017 年 7 月，中国新城市启动配售，完成后，众安集团持有中国新城市股份将由 73.15% 摊薄至 68.8%，截至 2022 年，众安集团通过 Ideal World Investments Limited 公司共持有中国新城市 65.92% 的股份。

图 2：众安集团股权结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 1.3 公司发展历程与大事记

公司起步于萧山、发展在杭州、腾飞在长三角。公司 1997 年由施中安（施侃成）先生创立、2007 年于香港联交所主板上市、2014 年完成中国新城市分拆上市、2017 年合同销售金额突破 100 亿元人民币、2019 年正式更名为“众安集团有限公司”、2021 年资产总额突破新高达到 500 亿元人民币。

图 3：众安集团发展历程



资料来源：公司资料、国元证券经纪（香港）整理

## 2. 公司主要项目及销售情况

### 2.1 项目分类与基本情况

#### ➤ 住宅系列

公司住宅产品分为“府系”、“园系”与“未来系”三大体系：“府系”地处城市核心，以中高层为主、周边配套完善，是高溢价产品；“园系”毗邻以山水福地，以近郊低密或市区大户型高价产品为主，如中式合院；“未来系”地处开发区地段，以高层为主，户型面积相对较小，面向刚需人群。

图 4：众安集团住宅产品系列



资料来源：公司资料、国元证券经纪（香港）整理

#### ➤ 商业系列

公司商业项目依托中国新城市 (1321.HK) 开展，公司整合已有的城市综合体、大型商场、精品商业街、高档酒店、酒店式公寓、写字楼等物业经营形式的基础上，以“创造城市新生活”为发展方向，经过多年的探索实践，现已发展成为专注于商业地产开发与经营的专业商业管理公司。2007年12月，公司运营的首个城市综合体——杭州恒隆广场盛大启幕，开创了萧山商业休闲娱乐新时代，并在杭州、

宁波等地布局多个商业项目，商业管理总面积达 160 余万平方米。未来公司将以长三角为战略阵地，全面打造城镇优质商业综合体。

图 5：公司商业地产代表项目



杭州国际办公中心



杭州萧山众安广场



宁波众安广场



杭州明彩城



杭州萧山众安假日酒店



宁波伯瑞特酒店



千岛湖伯瑞特度假酒店



淮北伯瑞特酒店

资料来源：公司资料，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司资料，国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 智慧生活

众安智慧生活是向住宅物业和商业物业全年龄段客户生活及社会活动提供场景化服务的供应商，依托于全国物业百强—众安物业的服务基础，在社区传统物业服务之上结合物联网、AI、机器人等前沿科技的应用，向全年龄段业主提供更完善、更便捷、更舒适、更符合人群需要的整合服务，以有温度的服务契合现代人居的生活方式，深入洞悉客户所需，对每一个环节精益求精，打造独具众安标签的“well 美好+”全生命周期服务体系，带给客户最暖心的社区生活场景。

### ➤ 众安资本

众安资本投资业务方向覆盖人工智能、医疗医药、新消费及地产康养等领域。业务模式主要为私募股权投资、二级市场投资、地产康养投资及投资银行。成立至今已成功投资包括云从科技、竹间智能、甬矽电子等在内的十余个优质项目。众安资本与来自世界各地多样化的投资伙伴、商业领袖保持紧密的合作关系，坚持将全球投资视角与中国本土投资管理经验进行融合，灵活运用各方资源满足本土要求。凭借卓越管理团队对中国市场的深刻洞察，在真正理解产业，把握资金投向的基础上，利用丰富的资源、投资运营及风险管理经验，追求长期价值投资，助力产融结合。

## 2.2 销售情况与规划

### ➤ 公司 2022 年上半年主销项目

公司 2022H1 实现合同销售总面积 27.7 万平方米、合同销售总金额 52.7 亿元人民币、ASP 为 19025 元/平方米；其中共有 16 个项目的合同销售金额超过一亿元人民币，主要位于浙江省经济活跃地区。

表 1：公司 2022 年上半年主销项目

项目	地区	合同销售收入 (RMB in Mn)	合同销售面积 (sqm)	ASP	本集团权益百分比	销售进度 (截至2022年6月30日)	剩余可售货值 (RMB in Mn)	持作未来开发面积 (sqm)
秀湖荷院	义乌	719.6	16,279	44204	58.5%	67.2%	757.7	
棠颂和鸣	绍兴	630.1	14,032	44905	44.1%	58.9%	1947.4	
瑞源邸	杭州	348.8	16,767	20803	90.0%	52.3%	941.1	
天空树	温州	291.6	17,781	16400	22.5%	3.0%	1655.8	
温哥华城	淮北	278.2	33,331	8347	100.0%	87.4%	589.7	375937
台州未来小区	台州	251.5	12,929	19452	90.0%	50.0%	2751.5	
云之宸里	衢州	248.5	16,107	15428	45.9%	44.9%	903.3	
潮悦府	宁波	233.8	9,372	24947	90.0%	54.1%	358.8	
新农都	杭州	223.6	19,775	11307	25.3%	85.8%	1849.9	
如意府	舟山	220.4	18,402	11977	90.0%	86.2%	74.2	
国际办公中心A2	杭州	218.4	5,580	39140	66.0%	78.6%	4638.8	207244
温州未来社区	温州	214.5	13,880	15454	45.0%	20.0%	2077.7	
和源府	台州	187.1	11,368	16458	90.0%	97.0%	42.3	
古越郡府	绍兴	162.9	3,446	47272	90.0%	29.6%	1747.1	
顺源里	温州	148.5	5,377	27618	90.0%	71.1%	677.3	
淳安荷源府	杭州	138.3	14,687	9416	100.0%	34.1%	303.2	

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 公司 2022 年下半年主推项目

公司 2022 年下半年主推项目为隆楹汇金座（北干项目）、大港桥项目、溇玥府、泽翠居、未珂宸铭府、岚荷芸府、宸樾名邸、湖畔名邸与绍兴未来社区等 9 个项目，项目以住宅为主、地段优越、未来发展潜力较大、货值较高；以上项目预期 2022 年下半年将为公司合同销售带来较大幅度的增长。

总体来看，截至 2022 年 6 月 30 日，公司整体可售货值为 646 亿元人民币，其中已推可售货值为 180 亿元人民币，未推可售货值为 466 亿元人民币。

表 2：公司 2022 年下半年主推项目

项目名称	城市/区	物业性质	地盘面积 (sqm)	土地总成本 (百万元人民币)	公司权益百分比	可售面积	持作未来开发
隆楹汇金座（北干项目）	杭州	商业	12,819	255.74	59.4%	44,867	
大港桥项目	杭州	商业	21,336	425.06	21.6%	74,676	
溇玥府	杭州	住宅	18,641	688.94	90.0%	41,010	
泽翠居	杭州	住宅	39,973	467.68	90.0%	71,951	
未珂宸铭府	杭州	住宅	70,802	1470.17	45.0%		127,444
岚荷芸府	杭州	住宅	19,802	1004.63	58.5%		43,564
宸樾名邸	丽水	住宅	52,293	550	30.6%	104,583	
湖畔名邸	义乌	住宅	20,411	946	90.0%	32,658	
绍兴未来社区	绍兴	住宅	78,484	963.68	51.3%	211,907	
<b>总计</b>			<b>334,561</b>	<b>6771.9</b>		<b>581,651</b>	<b>171,008</b>

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

### 3. 公司看点

2021 年业绩回顾：**销售高质量增长**：截至 2021 年 12 月 31 日，公司合同销售面积总计约 117.5 万平方米，同比增长 7%；合同销售收入约人民币 279.3 亿元，同比增长约 27.3%。同时，公司合同销售平均每平米售价提高 19%、回款额同比增长 81%，销售收入保持高质量增长。**毛利水平维持高位**：公司不断争取利润空间、坚持长期稳健经营，2021 年公司地产销售毛利率达到 30%。**土地储备优质充沛**：截至 2021 年 12 月 31 日，公司土地储备共计约 1048 万平方米，其中 87% 位于长三角地区，拿地成本低廉、土地储备优质丰厚，2021 年全年新增货值约 280 亿元人民币。**财务状况健康稳定**：2021 年公司现金及等价物同比增长 34%，总资产同比增长 37%，保持着充沛的现金流和充足的流动性，在房企“三条红线”中全部居于绿档。

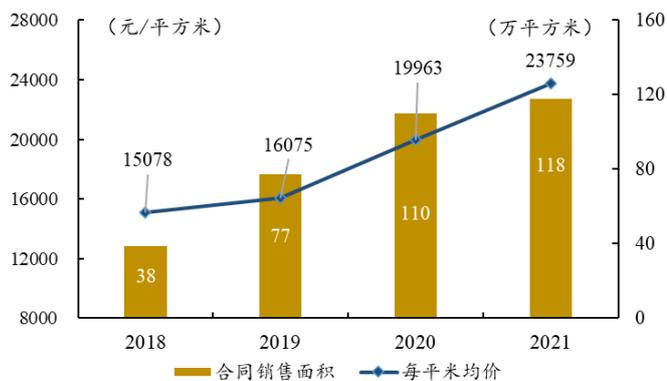
#### 3.1 销售高质量增长、回款率维持高位

##### ➤ 合同销售增长高速稳健，销售额近四年 CAGR 高达 64.3%

公司 2021 年实现合同销售面积总计约 117.5 万平方米，同比增长 7%，2018 年合同销售面积为 38 万平方米，2018-2021 四年 CAGR 为 45.1%，稳居行业前列；公司 2021 年实现合同销售收入约人民币 279.3 亿元，同比增长约 27.3%，2018 年合同销售额为 64 亿元人民币，2018-2021 四年 CAGR 为 63.4%，稳居行业前列；每平米售价 2021 年达到 23759 元/平方米，2018-2021 四年 CAGR 为 12%。

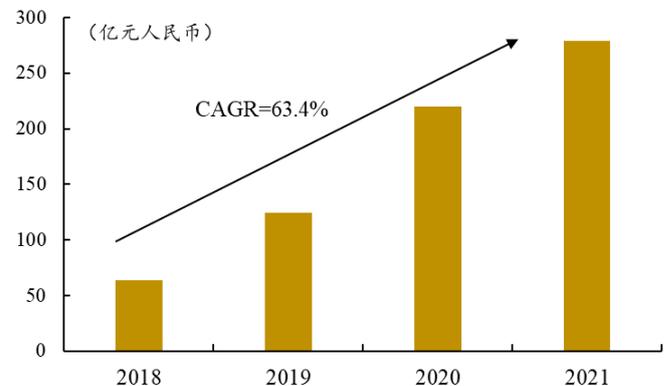
2021 年主要合同销售项目为萧山荷源府（销售面积 5.7 万平方米，销售收入 20.3 亿元人民币）、杭州顺源府（销售面积 6.1 万平方米，销售收入 13.1 亿元人民币）、台州未来社区（销售面积 12.9 万平方米，销售收入 23.9 亿元人民币）、温州顺源里（销售面积 4.5 万平方米，销售收入 12.9 亿元人民币）。

图 7：公司合同销售额 CAGR 高达 43.2%



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

图 8：公司合同销售面积高速增长



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

2022年上半年，公司实现合同销售面积 27.7 万平方米，合同销售金额 52.7 亿元人民币，回款超 85.4 亿元人民币，回款率 162%，保持高位；合同销售的 52.7 亿元人民币中约 92% 合同销售来自于浙江省经济活跃地区

### ➤ 充裕已售未结转资源锁定未来业绩

2018-2020 年公司确认销售面积与确认销售收入 CAGR 分别达到 17.4% 与 13.1%，多年保持稳中有进。2021 年，由于公司近几年度已销售的物业有很大一部分尚未交付时点，2021 年度营业收入有明显的下滑；其次，2021 年公司转拨至投资物业的公允价值收益同比减少 3.6 亿元人民币，因此公司 2021 年营收和利润均有明显的下降。

考虑到公司 2021 年度合同销售收入达到人民币 279.3 亿元人民币、现金及等价物余额同比增长 33%，财务状况依然保持稳健、公司前景仍然比较乐观。同时随着一大批高权益高货值的预售物业将陆续交付，未来收入结转预期良好，2021 年底已建成未交付和未出售的货值高达 400 亿元人民币。2022H1，公司确认销售总建筑面积约为 21 万平方米，销售总金额达到 47.4 亿元人民币，同比增长 188%。基于上述原因，预期 2022 年度的入账收入与利润均有较大幅度的增长。

图 9：2018-2021 公司确认销售面积

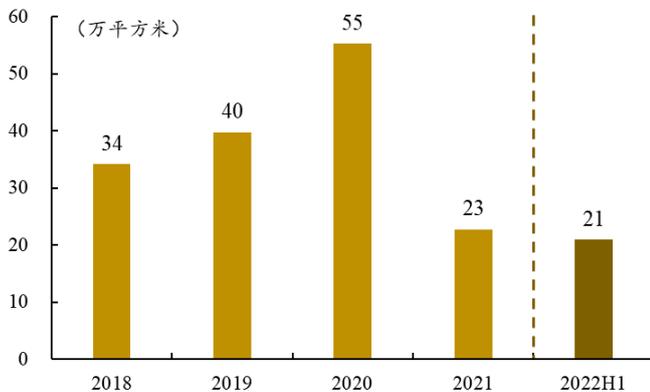
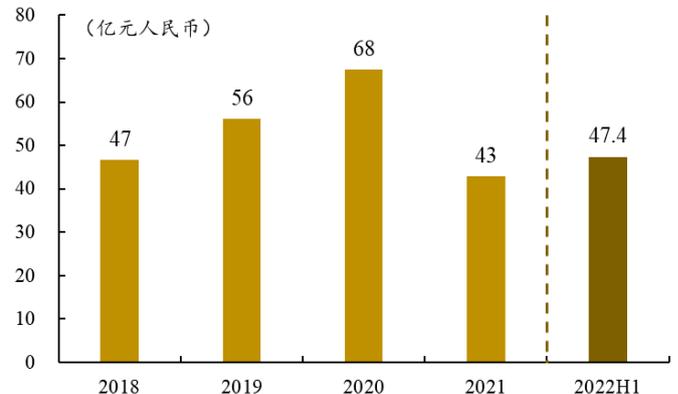


图 10：2018-2021 公司确认收入



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

## 3.2 拿地成本低廉、土地储备优质丰厚

### ➤ 拿地成本极低，2021 年楼面地价平均成本仅为 3110 元人民币

公司拿地成本极低，2021 年公司楼面地价平均成本为 3110 元/平方米，合同销售均价达 23759 元/平方米，地价/房价比仅为 13% 左右，其中，公司主力项目国际办公中心 A 期土地成本仅为 269 元/平方米。

近四年，公司拿地成本呈现上升的趋势，但同时公司合同销售均价也不断提高，2020 与 2021 两年地价/房价比维持在 13% 左右、2022H1 达到 17% 左右，相比 2018、2019 两年有所上升，但仍为行业内的低水平。

2021 年合同销售均价相比 2020 年上涨 19% 左右，已建成未交付和未出售的货值高达 400 亿元人民币，随着预售收入的不断入账，预期 2022 年，公司的拿地成本优势与较高水平的销售均价将在报表端持续落地。

**表 3：公司低廉的拿地成本**

	2018	2019	2020	2021	2022H1
平均地价（元/平方米）	1,356	1,774	2,752	3,110	3,229
平均售价（元/平方米）	15,135	16,075	19,963	23,759	19,025
地价/售价	9.0%	11.0%	13.8%	13.1%	17.0%

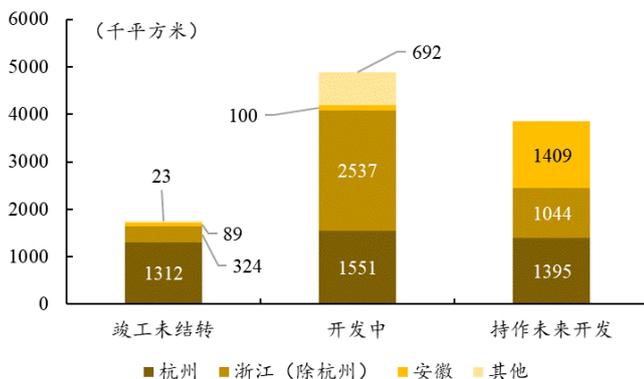
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ **土地储备优质丰厚，预期可满足未来 5 年的发展**

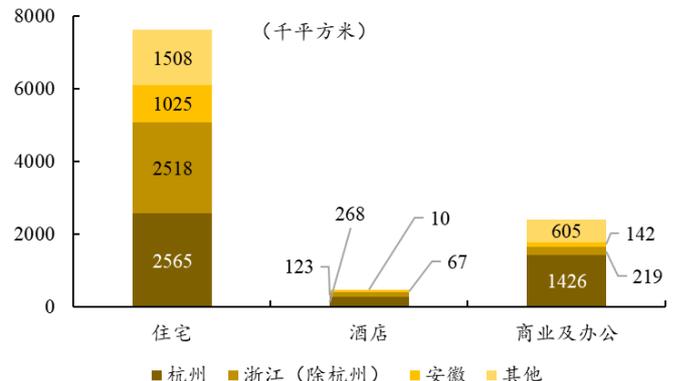
截至 2021 年底，公司土地储备总面积约为 1048 万平方米，主要分布在长三角、云南昆明和山东青岛等不同的城市和地区，预计可保障未来五年的发展。2021 年，公司通过招拍挂、收并购、产业勾地等多元化方式进行优质土地资源拓展，分别在浙江杭州、宁波、温州、衢州、绍兴、金华及湖南湘潭等地共成交土地 12 宗，总建筑面积约 193 万方，新增货值约人民币 284 亿元。2018-2021 年 CAGR 为 9%，目前土地储备优质丰厚，预期可满足未来 5 年的发展。

2022 年上半年，公司新增项目共计 7 个，总建筑面积约为 52.4 万平方米，土地总成本约人民币 48.85 亿元、权益地价为 29.8 亿元人民币、权益货值约为 63.5 亿元人民币、新增土地平均楼面价约 9,323 元/平方米。

**图 11：公司土地储备分类（按开发阶段）**



**图 12：公司土地储备分类（按用途分类）**



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

注：以上数据截至 2021 年 12 月 31 日

➤ **总货值 635 亿元人民币优质楼盘可售，约 75% 位于浙江省经济活跃地区**

截至 2021 年 12 月 31 日，计划可售货值约 635 亿元人民币，其中主要为住宅（43.8%）、低密度（19.2%）与商业（29.6%）；57.6% 尾盘、14.9% 在售、2.1% 待售。目前，公司拥有杭州萧山荷源府、杭州顺源府、台州未来社区、温州顺源里等一批高权益、高货值的优质楼盘可售，同时公司 75% 的可售资源位于经济活跃的江浙一带，合同销售均价有望维持在较高的水平。

截止 2022 年 6 月 30 日，公司可售货值进一步提升至 646 亿元人民币，其中 43% 位于杭州市，经济活跃、为未来销售与利润水平的增长打下坚实基础。

图 13：公司可出售物业（按开发状态分）

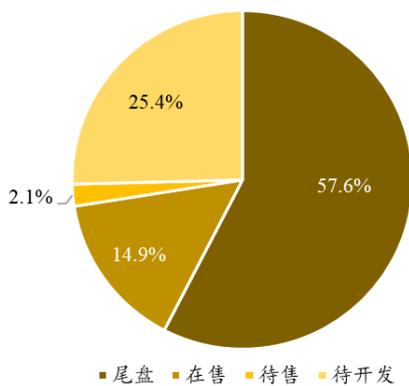
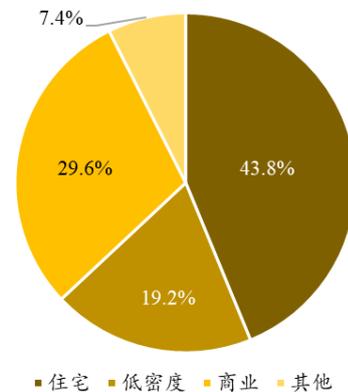


图 14：公司可出售物业（按用途分）



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

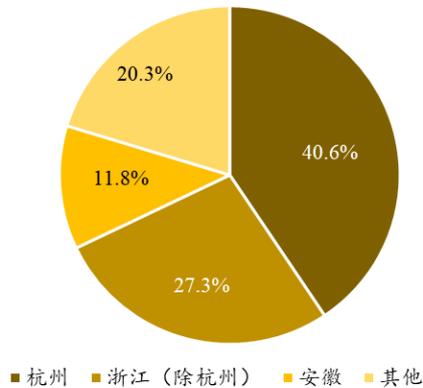
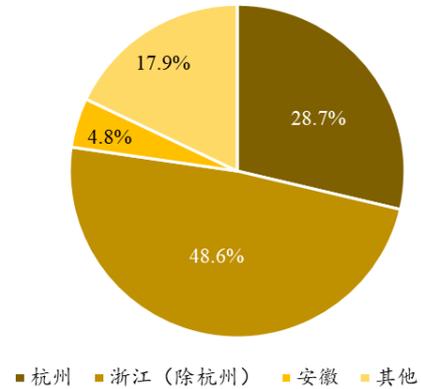
资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

注：以上数据截至 2021 年 12 月 31 日

### 3.3 深耕长三角经济圈、深度看好杭州房地产发展前景

在“2021 中国房地产大数据年会暨 2022 中国房地产市场趋势报告会”上，公司凭借在长三角地产市场的良好表现、扎实稳健的企业经营实力，荣获“2021 长三角区域房地产 50 强企业”，旗下“众安·古越郡府”荣获“2021-2022 城市典型样本项目”。同时，《2022 房地产开发企业华东华中区域测评研究报告》显示，公司位列 2022 房地产开发企业浙江省 10 强。全国来看，公司自 2007 年以来连续 15 年入选“中国房地产百强企业”，多次获评“上市公司财务稳健性 Top 10”。

截至 2021 年 12 月 31 日，公司在杭州、浙江（除杭州）与安徽的土地储备面积分别达到 425 万平方米、286 万平方米与 124 万平方米，分别占公司总土地储备的 40.6%、27.3% 与 11.8%；三个地区可售资源分别占公司总可售资源的 28.7%、48.6% 与 4.8%。

**图 15: 公司土地储备 40.6%位于杭州**

**图 16: 公司可售物业 28.7%位于杭州**


资料来源: 公司公告, 国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司公告, 国元证券经纪(香港)整理

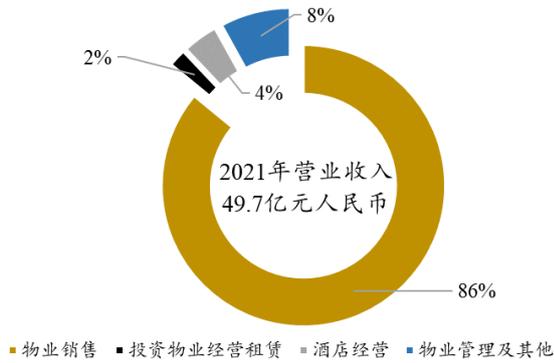
注: 以上数据截至 2021 年 12 月 31 日

杭州是浙江省会城市, 毗邻上海、地理位置优越, 在长三角中占据着举足轻重的位置; 同时杭州第 19 届亚运会预期将进一步提高杭州的国际知名度、促进杭州社会经济的全面发展, 对于楼价也有着重要的刺激作用。2022 年, 公司在杭州首批集中供地拍卖中一举斩获 5 宗地块, 成为业内一大焦点。五宗地块分别位于杭州的西湖区、余杭区和萧山区。新地块的获取, 将为公司未来在杭州大本营的深耕进一步夯实基础, 更彰显了公司稳健发展的综合实力。公司将维持短期审慎、长期乐观的观点, 继续深耕长三角经济圈, 充分利用自身在长三角地区的品牌优势, 以“杭派精工”的品质打造美好社区。

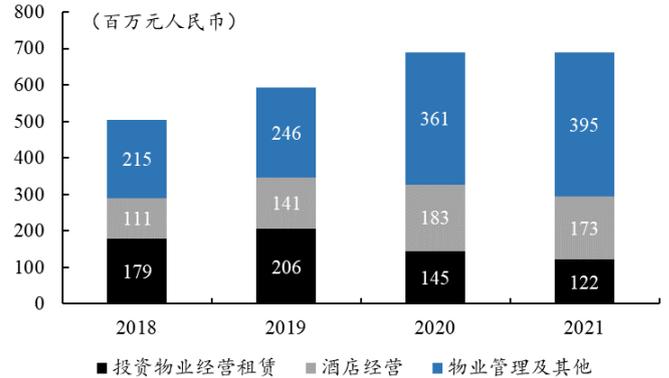
### 3.4 多元业务协同共进、稳健发展

在房住不炒的主基调下, 房地产走向管理红利时代, 企业的综合发展能力是突破发展瓶颈的制胜法宝, 房地产企业的“多边形能力”显得尤其重要。公司紧跟我国房地产行业变化与转型的步伐, 积极开拓费地产开发业务, 在公司酒店运营、物业管理及租赁等其他多元业务方面持续稳步推进, 其已成为集团业务的重要增长推动力。

公司非开发业务稳步发展, 2018-2021 非开发业务营收 CAGR 在 11% 左右, 其中物业管理及其他业务扩张最快, 2018-2021 年 CAGR 达到 24% 左右。2021 年全年, 公司除物业开发外的其他业务实现营收共计约 6.9 亿元人民币, 总营收占比达到 14%, 贡献现金流稳定, 进一步增强了公司应对房地产市场潜在波动的能力。未来, 随着公司多元化业务的协同稳健推进, 公司在销售质量、利润水平于抗风险能力方面均预期有稳步的提升。

**图 17：2021 公司多元业务及其收入结构**


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

**图 18：2018-2021 非物业开发营收情况**


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 投资物业经营租赁：出租率稳定

截至 2022 年 6 月 30 日，公司共有投资物业 12 处，其中 7 处位于杭州，投资物业总建筑面积为 33 万平方米，总价值 53.5 亿元人民币，其中物业出租率达到 75%。

**表 4：公司投资物业表**

项目名称	位置	建筑面积 (sqm)
杭州·国贸大厦	杭州市萧山区中心	12,225
杭州·综合服务中心	杭州市萧山区中心	5,913
杭州·众安广场	杭州市萧山区中心	63,889
杭州·山水苑	杭州市萧山区中心	8,781
杭州·众安隐龙湾	萧山湘湖新城	17,814
杭州·西溪新城市	杭州市西湖区	17,092
杭州·国际办公中心A3	萧山钱江世纪城	59,306
上海·逸乐轩	上海市徐汇区	341
宁波·众安广场	余姚市核心区	92,489
宁波·众安时代广场一期	余姚市核心区	2,160
宁波·众安时代广场二期	余姚市核心区	6,648
义乌·众安广场	义乌市中心	45,812
<b>总计</b>		<b>332,468</b>

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

### ➤ 酒店经营：强化媒体矩阵，提升品牌影响力

目前公司旗下有四所酒店经营项目，分别为：杭州萧山假日酒店（建面 36000 m<sup>2</sup>）、杭州千岛湖伯瑞特度假酒店（建面 46691 m<sup>2</sup>）、宁波伯瑞特酒店（建面 65000 m<sup>2</sup>）、淮北伯瑞特酒店（建面 67061 m<sup>2</sup>）。目前公司着眼于产品升级：以中高端酒店和

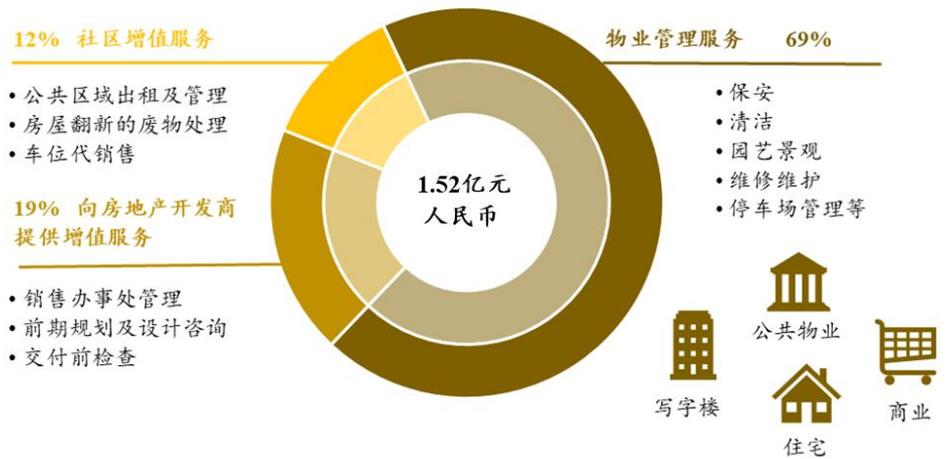
生活方式类为主，融入古风古韵、地域文化等元素发展，打造国潮酒店伯瑞特臻选品牌。

面对疫情防控常态化，公司积极转变思维，依托自有会员体系，孵化抖音自媒体账号矩阵。成功登上当地人气排行榜，实现疫情下的营收突破。应对疫情下餐饮食材和人工两大痛点，联合米其林三星主厨，于5月推出伯瑞特《阳明轩主题文化餐厅》餐饮品牌及伯瑞特《星选12味》招牌菜，对餐饮产品进行全面升级。联动众安集团内部产业，加快社区酒店功能化融入，通过食品加工厂（OEM模式）、送餐上府及旅行社，构建多体系发展模式，为持续发展提供后续动力。

➤ **物业管理及其他服务：拓规模、多业态、增收入**

公司目前在管物业项目79个、在管面积1178万平方米；合约项目116个、合约面积1714万平方米，总共覆盖17个城市，位居2022年中国物业百强企业第42位。2019-2021年公司物业管理业务收入CAGR达到28.1%；第三方物业管理收入2019-2021年CAGR达到29.6%，目前在管项目40个，住宅31个、非住宅9个。

图 19：公司物业管理与其他服务



资料来源：公司资料、国元证券经纪（香港）整理

## 4. 财务分析

表 5: 众安集团核心财务指标概览

(CNY in Million)	2018	2019	2020	2021
Revenue	5169.4	6204.7	7438.9	4968.7
YoY		20.0%	19.9%	-33.2%
Net income	363.1	1004.0	1111.2	38.5
YoY		176.5%	10.7%	-96.5%
Net income (Owner of the company)	286.9	637.1	827.9	73.1
YoY		122.1%	29.9%	-91.2%
Net Margin	7.0%	16.2%	14.9%	0.8%
EBITDA	1151.1	2293.0	1723.1	772.8
EBITDA Margin	22.3%	37.0%	23.2%	15.6%
Cash flow from Operating Activities	(1288.4)	(173.5)	(6680.9)	(268.9)
Asset	25009.9	30172.4	41820.0	57240.3
Liability	15515.8	19651.8	30406.0	45310.2
Liability-to-Asset ratio	62.0%	65.1%	72.7%	79.2%
Liability-to-Asset ratio ( Exclude Contract)	53.8%	54.8%	65.6%	66.9%
Debt	4768.1	7220.8	15493.4	16993.9
Cash	1539.8	3132.6	4792.5	5232.7
Net Debt	3228.3	4088.2	10700.9	11761.2
Debt/EBITDA	4.1	3.1	9.0	22.0
Net Debt/EBITDA	2.8	1.8	6.2	15.2

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

**偿债能力上:** 公司财务策略稳健、结构不断优化, 保持着充沛的现金流、充足的流动性与稳健的偿债能力。2021 年公司现金短债比为 2.2、净负债率为 98.6%、扣除合同负债的资产负债率为 67%, 均处于行业较优水平; 截止 2021 年末, 公司现金及等价物余额同比增长 33% 至 77 亿元人民币。综合来看, 公司三道红线均稳居“绿档”, 在行业内保持健康优良水平; **经营能力上:** 2021 年, 公司在市场起伏的情况下仍然实现了合约销售大幅增长, 经营韧性凸显。全年实现合同销售收入 279 亿元人民币, 同比增长 27.3%; 其中毛利率为 29.7%, 继续维持在业内较高水平。综上, 公司拥有审慎灵活的财务政策、健康的债务结构、较为稳定的现金流以及良好的盈利能力。

### 4.1 三条红线稳居绿档, 财务状况健康稳定

2021 年公司现金短债比为 2.2, 扣除限制性现金的现金短债比为 1.4, 稳居三条红线中的绿档, 显著高于行业中位数 1.1。2018-2021 年公司现金短债比呈现逐年上

升的趋势，2021年起超越同业中位数，达到行业中值的1.3倍，偿债能力与流动性不断提升，财务状况较为稳健。

图 20：2018 年后公司现金短债比逐年上升

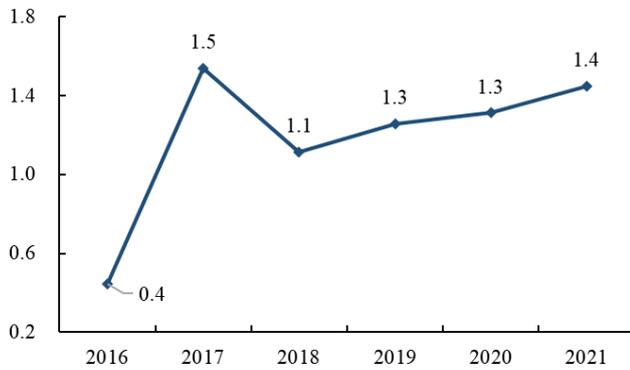
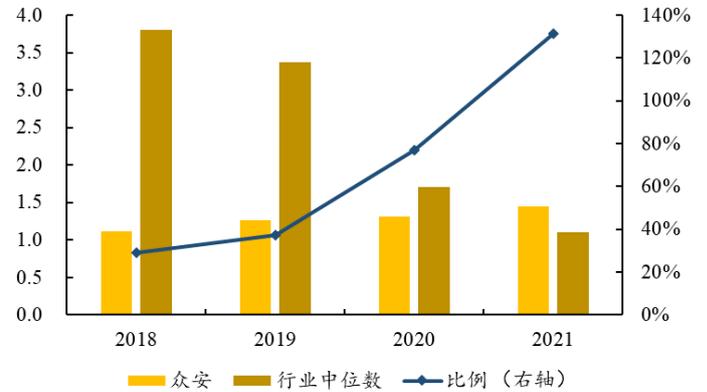


图 21：2021 年公司现金短债比为同业的 1.3 倍



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

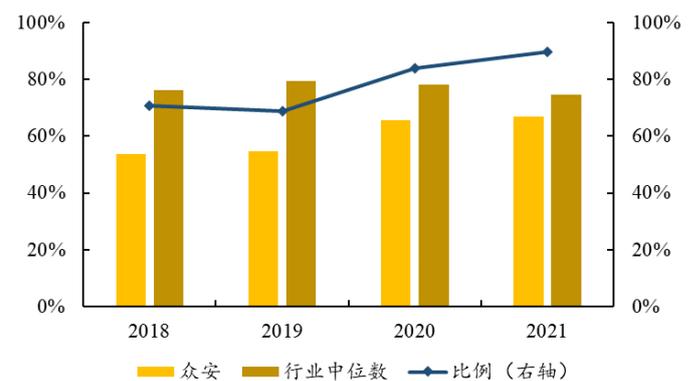
注：现金短债比=现金/短期债务（不考虑限制性现金）；行业可比公司为香港证券交易所上市的前100家（按营收）地产公司，下同。

公司资产负债率呈现逐年上升的趋势，2021年达到79%，主要来源于合同负债的增长与拿地步伐的加快。2021年公司扣除合同负债的资产负债率为67%，明显低于行业中位数75%，与2020年基本持平，且呈现稳定的趋势。总体来看，公司资产负债率与扣除合同负债的资产负债率均多年稳居绿档，呈现健康发展的态势。

图 22：2021 年公司扣除合同负债的资产负债率为 67%



图 23：公司扣除合同负债的资产负债率低于同业

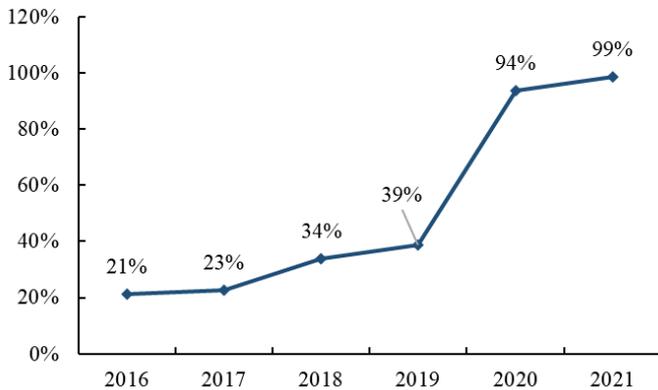


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

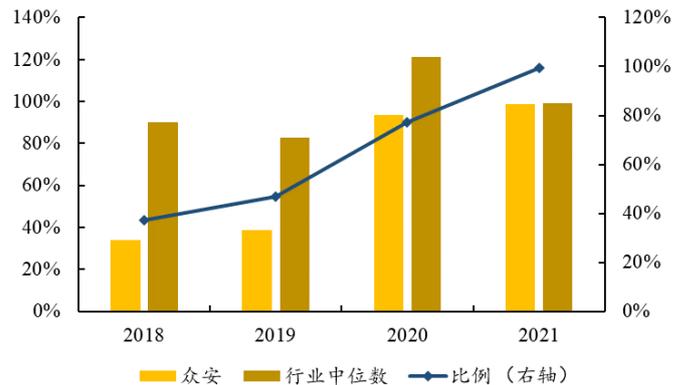
注：资产负债率=总负债/总资产；扣除合同负债的资产负债率=(总负债-合同负债)/(总资产-合同负债)

公司净负债率在 2019 年前保持在一个稳定的低水平，随着公司扩张步伐的迈进与融资需求的加大，债务规模也有所扩大，2020 年公司净负债率经历了一个明显的爬升达到 94%；2021 年继续小有增长至 98.7%，基本与同业中值持平，仍然居于绿档，预期未来将保持相对稳定的态势。

**图 24：2020 年公司净负债率快速爬升，2021 年放缓**


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

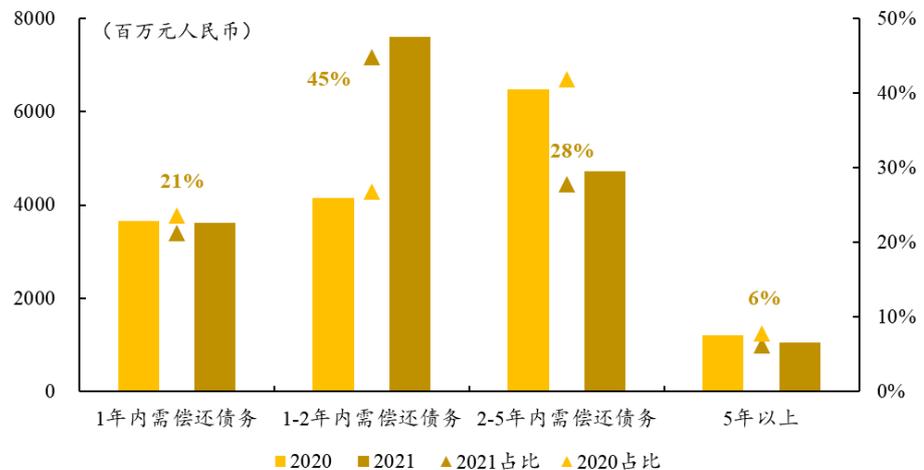
注：净负债率=净负债/所有者权益=（有息债务-现金）/所有者权益

**图 25：2021 年公司净负债率基本与同业持平**


资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

## 4.2 债务结构比较合理，具有一定的安全边际

2021 年，公司负债合计 453 亿元，同比上涨 49%；其中负债以流动负债为主，流动负债 308 亿元，占债务总规模的 68%；全年有息负债以中长期人民币银行借款为主，截至 2021 年年底共计 169.95 亿元人民币。公司有息负债中，一年内需偿还债务总额约为 36.2 亿元人民币，占全部带息负债的 24%；同时公司账龄在一年以内的贸易应付款项为 21 亿元，两者相加共计 57 亿元。目前公司现金余额为 77 亿元、扣除限制性现金的现金余额为 52.3 亿元人民币，覆盖 2022 年将到期的债务与应付款项存在一定压力。考虑到 2021 年公司实现合同销售 279 亿元人民币，扣除成本与相关费用，公司依然有较强的通过销售回款偿还债务的能力。总体来看，公司债务结构总体比较合理，有一定的安全边际。

**图 26：众安集团债务结构**


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

### 4.3 2021 年三费增长迅速、利润水平下滑，2022H1 明显改善

2021 年以前公司三费支出保持基本稳定，费用率多维持在 10% 左右。2021 年公司三费支出突增至 4.74 亿元人民币，费用率高达 28.6%，对 EBIT 与净利润有较大影响。鉴于此，公司 2021 年销售毛利率基本与 2020 年持平，维持在 30% 的水平，由于较大额的费用支出，直接导致公司净利润率仅为 0.78%、归母净利润率为 1.47%。三费中管理费用占比最大，2021 年达到 7.65 亿元人民币，费用率达到 15%。2022 上半年，公司费用管理效果明显，销售费用率与管理费用率分别回落至 3% 与 6%，利润水平开始提振，毛利率与 EBITDA 率分别提升至 34% 与 27%，明显高于 2021 年同期水平。

图 27：公司费用管控成效 2022H1 开始显现

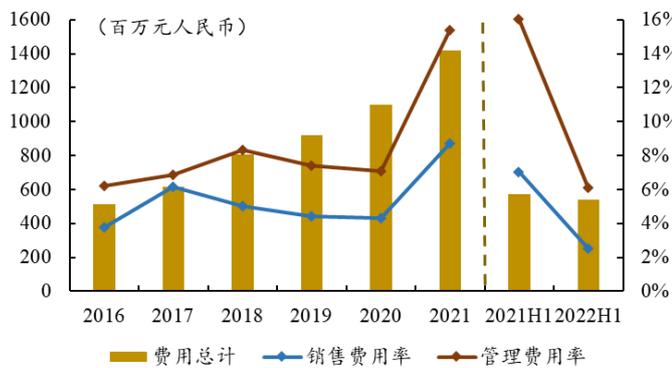
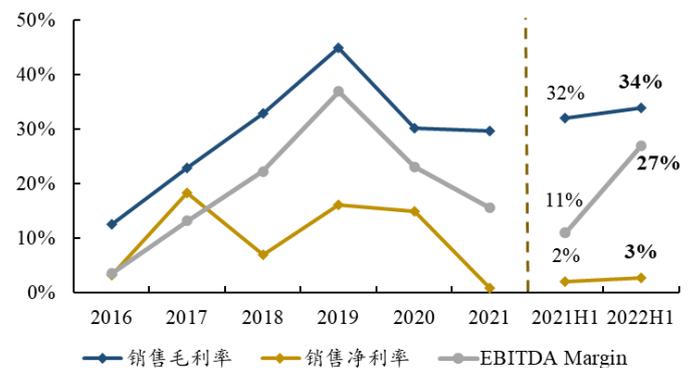


图 28：利润指标 2022H1 明显改善



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

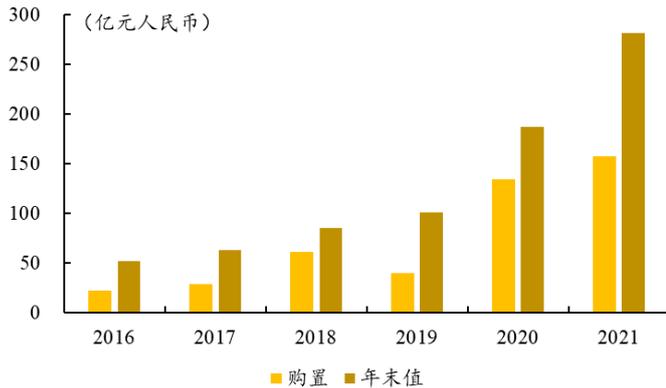
资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

### 4.4 逆势扩张，快速新增土储

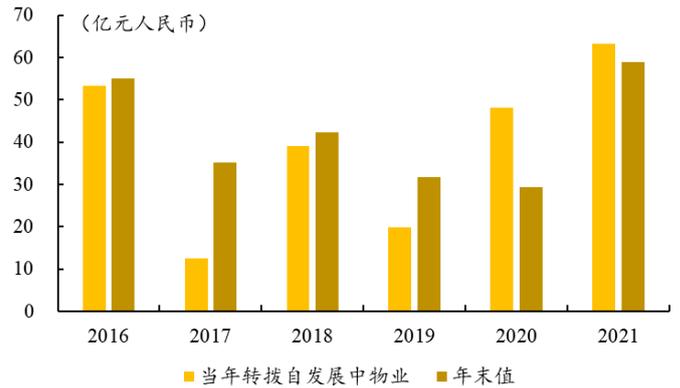
目前头部房企在拿地时依然保持谨慎。根据克尔瑞数据，销售额 TOP50 房企 4 月拿地总金额接近 1000 亿元，环比上涨 127%，但同比依旧下跌 69%。与此不同，公司近年则选择逆势扩张，2020 年公司新增土储面积 233 万平方米，同比增加 677%；2021 年公司新增项目 12 个，总建筑面积约 193 万平方米，总土地成本约 111 亿元；2022 年 1-4 月，公司在杭州首批集中供地拍卖中一举斩获 5 宗地块，总金额约 43 亿元人民币。

同时，公司在融资端也有所扩张和补给：2022 年 3 月，公司与中国农业银行股份有限公司浙江省分行签署《并购业务战略合作协议》。根据该协议，农业银行将授予公司合计约 70 亿元人民币的并购融资额度，重点支持公司在住宅、商业、物业和酒店等板块的并购和重组。目前，房地产企业违约仍在持续，行业风险仍有待出清，公司是少有获得并购贷的民营企业之一。

具体到报表端，我们选取公司“购置发展中物业”的财务指标作为公司业务扩张情况的观察依据，数据显示公司购置发展中物业的步伐自2020年起明显加快，当年购置发展中物业的支出约为134亿元人民币，同比增长240%；2021年购置金额进一步增长至157.6亿元人民币，同比增长17.5%；2017-2021年CAGR=52.9%，增长迅速；随之而来，公司的可供出售物业也快速增加。

**图 29：公司购置发展中物业力度不断加码**


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

**图 30：公司可供出售物业变化**


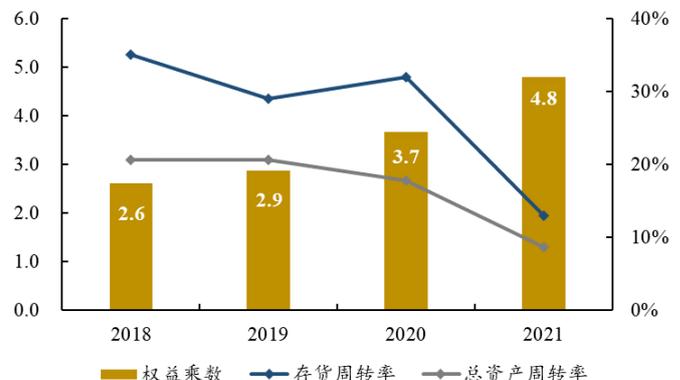
资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

#### 4.5 周转率水平下降，权益乘数有所上升

随着公司近年来一系列扩张行为（扩大土地购置、加快土地储备项目新建、加大融资力度等），公司权益杠杆水平自2018年来一直有所提升，2021年权益乘数达到4.8；同时，资产周转率及存货周转率均呈下降趋势且于2021年下降最为明显：2018年公司存货周转率为35%，至2021年公司存货周转率跌至13%，平均存货规模有所上升，周转率在同业中处于较低水平。受此影响，公司ROE也有一定程度的下降。随着公司销售进度的不断推进、财务政策更加稳健，预期未来存货周转率会有所上升、权益乘数稳中或有所回落。

**图 31：公司存货规模扩张、周转率有所下降**


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

**图 32：公司权益杠杆提升，存货和总资产周转率下降**


资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

## 5. 公司核心竞争力与战略

随着中国房地产行业进入全新周期，一家具有卓越理念与深厚护城河的房地产企业，更能够勇立潮头、顺应时代潮流。公司以“稳增长”为核心思路，采取短期审慎、长期乐观的观点策略，深耕长三角经济圈、充分利用公司在长三角地区的卓越品牌优势，以“杭派精工”的品质打造美好社区。同时，公司还将注重打造精品项目、全方面加强服务品质、努力向高质量发展转变，并致力于为居民创造高品质的城市生活，为广大投资者带来长远的投资回报。

综合全文分析，我们认为公司的核心竞争力在于：**强大的综合开发能力+丰富优质的土地储备+稳健的财务政策。**

公司**战略定位**为“众享美好生活方式的综合服务商”；**战略目标**为：稳健经营(资产负债率<70%，现金短贷比>1，净负债率<100% 全口径销售规模稳健增长)、共享成就(合伙人机制、利润导向激励)；**发展策略**为：投资、产品、运营、风控与组织五大方面，各辖5个具体目标与一系列基本举措。

总结来看，公司战略框架可总结为“**1个战略定位、2个战略目标、3个核心竞争力、5大发展策略、5个具体措施**”

图 33：众安集团战略框架与展望



资料来源：公司资料、国元证券经纪（香港）整理

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1 NAV 估值

公司目前房地产开发业务收入占总营收的 86%，其他多元业务包括投资物业、酒店经营、物业管理与商业地产等收入占比较小。考虑到公司当前的业务特点，基于审慎原则，我们对公司房地产开发业务采用 NAV 估值法来估算，并用相对估值法作为辅助，来计算公司的合理价值区间

**表 6：估值指标核心假设**

Risk free rate	1.50%
Market Return	3.43%
Beta	0.530
Risk premium	1.93%
Tax rate	25.0%
<b>Debt (Mn)</b>	
Long-term Debt	13,375.0
Short-term Debt	3,618.9
<i>Cost of Debt</i>	<b>6.09%</b>
<b>Equity (Mn)</b>	
Common share	1,203.9
Minority interest	0.0
<i>Total Equity</i>	1203.9
<i>Cost of Equity</i>	<b>2.52%</b>
D/(D+E)	93.38%
E/(D+E)	6.62%
Shares Outstanding (Mn)	5,636.0
<b>WACC</b>	<b>5.85%</b>

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

我们假设：根据杭州及长三角区域新房价格走势，预计公司未来三年（2022-2024）地产销售的合同签约均价相较于 2022H1 每年有 2% 左右的涨幅；根据公司现有的土储资源，考虑不同项目地段位置与公司规划，公司当前土储建面三至五年可全部售罄；WACC 取值 5.85%。

基于上述假设估算，公司地产开发业务 NAV 为 15.44 亿元人民币，对应每股 NAV 为 0.27 元人民币，0.31 港元（2023 年 1 月 19 日汇率）。相较于目前股价有 21.6% 的上行空间。

**表 7: 众安集团 NAV 估值**

NPV of Land-Bank	(CNY in Mn)	(CNY/shr)	(HKD/shr)
Hangzhou	6519.1	1.2	1.3
Zhejiang(Exclude Hangzhou)	5569.0	1.0	1.1
Anhui	240.4	0.0	0.0
Jiangsu	140.4	0.0	0.0
Shandong	273.6	0.0	0.1
Other	563.1	0.1	0.1
<b>Gross Asset Value</b>	<b>13305.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>
Net Debt	(11761.2)	(2.1)	(2.4)
<b>Net Asset Value</b>	<b>1544.5</b>	<b>0.27</b>	<b>0.31</b>

资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

## 6.2 相对估值

2021 港股地产公司 PE 平均值为 4.5 倍, 同期众安集团 PE 为 17.1 倍, 高于行业平均水平; 2022 年港股地产公司平均动态 PE 平均值为 5.1 倍, 同期众安集团为 7.8 倍, 略高于行业平均。预计众安集团对应每股价值为 0.33 港元, 较当前股价有 29.4% 的上涨空间。

**表 8: 行业可比公司**

代码	名称	收盘价 (港元)	净利润(百万港元)			EPS(港元)			PE		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
0688.HK	中国海外发展	21.900	46,493	45,358	47,466	4.250	4.140	4.350	5.2	5.3	5.0
1109.HK	华润置地	39.300	37,515	38,493	42,390	4.120	5.400	5.940	9.5	7.3	6.6
2007.HK	碧桂园	2.970	31,027	17,088	16,886	1.400	0.620	0.610	2.1	4.8	4.9
0960.HK	龙湖集团	26.600	27,619	30,286	33,383	4.620	4.780	5.260	5.8	5.6	5.1
2202.HK	万科企业	16.080	22,524	24,378	26,087	2.250	2.430	2.600	7.1	6.6	6.2
3380.HK	龙光集团	1.370	9,817			2.100			0.7		
1030.HK	新城发展	3.130	9,947	8,312	5,920	1.600	1.180	0.840	2.0	2.7	3.7
0884.HK	旭辉控股集团	1.170	8,815	6,326	6,273	1.050	0.610	0.600	1.1	1.9	2.0
3383.HK	雅居乐集团	2.520	7,771			2.000			1.3		
0817.HK	中国金茂	1.850	5,430	6,276	7,554	0.430	0.470	0.570	4.3	3.9	3.2
3900.HK	绿城中国	12.020	3,769	5,841	7,480	1.510	2.310	2.950	8.0	5.2	4.1
3990.HK	美的置业	12.660	4,334	3,443	3,434	3.520	2.540	2.530	3.6	5.0	5.0
0123.HK	越秀地产	11.340	4,155	4,635	5,198	1.340	1.500	1.680	8.5	7.6	6.8
	平均								4.5	5.1	4.8
<b>0672.HK</b>	<b>众安集团</b>	<b>0.255</b>	<b>44</b>	<b>184</b>	<b>238</b>	<b>0.015</b>	<b>0.033</b>	<b>0.042</b>	<b>17.1</b>	<b>7.8</b>	<b>6.0</b>

资料来源: Wind, 国元证券经纪(香港)整理

## 7. 风险提示

1. **政策风险：**“一城一策”落地的节奏、范围、力度存在不确定；房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度存在不确定性；房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。
2. **行业风险：**调控政策松动力度可能不及预期。行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求与未来现金流有一定透支，叠加疫情冲击，行业销售、新开工建设、投资增速或低于预期。
3. **自身风险：**不排除公司竣工进度、结算节奏低于预期的风险；不排除公司销售进度不达预期导致结算收入不及预期，从而导致公司估值下降的风险。

**财务报表摘要**

	损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月)					财务分析					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>收入</b>	7439	4969	10477	17588	21340	<b>盈利能力</b>					
毛利	2245	1476	3464	5509	7794	毛利率 (%)	30.2%	29.7%	33.1%	31.3%	36.5%
其他业务收入	163	310	314	528	640	EBITDA 利率 (%)	23.2%	15.6%	28.2%	24.0%	24.0%
销售及分销成本	(322)	(432)	(314)	(704)	(1707)	净利率 (%)	14.9%	0.8%	1.5%	1.2%	2.3%
行政开支	(525)	(765)	(629)	(1231)	(1707)	<b>营运表现</b>					
<b>经营利润</b>	<b>1560</b>	<b>590</b>	<b>2835</b>	<b>4102</b>	<b>5020</b>	SG&A/收入 (%)	11.4%	24.1%	9.0%	11.0%	16.0%
财务费用	(250)	(225)	(273)	(357)	(449)	实际税率 (%)	33.8%	83.0%	92.4%	93.1%	86.5%
<b>税前盈利</b>	<b>1678</b>	<b>226</b>	<b>2118</b>	<b>2999</b>	<b>3665</b>	应付账款天数	103.1	219.7	114.9	70.0	65.6
所得税	(567)	(187)	(1957)	(2793)	(3169)	应收账款天数	4.2	8.3	8.3	8.3	8.3
<b>净利润</b>	<b>1111</b>	<b>39</b>	<b>160</b>	<b>207</b>	<b>496</b>	ROA	2.7%	0.1%	0.2%	0.3%	0.7%
折旧及摊销	163	183	116	112	109	ROE	9.7%	0.3%	1.3%	1.7%	3.9%
<b>EBITDA</b>	<b>1723</b>	<b>773</b>	<b>2951</b>	<b>4214</b>	<b>5129</b>	<b>财务状况</b>					
总收入 (%)	19.9%	-33.2%	110.9%	67.9%	21.3%	净负债/股本	2.2	3.4	4.2	4.5	4.2
EBITDA (%)	NA	-55.1%	281.8%	42.8%	21.7%	收入/总资产	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
每股收益 (%)	32.7%	-91.1%	250.1%	-19.4%	139.7%	总资产/股本	3.7	4.8	5.7	6.3	5.7
<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
现金	4,793	5,233	5,772	8,859	5,732	<b>EBITDA</b>	<b>1,723</b>	<b>773</b>	<b>2,951</b>	<b>4,214</b>	<b>5,129</b>
应收账款	85	113	239	401	487	折旧与摊销	163	183	116	112	109
发展中物业	17,287	25,649	32,772	35,902	33,704	营运资金变化	-6,935	-10,731	-8,909	-2,186	2,886
其他流动资产	7,289	12,414	15,661	16,551	17,148	其他	-736	10,206	9,113	5,086	-6,015
<b>总流动资产</b>	<b>29,453</b>	<b>43,409</b>	<b>54,444</b>	<b>61,713</b>	<b>57,071</b>	<b>经营性现金流</b>	<b>-6,681</b>	<b>-269</b>	<b>577</b>	<b>3,218</b>	<b>-2,524</b>
固定资产	2,607	2,524	2,549	2,606	2,698	资本开支	105	202	228	259	296
无形资产	33	31	29	27	26	其他投资活动	-109	-1,512	-1,678	-1,845	-1,661
其他非流动资产	9,727	11,276	12,198	12,724	12,776	<b>投资性现金流</b>	<b>-5</b>	<b>-1,310</b>	<b>-1,450</b>	<b>-1,587</b>	<b>-1,365</b>
<b>总资产</b>	<b>41,820</b>	<b>57,240</b>	<b>69,221</b>	<b>77,071</b>	<b>72,571</b>	借贷所得款项	10,721	10,603	-	-	-
应付账款	1,487	2,132	2,238	2,350	2,468	偿还借贷	-2,481	-9,143	-	-	-
短期银行贷款	3,653	3,619	3,800	3,990	4,189	付股权持有人股息	-104	-	-	-	-
其他短期负债	7,984	8,711	9,092	9,492	9,175	其他融资活动	246	563	563	563	563
<b>总短期负债</b>	<b>13,125</b>	<b>14,461</b>	<b>15,130</b>	<b>15,832</b>	<b>15,832</b>	<b>融资性现金流</b>	<b>8,364</b>	<b>2,023</b>	<b>1,413</b>	<b>1,455</b>	<b>762</b>
长期银行贷款	11,840	13,375	14,044	14,746	14,746	<b>现金变化</b>	<b>1,660</b>	<b>440</b>	<b>539</b>	<b>3,087</b>	<b>-3,127</b>
其他负债	5,441	17,474	27,957	34,195	29,199	期初持有现金	3,133	4,793	5,233	5,772	8,859
<b>总负债</b>	<b>30,406</b>	<b>45,310</b>	<b>57,131</b>	<b>64,774</b>	<b>59,777</b>	期末持有现金	4,793	5,233	5,772	8,859	5,732
少数股东权益	2,286	2,685	2,589	2,589	2,589						
<b>股东权益</b>	<b>11,414</b>	<b>11,930</b>	<b>12,090</b>	<b>12,297</b>	<b>12,793</b>						
负债及权益	41,820	57,240	69,221	77,071	72,571						

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电 话：(852) 3769 6888  
传 真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>