

### 開發與投資平衡

► **增長雙動力** 華潤置地在 2005 年十二月並購後成爲一家綜合房地產公司。一方面，此公司憑藉其地產銷售快速發展，預計完成的工程量將以 39% 的年複合增長率上升到 944,571 平方米。另一方面，今年的房租收入亦預計從 2005 年的 6,800 萬港元飆升至 5.68 億港元。並且，將目標鎖定在中國的高檔購物商場上之後，華潤置地在來年的調升租金方面將會相當樂觀。

► **良好的資產負債表適合進一步並購** 華潤置地可能會從母公司處獲得四塊土地，分別位於北京，杭州，無錫及成都。可分配的樓面面積及總可分配土地價值分別爲 370 萬平方米及 56 億元人民幣。在 2006 年 7 月的批股後，淨負債率降到了 30%，手持的現金有 26 億港元。我們相信華潤置地能夠通過內部資源及銀行借款獲得上述資產。根據我們的分析，其每股資產淨值能增加到 1.38 港元。

► **2005 年 8 月每股收益複合增長率達 23%** 在現行的財務模式中，我們已反映大陸產業市場及人民幣增值展望。我們預測淨利潤在 06，07，08 年將分別飆升 70% 至 6.52 億港元，32% 至 8.63 億港元及 66% 至 14.29 億港元。估計每股收益在 2005 年 8 月將以 23% 的複合增長率增加。但是，與地產投資重估相關的新會計標準將是影響我們對收益預測的一個因素。

► **短期不穩定意味著長期的機會** 根據“部分之和”的方法，華潤置地的每股資產淨值估計爲 6.29 港元。股價比我們估計資產淨值出現 32% 的折讓。我們認爲這個估值並不過高，因爲大陸地產市場長線表現吸引。我們的目標價是 5.35 港元，即比資產淨值折讓 15%。上升空間能達 25%。推薦買入。

匯率：1 港元=1.03 人民幣

文幹森, CFA

samson.man@firstshanghai.com.hk

電話: (852)-2532-1539

行業	中國房地產
股價	4.27 港元
目標價	5.35 港元 (+25%)
股票代碼	1109
市值	133.78 億港元
已發行股本	31.33 億股
52 周 高/低	6.25 港元/1.58 港元
每股淨現值	6.29 港元
主要股東	華潤集團 (65.1%)

### 盈利摘要

截至12月31日	04年历史	05年历史	06年预测	07年预测	08年预测
营业收入 (百万港元)	1,890	2,707	4,125	5,866	9,136
变动 (%)	51	43	52	42	56
净利润 (百万港元)	21	385	652	863	1,429
变动 (%)	-73	1,700	70	32	66
每股盈利	0.014	0.248	0.212	0.276	0.456
变动 (%)	-73	1,643	-15	30	66
市盈率 (倍)	300.4	172	20.2	15.5	9.4
每股派息 (港元)	0.03	0.033	0.04	0.05	0.06
息率 (%)	0.7	0.8	0.9	12	1.4

來源：公司資料

### 股價表現



來源：彭博

## 增長雙動力

### 增長兩大動力—地產開發與物業投資

華潤置地是華潤集團地產行業的旗艦。它不同於其他在大陸上市的房地產公司，華潤置地業務包括地產發展與物業投資。在土地儲備方面，華潤置地擁有 60 萬平方米的物業資產及 330 萬平方米的物業開發資產。它們分別分佈在深圳，北京，上海，成都，武漢及合肥。在北京的資產占總資產的 53%。

### 規模推動增長

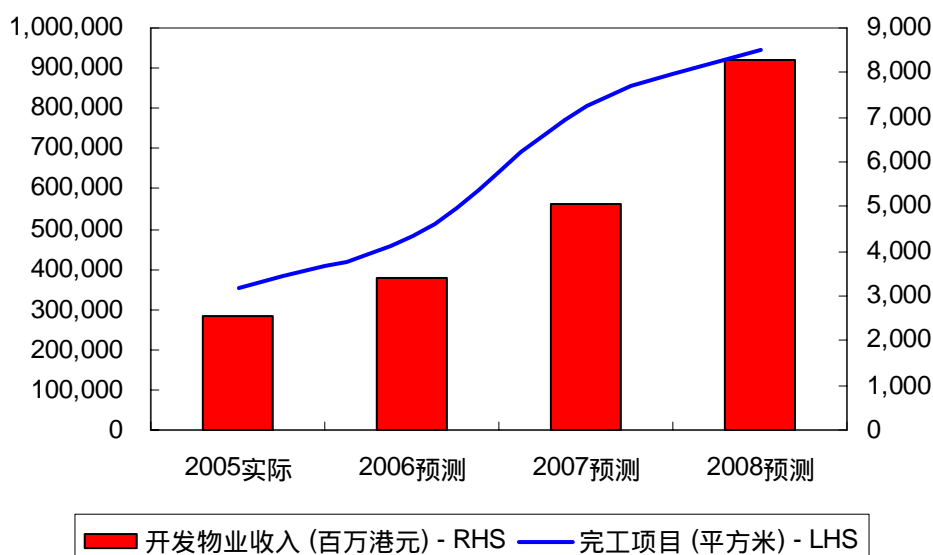
#### 更多物業的落成促進收益增加

華潤置地在 05 年完成了 352,409 平方米的房產開發。該公司計劃在 06 年 8 月分別進行 481,462 平方米，807,341 平方米及 944,571 平方米的地產開發。雖然我們預計中國的地產價格將受到宏觀調控措施的影響，在一年內下降 5%，但地產銷售能拉動收益的增長。其次，06 年完成的約 75% 房地產已經被預售。因此，新宏觀調控措施對華潤置地 06 年的業績不會有太大影響。

#### 保守的預售設想反映時下觀點

另外，我們能從我們現行模式下看出在緩慢的銷售進程中，消費者對現今形勢的態度。我們假設在 06 年，90% 當年完成的地產都能售罄。所剩的 10% 及 2007 年完成的 80% 能在 07 年入賬。那麼，07 年剩下的 20% 及 08 年的 80% 將在 08 被入賬。因此，我們預計 2006-08 年從地產開發處分別能獲得港幣 33.97 億，50.79 億及 82.9 億的總收益。

圖 1：物業開發



資料來源：公司資料，第一上海估計

## 穩定的收入來源

以 36% 的折扣從母公司處獲得投資物業

華潤置地在 05 年年底向母公司收購了幾項投資物業。總金額為 31.95 億港元，這也相當於扣除銀行貸款後的市場價值的 35.7% 折讓率。收購的投資物業包括北京的華潤大廈，上海的華潤時代廣場，深圳的華潤中心一期和二期，華瑞大廈及在上海的其他專案。

表 1：2005 年 12 月的購並

(百万元人民币)				2006预测	2007预测	2008预测
項目	權益	用途	占地面积 (平方米)	租賃	租賃	租賃
北京華潤大廈	100%	辦公樓	65,222	115	119	120
上海華潤中心	100%	辦公樓	36,843	64	65	67
	100%	零售	51,190	33	32	33
深圳華潤中心第一期	100%	辦公樓	40,990	63	63	63
	100%	零售	133,281	200	219	235
	100%	停車場	55,667	32	34	37
深圳華瑞大廈(木棉花酒店)	100%	酒店	13,789	3	3	3
西單文化中心	92%	零售	36,184	35	35	35
北京其它租金收入	92%		81,749	34	35	36
总计			514,915	579	606	630

資料來源：公司資料，世邦魏理士 2005 年 8 月估計

成為綜合房地產公司

通過並購，華潤置地成為一家綜合性的房地產公司，其投資地產占總資產的 36%。並且，在華潤置地以新股收購投資物業，股東資金在 05 年年底增至 81.06 億港元。另外，租金收益將有望從 05 年的 6,800 萬港元上升到 06 年的 5.68 億港元。

樂觀的租金上調

管理層期望在來年將會有一個理想的租金升幅。幾年前，華潤置地聘請了一批曾在香港一間知名購物商場發展與管理公司工作的管理專才，希望借此加強購物商場的管理技能及秘訣以提高其商場的價值。萬象城是深圳一家著名的購物商場。許多頂級的時尚名牌都已入駐萬象城，如並且，一個奧林匹克競賽標準的溜冰場使萬象城有別與一般的購物及飲食中心，它更是休閒娛樂的好去處。因此，人流量的增加能提高租金。預計在深圳的投資物業將會帶來雙位數的平均租金增長。

提高收益的穩定性及可見性

將投資地產納入華潤置地能提高其所收益的穩定性及可見性。投資物業能帶來穩定和可預見的租金收入。另外，儘管中國的甲級投資地產是資本密集型的投資，得到的是相對較低短期的回報，並需要一段長時期，但它很可能帶來長期的資本增值。它還能降低由經濟迴圈和法規變動所引起的營運風險。

圖 2：萬象城溜冰場



來源：第一上海

圖 3：萬象城的高檔時尚店



來源：第一上海

## 可能進行的注資

### 目標為母公司

#### 未來 6 個月有望再次收購

在從其母公司購進投資物業後，市場預測華潤置地將再次進行資產收購。可能進行的注資包括在北京，杭州，無錫及成都四塊土地。可分配的樓面面積為 390 萬平方米。若華潤置地能成功購得這些土地，其土地儲備將擴展至 720 萬平方米。由於華潤置地於 05 年 12 月從母公司收購專案，我們估計下一次的時間很可能在 06 年年底或 07 年年初。此外，華潤置地亦可能分期購買那四塊土地，這取決於其財務狀況及以上地產開發的進度。

表 2：華潤置地的主要工程項目

地点	总建筑面积 (平方米)	利息 (%)	可分配面积 (平方米)	可分配土地费 用 (10亿)	土地平均费用 (人 民币/平方米)
北京	832,500	49%	407,925	1.26	3,089
杭州	550,000	60%	330,000	0.66	2,000
无锡	1,450,000	60%	870,000	1.51	1,736
成都	2,260,000	100%	2,260,000	2.14	947
总计	5,092,500		3,867,925	5.57	

來源：第一上海

#### 資產淨值增長可達每股 1.38 元港幣

若將進行資產注入，現在作估計還言之過早。我們作了購並的分析，假設購並的資金來源是內部資金和銀行貸款。同時，我們認為華潤置地以成本價來進行收購。根據估計每平方米 2500 元人民幣的建造價格，我們預計資產淨值將增至

43.17 億港元或每股 1.38 港元。

**表 3：並購分佈**

項目	可分配面積 (平方米)	總費用 (人民幣/平方)	售價 (人民幣/平方)	資產淨值 (百萬元人民幣)
北京	407,925	5,589	10,000	1,130
杭州	330,000	4,500	8,000	724
無錫	870,000	4,236	6,500	1,083
成都	2,260,000	3,447	4,800	1,510
總計				4,447

來源：公司資料，第一上海

### 雄厚的經濟實力促進擴張

批股後淨負債比率降至  
30%

華潤置地在去年 12 月的收購中以每股 2.2875 港元發行 12.56 億股新股給華潤集團後，06 年 1 月向金融機構投資者進行了另一次批股。公司爲了籌集 10.95 億港元，以 3.725 港元批售了 30 億股票。在此之後，股東資金和每股賬面值分別增至 92.01 億港元和 2.96 港元。此外，負債比率從 05 年的 46.9% 降至 29.5%。

公司正籌組一筆 25-30 億港元的銀團貸款。有了手頭的 26 億港幣現金，華潤置地便能利用內部資金和銀行借貸購得母公司的資產。

## 收益與價值

房地產市場短期內不穩定  
但長期樂觀

儘管內地地產市場的氣氛短期內會受到最新的宏觀調控措施的衝擊，但基於龐大的需求，我們看好其長遠發展。另外，中國最近對利率上升的預期亦使中國地產股表現欠佳。關於總體地產價格，我們估計短期內即 06 年將回落 5%，長期來說則會以較通脹稍高的速度上升。同時，我們相信最新的宏觀調控政策的出臺是爲了給過熱的房地產市場特別是深圳和北京降溫。政府的長期目標是保持一個持續穩定發展的內地房地產市場。

清晰的長期可見性

在我們的財務模式中，我們已反映對國內陸地產市場和人民幣價值重估的展望。不過，因爲 75% 的 06 年售樓收益及 06 年全部的租金收入已被鎖定，華潤置地短期盈利的可見性非常清楚。爲了完成政府最新的規定，建造 90 平方米的公寓，設計方案作了一定的修改。因此，07 年及 08 年的收益將可能受銷售進度和工程延遲的影響。

預計 06 年淨利潤將上升  
70% 至港幣 6 億 5200 萬

由於新的投資物業開始帶來租金收益，我們預計 06 年淨利潤能跳升 70% 至 6.52 億港元。雖然如此，05 年 12 月和 06 年 1 月發行的新股對收益的攤薄估計則會導致每股收益下降 15% 至 0.212 港元。

05 年 8 月每股收益年複合  
增長 23%

我們預計 07 和 08 兩年房地產的需求能促使華潤置地盈利繼續增長。估計淨利潤將分別在 07 年提高 32% 至 8.63 億港元及在 08 年提高 66% 至 14.29 億港元。2005-08 年的每股收益的年複合增長率達到 22.6%。

收益預測受香港會計準則  
第 40 號影響

我們的收益預測受最新的會計標準（香港會計準則第 40 號）影響。因投資地產物業在合理估價上的變動而導致的盈利或虧本直接可由當期發生的損益表紀錄出來。我們估計投資地產物業在合理估價上的盈利在 2005-08 年分別達到 1 億，1 億及 1.25 億港元。

表 4：營業額分解

(百万港元)	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
物業开发	1,794	2,547	3,397	5,079	8,290
物業投资	22	68	568	612	656
其它	74	92	160	175	190
总收益	1,890	2,707	4,125	5,866	9,136

來源：公司資料，第一上海

資產淨值每股 6.29 港  
元，折讓 15% 後目標價位  
在 5.35 港元，

綜合估計，我們預測華潤置地的每股資產淨值為 6.29 港元。股價比我們預測資產淨值出現 32.1% 的折讓。基於華潤置地相對穩定的收入來源，我們相信該股的估值合理。我們的目標價是 \$5.35 港元，即較每股資產淨值 (6.29 港元) 折讓 15%。

醞釀中的資產注入

同時，股票價格將有機會隨著注資計劃的實施而提高。根據我們對收購的分析，資產淨值將可以升至每股 7.67 元港元。目標價格將因此有所上調。我們推薦買入，升幅最高能達 25%。

表 5：資產淨值估計

	(百万港元)	每股资产净值(港元)	%
开发中的物業	14,685	4.69	74%
北京	7,950	2.54	40%
上海	2,389	0.76	12%
成都	2,293	0.73	12%
无锡	526	0.17	3%
合肥	555	0.18	3%
深圳	973	0.31	5%
投资	7,737	2.47	39%
北京	2,090	0.67	11%
上海	1,181	0.38	6%
深圳	6,254	2	32%
总额	22,422	7.16	114%
至06年3月净负债	-2,710	-0.86	-14%
资产净值	19,712	6.29	100%

來源：第一上海估計

## 風險

### 利率風險

由於大量外資直接投資資金的流入和M2的強勁增長，預計中國將會繼06年4月的上調息口0.27%的提高後再次提高利率。因此，它將影響市場氛圍和華潤置地的利息費用。

### 進一步的宏觀調控措施

中國政府近期出臺了幾項措施來控制房地產市場，如關於外商在華投資地產的條例，建立監管土地銷售的區域局，徵收地產交易20%的資產增值。我們擔心進一步的行政政策會極大地影響市場氣氛。

### 人民幣增值

在中國05年7月放寬人民幣交易浮動範圍後，過去一年裏人民幣不斷增值。與去年同期的1:8.28相比，美元和人民幣的兌換率現為1:8。由於華潤置地在中國的資產占多數，人民幣的增值將給華潤置地的價值和收益產生積極影響。我們已假設在2006至08年人民幣每年增值3%。

### 針對投資地產物業重估的新會計制度

香港會計準則第40條“投資地產”陳述了公司必須採用公平的價值模式來解決投資地產物業的問題。它要求投資地產物業在合理估價上的變動導致的盈利或虧本能直接從當期損益表上的盈利或虧本上反映出來。因此，它將導致對地產公司收益預測的波動。但這種非現金條例所引起的不確定性並不會對現金流動及資產淨值估計產生影響。

### 全球經濟放緩

如果石油價格長期持續高居不下，全球經濟的發展會因此放緩。這樣的話，中國經濟受到的衝擊將反過來，影響到內地的房地產市場。

表 6：落成物業資訊

項目	權益	建築面積 (平方米)	售價 (人民幣/平方 米)	成本 (人民幣/平方 米)	收益 (百萬人民 幣)	總成本 (百萬人民 幣)	毛利 (百萬人民 幣)
<b>2006財政年度</b>							
北京翡翠城第二期	92%	3,204	5,500	4,500	17.6	14.4	3.2
置地星座	92%	10,416	15,500	12,500	161.4	130.2	31.2
北京鳳凰城第二期	92%	45,690	12,200	9,800	557.4	447.8	109.7
北京鳳凰城第三期	92%	52,633	14,000	10,000	736.9	526.3	210.5
北京福提島	92%	86,757	6,800	5,500	589.9	477.2	112.8
北京其它住宅樓盤	92%	38,513	8,000	6,400	308.1	246.5	61.6
上海灘花園一期	100%	29,147	17,500	14,000	510.1	408.1	102
成都翡翠城第二期	100%	100,777	4,500	3,600	453.5	362.8	90.7
武漢鳳凰城第一期	100%	79,755	4,500	3,600	358.9	287.1	71.8
合肥瀾溪鎮第一期	100%	34,571	4,500	3,600	155.6	124.5	31.1
		481,463			3,849	3,025	825
<b>2007財政年度</b>							
北京翡翠城第二期	92%	7,271	5,500	4,500	40	32.7	7.3
北京翡翠城後期	92%	61,424	5,500	4,500	337.8	276.4	61.4
北京鳳凰城第三期	92%	95,809	13,800	10,000	1,322.20	958.1	364.1
北京鳳凰置地廣場	92%	17,803	14,000	10,000	249.2	178	71.2
北京福提島	92%	30,605	6,500	5,500	198.9	168.3	30.6
北京橡樹灣第一期	47%	184,428	7,200	5,000	1,327.90	922.1	405.7
北京銀杉國際中心	92%	38,232	8,000	6,400	305.9	244.7	61.2
北京其它住宅樓盤	92%	4,379	7,000	5,600	30.7	24.5	6.1
上海灘花園一期	100%	25,017	18,000	14,000	450.3	350.2	100.1
成都翡翠城第二期	100%	95,257	4,500	3,600	428.7	342.9	85.7
成都翡翠城第三期	100%	58,000	4,500	3,600	261	208.8	52.2
武漢鳳凰城第二期	100%	70,765	4,500	3,600	318.4	254.8	63.7
合肥瀾溪鎮第二期	100%	118,351	4,500	3,600	532.6	426.1	106.5
		807,341			5,804	4,388	1,416
<b>2008財政年度</b>							
北京翡翠城後期	92%	179,801	6,000	4,800	1,078.80	863	215.8
北京鳳凰置地廣場	92%	93,999	14,500	10,000	1,363.00	940	423
北京橡樹灣第二期	47%	203,184	7,800	5,400	1,584.80	1,097.20	487.6
北京華亭嘉園	92%	87,825	10,000	8,000	878.3	702.6	175.7
上海灘花園一期	100%	46,689	19,200	14,500	896.4	677	219.4
成都翡翠城第三期	100%	102,383	5,000	3,600	511.9	368.6	143.3
成都翡翠城第四期	100%	48,880	5,000	3,600	244.4	176	68.4
合肥瀾溪鎮第三期	100%	78,810	5,000	3,600	394.1	283.7	110.3
深圳華潤中心第二期	100%	103,000	15,000	10,500	1,545.00	1,081.50	463.5
		944,571			8,497	6,190	2,307
<b>2009財政年度及往後</b>							
北京鳳凰城第三期	92%	30,667	13,500	10,000	414	306.7	107.3
北京翡翠城後期	92%	397,738	6,000	4,000	2,386.40	1,591.00	795.5
北京鳳凰置地廣場	92%	66,850	14,500	10,000	969.3	668.5	300.8
北京銀杉國際中心	92%	10,334	9,000	6,500	93	67.2	25.8
北京橡樹灣第三期	47%	192,720	8,000	5,500	1,541.80	1,060.00	481.8
北京華亭嘉園	92%	28,430	10,800	8,800	307	250.2	56.9
上海灘花園第二期	100%	121,868	20,000	15,000	2,437.40	1,828.00	609.3
成都翡翠城第四期	100%	161,965	5,400	3,800	874.6	615.5	259.1
成都翡翠城第五期	100%	298,252	5,400	3,800	1,610.60	1,133.40	477.2
成都翡翠城第六期	100%	62,440	5,400	3,800	337.2	237.3	99.9
成都翡翠城商業樓盤	100%	84,807	6,000	3,800	508.8	322.3	186.6
		1,456,071			11,480.10	8,079.80	3,400.30

來源：公司資料，第一上海

表 7：租金收入

(百万人民币)				2006预测	2007预测	2008预测
项目	权益	用途	占地面积 (平方米)	租赁	租赁	租赁
北京华润大厦	100%	办公楼	65,222	115	119	120
上海华润中心	100%	办公楼	36,843	64	65	67
	100%	零售	51,190	33	32	33
深圳华润中心第一期	100%	办公楼	40,990	63	63	63
	100%	零售	133,281	200	219	235
	100%	停车场	55,667	32	34	37
深圳华瑞大厦(木棉花酒店)	100%	酒店	13,789	3	3	3
西单文化中心	92%	零售	36,184	35	35	35
北京其它租金收入	92%		81,749	34	35	36
总计			514,915	579	606	630

來源：公司資料，第一上海估計

# 財務摘要

## 损益表

截至12月31日	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
营业收入	1,890	2,707	4,125	5,866	9,136
经营成本	(1,680)	(2,182)	(3,033)	(4,245)	(6,495)
净利润	210	525	1,092	1,621	2,641
其它收入	86	278	236	234	246
行政及销售开支	(135)	(151)	(70)	(100)	(155)
营运利润	92	537	1,080	1,503	2,338
利息开支	(29)	(67)	(130)	(130)	(86)
联营公司	16	16	12	15	18
其它开支	0	0	0	0	0
税前盈余	80	485	962	1,388	2,270
所得税	(109)	(47)	(289)	(416)	(681)
税后盈余	(29)	438	673	972	1,589
少数股权	50	(54)	(21)	(108)	(160)
净利润	21	385	652	863	1,429
核心收入	21	385	652	863	1,429
股息	(45)	(103)	(123)	(157)	(188)
未分配利润	(24)	282	529	707	1,241
每股收益 (港元)	0.014	0.248	0.212	0.276	0.456
每股派息 (港元)	0.03	0.033	0.04	0.05	0.06

## 主要财务分析及比率

截至12月31日	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
增长(%)					
营业额	51	43	52	42	56
经营利润	45	483	101	39	56
净利润	(73)	1,700	70	32	66
每股收益	(73)	1,643	(15)	30	66
利润(%)					
毛利	11	19	26	28	29
经营利润	5	20	26	26	26
净利润	1	14	16	15	16
其它(%)					
实际税率	136	10	30	30	30
股息支付率	211	13	19	18	13
资本回报率	1	5	7	8	12
总资产回报率	0	2	3	4	7
价值					
销售比(%)	3.4	2.4	3.2	2.3	1.5
市盈率(%)	300.4	17.2	20.2	15.5	9.4
股价净值比(%)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
现金流量比(%)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	20.4
息率(%)	0.7	0.8	0.9	1.2	1.4

## 资产负债表

截至12月31日	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
现金及存款	1,536	1,997	3,103	1,700	1,701
应收帐款	906	765	850	900	950
存货	5,523	6,079	7,000	8,000	8,800
其它流动资产	286	86	80	80	80
无形资产	0	0	0	0	0
其它长期资产	600	650	630	630	580
联营公司投资	694	689	700	720	750
固定资产	829	7,509	7,600	7,700	7,850
总资产	10,375	17,775	19,963	19,730	20,711
短期负债	1,937	1,842	1,600	1,400	1,200
应付帐款	2,115	2,678	2,850	3,080	3,200
其它流动负债	23	457	33	33	33
长期银行借款	1,813	3,960	5,000	4,000	3,800
延期税款	4	508	500	500	500
其它长期负债	0	0	0	0	0
总负债	5,892	9,445	9,983	9,013	8,733
股东资金	3,728	8,106	9,730	10,437	11,678
少数股东资金	755	224	250	280	300
总计	10,375	17,775	19,963	19,730	20,711
净负债率	59	47	36	35	28
每股账面价值 (港元)	2.48	2.92	3.11	3.33	3.73

## 现金流量表

截至12月31日	2004实际	2005实际	2006预测	2007预测	2008预测
经营利润	92	537	1,080	1,503	2,338
折让	21	20	27	20	25
营运资金变化	(172)	(794)	(835)	(820)	(730)
所得税	(36)	(66)	(298)	(416)	(681)
其它	(44)	(254)	(625)	(295)	(298)
营运现金流	(139)	(558)	(650)	(9)	655
资本开支	(2)	39	(118)	(120)	(175)
联营公司投资	(27)	29	(5)	(13)	(22)
其它	17	(16)	26	0	50
投资活动现金流	(12)	52	(98)	(133)	(147)
融资成本	0	17	1,100	0	0
营运资金变化	338	552	798	(1,200)	(400)
已派股息	(41)	(45)	(103)	(123)	(157)
其它	0	412	26	30	20
融资活动现金流	298	936	1,822	(1,293)	(537)
现金变化	147	429	1,074	(1,435)	(29)
固定变化	0	32	32	32	30
期初持有现金	1,389	1,536	1,997	3,103	1,700
期末持有现金	1,536	1,997	3,103	1,700	1,701
加: 透支或其它	0	0	0	0	0
基本现金收入	1,536	1,997	3,103	1,700	1,701

来源: 公司资料, 第一上海

### 第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資專案。