

众安房产 (672)

行业：房地产开发

加快开发周期释放土地价值

众安房产(672)成立于1997年,于2007年11月上市,是浙江省第二家在港主板上市的房产企业。截至2016年底,集团总土地储备593万平方米,平均收购成本仅1,183元/平方米,低土地成本令公司出现庞大净资产折让。去年引入新股东后公司加快开发周期,推动销售增长以释放土地价值。而且,公司将利用资本平台降低利息开支以改善利润及降低净资产折让水平。

加快项目发展释放价值。虽然2016年销售收入同比录得74%收入增长,但相比其资产净值仍属偏低。公司于2016年引入新股东及投资者后,积极改变营运方向,加快推动项目以增加合约销售收入及释放价值,收窄净资产折让水平。以2016年底约593万平方米的土地储备计算,未来2-3年公司开发项目建筑面积将接近去年底土地储备一半,预期众安今、明两年的合约销售将有较显著升幅至71亿人民币及99亿人民币,有助众安获取资金并寻求于江苏、广东及海南等地发展。

新项目提升毛利率。截至2016年底,众安持有593万土地储备,主要集中于浙江地区包括杭州及宁波,以及安徽地区包括合肥及淮北。由于集团早年已累积土地储备,因此土地成本相当低,于大杭州的平均土地成本只有1,171人民币/平方米;浙江(除杭州外)为2,326人民币/平方米;安徽则是177人民币/平方米。整体楼面地价平均成本只有1,183人民币/平方米。今年交付的朝阳8号以及明年交付的西溪项目、白马御府及学君里等都是享有较高毛利的项目。因此预期今年的毛利率会由2016年的12.5%大幅提高至今年的20%。

融资计划加快扩张。众安去年底债务为53亿人民币,净债务权益比率为66%,跟本港上市的内房股相比属偏低水平。整体利率水平约6.5%至7%。为降低利息负担及增加利润,公司正考虑不同的集资方案,包括增加低息的日圆贷款等,压低整体利率水平及支持扩张。另一方面,众安于2014年分拆中国新城市(1321)上市,后者的定位为商业地产,主要项目为钱江世纪城的杭州国际办公中心(IOC)项目。分析中国新城市能释放IOC项目的价值,而且也能为集团提供了新的融资渠道。随加快项目发展及加强利用资本平台,预期公司或会恢复派息回馈股东。

(百万人民币)	15财年	16财年	17财年 预测	18财年 预测	19财年 预测
收入	2,883	5,007	7,144	9,908	12,187
毛利	457	625	1,429	2,378	3,047
经营利润	219	137	732	1,186	1,582
税前利润	1,009	249	531	870	1,232
报告利润	421	125	251	404	591
市盈率(x)	4.1	11.4	28.1	17.5	11.9
市账率(x)	0.3	0.2	0.9	0.7	0.6
资产回报率(%)	1.9	0.6	1.2	1.6	2.3
股本回报率(%)	6.6	1.9	3.0	4.2	5.3
净债务股本比(%)	74.0	66.1	65.6	43.4	30.0

来源：众安房产、中投证券(香港)

分析师

黄健星

(852) 3983 0873

allenwong@china-invs.hk

何瑞颖

(852) 3983 0872

Ingridhe@china-invs.hk

目标价与评级

当前股价	\$2.5
评级	无评级

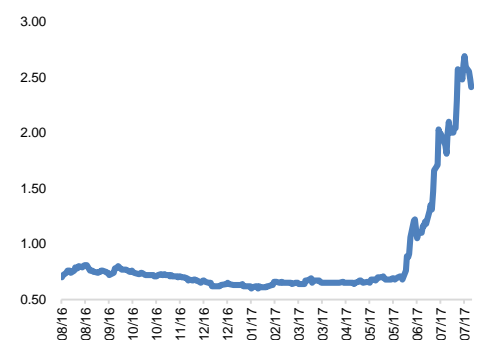
公司简介

從事物業開發、租賃及酒店營運

基本数据

总股本(百万股)	2,918
总市值(百万港元)	7,296
3个月平均成交(百万港元)	22.6
52周股价波幅	0.59 - 2.74
主要股东	施侃成 (55.99%)

股价表现



目录

投资亮点	3
加快开发周期释放价值.....	3
新项目提升毛利率	4
利用资本平台支持扩张.....	5
限购影响持续性较短 房地产销售业绩整体受压不大.....	6
同业比较	7
公司背景	7
公司概况	7
开发与投资.....	8
主要项目	8
管理层背景及股权变化.....	12
财务数据	14

投资亮点

加快开发周期释放价值

众安房产早于 2007 年已在本港上市，过去一直选择发展二线城市副城中心包括杭州及合肥，以及三四线城市包括余姚及淮北。由于于早前已深入这些城市，因此于当地持有不少低成本、优质的土地储备。但过去几年发展速度较缓慢，未有释放土地重置价值，令公司的股价及估值都低迷，净资产折让超过 65%。

公司于 2015 及 2016 年的销售收入分别为 28.8 亿人民币及 50 亿人民币，虽然 2016 年同比录得 74% 收入增长，但相比其资产净产仍属偏低。由于过去几年随城镇化加深发展，土地价值持续上升，因此令公司录得较大的公允价值收益，反映其土地储备价值。公司于 2016 年引入新股东及投资者后，积极改变营运方向，加快推动项目以增加合约销售收入及释放价值，收窄净资产折让水平。

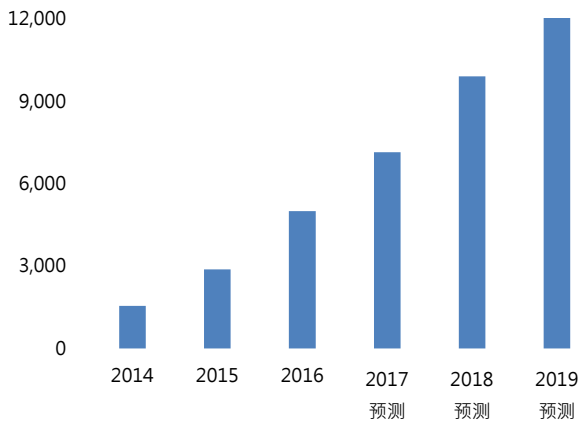
今年发售的主要项目包括位于萧山的朝阳 8 号、余杭的理想湾及学君里等。以 2016 年底约 593 万平方米的土地储备计算，未来 2-3 开发项目建筑面积将接近去年底土地储备一半，加速开发周期及推动集团进一步扩张。预期众安今、明两年的合约销售将有较显著升幅至 71 亿人民币及 99 亿人民币，有助众安获取资金并寻求于江苏、广东及海南等地发展。

图表 1：发展项目及应占建筑面积

	总建筑面积 (平方米)	项目权益 (%)	项目名称
浙江地区			
国际办公中心A2&A1	470,000	73%	持作未来开发
理想湾	340,156	46%	待售
朝阳8号	199,224	90%	待售
学君里	195,293	90%	待售
白马山庄	119,825	90%	待售
蒋村地块	59,555	73%	待售
千岛湖酒店	46,691	73%	2017年竣工
白马御府	32,600	90%	待售
杭州			
众安山水苑	395,745	90%	待售
时代广场一期商场	112,000	66%	2017年开业
翡翠珑湾	72,988	93%	待售
时代广场一期酒店式公寓	55,000	66%	待售
安徽地区			
绿色港湾	668,500	84%	持作未来开发
合肥			
温哥华城	550,269	100%	持作未来开发
淮北酒店		73%	2017年竣工

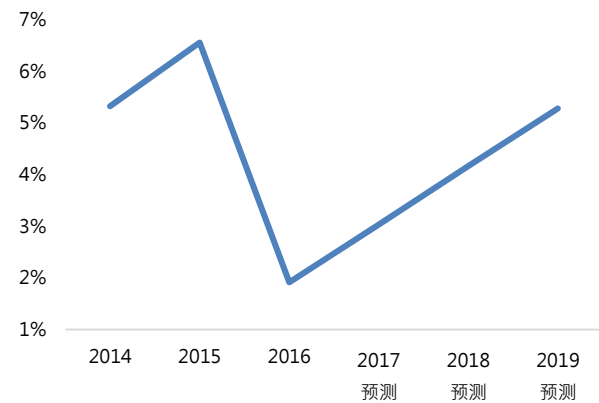
来源：众安房产、中投证券(香港)

图表 2：销售收入



来源: 众安房产、中投证券(香港)

图表 3：股本回报率

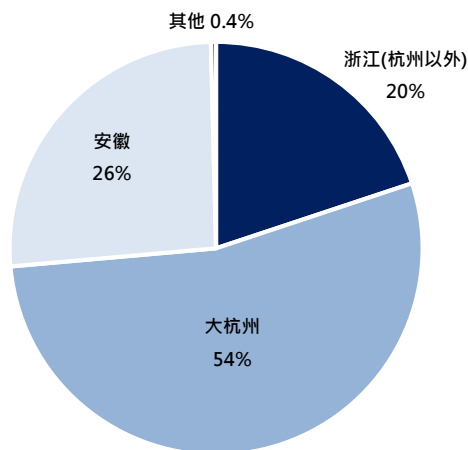


来源: 众安房产、中投证券(香港)

新项目提升毛利率

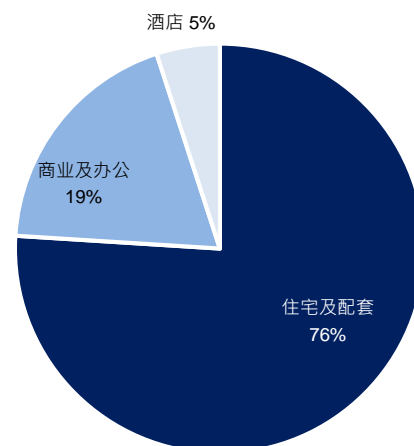
截至 2016 年底，众安持有 593 万土地储备，主要集中于浙江地区包括杭州及宁波，以及安徽地区包括合肥及淮北。由于集团早年已累积土地储备，因此土地成本相当低，于大杭州的平均土地成本只有 1,171 人民币/平方米；浙江(除杭州外)为 2,326 人民币/平方米；安徽则是 177 人民币/平方米。整体楼面地价平均成本只有 1,183 人民币/平方米。

图表 4：土地储备分布 (2016 年底)



来源: 众安房产、中投证券(香港)

图表 5：土地储备按规划分布 (2016 年底)



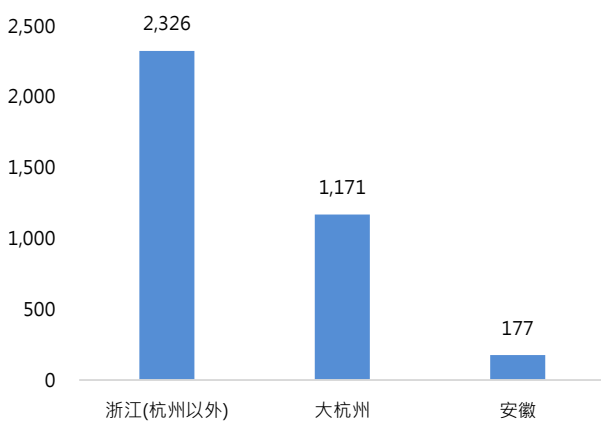
来源: 众安房产、中投证券(香港)

众安有近 3 成土地储备属于钱江世纪城项目。该项目位于杭州市钱塘江南岸的萧山区，杭州的中央商务区及新城区，规划总用地为 22.27 平方公里，规划人口 16 万人，建设成金融商贸、科技信息、会议展览及休闲体育等商务区。目前萧山区的新房价普遍在 25,000 人民币/平方米以上，由于众安于该区的土地成本偏低，而且占整体土地储备高，所以预期能带动公司整体的毛利率上升。

除此之外，众安房产的土地储备中有 9% 位于杭州市北部余杭区。2010 年初开始，于浙江省委组织部推动下于余杭区建设第三批国家级海外高层次人才创新园，即海创园或未来科技城。该园面积 113 平方公里，毗邻西溪国家湿地公园和浙江大学，聚集电子信息产业、生物医药研发、新能源新材料研发、装备制造研发、软件与创意设计、金融中介等企业。已落户的大型企业包括阿里巴巴淘宝城及中移动 4G 研究院等。目前未来科技城的新房价格普遍是 15,000 至 17,000 人民币/平方米，远高于众安的土地成本。

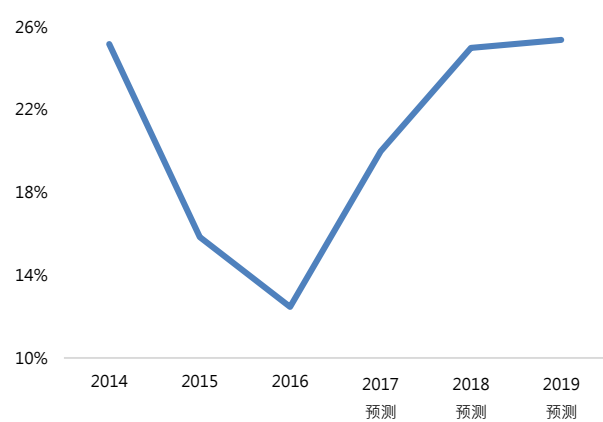
今年交付的朝阳 8 号以及明年交付的西溪项目、白马御府及学君里等都是享有较高毛利的项目。因此预期今年的毛利率会由 2016 年的 12.5% 大幅提高至今年的 20%。

图表 6：土地成本(人民币/平方米)



来源：众安房产、中投证券(香港)

图表 7：毛利率



来源：众安房产、中投证券(香港)

利用资本平台支持扩张

众安去年底债务为 53 亿人民币，净债务权益比率为 66%，跟本港上市的内房股相比属偏低水平。所有债务中以人民币为主，占 93%；其次为美元占 5.7%；其余为港元及加拿大元。借款中 40% 于 1 年内到期；2 年内到期的占 27%。利率以浮息为主占 83%，实际年利率介乎 2.11% 至 12%；其余 17% 借款为固定利率计息，整体利率水平约 6.5% 至 7%。为降低利息负担及增加利润，公司正考虑不同的集资方案，包括增加低息的日圆贷款等，压低整体利率水平，以及增加新的融资渠道加快发展。

另一方面，众安亦会利用资本市场释放价值。公司于 2014 年 7 月分析中国新城市(1321) 上市，后者的定位为商业地产，营运包括商业物业、酒店、养老地产及旅游等项目。众安持有中国新城市 68.79% 股权，后者去年底的土地储备 290 万平方米，其中 182 万平方米为钱江世纪城的杭州国际办公中心(IOC) 项目。项目中销售的酒店式公寓为公司多个地产项目中单价及利润率最高的单一项目，分析中国新城市能释放 IOC 项目的价值，而月也为集团提供了新的融资渠道。由于项目开发周期慢延长资金回笼时间，众安过去 3 年未有派发任何股息。随加快项目发展及加强利用资本平台，预期公司或会恢复派息回馈股东。

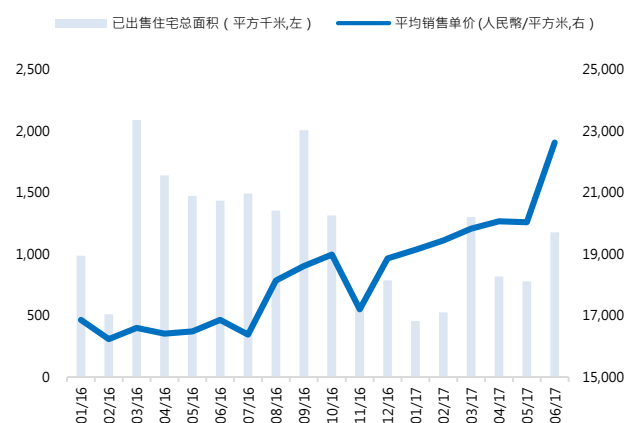
限购影响持续性较短 房地产销售业绩整体受压不大

杭州市 2016 年 11 月出台市区范围内住房限购政策，规定于市区范围内购房需提供自购房之日起 2 年内在本市缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险证明，并规定本市家庭不限购，唯停止发放第 3 套住房贷款。此次限购政策出台后，杭州市住宅地产销售均价及销售面积均应声下跌（2016 年 11 月杭州市房地产销售均价为 17208 元/平方米，环比下跌 9.35%；同月销售面积为 569.26 平方千米，环比下跌 56.65%）。但值得注意的是，此次限购影响时效性较短，销售均价在一个月后即回升至限购前水平，并于之后一直保持增长态势，至今年 6 月已突破 22000 元/平方米，乃自 16 年以来最高；而出售面积于低位徘徊 4 个月受今年 3 月限购范围扩大政策的刺激反而明显上涨，之后两月虽有受压但已呈现恢复态势。

限购政策对公司另一主要市场宁波的影响更为有限。政策规定宁波市户籍居民家庭限购 2 套房，非本市户口需缴纳 12 个月以上个税或社保并限购 1 套，且首套房最低首付款比例由 20% 调整为 30%，二套房最低首付款比例由 30% 调整为 40%，首套房最高公积金贷款额度下调至 80 万元/户，二套房及其他住房公积金个人贷款额度下调至 60 万元/户。政策出台后，宁波市房屋销售均价于今年 2、4、5 月出现下跌（环比跌幅分别约为 4%、2% 及 11%），但总体保持上升态势，至今年 6 月已录得 16 年以来最高均价 18938 元/平方米；出售面积于今年 1 月显著下跌（17 年 1 月出售面积为 233.51 平方千米，环比下跌 78.18%）后回升，并于 3 月即恢复限购前平均水平。

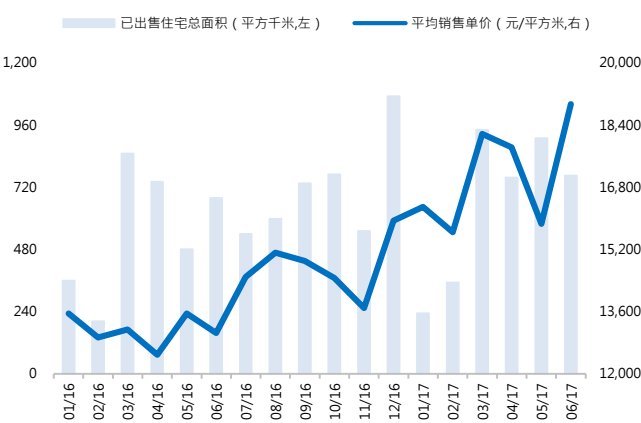
总体而言，各市限购政策对公司主要市场房价及销售情况虽有影响，但影响持续性较短，且部分限购政策甚至会于短期内刺激销售上涨，因此对公司业绩影响较小。

图表 8：2016-2017 杭州市房地产销售均价及面积



来源：彭博、中投证券(香港)

图表 9：2016-2017 宁波市房地产销售均价及面积



来源：彭博、中投证券(香港)

同业比较

名称	代号	股价	往绩			3个月成交 (百万港元)	收入	毛利 (百万人民币)	净利润	净利润率 (%)	股本回报率 (%)	股息率 (%)	净负债比率 (%)	过去30天 股价变动 (%)
			市值 (百万港元)	市盈率 (x)	市账率 (x)									
众安房产	672	2.0	5,837	11.4	0.2	17.0	5,007	625	137	2.7	1.9	-	49.6	81.8
中国新城市	1321	2.1	3,914	21.5	0.6	4.3	858	325	147	17.1	2.9	-	51.7	48.3
中国恒大	3333	20.5	267,765	47.3	5.4	971.4	211,444	59,422	5,091	2.4	10.7	-	173.0	45.9
碧桂园	2007	10.4	221,516	17.1	2.8	375.6	153,087	32,236	11,517	7.5	17.0	1.9	54.2	14.7
龙湖地产	960	19.0	111,984	10.4	1.5	111.5	54,799	15,935	9,153	16.7	15.7	2.8	54.1	13.5
融创中国	1918	19.6	76,501	24.1	2.8	591.2	35,343	4,848	2,478	7.0	11.7	1.5	171.9	20.1
雅居乐集团	3383	9.1	35,567	13.3	0.9	111.7	46,679	12,366	2,284	4.9	6.6	2.2	71.5	27.0
旭辉控股集团	884	4.2	28,572	8.6	1.6	74.0	22,224	5,646	2,808	12.6	20.2	4.1	50.4	20.7
绿城中国	3900	10.4	22,509	10.1	0.8	59.1	28,976	6,022	1,917	6.6	7.9	1.3	64.0	20.9
新城发展控股	1030	3.3	18,445	11.3	1.7	49.7	28,232	6,607	1,384	4.9	15.9	1.7	100.9	9.4
宝龙地产	1238	3.6	14,190	4.9	0.5	13.4	14,296	4,778	2,465	17.2	11.4	4.5	81.9	5.7
时代地产	1233	6.4	11,076	4.8	1.0	22.6	16,206	4,250	1,955	12.1	24.1	5.7	73.4	30.3
绿景中国地产	95	2.2	10,326	12.4	3.1	8.2	5,366	2,684	938	17.5	-	2.3	99.9	-11.6
力高地产	1622	2.9	10,193	26.7	3.1	19.0	5,270	1,085	434	8.2	16.3	-	36.1	-8.6
中国奥园	3883	3.3	8,923	8.9	0.9	25.5	11,827	3,277	881	7.4	10.3	3.3	62.2	42.1
阳光100	2608	3.2	7,576	34.3	1.0	1.2	6,965	1,084	195	2.8	3.1	-	290.1	10.0
恒盛地产控股	845	0.9	6,780	-	0.7	3.3	2,573	-1,319	-4,021	-156.3	-38.2	-	310.6	2.4
花样年控股	1777	1.1	6,453	6.9	0.5	4.9	10,921	3,528	806	7.4	7.5	4.5	96.0	-0.9
建业地产	832	2.5	6,032	12.9	0.8	5.6	9,495	2,293	403	4.2	6.1	-	63.9	39.5
上置集团	1207	0.2	3,702	-	0.5	1.0	3,932	698	271	6.9	3.5	-	70.9	0.0
朗诗绿色地产	106	0.7	2,899	4.2	1.0	0.9	4,845	759	595	12.3	28.2	5.5	108.8	15.6

公司背景

公司概况

众安房产(672)成立于1997年,起步于萧山,发展在杭州,腾飞在长三角。在成立后近二十年的房地产发展历程中,集团以浙江本土市场为核心,率先进入合肥、淮北、苏州等长三角地区主要城市,并在当地建立了稳固的品牌优势,尤其专注于技术创新、结构完整、环境和景观效果。为使业务营运和收入来源更为多元化,集团在致力于打造住宅开发的同时加快转型,开发及持有商用物业作长线投资,形成商业地产、健康产业、文化产业、旅游产业、社区服务业等多元化产业格局。

截至2016年底,集团总土地储备593万平方米,平均收购成本1,183元/平方米。同年,集团营收超人民币50亿元,总资产逾200亿元,公司持有总现金约14.4亿元,净负债比率49.6%。营运方面,集团已建成项目面积达600万平方米,交付10余万户业主,物业服务面积达800万平方米,在职员工逾3000人。

集团于2007年11月13日在香港联合交易所有限公司主板上市,是浙江省第二家在香港主板上市的房产企业。2014年7月10日,集团分拆旗下商业板块—中国新城市商业发展有限公司(1321.HK)—于香港主板上市,中国新城市在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,凭借独特的模式与先进的运营理念,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。

开发与投资

开发策略 – 两平两快，高周转开发

集团以平价拿地、平价销售为主要开发策略，以产品快速开发、快速销售为目的，加快资金周转，坚持普通住宅项目从拿地到开工不超过 3 个月，拿地后 6-8 个月开盘，拿地第 8 个月实现现金流平衡，拿地 12 个月实现经营现金流回正。

投资策略

集团跟随政策引导，立足长三角，聚焦包括长三角、珠三角、长江中游、京津冀及成渝在内的重点城市群，积极布局、参与城市建设。同时集团着眼于城市核心区域，通过先期进入进行投资、开发和基础设施建设，带动、引导城市核心区域发展。此外，集团坚持以前瞻的眼光和国际化的视野积极在海外拓展项目，海外市场未来将成为集团的重点产业布局领域。目前，集团已在加拿大、日本等地设立海外公司并开发项目。

图表 10：主要投资物业

项目名称	位置	建筑面积 (平方米)	进度	开业时间
1 杭州·恒隆广场	萧山区中心	约105,599	营运	2007
2 杭州·隐龙湾商场	萧山湘湖新城	约24,328	营运	2013
3 杭州·国际办公中心A3	萧山钱江世纪城	约152,405	竣工	2016
4 宁波·众安时代广场	余姚市核心区	约132,885	在建	2017
5 宁波·龙山商业项目	慈溪龙山新城	约83,320	规划	-
6 杭州·国际办公中心A1&A2	萧山钱江世纪城	约262,500	规划	-

来源：众安房产、中投证券(香港)

主要项目

住宅开发

众安房产开发的住宅项目主要包括三个产品系列 – 朝阳系列、理想系列和翡翠系列。朝阳系列寓意源于阳光，采用新古典表现手法来体现建筑特色，代表产品包括白马御府、朝阳 8 号及龙山二期等。其中白马御府及朝阳 8 号均位于杭州萧山，前者楼面地价 4,107 元/平方米、项目总建筑面积 68,345 平方米、预计 2018 年竣工；后者楼面地价 3,696 元/平方米、项目总建筑面积 199,224 平方米，已于今年 5 月底交付入伙。

理想系列寓意源于草原别墅，希望给人以开阔、恬静之感，代表产品包括国泰花园、理想湾、白马山庄等。其中国泰花园及白马山庄已分别于 2005 及 2015 年建成完工，唯位于杭州余杭的理想湾为建设中的项目，该项目楼面地价 1,548 元/平方米，项目总建筑面积 538,856 平方米，竣工待售面积约 340,156 平方米。

翡翠系列余元源于传承，给人以文化气息，代表作为翡翠龙湾二期，该项目位于浙江省宁波市下辖县级市余姚，为纯低密度排屋，楼面地价 3,804 元/平方米、项目总建筑面积 292,807 平方米、开发中面积 72,988 平方米。

图表 11：2016 及 2017 年主要推售项目

项目名称	地区	产品
2016年推售项目		
白马山庄	杭州余杭	高层公寓、低密度住宅
理想湾	杭州临平	高层公寓、低密度住宅
朝阳八号	杭州萧山	高层公寓
景海湾	杭州萧山	高层公寓、低密度住宅、商铺
嘉润公馆	杭州萧山	酒店式公寓
白马御府	杭州萧山	高层公寓
学君里	杭州余杭	高层公寓
悦龙湾	宁波余姚	低密度住宅
翡翠珑湾	宁波余姚	高层公寓、低密度住宅
时代广场	宁波余姚	高层公寓、写字楼
山水苑	宁波慈溪	高层公寓
绿色港湾	安徽合肥	多层公寓、低密度住宅
2017年推售项目		
朝阳八号	杭州萧山	高层公寓、商业
白马御府	杭州萧山	多层公寓、排屋
学君里	杭州余杭	高层公寓、商铺
时代广场	宁波余姚	SOHO
翡翠珑湾	宁波余姚	排屋
山水苑	宁波慈溪	高层公寓、商业
温哥华城	安徽淮北	公寓

来源：众安房产、中投证券(香港)

商业地产

集团旗下中国新城市拥有专业商业管理团队，通过进行商业项目招商、商业经营管理、商业物业管理等服务，形成了招商、企划、管理全程一体的经营管理模式。集团运营的首个城市综合体-杭州恒隆广场-于 2007 年开幕，同时集团于杭州、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。另外集团携手银泰共同打造的余姚众安银泰城预计将于今年底开业运营。

集团于杭州钱江世纪城“钱塘江金融港湾”拥有 IOC 国际办公中心项目，项目规划有高达 331 米的写字楼，建成后或将成为浙江省第一高楼及地标建筑。IOC 项目共获三区地块，楼面地价 269 元/平方米，占地面积 92,610 平方米，总建筑面积 798,795 平方米。其中 A3 地块已于 2014 年竣工，共有四栋高层主要作服务式公寓出售（建筑面积合约 20 万平方米），以及三栋底层裙楼作出租用。截至 2016 年底，该项目共确认销售面积 8.6 万平方米，销售金额逾 12 亿人民币。

图表 12：IOC 国际办公中心

项目分部	物业种类	占地面积 (平方米)	总建筑面积 (平方米)	楼面地价 (元/平方米)	开发情况
国际办公中心 (A3地块)	商业综合体	39,060	327,996	269	已竣工
国际办公中心 (A2地块)	商业综合体	28,017	105,390	269	2017年动工
国际办公中心 (A1地块)	商业综合体	25,533	365,409	269	持作未来开发
总计	-	92,610	798,795	-	-

来源：众安房产、中投证券(香港)

此外，集团亦规划有位于杭州西湖区蒋村新村的西溪湿地项目，及位于千岛湖、淮北和余姚的柏瑞特酒店项目。

健康产业

浙江众安健康产业发展有限公司，隶属中国新城市，致力于打造集健康产业投资管理、高端医疗、健康养老、健康信息、医疗咨询管理服务、健康产业基金等于一体，医养、投资相结合的健康产业全链条。公司力争通过 3-5 年努力打造，基本完成健康小镇范围内的市政基础设施和健康产业项目建设，重点发展高端术后康养、高端养老、生命科学、亚健康干预、中医门诊、西医门诊等健康服务产业，初步形成智慧化健康小镇，形成完善的健康产业链。

图表 13：医疗健康产业项目

项目名称	合作方	目前进度
隐龙湾健康小镇	-	全面启动
浙江求是眼科医院	-	完成注册和选址，目前正积极筹备中
三墩白马尊邸社区门诊部	浙江省医疗健康集团（寓健健康）	达成合作
山水苑养老项目	新加坡优护集团	已落地筹建
综合医院建设、优质医疗项目 并购及尖端医疗领域研发	树兰医疗	签订合作协议

来源：众安房产、中投证券(香港)

文化产业

众安影业隶属于中国新城市商业发展有限公司，注册资金一亿元，是涉及影城投资运营管理、电影发行与放映、影视作品投资制作等影视相关领域的多元化全产业链综合型影业公司。公司在产业链上游致力于培养青年导演及演员，投资发行国内外优质影片；在产业链终端着力打造全新影视城经营模式“电影+Mall”，并与 I-MAX 合作汇聚顶尖影视技术与管理，以求更加适合市场需求，力争成为未来电影终端市场新锐力量。公司采用连锁形式，围绕“北上广深”、浙江、江苏等地区进行全国覆盖。

图表 14：影视产业项目

项目名称	影院总面积（平方米）	规划影厅数量（个）	预计座位数（个）
浙江宁波余姚时代广场	4,000	8（含巨幕/IMAX）	1,232
云南昆明湘鸭湖购物中心	3,800	7（含巨幕）	996
广东佛山鄱阳城众创小镇	4,000	10（含巨幕）	1,500
苏州路劲项目	3,700	8（含巨幕/IMAX）	1,200
宁波路劲项目	3,500	7（含巨幕/IMAX）	1,100
预计到今年底，影院签约数量达10家以上			

来源：众安房产、中投证券(香港)

旅游产业

众安旅游产业专注于中国民宿旅游链的建设和发展，拥有自家单体精品民宿品牌“三顾”和集群式民宿品牌“又一邨理想国”，以及线上民宿预定平台“众家乐民宿旅游网(www.zjlchina.com)”。旅游产业以“旅游+互联网+金融”的经营模式快速布局，以“住在古道上·行在山水间·食在田野间·乐在天地间”的情怀打造民宿，实现线上下、国内外及城市乡村三结合的产业链。集团现有自营民宿2家，并联系地方政府打造大型乡村旅游基地，同时旅游产业还包括酒店业务，集团旗下拥有柏瑞特度假五星级酒店、柏瑞特豪悦五星级商务酒店以及柏瑞特君悦四星级商务酒店三大品牌系列。

图表 15：酒店业务

酒店名称	项目	管理方式	目前进度	客房数量	预计开业时间
杭州萧山众安假日酒店	恒隆广场	由独立第三方经营	已完成	417间	已于2007年开业
杭州千岛湖柏瑞特度假酒店	杭州千岛湖柏瑞特度假酒店	由本公司经营	开发中	225间(包括31套别墅)	2017年
淮北柏瑞特酒店	温哥华城	由本公司经营	开发中	312间	2017年
余姚众安柏瑞特酒店	众安时代广场	由本公司经营	开发中	365间	2018年
费尔蒙酒店	国际办公中心	由独立第三方经营	持作未来开发	300间(包括180间服务式住宅)	待定
瑞士酒店	国际办公中心	由独立第三方经营	持作未来开发	400间(服务式住宅)	待定

数据截至2016年12月31日

来源：众安房产·中投证券(香港)

管理层背景及股权变化

图表 16：公司管理层背景

姓名	职位	简介
施侃成先生 (又名施中安)	董事局主席、 总裁兼首席执行官	施先生主要负责公司的经营管理、战略及发展规划，亦监督项目规划及整体业务运作。自本集团首间成员公司浙江众安房地产开发有限公司成立以来已加入本集团。施先生历任杭州萧山区（原称萧山市）财政税务局税务专员和杭州萧山银河房地产开发有限公司总经理。施先生于房地产开发及房地产投资方面拥有逾17年经验。施先生于2007年6月从亚利桑那州立大学及上海国家会计学院合办的工商管理硕士课程毕业。于2005年至2006年，施先生完成哈佛大学、浙江大学、香港大学及美国陆军军官学校专为全球化及房地产发展商行政人员合办的课程。于同年，施先生完成浙江大学房地产公司总裁课程。
汪水云女士	执行董事、 首席执行官	汪女士于1989年毕业于浙江农业大学（现称为浙江大学），获农业硕士学位，彼持有高级经济师证。汪女士于1989年11月开始在中国农业银行（「中国农业银行」）浙江省分行（「浙江分行」）就职。自1998年9月以来，彼于浙江分行先后担任办公室副主任、党委办公室副主任、国际业务部副主任（主持工作）及国际业务部主任以及中国农业银行浙江省台州市分行党委书记及行长。自2007年7月以来，汪女士先后担任中国农业银行上海市分行行长助理、党委委员及副行长以及浙江分行党委委员及副行长。彼于2015年1月至2017年6月担任中国农业银行温哥华分行筹备组组长。
沈条娟女士	执行董事及副总裁	沈女士主要负责集团的财务运作和财务管理。加入本集团前，彼于1980年至1993年担任杭州光华化纤厂的总会计师及财务经理、于1994年担任杭州华凌电器有限公司之会计主管，以及于1995年至1997年担任白天鹅实业有限公司之会计主管。
张坚钢先生	执行董事及副总裁	加入集团后，张先生历任浙江众安房地产开发有限公司的副总裁，安徽众安实业总经理和董事长助理。张先生于1995年至2003年先后担任杭州萧山银河房地产开发有限公司办公室主任、总经理助理和副总经理，在建筑房地产开发行业有16年经验。
金建荣先生	执行董事	金先生现为联席总裁及兼任公司于中华人民共和国（「中国」）之若干附属公司董事。他负责集团项目工程管理。在加入集团前，金先生于2003年至2004年期间担任浙江绿城房地产开发有限公司副总经理，主管工程事宜，于1997年至2002年期间担任浙江万向房地产开发公司工程部经理。他于1995年至1997年期间担任杭州萧山银河房地产开发有限公司项目管理工作，于1987年至1994年期间担任许贤建筑公司项目经理、施工员。金先生于2006年获得四川大学土木工程及行政管理专业本科学位。他在房地产公司经营管理方面拥有约28年执业经验。
沈励女士	非执行董事	沈女士，1995年毕业于上海大学国际商学院，取得工学学士学位。沈女士曾在普华大华会计师事务所任职人员会计师及高级审计，在通用汽车（中国）投资有限公司任职经理，并曾担任克赖斯勒亚洲业务的财务总管。2010年1月至2014年7月，彼担任中国信贷控股有限公司（「中国信贷」）（现称中国信贷科技控股有限公司，一间于香港联合交易所有限公司（「联交所」）创业板上市的公司（股份代号：8207））首席执行官。彼于2010年1月至2015年6月担任中国信贷的执行董事。沈女士于2016年4月加入远见金融集团有限公司担任战略及策略性投资的总裁一职。
贝克伟博士	独立非执行董事	于2007年10月获委任为独立非执行董事。贝博士先后担任美国亚利桑那州立大学助理教授、副教授、正教授、北美华人会计教授学会主席和美国会计学会全球委员会主席。现任亚利桑那州立大学凯瑞商学院副院长及美国会计学会会员。贝博士亦任中国旺旺控股有限公司（一间在联交所上市的公司）独立非执行董事。贝先生于1981年取得南伊利诺伊大学工商管理硕士及于1986年取得北得克萨斯大学博士。
陆海林先生	独立非执行董事	陆先生于私人及上市公司之会计及审计工作、财务顾问及企业管理等方面拥有逾三十五年经验，取得马来西亚科技大学工商管理硕士学位和南澳大学工商管理博士学位。彼为英国英格兰与韦斯特特会计师学会、香港会计师公会及香港董事学会之资深会员，亦是香港特许秘书学会及马来西亚特许会计师学会之会员。陆博士现为万豪企业管理有限公司主席，并为中民安园控股有限公司、第一视频集团有限公司、美力时集团有限公司、生物动力集团有限公司、中国消防企业集团控股有限公司、永发置业有限公司及飞毛腿集团有限公司之独立非执行董事，该等公司的股份均于香港联合交易所有限公司（「联交所」）上市。于委任前三年内，陆博士曾是山东墨龙石油机械股份有限公司及中核国际有限公司的独立非执行董事，该等公司的股份均于联交所上市。
张化桥先生	独立非执行董事	张先生自2012年6月起担任China Mezzanine Capital Group主席。他也是复星国际有限公司的独立非执行董事及博耳电力控股有限公司和奥思知集团控股有限公司的非执行董事（均于香港联合交易所有限公司（「联交所」）上市的公司）。2011年6月至2017年7月期间，担任广州市花都万穗小额贷款股份有限公司主席，并于2011年9月至2012年4月期间，担任民生国际有限公司（一间在联交所上市的公司）的执行董事及首席执行官。自1999年6月至2006年4月，张先生于瑞银证券亚洲有限公司先后担任董事总经理及中国研究团队的主管和联席主管。此前，张先生于1986年7月至1989年1月期间担任北京中国人民银行的主任科员。张先生于1986年从中国人民银行总行研究生部获得经济学硕士学位，并于1991年1月从澳洲国立大学获得经济学硕士学位。

来源：众安房产、中投证券(香港)

近期股权增发情况

公司于 6 月 12 日及 7 月 6 日先后公告配售股份，两次共配售 5.69 亿股，共筹得资金 4.11 亿港元。第二次配售认购完成后，主要股东施侃成先生的持股比例由 69.57% 摊薄至 55.99%。另一股东丁鹏云先生于今年 6 月 29 日增持 170 万股，持股比例曾达 5.02%，后于 7 月的多次买卖操作中合共减持 115 万股，现时其持股比例为 4.82%。

图表 17：股份配售及股权比例

配售	2017-6-12	2017-7-6	合计
发行价格 (港币)	0.556	1.5	-
发行数量	469,716,000	100,000,000	569,716,000
发行数量占比	16.67%	3.43%	-
集资总额 (百万港币)	261	150	411
配售代理	海通国际&恒明珠证券	海通国际&恒明珠证券	-
卖方	Whole Good Management Limited	Whole Good Management Limited	-
施侃成先生持股比例	57.98%	55.99%	-

来源: 彭博、中投证券(香港)

财务数据

综合收益表 (百万元人民币)	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
收益	1,550	2,883	5,007	7,144	9,908	12,187
销售成本	(1,160)	(2,426)	(4,382)	(5,715)	(7,530)	(9,140)
毛利	391	457	625	1,429	2,378	3,047
其他收入及收益	44	276	30	30	20	20
经营开支	(447)	(514)	(518)	(727)	(1,212)	(1,484)
经营溢利	(13)	219	137	732	1,186	1,582
转拨至投资物业的公允价值收益	657	797	-	0	0	0
投资物业的公允价值变动	33	29	124	0	0	0
财务成本	(38)	29	(12)	(200)	(315)	(350)
除税前溢利	639	1,009	249	531	870	1,232
所得税	(238)	(415)	(88)	(201)	(332)	(458)
非控股权益	(82)	(173)	(36)	(78)	(134)	(183)
年内溢利	320	421	125	251	404	591

现金流量表 (百万元人民币)	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
除税前溢利	639	1,009	249	531	870	1,232
转拨至投资物业的公允价值收益	(657)	(797)	0	0	0	0
投资物业的公允价值变动	(33)	(29)	(124)	0	0	0
开发中物业减少	(2,182)	214	3,392	261	248	235
持有销售已落成物业增加	47	(167)	(1,000)	275	523	235
应收贸易账款及票据增加	6	(55)	(6)	22	(13)	1
预付款、按金及其他应收款项减少/(增加)	(192)	(105)	59	(28)	(41)	37
长期预付款增加	(32)	(279)	(51)	25	(13)	6
预售所得款项受限制现金(增加)/减少	(148)	182	(221)	(96)	48	(24)
应付贸易账款减少/(增加)	(10)	536	(382)	76	77	(76)
其他应付款项及应计费用减少/(增加)	24	235	(186)	28	41	(37)
客户预付款减少/(增加)	1,253	444	(665)	197	41	(93)
利息收入(开支)	(563)	(541)	(391)	(400)	(400)	(400)
已付所得税及土地增值税	(249)	(112)	(45)	(201)	(332)	(458)
其他	37	(131)	(39)	227	339	376
经营获得所得现金流量净额	(2,059)	405	591	917	1,388	1,035
来自一间合营企业的利息	0	145	0	0	0	0
来自一间合营企业还款	0	421	0	0	0	0
提供予一间合营企业贷款	(25)	(30)	(173)	0	0	0
购入房屋及设备项目	(5)	(14)	(131)	0	0	0
出售房屋及设备项目所得款项	0	1	5	0	0	0
受限制现金(增加)/减少	(75)	186	(22)	0	0	0
其他	0	143	127	(127)	(187)	(215)
投资活动所用现金流量净额	(105)	853	(194)	(127)	(187)	(215)
非控股股东出资	469	(21)	0	0	0	0
新计息银行贷款及其他借款	3,937	2,356	2,930	3,074	2,028	(18)
偿还计息银行贷款及其他借款	(2,427)	(3,128)	(3,856)	(3,137)	0	0
其他	(83)	12	13	16	18	17
融资活动所用现金流量净额	1,896	(781)	(913)	(47)	2,046	(1)
现金及现金等价物增加/(减少)净额	(268)	477	(516)	743	3,248	819

资产负债表 (百万元人民币)	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
物业、厂房及设备	188	183	1,362	1,498	1,648	1,813
投资物业	3,773	5,244	5,130	5,643	6,207	6,828
开发中物业	8,445	4,589	2,286	2,172	2,063	1,960
其他	723	638	922	892	901	896
非流动资产总值	13,129	10,653	9,700	10,205	10,819	11,497
持有销售已落成物业	4,339	4,506	5,507	5,231	4,708	4,473
开发中物业	1,182	4,662	2,931	2,785	2,646	2,513
预付款、按金及其他应收款项	433	538	479	714	991	1,219
受限制现金	620	162	354	258	306	282
现金及现金等价物	969	1,454	947	1,698	4,953	5,781
其他	88	113	352	69	82	82
流动资产总值	7,632	11,436	10,570	10,755	13,686	14,349
应付贸易账款	1,785	2,320	1,939	2,015	2,091	2,015
其他应付款项及应计费用	508	783	603	631	672	636
客户预付款	3,125	3,569	3,051	3,248	3,290	3,196
计息银行贷款及其他借款	2,046	2,213	2,132	2,130	2,158	2,140
其他	620	678	669	-1,359	-1,424	-1,351
流动负债总额	8,083	9,563	8,394	6,665	6,788	6,636
计息银行贷款及其他借款	4,921	3,982	3,137	5,000	7,000	7,000
递延税项负债	764	992	1,029	1,010	1,020	1,015
非流动负债总额	5,684	4,974	4,165	6,010	8,020	8,015
资产总值	20,761	22,089	20,270	20,960	24,505	25,846
负债总值	13,767	14,537	12,559	12,676	14,807	14,651
非控股权益	991	1,143	1,172	5	5	5
资产净值	6,003	6,410	6,539	8,279	9,693	11,190

比率分析	2014	2015	2016	2017 预测	2018 预测	2019 预测
同比增长						
收入	-	86.0%	73.7%	42.7%	38.7%	23.0%
毛利	-	17.0%	36.8%	128.6%	66.4%	28.1%
净利	-	31.6%	-70.2%	100.5%	60.9%	46.4%
盈利能力						
毛利率	25.2%	15.9%	12.5%	20.0%	24.0%	25.0%
净利率	20.6%	14.6%	2.5%	3.5%	4.1%	4.9%
资本回报率	1.5%	1.9%	0.6%	1.2%	1.6%	2.3%
净资产收益率	5.3%	6.6%	1.9%	3.0%	4.2%	5.3%
流动性和偿付能力						
流动比率	0.6	1.1	1.1	1.1	1.3	1.2
速冻比率	0.4	0.7	0.6	0.8	1.3	1.5
现金比率	0.1	0.2	0.1	0.3	0.7	0.9
总债务与权益	2.3	2.3	1.9	1.5	1.5	1.3
营运资金管理						
应收账款天数	-	5.6	5.5	3.4	2.3	2.0
应付账款天数	-	308.8	177.4	126.2	99.5	82.0
存货周转天数	-	1.3	1.0	0.7	0.5	0.4
杜邦分析						

来源: 众安房产·中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于±10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及(b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个人之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。
研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。