

房地产

证券研究报告

2021年08月12日

轻资产高毛利，助力地产轻重分离——代建行业深度研究（一）

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

胡孝宇

联系人

huxiaoyu@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《绿城管理控股-公司点评：公司业绩稳定增长，毛利率显著提升——2021年中报业绩点评》 2021-07-30
- 2 《绿城管理控股-公司点评：业绩超预期、订单稳增长》 2021-04-24
- 3 《绿城管理控股-首次覆盖报告：轻资产现金牛企业、成长空间值得期待》 2021-03-21

房地产市场化促进代建发展，行业整体空间大

房地产代建是房地产项目所有人将房地产开发项目的全部或部分设计、开发、建造、管理或其他职能委托给具有房地产开发能力并且擅长开发的代建公司。随着房地产行业市场化，代建行业逐渐向广义的服务管理转型。在房地产市场化改制后，商业代建逐渐成型，房企为缓解成本压力逐步承建政府代建项目。根据中指院报告，2020年全国房地产代建行业新签约项目建筑面积8060万平方米，2010年至2020年行业建筑面积的CAGR为24.4%。2019年代建行业总收入为91亿元，2015-2019年收入CAGR为34.9%，CR5收入占比达到55.3%，竞争格局良好。

轻资产运营，穿越周期盈利能力强

代建具有如下三个特点。1) **轻资产运营**：提供咨询服务，管理项目开发并收取管理费用，主要成本项为人工成本。2) **受周期影响小**：在房地产下行周期时，现金流量和市场去化率较低，中小房企可以通过代建保证利润率并提升去化率，缩短投资周期；在房地产上行周期时，开发公司有望提升出货速度，房地产建造需求大。3) **盈利能力强**：代建可以充分发挥轻资产模式及品牌授权的优势，标准化产品和运营有助于代建公司提升行业地位，树立品牌，一方面提升项目溢价能力，另一方面提升管理效率，并提升盈利能力。

起源于政府代建，商业代建逐渐兴起

根据项目拥有人分类，代建主要分为如下三类：1) **政府代建**，政府发起项目，但不直接参与项目的建设及管理，代建公司管理相关开发项目的整个建设过程，通常不涉及销售活动，项目主要包括公共住房物业开发、公共基础设施等项目；2021年政府代建新签约建面3390万平方米，2025年政府代建新签约建面有望达到7880万平方米，CAGR为23.48%。2) **商业代建**，项目所有人主要是中小房企，代建公司主导项目的设计、建造、管理、销售，通常项目包括住宅、办公楼、商业综合体等；2021年商业代建新签约建面有望达到6570万平方米，CAGR有望达到23.5%。3) **资本代建和配资代建**，二者均由商业代建演变而来；资本代建委托方为具有投资能力的金融机构，代建方提供代建服务；配资代建委托方为项目土地所有者，代建方除代建服务外，还提供金融功能，例如引入资本缓解项目所有人资金压力。

中小房企需求大，城市更新和公租房为新方向

代建行业需求旺盛主要源于三个方面。1) **项目所有人需求侧**：i. 中小房企，开发业务集中度逐渐提升，在行业竞争加剧、政策趋严的背景下，中小房企面临开发成本高、产品竞争力弱、知名度低等问题，生存压力增大，代建有助于提高市场知名度和市场竞争力；ii. 非专业开发商的项目所有人，缺少开发和项目管理经验，代建公司具有专业建设和运营能力，帮助该类项目提升产品实力和市场认可度。2) **产品品质侧**：房地产开发产业链上的产品研发和营销所产生的附加值更高，房企通过产品设计和营销服务提升项目竞争力，代建公司有望通过项目管理和成本管控等方式控制成本，同时把握产品趋势，提升产品竞争力，制定营销方案提升产品价格，从产品研发和营销服务两端提升产品竞争力。3) **城市更新和公租房**：根据十三五规划，公共住房建设成为我国住房政策的重要目标，2020年已有39000个旧城社区开展更新工程，城市更新需求有望成为代建行业增长新动力。

投资建议：代建行业是房地产行业内的新赛道，凭借轻资产模式具有穿越周期和高盈利能力的特点。在行业竞争加剧和政策趋严的背景下，房企面临利润率下行的压力，代建通过产品设计和营销服务提升品牌知名度和产品竞争力。受益于中小房企压力大和非房企拿地增多带来的旺盛需求，加之城市更新和公租房有望成为行业增长新动力，代建行业发展空间大。建议关注行业龙头【绿城管理控股】、深耕华中区域的【中原建业】、政府代建深度参与者【华润置地】、绿色地产代建代表【朗诗地产】。

风险提示：宏观政策调控变化、房企拿地不及预期、房企销售不及预期

内容目录

1. 代建行业发展迅速	4
1.1. 我国代建行业发展历程	4
1.2. 代建行业发展空间大	5
2. 轻资产运营，逆周期高盈利	8
2.1. 轻资产运营	8
2.2. 受周期影响小	9
2.3. 盈利能力强	10
3. 起源于政府代建，商业代建逐步兴起	11
3.1. 政府代建	11
3.2. 商业代建	13
3.3. 资本代建和配资代建	15
4. 行业需求持续增长	17
4.1. 项目所有人需求侧	17
4.2. 产品品质升级	18
4.3. 城市更新和公租房新需求	18
5. 多家房企进入新赛道	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：住房制度改革带来的代建行业发展时间图	5
图 2：新签约项目建面（百万平方米）	5
图 3：预期新签约项目建面（百万平方米）	5
图 4：2020 年潜在新签约建面与实际新签约建面（百万平方米）	6
图 5：潜在代建行业总建面（百万平方米）	6
图 6：代建行业收入（亿元）	6
图 7：代建行业净利润（亿元）	6
图 8：市场收入、规模前 5 名所占份额明细	7
图 9：市场 CR5 和 CR10 变化趋势	7
图 10：中原建业代建流程	8
图 11：房地产开发企业上市公司净负债率	9
图 12：房地产开发企业上市公司剔除合同负债后的资产负债率	9
图 13：2017 年代建、地产、物业等行业净利率	10
图 14：2020 年代建公司和龙头房企净利率水平	10
图 15：政府投资额（亿元）	12
图 16：政府代建预测新签约建面（百万平方米）	12
图 17：商业代建预测市场规模（百万平方米）	13
图 18：商业代建规模占代建行业比例	13

图 19: 商业代建预测新签约建面 (百万平方米)	14
图 20: 商业代建预测新签约建面占行业新签约建面比例	14
图 21: 商业代建模式图	14
图 22: 资本代建模式图	16
图 23: 配资代建模式图	16
图 24: 预测代建新签约建面占已售商品房建面比例	17
图 25: 百强房企销售额占比	17
图 26: 房地产行业“微笑曲线”图	18
表 1: 我国代建行业发展历程	11
表 2: 纯服务模式和少数权益模式代建特点	15
表 3: 政府代建 VS 商业代建	15
表 4: 资本代建 VS 配资代建	17
表 5: 近五年国家出台城市更新和公租房相关政策	19
表 6: 进入代建行业的头部房企	20

1. 代建行业发展迅速

房地产代建是房地产项目所有人将房地产开发项目的全部或部分设计、开发、建造、管理或其他职能委托给具有房地产开发能力并且擅长开发的代建公司，代建公司享有该项目开发的部分收益。

代建行业在房地产开发行业发展背景下应运而生。我国房地产代建行业开始于二十世纪九十年代的政府代建，随着房地产行业市场化以来，房地产行业逐渐由追求规模向追求实力转型，而代建行业逐渐由狭义的房地产代建向广义的服务管理转型。同时，随着房地产开发企业竞争加剧，根据 2020 年中国百强房地产企业的研究报告，2020 年百强房地产企业所占市场销售额的 63.2%，中小企业生存难度加大，由于开发成本高昂，产品能力薄弱以及品牌知名度低，市场竞争激烈，中小企业压力提升。在毛利率下行的背景下，开发商从开发过程中获取土地增值溢价的难度提升。房地产代建一方面帮助中小型房企提高市场知名度，提升市场竞争力，另一方面具有品牌知名度的代建公司有助于开发商项目的融资和销售。

1.1. 我国代建行业发展历程

我国的代建行业最初兴起于政府代建，主要有政府代建制度改革和住房制度改革两条主线。

从政府代建制度看，我国政府投资项目实行代建制管理起步于福建省厦门市。1993 年厦门市政府通过采用直接委托或招标等方式，将非经营性政府投资项目委托给一些专业项目管理公司进行建设管理，并不断完善和规范，而后逐步发展成为现在的政府投资项目代建制。2002 年国家开始组织有关部门对“政府投资项目管理方式改革”进行课题研究，随后两年时间里北京、贵州、重庆开始就一些项目进行代建制建设试点，随后代建制在全国范围内全面铺开，目前代建制管理建设仍在不断完善之中。

从住房制度改革主线来看，房地产代建主要分为房地产市场化改制之前和市场化改制之后两个阶段。

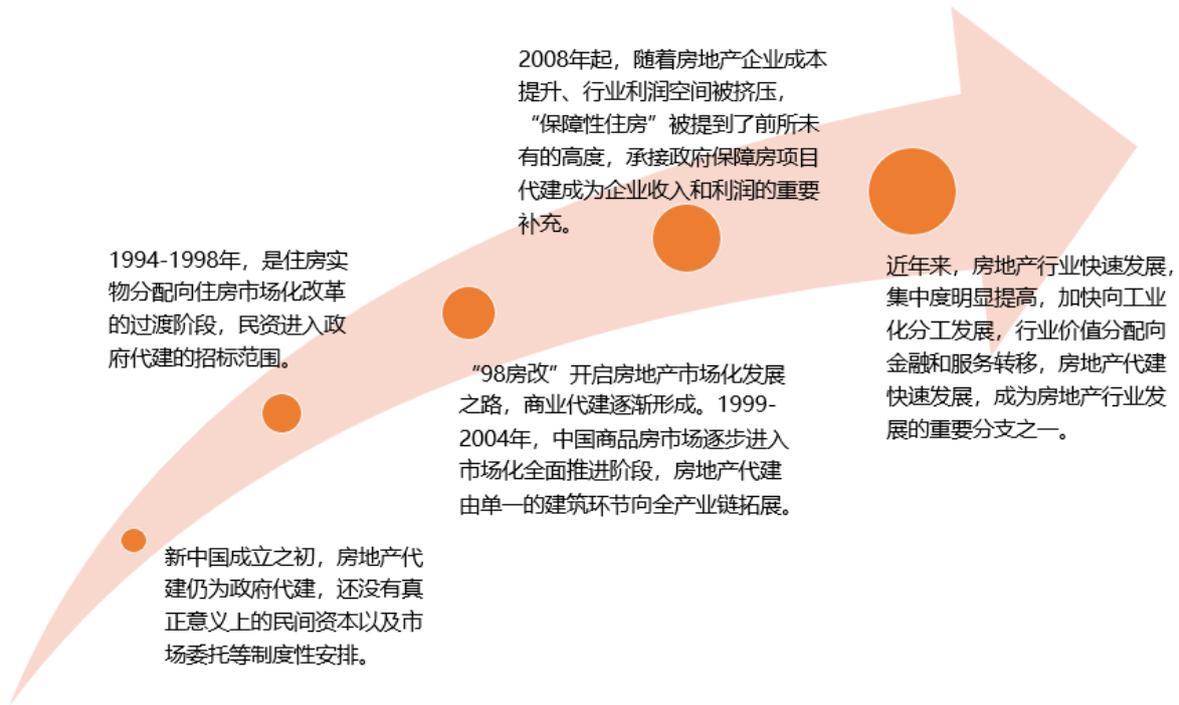
市场化改制前，由于存在公有住房实物分配制度，城镇居民的住房主要由单位解决，各级政府 and 单位统一按照国家的基本建设投资计划进行住房建设。1978-1993 年我国进行福利分房制度改革，个人购房与售房得到允许，房地产代建主要由国有或计提建筑公司承建，承建安居保障社区工程、集体住房等。1994-1998 年住房实物分配向住房市场化改革过渡，政府代建中民资逐渐进入招标范围。

“98”房改后，民资和**市场化的代建委托逐渐出现**，商业代建逐渐成形。1999-2004 年，商品房市场逐步进入市场化全面推进阶段，2005 年政府开始进行宏观调控，房地产代建已经由单一的建筑环节向全产业链拓展，参与代建的主体由建筑公司向房地产开发公司转变，或者由各开发环节的专业化公司接受委托方统一管理与合作。

2008 年开始，“地王”潮推动房企成本压力升高，行业利润空间受到挤压。为了缓和成本压力，承接保障性住房融资成本低，两方面因素导致部分房企纷纷承接政府保障房项目代建。

近年来，房企希望在保证规模的同时提升品牌影响力，进而保证收入和盈利水平；市场对于房产品质和行业服务的诉求提升，行业专业化程度有待继续增强。在行业政策趋严的背景下，房企和市场需求侧的诉求促进行业提升专业程度，代建行业得以顺势发展。

图 1：住房制度改革带来的代建行业发展时间轴

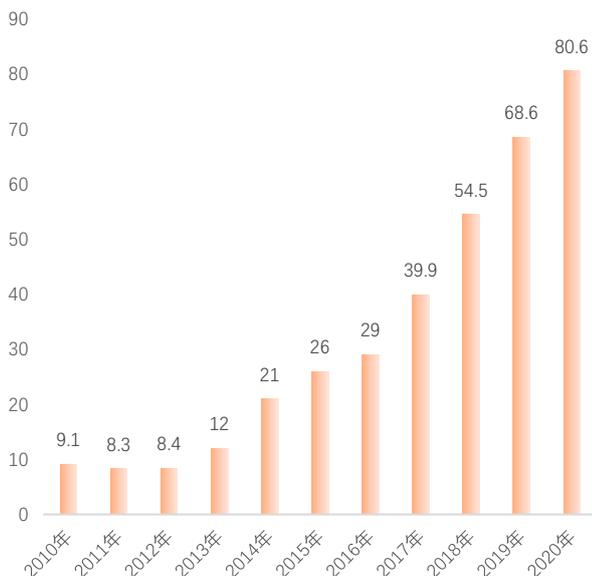


资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，天风证券研究所

1.2. 代建行业发展空间大

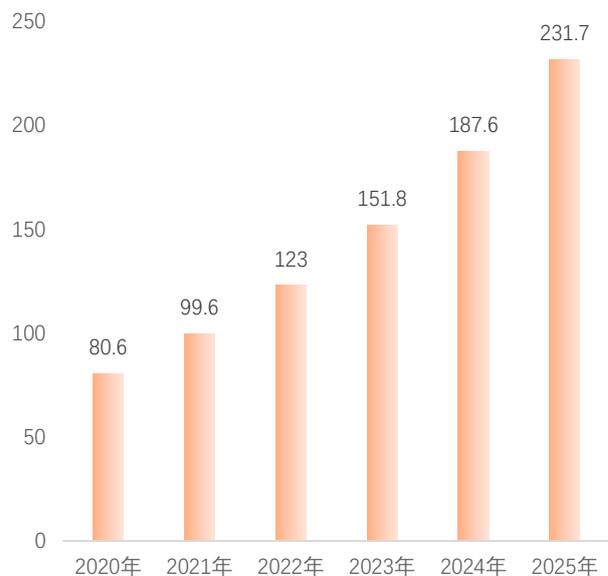
我国房地产代建市场规模大。根据中指院报告，2020 年全国房地产代建行业的新签合同项目建筑面积为 8060 万平方米。从 2010 年至 2020 年，中国房地产代建行业市场新签约项目的数量及建筑面积的 CAGR 分别为 24.6%、24.4%。根据中指院预测，截至 2025 年新签约建面有望达到 23160 万平方米。

图 2：新签约项目建面（百万平方米）



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

图 3：预期新签约项目建面（百万平方米）

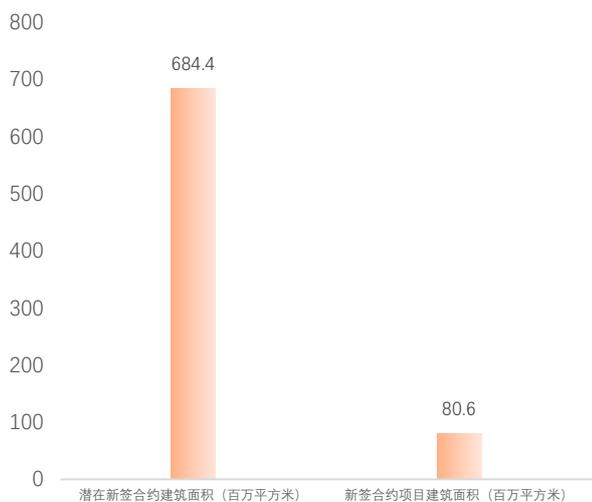


资料来源：中指研究院、天风证券研究所

2020 年我国房地产代建的潜在市场预期为 68440 万平方米，是当年新签约项目建筑面积的 8.5 倍。2025 年，我国房地产代建潜在市场预期有望达到 91110 万平方米，是 2020 年

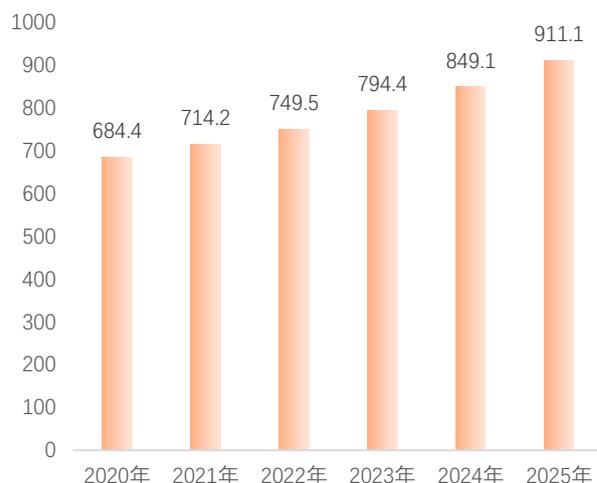
的 1.3 倍，行业空间大。

图 4：2020 年潜在新签约建面与实际新签约建面（百万平方米）



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

图 5：潜在代建行业总建面（百万平方米）

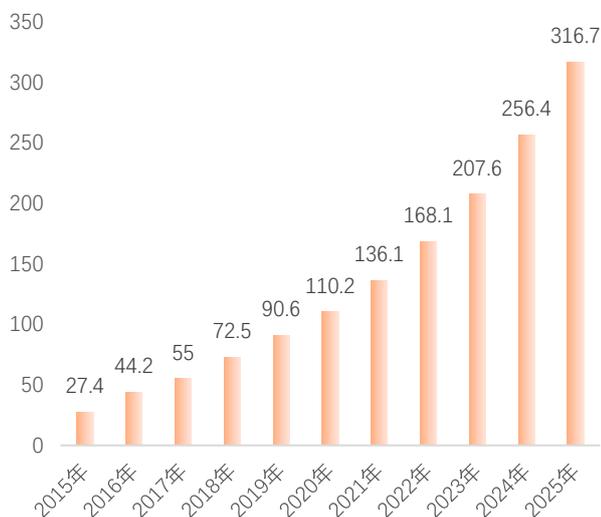


资料来源：中指研究院、天风证券研究所

行业整体规模虽然相对较小，但发展迅速。2018-2020 年累计签约建筑面积为 20370 万平方米，相当于房地产代建行业 2010-2020 年合计的累计签约建筑面积的 57%。

2019 年房地产代建行业总收入为 91 亿元，2015 年-2019 年的收入 CAGR 为 34.9%；根据中指院预测，2025 年行业收入有望达到 317 亿元，2019-2025 年 CAGR 达到 23.2%。2019 年房地产代建行业净利润 23.3 亿元，2015-2019 年的净利润 CAGR 为 37.8%。

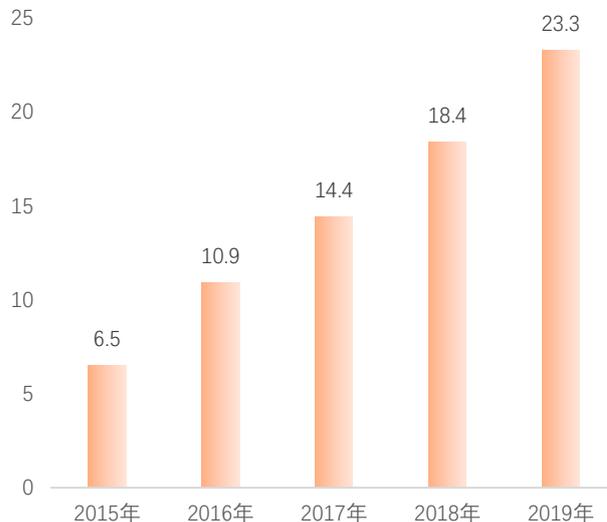
图 6：代建行业收入（亿元）



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

注：2020-2025 年为预测值

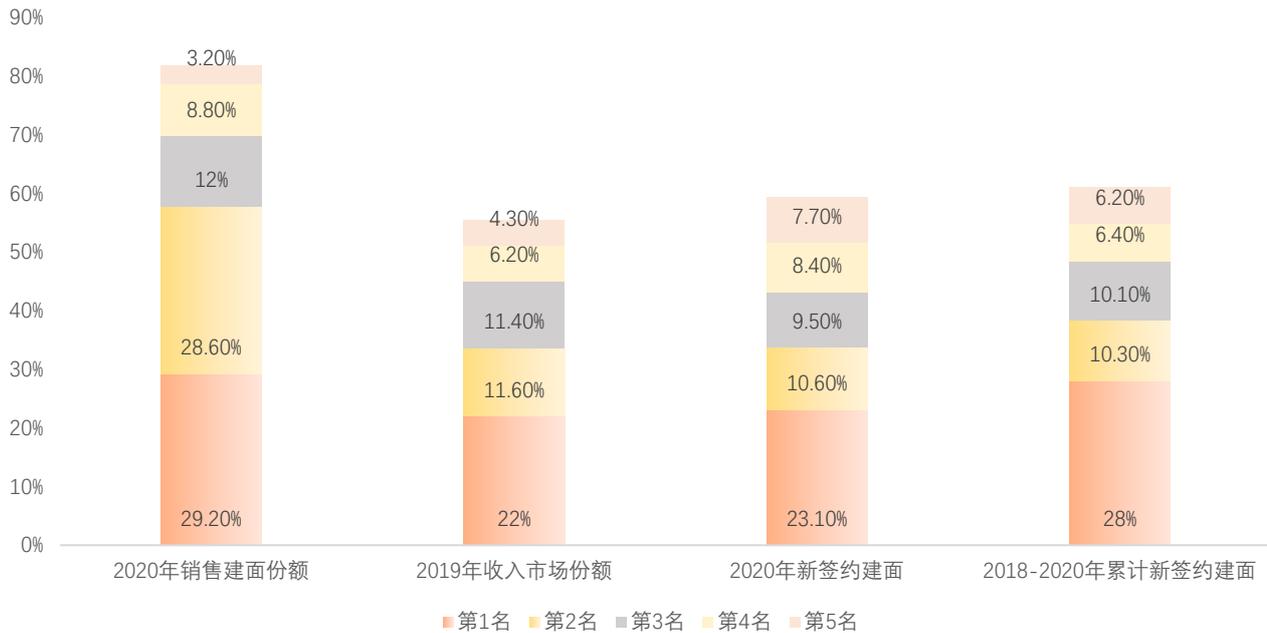
图 7：代建行业净利润（亿元）



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

行业竞争格局良好。在 2019 年收入的基础上，CR5 的收入占比为 55.3%，CR10 的收入占比为 75.7%。从 2020 年代建新签约项目的建筑面积看，CR5 占比达到 59.4%，代建行业的市场集中度较高，龙头公司主要为绿城管理控股、中原建业等公司。

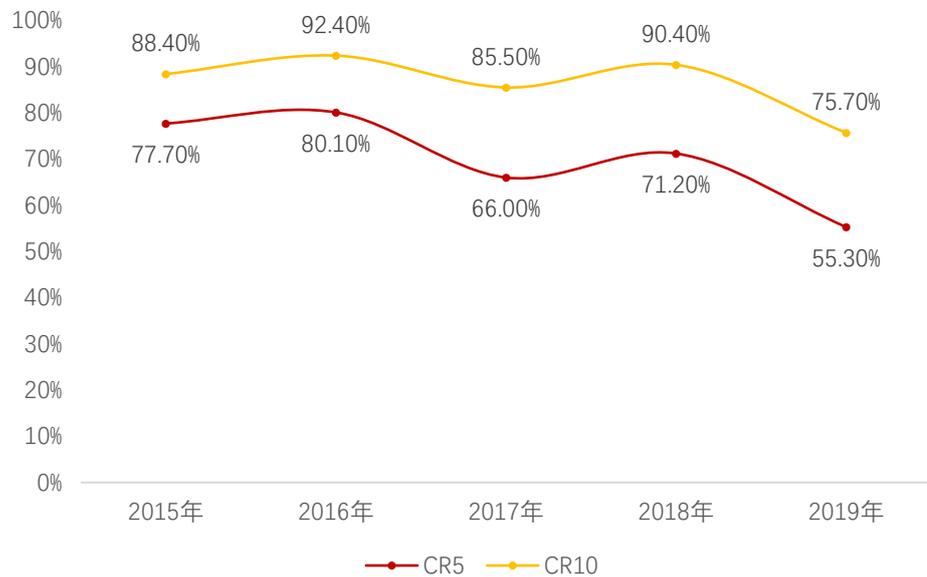
图 8：市场收入、规模前 5 名所占份额明细



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

注：不同指标下的名次对应的公司会有所不同

图 9：市场 CR5 和 CR10 变化趋势



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

2. 轻资产运营，逆周期高盈利

代建业务通常为轻资产运营模式。项目所有人负责项目开发及建设所需资金，与之合作的房地产代建公司是项目的服务供应商，代建公司负责业务包括房地产项目代建，并有权参与决策流程，如确定第三方承包商、设计公司、供应商等。相关建造成本由项目所有人承担，**代建公司无需承担这部分成本**。代建模式通过对土地、资金两个核心资源以及行业业务链条上的开发、建设、后期物业管理等的专业化分工，逐渐将房地产行业进一步细分化。优秀的代建公司具备卓越运营和管理能力，它们对资源和资金的依赖较传统房地产开发业务小，有望通过自身强劲的软实力发展。

以中原建业为例，作为轻资产模式运营的代建公司，公司代建流程如下：代建服务从识别项目及项目所有人开始，随后进行销售及推广，并签订房地产代建协议（涵盖房地产开发过程各阶段的项目管理及执行），通常公司后续会与项目所有人寻找新的项目合作机会。

图 10：中原建业代建流程



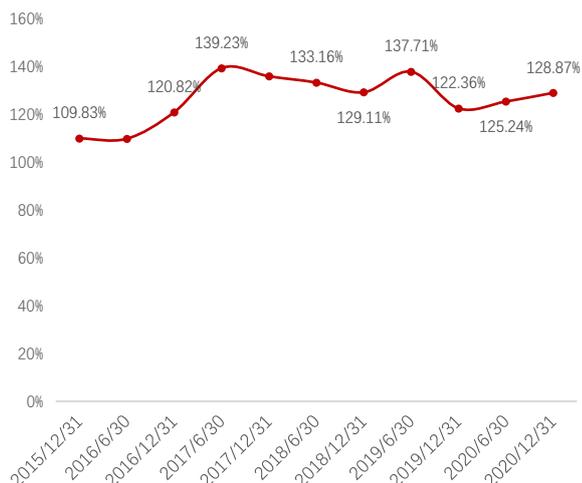
资料来源：中原建业招股说明书、天风证券研究所

凭借着管理输出的业务模式，我们认为代建行业具有如下三个特点 1) 轻资产运营、2) 受周期影响小、3) 盈利能力强。

2.1. 轻资产运营

房地产开发业务通常需要购置土地，进而实现房屋销售，传统的房地产开发需要大规模的资本开支，开发商为了提高投资回报率，通常会加大杠杆。2020-2021 年，三道红线和集中供地政策的出台，一方面严厉控制房企的杠杆率，另一方面提高房企投资土地投入资金门槛。2016 年以来开发企业的整体净负债率和剔除合同负债后的资产负债率均高于三道红线的要求，开发行业整体的杠杆率高。近年来国家频繁出台的房地产融资相关的政策主要限制房企的扩张模式和速度，这提高了对房企的在手现金量的门槛。

图 11：房地产开发企业上市公司净负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 12：房地产开发企业上市公司剔除合同负债后的资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

我国房地产行业的粗放式增长逐渐结束，行业有望迎来格局重构，行业的增长进程由最初的“土地红利”向“金融红利”过渡，在政策端不断收紧的调控下，继续向“管理红利”进步。

代建公司业务模式有助于维持低杠杆。代建业务主要包括 1) 提供管理咨询服务，管理项目开发并收取管理费用，2) 小额资本投资，代建公司以少数权益模式进行资本投资，获取代建管理服务并获取投资回报，3) 引入房地产基金投资开发项目分散自身信贷风险，房地产基金得以获取项目溢价带来的收益。以上方式均无需购置土地，前期投入成本低，可以维持较低杠杆，对于外部融资需求低。

2.2. 受周期影响小

从代建行业需求看，在房地产市场下行周期时中小房企对于代建的需求较大，在上行周期时行业有望借助旺盛的需求快速发展。

在房地产市场下行周期时，现金流量和市场去化率较低，中小房企会采用降价、降低品质等方式去缓和维持自身流动性。由于资本规模相对较小，运营规模周转效率受到影响，抵挡市场不景气的能力较差，中小型房企倾向于采用代建服务以应对行业下行风险，在保证利润率的同时提升去化率，缩短投资周期，代建业务规模进而得以扩张：

- 1) 增加去化率可以缓解流动性压力；
- 2) 代建提升产品质量增加产品吸引力，产品溢价提升利润率；
- 3) 代建的优质资质背书，开发商有望更容易获得金融市场认可，可获得更多的投资方、更广泛的融资渠道和更低的融资成本；
- 4) 代建公司管理效率高，提升周转速度，另外规模采购降低项目成本。

在房地产上升周期时，房地产建造的需求大，代建业务有望得以支撑。

- 1) 代建品牌和管理有望提升代建企业的品牌影响力，公司的出货速度有望提升，项目有望获得溢价；
- 2) 轻资产的模式下，自身资本投入小，开发经营风险被稀释，在市场需求旺盛时扩大规模。

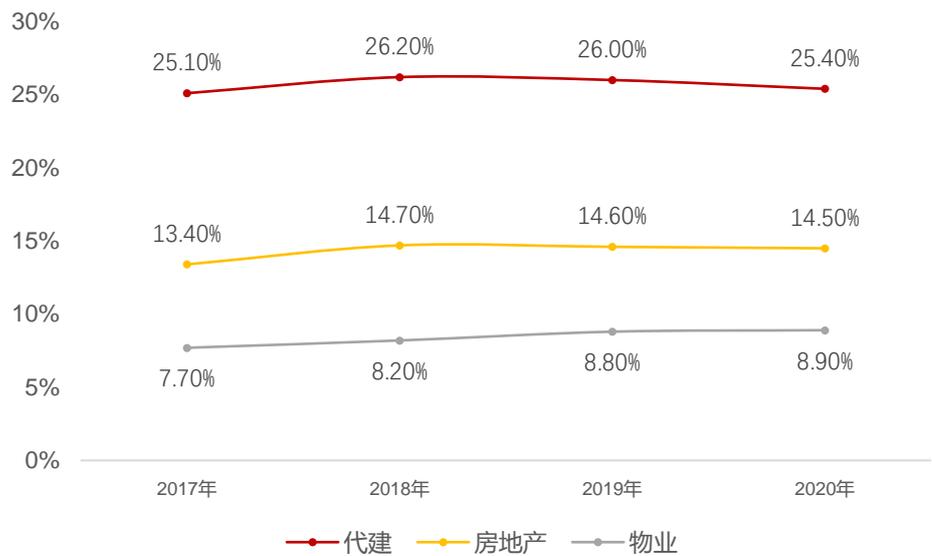
就中小企业而言，代建公司具备执行能力、品牌知名度和专业能力，中小房企可以增强市场知名度、市场竞争力，有助于融资和销售。在此基础上，代建业务渗透率有望进一步提升，代建行业发展也将体现出更好的抗周期性。

2.3. 盈利能力强

代建可充分发挥轻资产模式及品牌授权的优势，自 2016-2019 年，代建行业净利率稳定增长。2015-2019 年，代建业务的净利率超过开发业务 10%-15%。代建业务的轻资产业务模式有望受益于规模经济，成本效应有望使得利润率进一步提高。标准化产品和运营均有助于代建公司树立自己的品牌，提升行业地位，一方面提升项目溢价能力，另一方面提升公司的管理效率，进一步提升盈利能力。

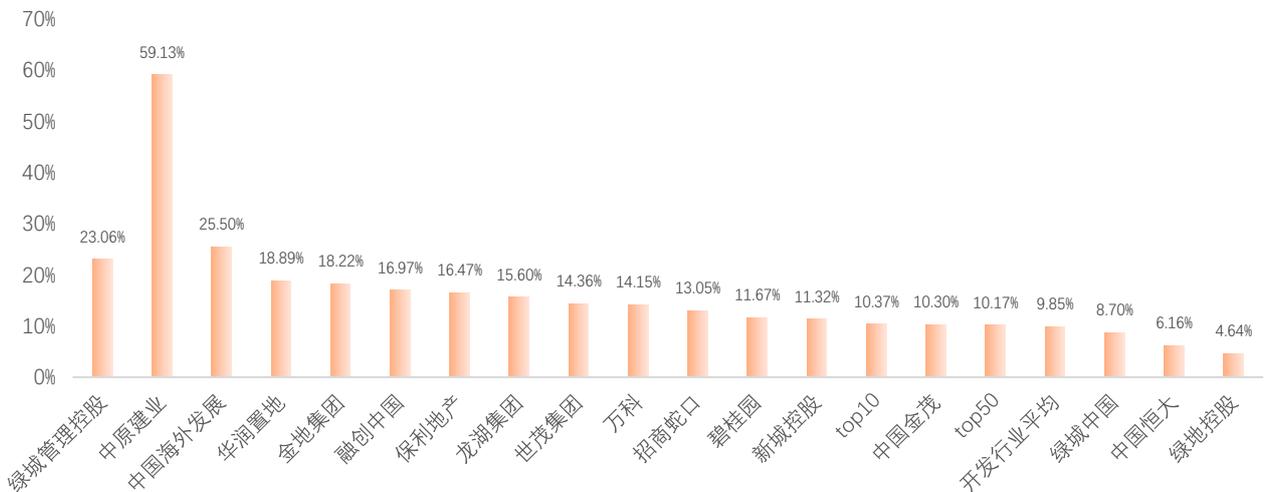
代建行业高于传统房地产净利率水平和物管行业净利率水平，根据中指院，2017 年以来代建业务的净利率高于 25%，房地产的净利率水平维持在 13-15%，物业管理行业净利率水平为 10%以内。

图 13：2017 年代建、地产、物业等行业净利率



资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，天风证券研究所

图 14：2020 年代建公司和龙头房企净利率水平



资料来源：wind、天风证券研究所

3. 起源于政府代建，商业代建逐步兴起

根据房地产项目所有人的身份及性质，我国房地产代建主要分为三类：房地产政府代建、房地产商业代建和房地产资本代建。

3.1. 政府代建

顾名思义，项目所有人为政府机构，政府发起相关项目，但不直接参与项目的建设及管理。政府实际通过邀请、公开招标、制定或其他招标方式选聘代建供应商，代建公司管理相关开发项目的整个建设过程。在完成建设工程后，项目将移交给相关政府机构使用，通常不涉及销售活动。房地产开发项目种类主要包括公共住房物业开发项目，公共基础设施（学校、博物馆、体育设施等）。

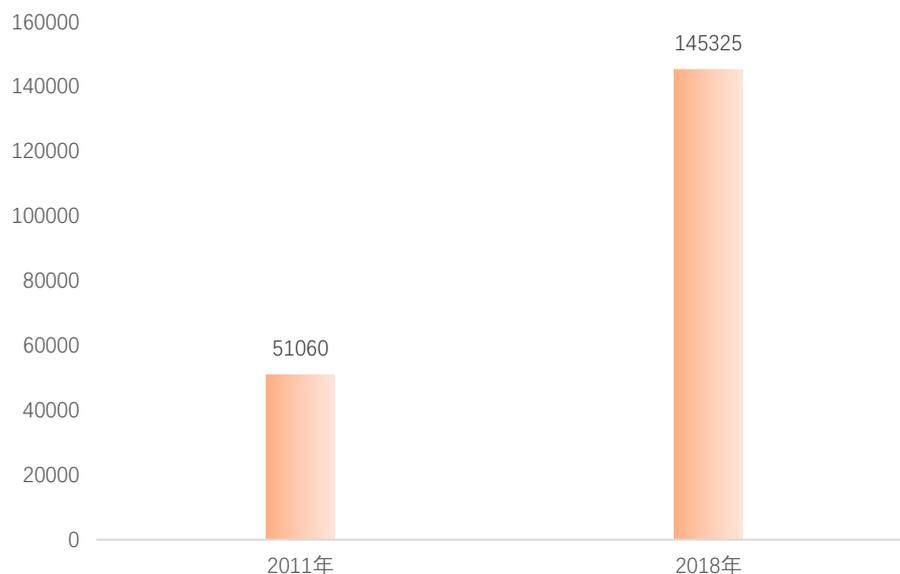
表 1：我国代建行业发展历程

时间	发展历程
1993 年起	厦门市开始针对市级财政性投融资项目进行委托代建试点，拉开了代建制序幕
2001 年 7 月	厦门市开始在重点工程项目全面实施项目代建制，制定《厦门市重点工程建设项目代建管理暂行办法》，开始了代建制实务的探讨
2001 年	上海市发布《上海市市政工程建设管理代建制试行规定》，在高速公路建设中强制实行代建制；同年，上海市市政局发布《关于本市市政行业开展代建制试点方案》
2002 年 3 月	厦门市制订《厦门市市级财政性投资融资社会事业建设项目代建管理试行办法》，开始在土建投资 1500 万以上的公益性项目实施代建
2002 年 5 月 24 日	宁波市发布并实施《宁波市关于政府投资项目代建制的暂行规定》，规定凡建安工程投资在 200 万元以上，建设单位不具备自行管理条件的建设项目，都应实行代建制
2002 年 10 月	北京开始对回龙观医院病房项目推行代建制试点工作
2003 年 2 月	重庆市发改委出台《政府公益性项目建设管理代理制暂行办法》
2003 年下半年	贵州省政府起草《贵州省政府投资工程项目代建制实施办法》、《贵州省市政府投资工程项目代建协议》并报省政府成立“贵州省省级政府投资工程项目代建中心”
2003 年底	国务院常务原则通过《投资体制改革方案》规定更要在全国范围内力推“代建制”
2004 年 3 月	北京市发布《北京市政府投资建设项代建制管理办法（试行）》，并对代建单位的资质进行了规定
2004 年	江苏发改委拟定《关于政府投资项实行代建制的暂行规定》，并选择其中若干重大项目进行试点
2004 年 7 月	国务院发布《国务院关于投资体制改革的决定》规定在全国范围对非经营政府投资项目实行代建制，并对代建制下了初步定义
2004 年 11 月	建设部发布《建设工程项目管理试行办法》，规范代建制运作和操作
2005 年以后	重庆、河南、深圳、山西、江西等各地都对代建制进行试点，并形成具有地方特色的代建操作模式

资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，天风证券研究所

政府代建成为政府增加住房供应的重要举措，同时也是平衡住房市场价格的手段。根据中国指数研究院，2011 年政府对公共基础设施投资总额为 51060 亿元，2018 年该数值增加至 145325 亿元，CAGR 为 16.1%；我国需要重建的老旧都市住宅区可能涉及上百万户家庭，市场空间大。

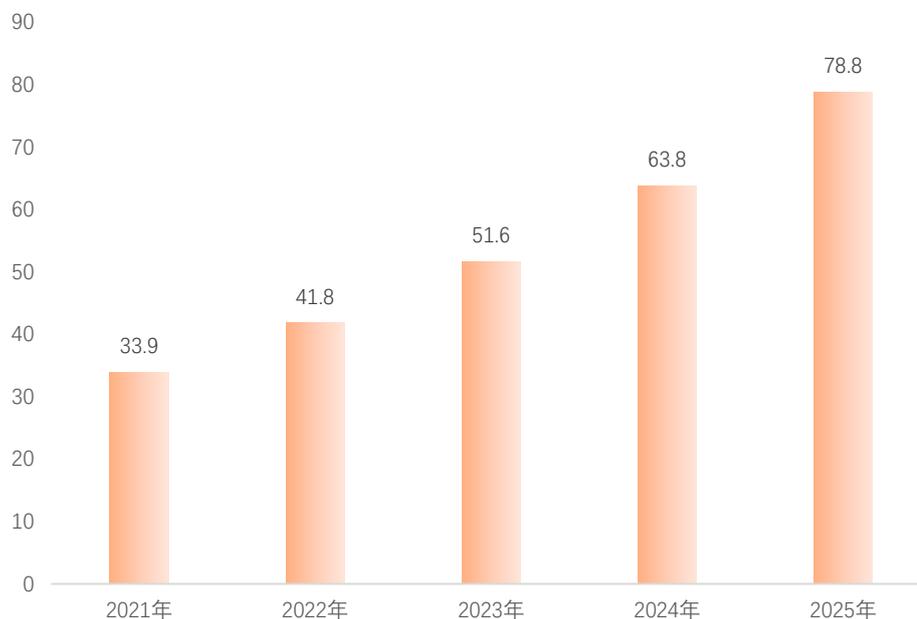
图 15：政府投资额（亿元）



资料来源：绿城管理控股招股说明书、中国指数研究院、天风证券研究所

根据中指院预测，2020 年我国房地产政府代建潜在新签约建面为 33450 万平方米；2021 年政府代建新签约建面 3390 万平方米，2025 年政府代建新签约建面有望达到 7880 万平方米，CAGR 为 23.48%。

图 16：政府代建预测新签约建面（百万平方米）



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

政府对于参加代建的企业要求较高，在公司规模、资金背景、施工业绩等方面进行考核。以杭州为例，2010 年颁布的《杭州市拆迁安置房项目代建制实施细则》，要求开发商注册资金部分超过人民币 1 亿元等。拥有丰富的工程经验、全方位的企业资质的大型开发商有望在工程建设过程中能够胜任代建任务。

政府代建的优点在于 1) 项目体量大, 涉及群体广泛, 利于打造口碑, 推动市场效应, 有助于树立品牌; 2) 开发商利用管理优势和项目经验积累上下游资源, 从而有效控制成本。但政府代建的利润率较低, 这主要由于保障性住房的代建参与程度较高, 该类住房受价格限制, 开发企业利润大约在 3% 左右, 利润率较低导致房企参与代建工程的积极性较低。代建参与者主要以国企和大型房企为主, 如万科、绿城、首开、远洋、雅居乐等企业。

以绿城管理控股为例, 政府项目公开招标筛选第三方代建公司, 中标公司(绿城)与政府项目所有人签订一份由项目所有人制定的标准管理协议, 绿城据此提供服务, 包括设计、建筑成本管理、监督和验收。**项目收入=项目总投资金额(即项目开发总预算)*固定百分比(通常 2.5%-5%)**, 其中项目所有人不使用“绿城”代建公司品牌。通常按照工程进度收取费用, 进度款通常在完成相关进度后一定期间内支付。

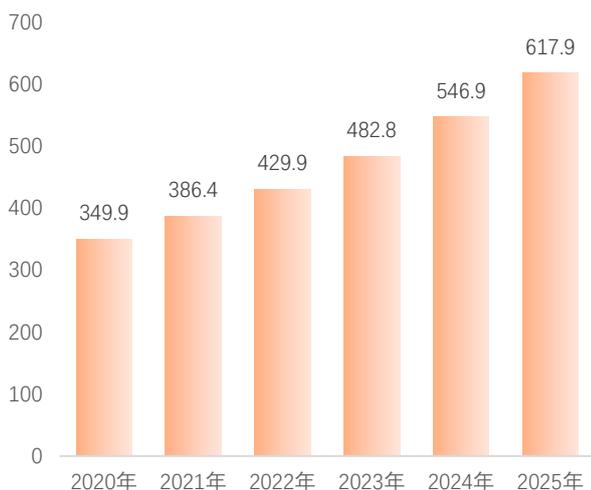
由于代建公司参与的政府代建项目以经济适用房、安置房、拆迁房为主, 考虑到社会福利性质, 施工、分销等过程均受项目所有人控制, 政府代建的利润率通常略低于商业代建。

3.2. 商业代建

商业代建是近年来代建行业的主流。商业代建的项目所有人主要是中小型房地产开发商。根据开发商与代建公司之间订立的代建安排, 代建公司主导项目的设计、建造、管理、销售等, 为项目所有人创造价值、产生收益。通常代建项目包括住宅、办公楼、商业综合体。

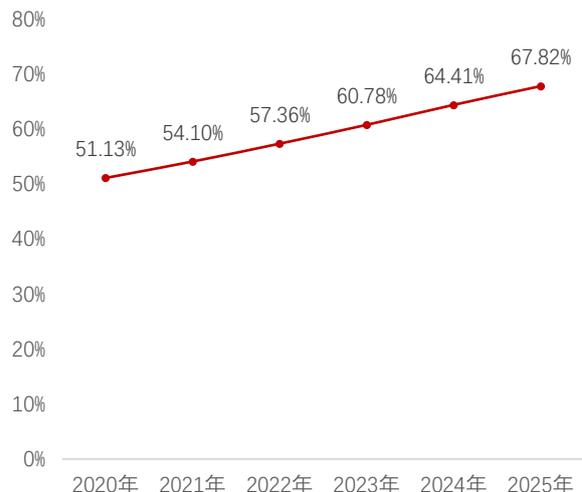
根据中指院, 2020 年, 我国商业代建市场规模为 34990 万平方米, 其中 26570 万平方米为住宅物业; 2025 年商业代建市场规模有望达到 61790 万平方米, 2020-2025 年的 CAGR 为 12%, 其中总规模中的 48690 万平方米为住宅。从占比看, 商业代建的占比有望逐年升高, 2020 年商业代建市场规模占总市场规模的 51%, 2025 年有望达到 68%。

图 17: 商业代建预测市场规模 (百万平方米)



资料来源: 中指研究院、天风证券研究所

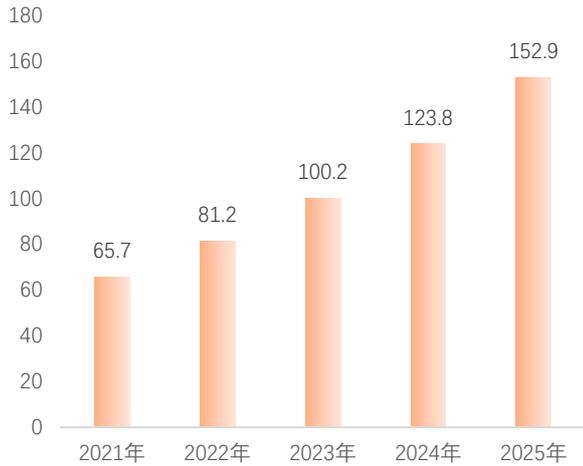
图 18: 商业代建规模占代建行业比例



资料来源: 中指研究院、天风证券研究所

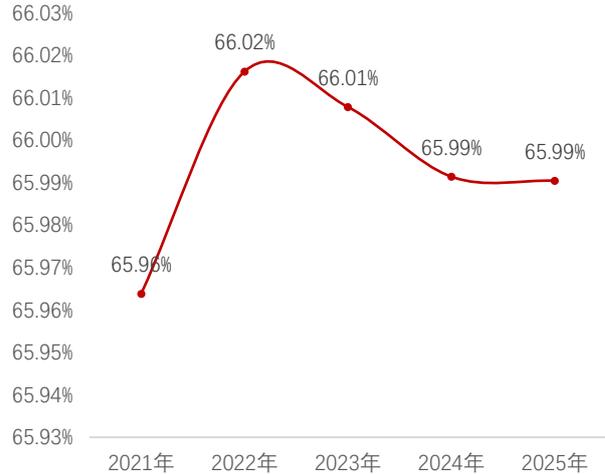
根据中指院预测, 2021 年我国房地产商业代建新签约建面有望达到 6570 万平方米, 2025 年该数值有望达到 15290 万平方米, 占 2025 年总新签约建面的 66%。

图 19：商业代建预测新签约建面（百万平方米）



资料来源：中指研究院、天风证券研究所

图 20：商业代建预测新签约建面占行业新签约建面比例



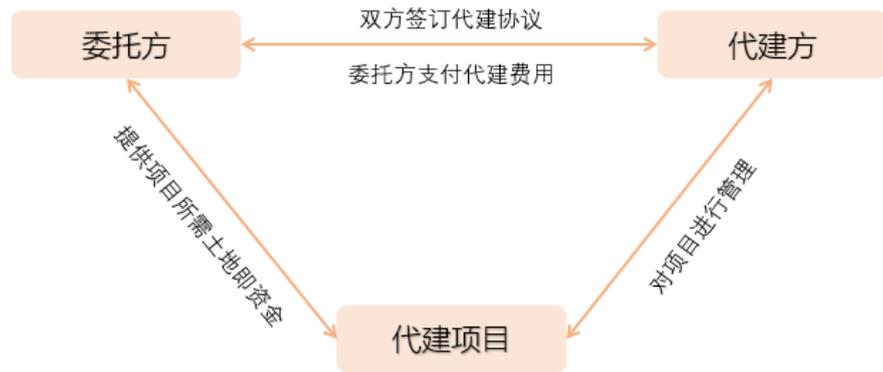
资料来源：中指研究院、天风证券研究所

以绿城管理控股为例，商业项目所有人负责项目投资，决定产品定位、设计调整、预算、物业价格、销售与营销策略，代建公司负责为项目创建管理团队，监察项目各个方面。代建公司可能会推荐相关第三方承包商及供应商，项目所有人会分别与供应商订立承包和供应协议。

根据代建公司是否在管理项目中持有股权，商业代建可进一步分为纯服务模式和少数股权模式（小股操盘）两种模式。

- 1) 在纯服务模式下，代建方与已经取得标的地块土地所有权证的委托方合作，由委托方承担全部或部分资金，代建方没有任何股权投入，根据双方签订的协议形式项目操盘权，承担工程管理和销售任务。代建公司使用自身品牌于开发过程中提供服务，并根据预先协定的费率及项目节点奖励机制收取管理服务费。

图 21：商业代建模式图



资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，天风证券研究所

纯服务模式的好处在于代建方无需大量资本支出，仅就相应项目进行管理，在轻资产的模式下进行品牌输出，同时中小房企在拿地难度大、融资压力大的情况下，代建可帮助中小房企提升产品竞争力和市场知名度。

- 2) 在少数权益模式下，代建公司在各自项目公司中通过持有少数权益的方式加强与委托方合作中的信任关系，同时凭借小股操盘，在除了收取管理服务费外，可分享项目竣工后物业销售的收益。持股比例通常受品牌实力等因素影响，目前代建方股权占比基本低于 10%。

采用这种模式的好处在于代建公司可以结合资本回报和房地产代建费用，一方面享受项目销售溢价带来的潜在收入，但代建公司同时承担了开发风险；另一方面这种方式通常从某种程度上增厚代建公司的资产负债表。

以绿城管理为例，公司的管理咨询费用一般基于以下方法收取：1) 开发物业销售价值百分比；2) 项目总建筑面积*协定的每平方米费用；3) 项目利润等。代建公司通常根据项目开发进度或销售所得款项付款安排（月度或季度）收取管理费进度款。

表 2：纯服务模式 and 少数权益模式代建特点

	纯服务模式	少数权益模式
合作方式	无股权投资，代建方仅提供服务	通常为 10%以内股权投资，代建方除提供服务还占有项目股权
合作要求	对代建方品牌要求高，项目管理能力强、经验丰富	双方就品牌实力、风险、服务模式等商榷
获取收益	代建服务费	代建服务费、股权收益、项目溢价部分
费率	较高	低于纯服务模式
好处	无需大量资本支出，管理输出，利用品牌效应	销售溢价带来潜在收入，某种程度上增厚代建方资产负债表

资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》、天风证券研究所

政府代建和商业代建是目前代建领域最为常见的两种代建模式，二者分别具有特点：政府代建的项目规模大，社会影响力广泛，但项目利润率低；商业代建项目规模相对小，同时代建方涉及的管理业务较多，通常涉及到开发全过程服务，除了成本管理、工程管理等，还包括项目定位、规划设计、营销、品牌管理、交付等影响品牌输出的业务。

表 3：政府代建 VS 商业代建

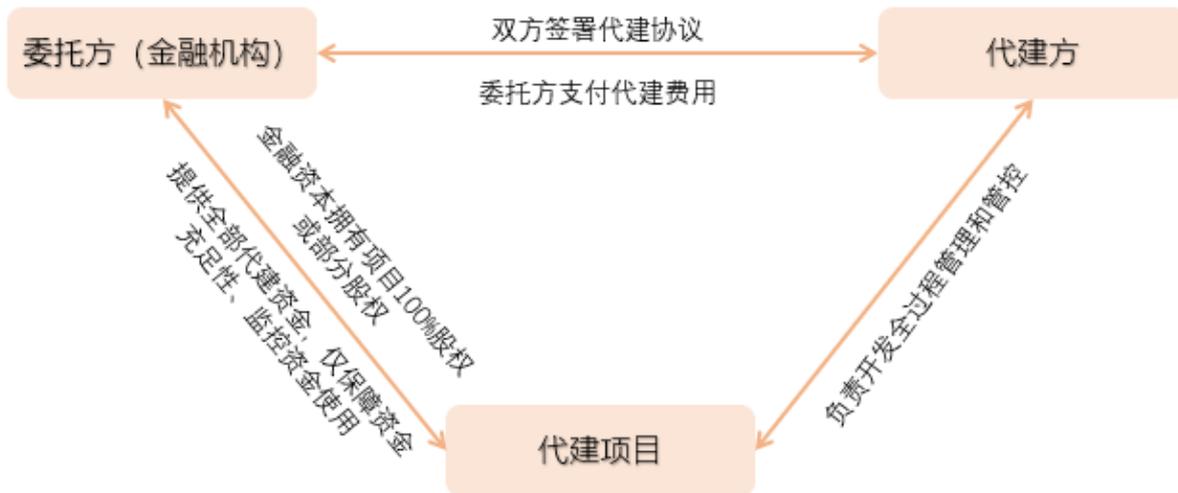
	政府代建	商业代建
合作方	政府	房企开发商等项目所有人
项目范畴	博物馆、体育馆、城市广场、学校、医院、保障性住房	住宅为主，商业为辅
合作要求	较高 需要满足严格的资质考核	较低 主要满足项目所有人要求，以双方签署协议为准
代建服务范围	不同模式下业务范畴不同，主要包含工程、成本等管理	开发全工程，如项目定位、规划设计、工程管理、成本管理、招投标管理、营销管理、品牌管理、交付管理
优点	项目规模大、品牌影响力大	利润率高
不足	利润率略低	项目规模相对较小，品牌影响广泛程度较政府代建低

资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》、天风证券研究所

3.3. 资本代建和配资代建

资本代建是商业代建逐渐演变而来的。过去，金融机构对于房地产行业主要是提供流动性的功能，但随着金融机构对于资产管理的专业度逐渐提升，加之房地产企业在政策环境下流动性受一定影响，资本代建运营而生：具有房地产投资能力的金融机构出资，委托代建方参与从项目研判、土地获取到房地产开发的全过程服务的商业代建服务。这类金融机构缺乏开发经验以及执行团队。代建公司能够提供针对性的解决方案，帮助金融机构实现投资回报。

图 22：资本代建模式图

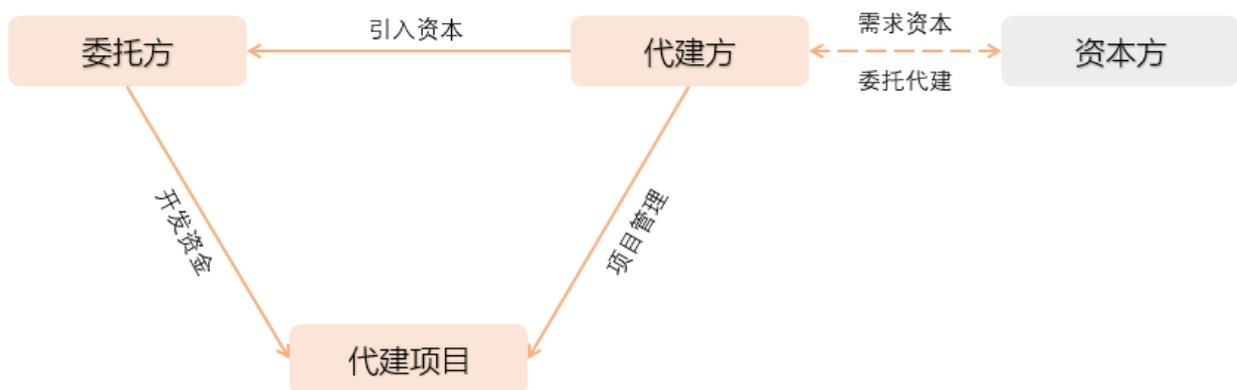


资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》、天风证券研究所

配资代建是指代建方除了提供代建服务外，还提供金融功能，例如引入资本，缓解项目所有人的资金压力，提供具有较低融资成本的资金。优秀的代建方具有强大的资金能力，品牌效应，开发能力受认可程度高，在开发企业资金短缺的背景下，配资代建主要解决项目所有人的资金问题。代建方会提供流动资金支持、债务融资或股本投资等解决方案。在这种服务模式下，代建方会收取代建服务费、引入资本服务费等费用。

以绿城为例，绿城管理控股会协助管理项目取得融资，或用公司自身的资本投资到管理项目中。2019年12月31日，绿城为其中一个商业代建项目的项目持有人提供本金2000万元人民币的短期贷款形式的流动资金支持，该笔资金将为公司贡献利息收入。这样的业务模式一方面可以培养与项目持有人的长期合作关系，另一方面可以增加代建公司的服务范围和收入来源。

图 23：配资代建模式图



资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》、天风证券研究所

资本代建和配资代建的区别在于 1) 委托方：资本代建的委托方为金融机构，配资代建的委托方为房地产开发企业或拥有土地的非金融机构；2) 资金来源：资本代建的资金来源为委托方（金融机构），配资代建的资金来源为代建方或代建方对接的资本方。

表 4：资本代建 VS 配资代建

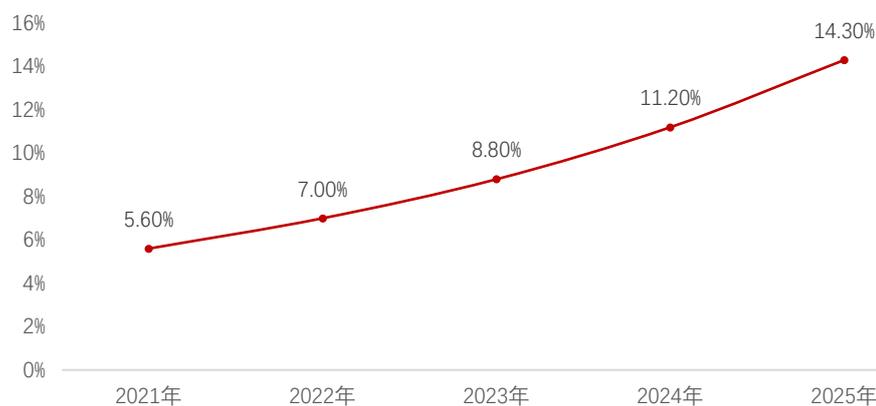
	资本代建	配资代建
委托方	金融机构	非金融机构（开发企业、土地所有方）
资金来源	委托方本身金融机构	代建方或代建方对接的资本方

资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》、天风证券研究所

4. 行业需求持续增长

代建行业空间大。根据中指院预测，取新签约总建面为代建市场规模计算，目前代建市场规模占已售商品房建面的 3.0%-5.0%。截至 2025 年，按累计新签约建面计算的房地产代建市场预计将达到 79000 万平方米，占已售商品房的 14.3%。

图 24：预测代建新签约建面占已售商品房建面比例



资料来源：中原建业招股说明书、中国指数研究院、天风证券研究所

我们认为行业发展潜力大主要源自以下四个方面。

4.1. 项目所有人需求侧

中小房企代建需求大。我国房地产开发业务的集中度较低，但集中度在逐渐提升。根据克而瑞权益销售榜单，2016 年百强房企销售额占当年行业销售额的 38.32%，2020 年该数值提升至 54.41%。在行业竞争加剧、政策趋严的背景下，开发成本高、产品竞争力弱、知名度低都使得中小型企业生存压力增大。行业逐渐下降的利润率和开发成本提升对于中小房企都是较难解决的问题。对于它们而言，与执行能力强和品牌知名度高的代建公司合作，有助于提高其市场知名度和市场竞争能力，这将有助于房企的项目销售和项目融资。

图 25：百强房企销售额占比



资料来源：克而瑞、统计局、天风证券研究所

非专业开发商的开发项目拥有人具有代建需求。这类项目所有人主要包括两种，1) 非开发商但持有土地作为住宅、办公或其他商业用途的公司，2) 具有投资需求金融投资公司。他们的共同点是具有资金实力但不具备房地产项目开发经验，需要专业的开发建设和运营公司给予支持。对于这类公司缺乏房地产领域的开发和项目管理经验，需要专业从事房地产开发建设和运营的代建公司的支持。房地产代建公司可为这类公司提供咨询管理服务，一方面扩张了代建公司的业务规模，另一方面代建公司的品牌和产品具有市场认可度，帮助非专业开发商的项目进行市场推广，实现项目和品牌营销。

4.2. 产品品质升级

产品重要性凸显。根据中指院研究，房地产开发产业“微笑曲线”的特征：在房地产开发产业链中，两端的研发和营销所产生的附加值更高，中间环节——建造所产生的附加值相对较低，因此产业未来有望朝微笑曲线的两端发展，即一方面加强研发产品，另一方面加强营销和服务，相对应的分别为住宅产品更新升级和销售去化。

图 26：房地产行业“微笑曲线”图



资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，天风证券研究所

房企有望通过产品设计，营销服务提升项目竞争力，从而提升产品价格和缩短去化周期。代建公司具有管理、成本管控能力，能够有效集结资源，有助于帮助开发商减少对于中间环节——建造的成本投放；并实时把握产品趋势，提升产品竞争力，并通过制定完善的营销方案和匹配相应的物业管理提升营销和服务质量，增加两端环节——产品研发和营销服务的竞争力。

随着经济增长和国民生活的逐渐改善，购房者对住宅的需求并非一成不变，改善型住宅和高品质住宅是当下购房者的需求，但是这类住宅产品对于实力有限的房企有如下难点：1) 更新产品难度大，无法及时获取时下流行产品类型；2) 成本压力大，满足购房者需求的同时加大了前期设计等成本投入。对于这类房企，与知名度高、经验丰富的代建公司合作会提升自身的产品竞争力，有助于项目销售和去化。

4.3. 城市更新和公租房新需求

根据十三五规划，公共住房建设成为中国住房政策的重要目标，政府计划进行 2000 万套城市棚户区改造。自 2019 年开始，旧城改造和城市更新相关的政策逐步颁布，有望支撑未来公共住房开发行业，根据国务院 2020 年 7 月发布的统计数据，已有 39000 个旧城社区于 2020 年开展更新工程。公共住房和城市更新的需求有望继续成为我国房地产政府代建的增长动力。

表 5：近五年国家出台城市更新和公租房相关政策

	时间	主导部门	政策文件	相关内容
城 市 更 新 相 关	2016 年 11 月 11 日	国土资源部	《关于深入推进城镇低效用地再开发的指导意见（试行）》	健全节约集约用地制度，盘活建设用地存量，提高土地利用效率，推进城镇低效用地再开发
	2017 年 5 月 24 日	国务院常务会议		2018 年到 2020 年 3 年棚改攻坚计划，再改造各类棚户区 1500 万套，兑现改造约 1 亿人居住的城镇棚户区和城中村村的承诺
	2019 年 7 月	中央政治局会议		提出实施城镇老旧小区改造等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设
	2019 年 9 月	财政部	《财政部关于提前下达 2021 年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算的通知》	中央财政城镇保障性安居工程专项资金首次将老旧小区改造纳入支持范围
	2019 年 12 月	中央经济工作会议		首次强调了“城市更新”这一概念，会议提出“要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房”
	2020 年 7 月 20 日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	到“十四五”期末，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务
	2020 年 10 月 29 日	中国共产党第十九届中央委员会	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	明确提出实施城市更新行动，城市更新首次出现在国民经济和社会发展五年规划中，奠定了“十四五”时期的重要地位
	2020 年 11 月 17 日	住建部	《实施城市更新行动》	进一步明确了城市更新的目标、意义、任务等，并且再次强调了“十四五”期间的老旧小区改造任务
	2020 年 12 月	中央经济工作会议		实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系
公 住 房 相 关	2018 年 3 月 19 日	住建部	《住房城乡建设部关于发布行业标准《公共租赁住房运行管理标准》的公告》	批准《公共租赁住房运行管理标准》为行业标准
	2019 年 1 月 17 日	住建部、财政部	《公共租赁住房资产管理暂行办法》	不得将公租房资产用于抵押担保
	2019 年 4 月 15 日	财政部、税务总局	《关于公共租赁住房税收优惠政策公告》	公共租赁住房的多项税收优惠政策
	2019 年 12 月 13 日	住建部等五部门	《关于整顿规范住房租赁市场秩序的意见》	整治住房租赁中介机构乱象
	2020 年 9 月 7 日	住建部	《关于《住房租赁条例（征求意见稿）》公开征求意见的通知》	提高住房租赁立法质量

资料来源：自然资源部官网、中国政府网、央广网、财政部官网、中国经济网、住房和城乡建设部官网、共产党员网、国家税务总局官网、天风证券研究所

5. 多家房企进入新赛道

多家龙头房企进入该行业，万科、阳光城、绿城、华润、招商蛇口等龙头公司进入代建领域。

- 1) 全国性、区域性知名品牌或特色品牌企业，如绿城、中原等企业将企业的品牌价值转化为企业收益，二者分别是全国性品牌房企和在地方区域市场上品牌认可度高的房企；
- 2) 五大城市群布局的房企，主要分布在京津冀、长三角、粤港澳、中西部、成渝五大城

市群的房企，分别以当代置业、朗诗、雅居乐、中原、蓝光发展等家公司为代表；

- 3) 以代建作为业务补充的房企，如阳光城等公司，将代建作为轻资产转型的方式，提升净利润和盈利能力。

表 6：进入代建行业的头部房企

企业名称	企业定位	代建模式
绿城管理	前身为绿城建设。是绿城品牌代建管理模式的输出主体。作为中国房地产轻资产开发模式的先行者、引领者，代建 4.0 体系开创者及绿星标准制定者，致力于为委托方、业主、供应商、投资人和员工打造“共创价值、共享利益”的生态平台，共建激动人心的品质生活。	政府代建、商业代建都有参与
中原建业	2015 年底开始介入代建行业，发展迅速，作为公司利润补充的核心拓展业务。	政府代建、商业代建均有参与
金地管理	为委托方在成本节约、品质保证、招标采购效率方面提供助力。	商业代建
雅居乐房管	2018 年进军代建行业，输出品牌、团队和复合资源，合作共赢。	商业代建、政府代建均有涉及
华润置地	业务涵盖市政、医院、学校、公园、问题、城中村综合整治、棚改等业态。	政府代建
保利	以房地产代建的形式参与政府保障房建设。	政府代建
绿地	以代建业务作为补充收益。	商业代建
蓝光发展	委托方提供资金和土地，蓝光输出管理和品牌，以代工代建作为一条轻资产运营、快速占领市场提升公司利润的主营路线。	商业代建为主、政府代建有所参与
阳光城	代建作为企业轻资产转型的方式。	商业代建
万达	代建作为企业轻资产转型的方式。	商业代建
朗诗	以“小股操盘”的股权式代建为切入点，开展绿色地产代建，从技术和品牌入手，来找到新市场环境中的增长点。	以股权式代建为主，纯收取服务费的商业代建为辅
招商蛇口	代建作为企业轻资产转型的方式。	商业代建
首开	保障和改善民生领域的政府代建项目建设。	政府代建

资料来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，天风证券研究所

6. 风险提示

代建行业的主要组成部分政府代建的合作方为政府，政府对于代建方的要求包括企业资金、国王合作经历、企业背景等因素。若政策对代建方的要求趋严，那么行业准入门槛提升，政府代建的整体扩张速度可能会受到影响，进而导致代建行业整体的发展。

代建公司主要与房地产开发企业合作，若房企整体拿地速度变缓或力度减弱，代建公司与房企签约建筑面积会降低，代建行业整体发展速度可能受到影响。

房企销售影响了企业流动性，在销售不及预期的情况下，在手现金量会逐步受到影响，进而影响到房企拿地，代建公司与房企合作签约的建筑面积会受到影响，行业增速可能受到影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com