

2021年04月12日

强烈推荐（维持）

2020年稳健增长，市场化外拓强劲

目标股价：7.08 港元
当前股价：4.85 港元

银城生活服务 01922.HK

基础数据

总市值（百万港元）	1,295.7
企业价值（百万港元）	958.1
账面价值（百万港元）	230.1
发行股份（百万股）	267.2
公众持股比例（%）	28.57
近3月平均日交易量（百万港元）	2.52
主要股东持股比例（%）	
Silver Huang Holding Limited	35.98
Silver Dai Holding Limited	13.05
Silver Zhu Holding Limited	7.07
Silver Xie Holding Limited	5.43
Silver Ma Holding Limited	5.03

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	1.32	-15.29	148.83
绝对表现	-1.02	-12.45	166.93
近12月最高价(港元)	20-08-11	9.69	
近12月最低价(港元)	20-04-15	1.80	

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、《银城生活服务 01922.HK：盈利能力提升，业绩超预期》2020-09-01
- 2、《银城生活服务 01922.HK：聚焦金陵，卓尔不群》2020-03-16

分析师 徐婵娟，CFA

执业证号：BOI213
852-25105555
sarah.xu@cricsec.com

分析师 李蒙，CFA

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

- **维持强烈推荐评级，目标价每股 7.08 港元。**银城生活服务有限公司（简称“银城生活服务”、“银城”、或“公司”）于近期公布了 2020 年度业绩，基于此我们与管理层进行沟通并调整了我们的财务模型，我们对公司的基本面继续看好，给予 7.08 港元每股估值，相当于 19.5x 2021 年 PE 和 14.9x 2022 年 PE。
- **2020 年业绩增长稳健。**银城生活服务 2020 年实现收入 9.62 亿元，同比增长 38.3%。公司 2020 年实现毛利润 1.62 亿元，同比增长 45.1%。公司毛利率达 16.9%，较 2019 年提升 0.8 个百分点。公司全年实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 103.2%。公司归母净利率为 7.0%，较 2019 年提升 2.2 个百分点。公司宣布每股派息 0.092 港元，相当于 30.7% 的派息率，这是公司上市后连续第二年支付 30% 以上股利。
- **管理面积增长超预期，第三方占比持续提升。**截至 2020 年底，公司物业管理服务在管面积为 3,914 万平方米，增幅 50.1%，超出克而瑞证券预期 2.3%；合约面积达 4,277 万平方米，增幅 39.0%，超出克而瑞证券预期 1.2%。公司在管面积的市场化水平较高：来自收并购及第三方的收入占比从 2016 年的 61.8% 提升到 2020 年的 79.9%；来自收并购及第三方的在管面积占比从 2016 年的 54.4% 提升到 2020 年的 82.2%，体现公司强劲的市场化拓展能力。
- **三年预期复合增长率 35%，业绩可期。**公司管理层明确未来三年的业绩目标，即 2023 年收入达到 23 亿元，在管面积达到 1 亿方，相当于收入与净利润未来三年内实现 35% 的复合增长率；该目标增速对于以第三方外拓为主要增长点的中小型物管企业来说，属于较高水平。公司给出明确的业绩指引，结合公司稳步推进中的员工持股计划，将有助于稳定市场预期与投资人信心。
- **风险提示：**第三方项目拓展不及预期，增值服务拓展不及预期

核心数据

会计年度（百万港元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
主营收入	467.7	695.8	962.0	1,294.8	1,641.2
息税折旧摊销前利润	50.6	66.3	125.1	148.7	185.6
息税前利润	40.1	54.6	108.5	128.3	161.0
归母净利润	27.3	33.1	67.3	82.6	108.0
每股收益(港元)	0.12	0.14	0.28	0.36	0.48
每股经营性现金流(港元)	0.15	0.45	0.28	0.62	0.70
每股股息(港元)	NA	0.04	0.09	0.11	0.14
每股资产净值(港元)	0.31	0.52	0.81	1.15	1.54
市盈率(x)	41.4	34.6	17.4	13.4	10.2
市现率(x)	31.7	10.8	17.2	7.9	6.9
股息收益率(%)	NA	0.9	1.8	2.2	2.9
市净率(x)	15.5	9.4	6.0	4.2	3.2
EV/Sales(x)	1.8	1.2	0.9	0.6	0.5
EV/EBITDA(x)	16.5	12.7	6.9	5.5	4.4
EV/EBIT(x)	20.8	15.4	7.9	6.3	5.1

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院预测

公司财务数据

利润表

会计年度, 百万人民币	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	467.7	695.8	962.0	1,294.8	1,641.2
营业成本	(399.7)	(583.9)	(799.6)	(1,084.6)	(1,374.9)
毛利润	67.9	111.9	162.4	210.3	266.3
营销及管理费用	(33.5)	(59.6)	(65.9)	(90.0)	(113.2)
息税折旧摊销前利润	50.6	66.3	125.1	148.7	185.6
折旧及摊销	(10.4)	(11.6)	(16.6)	(20.4)	(24.6)
息税前利润	40.1	54.6	108.5	128.3	161.0
净利息费用	(3.2)	(8.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
应占联营公司损益	0.0	(0.5)	0.3	0.3	0.3
其他收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	36.9	46.1	98.8	118.6	151.3
所得税	(9.8)	(12.9)	(28.6)	(32.0)	(39.3)
少数股东损益	(0.2)	0.1	2.9	3.9	3.9
归母净利润	27.3	33.1	67.3	82.6	108.0
股利	0.0	(10.1)	(20.7)	(24.8)	(32.4)
留存收益	27.3	23.1	46.6	57.8	75.6

核心业务数据

	2018	2019	2020	2021E	2022E
在管面积 (百万平方米)	15.5	26.1	39.1	51.8	65.0
在管面积同比增速 (%)	43.6	68.6	50.1	32.4	25.5
合约面积 (百万平方米)	22.3	30.8	42.8	55.3	68.5
物管服务收入占比 (%)	78.6	79.5	80.2	80.5	80.3
增值服务收入占比 (%)	21.4	20.5	19.8	19.5	19.7
第三方在管面积占比 (%)	76.5	79.2	82.2	84.3	85.6
毛利率 (%)	14.5	16.1	16.9	16.2	16.2
息税折旧摊销前利率 (%)	10.8	9.5	13.0	11.5	11.3
息税前利润率 (%)	8.6	7.9	11.3	9.9	9.8
归母净利率 (%)	5.8	4.8	7.0	6.4	6.6
净资产收益率 (%)	37.8	27.3	38.8	36.5	35.9
ROCE (%)	(60.7)	(30.4)	(45.4)	(172.5)	(976.3)
资产收益率 (%)	7.1	4.8	6.9	7.2	8.1
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
利息覆盖倍数 (x, EBITDA)	15.8	8.3	12.6	14.9	18.6
长期负债/股权比率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净负债/ (现金)	(91.4)	(397.8)	(286.9)	(326.0)	(357.1)
净负债/ 股权 (%)	(124.9)	(326.6)	(146.7)	(124.7)	(102.4)

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

*注: 2020 年现金流量表为克而瑞证券推测值

资产负债表

会计年度, 百万人民币	2018	2019	2020	2021E	2022E
现金及等价物	121.4	447.8	566.9	606.0	637.1
应收账款	178.5	137.7	223.2	270.4	308.5
存货	0.7	0.8	4.9	6.7	8.4
其他流动资产	17.4	50.7	66.8	90.0	114.0
流动资产小计	318.0	637.1	861.9	973.0	1,068.0
固定资产	26.2	23.0	25.3	33.4	42.1
其他长期资产	43.0	34.7	93.9	145.4	215.5
资产总计	387.2	694.7	981.1	1,151.9	1,325.6
短期负债	30.0	50.0	280.0	280.0	280.0
应付账款	13.9	10.4	24.2	32.6	41.3
其他流动负债	253.9	508.4	456.8	553.4	631.2
流动负债小计	297.8	568.9	761.0	865.9	952.5
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	16.3	4.0	24.5	24.5	24.5
负债总计	314.1	572.9	785.5	890.4	977.0
股本	0.0	2.4	2.4	2.4	2.4
储备	72.3	119.9	171.0	224.1	298.4
归母权益	72.3	122.2	173.4	226.4	300.8
少数股东权益	0.8	(0.4)	22.1	35.0	47.9
股东权益总计	73.2	121.8	195.6	261.4	348.6
负债和股东权益总计	387.2	694.7	981.1	1,151.9	1,325.6

现金流量表

会计年度, 百万人民币	2018	2019	2020	2021E	2022E
息税折旧摊销前利润	50.6	66.3	125.1	148.7	185.6
营运资本变动	(2.3)	53.8	(143.6)	32.9	22.7
其他	(12.5)	(14.3)	86.5	(41.7)	(49.1)
经营活动现金流	35.7	105.8	68.0	139.9	159.3
资本支出	(13.3)	(17.4)	(20.0)	(25.0)	(30.0)
投资变动	(2.4)	(7.5)	(45.9)	(55.1)	(73.4)
其他	(88.8)	96.2	(103.0)	0.0	0.0
投资活动现金流	(104.5)	71.3	(168.9)	(80.1)	(103.4)
股权融资	36.4	108.1	0.0	0.0	0.0
债务融资	(10.0)	20.0	230.0	0.0	0.0
股息及其他筹资支出	(38.8)	21.3	(10.1)	(20.7)	(24.8)
筹资活动现金流	(12.4)	149.4	219.9	(20.7)	(24.8)
现金净增加额	(81.2)	326.5	119.1	39.1	31.0

2020 年业绩点评

银城生活服务 2020 年实现收入 9.62 亿元，同比增长 38.3%。公司两大业务板块，即物业管理服务与生活社区增值服务；其中，物业管理服务 2020 年实现收入 7.72 亿元，较 2019 年增长 39.6%；生活社区增值服务 2020 年实现收入 1.90 亿元，较 2019 年增长 33.1%。物业管理服务仍是公司收入来源的主要板块，占总收入比重维持在八成左右。

公司 2020 年实现毛利润 1.62 亿元，同比增长 45.1%。公司毛利率达 16.9%，较 2019 年提升 0.8 个百分点。其中，物业管理服务毛利率为 10.6%，较 2019 年提升 0.8 个百分点；生活社区增值服务毛利率为 42.2%，较 2019 年提升 1.8 个百分点。2020 年，来自两大板块的毛利润继续呈五五开的格局；即由于在管面积快速增长与物业管理服务毛利率的提升，物业管理服务带来的毛利润占比达到 50.5%，较 2019 年增加 2.1 个百分点。

公司全年实现归母净利润 0.67 亿元，同比增长 103.2%。公司归母净利率为 7.0%，较 2019 年提升 2.2 个百分点。除了 2020 年毛利率提升、管理费用率下降等因素外，公司 2020 年不再产生一次性上市费用，从而提升了整体的净利率。

公司宣布每股派息 0.092 港元，相当于 30.7% 的派息率。

截至 2020 年底，公司物业管理服务在管面积为 3,914 万平方米，增幅 50.1%；合约面积达 4,277 万平方米，增幅 39.0%。

公司在管面积的市场化水平较高。来自收并购及第三方的收入占比从 2016 年的 61.8% 提升到 2020 年的 79.9%；来自收并购及第三方的在管面积占比从 2016 年的 54.4% 提升到 2020 年的 82.2%，体现公司强劲的市场化拓展能力。

表 1：公司 2016-2020 年关键运营数据

	2016	2017	2018	2019	2020
合约面积（百万平方米）	9.97	14.02	22.30	30.76	42.77
合约面积 YoY		40.6%	59.1%	38.0%	39.0%
在管面积（百万平方米）	6.61	10.77	15.46	26.08	39.14
在管面积 YoY		62.8%	43.6%	68.6%	50.1%
平均每平方米物管收入（元/平方米/月）		2.23	2.34	2.22	1.97

数据来源：克而瑞证券研究院

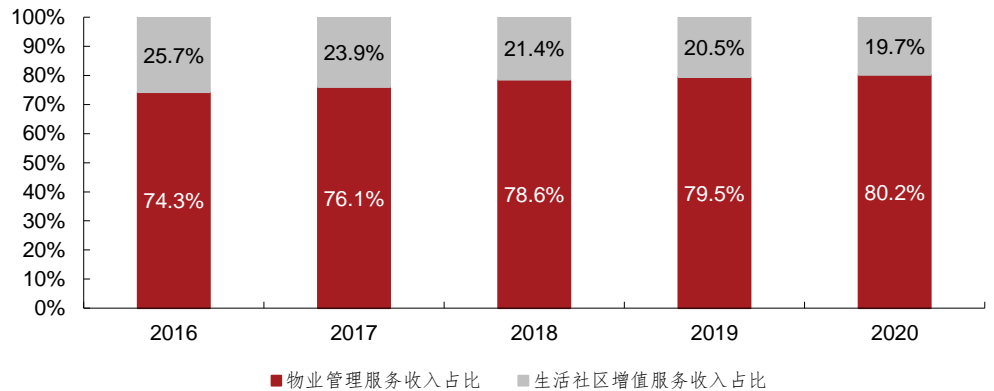
平均每平方米物管收入计算方法：以相应的物业管理服务收入除以在管面积的期初期末均值及期数，为不含增值税收入

表 2: 公司 2016-2020 年利润表核心数据

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2020YoY
收入	227.4	305.9	467.7	695.8	962.0	38.3%
毛利润	49.4	51.1	67.9	111.9	162.4	45.1%
毛利率	21.7%	16.7%	14.5%	16.1%	16.9%	+0.8ppt
经营性费用	-23.7	-28.4	-33.5	-59.6	-65.9	10.7%
其他收入/支出	6.2	7.4	5.7	2.3	12.1	418.1%
息税前利润	31.9	30.1	40.1	54.6	108.5	98.5%
息税前利润率	14.0%	9.8%	8.6%	7.9%	11.3%	+3.4ppt
净利息支出/收入	-0.6	-2.7	-3.2	-8.0	-10.0	24.3%
所得税	-8.1	-7.5	-9.8	-12.9	-28.6	121.9%
实际税率	25.9%	27.5%	26.7%	28.0%	28.9%	+1ppt
少数股东权益	-0.4	-0.8	-0.2	0.1	2.9	2663.2%
归母净利润	23.6	20.6	27.3	33.12	67.29	103.2%
归母净利率	10.4%	6.7%	5.8%	4.8%	7.0%	+2.2ppt

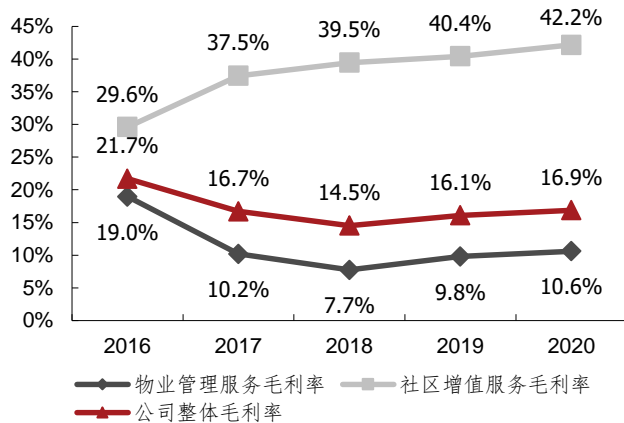
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 1: 公司 2016-2020 年收入占比拆分



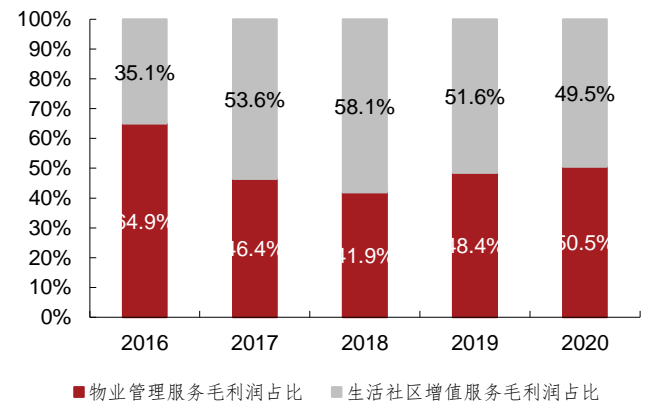
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 2: 公司 2016-2020 年各版块毛利率



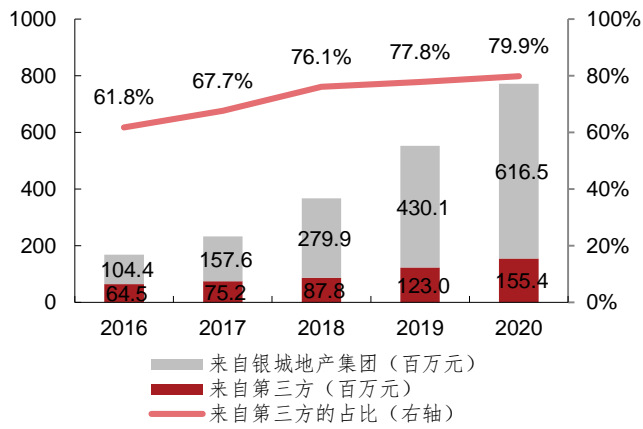
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 3: 公司 2016-2020 年毛利润占比拆分



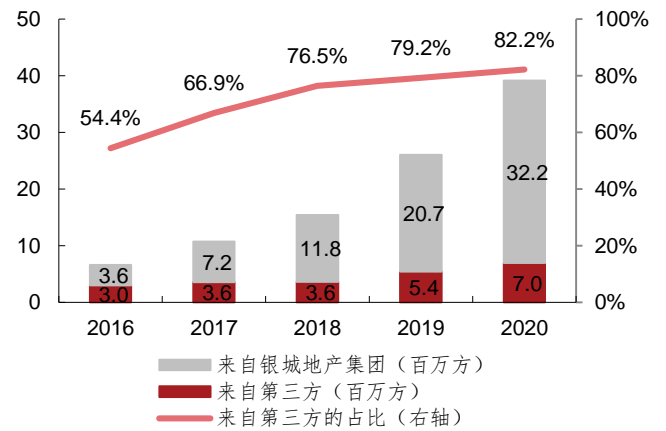
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 4: 公司 2016-2020 年物管收入拆分



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

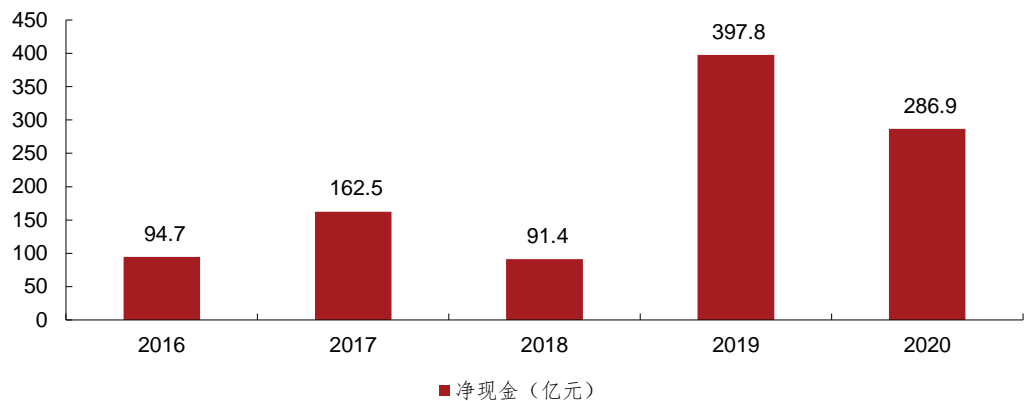
图 5: 公司 2016-2020 年在管面积拆分



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

公司账面现金充足。受益于公司 2019 年上市融资、扣减因为收购南京汇仁恒安而支出的 4,590 万元对价, 2020 年公司账面净现金为 2.87 亿元, 相比 2019 年减少 1.11 亿元; 对于公司体量及收并购预期来说, 公司当前现金储备仍然充足。

图 6: 公司 2016-2020 年净现金



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

2021-22 年预测更新

综合考虑公司的外拓能力及来自银城地产集团的支持，我们预计银城生活服务 2021 年和 2022 年总收入将分别达到 12.95 亿元和 16.41 亿元，分别同比增长 34.6% 和 26.7%。2021 年收入中，物业管理服务收入将达到 10.43 亿元，生活社区增值服务收入将达到 2.52 亿元；分别占 80.5% 与 19.5%。

我们预计公司 2021 年与 2022 年的毛利率将较 2020 年小幅下降，至 16.2%。其中，随着疫情政策补贴影响的消除及公司持续获取第三方项目，物业管理服务的毛利率将小幅下降，至 10.0% 的水平。同时，预计随着生活社区增值服务的业态进一步扩充，其毛利率也将小幅下降至 42.0% 与 41.7%。

我们预计公司 2021 年与 2022 年的物管在管面积将分别达到 5,184 万方与 6,504 万方，分别增长 1,270 万方与 1,320 万方。

表 3：公司 2020-2022E 收入与毛利率拆分

	2020	2021E	2022E
总收入（百万元）	962.0	1,294.8	1,641.2
物业管理服务收入（百万元）	771.9	1,042.7	1,318.5
在管面积（百万方）	39.1	51.8	65.0
合约面积（百万方）	42.8	55.3	68.5
生活社区增值服务收入（百万元）	189.8	252.1	322.7
共用空间增值服务（百万元）	142.1	191.8	249.4
健身服务（百万元）	17.4	20.9	24.0
生活社区便利服务（百万元）	30.3	39.4	49.3
整体毛利率	16.9%	16.2%	16.2%
物业管理服务	10.7%	10.0%	10.0%
生活社区增值服务	42.2%	42.0%	41.7%

数据来源：克而瑞证券研究院

我们的模型显示，2021 年和 2022 年公司归母净利润将分别为 0.83 亿元和 1.08 亿元，分别同比增长 22.8% 和 30.8%，归母净利率下降至 6.4% 与 6.6%。2021 年和 2022 年 ROE 将分别达到 36.5% 与 35.8%，公司账面净现金将分别达到 3.26 亿元与 3.60 亿元。

表 4: 公司 2020-2022E 利润表核心数据

单位: 百万元	2020	2021E	2022E
收入	962.0	1,294.8	1,641.2
毛利润	162.4	210.3	266.3
毛利率	16.9%	16.2%	16.2%
经营性费用	-65.9	-90.0	-113.2
其他收入/支出	12.1	8.0	8.0
息税前利润	108.5	128.3	161.0
息税前利润率	11.3%	9.9%	9.8%
净利息支出/收入	-10.0	-10.0	-10.0
所得税	-28.6	-32.0	-39.3
实际税率	28.9%	27.0%	26.0%
少数股东权益	2.9	3.9	3.9
归母净利润	67.29	82.60	108.02
归母净利润率	7.0%	6.4%	6.6%

数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 5: 公司 2016-2022E 资产负债表核心数据

单位: 百万元	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
固定资产	10.3	16.9	26.2	23.0	25.3	33.4	42.1
无形资产	5.4	12.3	22.4	0.1	52.2	48.6	45.2
对外投资	1.5	10.6	20.7	34.6	41.8	96.8	170.3
营运资本变动	-79.9	-138.5	-71.2	-329.6	-186.1	-218.9	-241.6
在使用资本—资产端	-62.7	-98.6	-1.9	-272.0	-66.9	-40.1	16.0
净负债/(净现金)	-94.7	-162.5	-91.4	-397.8	-286.9	-326.0	-360.1
长期负债	-	11.7	16.3	4.0	24.5	24.5	24.5
所有者权益	32.0	52.2	73.2	121.8	195.6	261.4	349.6
在使用资本—负债端	-62.7	-98.6	-1.9	-272.0	-66.9	-40.1	14.0
ROE	73.9%	39.5%	37.8%	27.3%	38.8%	36.5%	35.8%

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，银城生活服务每股估值为 7.08 港元，相当于 19.5 倍 2021 年 EPS 和 14.9 倍 2022 年 EPS。我们的目标价格相较公司当前股价有 45.9% 的涨幅空间。

基于我们的模型，公司的企业价值为 12.81 亿元，整体估值为 16.07 亿元。我们的 DCF 模型最终得出的公司估值为每股 7.08 港元。

表 6: 目标价格对应估值

	PE		PS		PB		EV/EBITDA	
目标价每股	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
7.08 港元	19.5	14.9	1.2	1.0	6.1	4.6	8.6	6.7

数据来源: 克而瑞证券研究院

表 7: 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	962	1,295	1,641	2,058	2,529	3,049	3,605	4,183	4,773	5,312	5,731	6,025	6,146
收入同比增速	38.3%	34.6%	26.7%	25.4%	22.9%	20.6%	18.2%	16.0%	14.1%	11.3%	7.9%	5.1%	2.0%
经营性利润	108	128	161	192	224	257	288	318	344	364	373	373	361
经营性利润率	11.3%	9.9%	9.8%	9.3%	8.9%	8.4%	8.0%	7.6%	7.2%	6.9%	6.5%	6.2%	5.9%
税率	28.9%	27.0%	26.0%	25.5%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
税后净经营利润	77	94	119	143	168	192	216	238	258	273	280	279	271
折旧与摊销	17	20	25	25	24	26	28	29	30	33	36	38	39
经营性现金流净额	94	114	144	168	192	219	244	267	288	306	316	317	309
资本性支出及对外投资	-66	-80	-103	-117	-129	-132	-133	-123	-113	-94	-76	-56	-40
营运资本变动	-144	33	23	14	3	-8	-23	-35	-44	-52	-55	-52	-43
自由现金流	-116	67	63	65	66	79	88	109	131	160	184	209	226

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
2021-2031 年现值	593.0
永续经营部分现值	687.9
企业价值	1,280.9
净负债/(净现金)、对外投资等调整项	-326.4
内在价值	1,607.3
股份数(百万股)	267.2
每股价值(元)	6.02
人民币兑港币汇率	1.18
每股价值(港元)	7.08

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(ChineseWall),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

重要声明

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(CENo. 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。