

2020 年 04 月 23 日

房地产 | 房地产开发和服务

强烈推荐（首次）

规模跨千亿，盈利能力持续改善

蓝光发展 600466.SH

目标股价：8.17 人民币元

当前股价：5.72 人民币元

#### 基础数据

流通市值（百万港元）	17,252.47
发行股份（百万股）	3,016.17
每股净资产（港元）	5.06
自由流通股（%）	100%

#### 股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	-7.09	-9.48	-2.31
绝对表现	-3.7	-16.74	-14.03
近 12 月最高价(港元)	20-01-14	7.75	
近 12 月最低价(港元)	19-08-15	5.50	

#### 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 周卓君

852-25105555

zhouzhuojun@cric.com

#### 投资要点

- 投资建议：**公司起步成渝，2015 年上市后借力资本市场迈入发展快车道，近五年销售 CAGR 达 53.5%，销售稳增长带来充裕已售未结资源。公司积极布局华东、华南区域，预计将成为稳定的收入贡献来源。我们看好公司未来成长性，且认为其盈利能力短期保障性较高，预计 2020/2021 年 EPS 为 1.68/2.19 元，对应 PE 3.1/2.4。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 8.17 元，对应 30%增速。
- 营收稳健增长，地产主业占比持续提高。**2019 年公司实现营收 391.9 亿元，同比+27.2%。从营收构成来看，地产开发占比同比提高 3.4 个 PCT 至 83.0%；分区域看，西南占比近五成，与上年持平；华中/华东市场占比有所提高，分别为 23.1%/15.4%。公司近年销售稳增推高年末预收账款增长 33.7%至 681.6 亿元，覆盖营收 1.7X，未来业绩保障性较强。此外，毛利率上升及三费占比下降拉动归母净利润同比+55.5%至 34.6 亿元。
- 跨进千亿门槛，开启增长新阶段。**2019 年公司销售规模首次突破千亿大关，实现签约销售额 1015.4 亿元，同比+18.7%，权益比 70.5%；实现签约面积 1095.3 万方，同比+36.6%，权益比 72.9%；合约销售均价 9270.5 元/平方米，同比-13.1%，均价下滑主要受到公司销售项目城市能级适当下沉的影响。
- 2019 年土地投资强度有所提升。**2019 年公司通过收并购、合作开发、产业拿地等多元化渠道新增项目 48 个，新增建筑面积 1121.0 万方，同比-25.1%；拿地金额约 357.7 亿元，同比+45.6%，平均楼面价约 4300 元/平方米。公司 2019 年拿地金额/销售金额为 35%，投资强度有所提升。2020 年公司计划土地投资额度控制在 400 亿元以内，较前值+11.9%。
- 负债率显著改善，债务结构渐趋合理。**2019 年末公司资产负债率为 80.6%，扣除预收账款后的资产负债率为 67.9%，净负债率为 79.2%，三者皆较 2018 年有明显优化，体现出公司经营、融资双轮驱动，在扩张的同时致力于优化资本及负债结构以追求长期健康发展。
- 风险提示：**新冠疫情影响超预期，行业销售下滑超预期等。

#### 核心数据

会计年度（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入（百万元）	24553.0	30820.5	39193.7	49719.3	62149.1
增长率(%)	16.3%	28.4%	26.8%	33.0%	25.0%
净利润(百万元)	1366.0	2224.1	3459.1	5063.4	6597.8
增长率(%)	52.5%	62.8%	55.5%	46.4%	30.3%
每股收益（EPS）	0.45	0.74	1.15	1.68	2.19
市盈率（P/E）	11.5	7.1	4.6	3.1	2.4
市净率（P/B）	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
营业收入	24553.0	30820.5	39193.7	49719.3	62149.1
营业成本	18405.6	22267.8	28090.8	36543.7	45368.8
毛利	4559.9	7218.9	9292.1	13175.6	16780.3
销售费用	1244.8	1602.7	1606.3	2511.2	3062.5
管理费用	968.2	1200.0	1287.9	1690.5	2261.2
财务费用	435.8	564.3	615.8	696.1	1027.8
其他费用/(-收入)	-78.5	222.5	-229.7	-298.3	-95.2
营业利润	1989.6	3629.4	6011.7	8576.2	10524.1
所得税费用	523.0	881.3	1431.6	2401.3	2669.5
净利润	1250.7	2496.0	4158.8	6174.8	7854.6
少数股东损益	-115.2	272.0	699.8	1111.5	1256.7
归属于母公司净利润	1366.0	2224.1	3459.1	5063.4	6597.8

财务指标	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
<b>盈利能力</b>					
ROE	6.6%	9.2%	10.6%	14.2%	15.9%
毛利率	19.9%	24.5%	24.9%	26.5%	27.0%
营业利润率	8.7%	12.3%	16.1%	17.2%	16.9%
销售净利率	5.4%	8.5%	11.1%	12.4%	12.6%
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	16.3%	28.4%	26.8%	33.0%	25.0%
营业利润增长率	10.3%	82.4%	65.6%	42.7%	22.7%
净利润增长率	40.5%	99.6%	66.6%	48.5%	27.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.0%	82.0%	80.6%	82.2%	80.9%
流动比	164.0%	162.9%	147.0%	154.6%	152.7%
速动比	42.6%	54.5%	43.7%	45.5%	44.9%

每股指标与估值	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
<b>每股指标</b>					
EPS	0.45	0.74	1.15	1.68	2.19
BVPS	6.3	9.0	13.0	14.4	16.4
<b>估值</b>					
P/E	11.5	7.1	4.6	3.1	2.4
P/B	0.8	0.6	0.4	0.4	0.3
P/S	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3

资产负债表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
现金及现金等价物	11408.7	23224.7	24376.8	32093.6	43198.0
应收账款及其他应收款项	6979.1	15878.1	22022.5	24330.9	15527.8
存货	63093.0	90444.0	128737.4	155491.1	162090.7
其他流动资产	3739.1	6410.7	7890.4	8190.4	8490.4
流动资产合计	85219.9	135957.5	183149.5	220334.4	229533.9
固定资产及在建工程	1196.9	2710.3	4268.8	4769.0	5169.3
长期股权投资	4781.1	4815.3	4884.5	6884.5	8884.5
无形资产、商誉	208.3	352.5	986.9	996.5	1006.1
其他非流动资产	2088.0	1335.2	2041.5	3241.5	4441.5
非流动资产合计	10020.0	14923.2	18740.9	23850.7	28560.5
资产总计	95239.9	150880.7	201890.3	244185.1	258094.4
短期借款	7893.8	14481.8	20601.8	30014.9	24050.3
应付账款及其他应付款项	6037.2	7445.6	16427.4	15359.7	17172.8
合同负债	31413.8	50995.5	68158.6	75474.8	83350.6
其他流动负债	4121.9	7499.8	14877.5	16877.5	18877.5
流动负债合计	51956.8	83474.2	124601.1	142548.4	150350.5
长期借款	14395.0	22448.2	23826.5	36684.8	31201.8
长期应付账款及其他应付款项	7966.1	16098.0	12462.7	19155.7	24265.3
其他长期负债	1876.0	1767.1	1879.3	2379.3	2879.3
非流动负债合计	24237.0	40313.3	38168.5	58219.8	58346.4
负债合计	76193.9	123787.5	162769.6	200768.1	208696.8
股本	2132.2	2984.1	3012.5	3012.5	3012.5
储备	7421.0	8321.5	15598.6	19385.7	24109.6
少数股东权益	4501.6	11333.9	19907.3	21018.8	22275.5
负债和股东权益总计	95239.9	150880.7	201890.3	244185.1	258094.4

现金流量表(百万元)	FY17	FY18	FY19	FY20E	FY21E
净利润	1366.0	2224.1	3459.1	5063.4	6597.8
折旧摊销	96.5	129.7	181.4	155.6	168.5
营运资本变动	6234.2	-3895.2	-1120.4	-2507.8	-3512.0
利息净支出	385.2	477.2	467.9	543.5	818.9
其他	-528.0	1526.3	145.6	-145.8	113.6
经营活动现金流	7553.9	462.0	3833.4	3108.8	4186.9
资本支出	159.0	307.3	272.4	510.0	410.0
其他	-9019.2	-5856.2	-7494.7	-7456.7	-6935.9
投资活动现金流	-9525.8	-10011.0	-9652.0	-7966.7	-7345.9
债务融资	7661.3	20037.9	-8669.0	22271.3	-11447.5
权益融资	-2448.4	-3221.5	-6277.2	-1276.3	-1873.9
其它	-828.1	4549.8	21912.1	-8421.3	27583.5
筹资活动现金流	4384.7	21366.3	6965.9	12573.7	14262.1
汇率变动	0.0	-1.9	4.9	1.0	1.3
现金净增加额	2412.9	11815.4	1152.1	7716.8	11104.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 内容目录

业绩稳增长，盈利能力持续改善.....	4
销售稳步增长，跻身千亿梯队 .....	6
拿地稳健，全国化布局日趋完善.....	8
负债率显著改善，债务结构渐趋合理.....	10
投资建议 .....	13
风险提示 .....	13

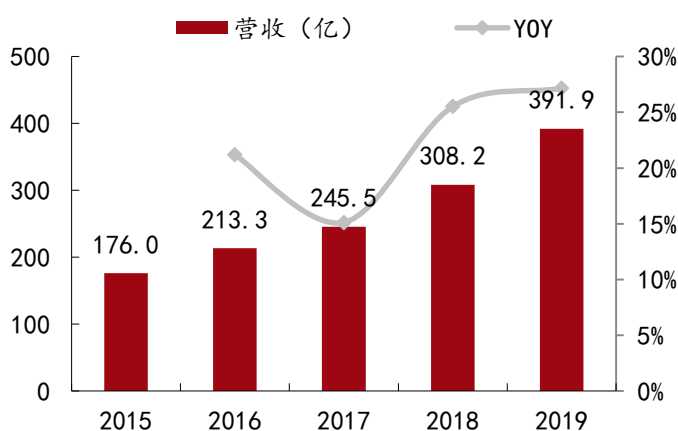
## 图表目录

图 1：营收及增速 .....	4
图 2：各板块营收占比 .....	4
图 3：各版块毛利率 .....	4
图 4：各区域营收占比 .....	4
图 5：净利润及增速 .....	5
图 6：归母净利润及增速 .....	5
图 7：毛利率及净利率 .....	5
图 8：三费占营收比重 .....	5
图 9：公司历年每股股息及股息率 .....	6
图 10：公司历年股息率 .....	6
图 11：近五年销售金额及面积 .....	6
图 12：各能级城市销售占比 .....	6
图 13：各区域销售金额占比 .....	7
图 14：各区域销售均价 .....	7
图 15：公司一季度销售占比 .....	7
图 16：新增拿地金额 .....	8
图 17：拿地强度 .....	8
图 18：公司土储总量 .....	9
图 19：拿地能级城市占比 .....	10
图 20：拿地区域占比 .....	10
图 21：2019 年华东区域拿地信息 .....	10
图 22：资产负债率 .....	11
图 23：净负债率 .....	11
图 24：长短债比例 .....	11
图 25：现金短债比 .....	11
图 26：平均融资成本与利息资本化费用 .....	12
图 27：公司现金流变化 .....	12
表 1：各区域土储占比 .....	9

## 业绩稳增长，盈利能力持续改善

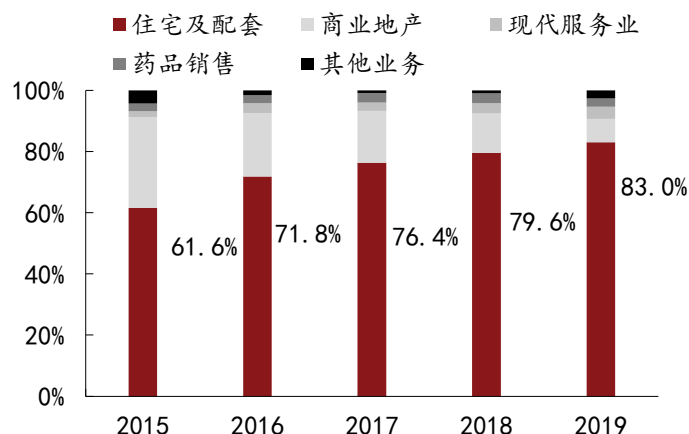
营收稳健增长，地产主业占比持续提高。2019 年公司实现营业收入 391.9 亿元，同比+27.2%。从营收构成来看，地产开发销售业务占比较上年提高 3.4 个 PCT 至 83.0%；分区域看，西南（成都、滇渝地区）占比近五成，与上年持平；华中/华东市场占比有所提高，分别为 23.1%/15.4%，同比提高 2.1/9.1 个 PCT。公司近年销售稳增，推高 2019 年末预收账款增长 33.7%至 681.6 亿元，覆盖 2019 年营收的 1.7X，未来业绩保障性较强。

图 1：营收及增速



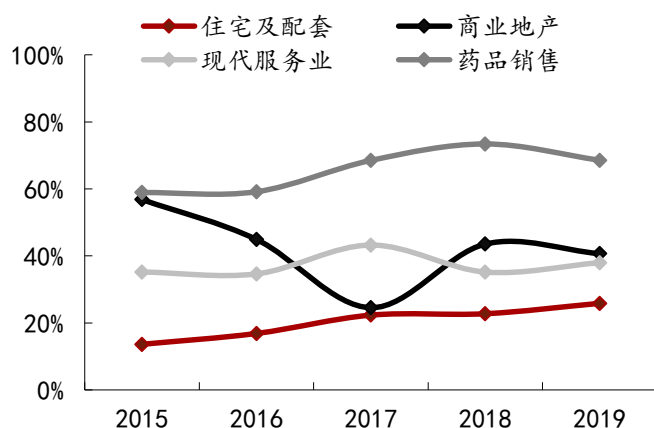
数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

图 2：各板块营收占比



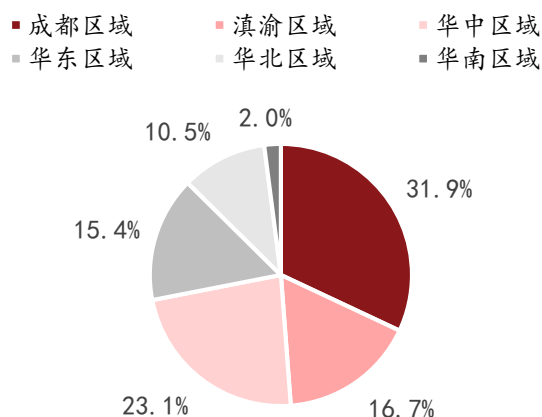
数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

图 3：各版块毛利率



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

图 4：各区域营收占比

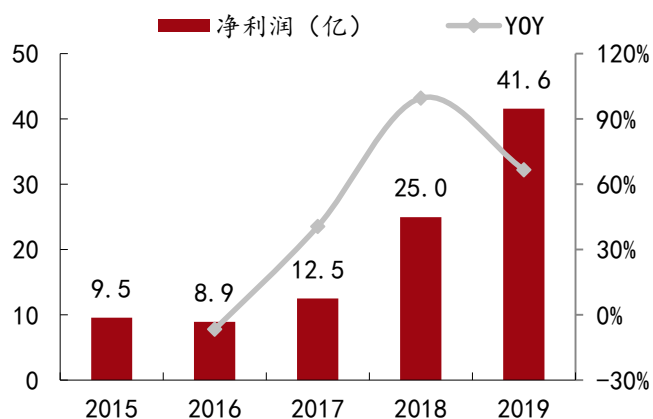


数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

毛利率上升及三费占比下降拉动归母净利润增速高于营收增速。2019 年公司实现归母净利润 34.6 亿元，同比+55.5%；实现净利率 10.6%，较上年增加 2.5 个 PCT。

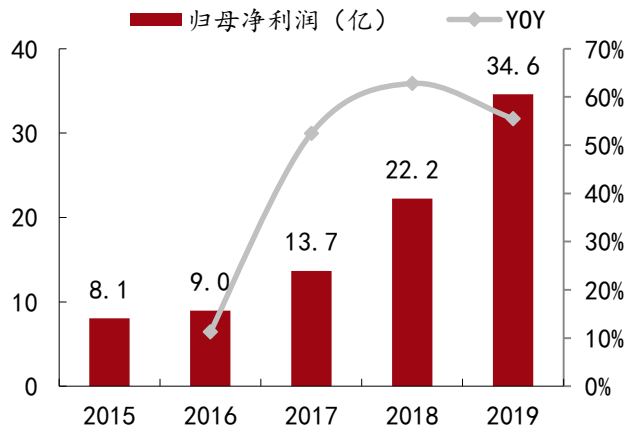
公司归母净利润显著高于营收增速，主要原因是：1）地产业务结算毛利率较上年提高 3.1 个 PCT 至 25.8%；2）公司增速提效，成本控制得当，2019 年三费占比较上年下降 1.7 个 PCT 至 9.4%。

图 5：净利润及增速



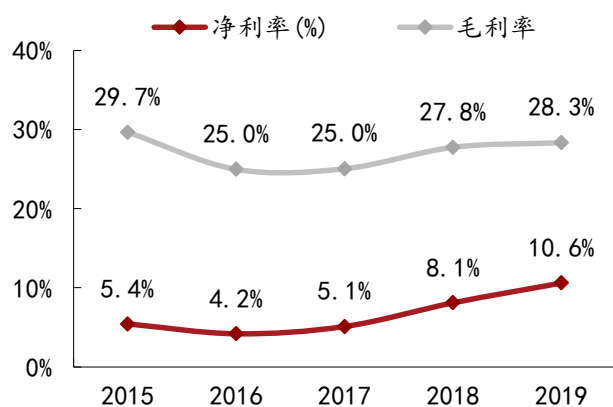
数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

图 6：归母净利润及增速



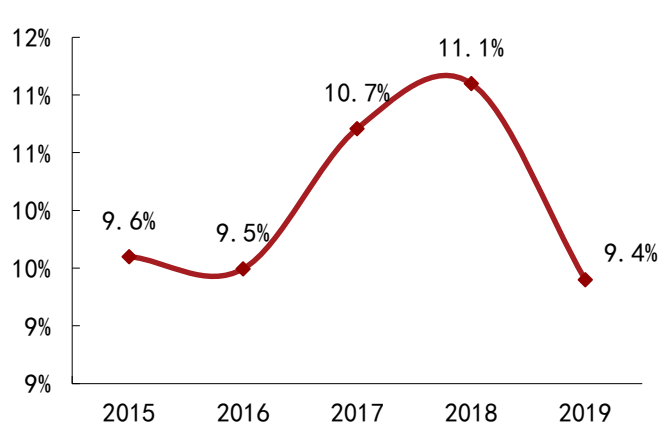
数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

图 7：毛利率及净利率



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

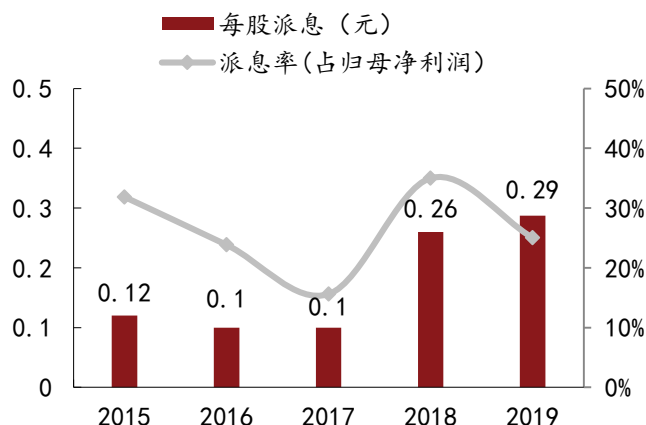
图 8：三费占营收比重



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

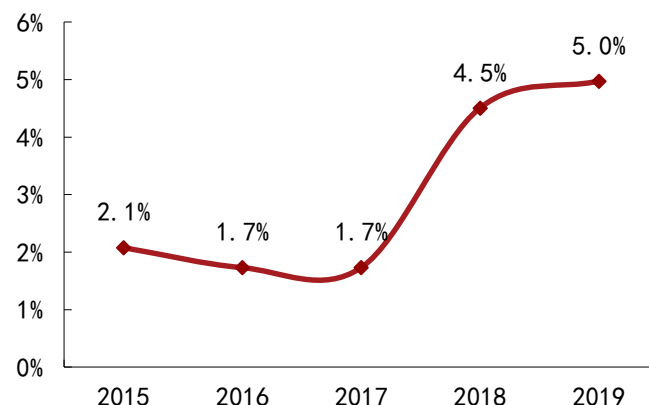
**股东回报持续兑现。**2018 年公司派发现金分红 7.8 亿元，对应派息率 35%；2019 年出于对疫情不确定性的考量，公司适度下调分红比例以增加留存收益规避风险，公司建议派付末期股息每股现金红利 0.29 元（含税），分红总额预计约 8.7 亿元，对应派息率 25%，股息率 5.0%（对应 4 月 21 日收盘价）。未来公司将灵活性调整分红政策以兼顾股东需求与公司发展。

图 9：公司历年每股股息及股息率



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

图 10：公司历年股息率

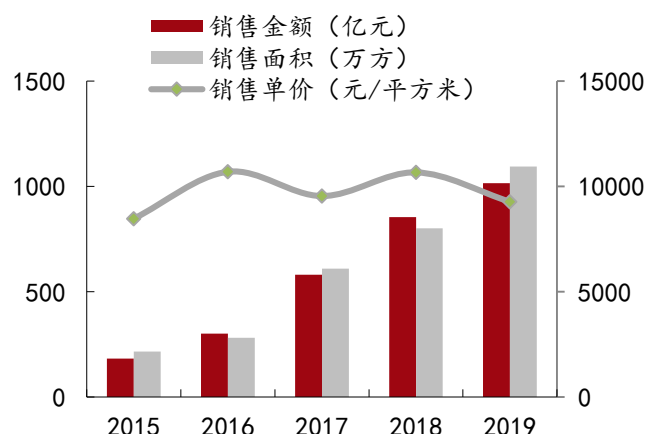


数据来源：wind、克而瑞证券研究院  
注：以 4.21 股价为基准

## 销售稳步增长，跻身千亿梯队

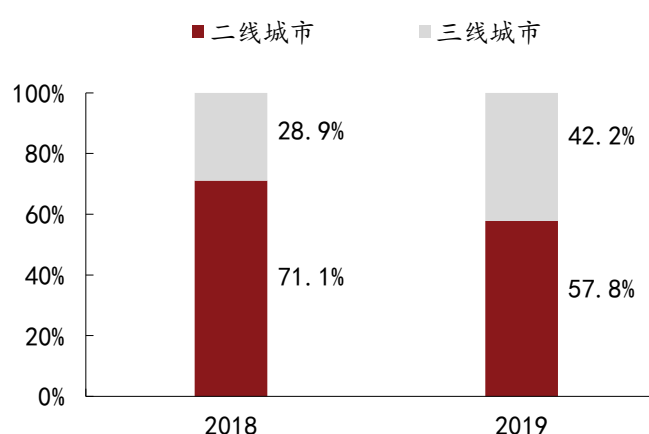
跨进千亿门槛，开启增长新阶段。2019 年公司销售规模首次突破千亿大关，实现签约销售额 1015.4 亿元，同比+18.7%，其中权益销售金额为 715.4 亿元（权益比 70.5%）；实现签约面积 1095.3 万方，同比+36.6%，其中权益销售面积 798.4 万方（权益比 72.9%）；对应合约销售均价 9270.5 元/平方米，同比-13.1%，销售均价下滑主要受公司销售项目城市能级适当下沉的影响（二/三线销售金额较去年同期分别约-7.4%/+66.0%）。

图 11：近五年销售金额及面积



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

图 12：各能级城市销售占比



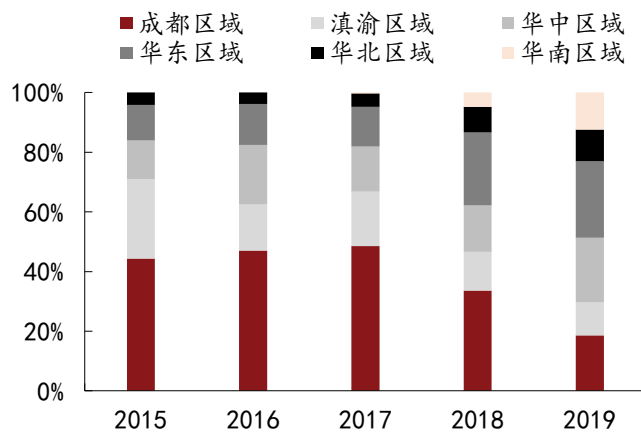
数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

销售区域结构日趋均衡。公司起步成渝，2008 年起开始向四川以外的西南地区扩张；2012 年开启全国化布局，2015 年上市后借力资本市场迈入发展快车道，销售



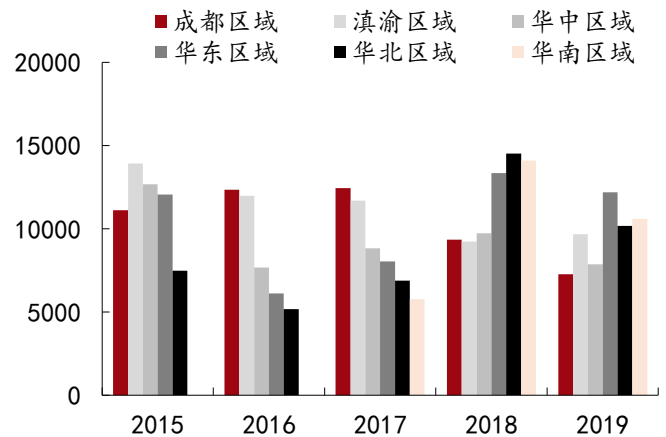
区域也逐渐由西南为主向华东、华中均衡发展。2019 年公司西南/华中/华东/华北/华南销售金额占比分别为 29.6%/21.7%/25.7%/10.6%/12.4%，较上年分别 -17.0/+6.1/+1.2/+2.1/+7.5 个 PCT。目前公司已由区域落子演变为西南、华东、华中三大主区布局，此外华南及华北区域销售均突破百亿。

图 13：各区域销售金额占比



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院  
注：成都+滇渝区域合计为西南区域

图 14：各区域销售均价

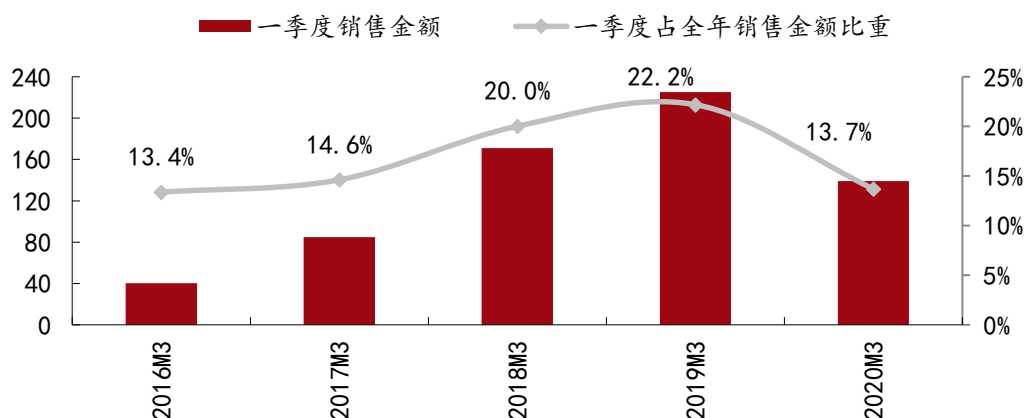


数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

**可售资源覆盖当期销售 1.8X。**公司今年一季度新增货值约 120 亿元(克而瑞数据)，并有望于年内转化为可售资源，全年预计 1820 亿可售货值，覆盖当期销售 1.8X；按照 60%的去化率对应销售金额近 1100 亿元，有望在现有销售规模上实现 8.3% 的增长。

**新冠疫情拖累一季度销售，需求延后兑现下料全年影响较小。**1) 横向来看，年初受疫情影响公司销售有所下滑，1-3 月公司分别实现销售额约 54/23/62 亿元(克而瑞数据，下同)，同比-50.1 个 PCT/-52.2 个 PCT/-9.9 个 PCT。3 月单月销售额降幅较前值收窄明显，预计二季度将伴随疫情得到控制逐渐回归至常态；2) 纵向来看，公司近四年一季度占全年销售额比重约在 17%上下，2020 年公司 1 季度实现销售额约 139.0 亿元，约占 2019 年全年销售总额的 13.7%，较前值下滑 8.5 个 PCT，料在疫情稳定后公司销售有望逐渐恢复；3) 公司销售区域集中于成都/昆明/重庆/西安/天津/南昌等区域，于疫情严重城市占比较小。综合以上几点因素，我们认为公司全年受疫情影响相对可控。

图 15：公司一季度销售占比

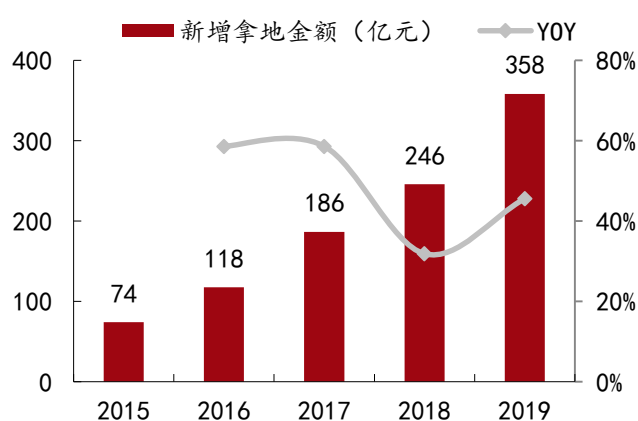


数据来源: wind、克而瑞证券研究院

## 拿地稳健，全国化布局日趋完善

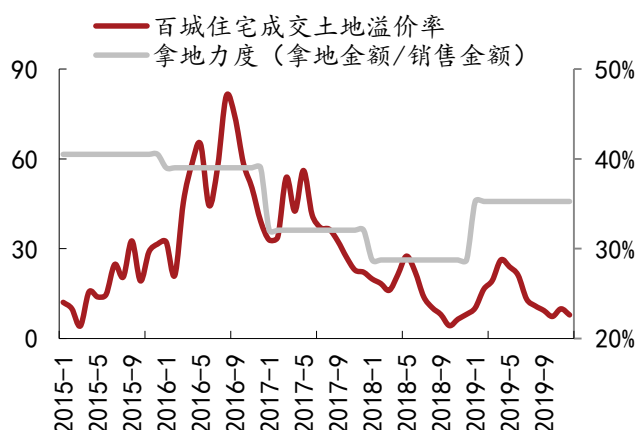
**2019 年土地投资强度有所提升。**公司自 2017 年起为降低土地成本而大幅减少招拍挂拿地比例，转而以收并购、合作开发、产业拿地、代工代建等多元化渠道获取高价值的土地资源。2019 年公司新增项目 48 个，新增建筑面积 1121.0 万方，同比-25.1%；拿地金额约 357.7 亿元，同比+45.6%，平均楼面价约 4300 元/平方米。公司 2019 年拿地金额/销售金额为 35%，投资强度有所提升。2020 年公司计划土地投资额度控制在 400 亿元以内，较前值+11.9%。

图 16: 新增拿地金额



数据来源: Wind、克而瑞证券研究院

图 17: 拿地强度

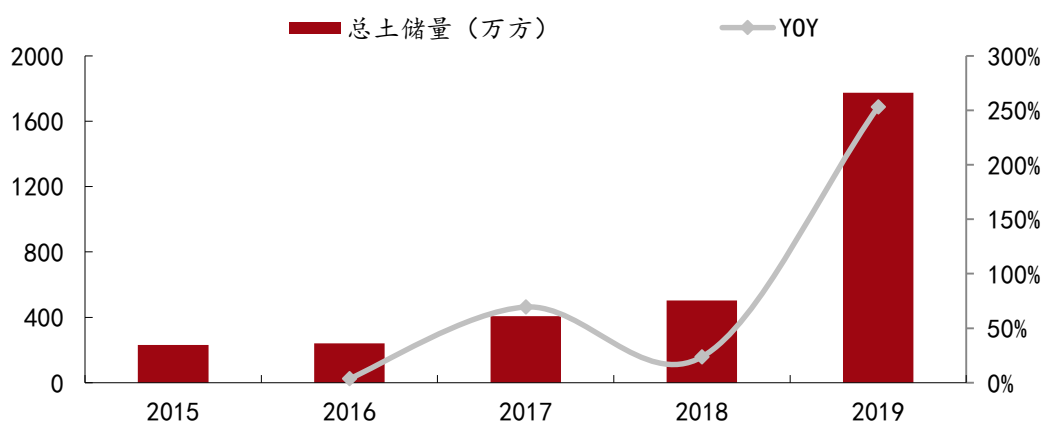


数据来源: Wind、克而瑞证券研究院

**土地储备规模大幅提升。**截至 2019 年末，公司已布局全国十七大区域 60 余城，目前待开发土储建面 1773 万方，此外在建建面约 1849 万方，对应货值约 2700 亿，覆盖当前销售规模约 2.5X。



图 18：公司土储总量



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

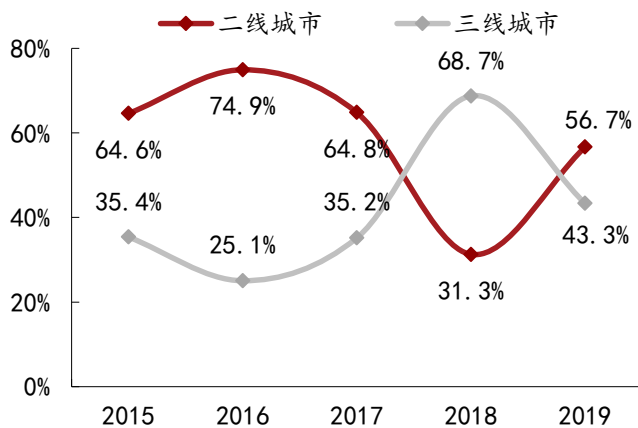
表 1：各区域土储占比

年份	成都区域	滇渝区域	华北（原北京）区域	华南区域	华中区域	华东区域
2015	56.9%	22.5%	2.9%		12.6%	5.0%
2016	68.9%	12.1%	5.6%		1.8%	11.6%
2017	45.6%	13.3%	9.8%	7.3%	3.3%	19.7%
2018	25.4%	12.7%	11.3%	18.0%	23.6%	9.0%
2019	14.3%	25.3%	10.4%	15.0%	23.2%	11.8%

数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

**重点布局二线，持续加码华东市场。**从拿地能级来看，公司在完善全国化布局的同时适当提升高能级城市拿地占比，2019 年公司二线城市拿地占比达 54%（权益比约 72%），相较 2018 年的 31%（权益比约 48%）提升 23 个 PCT。从拿地区域来看，公司有意识地在保持利润率的同时夯实西南大本营土储并加大华东区域拿地强度，2019 年公司西南/华东拿地占比分别较前值提升 19.5 个 PCT/13.5 个 PCT。在具有深耕基础的优势区域，公司由追求规模增长转向盈利和规模并重，土地投资更加注重盈利能力。

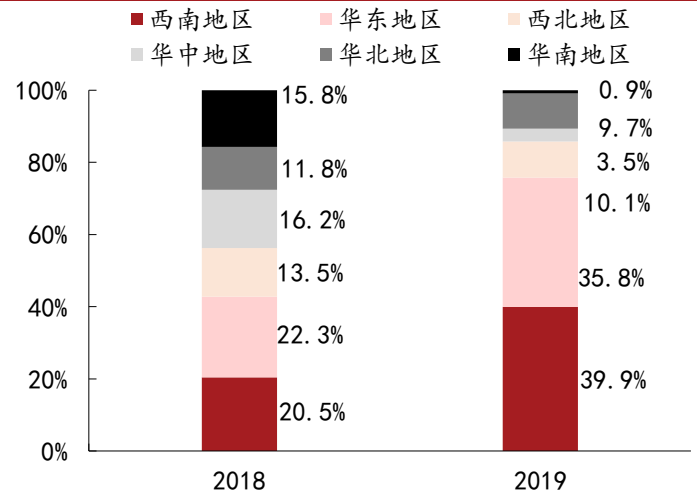
图 19：拿地能级城市占比



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

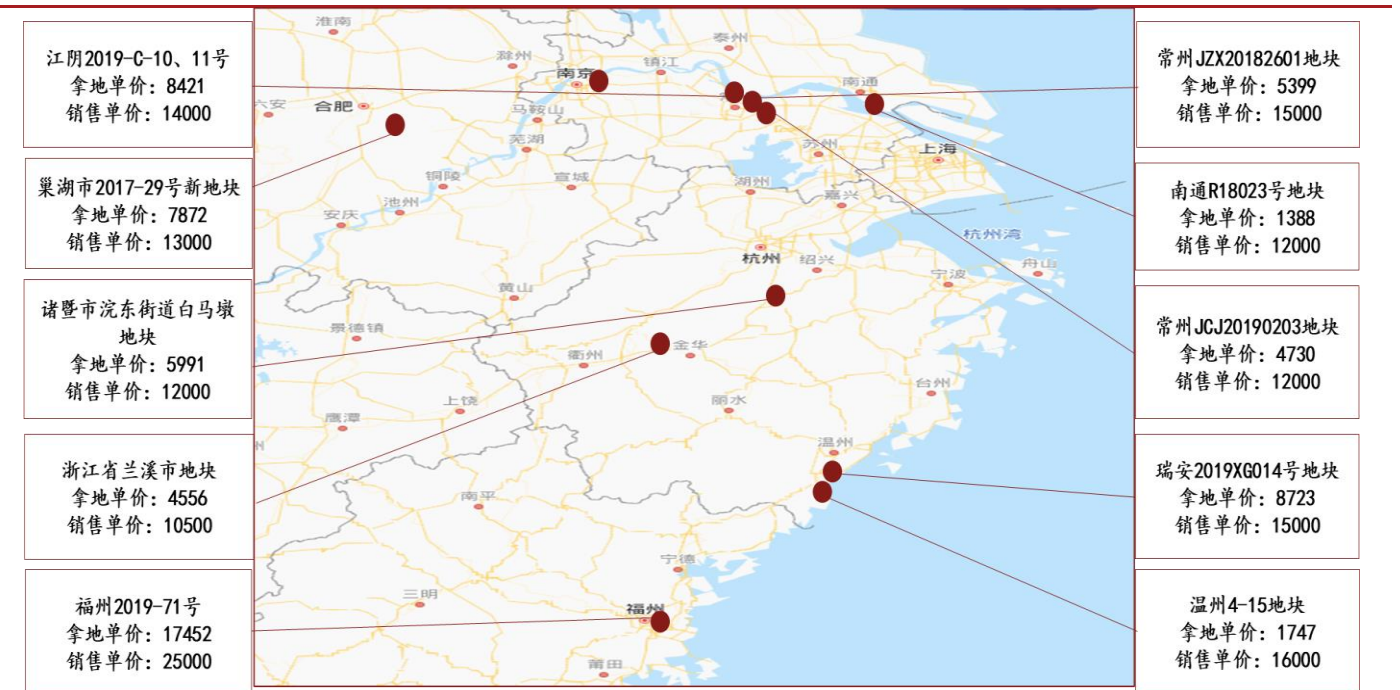
注：一/二/三线城市划分依照克而瑞统一标准，或因城市划分存在一定出入。

图 20：拿地区域占比



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

图 21：2019 年华东区域拿地信息



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

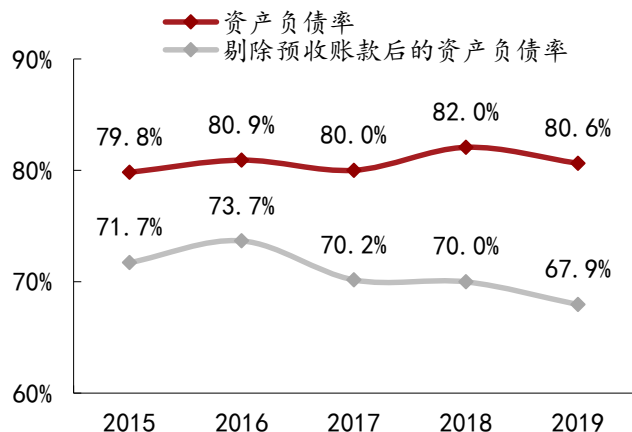
注：拿地单价及销售单价单位为元/平方米；销售单价参考周边楼盘售价

## 负债率显著改善，债务结构渐趋合理

杠杆水平改善明显，同比下滑 **23.4 个 PCT**。截至 2019 年末，公司总资产达 2018.9 亿元，资产负债率为 80.6%，扣除预收帐款后的资产负债率为 67.9%，净负债率为 79.2%，三者皆较 2018 年有明显优化，体现出公司经营、融资双轮驱动，在扩张

的同时致力于优化资本及负债结构以追求长期健康发展。

图 22: 资产负债率



数据来源: Wind、克而瑞证券研究院

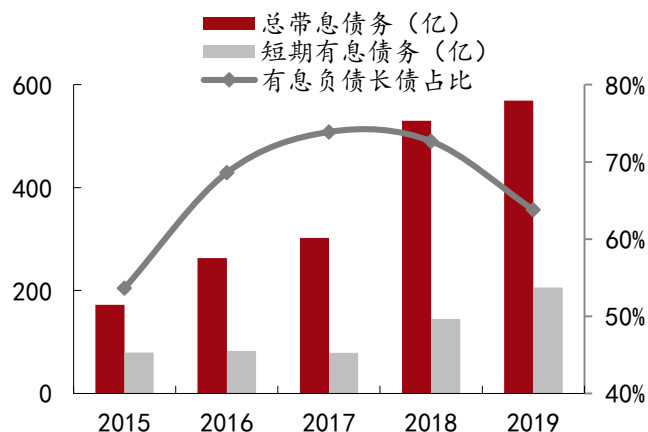
图 23: 净负债率



数据来源: Wind、克而瑞证券研究院

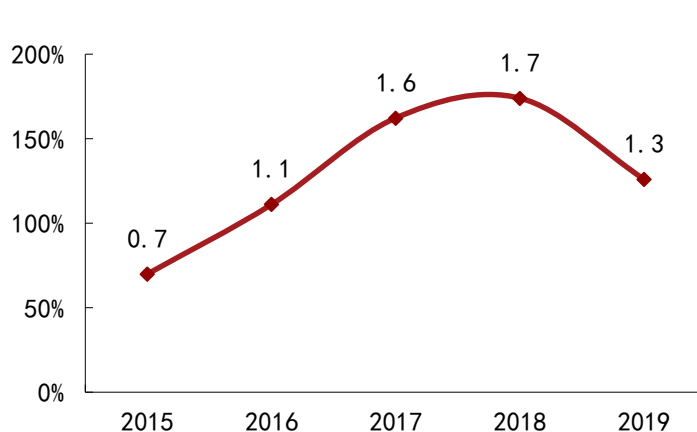
**债务结构合理。**报告期内公司获得公司债发行批文 29 亿元，私募债发行批文 20 亿元，美元债发行批文 4.5 亿美元，并成功发行公司债 25 亿元、私募债 7 亿元、美元债 7.5 亿美元、中票 9 亿元、短期融资券 6 亿元；综合融资成本为 8.7%，较前值提升 1.1 个 PCT。截至 2019 年末，公司总带息债务规模受业务扩张的影响呈现小幅增长，为 568.9 亿元，较前值+7.3%；有息负债中长债占比 63.8%，债务结构合理。此外，公司在手现金及现金等价物近几年增幅较明显，截至 2019 年末在手现金为 259.5 亿元，同比+3.0%，现金与 1 年内到期债务覆盖倍数为 1.3X，短期应对外部销售环境变化具备一定保障。

图 24: 长短债比例



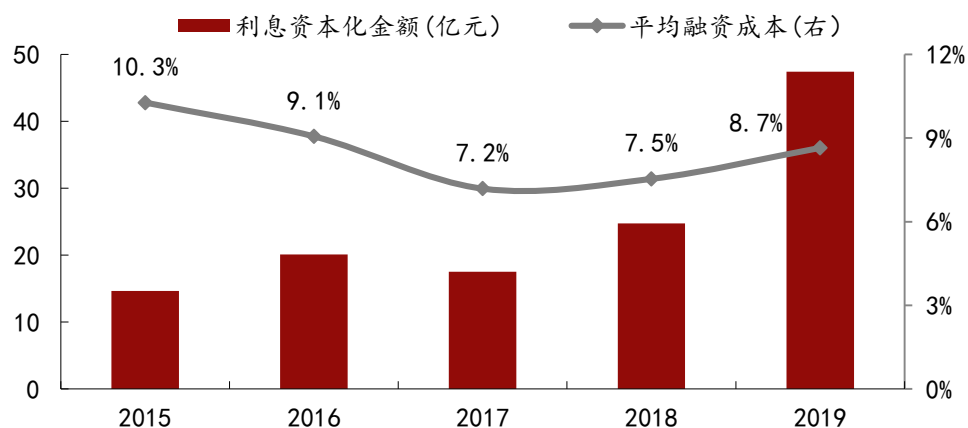
数据来源: Wind、克而瑞证券研究院

图 25: 现金短债比



数据来源: Wind、克而瑞证券研究院

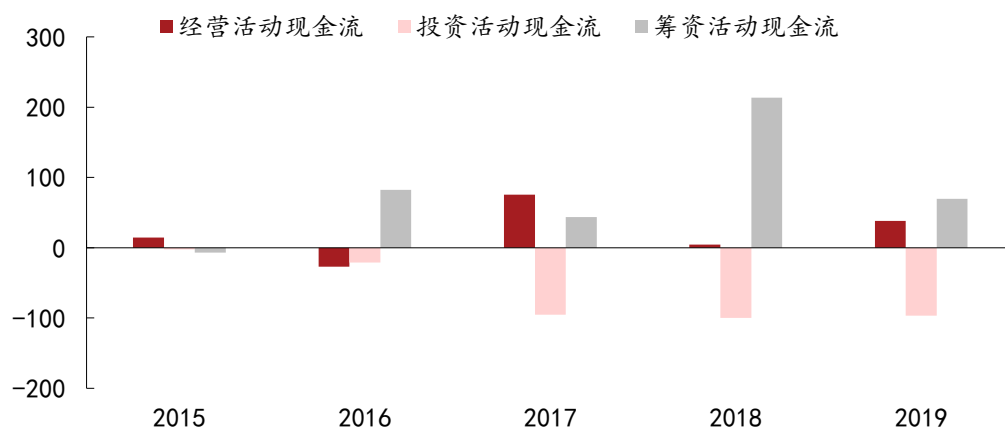
图 26：平均融资成本与利息资本化费用



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

业绩释放下经营性现金流转正。2019 年末公司的现金流净额相对 2018 年同期有所改善，同时筹资活动现金流净值有所缩减，体现为公司步入稳定发展期，扩张基数下筹资力度适度下降，同时伴随着业绩地释放公司迎来经营性现金流转正。

图 27：公司现金流变化



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

## 投资建议

公司起步成渝，2015 年上市后借力资本市场迈入发展快车道,近五年销售 CAGR 达 53.5%，销售稳增长带来充裕已售未结资源。公司积极布局华东、华南区域，预计将成为稳定的收入贡献来源。我们看好公司未来成长性，且认为其盈利能力短期保障性较高，预计 2020/2021 年 EPS 为 1.68/2.19 元，对应 PE 3.1/2.4。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 8.17 元，对应 30%增速。

## 风险提示

新冠疫情影响超预期，行业销售下滑超预期，政策逆周期调控力度不及预期。

## 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。