

2021年01月06日

房地产

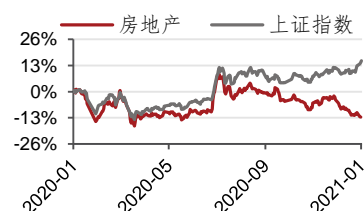
推荐（维持）

代建行业方兴未艾，品牌与运营构筑护城河

代建行业研究及国际案例比较分析

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8.88	-18.46	-12.53
相对表现	-11.32	-24.34	-26.97



相关报告

- 1、《周专题：百强房企门槛提高，千亿阵营继续壮大：周度高频数据跟踪（12.26-12.31）》2021-01-06
- 2、《周专题：重点城市库存去化周期梳理：-----周度高频数据跟踪（12.19-12.25）》2021-01-04
- 3、《三线城市房地产草根调研纪要——徐州》2020-12-23

分析师 董浩

执业证号：BOI846

hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君

zhouzhuojun@cric.com

投资要点

- **代建业务——面向地产开发的服务业。**向委托方提供开发服务，输出管理能力和品牌价值，收取服务费和超额收益的地产服务模式。根据委托主体性质可分为：政府代建、商业代建和资本代建；分别对应政府主体、企业主体和资本主体。委托主体开发能力欠缺、销售去化困难以及资金紧俏催生代建需求；代建房企的品牌影响力及业务能力是其核心竞争力。此外，代建业务兼顾“轻资产和高收益”，委托方资金断裂导致项目无法交付为业务主要风险。
- **代建行业发展迅速，未来行业规模约 2-2.5 万亿之间。**2019 年代建行业新订约总面积 6749 万方，同比+23.9%，增长迅猛。行业周期视角，估计每年地产开发约 17 亿方（销售额 16 万亿元）；按欧美模式，代建渗透率 20% 估算，考虑到未来随着地产行业总规模下降及政策调控下利润空间收窄，代建规模会随之压缩，我们认为未来中国代建行业规模约 2 亿方（销售额 2-2.5 万亿之间），未来十年中国代建市场新订约总建面预计将达 13.3 亿方左右，约占商品房总量的 8.2%。
- **“绿城+千亿房企”的一超多强格局显现。**2019 年 TOP5 公司已签约代建面积市场份额占比为 58.9%，行业集中度较高。行业格局视角，我们认为当前“绿城+千亿房企”的一超多强格局已显现，行业较大发展空间下金融机构参与者将共同瓜分市场蛋糕。绿城管理作为头部企业匹配 20% 市场份额的话，预计其代建销售规模天花板为 4000 亿元-5000 亿元。
- **未来基于项目股权的代建模式将成为主流。**业务模式视角，一二线城市受地价影响，利润空间有限；但持有型物业收益较高，受金融机构青睐，资本代建或增加；三四线代建主要为中小房企解决项目去化问题，仍以商业代建为主。整体上，我国会向发达国家代建模式发展，以资本代建和小股操盘模式为主。城镇化发展下，房地产存量发展及房企有息负债扩张规模受限下，投资、开发相分离成为趋势，基于项目股权的代建模式将成为主流。
- **投资建议：**中国代建行业处于起步阶段，行业增长迅猛，但格局尚未确立，TOP5 集中度有所下滑。未来十年中国代建行业新订约总建面将达 13.3 亿方，占商品房总量 8.2%；业务模式将以资本代建、小股操盘等基于项目股权的代建模式为主。我们认为具备优质产品设计规划能力、强品牌影响力以及多融资渠道的房企在代建领域具有优势，持续推荐配置组合：**【金地集团】、【万科 A】、【旭辉控股集团】**（财务健康叠加基本面良好，全年销售不悲观），同时积极关注布局代建业务的**【金科股份】、【龙光集团】**。
- **风险提示：**市场调控超预期，疫情影响超预期，地产销售不及预期。

内容目录

1. 代建业务介绍	4
1.1. 面向地产开发的服务模式	4
1.2. 委托主体性质划分代建业务类型	4
1.3. 多重因素催生代建需求	6
1.4. 品牌影响力及业务能力是核心竞争力	8
1.5. 委托方资金紧俏为代建业务最主要风险	8
1.6. 代建业务——兼顾“轻资产和高收益”，存在委托代理成本的商业模式 ...	9
2. 中国目前代建业务的市场格局	10
2.1. 我国代建业务源于政府建设需求市场化改革	10
2.2. 快速成长的新兴子行业	10
2.3. 未来十年中国代建市场新订约建面合计约 8.6-21.8 亿方	14
3. 经典代建模式借鉴以及中国代建未来发展趋势	20
3.1. 中国代建模式及经典案例	20
3.2. 海外代建模式	24
3.3. 中国代建行业未来发展 5 大趋势	25
投资建议:	30
风险提示:	30
评级指南及免责声明	31

图表目录

图 1: 代建业务模式图	4
图 2: 地产开发产业链	4
图 3: 直属事业单位模式	5
图 4: 社会化代建模式	6
图 5: 政府委托代建模式	6
图 6: 小股操盘模式	6
图 7: 资本代建一般模式	6
图 8: 常州绿城·江南里及周边同期开盘项目首开去化率情况。	7
图 9: 代建方引入融资模式	7
图 10: 绿城代建周边项目成交均价	8
图 11: 地产开发价值链	9
图 12: 代建业务代理成本	9
图 13: 中国房地产代建模式发展时间轴	10

图 14: 2010 年至 2019 年新订约项目的总建筑面积	11
图 15: 2015-2019 代建行业营收和净利润	12
图 16: 2015-2019 代建行业 TOP10 市占率	12
图 17: 2016-2019 绿城代建项目及集团总销售额	13
图 18: 2014-2016 年三种代建模式的新签约面积 (万方)	13
图 19: 2017-2019 绿城三种代建模式的新签约面积占比	13
图 20: 2014-2016 年房地产代建新签约项目城市分布	14
图 21: 绿城 2019 年代建项目分布	14
图 22: 商品住宅未来面积规模 (亿方) 预测逻辑	15
图 23: 商品住宅未来 10 年面积规模 (亿方) 预测	15
图 24: 商品住宅占全国商品房销售比例	16
图 25: 新订约代建市场规模占比预测	17
图 26: 代建业务模式图	20
图 27: 绿星标准评价体系	20
图 28: 海口绿城·桃李春风规划图	22
图 29: 昆明万科·云上城区位图	22
图 30: 朗诗熙华府项目区域图	23
图 31: 朗诗熙华府项目全景图	23
图 32: 铁狮门小股操盘模式图	24
图 33: 凯德集团组织框架图	25
图 34: 资本代建项目模式	25
图 35: 美国近十年城镇化率	28
图 36: 中国内地近十年城镇化率	29
表 1: 根据委托主体性质区分业务类型	4
表 2: 2019 年代建行业 TOP5 市场份额	12
表 3: 可得涉代建百强房企名录	14
表 4: 商品住宅未来 10 年面积规模 (亿方) 预测结果	16
表 5: 商品住宅占全国商品房销售比例	16
表 6: 商品房住宅占全国商品房销售比例	16
表 7: 2020-2029 年代建市场新订约规模总量 (亿方) 预测	18
表 8: 城镇化率对应地产行业发展阶段及模式	28
表 9: 2019 年全球十大地产公司名单	28

1. 代建业务介绍

1.1. 面向地产开发的服务模式

代建业务：向有开发需求的委托方，提供开发服务，输出自身管理能力和（或）品牌价值，收取服务费和项目超额收益的地产服务模式。

开发服务：包括前端投资咨询、规划和设计，中端工程管理、成本控制和招标采购，后端营销推广、交付介入和物业管理，覆盖地产行业价值链全过程，甚至提供融资便利。

代建业务不同于合作开发。合作开发以获取投入项目股权增值为目的，承担项目运营风险。代建业务以收取服务费为主要目的，优化项目开发全过程，可能有项目超额收益收入。

图 1：代建业务模式图



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 2：地产开发产业链



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

1.2. 委托主体性质划分代建业务类型

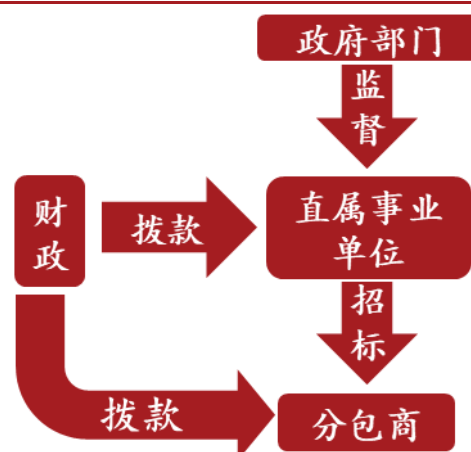
委托主体性质不同产生差异化代建诉求，使得代建方提供服务和业务运营方式有所差异，从而产生业务的细分类型。委托主体性质可分为：政府部门、企业和金融资本；分别对应：政府代建、商业代建和资本代建。

表 1：根据委托主体性质区分业务类型

业务类型	政府代建	商业代建	资本代建
委托主体性质	政府部门	持有土地的企业	信托、基金等金融资本
代建物业类型	保障性住房和公共设施	商品房，包括住宅、商业用房等	持有型物业为主，包括住宅等销售型物业
代建诉求	有效管理项目，包括成本、质量、工期等，保障项目如期，高品质完成。	以加速资金回笼为目的，达成委托项目预期经济和效益目标。	为获取超过向房企放贷获悉收益，而进入房地产开发全过程，并获取项目增值收益。
涉及服务	前端：项目规划、设计 中端：成本管理、招标采购和工程管理	除投资拓展外，前、中和后端全流程服务，可能包括提供融资便利服务，以缓解委托方资金压力。	前、中和后端全流程服务，另包括项目公司组建、代拍地块等前期管理服务。
服务重点	管理能力输出，对成本控制、质量控制和工期保障要求高。	品牌价值输出和融资便利，高品牌溢价和快速去化为刚需；融资能力逐渐转变为刚需。	土地投资及规划能力输出，品牌价值输出和管理能力输出，青睐综合实力强的代建方。
业务模式	直属事业单位模式、社会化代建模式、政府委托代建模式	<p>小股操盘模式</p> <p>高纯度收取代建费模式：</p> <p>初始商业代建模式，代建方基于委托方需求提供单纯的开发代建服务，输出品牌、管理能力，可能存在融资能力输出；代建过程中不存在代建方和委托方之间的资本互动。</p>	资本代建中，资本方需委托代建方成立项目公司并拍得土地，而后收购项目公司，以股权资本方式进入地产开发环节。

数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 3：直属事业单位模式



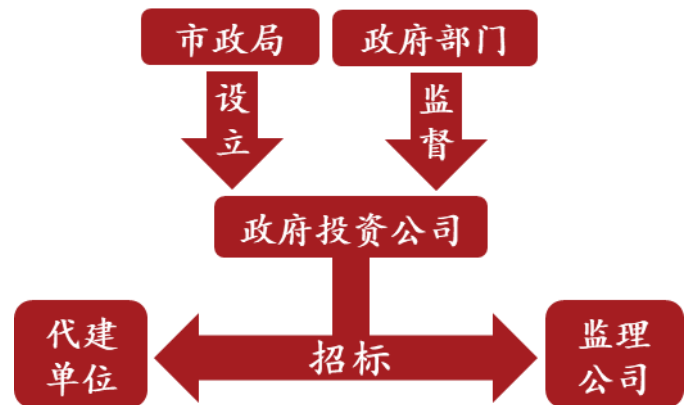
数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 4：社会化代建模式



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 5：政府委托代建模式



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 6：小股操盘模式



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 7：资本代建一般模式



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

1.3. 多重因素催生代建需求

开发能力欠缺或不足

代建是以提供开发服务为基础的业务；土地所有者缺乏开发能力或开发能力不足催生代建需求。委托方主体层面看，政府和资金方作为土地所有者，几乎没有开发能力，因此需代建方代其开发项目。此外，部分中小房企开发能力较差，设计、规划和营销经验少，难以把控项目质量。为提升项目品质，严格控制成本，中小房企产生代建需求，优化项目，规避自身不足，或可以压缩项目周期、提升项目去化、提高项目增加值。

项目销售去化困难

近年城市板块间冷热差异明显，部分三四线城市需求较弱，深耕三四线的中小房企项目销售去化困难，催生代建需求。项目集中于竞争激烈的买方市场的中小房企通过委托品牌开发商或区域龙头房企代建其项目，借助代建方品牌和营销能力，为项目销售提速，加快资金回笼。

图 8: 常州绿城·江南里及周边同期开盘项目首开去化率情况。

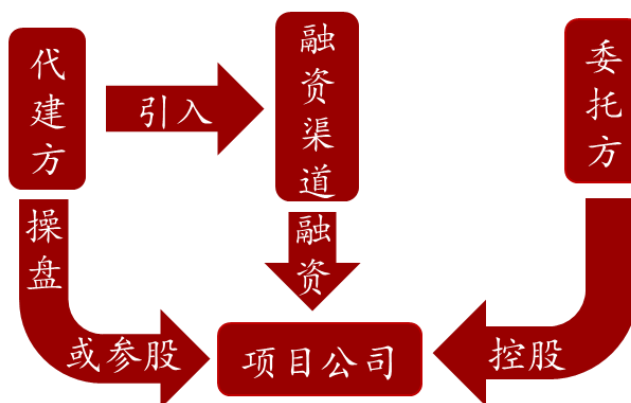


数据来源：公开资料、克而瑞证券研究院

房企或项目资金紧俏

地产开发作为资金密集型产业，部分融资渠道有限，资金周转较差房企可能面临建安阶段可用资金不足的问题；其运营较差的项目在债务展期或加杠杆方面需引入优质房企进行协助；在所有者不愿放弃控股权的情况下，代建需求由此产生。该种代建需求或出现在已开工未售项目或多期开发项目。该诉求下，代建方或通过自有融资渠道和自身操盘作为背书，为项目提供融资；或通过“小股操盘”为项目增信。

图 9: 代建方引入融资模式



数据来源：克而瑞证券研究院

1.4. 品牌影响力及业务能力是核心竞争力

房企品牌影响力带来高销售业绩及溢价空间

商品住宅开发主导的房地产开发阶段，房企营销能力和产品的去化速度是企业发展的根本。由此，代建企业的品牌影响力和营销能力以及产品的销售成绩是其金字招牌。此外，口碑较好的代建方能为委托方项目带来一定的溢价，提升委托方收益。（找 非品牌房企和品牌房企 房价的对比）例如，绿城在玉林市的项目绿城春江花月成交均价为 6700 元/平方米，高于周边楼盘同期成交均价。

图 10：绿城代建周边项目成交均价



数据来源：公开资料、克而瑞证券研究院

代建业务能力提升合作质量

委托方和代建方的良好沟通机制能够推动双方在开发理念及产品质量等方面快速达成一致，一定程度上降低委托代理成本。此外，大型房企通过建立标准化产品体系，根据委托方的需求及代建项目的区域位置提供合适的产品线，有效解决或者避免代建过程中的沟通问题，提升双方合作质量。

1.5. 委托方资金紧俏为代建业务最主要风险

轻资产模式的代建业务可以降低代建方的投资风险，但仍存因委托方资金链断裂导致产品无法交付的风险。因代建项目中，委托方常使用代建方品牌授权，因此项目

无法交付对代建方品牌形象有一定影响。例如，2017 年滨江集团紫金府项目委托方佑康集团因资金链断裂，无法支付土地抵押贷款从而无法办理产权证；而业主只能通过销售端进行维权导致滨江集团品牌形象受损。

1.6. 代建业务——兼顾“轻资产和高收益”，存在委托代理成本的商业模式

“轻资产，重资本”运营

同传统地产开发（土地投资、开发、销售、物管）相比，代建业务极少持有项目股权，投资需求少；业务以签约服务驱动增长，脱离了传统地产开发“重资产，轻资本”的运营模式，向“轻资产，重资本”模式转变。

代建业务——占据地产开发价值链高利润环节

纵观地产开发价值链各环节，工程建造因要价低，人员密集，利润空间小；外部融资因行业筑顶，竞争加剧而分化，头部房企外，融资成本高；土地投资受 2017-2018 年土地市场火热和稳房价政策影响，利润逐渐压缩。代建业务正剔除了上述三个利润被压缩的环节，占据剩余高利润环节，保障业务高收益率。

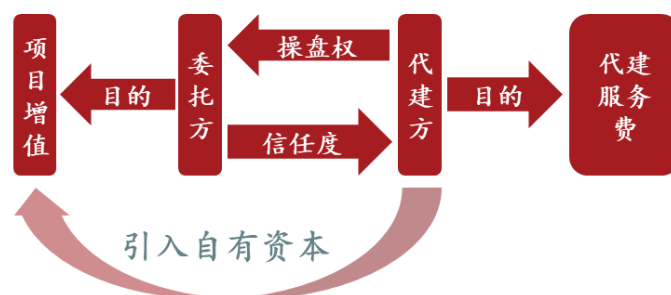
委托代理模式下，引入股权投资，显著降低业务代理成本

作为典型的委托代理业务，代建合同双方利益有所差异。代建方制定代建计划并向委托方索要项目操盘权时，委托方基于双方利益差异而质疑代建方忠诚度，既影响委托方项目增值，又抬升代建方的代建成本。代建方向项目注入少量资本，可以有效降低代理成本问题，即小股操盘商业代建模式。

图 11：地产开发价值链



图 12：代建业务代理成本



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

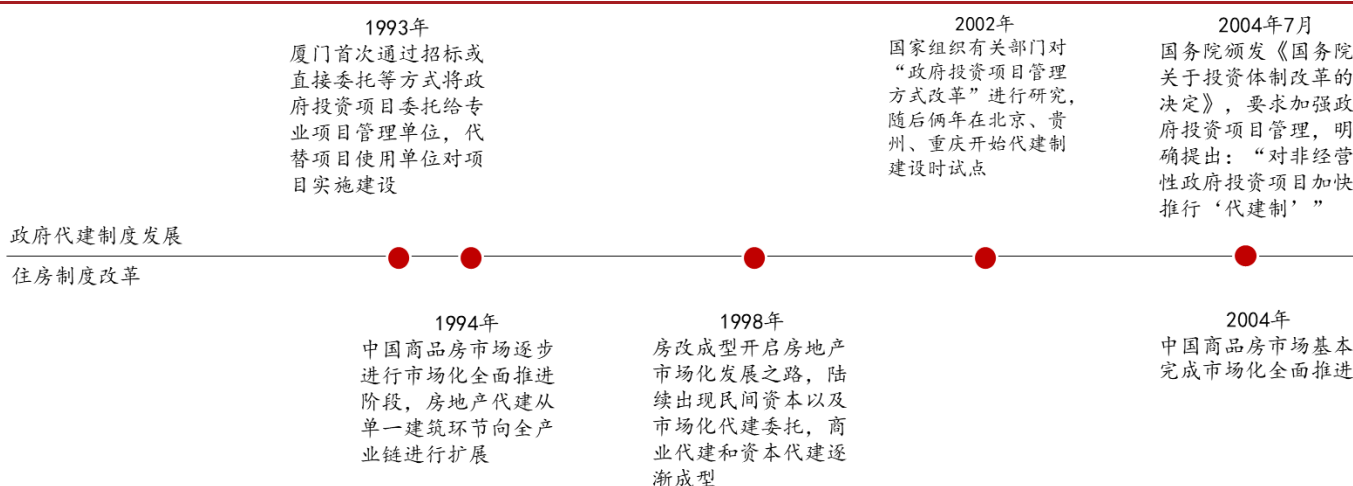
2. 中国目前代建业务的市场格局

2.1. 我国代建业务源于政府建设需求市场化改革

我国的房地产代建伴随着市场化改革（主要为政府代建制度以及住房制度改革）而不断演变：

政府代建制度方面，1993 年厦门市首次通过招标或直接委托等方式将政府投资项目委托给专业项目管理单位实施建设，政府代建模式初成。2004 年 7 月，国务院颁发《国务院关于投资体制改革的决定》明确提出：“对非经营性政府投资项目加快推行‘代建制’”。住房制度方面，1998 年房改后，陆续出现民间资本以及市场化的代建委托等，商业代建和资本代建逐渐成型，房地产代建由单一的建筑环节向全产业链拓展，代建主体由建筑公司向房地产开发公司转变，专业化与综合化并存。

图 13：中国房地产代建模式发展时间轴



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

2.2. 快速成长的新兴子行业

1) 代建新签约规模扩张迅速

自 2010 年至 2019 年，中国代建市场新订约项目的总建筑面积以复合年增长率 25.0% 增加，规模扩张迅速。

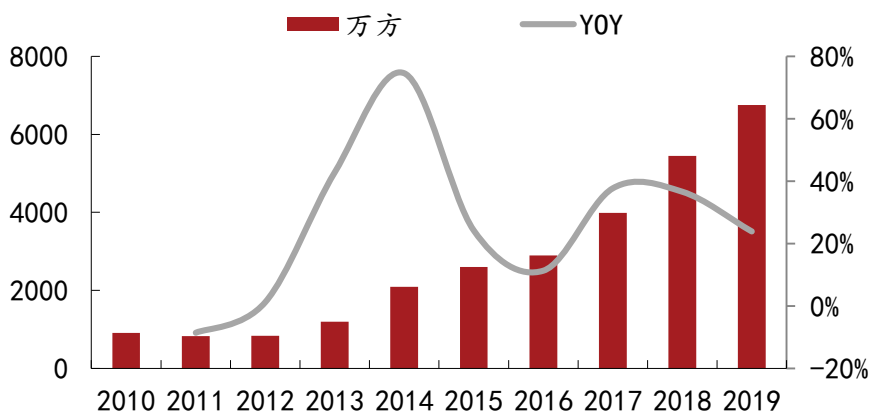
2) 代建行业具备较高盈利能力，但受低基数影响盈利规模较小

因代建可充分发挥轻资产模式及品牌授权的优势，促使该业务的净利率远高于传统

房地产开发业务，叠加近年来房地产开发业务的利润率下滑致使该差距更为显著。根据中国指数研究院报告，2015年至2019年，代建行业的净利率稳定增长，业务净利率超逾房地产开发业务净利率 10%至 15%；此外代建行业收入及净利润复合年增长率分别为 34.9%及 37.8%。

但由于目前大多数参与代建的房地产开发商仅将其作为补充业务营运，因此目前代建业务的总收入及利润相对较低。于 2019 年，主要代建公司收入约 91 亿元，净利润约 23 亿元。

图 14：2010 年至 2019 年新订约项目的总建筑面积

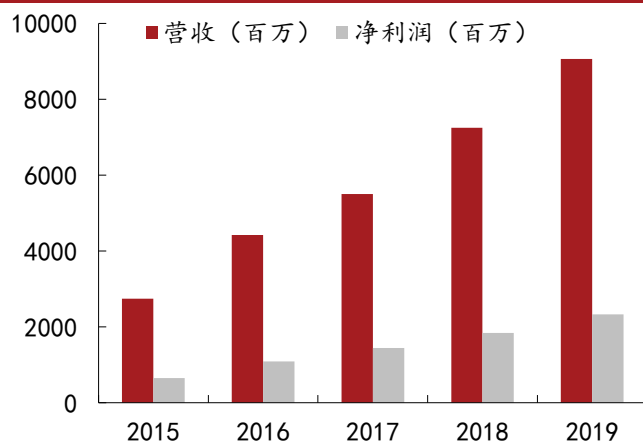


数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

3) 行业集中度较高但 TOP10 市占率下行

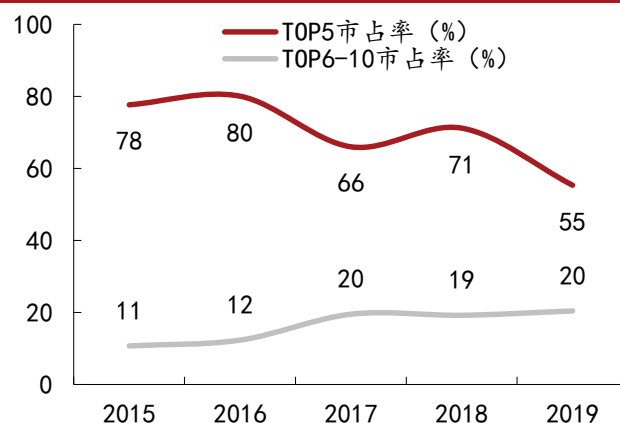
2015-2019 年，TOP5 及 TOP10 主要代建公司营收份额占比略有下行，两者分别从 77.7%及 88.4%下滑至 55.3%及 75.7%。市占率下行主要因：于当前房地产下行周期，代建公司、轻资产管理公司获得更多项目机会，叠加行业成熟度及壁垒较低，因此中小房企参与度提升。

图 15: 2015-2019 代建行业营收和净利润



数据来源: 第三方数据、克而瑞证券研究院

图 16: 2015-2019 代建行业 TOP10 市占率



数据来源: 第三方数据、克而瑞证券研究院

于 2019 年, 中国共有 28 间于房地产行业承接项目的大型代建公司, 已订约总建筑面积合计约 275.6 百万方, 其中 59.0% 及 71.1% 由代建行业 TOP5 及 TOP10 公司承揽。

于 2019 年, 28 家主要代建公司收入约 91 亿元, 净利润约 23 亿元; TOP5 代建公司与 TOP10 代建公司的市场份额分别为 55.3% 及 75.7%, 龙头代建企业仍占据主要市场份额。

表 2: 2019 年代建行业 TOP5 市场份额

公司	已签约建面市场份额	公司	收入市场份额
绿城	23.7%	绿城	22%
TOP2	10.8%	TOP2	11.6%
TOP3	8.8%	TOP3	11.3%
TOP4	7.9%	TOP4	6.2%
TOP5	7.7%	TOP5	4.3%
合计	58.9%	合计	55.4%

数据来源: 公开资料整理、克而瑞证券研究院

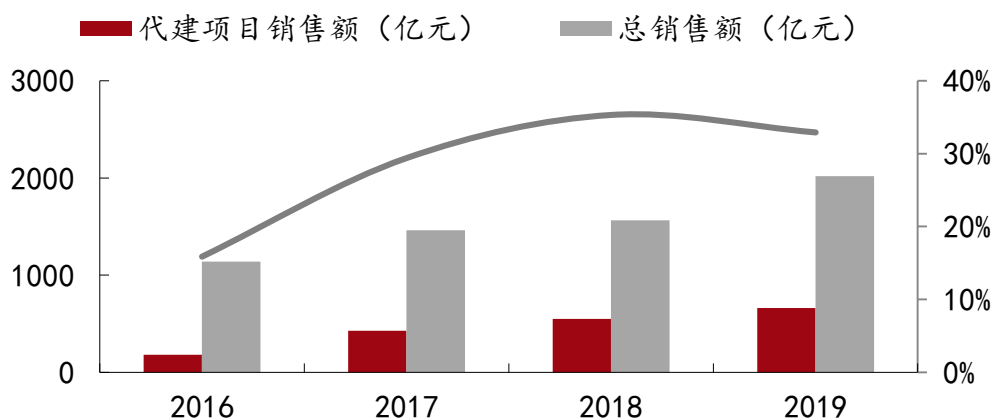
注: 28 家代建公司符合(i)属合法成立并正式注册成立, (ii)截至 2019 年 12 月 31 日止三个年度拥有超过五个在建或竣工或代建收入超过人民币 1 亿元的项目, 及(iii)于彼等之任何商业代建项目中持有 30% 以下持股量。

4) 代建销售额占企业销售额比重提升

相关数据显示, 2014-2016 年房地产代建销售额的三年 CAGR 达 63%, 远高于同期全国商品房销售额 CAGR24%; 2016 年, 房地产代建的销售额达 932 亿元, 单个企业的平均代建销售额为 49 亿元。2014-2016 年, 代建销售额占房地产企业销售额的比重持续提高, 由 3.2% 提升至 5.7%。

从绿城来看,其代建项目销售额占集团总销售额比重除 2019 年外稳步提升。其中,2018 年以 664 亿元代建签约额占总销售额 35.3%,达到高点。

图 17: 2016-2019 绿城代建项目及集团总销售额

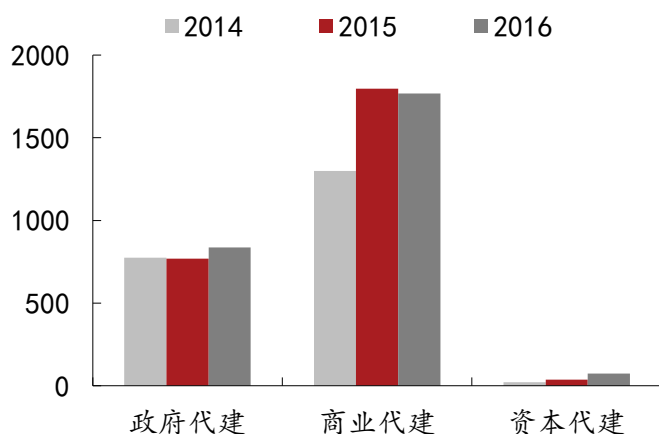


数据来源: 克而瑞证券研究院

5) 商业代建为市场主流

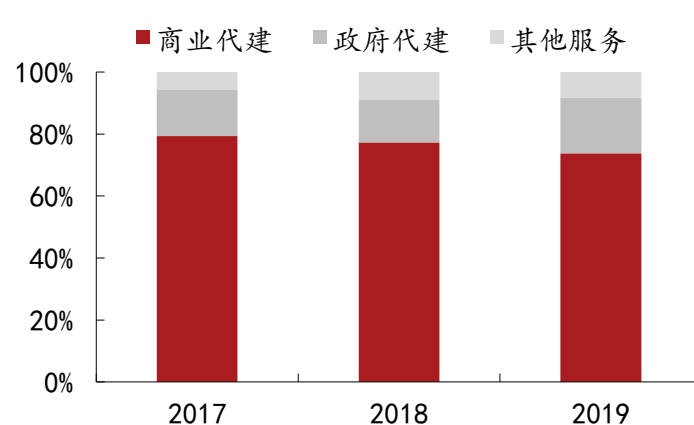
2014-2016 年,商业代建一直是房地产代建中的主流市场,占比约 60%以上。市场以商业代建为主流主要因: 1) 城市保障房建设增加,部分规模将转化为与土地出让相挂钩的配建形式,政府代建的规模有所缩减。2) 房地产企业普遍追求较高的代建管理费,更倾向于承接商业代建。3) 当前房地产正处于下行周期,叠加融资监管预期下,中小房企多处于竞争弱势,其寻求具有品牌优势的房地产公司代建或为项目解套的次优选择 4) 资本代建规模小幅扩张,因金融资本以股权身份介入房地产市场尚处于探索和起步阶段,因此资本代建有待进一步发力。

图 18: 2014-2016 年三种代建模式的新签约面积 (万方)



数据来源: 公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 19: 2017-2019 绿城三种代建模式的新签约面积占比

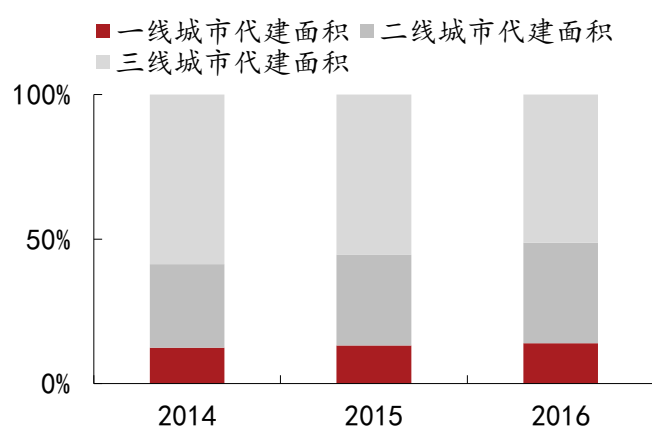


数据来源: 公开资料整理、克而瑞证券研究院

6) 区域分化显著, 与企业战略布局密不可分

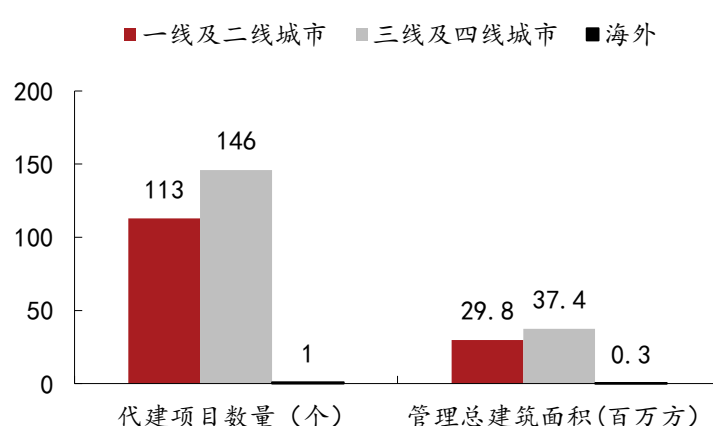
房地产代建项目主要分布在三四线城市, 区域布局分布明显主要与大型代建企业的业务战略布局密不可分。对于在三四线城市拿地的中小企业来说, 这些城市的库存压力普遍较大, 导致他们代建需求相对较高。如建业地产的代建项目基本位于河南本省的三四线城市, 如漯河、信阳、洛阳、新乡、安阳、周口等地, 一方面与建业地产的业务战略布局息息相关, 另一方面建业在河南省强大的区域品牌竞争力促使中小企业委托其开发项目业务, 以期获得更大的利益汇报; 而绿城也有半数以上项目位于临安、淳安、廊坊等三四线城市, 受托于当地中小房企进行代建。

图 20: 2014-2016 年房地产代建新签约项目城市分布



数据来源: 公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 21: 绿城 2019 年代建项目分布



数据来源: 公开资料整理、克而瑞证券研究院

表 3: 可得涉代建百强房企名录

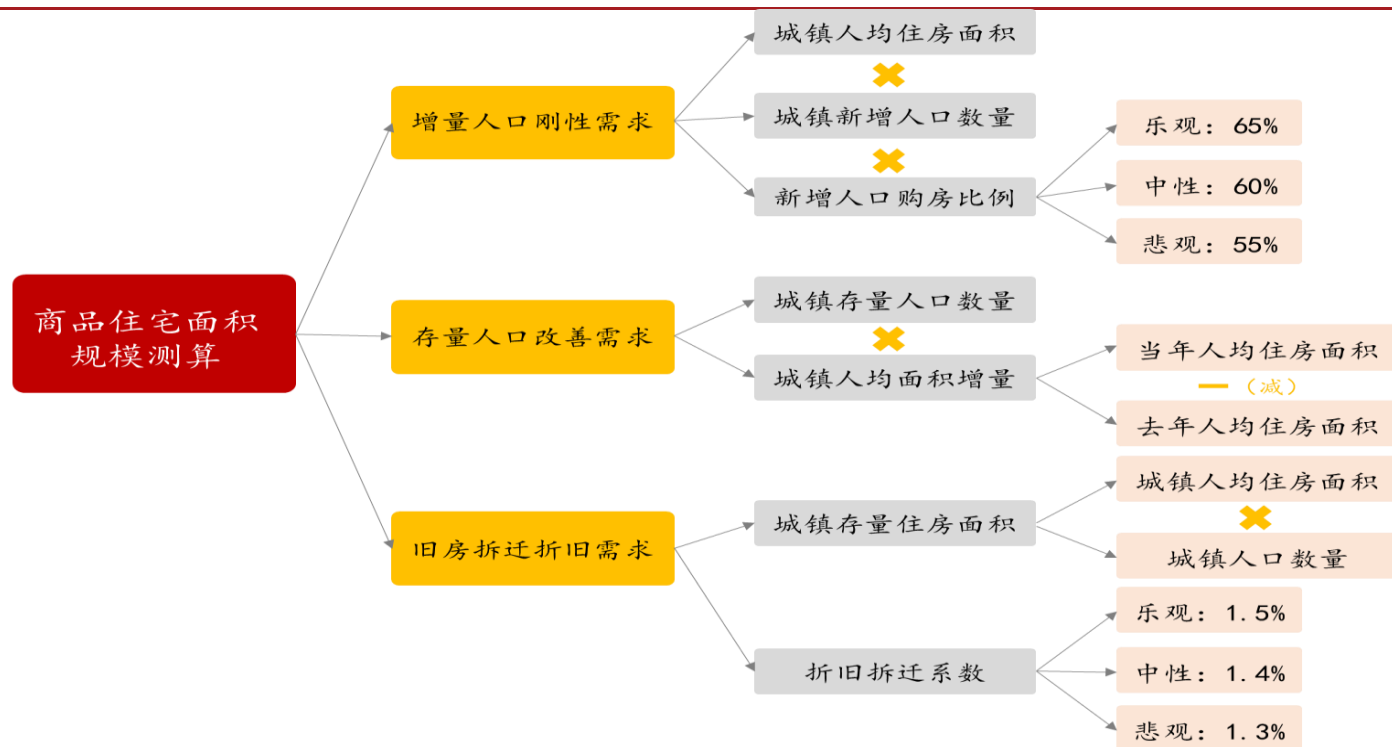
房企名称	2019 年新签约面积(万方)	涉足代建业务房企			
绿城中国	505	保利集团	金隅集团	新城控股	招商蛇口
建业地产	458.8	滨江集团	龙光集团	旭辉集团	正商集团
金地集团	1000+	富力地产	秦禾集团	雅居乐集团	中国海外发展
蓝光发展	400+	格力集团	首开集团	阳光城	中交地产
当代置业	240.5	华润置业	万科地产	远洋集团	中国恒大
朗诗地产	94	金科集团			

数据来源: 克而瑞证券研究院 (注: 金地集团为截至 2020 年 10 月累计签约面积)

2.3. 未来十年中国代建市场新订约建面合计约 8.6-21.8 亿方

1) 测算商品住宅未来 10 年面积规模 (城镇商品住宅新房口径, 不包含二手房, 也不包括农村市场住宅规模)

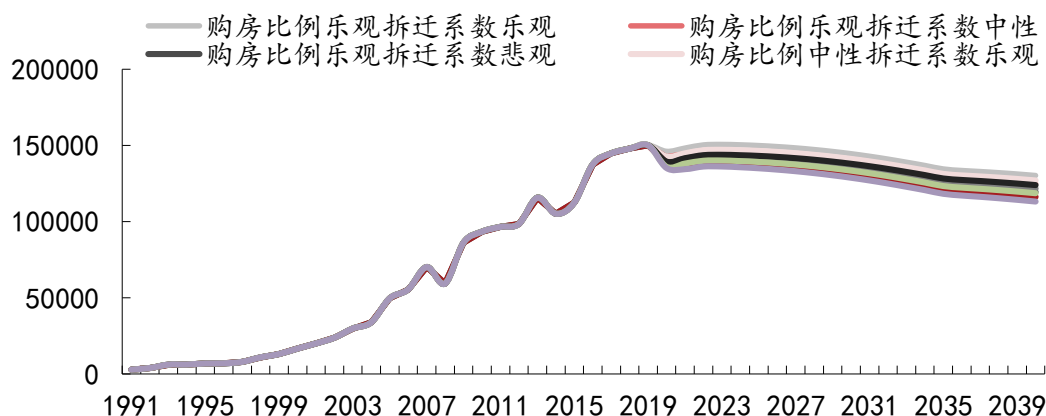
图 22：商品住宅未来面积规模（亿方）预测逻辑



数据来源：克而瑞证券研究院

考虑到中国 15-64 岁劳动年龄人口已于 2013 年达到峰值，25-49 岁购房适龄人口也已于 2015 年达到峰值，前两者意味着我国虽仍处于城市化率中期发展阶段，但由于劳动年龄人口和购房适龄人口的减少，住房建设量难以跟随城市化率的提高而持续增加。基本商品住宅总量的三个拆分，我们预计未来十年商品住宅总量趋于见顶并小幅回落，我国城市化中期发展阶段将在 2029 年附近结束，届时城镇化率接近 70% 并进入城市化稳定阶段。

图 23：商品住宅未来 10 年面积规模（亿方）预测



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

表 4：商品住宅未来 10 年面积规模（亿方）预测结果

	购房比例乐观			购房比例中性			购房比例悲观		
	拆迁系数乐观	拆迁系数中性	拆迁系数悲观	拆迁系数乐观	拆迁系数中性	拆迁系数悲观	拆迁系数乐观	拆迁系数中性	拆迁系数悲观
2020-2029 均值	14.9	14.5	14.1	14.5	14.1	13.8	14.2	13.8	13.4
2030-2039 均值	13.7	13.2	12.7	13.4	12.9	12.4	13	12.6	12.1
2020-2039 均值	14.3	13.8	13.4	13.9	13.5	13.1	13.6	13.2	12.7
2020 年增速	-2.70%	-5.00%	-5.50%	-5.00%	-7.30%	-7.70%	-7.20%	-9.50%	-9.90%

数据来源：克而瑞证券研究院

2) 根据商品住宅占全国商品房销售比例推导商品房总量

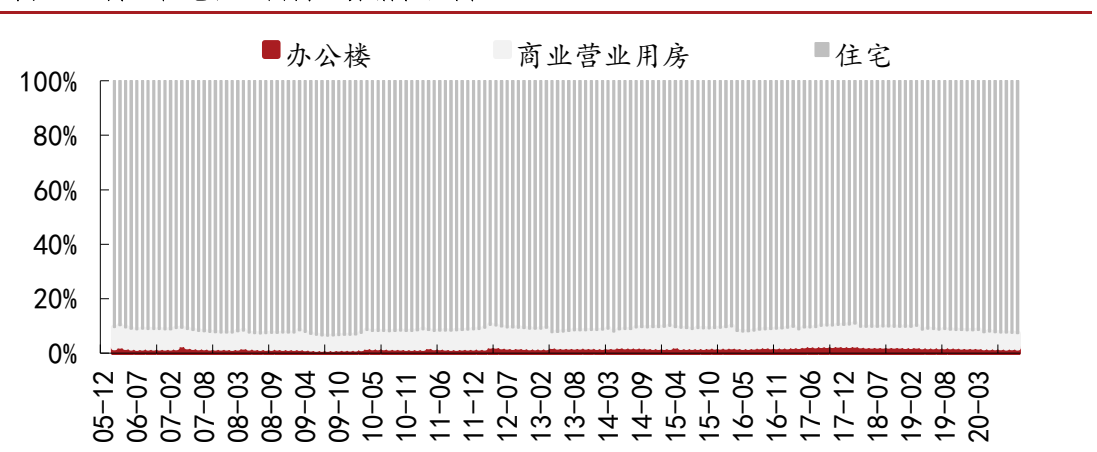
近十五年商品住宅占全国商品房销售比重保持平稳，预计未来十年商品住宅占商品房总量约 87.2%，以此推导未来十年全国商品房总量。

表 5：商品住宅占全国商品房销售比例

	预测未来十年均值	近五年均值	近十年均值	近十五年均值
占比	87.20%	87.60%	88.30%	89.00%
占比变化	0.40%	0.60%	0.80%	

数据来源：克而瑞证券研究院

图 24：商品住宅占全国商品房销售比例



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

表 6：商品房住宅占全国商品房销售比例

拆迁系数	购房比例乐观			购房比例中性			购房比例悲观		
	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观

敬请阅读末页的重要说明

2020-2029 商品住宅均值	14.9	14.5	14.1	14.5	14.1	13.8	14.2	13.8	13.4
2020-2029 商品房总量均值	17	16.6	16.2	16.7	16.2	15.8	16.3	15.8	15.4
2020-2029 商品房总量	170.3	165.8	161.5	166.5	162	157.7	162.7	158.1	153.9

数据来源：克而瑞证券研究院

3) 预测代建市场规模占已售商品房总建筑面积的比重

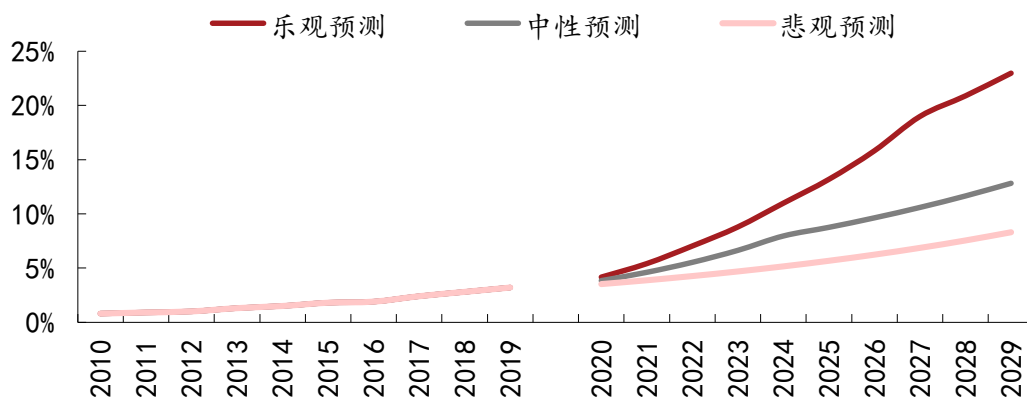
根据相关数据，目前代建市场规模占已售商品房的总建筑面积约 2.0%至 4.0%，以此为基础预测未来十年商品房总量：

乐观预测：预计 2020-2029 年，中国代建市场新订约总建面将以 12.6%的复合年增长率增长；

中性预测：预计 2020-2029 年，中国代建市场新订约总建面将以 8.2%的复合年增长率增长；

悲观预测：预计 2020-2029 年，中国代建市场新订约总建面将以 5.6%的复合年增长率增长。

图 25：新订约代建市场规模占比预测



数据来源：克而瑞证券研究院

4) 2020-2029 年商品房方面代建市场新订约规模总量（亿方）预测结果

2019 年，中国代建市场的新订约总建筑面积达 67.5 百万方，其中主要代建公司商业资本代建新订约总建筑面积约 3.2 百万方，占代建市场新订约总建筑面积的 4.8%。预计：

1) 当购房比例、拆迁系数、代建比例皆为乐观时，未来十年中国代建市场新订约总建面合计 21.8 亿方；

2) 当购房比例、拆迁系数、代建比例皆为中性时，未来十年中国代建市场新订约总建面合计 13.3 亿方。

3) 当购房比例、拆迁系数、代建比例皆为悲观时，未来十年中国代建市场新订约总建面合计 8.6 亿方。

我们认为未来十年代建行业规模大概率将达到中性水平，即未来十年中国代建市场新订约总建面合计 13.3 亿方。从行业大周期发展来看，预计每年地产开发行业约 17 亿方（对应销售额 16 万亿元）规模，按照欧美模式下代建渗透率 20% 估算，再考虑到未来随着地产行业总规模的下降及调控政策下利润空间收窄，代建规模会随之压缩，唯一能够提升的可能在于代建规模占比，但其受制于行业集中度的持续提升。因此，我们认为中国代建业务天花板大约在 2 亿方左右（对应销售额 2 万亿元 -2.5 万亿元），未来十年中国代建市场新订约总建面预计将达到 13.3 亿方左右，约占商品房总量的 8.2%。

表 7：2020-2029 年代建市场新订约规模总量（亿方）预测

拆迁系数	购房比例乐观			购房比例中性			购房比例悲观		
	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
2020-2029 商品房总量	169.7	165.1	160.6	166.3	161.7	157.1	162.8	158.3	153.7
2019 年新签约代建总规模	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68
代建比例乐观：代建总量	21.8	21.2	20.6	21.3	20.7	20.1	20.9	20.3	19.7
代建比例乐观：总量占比	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
代建比例中性：代建总量	13.9	13.5	13.2	13.6	13.3	12.9	13.4	13	12.6
代建比例中性：总量占比	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
代建比例悲观：代建总量	9.5	9.3	9	9.3	9.1	8.8	9.1	8.9	8.6
代建比例悲观：总量占比	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%

数据来源：克而瑞证券研究院

5) 2020-2029 年非市场化方面代建市场新订约规模总量（亿方）预测

非市场化房屋包含非市场化住房和商办两大类，其中以现有水平估算非市场化住宅年均供应在 6 亿平方米左右，主要包括租赁型保障性住房、企事业单位自建、参建房等；另一方面，商办物业除了销售物业外，也包含持有物业部分，但持有物业规模国内相对较小，根据近五年商办物业销售面积占全国商品房销售总面积的 6.3%，依据国内商办物业销售与持有约 8:2 的行业经验，我们粗略估算未来十年商办持有物业面积约为 2.5 亿平方米。

6) 其他领域房地产代建市场容量

除新建商品房、城市更新、保障性住房为代建行业带来市场空间外，业务延伸和市场拓展的政府工程性代建也具备不可低估的市场。同时，随着养老、文旅、物流等新兴业态的出现，以及政府办公楼、酒店、园区等工程型业务的拓展，预计房地产代建市场规模将逐步扩大。

3. 经典代建模式借鉴以及中国代建未来发展趋势

3.1. 中国代建模式及经典案例

1) 绿城代建模式经典案例

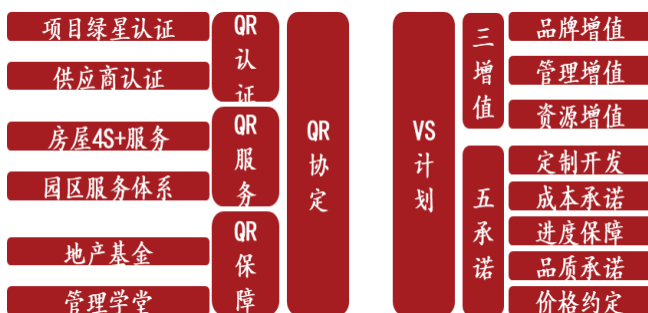
绿城 4.0 代建体系——高度完善的代建业务体系

绿城 4.0 代建体系整合面向不同委托主体的代建业务，提供涵盖产业链全过程的定制化开发服务，包括前端融资便利、土地投研规划，后端物业管理和物业保值等服务。同时，体系内含 QR 协定（品质信用协定）和价值分享计划（VS 计划），增强品控，通过价值绑定降低代理成本，一定程度上降低代建过程中的代理成本；此外，因购房者为代建环节的终端，绿城 4.0 体系加入对消费者需求和服务的考量，提升体验，形成产业闭环。

绿星标准——纳入绿城 4.0 体系的行业评分标准

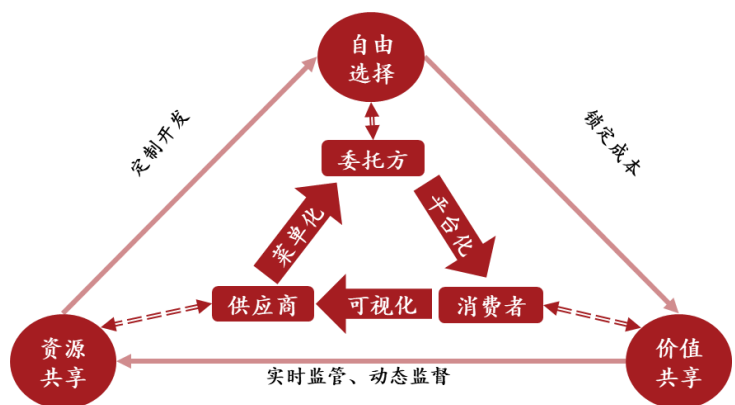
从行业价值出发，绿城制定了绿星标准，并将其纳入绿城 4.0 代建体系以扩大行业影响力。绿星标准涵盖从委托方到行业上下游几乎所有参与者，以实现开发资源共享、自由选择及价值共享，为行业参与者的服务价值制定规范。

图 26：代建业务模式图



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 27：绿星标准评价体系



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

绿城 4.0 体系代建模式——全过程委托开发管理模式

全过程委托开发管理模式在绿城初始商业代建（品牌授权、全程开发管理、物业销售和物业管理）的基础上，整合融资渠道，提供介绍外部债权资金的融资便利服务，缓解委托方资金短缺。

绿城 4.0 体系代建模式二——政府代建

通过政府招标方式获取代建项目，对项目开发过程进行全程管理，项目竣工验收后，移交政府验收。

绿城 4.0 体系代建模式三——咨询服务模式

为保障代建项目质量，绿城设立了包括项目区位、项目所在区域商品房均价以及委托方相关信息在内的一系列代建业务准入标准。对于无法达到绿城代建准入标准的委托，公司可以提供菜单式咨询服务，包括产品定位、设计管理、工程咨询、营销策划和物业服务咨询等环节。

绿城 4.0 体系代建模式四——资本支持代建

绿城资本支持代建源于其全过程委托开发管理模式，针对不愿引入债务杠杆或外部资金且资金短缺的中小房企采用的小股操盘模式。该模式为项目引入股权资本，利好增量债务成本过高的中小房企。

海口绿城·桃李春风——商业代建

项目背景：项目位于海口市琼山区，属于稀有健康生活地块；2013 年项目持有方进行一期产品开发，2014 年开盘，因持有方缺乏品牌影响力且市场遇冷，去化困难；项目持有方欲寻求合作开发。

解决方案：绿城根据地块特点，经过系统的市场调研，对项目进行重新规划设计，最终确认使用杭州桃李春风的中式小别墅产品方案。绿城 3 个月内建成样板间，在项目建设的同时推进配套设施建设。营销环节，公司通过自身品牌影响力和“互联网+”相结合，吸引各界人士参观，项目去化可期。

2) 万科·云上城——国内引进美国小股操盘模式典范

项目背景：万科·云上城位于昆明市五华区，属昆明主城核心品质居住区，区位优势显著。委托方资金短缺、不放弃项目增值，寻求品牌开发商合作以偿还借款，守住项目权益。

解决方案：万科投入 0.23 亿元，持项目 23% 权益，约定一期存货和二期可售货值

去化 95%且结算、利润分配及交付完成后，退出项目公司；此外，万科引入资方，提供融资便利，解决资金短缺问题；同时精装改造一期存量房，重新规划设计二期项目，使用万科标准化产品方案。

代建成效：项目终以 1.2 万元的销售均价，在开盘一年内清盘；并实现毛利率 28-30%。万科以股权增值及代建服务费等共分得项目 43% 收益。

图 28: 海口绿城·桃李春风规划图



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 29: 昆明万科·云上城区区位图



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

3) 朗诗熙华府 (小股操盘+绿色科技)

股权式代建与高纯度收取服务费的商业代建协同发展:

2014 年年初朗诗正式提出“变轻”转型，在此之前，朗诗项目均百分百持股且亲自操盘，转型后朗诗在操盘项目中所占股份比例连年下降。2015 年底朗诗操盘的项目里股东权益约占 70%，2017 年年底约为 29%，2018 年半年度约为 23%。其中，“小股操盘”是资产轻型化的模式之一，朗诗全权负责项目操盘，大部分项目也是运用朗诗的品牌和技术整合能力，但股权不会超过 30%。

这一探索在朗诗的业绩中得到了正面体现。2019 年年报显示，朗诗完成合同签约销售额约为人民币 405 亿元，签约建筑面积约 234 万平方米；年度核心净利润约为 14.1 亿元，较上年同期上升约 11.4%，核心净利润率约 16.5%，整体盈利能力持续提升。

经过几年的积累和发展，朗诗轻资产化取得显著成效，服务模式也逐步成熟。未来，朗诗集团将效仿美国成熟开发商的项目股权配置，小股操盘业务中集团平均股

权控制比例约 30%左右，同时加大代建、定制服务、技术服务等业务的技术升级与品牌输出，实现集团轻资产化转型。

朗诗熙华府项目：

- 1、熙华府由上海建工集团、平安不动产、朗诗绿色地产和招商局地产合作开发，朗诗持股比例为 12.97%；
- 2、项目名称前冠名“朗诗”，统一采用朗诗品牌进行项目宣传；
- 3、项目收入来源：项目管理费：5%；持股收益：销售额 12.97%；溢价收入：溢价部分的 10%-15%。

项目背景：朗诗·熙华府占地约 5.6 万 m²，其中总建面约 20.2 万 m²，住宅面积约 14.8 万 m²。项目临近地铁 2 号线西延线、7 号线、12 号线，以及有轨电车 2 号线，另有扬子江大道、江东路、凤台南路、绕城高速四大快速干线，快速接驳城市各区域。景观资源拥有秦淮新河滨河带、城市绿地公园、公共绿地等自然景观。

各期开盘去化率：2015 年 12 月 26 日，朗诗熙华府 1、2 号楼于金陵开盘，共 216 套房源，1 小时 40 分全部售罄，开盘去化率 100%。2016 年 7 月 1 日加推 3、7 号楼，共 212 套房源，开盘当天全部售罄，开盘去化率 100%。同年 10 月 27 日加推 4、5、6 号楼，共 351 套房源，开盘当天全部售罄，开盘去化率 100%。

图 30：朗诗熙华府项目区域图



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 31：朗诗熙华府项目全景图



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

3.2. 海外代建模式

1) 铁狮门代建模式

铁狮门——集项目开发、物业管理和基金管理的综合开发商

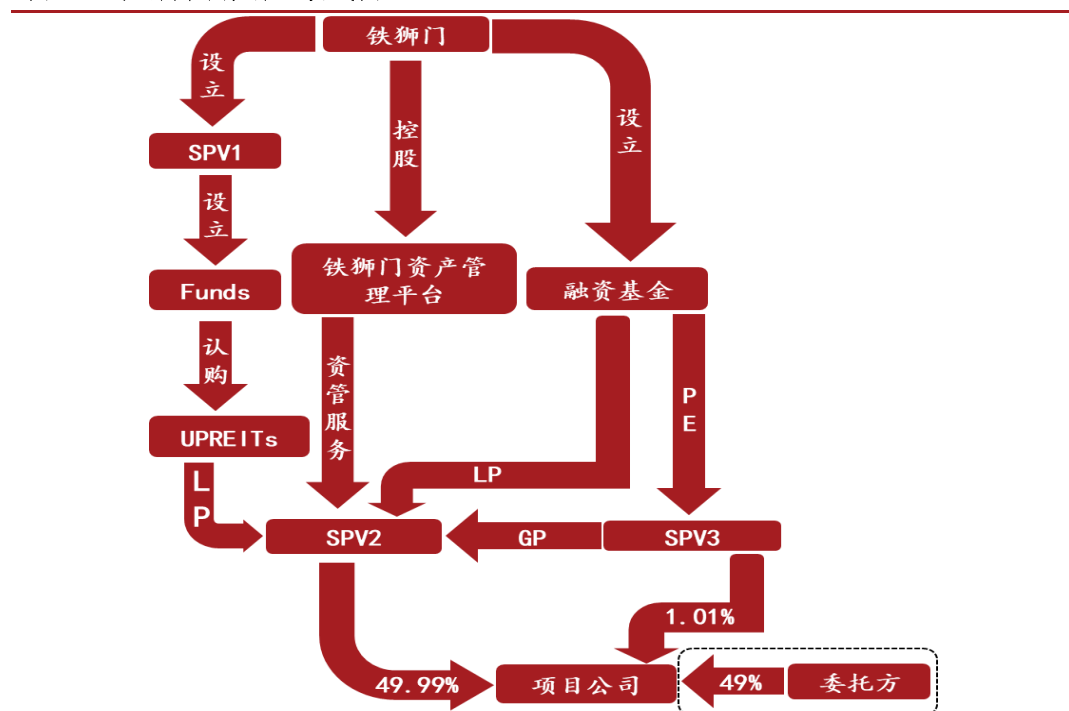
铁狮门是美国知名地产开发商，拥有地产开发、物业管理和基金管理三大板块；善于以基金、信托形式引入外部资本，降低自有资本占用，收取基金管理费和项目开发运营服务费；获取项目增值、服务管理双重收入。

小股操盘——降低代理成本、引入资本的商业代建模式

铁狮门小股操盘模式以嵌套股权基金的伞形 REITs 和自有融资基金成立的有限合伙企业（SPV2）作为小股东注资入股，降低了委托方和代建方的代理成本，并为项目后续开发注入股权资本，缓解委托方压力。有限合伙企业的一般合伙人（自有融资基金全资控股，SPV3）持有项目 1.01% 特殊股权，保障项目操盘权和物业管理权。

铁狮门小股操盘模式嵌套了资本代建模式。当项目具有投资价值时，铁狮门可以通过融资基金设立的项目投资公司（SPV3）完成项目前端收购或土地获取，而后通过同样方式设立有限合伙企业整合外部资本为项目注资，形成完整的投资、资本代建和金融化持有。

图 32：铁狮门小股操盘模式图



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

2) 凯德集团代建模式

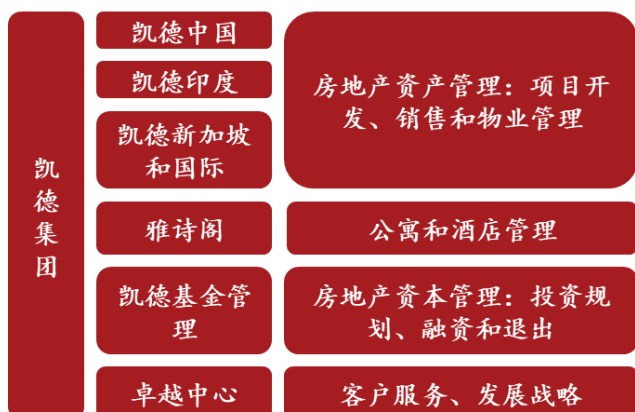
凯德集团——成熟的房地产投资企业和资本代建商

凯德集团涉足地产开发、物业管理和地产投资及基金管理三大方向；根据业务性质，公司划分为房地产资产管理板块、公寓及酒店管理板块、房地产资本管理板块和客户服务及发展战略板块；其中房地产资产管理板块提供全链条代建服务。

资本代建——兼顾投资、代建和管理收益的全链条闭环模式

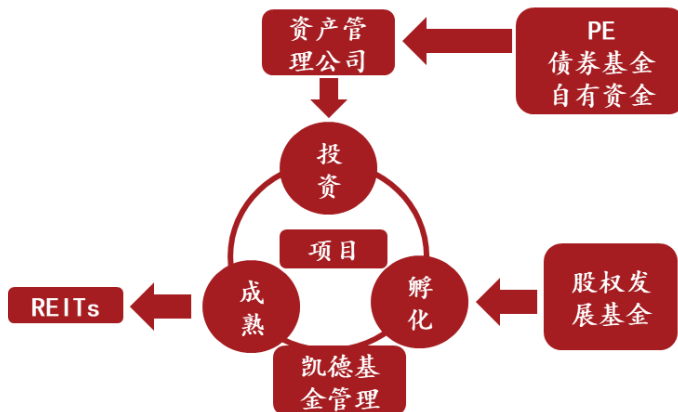
凯德集团资本代建模式满足自身投资需要，为外部资本提供投资地产项目机会。从运营模式看，公司先通过区域房地产资产管理公司获取项目地块；而后以项目地块发行股权发展基金，满足开发、孵化阶段资金需求；项目成熟，现金流稳定后，将项目移入 REITs，获取长期持有回报。整个项目闭环中，公司提供全流程代建服务和资本管理服务，获取代建服务费和基金管理费。

图 33：凯德集团组织框架图



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

图 34：资本代建项目模式



数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

3.3. 中国代建行业未来发展 5 大趋势

1) 一超多强格局显现，金融机构或迎来新机遇

代建市场处于初步发展阶段，行业集中度较高，对受托方的行业知名度、专业度、品牌溢价能力尤其看重。龙头企业于品牌溢价上先发优势明显，结合轻资产运营具备较高利润率。以绿城来看，历经十余年的发展，绿城管理已成为全国最大的代建公司，无论从规模上还是口碑上，绿城都是业内名副其实的独角兽。其于房地产行业下行周期也保持稳步增长：截至 2020 年中期，公司新签约商业项目 29 个，对应代建费金额 32.3 亿，较上年同期增加 28.7%；毛利率高达 41.7%；于此同时绿城

管理政府代建项目在建面积 2418.8 万方，同比+38.9%，已是中国最大的保障房建设服务商，而政府代建业务持续时间长、市场空间大、政策稳定，可抵抗周期风险。绿城中国董事会主席张亚东表示集团 2025 年重资产销售额目标 3500 亿元，轻资产（即代建）销售目标 1500 亿元，锁定行业龙头地位。

代建行业多强格局的竞跑者主要是“千亿房企”与金融机构。一方面，随着房地产行业规模和利润率的逐步见顶，代建企业迎来发展机遇，千亿房企如建业、金地、滨江、雅居乐等开始参与代建业务。另一方面，短期市场金融机构参与者将增多。伴随房地产集中度的不断提升，一二线城市的土地价格居高不下，其对房地产开发企业的资金提出更高要求，并推动房地产资本代建模式的快速发展：逐步由商业代建与政府代建并举向以资本为核心的资本代建模式转变。与此同时，房地产金融化属性凸显，险资、银行为主的金融资本将发挥更大的作用：以资本运作为主，主导拿地与财务投资，通过与大型房企合作、寻求专业代建企业开发建设，增加地产领域的渗透力度。

预计每年地产开发行业约 16 万亿元规模，按照欧美模式下代建渗透率 20%估算，代建行业销售规模天花板约在 2 万亿元-2.5 万亿元之间，绿城管理作为头部企业匹配 20%市场份额的话，预计其代建销售规模见顶为 4000 亿元-5000 亿元。我们认为当前“绿城+千亿房企”的一超多强格局已显现，行业较大发展空间下金融机构参与者将共同瓜分市场蛋糕。

2) 预计一二线城市资本代建、三四线城市商业代建项目增加

从城市能级来看，当前我国大多数代建项目位于三四线城市，主要因对于在三四线城市拿地的中小企业来说，这些城市的去化压力普遍较大，导致代建需求相对较高。近两年来，随着股权式代建的不断发展，三四线城市的代建比重持续下降，2019 年三四线城市代建总建面达 57.9%，预计未来一二线城市的代建比例将增加至达到均衡。资本代建的发力将推动代建项目在一二线城市占比逐渐提升，以资本方式趋动待建项目向一二线城市换仓。此外一二线城市房地产市场需求潜力巨大，品牌房企的城市布局更加关注高潜力城市，同时房地产代建企业普遍具有高水平、全项目运作能力以及资源整合能力，其在一二线城市进行项目的风险更低，收益更高。然而考虑到热点城市限价等调控政策进一步压缩利润空间，且一二线城市房地产销量天花板显现，两者或一定程度阻碍一二线代建市场的扩张。

从城市群来看，代建公司的区域布局通常与全国房地产政策及规划以及代建公司之业务战略一致。预期五大城市区域（京津冀地区、长三角地区、珠三角地区、长江中游及成渝地区）将成为中国代建主要发展区域。

3) 代建模式更加多元化，分工更加细化

未来房地产企业的分工将更加细化。其中，以险资、银行为主的金融资本将继续扮演资本玩家的角色，以资本运作为主，主导拿地与财务投资，通过与大型房企合作或者寻求专业代建企业为开发建设，增加在地产领域的渗透力度。而以绿城管理等以专业代建业务为核心的开发商未来将持续拓展关联业务，依托强大的品牌效应及产品创新能力，提供高品质住宅开发建造服务，引领代建行业的发展。

4) 代建企业向资源整合者进发

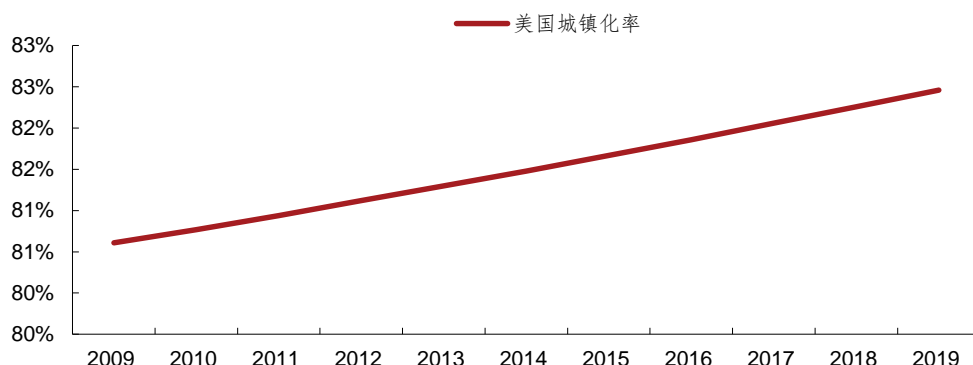
对于开展房地产代建业务的企业来说，内化整合资源、外部资源选择以及稳定的融资资源，甚至售后维保资源等围绕房地产代建各个环节的资源整合都将成为企业的核心优势。

纵向来看，代建企业将抓紧房地产行业的发展方向，打通房地产上下游，打造产业生态圈。横向来看，代建企业通过逐渐加大在金融、政府、开发等领域的积淀，为代建行业保驾护航。在代建市场不断发展的背景下，代建企业将逐步向资源整合者进发，如绿城管理的“代建 4.0 体系”即是在最大化整合全产业链资源的基础上，以“构建平台、按需定制、共创价值、共享利益”为核心，“委托方、供应商、购房者”多方共赢的平台体系。

5) 基于项目股权投资的资本代建和小股操盘长期或成为主流趋势

基于项目股权投资的资本代建和小股操盘是当前发达国家主流模式。多年城市化发展，发达国家城镇化水平较高，房地产行业从增量模式向存量模式转变，需求从住宅开发向商业中心、物流地产等服务业、工业地产项目转变。相比住宅开发的投资、快速变现、继续扩张的现金流管理模式，持有型物业回款周期长、不易快速变现，房企无法通过回款继续扩张。持有型物业的现金流特点同房企持续开发扩大操盘规模需求不相匹配，但满足具有长期、稳定收益的险资、银行等投资需求。因此出现了房企投资、开发相分离的业务模式，即资本代建模式：房企一方面为满足自己投资需求，寻找优质项目，同时寻找剩余资金来源并向资金方分享项目收益；另一方面，输出自己品牌价值和开发管理能力，从开发环节获取额外收益，双向发展。面对具有开发需求和土地的委托方，为降低委托方资金压力，代建方输出投资环节优势，通过合适的地产基金协助委托方完成项目开发；形成小股操盘模式。此外，纵观全球十大地产公司，多为具备开发能力的投资公司或房地产信托，多以资本代建模式运营。

图 35：美国近十年城镇化率



数据来源：statista、克而瑞证券研究院

表 8：城镇化率对应地产行业发展阶段及模式

阶段	城镇化率	地产行业发展模式
第一阶段	低于 50%	增量开发驱动
第二阶段	50-60%	增量开发为主，存量为辅
第三阶段	60-80%	增量与存量发展并重，向存量化发展
第四阶段	高于 80%	存量发展驱动

数据来源：公开资料整理、克而瑞证券研究院

表 9：2019 年全球十大地产公司名单

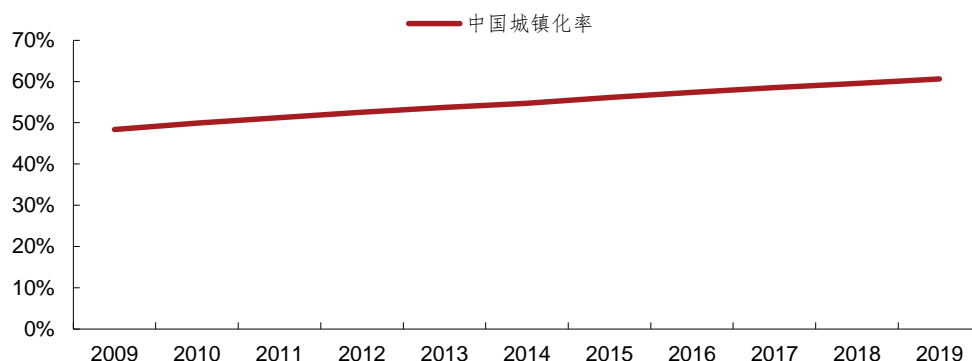
全球排名	公司名称	物业类型	发展模式
1	Brookfield Asset Management	多样化发展	投资为主
2	American Tower	通信塔楼	开发、持有经营为主
3	Simon Property Group	商业地产	投资、开发并行
4	Prologis	工业地产	开发、持有经营为主
5	Link REIT	商业地产	投资、开发并行
6	Weyerhaeuser	林地	开发、持有经营为主
7	AvalonBay Communities	租赁公寓	投资、开发并行
8	Public Storage	物流地产	开发、持有经营为主
9	Gecina	租赁公寓	投资、开发并行
10	Klepierre	商业地产	投资、开发并行

数据来源：福布斯、克而瑞证券研究院

我国房地产行业处于增量和存量发展并重阶段并逐渐向存量发展方式转变阶段。2019 年末我国整体城镇化率达 60.6%，对应房地产行业处于增量和存量发展并重阶段。地产行业前期多年以住宅为主的发展阶段，房企遵循举债投资、迅速销售变现、再投资的现金流管理模式，当前向存量发展转变情况下，持有型物业不易变现，阻止房企扩张，削弱房企竞争优势。避免过高债务杠杆对后续融资成本影响，以及

股权融资对房企股权的稀释，基于项目股权的融资模式逐渐显现，即资本代建萌芽。随着存量模式的到来，房企会向发达国家模式发展，投资和开发相分离。

图 36：中国内地近十年城镇化率



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

投资机构专业能力提升，具备投资项目股权能力，解决长期遗留的房企高杠杆问题。因过去金融机构对房地产项目投研能力较弱，导致房企以债务融资为主，形成房企独自持有项目权益，承担项目风险，并能以负债驱动规模增长的运营模式。2017 年始，我国进入经济去杠杆阶段，并逐渐向稳杠杆阶段过度。今年“820 房企座谈会”提出有关房企融资新规定，其根据 3 项衡量杠杆、偿债的指标对房企有息负债增速进行分档管理，要求与会房企在 2023 年 6 月 30 日前剔除预收款资产负债率不高于 70%，资产负债率低于 100%和现金短债比高于 1 倍。未来，房企负债规模增速受限，开发规模增长放缓，实现规模赶超需借助项目股权融资方式，即开发、投资分离，引入外部资本方共享项目股权收益，共同承担项目风险。

项目端股权融资需求显现，资金端也发展出了一系列房企、险资背景的具有地产项目投资能力的资产管理公司，如平安不动产、信保基金、青山资本等；其中，保利地产旗下的信保基金业务广泛，涉及特定项目股权投资、专项资产投资等针对增量和存量项目的股权基金。此外，政策层面上，私募房地产基金仍停留在项目退出阶段，尚未进入项目开发阶段，未形成严格意义上的资本代建模式；公募房地产基金层面，已经向成熟的基础设施建设方向尝试；随着国内改革的不断深入和房地产行业的不断发展，基于项目开发和退出阶段的地产基金可期。

投资建议：

中国代建行业处于起步阶段，行业增长迅猛，但格局尚未确立，TOP5 集中度有所下滑。未来十年中国代建行业新订约总建面将达 13.3 亿方，占商品房总量 8.2%；业务模式将以资本代建、小股操盘等基于项目股权的代建模式为主。我们认为具备优质产品规划设计能力、强品牌影响力以及多融资渠道的房企在代建领域具有优势，持续推荐配置组合：【金地集团】、【万科 A】、【旭辉控股集团】（财务健康叠加基本面良好，全年销售不悲观），同时积极关注布局代建业务的【金科股份】、【龙光集团】。

风险提示：

市场调控超预期，疫情影响超预期，地产销售不及预期。

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，本文作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，需要及财政状况而编写。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，克而瑞及所有其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。