

审慎推荐（维持）

业绩略超预期，稳健增长典范

中海物业 02669.HK

目标股价：9.10 港元

当前股价：8.52 港元

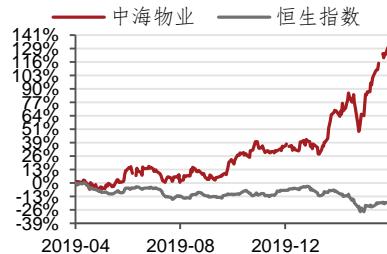
基础数据

流通市值（百万港元）	28,004.1
企业价值（百万港元）	25,000.4
账面价值（百万港元）	2,032.5
发行股份（百万股）	3,286.9
公众持股比例（%）	38.82
近 3 月平均日交易量（百万港元）	91.29
主要股东持股比例（%）	
中国海外集团有限公司	56.02
银乐发展有限公司	5.16

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	30.95	79.35	144.99
绝对表现	37.64	63.85	126.01
近 12 月最高价(港元)	20-04-20	8.67	
近 12 月最低价(港元)	19-05-20	3.37	

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

1、《中海物业 02669.HK：稳健的国资物管龙头》2019-11-28

分析师 李蒙，CFA

执业证号：APQ664

852-25105555

meng.li@cricsec.com

联系人 王祎馨

852-25105555

wangyixin167188@ehousechina.com

- 审慎推荐，目标价格 9.10 港元/股。**中海物业集团有限公司（简称“中海物业”）于近期公布了其 2019 年业绩，基本符合我们的预期和市场预期。未来中海物业还将继续保持稳健的发展方针。基于 2019 年的年报数据，我们预计公司 2020 年、2021 年 EPS 将分别为 0.20 港元和 0.26 港元。我们的目标价格相当于 45.7x 2020 年 PE 和 35.6x 2021 年 PE。
- 2019 年业绩略超预期。**中海物业 2019 年实现收入 54.7 亿港元，超过我们预期 4.8%，超过彭博平均预期 8.4%；公司全年实现归母净利润 5.4 亿港元，相较 2018 年提升 0.2 个百分点，超出我们预期 0.2 个百分点，低于彭博平均预期 0.3 个百分点。公司宣布每股派息 2.8 港仙，派息率 30.6%。
- 依托中海系，推动更多市场化探索。**2019 年中海物业在管面积达到 1.51 亿平方米，同比增长 7.5%。公司收缴率达到 94%，同比上升了 1.87 个百分点。除了来自中海系关联公司的在管面积，公司加大了外拓力度，2019 年新增外拓合约面积 1,504 万平方米。此外，增值服务收入达到 13.5 亿港元，同比提升 50.7%。其中，非住宅的增值服务增速达到 57.4%。公司还新发展了车位买卖业务，预计 2020 年规模将继续提升。公司利用自身在非住宅领域服务的经验积极拓展包括工程服务、顾问服务等在内的各项业务。我们预计公司将继续坚持市场化的探索，未来业务呈现多元化发展。
- 2019 年底公司账面净现金达到 25.0 亿港元。**公司净现金水平低于我们的预测 15.5%，即便如此，公司现金仍然充足。
- 风险提示：**中国海外发展及中国海外宏洋竣工不及预期；增值服务业务开展不及预期。

会计年度（百万港元）	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	3,357.8	4,177.5	5,465.5	6,949.7	8,986.7
折旧摊销息税前利润	382.7	541.6	727.8	913.7	1,172.7
息税前利润	399.0	559.5	727.8	913.7	1,172.7
净利润	306.8	403.2	537.8	654.5	839.8
每股收益（港元）	0.09	0.12	0.16	0.20	0.26
每股经营性现金流（港元）	0.16	0.07	0.10	0.25	0.35
每股股息（港元）	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06
每股市资产净值（港元）	0.26	0.35	0.47	0.62	0.82
市盈率（x）	91.3	69.5	52.1	42.8	33.3
市现率（x）	54.4	121.5	83.5	34.0	24.3
股息收益率（%）	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
市净率（x）	32.5	24.7	18.2	13.8	10.4
EV/sales (x)	7.4	6.0	4.6	3.6	2.8
EV/EBITDA (x)	65.3	46.2	34.4	27.4	21.3
EV/EBIT (x)	62.7	44.7	34.4	27.4	21.3

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

会计年度, 百万港元	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	3,357.8	4,177.5	5,465.5	6,949.7	8,986.7
营业成本	(2,555.4)	(3,327.2)	(4,375.1)	(5,565.9)	(7,196.5)
毛利润	802.4	850.3	1,090.4	1,383.8	1,790.3
销售及管理费用	(403.1)	(336.8)	(395.8)	(503.2)	(650.7)
税息折旧及摊销前利润	382.7	541.6	727.8	913.7	1,172.7
折旧	16.3	17.9	0.0	0.0	0.0
息税前利润	399.0	559.5	727.8	913.7	1,172.7
净利润费用	29.6	(3.2)	32.4	12.0	15.1
应占联营公司损益	0.2	0.2	0.4	0.0	0.0
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	428.8	556.4	760.5	925.7	1,187.8
所得税	(121.6)	(148.9)	(216.4)	(263.5)	(338.1)
少数股东权益	0.4	4.3	6.3	7.7	9.8
归母净利润	306.8	403.2	537.8	654.5	839.8
股利	(85.5)	(115.0)	(131.5)	(164.3)	(198.6)
新增留存收益	221.3	288.1	406.4	490.1	641.2

核心业务数据

会计年度, 百万港元	2017	2018	2019	2020E	2021E
物业管理服务的毛利率(%)	21.3	18.0	16.2	15.3	14.5
总营收中物业管理服务的占比(%)	86.1	82.7	75.2	70.9	66.7
总营收中增值服务占比(%)	13.9	17.3	24.7	28.9	33.1
在管面积 (百万平方米)	128.3	140.9	151.4	173.3	197.2
在管面积 YoY(%)	10.1	9.8	7.5	14.5	13.8
增值服务收入 YoY(%)	-8.6	54.2	50.7	48.8	48.4
毛利率(%)	23.9	20.4	20.0	19.9	19.9
EBITDA margin (%)	11.4	13.0	13.3	13.1	13.0
EBIT margin (%)	11.9	13.4	13.3	13.1	13.0
净利率(%)	9.1	9.7	9.8	9.4	9.3
ROE (%)	35.8	35.8	35.5	32.6	31.7
ROCE (%)	(19.5)	(29.2)	(47.9)	(72.1)	(86.3)
ROA (%)	8.6	11.3	12.5	11.8	11.7
流动比率 (x)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5
利息备付率 (x)	(12.9)	167.2	(22.5)	(76.0)	(77.7)
EBITDA)					
营运资本/总收入(%)	30.8	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/(现金)	(2,446.0)	(2,398.6)	(2,495.7)	(3,003.6)	(3,775.4)
净负债/ 股权 (%)	(283.9)	(211.4)	(162.6)	(147.8)	(140.7)

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表

会计年度, 百万港元	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	2,711.0	2,398.6	2,495.7	3,003.6	3,775.4
应收账款	527.9	775.9	964.3	1,226.2	1,585.6
存货	9.7	37.1	418.4	744.8	1,107.6
其他流动资产	162.7	175.4	141.1	179.4	232.0
流动资产	3,411.3	3,387.1	4,019.5	5,154.1	6,700.7
固定资产	141.0	173.5	202.4	297.8	407.2
其他长期资产	5.8	6.8	73.5	73.5	73.5
资产总计	3,558.0	3,567.4	4,295.4	5,525.4	7,181.3
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	2,305.7	2,290.9	2,496.9	3,175.0	4,105.6
其他流动负债	109.8	119.8	199.5	253.7	328.0
总流动负债	2,415.5	2,410.7	2,696.4	3,428.6	4,433.6
长期负债	265.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	16.0	22.2	64.3	64.3	64.3
总负债	2,696.5	2,433.0	2,760.7	3,492.9	4,497.8
股本	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
储备	731.5	1,194.2	1,510.6	2,001.6	2,643.8
归母所有者权益	856.2	1,125.2	1,513.9	2,004.9	2,647.1
少数股东权益	5.4	9.2	20.8	27.6	36.4
股东权益总计	861.6	1,134.4	1,534.7	2,032.5	2,683.5
负债和股东权益	3,558.0	3,567.4	4,295.4	5,525.4	7,181.3

现金流量表

会计年度, 百万港元	2017	2018	2019	2020E	2021E
税息折旧及摊销前利润	415.3	577.4	768.6	968.6	1,243.8
运营资金变动	229.4	(180.5)	(249.7)	105.6	230.2
其他	(129.5)	(166.3)	(183.6)	(251.5)	(323.0)
经营活动现金流	515.2	230.6	335.3	822.7	1,151.0
资本支出	(15.0)	(28.4)	(136.8)	(150.4)	(180.5)
投资变动	(219.6)	(45.2)	(5.2)	0.0	0.0
其他	4.6	1.2	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(230.0)	(72.4)	(141.9)	(150.4)	(180.5)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
银行借款	(45.0)	(265.0)	0.0	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	53.5	(205.6)	(96.2)	(164.3)	(198.6)
筹资活动现金流	8.5	(470.6)	(96.2)	(164.3)	(198.6)
现金净增加额	293.7	(312.5)	97.1	507.9	771.8

内容目录

2019 年业绩点评	4
1. 2019 年业绩略超预期	4
2. 2019 年收入高增长，利润率有所下降	5
3. 市场化，新尝试	6
3.1. 加大外拓力度	6
3.2. 客户满意度提升，积极推进增值服务	6
4. 净负债	7
2020-21 年预测更新	9
DCF 估值更新	11
评级指南及免责声明	12

图表目录

图 1：中海物业 2019 年新增外拓合约面积中各种物业类型的占比	6
图 2：中海物业客户满意度	7
图 3：中海物业社区增值服务布局	7
图 4：中海物业 2019 年净负债情况	8
图 5：中海物业 2020-21 年毛利率预测	9

表 1：中海物业 2019 年利润表核心数据 v.s. 克而瑞证券预测值	4
表 2：中海物业 2019 年收入和在管面积 v.s. 克而瑞证券预测值	4
表 3：中海物业利润表 2019 年核心数据	5
表 4：中海物业 2019 年收入拆分	5
表 5：中海物业 2019 年各项业务毛利率情况	6
表 6：中海物业 2020-21 年收入预测	9
表 7：中海物业 2019-2021E 利润表核心数据	10
表 8：目标价对应的估值情况	11
表 9：DCF 估值模型及主要假设	11
表 10：DCF 估值模型主要结果	11

2019 年业绩点评

1. 2019 年业绩略超预期

中海物业 2019 年实现收入 54.7 亿港元，超过我们预期 4.8%，超过彭博平均预期 8.4%；公司全年实现归母净利润 5.4 亿港元，相较 2018 年提升 0.2 个百分点，超出我们预期 0.2 个百分点，低于彭博平均预期 0.3 个百分点。公司宣布每股派息 2.8 港仙，派息率 30.6%。截至 2019 年底，公司在管面积为 1.51 亿平方米，同比增长 7.5%。

中海物业的业绩和我们预测的主要差别在于其增值服务超预期。2019 年中海物业增值服务收入 13.5 亿港元，超过我们预期 33.6%，其中非住户增值服务和住户增值服务分别超过我们预期 26.8% 和 50.5%。非住户增值服务超我们预期主要是因为公司开拓了物业前介审图等新的服务，住户增值服务主要是因为公司对该块业务进行了重整，打造了多种经营业务子品牌，进展较为顺利。

表 1：中海物业 2019 年利润表核心数据 v.s. 克而瑞证券预测值

单位: m HKD	2019	2019 年	2019 实际 v.s.
	实际值	克而瑞证券预测	克而瑞证券预测
收入	5,466	5,216	4.8%
成本	-4,375	-4,188	4.5%
毛利润	1,090	1,028	6.1%
毛利率	20.0%	19.7%	+0.2ppt
经营性费用	-396	-391	1.2%
其他收入/费用	33	-	-
经营性利润	728	637	14.3%
经营性利润率	13.3%	12.2%	+1.1ppt
财务费用/收入	32	44	-25.9%
所得税	-216	-170	27.2%
少数股东权益	6.3	5.4	16.6%
归母净利润	538	505	6.5%
归母净利润率	9.8%	9.7%	+0.2ppt

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2：中海物业 2019 年收入和在管面积 v.s. 克而瑞证券预测值

	2019 年实际值	2019 年	差额绝对值	差额百分比
		克而瑞证券预测值		
总收入拆分(百万港元)				
物业管理服务	4,108	4,196	(88)	-2.1%
增值服务	1,348	1,009	339	33.6%
停车位买卖	9.6	10.9	(1.3)	-11.7%
合计	5,466	5,216	250	4.8%
增值服务收入拆分(百万港元)				
非住户	917	723	194	26.8%
住户	431	286	145	50.5%
合计	1,348	1,009	339	33.6%
在管面积 (百万平方米)	151.4	157.9	(6.5)	-4.1%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2. 2019 年收入高增长，利润率有所下降

中海物业 2019 年收入 54.7 亿港元，同比增长 30.8%；公司 2019 年收入增幅高于 2018 主要是因为：第一，在管面积中包干制的比例有所上升，包干制对应的收入确认方式要远高于酬金制。第二，2019 年公司新增加了停车位买卖业务，带来收入 964.7 万港元。

公司 2019 年毛利率 20.0%，相较 2018 略微下滑 0.4 个百分点，主要是因为：第一，中海物业原先在管面积中包干制和酬金制大约各占一半，酬金制毛利率为 100%，对综合物管毛利率有拉升作用。2019 年在管面积中包干制占比上升，拉低了综合物管毛利率。第二，增值服务毛利率有所下降。非住户增值服务中的工程服务及顾问服务市场外拓力度有所加大，价格竞争导致新项目毛利率略有下降。以及住户增值服务方面扩大了服务范围毛利率也有所下降。

表 3：中海物业利润表 2019 年核心数据

单位: m HKD	2019	2018	2019 yoy
收入	5,466	4,178	30.8%
成本	4,375	3,327	31.5%
毛利润	1,090	850	28.2%
毛利率	19.95%	20.4%	-0.4ppt
经营性费用	-395.76	-336.81	17.5%
其他收入/费用	33	46	-28.0%
经营性利润	728	559	30.1%
经营性利润率	13.3%	13.4%	-0.1ppt
财务费用/收入	32.4	(3.2)	-1100.3%
所得税	(216.4)	(148.9)	45.3%
少数股东权益	6.3	4.3	46.4%
归母净利润	538	403	33.4%
归母净利润率	9.8%	9.7%	+0.2ppt

数据来源：公司公告

表 4：中海物业 2019 年收入拆分

	2019	2018	2019 yoy
总收入 (百万港元)			
物业管理服务	4,108	3,283	25.1%
增值服务	1,348	894	50.7%
停车位买卖	10	-	-
合计	5,466	4,178	30.8%
收入占比			
物业管理服务	75.2%	78.6%	-3.4ppt
增值服务	24.7%	21.4%	+3.3ppt
停车位买卖	0.2%	0.0%	+0.2ppt
合计	100.0%	100.0%	-

数据来源：公司公告

表 5：中海物业 2019 年各项业务毛利率情况

	2019	2018	2019 yoy
公司综合毛利率	20.0%	20.4%	-0.4ppt
物业管理服务毛利率	16.1%	16.5%	-0.3ppt
增值服务毛利率	31.3%	34.5%	-3.1ppt
停车位买卖毛利率	44.6%	-	-

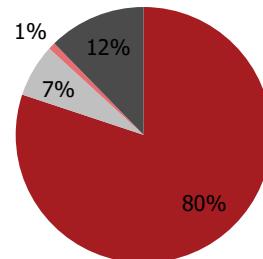
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

3. 市场化，新尝试

3.1. 加大外拓力度

2019 年中海物业新增外拓合约面积 1,504 万平方米，其中 80.1% 为住宅物业。这是公司首次大幅外拓楼盘，说明公司正在积极参与市场化竞争。预计公司未来将继续外拓，主要集中在获得小型开发商的一手楼盘上。

图 1：中海物业 2019 年新增外拓合约面积中各种物业类型的占比



数据来源：公司业绩会 ppt

3.2. 客户满意度提升，积极推进增值服务

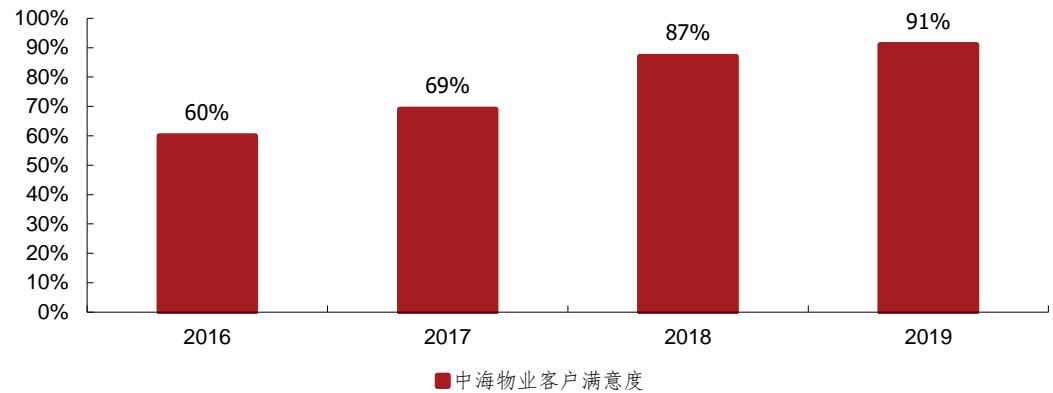
公司 2019 年客户满意度为 91%，相较 2018 年提升 4 个百分点，相较 2016 年的 60% 有了质的改变。

在客户满意度提升的基础上，中海物业积极推进增值服务，取得了较好成果。

非住户类的增值服务方面，公司在原有业务基础上，又增加了物业前介审图服务，开展更多的业务线、扩大外拓力度、提高人均效能。

住户类增值服务方面，公司开展多种经营，打造自己的专业子品牌“优你互联”。在社区商业、公共资源运营、房屋经纪、家居装修和生活服务等方面均有所布局。

图 2：中海物业客户满意度



数据来源：公司业绩会 ppt

图 3：中海物业社区增值服务布局

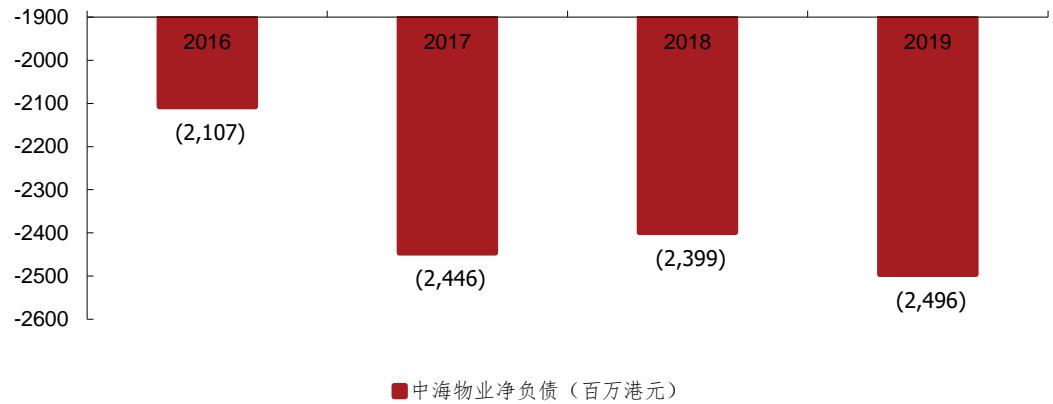


数据来源：公司业绩演示 ppt

4. 净负债

中海物业账上现金充足。2019 年公司净现金高达 25.0 亿港元，相比 2018 年增长 4.0%。我们认为充足的现金可以支持公司拓展各项新业务，购买停车位等。

图 4: 中海物业 2019 年净负债情况



数据来源: 公司公告

2020-21 年预测更新

综合考虑中海系地产公司的支持和公司积极的外拓策略，我们预计中海物业 2020 年和 2021 年总收入将达 69.5 港元和 89.9 港元，分别同比增长 27.2% 和 29.3%。2020 年收入中，物业管理服务的占比将进一步下降 4.3 个百分点至 70.9%，社区增值服务的占比提升至 28.9%。

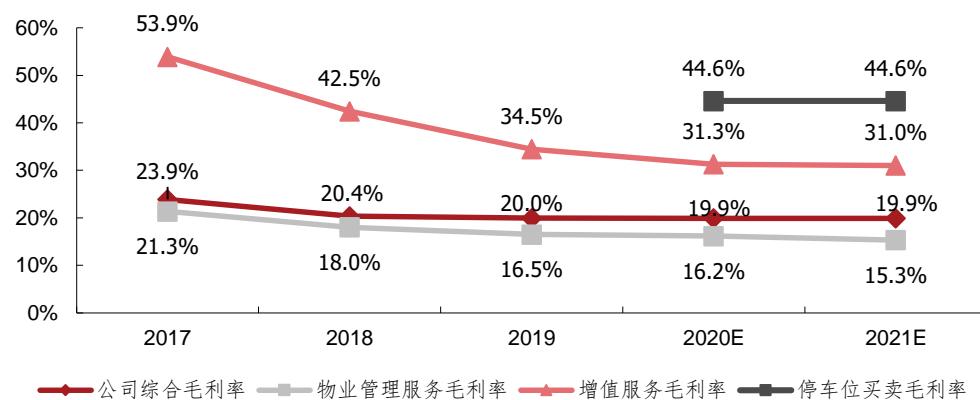
表 6：中海物业 2020-21 年收入预测

	2019	2020E	2021E
总收入(百万港元)			
物业管理服务	4,108	4,930	5,993
增值服务	1,348	2,007	2,978
停车位买卖	9.6	12.5	16.3
合计	5,466	6,950	8,987
收入占比			
物业管理服务	75.2%	70.9%	66.7%
增值服务	24.7%	28.9%	33.1%
停车位买卖	0.2%	0.2%	0.2%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：克而瑞证券研究院

我们预计 2020 年公司包干制项目增速仍将高于酬金制，物业管理服务毛利率将略有下降。增值服务方面，随着竞争的加剧以及新业务的开展，我们认为该块毛利率也将有所下降。停车位买卖方面，预计可以维持 2019 年的毛利水平。综上，我们预计中海物业 2020 年综合毛利率将略微下滑至 19.9%，2021 年基本与 2020 年持平。

图 5：中海物业 2020-21 年毛利率预测



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

我们预计销售和管理费用占总收入的比重将维持 2019 年水平。我们的模型显示，2020 年和 2021 年公司归母净利润将分别为 6.5 亿港元和 8.4 亿港元，分别同比增长 21.7% 和 28.3%；2020 年和 2021 年 ROE 分别为 32.6% 和 31.7%。

表 7：中海物业 2019-2021E 利润表核心数据

单位: m HKD	2019	2020E	2021E
收入	5,466	6,950	8,987
成本	4,375	5,566	7,196
毛利润	1,090	1,384	1,790
毛利率	20.0%	19.9%	19.9%
经营性费用	-396	-503	-651
其他收入/费用	33	33	33
经营性利润	728	914	1,173
经营性利润率	13.3%	13.1%	13.0%
财务费用/收入	32.4	12.0	15.1
所得税	-216	-264	-338
少数股东权益	6.3	7.7	9.8
归母净利润	538	654	840
归母净利润率	9.8%	9.4%	9.3%
ROE	35.5%	32.6%	31.7%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

DCF 估值更新

我们更新后的 DCF 模型显示, 中海物业每股估值为 9.10 港元, 相当于 45.7 倍 2020 年 EPS 和 35.6 倍 2021 年 EPS。我们的目标价格相较公司当前股价有 6.8% 的涨幅空间。

基于我们的模型, 中海物业的企业价值为 275 亿港元, 其中 125 亿港元为从 2020 年到 2030 年的自由现金流折现值, 150 亿港元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型最终得出的公司估值为每股 9.10 港元。

表 8: 目标价对应的估值情况

目标价格 9.10 港元/股	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
	45.7	35.6	4.3	3.3	13.8	10.4	27.8	21.0

数据来源: 克而瑞证券研究院

表 9: DCF 估值模型及主要假设

单位: 百万港元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	5,466	6,950	8,987	11,330	14,135	17,461	21,159	25,191	29,031	32,572	35,750	38,192	40,018
收入 yoy	24.4%	30.8%	27.2%	26.1%	24.8%	23.5%	21.2%	19.1%	15.2%	12.2%	9.8%	6.8%	4.8%
息税前利润	728	914	1,173	1,478	1,808	2,188	2,599	3,032	3,424	3,765	4,050	4,283	4,398
息税前利润率	13.3%	13.1%	13.0%	13.0%	12.8%	12.5%	12.3%	12.0%	11.8%	11.6%	11.3%	11.2%	11.0%
税率	28.5%	28.5%	28.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
税后经营性利润	521	654	839	1,109	1,356	1,641	1,949	2,274	2,568	2,824	3,037	3,212	3,299
折旧	41	55	71	90	112	138	168	199	230	258	283	302	317
经营性现金流净额	561	709	910	1,198	1,468	1,779	2,116	2,473	2,798	3,082	3,320	3,515	3,616
资本性支出	(137)	(150)	(181)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
营运资本	(250)	106	230	219	208	197	187	178	169	161	153	145	138
自由现金流	175	664	960	1,317	1,575	1,877	2,204	2,552	2,867	3,142	3,373	3,560	3,653

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 10: DCF 估值模型主要结果

单位: 百万港元	数值
2020-2030 年现值	12,488
永续经营部分现值	14,967
企业价值	27,456
净负债/现金	-2,452
内在价值	29,908
股份数 (百万股)	3,286.9
每股价值 (港元)	9.10

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

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。