

2021年06月17日

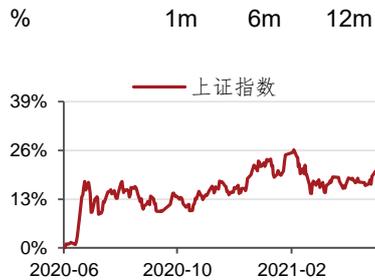
物业管理

推荐（维持）

高增长属性未改，竞争加剧分化继续

物管行业2020年年报综述

行业指数



相关报告

- 1、《土地出让收入划转税务部门征收政策点评：地产行业影响有限，地方财政更加规范》2021-06-08
- 2、《行业整合加速，新一轮并购潮开启：物业管理行业事件点评》2021-02-26

分析师 王祎馨

执业证号：BPR543
852-25105555
zoe.wang@cricsec.com

分析师 李蒙，CFA

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

分析师 徐婵娟，CFA

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

分析师 董浩

执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

投资要点

- 物管行业抗周期属性凸显，疫情之下仍维持高增长。45家上市物管公司2020年收入合计1,350.6亿元，同比增长39.2%；归母净利润合计187亿元，同比增长65.5%。物管行业2020收入增速与港股申万二级各行业相比，位列第3。
- 扩规模仍是当务之急，上市公司在管面积增速高于行业平均。45家上市物管公司2020年在管面积合计约43亿方，同比增长35.7%，净增长约11亿方。
- 拥有线下流量入口的天然优势，社区增值服务快速增长。基于社区场景的业主增值服务收入增长很快。13家核心上市物企的2020年业主增值服务收入同比增速达60.6%，在物业公司三个主要经营板块（基础物管、业主增值、非业主增值）中增速最快。样本上市物企的业主增值服务收入占比提升，2020年平均为15.1%，相较2019年提升了3.5个百分点。但单位住宅在管面积创造的业主增值服务收入来看，超过10元/平方米*年的仅有4家。我们认为在业主增值服务领域，当前还处于初期阶段，是一个不断做大蛋糕的过程，“竞”大于“争”。物管公司跳出领地意识，与同行及跨行业的伙伴合作有利于实现共赢。
- 行业并购频发，商誉大幅增长。根据克而瑞证券统计，2020年上市物管公司并购笔数超50笔，同比增长42%。大量的并购也带来了商誉的增加。据克而瑞证券统计，上市物管公司2020年商誉合计约146.6亿元，同比增长107.2%。我们认为这是行业快速整合过程中的现象，但也开始孕育风险。并购好坏的评价标准在于物管公司的投后整合是否到位，以及能否实现对被收购标的的赋能，发挥协同作用。
- 上市公司发布高业绩指引，2021年净利润增速指引平均值达50%。上市物管公司在2020年业绩会上给出了较高的业绩指引，据克而瑞证券统计，2021年净利润增速指引平均为50%。我们认为这一方面反映了物管公司管理层对公司能实现快速发展的信心，另一方面也反映了行业竞争将加剧。
- 市值和PE有所分化，二八定律明显。截至2021年6月16日，45家上市物管公司市值合计约9,392亿港元，其中市值排名前10的物管公司占了整个板块总市值的78%。整个板块2021年PE平均值25.8x，但内部分化明显。关联房企排名在2020年克而瑞权益销售排行榜前20名的物管公司2021PE中位值为32.8x，关联房企排名21~50名的物管公司2021PE中位值为14.7x，关联房企排名51名及之后的为12.9x。
- 风险提示：房企竣工不及预期；并购整合不及预期；增值服务探索不及预期

内容目录

2020 年业绩综述	3
财务数据	3
经营数据	9
评级指南及免责声明	15

图表目录

图 1: 上市物管公司 2020 年收入合计 1350.6 亿元	3
图 2: 物管行业 2020 年增速在各行业中位列前 3	3
图 3: 上市物管公司 2020 年收入和同比增速	4
图 4: 上市物管公司平均毛利率 2020 年提升至 29.4%	4
图 5: 上市物管公司 2020 年毛利率	4
图 6: 上市物管公司 S,G&A 占收入的比例的平均值 2017-20 年呈下降趋势	5
图 7: 45 家上市物管公司 2017-20 年归母净利润合计	6
图 8: 43 家上市物管公司 2017-20 年归母净利润合计	6
图 9: 上市物管公司 2020 年归母净利润及同比增速	6
图 10: 上市物管公司 2017-20 年归母净利润率平均值和中位值	6
图 11: 上市物管公司 2020 年贸易应收账款占收入的比例	7
图 12: 上市物管公司 2017-20 年商誉	7
图 13: 上市物管公司 2017-20 年经营性现金流净额合计	8
图 14: 上市物管公司 2017-20 年经营性现金流净额中位值	8
图 15: 上市物管公司 2017-20 年净现金合计	8
图 16: 上市物管公司 2017-20 年 ROE 中位值	9
图 17: 2017-20 年上市物管公司在管面积合计及同比增速	9
图 18: 上市物管公司 2020 年在管面积	10
图 19: 2017-20 年上市物管公司收入构成变动	10
图 20: 2017-20 年业主增值服务收入占比均值提升	11
图 21: 2017-20 年非业主增值服务收入占比均值下降	11
图 22: 样本公司 2017-20 年每年每平方米业主增值服务收入平均值和中位值	11
图 23: 上市物管公司总市值	12

2020 年业绩综述

物管行业抗周期属性凸显。45 家上市物管公司 2020 年收入合计 1,350.6 亿元，同比增长 39.2%，在港股申万二级各行业增速中位列第 3。社保减免叠加收入结构改善，行业整体毛利率提升。2020 年毛利率平均值 29.4%，相较 2019 年提升 0.9ppt。S,G&A 占收入比例平均值呈下降趋势。2020 年 S,G&A 占收入比例的平均值为 11.1%，相较 2019 年下降 1.1ppt。行业整体利润加速增长，45 家公司 2020 年归母净利润合计 187.1 亿元，同比增长 65.5%。但疫情仍有影响，45 家公司 2020 年贸易应收账款占收入的比重整体平均值从 2019 的 20.6% 提升至 22.0%。行业并购频发，商誉大幅增长。据克而瑞证券统计，上市物管公司 2020 年商誉合计约 146.6 亿元，同比增长 107.2%。上市物管公司 2020 年账面净现金约 1105 亿元，同比增长 227.6%。高增长目标叠加在手现金充足，我们预计 2021 年并购市场仍将火热。45 家上市物管公司 2020 年在管面积合计约 43 亿方，同比增长 35.7%，高于物管行业平均增速。基础物管仍是收入压舱石，收入占比达六成。样本公司整体中 2020 年物管收入占比仍有 59.2%。业主增值服务增速快但坪效仍低。整体来看，2020 年每平方米业主增值服务收入平均值为 7.9 元/年，同比增长 24.6%。

财务数据

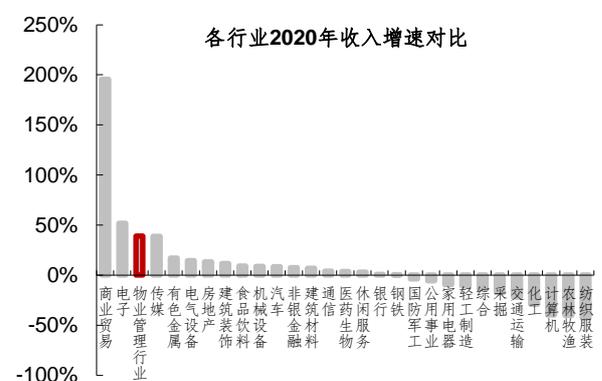
物管行业抗周期属性凸显，疫情之下高增长，增速在各行业中位列前 3。45 家上市物管公司 2020 年收入合计 1350.6 亿元，同比增长 39.2%，相较 2019 年增速 38.6% 小幅提升 0.6 个百分点。物管行业 2020 收入增速与港股申万二级各行业相比，位列第 3。上市物管公司中，2020 年收入最高的是碧桂园服务，达 156.0 亿元，最低的是兴业物联，仅 2.1 亿元。2020 年收入平均值达 30.0 亿元，中位值 17.3 亿元。45 家物管公司中，除了 2 家收入增速为负，其余皆实现正增长，其中增速位列前三名的是世茂服务、雅生活服务、华发物业，2020 年收入同比增速分别为 101.9%、95.5%、93.7%。根据克而瑞证券统计，45 家上市物管公司中，有 13 家 2020 年收入增速超过 50%，且这些公司都是民企。

图 1：上市物管公司 2020 年收入合计 1350.6 亿元



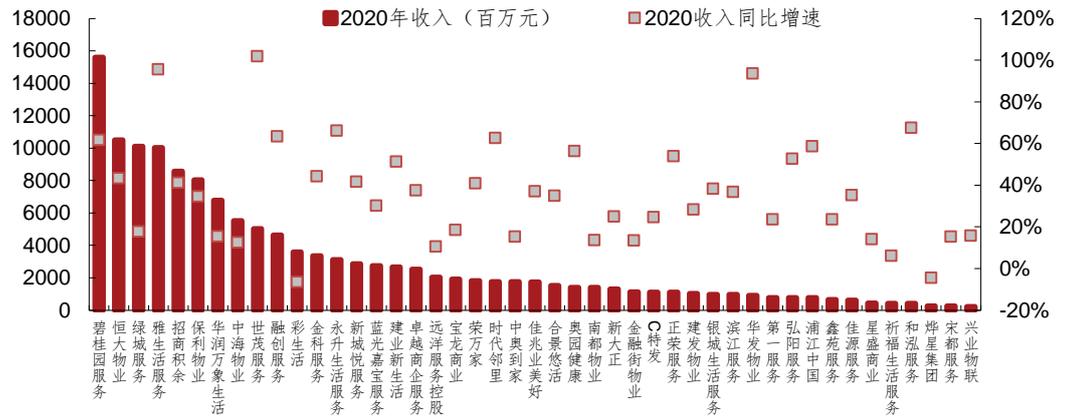
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 2：物管行业 2020 年增速在各行业中位列前 3



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

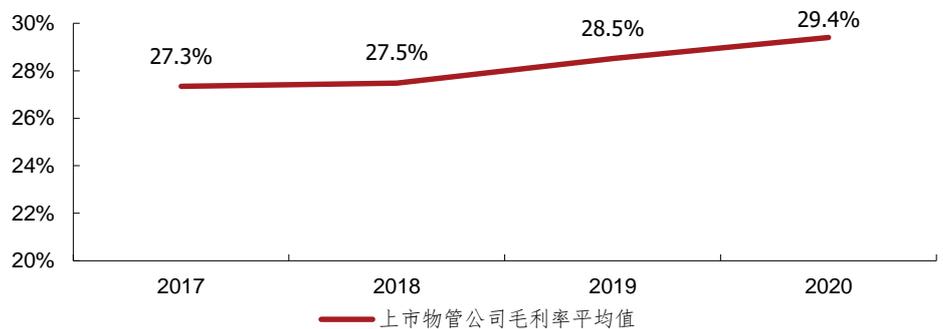
图 3：上市物管公司 2020 年收入和同比增速



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

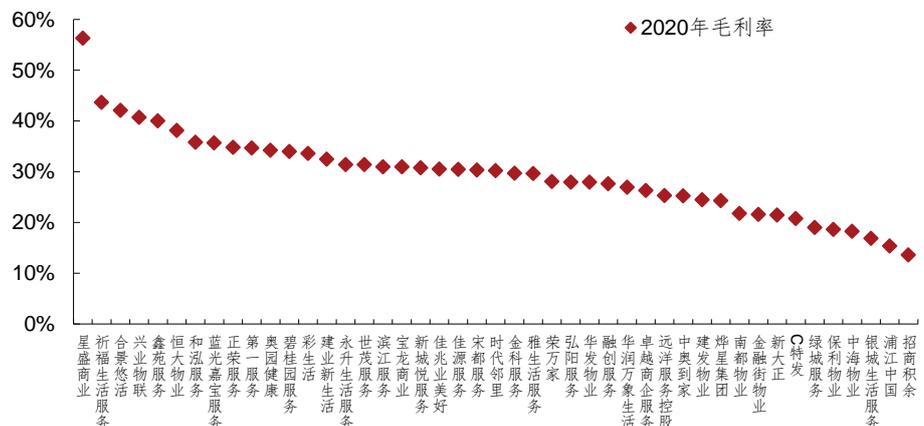
社保减免加补贴，叠加收入结构改善，行业整体毛利率小幅提升。上市物管公司 2020 年毛利率平均值为 29.4%，相较 2019 年提升 0.9 个百分点。主要因为：1) 社保减免和防疫补贴使得基础物管毛利率小幅提升；2) 收入结构改善，毛利率较高的增值服务收入占比普遍提升。2020 年毛利率排名前三的分别是星盛商业、祈福生活服务、合景悠活毛利率分别是 56.3%、43.7%、42.1%。

图 4：上市物管公司平均毛利率 2020 年提升至 29.4%



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

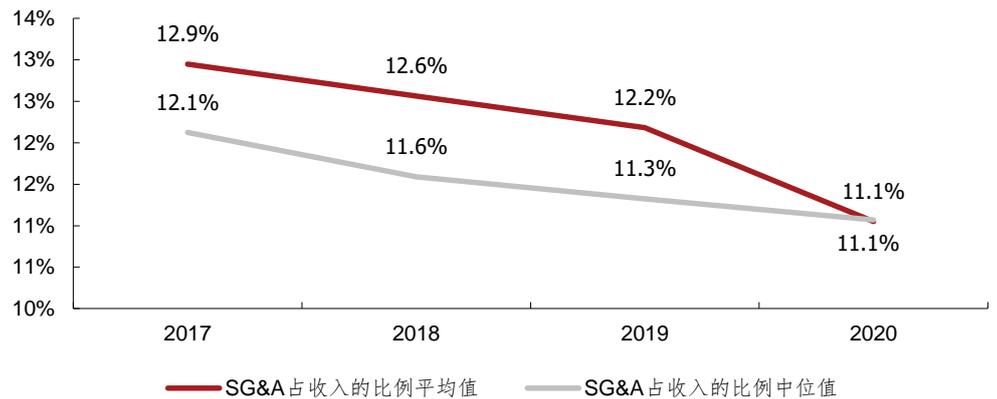
图 5：上市物管公司 2020 年毛利率



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

S,G&A 占收入比例平均值呈下降趋势。45 家上市物管公司 2020 年 S,G&A 占收入的比例的平均值为 11.1%，相较 2019 年下降 1.1 个百分点。从趋势上来看，2017 年以来该比例一直降低。具体来看，45 家公司中有 29 家公司 2020 年该比例下降，占 64%。我们认为这主要因为上市物管公司对公司运营效率普遍较为重视，叠加科技赋能带来的降本增效，整体运营效率呈上升趋势。

图 6：上市物管公司 S,G&A 占收入的比例的平均值 2017-20 年呈下降趋势



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

物管行业整体利润加速增长，利润率小幅提升。45 家上市物管公司 2020 年归母净利润合计 187.1 亿元，同比增长 65.5%。剔除招商积余和华发物业¹后的 43 家公司 2020 年归母净利润同比增速 65.6%，2019 和 2018 分别为 61.5%和 54.8%，行业整体利润增速呈现加速提升趋势。我们认为这是因为 2019-20 年新上市物管公司较多，上市前后公司内部业务调整和业绩冲劲较大。2021 年预计行业整体利润增速会回调。具体来看，当前 45 家上市物管公司中，2020 年归母净利润最大的是碧桂园服务，达 26.9 亿元；最小的是焱星集团，仅 2,071 万元；平均值 4.2 亿元，中位值 2.3 亿元。上市物管公司 2020 归母净利润同比增速中位值为 52.0%，相较 2019 年 46.0%的增速提升 6 个百分点。具体来看，2020 年归母净利润增速位列前 3 的是恒大物业、时代邻里和荣万家，增速分别达 184.7%、141.5%和 132.9%。45 家上市物管公司 2020 年归母净利润率平均值 13.8%，中位数 12.9%，分别较 2019 年提升 1.9 和 1.6 个百分点。

¹ 招商积余和华发物业借壳上市，往年数据不可比，为观察更为准确的历史趋势，故剔除

图 7: 45 家上市物管公司 2017-20 年归母净利润合计



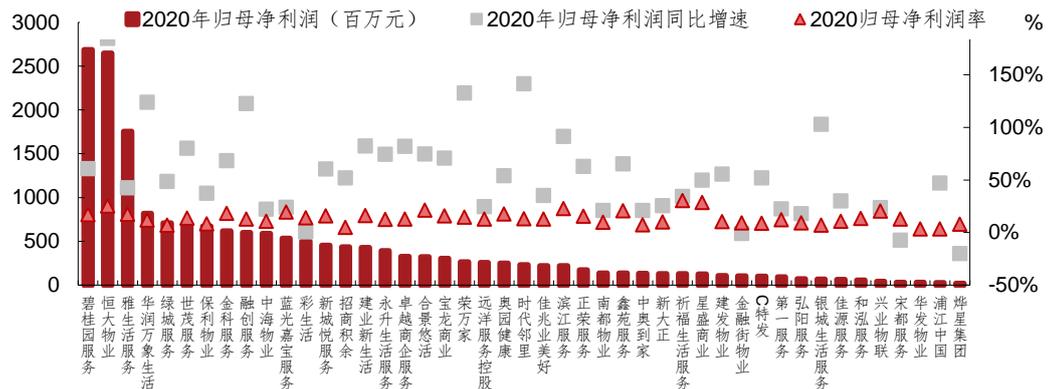
数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 8: 43 家上市物管公司 2017-20 年归母净利润合计



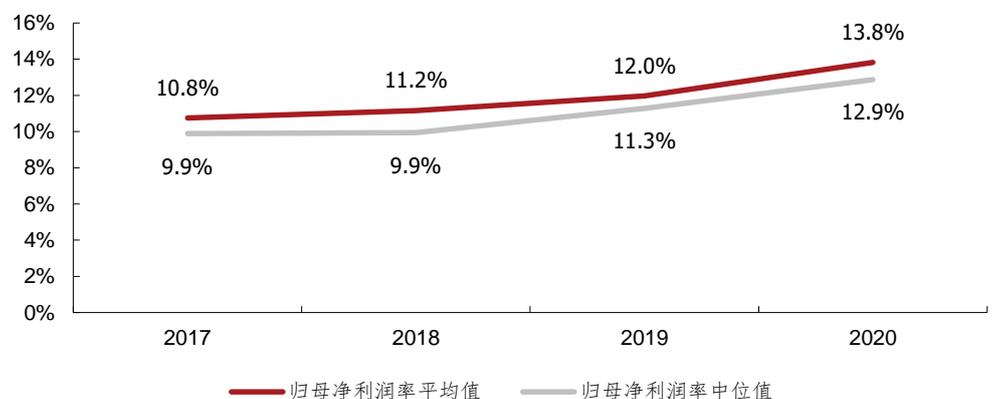
数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院 注: 剔除的公司是招商积余和华发物业

图 9: 上市物管公司 2020 年归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

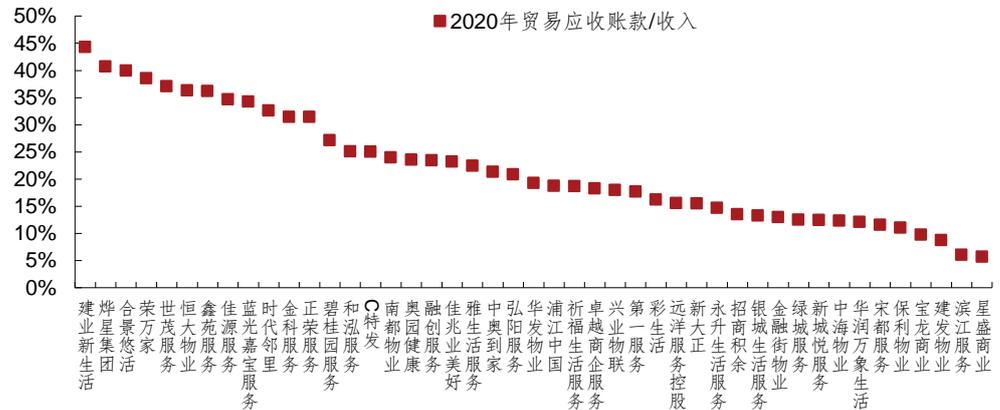
图 10: 上市物管公司 2017-20 年归母净利润率平均值和中位值



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

贸易应收账款占收入比例提升。45家上市物管公司2020年贸易应收账款占收入的比重整体平均值从2019的20.6%提升至22.0%，45家中有30家该比例有所提升。我们认为这主要是因为受到疫情影响，增值服务的账期拉长所致。上市物管公司收入增速虽仍较高，但收入质量有所下降。

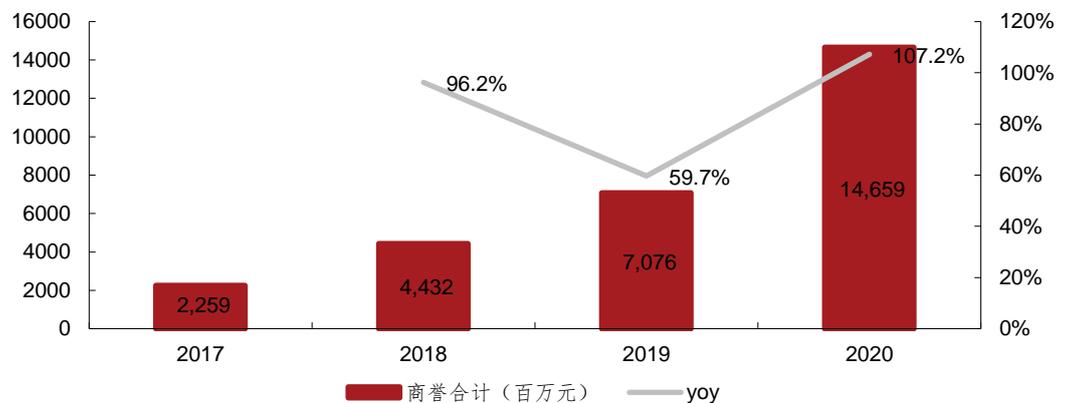
图 11：上市物管公司 2020 年贸易应收账款占收入的比例



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

行业并购频发，商誉大幅增长。上市物管公司业绩增长压力普遍较大，市场并购成了多数物管公司必备选择。根据克而瑞证券统计，2020年上市物管公司并购笔数超50笔，同比增长42%。大量的并购也带来了商誉的增加。据克而瑞证券统计，上市物管公司2020年商誉合计约146.6亿元，同比增长107.2%。我们认为这是行业快速整合过程中的正常现象，但也确实开始孕育风险。我们认为并购好坏的评价标准在于物管公司的投后整合是否到位，以及能否实现对被收购标的的赋能，发挥协同作用。

图 12：上市物管公司 2017-20 年商誉



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

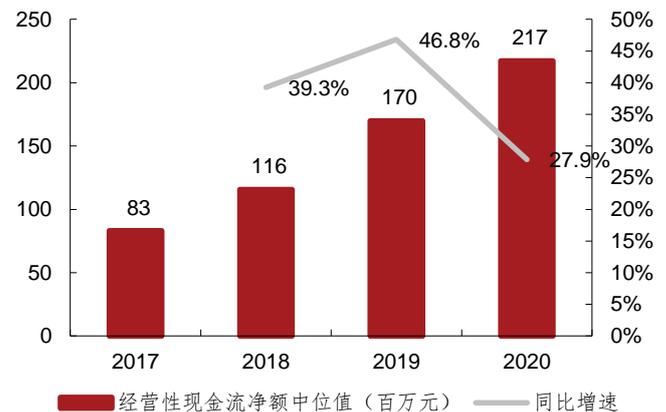
行业整体经营性现金流净额保持增长。45家上市物管公司2020年经营性现金流净额合计271.2亿元，同比增长98.3%，这主要因新上市公司经营情况变动较大所致，恒大物业一家2020年经营性现金流净额增加了55.4亿元。我们认为中位值更能代表行业的真实情况。45家公司2020年经营性现金流净额中位值为2.2亿元，同比增长27.9%，相较2019年46.8%的增速有所降低。

图 13: 上市物管公司 2017-20 年经营性现金流净额合计



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

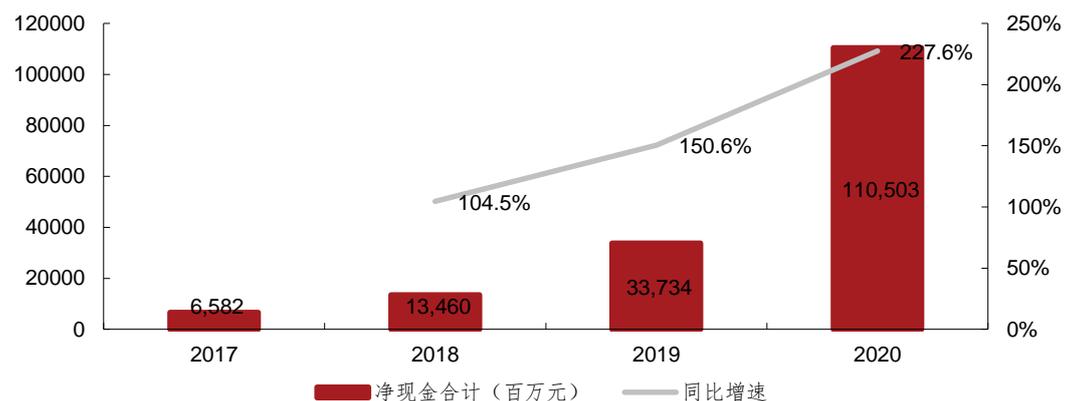
图 14: 上市物管公司 2017-20 年经营性现金流净额中位值



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

物管公司在手现金充足，预计并购市场仍将火热。据克而瑞证券统计，上市物管公司2020年账面净现金约1,105亿元，同比增长227.6%，其中2020年新上市的物管公司IPO融资规模约480亿元。高增长目标叠加在手现金充足，我们预计2021年的并购市场仍将火热。

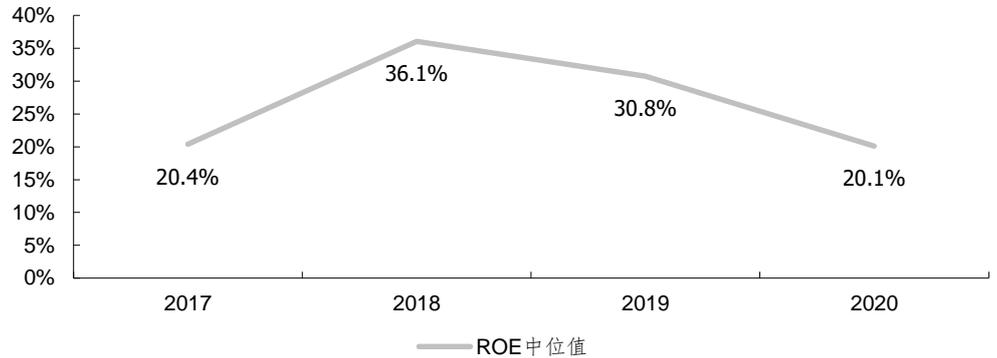
图 15: 上市物管公司 2017-20 年净现金合计



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

融资尚未转化成具备增长性的利润，ROE 连续下滑。根据克而瑞证券统计，上市物管公司2020年ROE中位值为20.1%，相较2019年下滑10.7个百分点。我们认为这主要是新上市的物管公司融资后的现金扩大了所有者权益，而短期内现金尚未转化成经营性利润导致。随着上市物管公司经营效能的提升和并购标的的并表，我们预计2021年整体ROE会有所提升。

图 16: 上市物管公司 2017-20 年 ROE 中位值

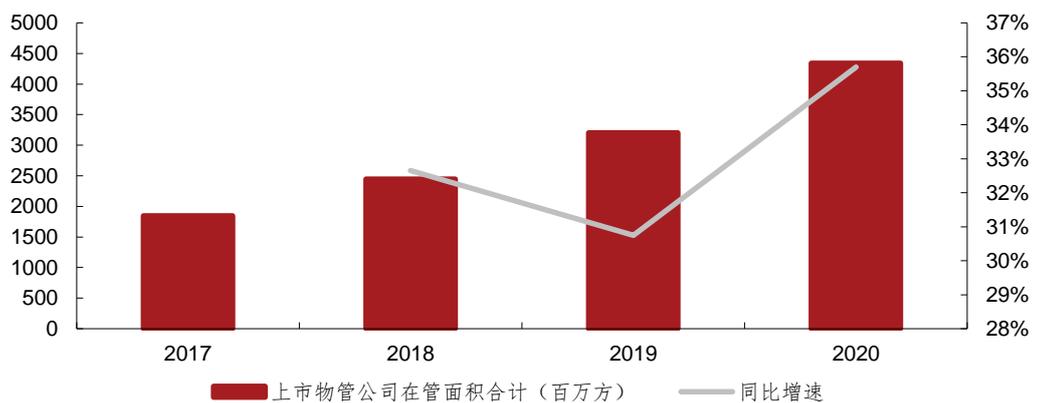


数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

经营数据

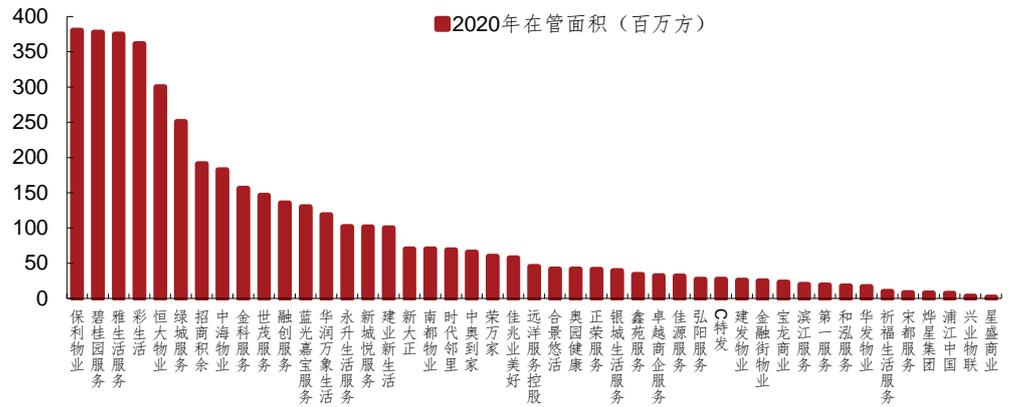
上市物管公司在管面积合计超 40 亿方，整合加速。根据克而瑞证券估算，45 家上市物管公司 2020 年在管面积合计约 43 亿方，同比增长 35.7%，高于物管行业平均增速。截至 2020 年底，上市物管公司中在管面积位列前三的是保利物业、碧桂园服务和雅生活服务，在管面积分别为 3.80 亿方、3.77 亿方和 3.75 亿方。

图 17: 2017-20 年上市物管公司在管面积合计及同比增速



数据来源: 各公司公告, 克而瑞证券研究院

图 18: 上市物管公司 2020 年在管面积

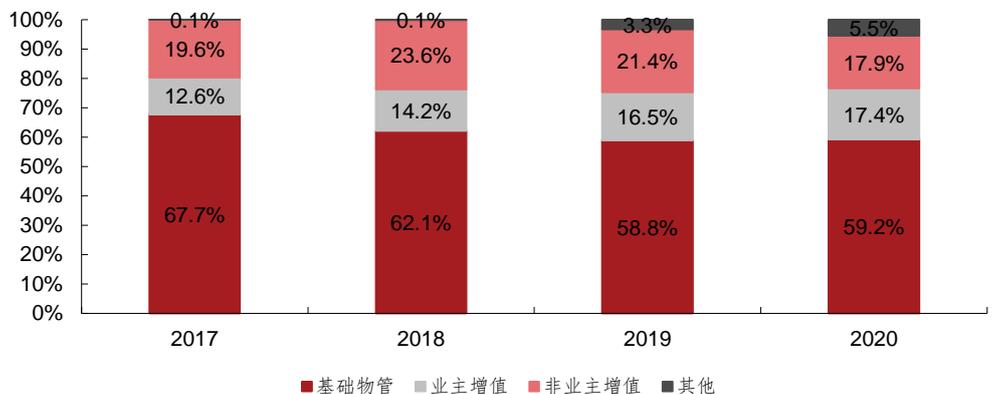


数据来源: 各公司公告, 克而瑞证券研究院

注: 部分公司仅披露合约面积, 在管面积为克而瑞证券预估值

基础物管仍是收入压舱石, 收入占比达六成。在住宅物管公司中, 我们选取了 13 家以住宅物业为主的上市物管公司作为样本, 观察其中各类业务收入的变动。将样本公司看作一个整体, 其中基础物管收入占比仍是大头, 2020 年占比为 59.2%; 业主增值服务收入占比 2020 年上升至 17.4%, 非业主增值服务下降至 17.9%。

图 19: 2017-20 年上市物管公司收入构成变动

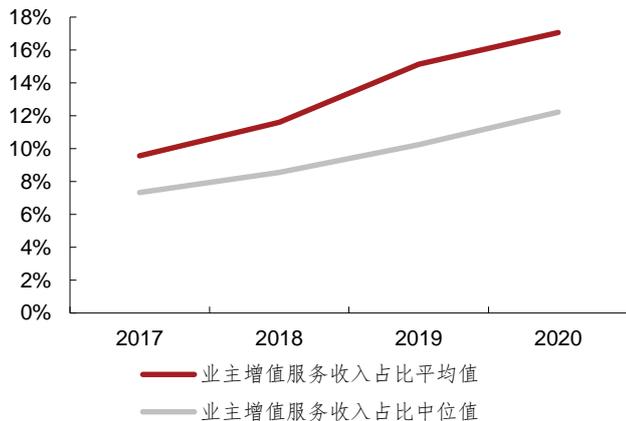


数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

注: 样本公司包括碧桂园服务、恒大物业、融创服务、金科服务、雅生活服务、永升生活服务、保利物业、世茂服务、绿城服务、正荣服务、滨江服务、佳兆业美好、弘阳服务, 下同。

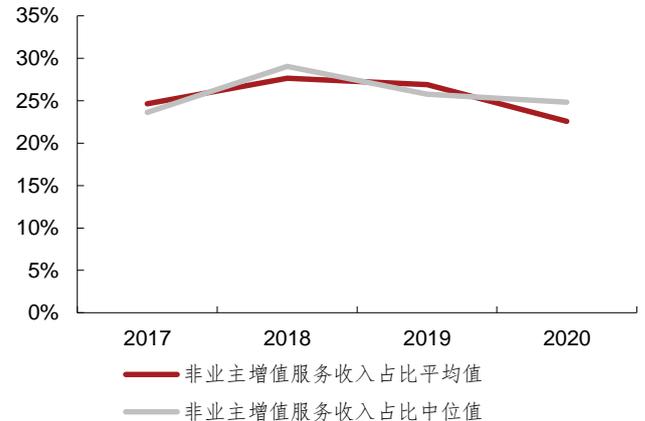
业主增值服务收入占比提升, 非业主增值服务收入占比下降。中位值来看, 样本公司 2020 年业主增值服务收入占比为 12.2%, 相较 2019 年提升 2.0 个百分点; 非业主增值服务收入占比为 24.8%, 相较 2019 年仅下降 0.9 个百分点。随着地产公司控制成本变严, 我们认为非业主增值服务收入占比将进一步下降。

图 20: 2017-20 年业主增值服务收入占比均值提升



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

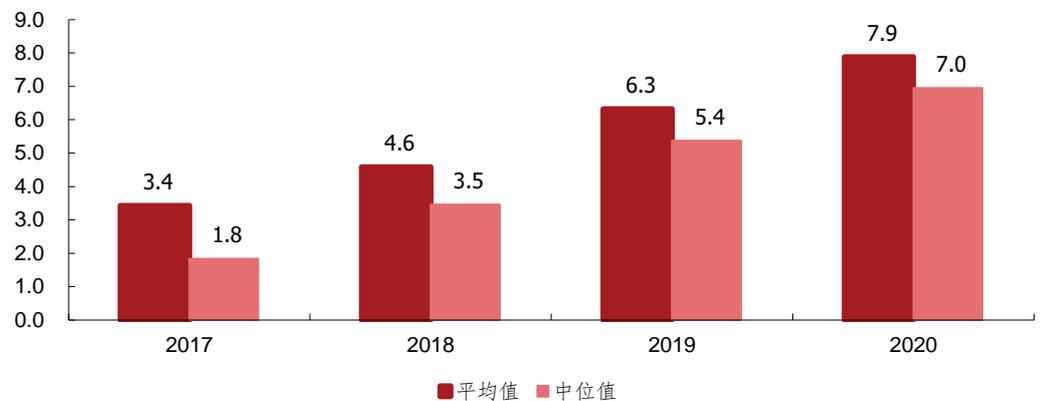
图 21: 2017-20 年非业主增值服务收入占比均值下降



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

业主增值服务创收的主要场景是住宅业态项目, 故我们用每平方米住宅业态的在管面积创造的业主增值服务收入 (简称“每平米业主增值服务收入”) 来衡量该块业务的发展水平。我们认为该值越高的物管公司在业主增值服务方面的业务发展越好。整体来看, 2020 年每平米业主增值服务收入平均值为 7.9 元/年, 同比增长 24.6%。根据克而瑞证券测算, 2020 年每平米业主增值服务收入在 10 元以上的公司有 4 家, 分别是绿城服务、世茂服务、保利物业和永升生活服务。

图 22: 样本公司 2017-20 年每年每平米业主增值服务收入平均值和中位值



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

寻找增长第二曲线, 入局城市服务。越来越多的物管公司开始进入城市服务领域, 包括万科物业、龙湖智慧服务、碧桂园服务、金科服务、世茂服务、融创服务、正荣服务等等。我们认为进入城市服务领域是物业公司基于自身管理能力的合理选择, 短期能支撑增长打开行业天花板。虽然城市服务行业的竞争格局、商业模式和业务可持续性不及物业稳定, 比如 3-5 年的合同期过了之后要重新竞标, 再次中标的概率无法保障, 但我们认为物业公司整体运营能力的提升可以改善该类业务的可持续性, 发挥协同作用。

上市物管公司发布高业绩指引，2021年净利润增速平均值为50%。上市物管公司在2020年业绩会上给出了较高的业绩指引，据克而瑞证券统计，2021年净利润增速指引平均为50%。我们认为这一方面反映了物管公司管理层对公司能实现快速发展的信心，另一方面也反映了行业竞争的加剧。

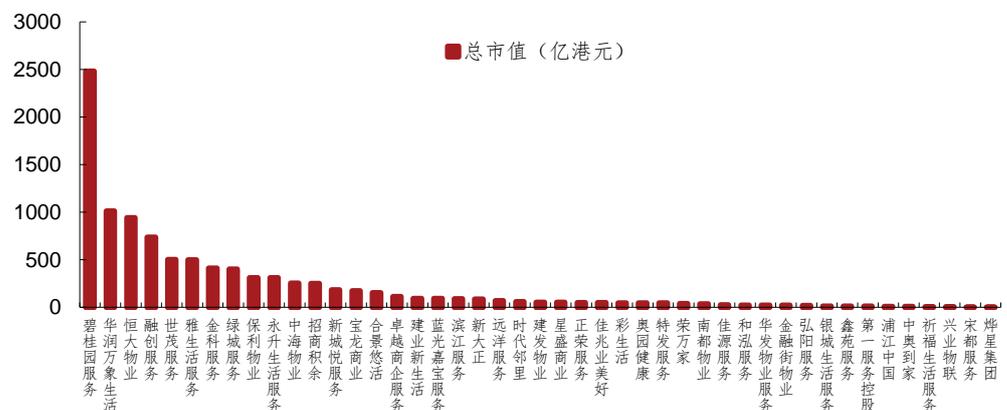
表 1：上市物管公司未来业绩指引

序号	股票简称	2021年净利润增速指引	业绩指引
1	碧桂园服务	50%	2025年营收超千亿，合约面积超18亿方。2020-2023年收入增速超过50%
2	融创服务	100%	2021年预计利润水平翻倍上涨，到2023年利润增速会维持30-50%
3	永升生活服务	50%	21年利润增速50%-60%，三年内维持40%-50%的增长
4	绿城服务		5年营收增长5倍；2021年新拓展的面积增长50%以上
5	金科服务	60%	营收5年10倍
6	宝龙商业	40%	未来5年利润增速不低于40%
7	恒大物业	50%	2021-2023年，收入CAGR 50-60%
8	招商积余	20%	2021年收入103亿元
9	新城悦服务	45%	收入和利润三年三倍
10	保利物业	30%	2021年收入增速不低于30%，净利润不低于25%增长。未来2-3年，希望营收保持30%的增速，净利润增速20-30%
11	世茂服务	80%	2021年收入和净利润同比增速不低于80%
12	合景悠活	35%	2021年底在管面积2亿方。之后每年35-40%的增速
13	中海物业	30%	未来5年核心经营指标复合增速不低于30%
14	卓越商企服务	55%	2021年归母净利润不低于5亿元，2022年不低于7亿
15	雅生活服务	40%	未来3年，收入CAGR 40%
16	弘阳服务	50%	2021年，收入和利润增速不低于50%
17	银城生活服务	35%	收入和在管面积未来3年增速不低于35%
18	时代邻里	75%	3年复合增长目标50%以上
19	佳兆业美好	60%	2021年收入增速不低于50%，净利润增速不低于60%
20	远洋服务控股	50%	2020-23年，复合增速50%。2023年净利润8亿
	平均值	50%	

数据来源：业绩发布会，克而瑞证券研究院整理

二八定律愈加明显，行业分化大势所趋。截至2021年6月16日，45家上市物管公司合计总市值约9392亿港元，其中市值排名前10的物管公司占了整个板块总市值的78%，二八定律尤为明显。

图 23：上市物管公司总市值



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

物管板块 2021 年 PE 平均值 25.8x，但内部分化明显。当前阶段，关联房企实力强劲的物管公司其未来增长和确定性更强，不仅有确定性较高的楼盘交付，在人才及资源上也有协同。分类来看，关联房企排名在 2020 年克而瑞权益销售排行榜前 20 名的物管公司，2021PE 中位值为 32.8x，关联房企排名 21~50 名的物管公司 2021PE 中位值为 14.7x，关联房企排名 51 名及之后的为 12.9x。

表 2：上市物管公司 PE 情况

股票简称	PE 2020	PE 2021E	PE 2022E
碧桂园服务	78.5	50.3	29.8
恒大物业	30.2	17.7	11.8
华润万象生活	105.2	59.5	43.3
融创服务	104.3	50.3	31.4
金科服务	56.4	32.8	21.1
雅生活服务	24.2	18.4	14.0
永升生活服务	67.8	47.7	28.9
世茂服务	61.5	33.0	19.9
保利物业	39.4	30.4	23.5
绿城服务	48.0	35.5	26.2
合景悠活	40.6	19.5	11.4
中海物业	36.6	28.4	21.6
新城悦服务	34.4	24.3	16.7
宝龙商业	48.1	34.2	24.7
卓越商企服务	29.3	18.8	13.4
建业新生活	18.5	12.9	9.0
时代邻里	21.4	12.1	8.1
蓝光嘉宝服务	14.7	10.8	8.5
远洋服务	23.0	13.8	9.4
彩生活	7.8	-	-
正荣服务	24.1	14.7	10.4
滨江服务	34.1	21.9	14.2
奥园健康	15.3	10.3	7.0
星盛商业	34.7	23.4	16.2
荣万家	12.3	-	-
建发物业	43.2	-	-
佳兆业美好	18.3	12.5	8.1
华发物业服务	NA	NA	NA
佳源服务	32.3	-	-
金融街物业	17.4	11.6	9.8
弘阳服务	21.3	-	6.9
和泓服务	34.6	-	-
银城生活服务	16.8	13.7	10.5
第一服务控股	9.7	-	-
鑫苑服务	7.4	-	-
浦江中国	24.0	-	-

中奥到家	4.5	-	-
祈福生活服务	3.8	-	-
兴业物联	8.6	-	-
宋都服务	9.0	-	-
烨星集团	11.5	-	-
招商积余	49.1	31.3	23.4
新大正	55.2	39.9	28.3
特发服务	37.9	27.6	21.9
南都物业	21.2	17.3	14.6
平均值	32.6	25.8	17.5
中位值	26.7	22.6	14.6

数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件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/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，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。对于本文件所含信息，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，公司，其股东，或任何其他人士，对于因使用本文件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。

本文件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，本文件或本文件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或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财务状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及其所有关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件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。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，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文件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。