

2020 年 03 月 31 日

证券研究报告 | 公司点评

房地产 | 房地产开发和服务

强烈推荐（维持）

规模业绩双增，旧改资源丰富

中国奥园 03883.HK

目标股价：14.50 港元

当前股价：8.87 港元

基础数据

流通市值（百万元）	306409.43
发行股份（百万股）	2,690.38
每股净资产（元）	5.60
主要股东持股比例（%）	
江敏儿	55.24
Sturgeon Limited	55.24

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	-9.64	-12.21	18.84
绝对表现	-20.94	-30.38	-1.57
近 12 月最高价(港元)	20-01-03	13.12	
近 12 月最低价(港元)	20-03-19	7.17	

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

- 《中国奥园 03883.HK：业绩稳健高增，融资凸显优势》2020-03-04
- 《中国奥园 03883.HK：十月销售大幅增长，全年目标大概率完成》2019-11-12
- 《中国奥园 03883.HK：九月销售高增长》2019-10-11

分析师 董浩

执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君

852-25105555
zhouzhuojun@cric.com

投资要点

- 业绩如期高增长。**2019 年公司实现营业收入 505.3 亿元，同比+63%。受益于结算面积增长，公司 2019 年盈利能力大幅提升，实现毛利润 150.2 亿元，同比+56%，对应毛利率 29.7%，相比去年同期下滑 1.4 个 pct；实现归母净利润 52.2 亿元，同比+78%，对应净利润率 10.3%，相比去年同期提升 0.8 个 pct；实现核心净利润 51.2 亿元，同比+67%，对应核心净利润率 10.1%，相比去年同期提升 0.2 个 pct。
- 2019 年超额完成销售目标，2020 年稳中有进。**2019 年公司实现合同销售额 1180.6 亿元，同比+29%，超额完成全年 1140 亿元的目标；销售面积 1168.5 万方，同比+32%。新冠疫情拖累公司一季度销售，但目前公司约 99%售楼中心、94%的施工项目已复工，相信伴随着疫情得到逐渐控制，未来公司销售将呈现回暖态势。2020 年公司预计总可售资源约 2200 亿元，年度销售目标约 1400 亿元（去化率 64%），对应 12% 增长率。
- 拿地较进取，充足旧改资源为未来业绩奠定基础。**2019 年公司新增项目 87 个，新增建面约 1609 万方，新增项目货值约 1861 亿（为今年销售金额 1.6 倍），公司战略性补充土储。拿地均价 2199 元/平，地价/房价约 30%，预期内有较为稳定的利润率。此外，公司积极参与大湾区旧改项目，截至期末拥有逾 30 个不同阶段的城市更新项目，预计额外贡献可售资源约 2260 亿元，增厚大湾区土地储备的同时有助于在经济下行的大环境下推动后续销售的逐步增长。
- 财务指标稳健，融资优势逐渐凸显。**2019 年公司净负债率为 74.9%，较前值提升 16.0pct，处于行业合理水平。年初公司两笔境内外债券融资发行票息屡创新低，融资优势作为公司的核心竞争力将为未来获取资源提供强硬后盾。
- 投资建议：**公司 2019 年业绩靓丽，销售继续保持较高增速，过去五年完成了从百亿到千亿的跨越。公司多年来深耕大湾区，积累了逾 2000 亿的旧改货值，同时大量的已售未结资源为未来业绩提供良好保障。我们看好公司全国化布局后的规模和业绩成长性，预计 2020/2021 年 EPS 为 2.36/3.25 元，对应 PE 3.4/2.5。维持“强烈推荐”评级，目标价 14.50 港元。
- 风险提示：**新冠疫情影超预期，行业销售下滑超预期，政策逆周期调控力度不及预期。

核心数据

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入（百万元）	19115.3	31005.8	50531.2	76807.3	107530.3
增长率(%)	61.6%	62.2%	63.0%	52.0%	40.0%
归母净利润(百万元)	1639.9	2408.9	4200.8	6355.8	8752.3
增长率(%)	86.2%	46.9%	74.4%	51.3%	37.7%
每股收益 (EPS)	0.61	0.90	1.56	2.36	3.25
市盈率 (P/E)	13.3	9.1	5.2	3.4	2.5
市净率 (P/B)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

敬请阅读末页的重要说明

公司财务数据

利润表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	19115.3	31005.8	50531.2	76807.3	107530.3
营业成本	14003.8	21371.7	35510.0	54395.2	75279.0
毛利	5111.5	9634.2	15021.2	22412.1	32251.3
销售费用	926.2	1432.2	2138.1	3506.4	4808.6
管理费用	799.6	1736.0	2434.7	3738.1	5478.3
财务费用	267.9	410.6	718.2	1061.7	1479.5
其他费用/(-收入)	-507.8	-898.9	-859.3	-1857.7	-2515.6
营业利润	3625.6	6954.3	10589.5	15963.7	23000.5
所得税费用	1673.6	4014.8	5367.7	8225.7	12262.9
净利润	1952.0	2939.5	5221.8	7738.0	10737.6
少数股东损益	312.0	530.6	1021.1	1382.3	1985.3
归属于母公司净利润	1639.9	2408.9	4200.8	6355.8	8752.3

财务指标	2017	2018	2019	2020E	2021E
------	------	------	------	-------	-------

盈利能力

ROE	7.2%	9.6%	14.1%	18.0%	21.1%
毛利率	26.7%	31.1%	29.7%	29.2%	30.0%
营业利润率	19.0%	22.4%	21.0%	20.8%	21.4%
销售净利率	10.2%	9.5%	10.3%	10.1%	10.0%
成长能力					
营业收入增长率	61.6%	62.2%	63.0%	52.0%	40.0%
营业利润增长率	73.9%	91.8%	52.3%	50.8%	44.1%
净利润增长率	93.9%	50.6%	77.6%	48.2%	38.8%

偿债能力

资产负债率	78.4%	83.7%	87.2%	89.3%	88.7%
流动比	153.6%	142.0%	133.3%	138.2%	130.5%
速动比	51.5%	47.0%	52.5%	39.1%	47.9%

每股指标与估值	2017	2018	2019	2020E	2021E
---------	------	------	------	-------	-------

每股指标

EPS	0.61	0.90	1.56	2.36	3.25
BVPS	10.1	11.4	13.8	15.9	18.9
估值					
P/E	13.3	9.1	5.2	3.4	2.5
P/B	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
P/S	1.1	0.7	0.4	0.3	0.2

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及现金等价物	24769.2	32937.3	58042.6	72967.0	96777.3
应收账款及其他应收款项	12158.5	16036.7	34171.1	19485.7	43539.0

存货	77207.3	114961.0	159015.0	264059.1	262893.9
其他流动资产	1770.9	2945.1	9950.0	10250.0	10550.0
流动资产合计	116110.2	171807.6	262457.5	368146.7	415167.7
固定资产及在建工程	719.0	2057.2	2686.4	3027.6	3234.3
长期股权投资	6360.2	8833.5	10072.4	12072.4	14072.4
无形资产、商誉	33.5	7.1	1560.6	1560.4	1560.1
其他非流动资产	2288.5	3844.9	6992.8	8192.8	9392.8
非流动资产合计	9695.6	17050.7	27422.9	32363.8	36870.3
资产总计	125805.9	188858.2	289880.4	400510.5	452038.0
短期借款	21121.8	24314.0	41873.1	77804.9	59473.8
应付账款及其他应付款项	7294.5	11212.9	18074.1	27941.3	35711.5
合同负债	34760.1	59966.4	86056.0	105962.4	150915.5
其他流动负债	8810.0	14982.5	34911.9	36911.9	38911.9
流动负债合计	75573.2	121032.6	196847.3	266318.6	318153.3
长期借款	14422.9	21489.9	35152.0	62074.2	49941.1
长期应付账款及其他应付款项	6499.5	13003.5	18739.0	26590.4	29868.9
其他长期负债	2184.0	2598.3	2145.5	2645.5	3145.5
非流动负债合计	23106.4	37091.7	56036.5	91310.1	82955.5
负债和股东权益总计	125805.9	188858.2	289880.4	400510.5	452038.0

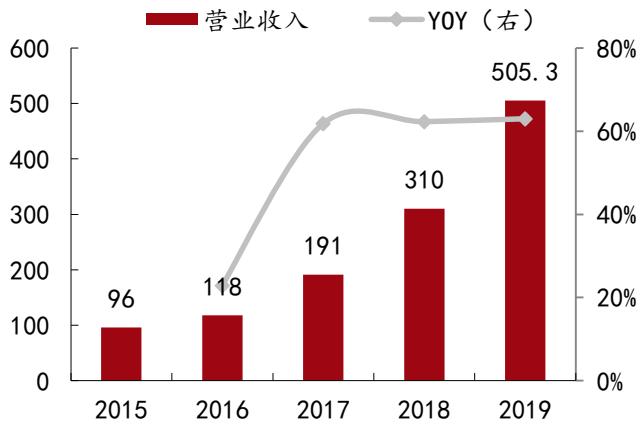
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	1639.9	2408.9	4200.8	6355.8	8752.3
折旧摊销	54.0	119.4	-	169.1	203.5
营运资本变动	-6925.9	7508.5	-20659.0	-50317.9	49556.2
利息净支出	173.0	152.4	274.7	535.9	723.5
其他	-1704.2	-1601.3	1516.0	-1332.0	-1759.6
经营活动现金流	-6763.2	8587.9	-8553.0	-44589.1	57475.9
资本支出	402.8	526.4	-	510.0	410.0
其他	-8952.6	-10163.7	-	-9558.1	-9860.9
投资活动现金流	-9943.6	-16963.1	-5979.0	-10068.1	-10270.9
债务融资	21463.5	14398.2	22468.0	62854.1	-30464.3
权益融资	-393.5	-679.0	-	-1852.9	-2690.1
其它	9976.3	2651.1	-	24089.1	9640.2
筹资活动现金流	31046.3	16370.2	20988.0	85090.2	-23514.2
汇率变动	-41.2	173.0	-	65.9	119.5
现金净增加额	14298.3	8168.1	6456.0	30499.0	23810.3

结算量价齐升拉动业绩高增长

业绩高增符合预期。公司迎来业绩高速释放期，2019年公司营业额为505.3亿元，同比+63%。从收入类型来看，物业结算金额为480.9亿元，同比+61.7%，占总收入的95.2%；结算面积为521.2万方，同比+57.8%；结算均价为9227元/平方米，同比+2.4%，结算均价增长主要是因为交付的物业中占比最高的住宅性公寓销售均价比去年同期增加19.7%。

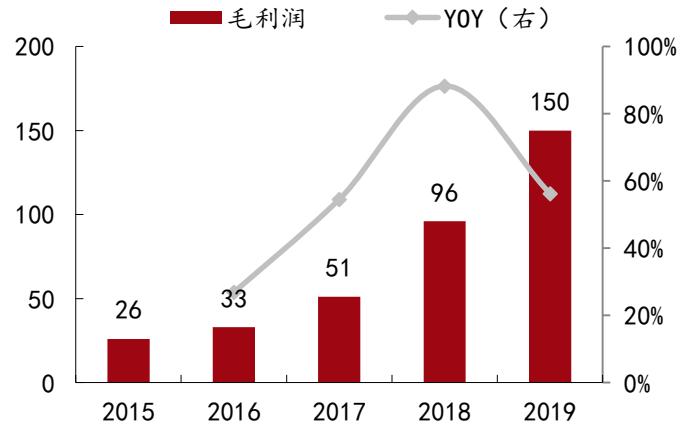
三费比率降低及汇兑亏损下降造成净利润增速略高于营收增速。2019年公司实现毛利润150.2亿元，同比+56%，对应毛利润率29.7%，相比去年同期下滑1.4个百分点；实现净利润52.2亿元，同比+78%，对应净利润率10.3%，相比去年同期提升0.8个百分点；实现核心净利润51.2亿元，同比+67%，对应核心净利润率10.1%，相比去年同期提升0.2个百分点；每股基本盈利为156.5分，同比+74%。公司净利润增速跑赢营收增速主要因为1) 其他收入及收益中汇兑亏损净额减少，同时投资回报及出售合营企业收益增长；2) 三费占营收比重由2018年的11.5%下降至2019年的10.5%致公司净利润增速略跑赢营收增速。

图1：营业收入（亿元）及增速



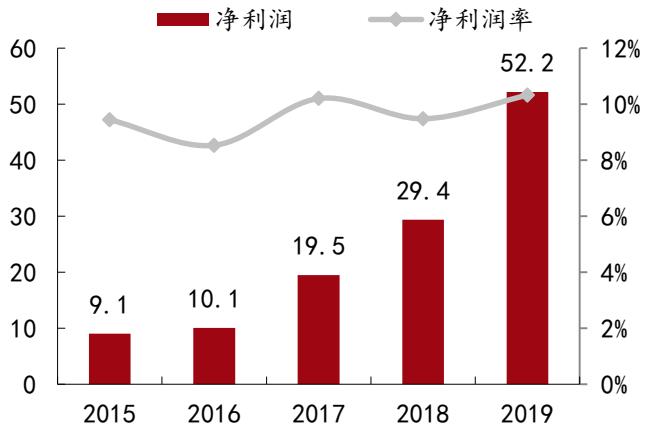
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图2：毛利润（亿元）及增速



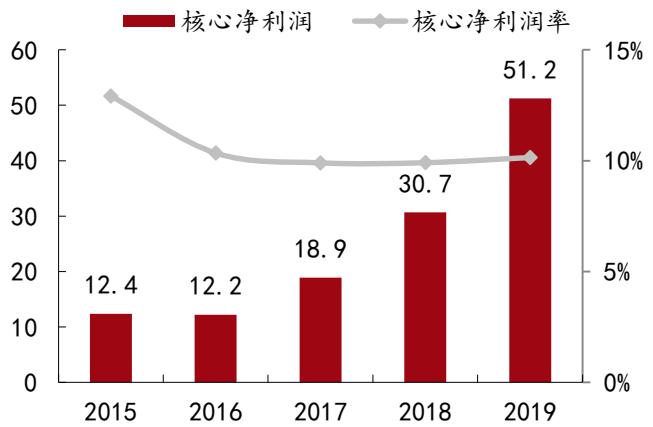
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 3: 净利润(亿元)及净利润率



数据来源: wind、克而瑞证券研究院
注: 净利润包含少数股东应占净利润

图 4: 核心净利润(亿元)及核心净利润率

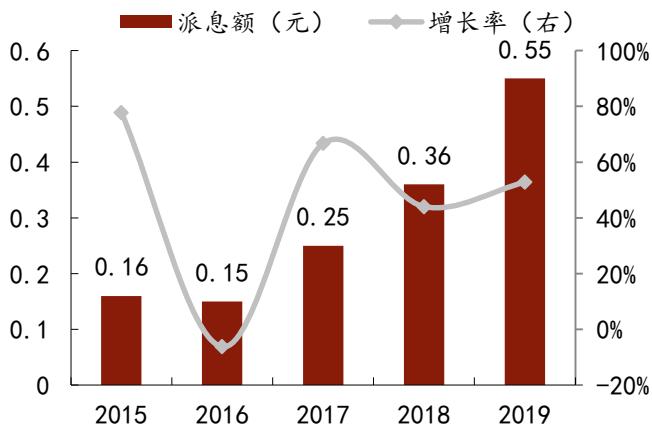


数据来源: wind、克而瑞证券研究院

充裕已售未结资源保障未来盈利能力。近五年的销售高增长为公司带来充裕已售未结资源，于2019年末，公司已签约未确认的合同销售额约1705亿元，已售未结/当期营业收入为3.4X，预计近两年将逐步结算，已售未结资源的毛利率约30%左右，将为公司可持续性盈利提供有力保障。

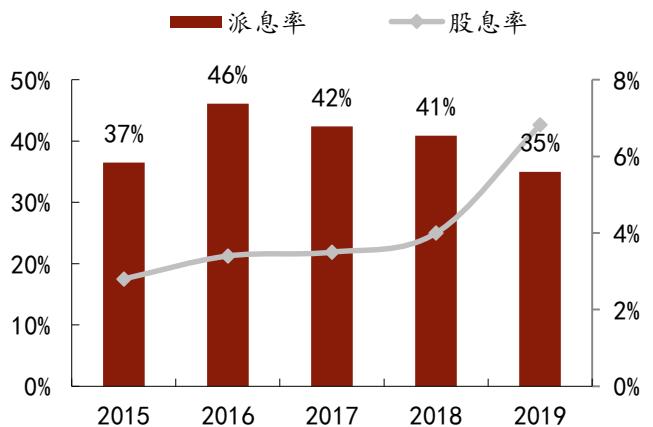
发展与股东权益兼顾，派息政策稳定宽裕。公司自上市以来保持稳定派息政策，期间2016为了加速规模化扩张而适当降低派息金额，2017年后兼顾发展与股东权益，派息额逐年攀升，派息率也保持行业较高水平。2019年董事会建议派发末期股息每股人民币55分（相当于60.1港仙），同比+52.8%，对应派息比率35%；按照2020年3月30日收盘价计算，对应股息率为6.8%。

图 5: 派息额及增长率



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

图 6: 派息率及股息率



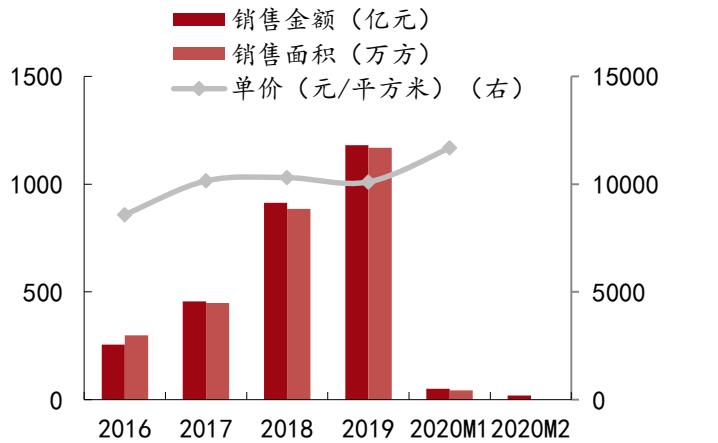
数据来源: wind、克而瑞证券研究院

销售突破千亿大关，跻身全国三十强

2019 年超额完成销售目标。2019 年全年公司实现合同销售金额 1180.6 亿元，同比+29%，超额完成全年 1140 亿元的销售目标；实现合同销售面积 1168.5 万方，同比+32%；销售均价 10103 元/平方米，同比-1.9%；销售权益比为 83%，保持行业较高水平。公司于行业去化压力较大的环境下仍实现高速增长，五年内完成从百亿到千亿的跨越，CAGR 达 57.4%，增幅维持行业前列水平；根据克而瑞榜单，2019 年公司上升至百强房企销售榜第 27 位，跻身全国三十强，与 2018 年相比提升 11 位。

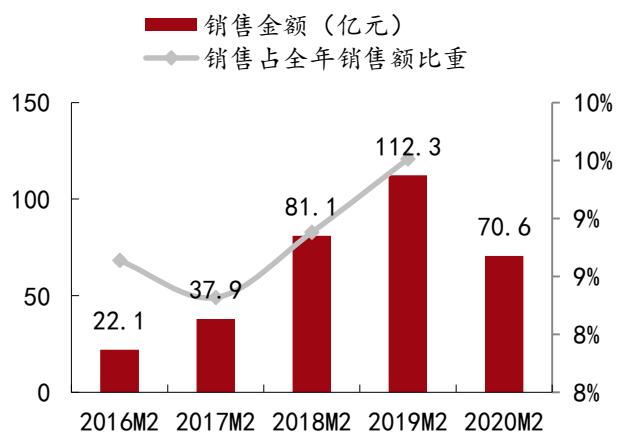
2020 年稳中有进。受新冠疫情及春节假期影响，2020 年 2 月公司实现合同销售约 20 亿元；2 月累计实现销售额 70.6 亿元，相较去年同期下滑 37.1%，新冠疫情或拖累公司一季度销售。考虑到往年公司 1-2 月销售占全年总销售比重不足 10%，因此即使公司一季度销售短暂滞缓，在疫情稳定后发力也有望达到预期目标。目前新冠疫情在中国基本受控，境外尚在蔓延，公司也基于疫情及经济下行压力积极应对，目前公司约 99%售楼中心、94%的施工项目已复工，相信伴随着疫情得到逐渐控制公司销售将呈现回暖态势。2020 年公司预计总可售资源约 2200 亿元，年度销售目标约 1400 亿元，对应 12%增长率，公司力求“稳增长、重客户、抓产品、优运营、控成本、促回款”，在当前规模基数适度增长下，实现可持续、高质量的发展。

图 7：历年销售金额



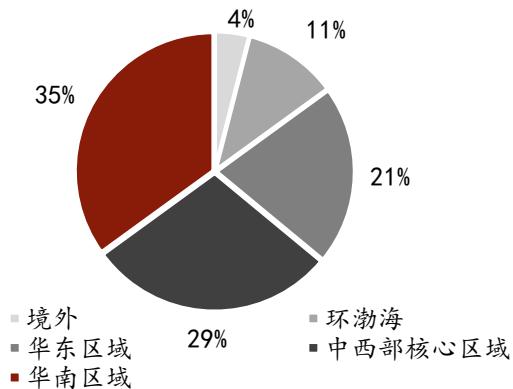
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 8：历年销售金额比重



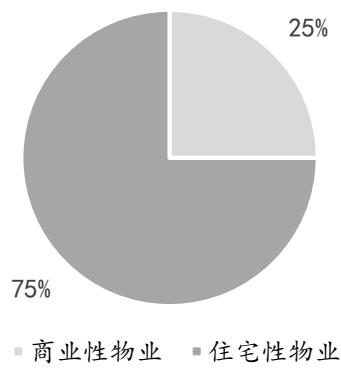
数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 9：2020 年预计可售资源地区分布



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 10：2020 年预计可售资源产品分布

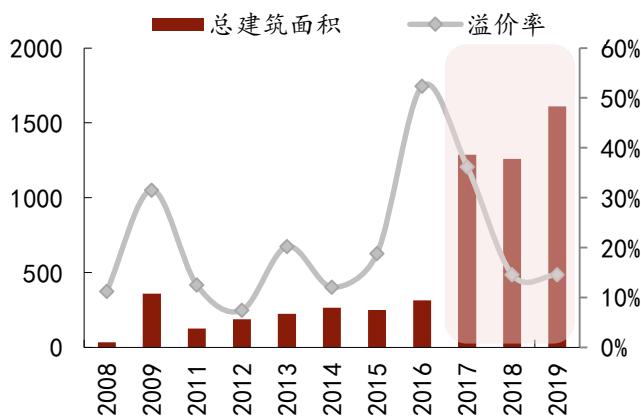


数据来源：wind、克而瑞证券研究院

全国化布局完成，持续深耕重点区域

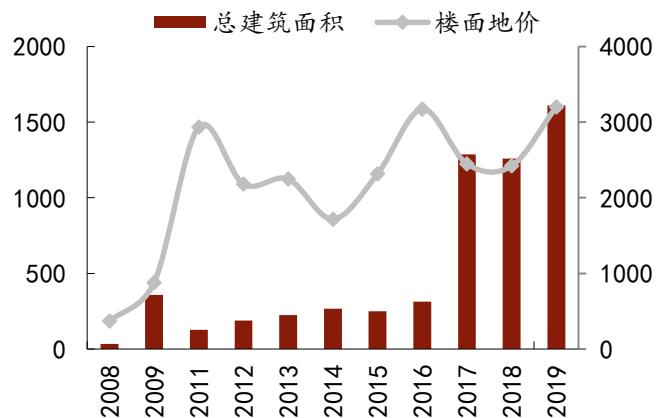
拿地较进取。2019 年公司新增项目 87 个，新增可开发建筑面积约 1609 万方（收并购项目占 79%），同比+27.9%；新增货值约 1861 亿元。新增拿地成本为 3199 元/平方米，拿地均价/销售均价约 31.7%，仍保持一定的利润空间；新增拿地权益比 75%，对应权益地价 323 亿元，预计为公司带来新增货值 1778 亿元。公司择机拿地适度补货以控制土地成本：2016 年地方财政收入过多依赖土地市场（地方政府平均土地收入占财政收入约 40%）致土地市场过热、溢价率位居高点，公司采取稳健补仓策略；2017 年竞自持等新政出台后地价得到抑制，住宅土地溢价率逐渐降温并至低位，期间公司加大拿地力度，2017 年拿地总建筑面积相较 2016 年提高约 3X。择机拿地策略有利于保障公司土地投资收益的同时也为后续合适的加仓时点提供了充足的弹药准备。

图 11：总建面（万方）与溢价率对比



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 12：总建面（万方）与楼面单价（元/平）对比



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

表 1：上市以来拿地节奏

年份	收购数量	楼面地价 元/平方米	总建筑面积 万方	总地价 亿元
-	-			
2008 年	2	369	34.1	1.26
2009 年	4	876	358.3	31.38
2011 年	7	2933	126.8	37.21
2012 年	8	2178	187.5	40.84
2013 年	8	2245	223.3	50.13
2014 年	8	1715	265.7	45.57
2015 年	13	2312	249.2	57.61
2016 年	17	3170	313.9	99.5
2017 年	58	2446	1286.1	314.58
2018 年	64	2418	1258.4	304.32
2019 年	87	3199	1609.2	514.72
合计	276	2532	5912.5	1497.12

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

全国化布局愈加完善。公司起步于华南，近年逐步从深耕粤港澳大湾区迈向全国化扩张。从拿地分布来看，公司全国均衡布局以分散投资风险的策略愈加凸显，新增拿地分散于 15 个城市，在全国化布局愈加完善的基础上加强重点区域深耕，主力拓展一二线城市（广州、深圳、珠海、南京、苏州等），同时关注政策性倾向有利、经济实力较强、市场容量较佳的三四线城市（咸宁、孝感等）。从拿地方式来看，公司为控制拿地成本仍以收并购为主，2019 年收并购/招拍挂/城市改造拿地占比分别为 79.1%/18.6%/2.3%。从拿地用途来看，公司贯彻“住宅为主、商业为辅”的运营模式，以商业配合投资性物业的开发，以此来拓宽收入来源，并促进可售物业的附加价值提升。目前公司主要商业地产模式为商业综合体，聚焦于广东广州、重庆等地方，少数步入长沙、成都等市。2019 年公司住宅/商业拿地占比分别为 97.2%/2.8%。

表 2：2019 年拿地区域分布

	权益地价 亿元	建筑面积 万方	楼面地价 元/平方米	权益
华南区域	84	463	2482	77%
中西部核心区域	97	416	3084	76%
华东区域	117	470	4242	68%
环渤海区域	35	253	2479	84%
境外区域	7	8	12510	75%

合计

339

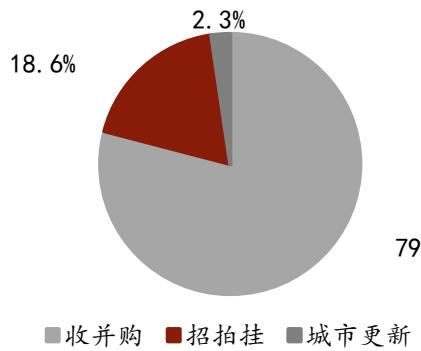
1609

3199

75%

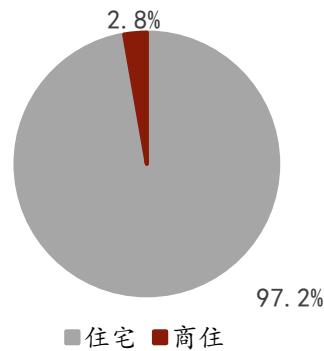
数据来源: wind、克而瑞证券研究院

图 13: 2019 年新增拿地方式



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

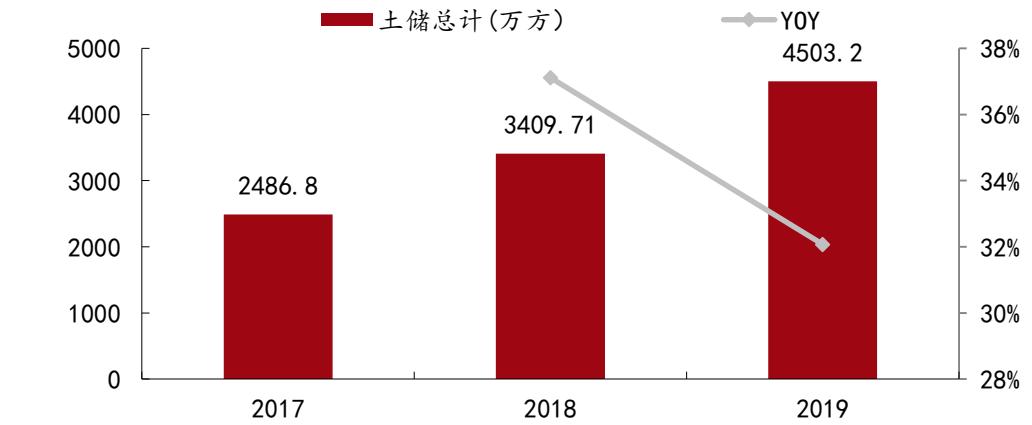
图 14: 2019 年新增拿地用途



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

优质土储有助于推动后续销售的稳健增长。于 2019 年末，公司土地储备总建筑面积约 4503 万方（权益比 79%），分布 85 个境内外城市，总货值约人民币 4585 亿元，计入城市更新项目后的总货值约 6845 亿元。从土储区域分布来看，公司聚焦粤港澳大湾区（华南），重仓中西部及华东核心区，并实现北上广深一线城市全覆盖，优质土储有助于在经济下行的大环境下推动后续销售增长的逐步释放。除华东及境外，其余区域土储楼面均价均控制在 3000 元/平以下，存在较大升值空间，进一步保障公司盈利水平。

图 15: 近年土储总建筑面积（万方）



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

表 3：2019 年土储各区域分布情况

	建面占比	建筑面积	楼面地价	总货值
	-	万方	元/平方米	亿元
华南区域	42%	1878	2063	1828
中西部核心区域	27%	1200	2419	1104
华东区域	17%	777	3477	833
环渤海区域	10%	476	2709	503
境外区域	4%	171	3808	317
合计	100%	4503	2536	4585

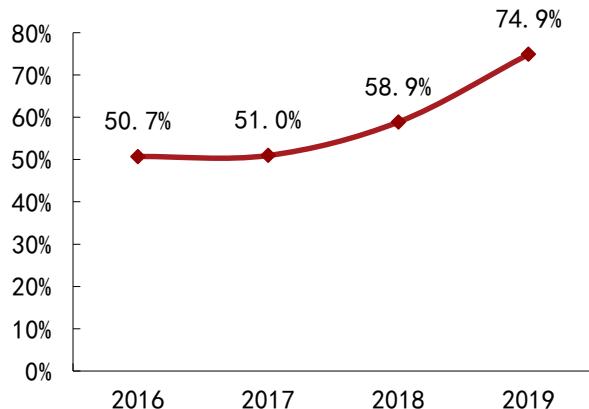
数据来源：克而瑞证券研究院

充足旧改资源为未来业绩奠定基础。近年旧改政策支持力度不断加大，加之一二线城市土地供应有限致传统的招拍挂拿地方式无法获取足够的优质土储，促使更多的房企加入到城市更新和旧城改造中。公司也积极推进城市更新项目，目前已实现旧城、旧厂、旧村“三旧”改造全覆盖，旧改拓宽了拿地渠道，也有效降低了土地成本。截至 2019 年末，公司拥有逾 30 个不同阶段的城市更新项目，规划总建筑面积约 1425 万方，规划可售面积 845 万方，预计提供可售资源约 2260 亿元，其中粤港澳大湾区可售资源约占 89%（2019 亿元），增厚优质土地储备的同时也为业绩增长提供强力支撑。

核心财务指标稳健

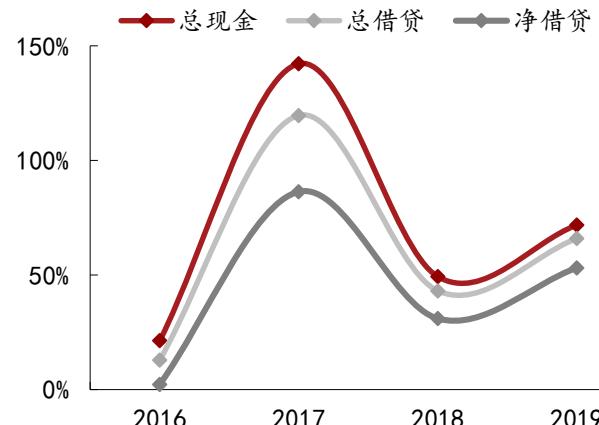
净负债率小幅提升。公司净负债率处于行业合理水平，2019 年净负债率为 74.9%，较前值提升 16.0 个 pct，杠杆提升主要受收购保险公司部分权益影响（支付三十余亿元）；公司根据约定条件已于 2020 年 1 月 20 日公告终止收购协议，如剔除收购保险公司部分权益而导致的负债影响，2019 年公司净负债率约 66%，较前值仅提升 7.1 个 pct。此外，公司已实施若干贷款管理政策如密切监控净负债比率变动，并致力于优化银行信贷结构、维持财务指标健康。

图 16: 净负债率比率



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

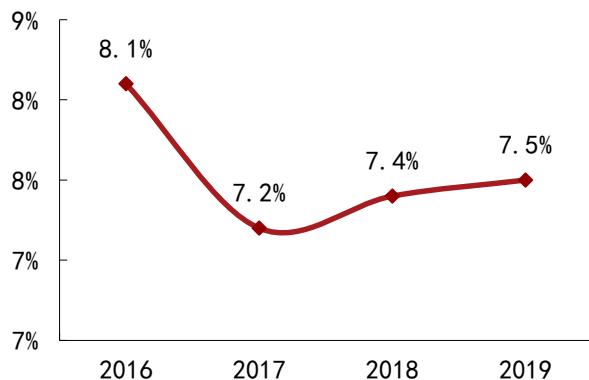
图 16: 总现金、总借贷、净借贷增速



数据来源: wind、克而瑞证券研究院

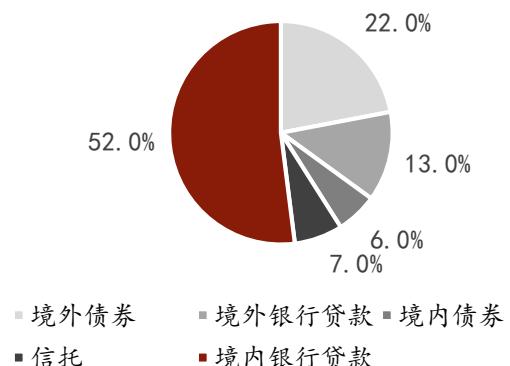
短期偿债压力可控，借贷利率维持低位。近四年公司总现金增速持续跑赢借贷增速，截至 2019 年末，公司总借贷约 957.6 亿元，其中长/短债分别为 538.9/418.7 亿元，综合借贷成本维持 7.5% 左右；总在手现金约 680.6 亿元，可以覆盖短期借贷。2020 年一季度公司已偿还及续期约 96 亿元的短期借贷，进一步减轻债务压力，短期借贷占比降至 33%。

图 17: 平均融资利率



数据来源: 克而瑞证券研究院

图 18: 2019 年总借贷结构



数据来源: 克而瑞证券研究院

融资优势逐渐凸显。2019 年公司率先打开亚洲美元债券市场，并重启内房三年期美元债公开市场发行，通过公募及私募形式发行 14.5 亿美元优先票据；成功发行人民币 15 亿元四年期 6.8% 境内公司债。此外，截至 2019 年末，公司授信额度总额约为 1840 亿元（含总对总授信额度人民币 266 亿元）。

2020 年再创票息新低。公司近年先后获惠誉（BB-）、标普（B+）及穆迪（B1）三大国际评级机构一致调升企业信贷评级，展望“正面”；2019 年获联合信用调升至中国最高信用级别“AAA”，信贷评级的提升及基本面持续改善助力公司进一步降低债券融资成本。2020 年初公司完成境内、境外两笔债券的成功发行，其中 1.88 亿美元的一年期海外债发行收益率为 4.8%，创公司乃至中资企业高息债的最低发行价；随后发行的 25.4 亿人民币境内公司债票息为 5.5%，再创公司境内债券融资票息新低。长期来看，房企融资预计在“房住不炒”的大环境下稳步运行，而融资优势作为公司的核心竞争力将为未来获取资源提供强硬后盾，支撑公司逆势而上，进一步提高市场份额。

表 4：近期债券发行

债券简称	起息日	发行规模	币种	利率说明
20 奥园 01	2020-03-02	25.4	CNY	5.50%
中国奥园 4.8% N2021	2020-02-21	1.88	USD	4.80%
中国奥园 7.35% N2023	2019-06-21	2.00	USD	7.35%
中国奥园 7.95% N2023(重开)	2019-02-19	2.50	USD	7.95%
中国奥园 7.95% N2023	2019-02-19	2.25	USD	7.95%
中国奥园 8.5% N2022	2019-01-23	5.00	USD	8.50%
中国奥园 7.95% N2021	2018-09-07	5.00	USD	7.95%
中国奥园 7.15% N2021	2018-09-07	1.00	SGD	7.15%
中国奥园 7.5% N2021	2018-05-10	4.25	USD	7.50%
中国奥园 5.375% N2022	2017-09-13	2.50	USD	5.38%
中国奥园 6.35% N2020	2017-01-11	4.25	USD	6.35%
中国奥园票据 2019	2016-04-25	2.50	USD	6.53%

数据来源：wind、克而瑞证券研究院

投资建议：

公司 2019 年业绩靓丽，销售继续保持较高增速，过去五年完成了从百亿到千亿的跨越。公司多年来深耕大湾区，积累了逾 2000 亿的旧改货值，同时大量的已售未结资源为未来业绩提供良好保障。我们看好公司全国化布局后的规模和业绩成长性，预计 2020/2021 年 EPS 为 2.36/3.25 元，对应 PE 3.4/2.5。维持“强烈推荐”评级，目标价 14.50 港元。

风险提示：

- (1) 新冠疫情影响超预期。若新冠疫情未能及时、有效的得到控制，新冠疫情对房地产行业的不利影响将进一步增加。
- (2) 行业销售下滑超预期。由于三四线棚改货币化退潮，叠加新冠疫情的冲击，房地产行业销售下滑幅度会更大。
- (3) 政策逆周期调控力度不及预期。若房地产逆周期调控力度太小，甚至调控方向持续趋严，房地产行业将会产生不利影响。

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；分析师的弥补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，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讲购证券的决定，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。