

强烈推荐（维持）

聚焦物业管理，盈利能力有所提升

彩生活 01778.HK

目标股价：4.82 港元

当前股价：4.00 港元

基础数据

流通市值（百万港元）	5,819.5
企业价值（百万港元）	5,933.6
账面价值（百万港元）	4,639.6
发行股份（百万股）	1,454.9
公众持股比例 (%)	27.81
近 3 月平均日交易量(百万港元)	21.06
主要股东持股比例 (%)	
花样年控股集团有限公司	51.69
Splendid Fortune Enterprise Limited	15.32

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	6.53	6.11	1.35
绝对表现	9.29	14.6	-0.14
近 12 月最高价(港元)	19-11-06	4.77	
近 12 月最低价(港元)	20-03-19	2.98	

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、《彩生活 01778.HK: 上半年业绩稳定, 债务结构持续优化》2020-07-30
- 2、《彩生活 (1778.HK): 2019 年业绩符合预期, 价值洼地明显》2020-04-06
- 3、《休养生息, 重整旗鼓: 彩生活 1778.HK》2019-12-14

分析师 徐婵娟, CFA

执业证号: BOI213

852-25105555

sarah.xu@cricsec.com

联系人 丁希璞

852-25105555

dingxipu@cric.com

- **强烈推荐。** 目标价格维持 4.82 港元/股, 相当于 12.2 倍 2020 年 EPS 和 11.6 倍 2021 年 EPS。彩生活近期发布了 2020 上半年业绩, 基本符合我们的预期。我们已经可以从上半年业绩中看到公司战略调整的部分成果。基于此我们微调了关于公司的预测, 预计 2020-21 年 EPS 将分别为 0.40 港元/股和 0.42 港元/股。
- **2020 年上半年收入降幅小于成本费用降幅, 营业利润率同比提升 1.1 个百分点。** 彩生活 2020 年 H1 实现收入 17.79 亿元, 同比下滑 1.8 个百分点: 公司重新聚焦物业管理服务后, 对增值服务和工程服务进行了详细的梳理, 多项业务出于战略转型考虑不再过多投入, 导致增值服务和工程服务收入均同比下滑; 公司综合毛利率因此提升 0.1 个百分点, 经营性费用占收入比重下降 0.8 个百分点, 营业利润率同比提升 1.1 个百分点。
- **负债水平和财务费用显著降低。** 公司总负债较 2019 年 H1 下降 14.7%, 较 2019 年底下降 1.9%; 净负债较 2019 年 H1 下降 88.6%, 较 2019 年底下降 80.7%, 公司降负债的举措成效显著。2020 年 H1 财务费用为 8,800 万元, 同比下降 20.1%。管理层表示, 公司已于今年 7 月偿还 3-4 亿元短期债务, 我们预计公司负债情况将在今年底进一步改善。
- **小幅上调公司 2020-21 年归母净利润预测。** 由于公司积极控制经营性及市场费用、及获得社保减免和政府补贴, 2020 年 H1 公司归母净利润为 2.36 亿元, 同比增长 9.5%, 归母净利率较去年同期提升 1.4 个百分点。由此, 我们对 2020-21 年归母净利润的预测进行上调, 较原先预测值分别上调 0.1% 和 4.8%。
- **风险提示:** 业务复盘导致退出面积增加; 偿债能力受阻

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营收入	1,628.7	3,613.7	3,845.0	3,698.4	3,789.3
折旧摊销息税前利润	591.6	1,127.8	1,107.1	1,078.5	1,081.6
息税前利润	524.7	921.7	908.7	875.9	876.0
净利润	320.7	485.0	498.5	518.6	545.3
每股收益 (港元)	0.25	0.40	0.39	0.40	0.42
每股经营性现金流(港元)	0.19	0.43	0.43	0.49	0.49
每股股息 (港元)	0.13	0.17	0.10	0.10	0.11
每股资产净值 (港元)	2.77	2.66	3.18	3.51	3.86
市盈率 (x)	15.8	10.1	10.3	10.1	9.6
市现率 (x)	20.9	9.3	9.4	8.1	8.2
股息收益率 (%)	3.3	4.3	2.5	2.6	2.7
市净率 (x)	1.4	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/sales (x)	3.3	1.5	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	9.0	4.7	4.8	5.0	4.9
EV/EBIT (x)	10.2	5.8	5.9	6.1	6.1

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	1,628.7	3,613.7	3,845.0	3,698.4	3,789.3
营业成本	(898.0)	(2,331.2)	(2,489.6)	(2,445.4)	(2,492.7)
毛利润	730.7	1,282.5	1,355.4	1,253.0	1,296.6
销售&管理费用	(206.0)	(360.8)	(446.8)	(377.1)	(420.6)
税息折旧摊销前利润	591.6	1,127.8	1,107.1	1,078.5	1,081.6
折旧	66.9	206.1	198.5	202.6	205.7
息税前利润	524.7	921.7	908.7	875.9	876.0
净利息费用	(90.2)	(299.1)	(201.7)	(133.0)	(94.7)
应占联营公司损益	1.7	10.7	13.8	0.0	0.0
其他收入	20.5	36.6	(4.6)	0.0	0.0
税前利润	454.9	659.3	702.3	742.9	781.2
所得税	(106.0)	(151.9)	(180.6)	(185.7)	(195.3)
少数股东权益	30.0	33.0	37.1	38.6	40.6
净利润	320.7	485.0	498.5	518.6	545.3
股利	(166.2)	(210.4)	(129.8)	(135.0)	(141.9)
新增留存收益	154.4	274.6	368.7	383.6	403.4

核心业务数据

会计年度,
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
合约面积(百万平方米)	436.0	553.7	562.0	564.8	571.5
在管面积(百万平方米)	293.7	363.2	359.7	368.6	379.9
物业管理收入占比(%)	75.6	84.8	86.9	89.0	88.9
社区增值服务占比(%)	17.0	11.3	10.4	8.2	8.0
包干制面积占比(%)	74.0	85.0	89.5	92.1	92.2
酬金制面积占比(%)	13.4	5.9	5.9	6.0	6.0
毛利率(%)	44.9	35.5	35.3	33.9	34.2
税息折旧摊销前利润率(%)	36.3	31.2	28.8	29.2	28.5
息税前利润率(%)	32.2	25.5	23.6	23.7	23.1
净利率(%)	19.7	13.4	13.0	14.0	14.4
净资产收益率(%)	9.4	15.5	12.9	11.8	11.3
已动用资本回报率(%)	12.4	17.0	15.7	13.9	13.5
资产收益率(%)	3.6	4.8	5.3	5.5	5.6
流动比率(x)	1.6	1.3	1.3	1.6	1.8
利息备付率(x)	6.6	3.8	5.5	8.1	11.4
负债股权比率(%)	81.3	112.4	56.4	43.4	35.6
净负债/(现金)	810.1	966.7	570.4	102.7	(249.4)
净负债/股权(%)	23.1	29.7	14.0	2.2	(4.9)

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,
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金及等价物	2,039.4	2,693.0	1,724.2	1,891.9	2,044.1
应收账款	582.0	629.7	658.2	696.5	784.9
存货	7.3	4.6	3.7	3.6	3.6
其他流动资产	2,019.4	2,456.2	2,589.8	2,491.0	2,552.2
流动资产	4,648.1	5,783.6	4,975.9	5,083.0	5,384.9
固定资产	239.9	236.8	287.9	322.6	351.5
其他长期资产	3,924.1	4,045.9	4,112.1	4,025.5	3,941.7
资产总计	8,812.1	10,066.3	9,375.9	9,431.0	9,678.0
合同负债	732.9	1,753.0	989.8	689.8	489.8
应付账款	297.9	743.1	751.4	650.5	599.8
其他流动负债	1,819.1	2,097.5	1,974.0	1,898.8	1,945.4
总流动负债	2,849.9	4,593.6	3,715.3	3,239.1	3,035.1
长期负债	2,116.7	1,906.7	1,304.8	1,304.8	1,304.8
其他长期负债	340.4	309.9	290.3	290.3	290.3
总负债	5,306.9	6,810.2	5,310.3	4,834.1	4,630.1
股本	78.9	106.8	115.1	0.0	79.3
存留收益	1,377.3	1,085.9	1,825.9	2,448.5	2,799.9
资本公积	1,942.8	1,942.8	1,942.8	1,942.8	1,942.8
少数股东权益	106.2	120.7	181.8	205.7	225.9
股东权益总计	3,505.2	3,256.1	4,065.6	4,596.9	5,047.9
负债和股东权益	8,812.1	10,066.3	9,375.9	9,431.0	9,678.0

现金流量表

会计年度,
百万人民币

	2017	2018	2019	2020E	2021E
税息折旧及摊销前利润	591.6	1,127.8	1,107.1	1,078.5	1,081.6
运营资金变动	(296.8)	(453.9)	(454.7)	(115.5)	(153.8)
其他	(52.2)	(147.9)	(107.9)	(318.7)	(290.0)
经营活动现金流	242.6	525.9	544.5	644.3	637.8
资本支出	(112.9)	(65.6)	(100.7)	(100.7)	(100.7)
投资变动	881.7	(610.0)	(116.1)	(50.0)	(50.0)
其他	(1,348.1)	(36.3)	(8.9)	0.0	0.0
投资活动现金流	(579.4)	(711.8)	(225.7)	(150.7)	(150.7)
股权融资	(18.8)	426.8	451.7	0.0	0.0
银行借款	1511.6	810.1	(1365.1)	(300.0)	(200.0)
股息及其他筹资支出	45.3	(397.5)	(374.2)	(25.9)	(135.0)
筹资活动现金流	1,538.1	839.4	(1,287.6)	(325.9)	(335.0)
现金净增加额	1,201.3	653.6	(968.8)	167.7	152.1

2020 年 H1 业绩点评

2020 年 H1 公司在管面积重回正增长，实现 3.63 亿平方米，较 2019 年底新增 400 万平方米；同期实现合约面积 5.63 亿平方米，较 2019 年底新增 1,700 万平方米。主要是由于公司上半年退出面积显著减少，为 3,115 万平方米，仅为 2019 年退出面积的 20.1%，回归正常水平。

表 1：2017-20H1 在管面积及合约面积

单位：百万平方米	2017	2018	2019	2020H1
在管面积	293.7	363.2	359.7	363.7
合约面积	436.0	553.7	562.0	563.7

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

彩生活 2020 年 H1 实现收入 17.79 亿元，同比下滑 1.8 个百分点：其中物业服务收入为 15.60 亿元，同比增长 3.2%；增值服务收入为 1.52 亿元，同比下滑 24.2%；工程服务收入为 6,730 万元，同比下滑 32.9%。公司重新聚焦物业管理服务后，对增值服务和工程服务进行了详细的梳理，多项业务出于战略转型考虑不再过多投入，导致两块业务收入均同比下滑。

表 2：2019H1-20H1 公司各板块收入及占比

单位：百万元	2019H1	2020H1	同比增长
物业管理服务	1,510.8	1,559.7	3.2%
增值服务	200.4	151.9	-24.2%
工程服务	100.3	67.3	-32.9%
总收入	1,811.5	1,778.9	-1.8%
占比			
物业管理服务	83.4%	87.7%	
增值服务	11.1%	8.5%	
工程服务	5.5%	3.8%	

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

虽然公司收入由于战略调整有所下滑，但在疫情大环境和内部战略调整双重影响下，公司毛利率提升 0.1 个百分点，主要是由于：1. 公司物业服务毛利率受到社保减免、政府补贴影响提升 0.3 个百分点；2. 公司在逐渐削减部分盈利性差、占用资金量大的增值服务和工程服务后，两项业务毛利率分别同比提升 12.5 个百分点和 5.1 个百分点。

不仅如此，此次战略调整还帮助公司有效降低经营性费用率 0.8 个百分点，使得息税前利润率提升 1.1 个百分点。

除了业务梳理，公司还采取了积极手段降低负债成本，2020H1 财务费用为 8,800 万元，同比下降 20.1%；公司归母净利润为 2.36 亿元，同比增长 9.5%，归母净利率较去年同期提升 1.4 个百分点。

表 3: 2019H1-20H1 公司利润表核心数据

单位: 百万元	2019H1	2020H1	同比增长
收入	1,811.5	1,778.9	-1.8%
毛利润	598.7	581.4	-1.4%
毛利率	32.6%	32.7%	0.1ppt
经营性费用	(212.6)	(194.5)	-8.5%
经营性费用率	11.7%	10.9%	-0.8ppt
其他收入	30.6	32.9	7.6%
息税前利润	407.6	419.8	3.0%
息税前利润率	22.5%	23.6%	1.1ppt
净利息收入/支出	(110.1)	(88.0)	-20.1%
所得税	(75.8)	(95.4)	25.9%
少数股东权益	(19.1)	(9.8)	-48.6%
归母净利润	215.9	236.4	9.5%
归母净利率	11.9%	13.3%	1.4ppt

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

公司总负债较 2019 年 H1 同比下降 14.7%, 较 2019 年底下降 1.9%; 净负债较 2019 年 H1 同比下降 88.6%, 较 2019 年底下降 80.7%, 公司降负债的举措也有明显成效。

公司 2020 年 H1 短期负债明显上升的原因主要是到年底前三有一笔 8.2 亿左右的短债到期, 该笔负债已经于今年 7 月份偿还 3-4 亿元, 并将于年底前全部偿还, 预计在年报中公司负债将会进一步下降。

表 4: 2017-20H1 公司负债情况

单位: 百万元	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
短期负债	732.9	1,753.0	989.8	697.6	1,726.5
长期负债	2,116.7	1,906.7	1,304.8	1,941.4	525.6
总负债	2,849.5	3,659.7	2,294.6	2,639.0	2,252.2
净负债	810.1	966.7	570.4	966.7	110.2

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

2020-21 年预测更新

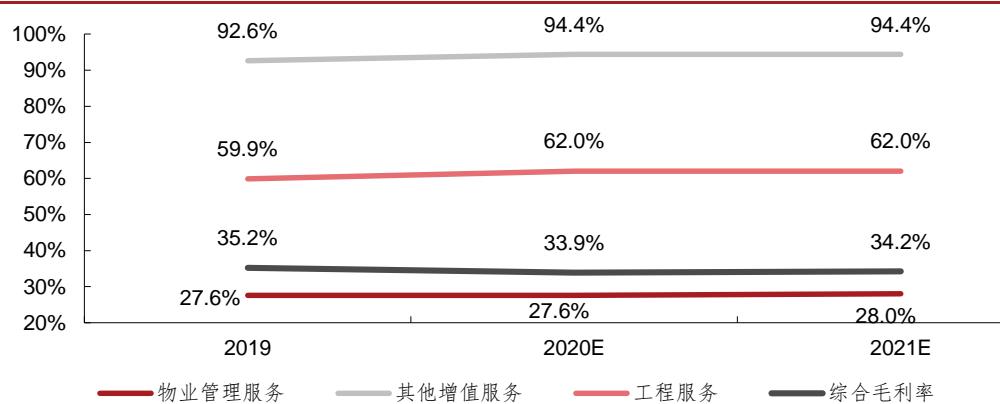
我们认为，公司目前主要精力将放在对存量盘的梳理上，未来两年外拓盘面积将明显减少，从而导致交付前服务收入以及对其他物业提供顾问服务的收入将会减少，我们因而略微下调原先对于物业管理服务收入的预测。公司在聚焦物业管理服务后，将选择性对增值服务和工程服务进行战略削减，这会导致公司收入进一步下滑，我们新预测中 2020-21 年的收入分别为 36.98 亿元和 37.90 亿元，较原预测分别下降 4.5% 和 5.0%；较 2019 年同比增长分别为 -3.8% 和 2.5%。

尽管我们预计公司增值服务和工程服务的盈利能力将会由于本次战略调整略有上升，但是由于其在收入中比重降低，公司综合毛利率较我们之前的预测同比下滑 1.3 个百分点和 1.0 个百分点。

我们预测未来投入在拓展增值服务上的销售费用将有所减少，我们预测销售费用占总收入的比重将会由 2019 年的 1.6% 下滑至 2020 年的 0.8% 和 2021 年的 0.9%，管理费用占总收入的比重不变，从而导致我们新预测中的经营性费用较原预测分别减少 15.7% 和 20.1%。且基于公司上半年降低负债成本效果显著，我们对财务费用的预测也较原先下滑 1.8% 和 26.4%。

最后，我们的预测公司 2020-21 年将分别产生净利润 5.19 亿元和 5.45 亿元，较原预测分别增长 0.1% 和 4.8%，较 2019 年同比分别增长 4.0% 和 5.2%。

图 1：2019-21E 年公司毛利率及预测



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 5：本次预测数据与前次预测数据（2020 年 7 月 28 日）对比

单位：百万元	2019	新预测		旧预测		新旧预测对比	
		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
总收入	3,845.0	3,698.4	3,789.3	3,872.0	3,986.7	-4.5%	-5.0%
物业管理服务	3,341.5	3,291.8	3,368.0	3,363.8	3,454.9	-2.1%	-2.5%
增值服务	401.3	301.9	301.9	398.1	405.8	-24.2%	-25.6%
工程服务	102.2	104.8	119.5	110.0	125.9	-4.7%	-5.1%
毛利润	1,355.4	1,253.0	1,296.6	1,363.0	1,404.8	-8.1%	-7.7%
毛利率	35.3%	33.9%	34.2%	35.2%	35.2%	-1.3ppt	-1.0 ppt
经营性费用	(476.3)	(427.1)	(440.6)	(506.8)	(551.5)	-15.7%	-20.1%
其他收入/费用	29.5	50.0	20.0	2.7	2.2	1741%	794.1%
经营性利润	908.7	875.9	876.0	858.9	855.5	2.0%	2.4%
经营性利润率	23.6%	23.7%	23.1%	22.2%	21.5%	1.5 ppt	1.7 ppt
财务费用/收入	(201.7)	(133.0)	(94.7)	(135.5)	(128.7)	-1.8%	-26.4%
所得税	(180.6)	(185.7)	(195.3)	(180.9)	(181.7)	2.7%	7.5%
少数股东权益	(37.1)	(38.6)	(40.6)	(38.6)	(38.7)	0.1%	4.8%
归母净利润	498.5	518.6	545.3	517.9	520.2	0.1%	4.8%
归母净利润率	13.0%	14.0%	14.4%	13.4%	13.0%	0.6 ppt	1.3 ppt

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

DCF 估值更新

更新公司 2020-21 年财报数据和预测后，我们的 DCF 模型显示彩生活每股估值仍在 4.82 港元，相当于 12.2 倍 2020 年 EPS 和 11.6 倍 2021 年 EPS。我们的目标价格相较公司当前股价有 20.6% 的涨幅空间。

我们认为目前彩生活处于估值洼地，故而给予 DCF 模型较为保守的假设，我们将 beta 值从之前的 1.25 提升到了 1.28。同时我们假设公司未来每年收入增速不超过 8%。

基于我们的模型，彩生活的企业价值为 61.92 亿元，其中 40.95 亿元为从 2020 年到 2031 年的自由现金流折现值，20.97 亿元为永续经营部分的现值。我们的 DCF 模型仍维持之前的目标价格，即每股 4.82 港元。

表 6：目标价对应的估值情况

目标价格 4.82 港元/股	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
	12.2	11.6	1.9	1.8	1.4	1.3	6.0	5.6

数据来源：克而瑞证券研究院

表 7：DCF 估值模型及主要假设

单位： 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
收入	3,845	3,698	3,789	3,901	4,039	4,225	4,458	4,753	5,131	5,539	5,891	6,191	6,412
收入 yoy	6.4%	-3.8%	2.5%	2.9%	3.5%	4.6%	5.5%	6.6%	7.9%	7.9%	6.4%	5.1%	3.6%
息税前利润	908.7	875.9	876.0	897.3	924.4	962.1	1,010.1	1,071.6	1,041.1	1,011.5	914.5	816.8	761.3
税率	25.7%	25.0%	25.0%	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	675.0	656.9	657.0	673.0	693.3	721.6	757.6	803.7	780.9	758.6	685.8	612.6	571.0
折旧	198.5	202.6	205.7	222.3	241.7	265.5	280.1	298.7	322.4	348.1	370.2	389.0	402.9
经营性现金流净额	873.5	859.5	862.7	895.3	935.0	987.0	1,037.7	1,102.4	1,103.3	1,106.7	1,056.0	1,001.7	973.9
资本性支出	(216.8)	(150.7)	(150.7)	(200.0)	(200.0)	(200.0)	(200.0)	(200.0)	(180.0)	(180.0)	(180.0)	(170.0)	(170.0)
营运资本	(454.7)	(115.5)	(153.8)	(146.3)	(130.9)	(105.5)	(89.9)	(84.0)	(78.3)	(51.9)	(94.3)	(80.2)	(59.0)
自由现金流	202.0	593.3	558.2	549.0	604.1	681.6	747.8	818.4	845.0	874.8	781.8	751.4	744.9

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 8：DCF 估值模型主要结果

单位：百万元	数值
2020-31 年现值	4,095
永续经营部分现值	2,097
企业价值	6,192
净负债/现金	(125)
内在价值	6,318
股份数（百万股）	1,455
每股价值 (RMB)	4.34
Rmb/HKD	1.11
每股价值 (HKD)	4.82

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。