

2020 年 03 月 26 日

房地产 | 房地产开发和服务

强烈推荐（首次）

行稳致远，做穿越周期的优等生

目标股价：43.02 港元

当前股价：35.85 港元

龙湖集团 00960.HK 年报点评

基础数据

流通市值（百万港元）	175,470.27
发行股份（百万股）	5,958.24
每股净资产（港元）	13.98
主要股东持股比例（%）	
美贤国际有限公司	43.93

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	7.16	25.66	43.8
绝对表现	10.2	22.47	35.34
近 12 月最高价(港元)	19-06-13	30.80	
近 12 月最低价(港元)	18-10-18	16.08	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券

相关报告

分析师 董浩

执业证号：BOI846

852-25105555

hao.dong@cricsec.com

联系人 吴威

852-25105555

wuwe@ehousechina.com

公司自成立以来穿越多轮周期，成长为稳健发展的民营房企典范，适度扩张的同时公司坚持聚焦与深耕一二线城市策略，通过精细化运营与管理提升综合实力。2019 年公司销售稳步增长，过往审慎财务策略为低位补货留下了足够的弹性空间，2020 年销售目标不悲观。我们认为公司良好的信用优势将逐步在经营端体现，地产、商业、长租和智慧服务等主航道业务未来有望进一步协同发展。我们预计公司 20-21 年归母净利润分别为 213.4、245.8 亿元，对应 EPS 分别为 3.57、4.11 元，对应 PE 分别为 9.2X、7.4X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 43.02 港元（对应 20%增长空间）。

投资要点：

- **业绩稳健增长，分红回报丰厚。**2019 年公司实现营业收入 1510.3 亿元，同比+30.4%，系期内结算金额大幅提升 29.5%至 1408.0 亿元；核心权益净利润 155.5 亿，同比+21.0%；归母净利润 183.4 亿，同比+12.9%。其中归母净利润增速低于营收增速，主要在于：1）部分合作项目进入结算周期，当年归属于少数股东的利润占比从 2018 年的 22.3%增加 8.6 个 PCT 至 30.9%；2）地产业务结算毛利率较上年下滑 1.1 个 PCT 至 32.1%。此外，全年每股派息人民币 120 分，分红率达 45%（占核心利润），股息收益率 3.7 %（对应 3 月 26 日收盘价）。
- **2020 年销售目标稳中有进。**2019 年合同销售金额 2425.0 亿元，同比+20.9%；合同销售面积 1424.0 万平方米，同比+15.2%；合同销售均价 17029.5 元/平方米，同比+4.9%。从区域角度看，长三角、西部、环渤海区域为销售分别贡献 823.9、592.0、522.5 亿，占其全年销售额 34.0%、24.4%、21.6%。按城市能级划分，一二线销售贡献占比 89%。公司多年以来坚持扎根高能级城市，深耕战略成效凸显。在新冠疫情对全行业一季度销售扰动较大背景下，公司给出全年销售金额 2600 亿目标，对应 7.2%增速。

核心数据

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入（百万元）	72075.0	115798.5	151026.4	187046.2	223987.9
增长率(%)	31.5%	60.7%	30.4%	23.9%	19.8%
净利润(百万元)	12598.6	16236.9	18336.6	21341.3	24583.3
增长率(%)	37.6%	28.9%	12.9%	16.4%	15.2%
每股收益（EPS）	2.17	2.78	3.13	3.57	4.11
市盈率（P/E）	15.2	11.9	10.6	9.3	8.0
市净率（P/B）	1.9	1.4	1.2	1.0	0.9

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

- 逢低补仓节奏得当，权益比大幅提升。**2019 年公司全年新增项目 90 块，拿地高峰集中于 5-9 月，共拿下 51 宗地块，合计建筑面积 1077.9 万平方米，占全年拿地面积 62.3%。新增项目二线城市占比约 66.0%，拿地高峰期间，二线城市土地溢价率逐渐降低，错开了房企一季度及四季度的拿地高峰，逢低补仓节奏得当。公司新增拿地面积 1731.0 万平方米，同比-20.9%，拿地面积/销售面积比值 121.6%，拿地力度较为稳健；新增拿地金额 1070.8 亿元，同比-7.7%，其中权益拿地金额 787.0 亿元，同比+8.3%，权益比 73.5%，较 2018 年大幅提高 10.9 个 PCT；在开发稳定及现金流充足的情况下，适当提高权益比，有利于进行成本管控，提升企业未来营收和利润的确定性。拿地均价 6186.0 元/平方米，拿地均价/销售均价 36.3%，具备良好利润空间。从区域上看，2019 年公司新进入 11 个城市，仍然体现布局核心都市圈思路，其中惠州、中山、茂名、江门等位于粤港澳大湾区，徐州、扬州是长三角经济圈范围内基本面较好的三四线。截至 2019 年末，公司当前总土储共约 6814 万方，预估总货值 9300 亿元，静态观测可供当前销售 4 年左右。
- 压力之下凸显财务稳健之珍贵。**2019 年公司净负债率 51%，相比于 2018 年-2pct，近 5 年净负债率都处于 55%以下，处于民营房企低位。现金及银行存款 609.5 亿元，同比+35%，现金短债比 4.38。公司平均借贷成本 4.54%，相比于 2018 年-1bp，平均账期 6.04 年，同比+0.16。无论是境外美元票据，还是国内公司债券，公司均以长年期、低票息刷新业内记录。**2020 年 1 月，龙湖发行 6.5 亿美元票据，其中 2.5 亿美金为 7.25 年期，票息 3.375%，4 亿美金为 12 年期，票息 3.85%，创下中国民营房企“最长年期”和“最低票息”双纪录。**在新冠疫情冲击导致房企销售回款减少，以及融资环境依然较紧的大背景下，公司资金充裕、财务稳健、融资优势明显，公司价值有望进一步凸显。
- 强化主航道，多元业务协同发展。商业运营：**2019 年，公司实现物业投资业务不含税租金收入 57.9 亿元，同比+41.5%。结构上看商场/租赁住房/其他收入的占比分别为 79.0%/20.3%/0.7%。其中商场租金+31.9%至 47.5 亿，累计开业商场数量 39 个，整体出租率 98.5%，预计到 2020 年底，公司累计开业商场将达近 50 个，目标租金收入为 60 亿元。**长租公寓：**报告期末，冠寓累计开业房间数量 7.5 万间，覆盖 34 城，位列集中式公寓运营商 TOP3；租金收入 11.7 亿元，同比增幅 150.6%；开业超过六个月房源的出租率高达 87.3%。**智慧服务（物业管理）：**2019 年，公司物业管理实现营业收入 42.8 亿元（合并抵消前约 50.0 亿元），毛利率 26.3%；实际在管面积 1.29 亿方，合约管理面积约 4.28 亿方；创新收入占比近 50%，后续该比例有望进一步提高。

风险提示：行业销售下滑超预期，地产调控政策不及预期，新冠疫情影响超预期。

公司财务数据

利润表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	72,075.0	115,798.5	151,026.4	187,046.2	223,987.9
营业成本	47,639.2	76,269.8	100,229.3	126,839.3	153,509.0
毛利	24,435.8	39,528.6	50,797.1	60,206.9	70,478.8
销售费用	1,796.7	3,193.2	4,610.9	5,710.6	6,617.8
管理费用	3,267.4	5,396.8	6,520.9	8,424.3	10,066.1
财务费用	45.3	74.6	76.8	111.0	130.3
其他费用/(-收入)	-7,227.2	-6,618.9	-6,372.7	-9,292.0	-10,289.3
营业利润	26,553.6	37,483.0	45,961.2	55,253.0	63,953.9
所得税费用	1,007.1	1,659.2	1,940.8	2,389.5	2,861.7
净利润	16,478.5	20,890.7	26,552.5	31,357.5	35,342.2
少数股东损益	3,879.9	4,653.8	8,215.9	10,016.2	10,758.9
归属于母公司净利润	12,598.6	16,236.9	18,336.6	21,341.3	24,583.3

财务指标	2017	2018	2019	2020E	2021E
盈利能力					
ROE	15.5%	14.8%	15.9%	16.5%	16.4%
毛利率	33.9%	34.1%	33.6%	32.2%	31.5%
营业利润率	36.8%	32.4%	30.4%	29.5%	28.6%
销售净利率	22.9%	18.0%	17.6%	16.8%	15.8%
成长能力					
营业收入增长率	31.5%	60.7%	30.4%	23.9%	19.8%
营业利润增长率	66.4%	41.2%	22.6%	20.2%	15.7%
净利润增长率	65.9%	26.8%	27.1%	18.1%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	70.7%	72.2%	74.4%	75.2%	77.6%
流动比	131.6%	148.9%	148.3%	109.5%	116.2%
速动比	39.8%	49.9%	48.9%	36.0%	38.6%

每股指标与估值	2017	2018	2019	2020E	2021E
每股指标					
EPS	2.17	2.78	3.13	3.57	4.11
BVPS	17.7	23.5	27.8	31.7	36.1
估值					
P/E	15.2	11.9	10.6	9.3	8.0
P/B	1.9	1.4	1.2	1.0	0.9
P/S	2.7	1.7	1.3	1.1	0.9

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及现金等价物	26,642.2	45,083.1	60,782.4	72,413.7	88,021.9
应收账款及其他应收	4,390.7	7,937.1	10,188.6	10,993.0	15,131.7
存货	16,299.6	24,738.7	33,197.2	37,378.2	48,204.4
其他流动资产	119.1	180.5	169.5	175.0	172.3
流动资产合计	23,368.2	37,209.5	49,526.1	55,680.1	72,209.3
固定资产及在建工程	862.9	3,365.7	1,982.2	2,772.5	3,237.7
长期股权投资	6,832.4	8,545.7	13,286.3	16,060.1	19,136.0
无形资产、商誉	0.0	0.0	601.9	707.7	916.3
其他非流动资产	8,940.0	14,161.4	6,725.6	9,942.4	10,276.5
非流动资产合计	12,909.5	13,485.4	15,698.3	20,781.4	24,076.8
资产总计	36,276.3	50,688.4	65,224.4	76,461.2	96,285.6
短期借款	558.6	1,174.3	1,392.7	2,098.6	2,415.6
应付账款及其他应付	23,313.0	45,736.0	74,187.5	59,109.0	113,389.1
款项					
合同负债	2,052.3	3,476.0	5,996.6	6,334.2	6,875.8
其他流动负债	11,285.7	13,582.3	15,268.9	14,425.6	14,847.2
流动负债合计	17,749.2	24,984.3	33,392.0	50,869.4	62,149.3
长期借款	3,795.4	14,422.9	21,489.9	51,090.8	106,146.2
长期应付账款及其他	10,079.2	6,499.5	13,003.5	13,122.3	17,622.4
应付款项					
其他长期负债	582.6	1,733.5	1,687.9	1,710.7	1,699.3
非流动负债合计	7,909.1	11,622.2	15,164.6	6,592.3	12,546.7
负债合计	25,658.2	36,606.5	48,556.7	57,461.8	74,696.1
股本	514.2	516.8	520.7	524.0	527.6
储备	7,005.4	8,114.6	9,343.5	10,673.2	12,187.2
少数股东权益	3,561.2	5,915.6	7,272.1	8,273.7	9,349.6
负债和股东权益总计	36,276.3	50,688.4	65,224.4	76,461.2	96,285.6

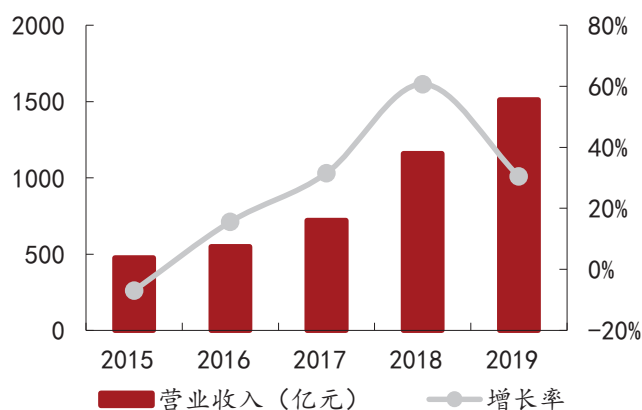
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	12,598.6	16,236.9	18,336.6	21,341.3	24,583.3
折旧摊销	28.7	222.7	0.0	304.4	374.3
营运资本变动	58,937.7	55,342.3	57,140.0	56,241.1	56,690.6
利息净支出	-270.1	-497.6	-383.9	-859.7	-1,044.4
其他	51.9	6,569.6	1,376.3	-832.1	-9,114.6
经营活动现金流	71,346.8	77,873.8	76,469.0	68,705.8	71,489.2
资本支出	8,111.7	7,628.2	7,869.9	1,200.5	1,048.1
其他	-1,983.4	-30,555.2	-25,194.6	-2,787.4	-2,787.4
投资活动现金流	-11,090.4	-11,596.3	-11,342.7	-6,239.2	-2,891.8
债务融资	17,656.7	40,549.9	29,103.3	22,554.0	8,674.7
权益融资	-2,193.1	-4,247.3	-3,614.1	-4,048.3	-3,829.3
其它	3,347.7	20,228.1	19,354.1	24,353.3	-10,988.2
筹资活动现金流	48,941.4	56,530.8	44,843.3	24,584.6	-2,696.2
汇率变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	9,384.1	18,440.9	7,884.9	72,413.7	15,608.2

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

业绩稳健增长，分红回报丰厚

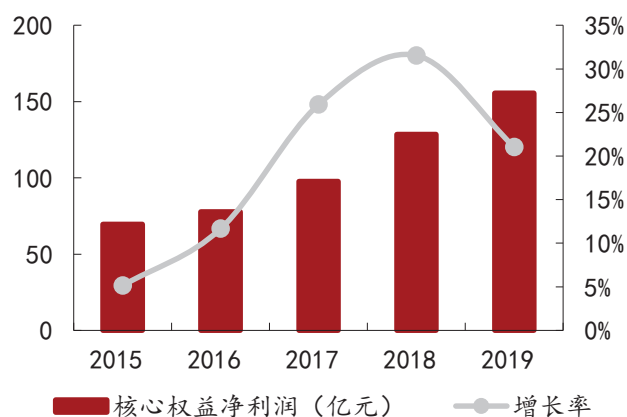
2019 年公司实现营业收入 1510.3 亿元，同比+30.4%，系期内结算金额大幅提升 29.5% 至 1408.0 亿元；核心权益净利润 155.5 亿，同比+21.0%；归母净利润 183.4 亿，同比+12.9%。其中归母净利润增速低于营收增速，主要在于：1) 部分合作项目进入结算周期，当年归属于少数股东的利润占比从 2018 年的 22.3% 增加 8.6 个 PCT 至 30.9%；2) 地产业务结算毛利率较上年下滑 1.1 个 PCT 至 32.1%。公司核心权益净利润率 10.3%，同比-0.9 个 PCT；归母净利润率 12.1%，同比-1.9 个 PCT。此外，全年每股派息人民币 120 分，分红率达 45%（占核心利润），股息收益率 3.7%（对应 3 月 26 日收盘价）。

图 1：2015-2019 年营业收入及增速



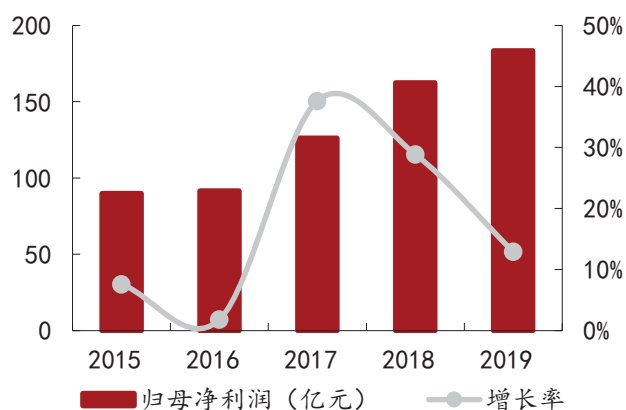
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 2：2015-2019 年核心权益净利润及增速



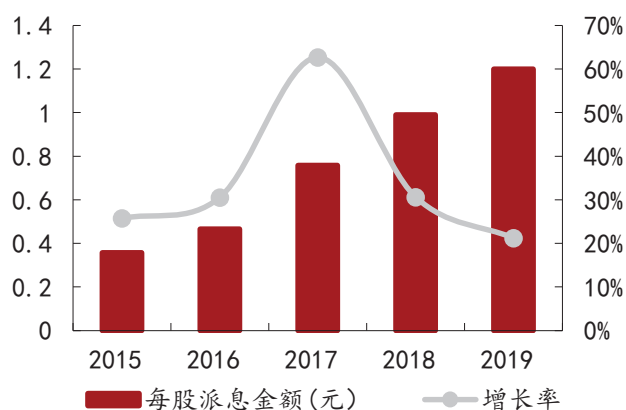
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 3：2015-2019 年归母净利润及增速



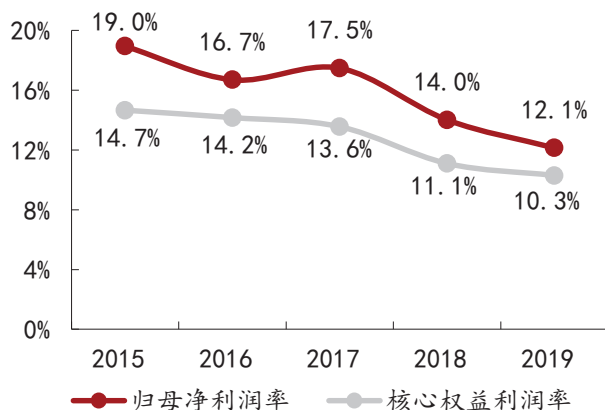
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 4：2015-2019 年每股派息金额及增速



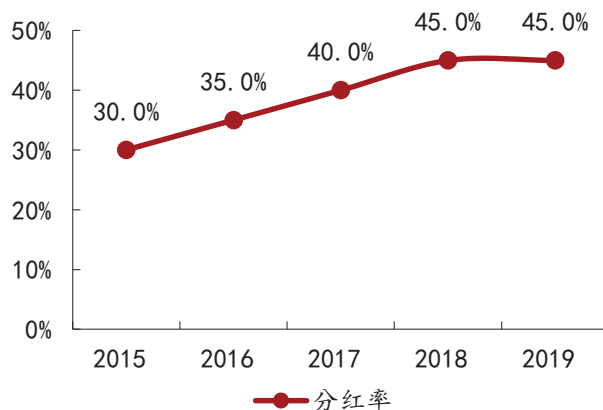
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 5: 2015-2019 年归母净利润率及核心权益利润率



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 6: 2015-2019 年分红率

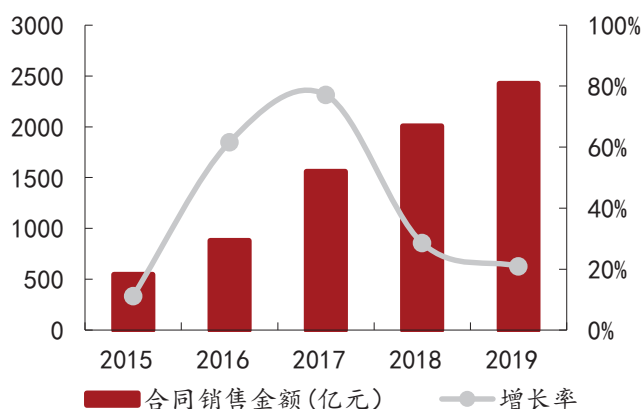


数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

2020 年销售目标稳中有进

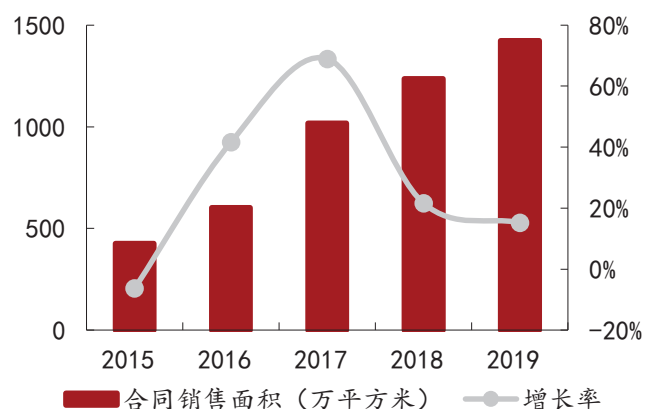
2020 年销售目标 2600 亿, 对应 7.2% 增速。2019 年合同销售金额 2425.0 亿元, 同比+20.9%; 合同销售面积 1424.0 万平方米, 同比+15.2%; 合同销售均价 17029.5 元/平方米, 同比+4.9%。从区域角度看, 长三角、西部、环渤海区域为销售分别贡献 823.9/592.0/522.5 亿, 占其全年销售额 34.0%/24.4%/21.6%。按城市能级划分, 一二线销售贡献占比 89%。在新冠疫情对全行业一季度销售扰动较大背景下, 公司给出全年销售金额 2600 亿目标, 对应 7.2% 增速。

图 7: 2015-2019 年合同销售金额及增速



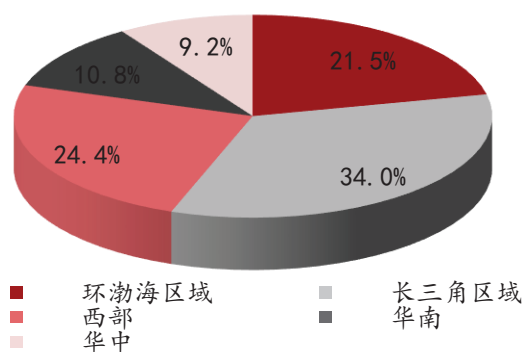
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 8: 2015-2019 年合同销售面积及增速



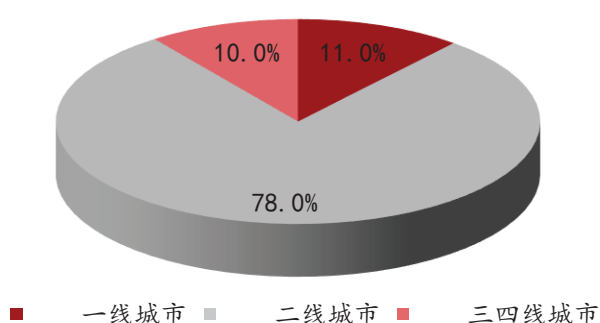
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 9：2019 年销售金额区域贡献占比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

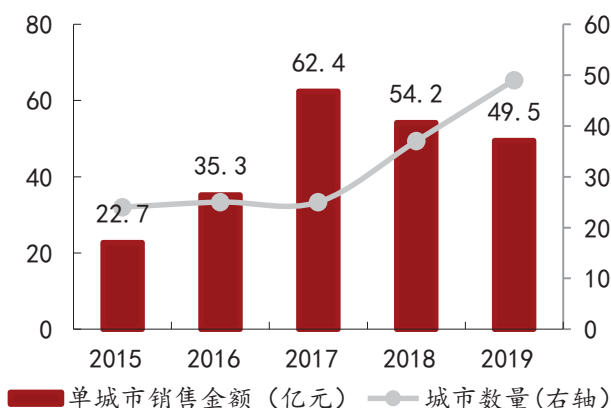
图 10：2019 年销售金额城市能级贡献占比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

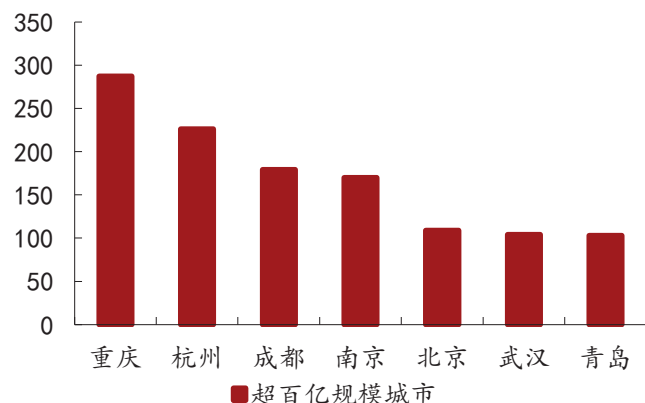
公司多年以来坚持扎根高能级城市，深耕战略成效凸显。2019 年公司有销售贡献的城市达 49 个，相比于 2018 年增加 12 个，平均单城市销售金额约 49.5 亿元。其中，重庆、杭州、成都等 7 个城市销售规模超百亿，成都、长沙等 22 个城市销售金额位列当地备案排名 TOP10。2020 年预计新增 7 个销售城市，总主力销售项目达 212 个。

图 11：2015-2019 年城市数量及单城市销售金额



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 12：2019 年销售规模超百亿的城市



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

逢低补仓节奏得当，权益比例大幅提升

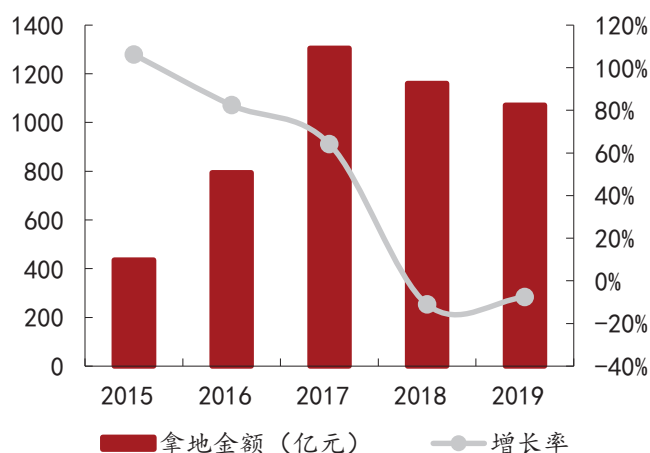
2019 年公司新增项目 90 块，拿地高峰集中于 5-9 月，共拿下 51 宗地块，合计建筑面积 1077.9 万平方米，占全年拿地面积 62.3%。公司拿地主要以二线城市为主，拿地高峰期间，二线城市土地溢价率逐渐降低，错开了房企一季度及四季度的拿地

高峰，逢低补仓节奏得当。

公司新增拿地面积 1731.0 万平方米，同比-20.9%，拿地面积/销售面积比值 121.6%，拿地力度较为稳健；新增拿地金额 1070.8 亿元，同比-7.7%，其中权益拿地金额 787.0 亿元，同比+8.3%，权益比 73.5%，较 2018 年提高 10.9 个 PCT；在开发稳定及现金流充足的情况下，适当提高权益比，有利于进行成本管控，提升企业未来营收和利润的确定性。拿地均价 6186.0 元/平方米，拿地均价/销售均价 36.3%，具备良好利润空间。

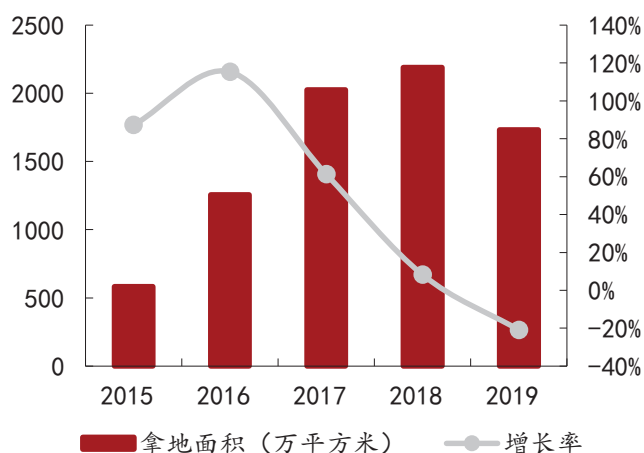
从区域上看，2019 年公司新进入 11 个城市，仍然体现布局核心都市圈的思路，其中惠州、中山、茂名、江门等位于粤港澳大湾区，徐州、扬州是长三角经济圈范围内基本面较好的三四线。截至 2019 年末，公司当前总土储共约 6814 万方，预估总货值 9300 亿元，静态观测可供当前销售 4 年左右。

图 13: 2015-2019 年拿地金额及增速



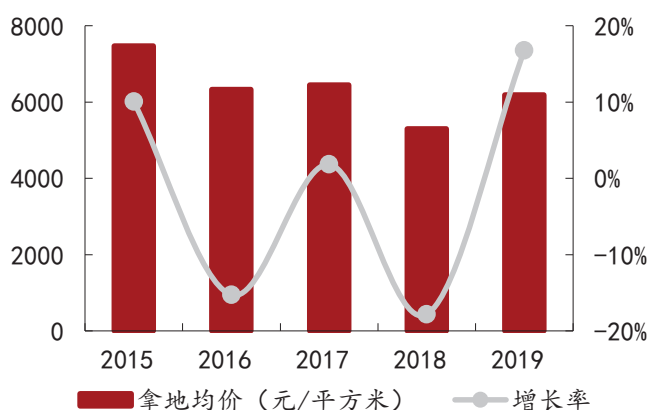
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 14: 2015-2019 年拿地面积及增速



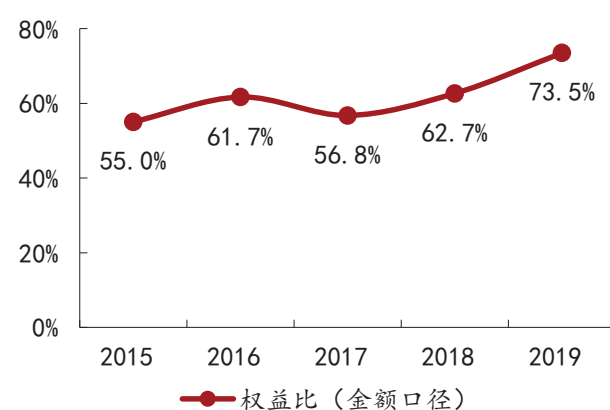
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 15: 2015-2019 年拿地均价及增速



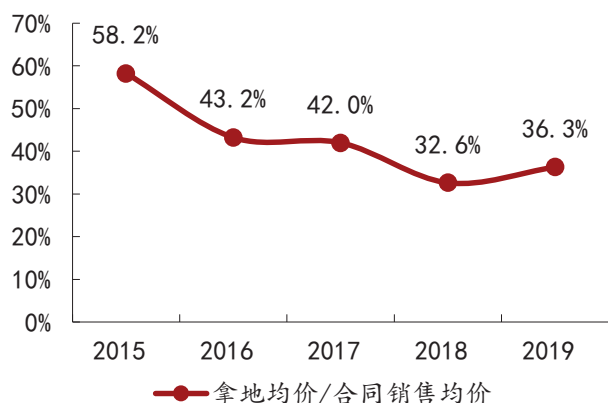
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 16: 2015-2019 年权益比（金额口径）



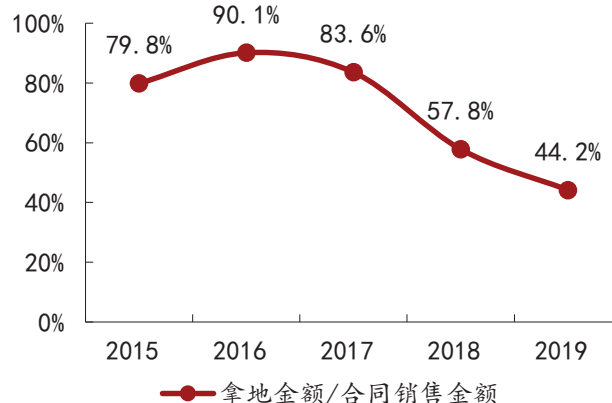
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 17: 2015-2019 年拿地均价/合同销售均价



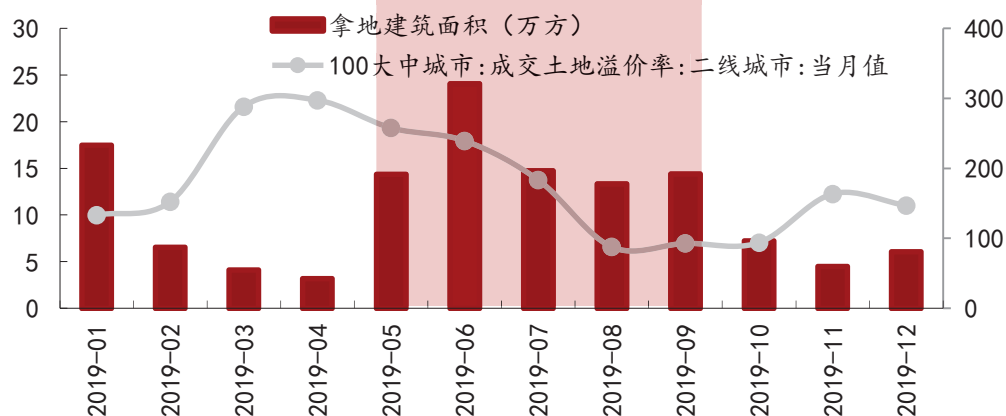
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 18: 2015-2019 年拿地金额/合同销售金额



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 19: 2019 年月度拿地建筑面积与二线城市溢价率

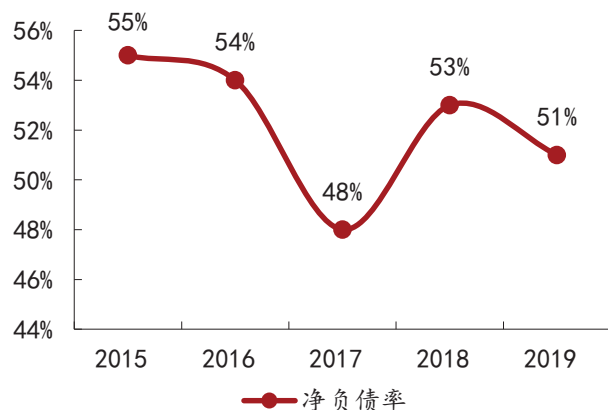


数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

压力之下凸显财务稳健之珍贵

2019 年公司净负债率 51%，较 2018 年-2pct，近 5 年净负债率都处于 55%以下，处于民营房企低位。现金及银行存款 609.5 亿元，同比+35%，现金短债比 4.38。公司综合融资成本 4.54%，在 2018 年基础上继续微降 1bp。2020 年 1 月，公司成功发行 6.5 亿美元票据，其中 2.5 亿美金为 7.25 年期，票息 3.375%，4 亿美金为 12 年期，票息 3.85%，创下中国民营房企“最长年期”和“最低票息”双纪录。在新冠疫情冲击导致房企销售回款减少，以及融资环境依然较紧的大背景下，公司资金充裕、财务稳健、融资优势明显，公司价值有望进一步凸显。

图 20: 2015-2019 年净负债率



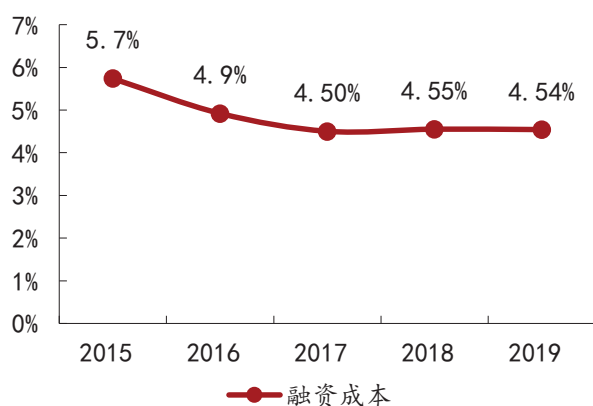
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 21: 2015-2019 年现金短债比



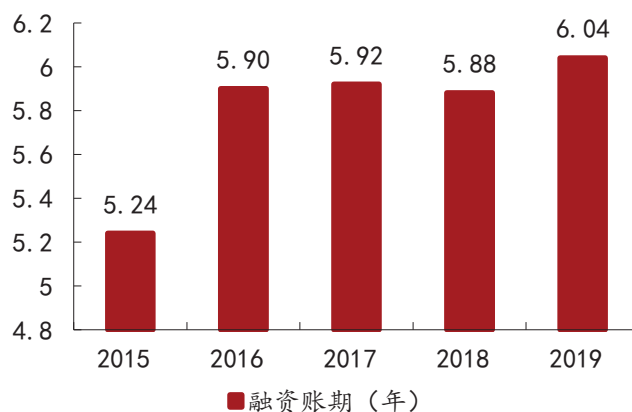
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 22: 2015-2019 年融资成本



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 23: 2015-2019 年融资账期



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 1: 2019 年至 2020 年 3 月境内、外新发债券汇总

发行时间	类型	年期	票息 (%)	发行量 (亿)
2019 年 2 月	公司债	5/7	3.99 / 4.70	RMB 22
2019 年 7 月	住房专项债	5/7	3.90 / 4.67	RMB 20
2019 年 9 月	美金债	10	4.0	USD 8.5
2020 年 1 月	美金债	7.25 / 12	3.375 / 3.85	USD 6.5
2020 年 1 月	公司债	5 / 7	3.55 / 4.20	RMB 28
2020 年 3 月	住房专项债	7.00	3.8	RMB 30

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

强化主航道，多元业务协同发展

商业运营:2019年,公司实现物业投资业务不含税租金收入 57.9 亿元,同比+41.5%。结构上看商场/租赁住房/其他收入的占比分别为 79.0%/20.3%/0.7%。其中商场租金+31.9%至 47.5 亿,累计开业商场数量 39 个,整体出租率 98.5%,预计到 2020 年底,公司累计开业商场将达近 50 个,目标租金收入为 60 亿元。

长租公寓:报告期末,冠寓累计开业房间数量 7.5 万间,覆盖 34 城,位列集中式公寓运营商 TOP3;租金收入 11.7 亿元,同比增幅 150.6%;开业超过六个月房源的出租率高达 87.3%。

物业管理:2019 年,公司物业管理实现营业收入 42.8 亿元(合并抵消前约 50.0 亿元),毛利率 26.3%;实际在管面积 1.29 亿方,合约管理面积约 4.28 亿方;创新收入占比近 50%,后续该比例有望持续提高。

投资建议

公司自成立以来穿越多轮周期,成长为稳健发展的民营房企典范,适度扩张的同时公司坚持聚焦与深耕一二线城市策略,通过精细化运营与管理提升综合实力。2019 年公司销售稳步增长,过往审慎财务策略为低位补货留下了足够的弹性空间,2020 年销售目标不悲观。我们认为公司良好的信用优势将逐步在经营端体现,地产、商业、长租和智慧服务等主航道业务未来有望进一步协同发展。我们预计公司 20-21 年归母净利润分别为 213.4、245.8 亿元,对应 EPS 分别为 3.57、4.11 元,对应 PE 分别为 9.2X、7.4X,首次覆盖,给予“强烈推荐”评级,目标价 43.02 港元(对应 20%增长空间)

风险提示:行业销售下滑超预期,地产调控政策不及预期,新冠疫情影响超预期。

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 CEO 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人士提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他人士或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本报告所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人士或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

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。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属猜测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。