

## 审慎推荐（下调）

## 住宅商管齐发力，中期业绩超预期

宝龙商业 09909.HK

目标股价：27.59 港元

当前股价：24.75 港元

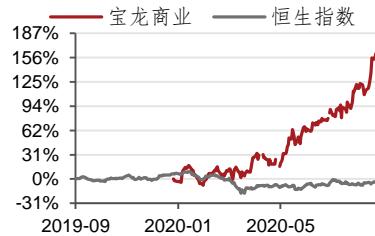
### 基础数据

总市值 (百万港元)	15,382.1
企业价值 (百万港元)	12,475.3
账面价值 (百万港元)	1,763.5
发行股份 (百万股)	621.5
公众持股比例 (%)	27.59
近 3 月平均日交易量 (百万港元)	26.41
主要股东持股比例 (%)	
宝龙控股	65.06
汇鸿管理有限公司	7.23

### 股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	8.96	47.1	166.19
绝对表现	11.21	49.91	164.15
近 12 月最高价(港元)	20-08-25	27.15	
近 12 月最低价(港元)	20-02-03	9.05	

### 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、《20200427-克而瑞证券宝龙商业 (9909.HK): 商业地产运营的开拓者》  
2020-04-27

### 分析师 李蒙, CFA

执业证号: APQ664  
852-25105555  
meng.li@cricsec.com

联系人 丁希璞  
852-25105555  
dingxipu@cric.com

- 提升目标价至 27.59 港元/股，给予审慎推荐评级。**我们基于宝龙商业（以下简称“公司”）2020 年中报以及与管理层的沟通，认为业绩及未来公司盈利能力和管理效率的提升高于我们的预期。公司在新 CEO 加盟后开始逐步对四条产品线按项目进行精细化梳理，同时住宅板块开始发力。我们继续看好公司的发展，并给予 27.59 港元/股的目标价，相当于 51.0x 2020 年 PE 和 37.4x 2021 年 PE。
- 上半年商业运营板块受疫情影响增长放缓，但从收入拆分来看增长仍极具潜力。**公司 2020H1 实现商业运营板块收入 7.00 亿元，同比增长 12.8%；该板块毛利率上半年同比增长 1.8 个百分点至 31.1%。商业运营板块收入的大头商业运营及管理服务板块收入同比增长 12.2%。其中零售商业物业管理服务收入由于在管面积的扩张同比增长 17.9% 至 3.67 亿元；运营阶段的商业运营服务收入同比增长 0.2% 至 1.48 亿元。该板块收入分为租金分成以及增值服务收入：受疫情影响，2-3 月份客流不足去年同期 50% 导致公司停车场及公共空间管理等增值服务收入受到较大影响；但租金抽成收入保持正增长（母公司租金收入同比增长 25.0%）。我们认为公司在疫情影响下仍能实现双位数的增长，一方面是母公司给予了强力支持，一方面也体现了其较强运营管理效率。
- 上半年住宅物业板块增长显著。**公司 2020H1 住宅物业管理服务收入为 1.68 亿元，同比增长 31.5%；该板块毛利率增长 9.5 个百分点至 21.9%；公司自去年筹备上市以来才开始重视住宅物业管理，筹备期间在人才储备和增值服务上的投入使得过往业绩表现较差，今年 2020H1 该板块收入毛利率齐增长，主要是由于：1) 公司项目逐步实现规模效应，物管收缴率和毛利率同升；2) 毛利率较高的其他增值服务即“社区增值”收入同比增长 116.9%，收入占比由 2019 年同期的 15.5% 至 25.5%。
- 少数中期派息的物管公司。**公司上半年分派股息 5,677 万元，对应派息率 39.2%。
- 风险提示：**下半年商业运营服务开展进度低于预期。

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	973.0	1,200.4	1,620.5	2,023.4	2,574.5
折旧摊销息税前利润	242.8	334.6	383.2	536.0	665.1
息税前利润	148.4	225.5	279.4	411.1	552.9
净利润	78.6	133.3	178.6	302.5	412.7
每股收益 (港元)	0.15	0.26	0.33	0.54	0.74
每股经营性现金流 (港元)	0.60	0.68	0.98	1.18	1.48
每股股息 (港元)	NA	NA	0.19	0.22	0.30
每股市资产净值 (港元)	0.18	0.44	2.90	3.78	4.57
市盈率 (x)	170.3	96.9	75.8	45.8	33.5
市现率 (x)	41.3	36.3	25.4	20.9	16.7
股息收益率 (%)	NA	NA	0.8	0.9	1.2
市净率 (x)	138.9	56.2	8.5	6.5	5.4
EV/Sales (x)	11.5	9.4	6.9	5.5	4.4
EV/EBITDA (x)	46.2	33.6	29.3	20.9	16.9
EV/EBIT (x)	75.7	49.8	40.2	27.3	20.3

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院 注：表中的每股指标均采用公司当前最新股数计算

公司财务数据

利润表

会计年度,  
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	<b>973.0</b>	<b>1,200.4</b>	<b>1,620.5</b>	<b>2,023.4</b>	<b>2,574.5</b>
营业成本	(719.6)	(874.5)	(1,192.1)	(1,455.5)	(1,833.1)
毛利润	<b>253.4</b>	<b>325.9</b>	<b>428.4</b>	<b>567.9</b>	<b>741.4</b>
销售及管理费用	(105.0)	(100.4)	(149.0)	(156.8)	(188.5)
息税折旧摊销前利润	<b>242.8</b>	<b>334.6</b>	<b>383.2</b>	<b>536.0</b>	<b>665.1</b>
折旧与摊销	94.4	109.1	103.8	124.9	112.2
息税前利润	<b>148.4</b>	<b>225.5</b>	<b>279.4</b>	<b>411.1</b>	<b>552.9</b>
净利润利息费用	(34.0)	(42.6)	(32.1)	7.7	18.4
应占联营公司损益	0.0	0.0	0.0	(1.5)	(1.5)
非经常性收入/支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	<b>114.4</b>	<b>182.9</b>	<b>247.3</b>	<b>418.8</b>	<b>571.3</b>
所得税	(35.8)	(49.5)	(68.7)	(116.3)	(158.6)
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属净利润	<b>78.6</b>	<b>133.3</b>	<b>178.6</b>	<b>302.5</b>	<b>412.7</b>
股利	0.0	0.0	103.3	121.0	165.1
留存收益	78.6	133.3	75.3	181.5	247.6

核心业务数据

会计年度,  
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
商业板块收入占比(%)	81.4	81.6	82.4	78.5	75.5
商业板块毛利占比(%)	90.4	90.3	91.4	83.9	81.3
在管面积(百万平方米)	15.7	16.6	18.5	24.3	31.4
商业在管面积占比(%)	38.0	38.4	37.8	34.0	33.0
综合出租率(%)	NA	83.5	89.4	89.0	90.0
毛利率(%)	26.0	27.1	26.4	28.1	28.8
息税折旧摊销前利润率(%)	25.0	27.9	23.6	26.5	25.8
经营性利润率(%)	15.3	18.8	17.2	20.3	21.5
净利率(%)	8.1	11.1	11.0	15.0	16.0
ROE (%)	81.6	58.0	11.3	14.3	16.1
ROCE (%)	13.4	46.6	(54.6)	(36.7)	(46.3)
ROA (%)	2.1	6.8	6.8	8.7	9.6
流动比率(x)	94.5	89.4	48.7	45.7	45.5
利息备付率(x EBITDA)	7.1	7.9	11.9	(69.8)	(36.1)
负债股权比率(%)	2.7	2.3	0.0	0.0	0.0
净负债/(现金)	273.9	(405.9)	(2,616.1)	(3,073.6)	(3,685.2)
净负债/股权(%)	284.2	(176.5)	(164.8)	(145.2)	(144.1)

资产负债表

会计年度,  
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	114.4	1,039.9	2,616.1	3,073.6	3,685.2
应收账款	92.2	82.5	113.9	142.2	180.9
其他流动资产	734.3	336.1	93.8	105.8	121.6
流动资产	<b>941.0</b>	<b>1,458.5</b>	<b>2,823.8</b>	<b>3,321.6</b>	<b>3,987.6</b>
固定资产	183.2	173.5	6.9	10.7	20.1
投资性房地产	232.8	155.6	207.2	418.6	462.0
其他长期资产	391.0	390.0	53.1	143.7	223.7
资产总计	<b>1,748.0</b>	<b>2,177.6</b>	<b>3,091.1</b>	<b>3,894.6</b>	<b>4,693.4</b>
短期借款	256.3	526.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	596.3	648.1	763.1	952.9	1,212.4
其他流动负债	349.0	423.0	550.3	634.8	732.4
流动负债	<b>1,201.6</b>	<b>1,597.0</b>	<b>1,313.4</b>	<b>1,587.7</b>	<b>1,944.8</b>
长期借款	132.0	108.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	318.0	242.7	190.5	190.5	190.5
负债总计	<b>1,651.6</b>	<b>1,947.7</b>	<b>1,503.9</b>	<b>1,778.2</b>	<b>2,135.3</b>
股本	N.A.	N.A.	1,236.9	1,236.9	1,236.9
储备	96.4	229.9	350.3	879.5	1,321.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益总计	<b>96.4</b>	<b>229.9</b>	<b>1,587.2</b>	<b>2,116.4</b>	<b>2,558.1</b>
负债及股东权益	<b>1,748.0</b>	<b>2,177.6</b>	<b>3,091.1</b>	<b>3,894.6</b>	<b>4,693.4</b>
现金流量表					
会计年度, 百万人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E
息税折旧摊销前利润	242.8	334.6	383.2	536.0	665.1
营运资本变动	117.6	54.2	223.7	234.0	302.7
其他	(36.7)	(32.6)	(73.4)	(108.6)	(140.2)
经营活动现金流	<b>323.7</b>	<b>356.2</b>	<b>533.5</b>	<b>661.4</b>	<b>827.5</b>
资本支出	(2.8)	(2.6)	(6.4)	(10.0)	(15.0)
投资变动	(24.1)	(52.9)	(29.4)	(90.6)	(80.0)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	<b>(26.8)</b>	<b>(55.4)</b>	<b>(35.9)</b>	<b>(100.6)</b>	<b>(95.0)</b>
股权融资	0.0	0.0	1,231.7	0.0	0.0
债权融资	(508.7)	245.7	(634.0)	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	112.4	379.0	480.8	(103.3)	(121.0)
筹资活动现金流	<b>(396.3)</b>	<b>624.7</b>	<b>1,078.6</b>	<b>(103.3)</b>	<b>(121.0)</b>
现金净增加额	<b>(99.4)</b>	<b>925.5</b>	<b>1,576.2</b>	<b>457.5</b>	<b>611.5</b>

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

- 公司出租率低于同业，未来将着重精细化运营不同产品线，打造标杆项目。受到疫情影响，公司综合出租率较 2019 年底下滑 2.3 个百分点；但较 2019 年同期上升 0.8 个百分点，主要是由于天津于家堡等重开业商场出租率有明显提升。但较同业来看，仍低于新城控股的吾悦广场（96.1%）、龙湖集团的龙湖天街（94.7%）以及华润置地的华润万象（93.9%）。公司管理层也表示，下半年将着重梳理每个商业项目情况，打造每个品牌中的标杆项目，提升公司品牌知名度继而提高出租率。
- 费用管控初见成效，净利息收入由负转正，公司净利率同比提升 5.1 个百分点。受疫情影响公司上半年商场内宣传推广活动支出减少导致销售费用占收入比重同比下滑 1.1 个百分点；公司在科技上的投入也初见成效，管理费用占收入比重同比下滑 1.0 个百分点。公司完全处理掉账面上有息负债后，净利息收入由去年同期的-1,920 万元转为 410 万元。公司归母净利率同比上升 5.1 个百分点至 16.7%，归母净利润同比增长 66.3% 至 1.45 亿元。

表 1：2019H1-20H1 各板块收入拆分及占比

单位：百万元	2019H1	2020H1	oyy
<b>商业运营服务</b>	<b>621.2</b>	<b>700.4</b>	<b>12.8%</b>
物业租赁服务	113.8	94.8	-16.7%
市场研究及定位、商户招揽、筹备开幕服务	48.6	90.9	87.1%
<b>商业运营及管理服务</b>	<b>458.7</b>	<b>514.7</b>	<b>12.2%</b>
<b>住宅物业管理服务</b>	<b>127.9</b>	<b>168.2</b>	<b>31.5%</b>
预售管理服务	6.9	9.2	34.1%
住宅物业管理服务	101.3	116.1	14.7%
其他增值服务	19.8	42.9	116.9%
<b>合计</b>	<b>749.1</b>	<b>868.6</b>	<b>16.0%</b>
<b>占比</b>			
<b>商业运营服务</b>	<b>82.9%</b>	<b>80.6%</b>	<b>-2.3ppt</b>
物业租赁服务	15.2%	10.9%	-4.3ppt
市场研究及定位、商户招揽、筹备开幕服务	6.5%	10.5%	4.0ppt
<b>商业运营及管理服务</b>	<b>61.2%</b>	<b>59.3%</b>	<b>-2.0ppt</b>
<b>住宅物业管理服务</b>	<b>17.1%</b>	<b>19.4%</b>	<b>2.3ppt</b>
预售管理服务	0.9%	1.1%	0.1ppt
住宅物业管理服务	13.5%	13.4%	-0.1ppt
其他增值服务	2.6%	4.9%	2.3ppt
<b>合计</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 2: 2019H1-20H1 利润表核心数据

单位: 百万元	2019H1	2020H1	yoY
收入	749.1	868.6	16.0%
毛利润	197.9	254.8	28.8%
毛利率	26.4%	29.3%	2.9ppt
经营性费用	(63.9)	(55.9)	-12.6%
经营性费用占收入比重	8.5%	6.4%	-2.1ppt
其他收入	4.9	(8.8)	NA
经营性利润	138.9	190.2	36.9%
经营性利润率	18.5%	21.9%	3.4ppt
净利息收入/支出	(19.2)	4.1	NA
应占合联营公司损益	0.0	(1.5)	NA
所得税	(32.5)	(47.9)	47.1%
少数股东权益	0.0	0.0	NA
归母净利润	87.1	144.9	66.3%
归母净利率	11.6%	16.7%	5.1ppt

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

基于公司 2020H1 的表现, 我们调整公司 2020-21 年的预测数据。考虑到疫情的影响, 我们分别下调公司收入 3.8% 和 6.1%; 但我们认为公司未来在增值服务上的发力、以及科技赋能的举措将提升公司毛利率并降低公司经营性费用占比, 我们的新预测显示公司 2020 及 2021 年经营性利润将较我们原先预测均增长 7.7%; 同时, 由于公司保持账上零负债状态, 我们预测公司未来两年均为净利息收入状态, 我们新预测的归母净利润较原先预测分别上涨 25.6% 和 25.9%。

表 3: 本次预测数据与前次预测数据 (2020 年 4 月 27 日) 对比

	新预测		旧预测		新旧预测对比		
	2019	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
收入	1,620.5	2,023.4	2,574.5	2,103.1	2,740.9	-3.8%	-6.1%
商业运营服务	1,335.1	1,588.4	1,944.4	1,710.2	2,204.0	-7.1%	-11.8%
物业租赁服务	205.4	184.8	184.8	205.4	205.4	-10.0%	-10.0%
市场研究及定位、商户招揽、筹备开幕服务	143.2	170.9	179.4	170.9	179.4	0.0%	0.0%
商业运营及管理服务	986.5	1,232.6	1,580.1	1,333.9	1,819.2	-7.6%	-13.1%
住宅物业管理服务	285.3	435.1	630.2	392.9	536.9	10.7%	17.4%
预售管理服务	13.1	20.3	32.5	18.6	25.9	9.4%	25.8%
住宅物业管理服务	222.2	314.7	437.6	314.7	437.6	0.0%	0.0%
其他增值服务	50.0	100.0	160.0	59.6	73.4	67.7%	117.9%
毛利润	428.4	567.9	741.4	580.5	780.2	-2.2%	-5.0%
毛利率	26.4%	28.1%	28.8%	27.6%	28.5%	0.5ppt	0.3 ppt
经营性费用	(159.1)	(151.8)	(198.5)	(211.9)	(284.0)	-28.4%	-30.1%
经营性费用占收入比重	9.8%	7.5%	7.7%	10.1%	10.4%	-2.6ppt	-2.6ppt
其他收入	10.1	(5.0)	10.0	13.0	17.0	NA	-41.2%
经营性利润	279.4	411.1	552.9	381.7	513.2	7.7%	7.7%
经营性利润率	17.2%	20.3%	21.5%	18.1%	18.7%	2.2ppt	2.8ppt
净利息收入/支出	(32.1)	7.7	18.4	(37.5)	(45.0)	NA	NA
所得税	(68.7)	(116.3)	(158.6)	(103.3)	(140.5)	12.6%	12.9%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	NA	NA
归母净利润	178.6	302.5	412.7	240.9	327.7	25.6%	25.9%
归母净利率	11.0%	15.0%	16.0%	11.5%	12.0%	3.5ppt	4.1ppt

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

- 我们更新后的 DCF 模型显示，宝龙商业每股估值为 **27.59** 港元。我们的目标价格相较公司当前股价有 **11.5%** 的涨幅空间。我们的估值之于之前上调了 **67.4%**，这主要反映了我们对公司盈利能力和管理效率持续优化的预期。基于我们的模型，宝龙商业的企业价值为 **123.20** 亿元，其中 **70.34** 亿元为从 **2020** 年到 **2031** 年的自由现金流折现值，**52.86** 亿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 **27.59** 港元，相当于 **51.0x** **2020** 年 PE 和 **37.4x** **2021** 年 PE。

表 4：目标价格对应估值

	PE	PS	PB	EV/EBITDA
目标价每股 27.59 港元	2020E 51.0	2021E 37.4	2020E 7.6	2021E 6.0

数据来源：克而瑞证券研究院

表 5：DCF 估值模型主要数据

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	1,620	2,023	2,575	3,272	4,154	5,252	6,529	7,878	9,181	10,319	11,215	11,799	12,167
yoy	35.0%	24.9%	27.2%	27.1%	27.0%	26.4%	24.3%	20.7%	16.5%	12.4%	8.7%	5.2%	3.1%
经营性利润	279.4	411.1	552.9	698.5	879.7	1,101.1	1,300.3	1,490.6	1,650.2	1,845.5	1,805.1	1,709.2	1,586.3
经营性利润率	17.2%	20.3%	21.5%	21.3%	21.2%	21.0%	19.9%	18.9%	18.0%	17.9%	16.1%	14.5%	13.0%
税率	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%	27.8%
税后净经营利润	201.8	297.0	399.4	504.6	635.5	795.4	939.3	1,076.7	1,192.0	1,333.1	1,303.9	1,234.6	1,145.9
折旧与摊销	103.8	124.9	112.2	139.8	173.9	215.4	254.4	276.3	289.8	293.1	286.7	271.5	252.0
经营性现金流净额	305.6	421.9	511.6	644.3	809.4	1,010.8	1,193.7	1,353.0	1,481.8	1,626.2	1,590.6	1,506.1	1,397.8
资本性支出及对外投资	(35.9)	(100.6)	(95.0)	(96.9)	(98.8)	(100.8)	(102.8)	(104.9)	(107.0)	(109.1)	(111.3)	(113.5)	(115.8)
营运资本变动	223.7	234.0	302.7	278.1	274.0	247.0	229.3	165.2	204.4	103.6	136.2	101.8	140.5
自由现金流	493.5	555.2	719.2	825.5	984.5	1,156.9	1,320.2	1,413.3	1,579.2	1,620.6	1,615.5	1,494.3	1,422.6

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 6：DCF 估值模型主要结果

单位：百万元	数值
2020-2031 年现值	7,034.1
永续经营部分现值	5,285.5
企业价值	12,319.6
净负债/(现金)、对外投资等调整项	(3,115.2)
内在价值	15,434.8
股份数(百万股)	622
每股价值(元)	24.83
人民币兑港币汇率	1.11
每股价值(港元)	27.59

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：

克而瑞在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供联席账簿管理人服务，并收取了相关服务报酬。

### 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；分析师的薪酬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，包括指数组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。