



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2022-03-21

公司深度报告

买入/首次

绿城管理控股 (09979. HK)

目标价: 8.38 港元

昨收盘: 5.95 港元

房地产

轻资产模式助规模扩张，纵横产业拓展夯实优势壁垒

报告摘要

中国代建第一股，先发优势构筑行业壁垒

绿城管理控股 (9979. HK) 为中国代建行业第一股。绿城管理控股 (简称“绿城管理”，下同) 母公司绿城中国于 2005 年通过参与城中村改造和安置房代建开始介入政府代建，2010 年布局商业代建模式输出，2016 年因代建业务分拆、整合，代建服务商正式诞生，2020 年 7 月于香港联交所主板上市，成为中国代建第一股。2022 年 3 月 7 日，绿城管理控股 (9979. HK) 正式成为港股标的，成长性再获认可。

代建行业轻资产和逆周期优势凸显，商业代建+政府代建双轮驱动催生万亿市场

根据中国指数研究院预测，行业 2019-2023 年的合约销售金额将在 3.2-7.3 万亿元之间，市场增长前景可观。随着房地产行业逐步步入管理红利时代，房地产开发企业轻重分离逐渐趋势化。由于轻资产模式不受“三条红线”等调控政策的影响，能全周期地获取代建项目并主动控制开发节奏，享房地产行业改革红利。

轻资产模式助规模扩张，多元客户结构夯实发展宽度，纵横产业拓展加固竞争壁垒

显著的品牌优势叠加丰富的管理经验，绿城管理能够持续享受更高的业务流量、溢价空间。公司持续拓展客户渠道，从主要服务中小开发商，转向服务国有企业、政府部门、金融机构等客户，通过多元客户结构保障业务持续增长。1) 政府机构方面，“十四五”期间保障性住房建设将持续推进，城市更新、存量房改造等政策持续推动，政府代建市场广阔。绿城管理领先优势明显，政府代建项目持续增长。2) 金融机构方面，去年以来，部分房企面临多重危机，绿城凭借“轻资产”模式和管理服务经验果断入局涉房涉地的不良资产处置，积极拓展业务边界。3) 以城投公司为代表的国企方面，伴随土地市场走弱与民营企业信用风险发酵，城投拿地增多，但开发能力相对薄弱，代建龙头绿城将其品牌优势及管控能力转化为业务流量引入。

股票数据

总股本/流通(百万股)	1958/1958
总市值/流通(百万港元)	11650/11650
12 个月最高/最低(港元)	7.20/3.06

证券分析师：徐超

电话: 18311057693

E-MAIL: xuchao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521050001

证券分析师：张庚尧

电话: 18310590516

E-MAIL: zhanggy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521010002

投资建议：绿城管理控股作为代建行业的龙头，受益于商业代建与政府代建旺盛需求，公司有望实现业绩扩增。我们预测 21-23 的营业收入为 22.1 亿元、28.9 亿元、39.9 亿元，归母净利润分别为 6.6 亿元、8.2 亿元、10.7 亿元。我们给予公司 2021 年 20x PE 估值，对应每股目标价格为 8.38 港元，首次给予“买入”评级。

风险提示：代建行业竞争超预期；品牌维护不及预期；供应商与合作商带来的不确定风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1812.98	2213.63	2899.29	3999.08
(+/-%)	-9.07	22.1	30.97	37.93
净利润(百万元)	439.33	662.33	820.95	1072.75
(+/-%)	35.27	50.76	23.95	30.67
摊薄每股收益(元)	0.22	0.34	0.42	0.55
市盈率(PE)	29.64	15.73	12.69	9.71

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、全中国代建第一股，先发优势构筑行业壁垒	5
1.1 发展沿革：“商业+政府”代建业务十数载	5
1.2 股权结构：依托母公司主体信用深化全国布局	5
1.3 主营业务：商业代建+政府代建双轮驱动	6
二、代建行业轻资产和逆周期优势凸显，商业代建+政府代建双轮驱动催生万亿市场	9
2.1 国内代建行业起步晚，市场规模空间大	9
2.2 房地产步入管理红利时代，行业变革催生商业代建强需求	10
2.3 共同富裕背景下政府代建成长第二曲线	11
2.4 行业头部集中效应显著，轻资产联盟强强联合拓商业版图	12
三、公司主营代建业务纵深空间广阔，龙头企业享行业增长红利	14
3.1 轻资产模式助规模扩张，提升运营效率	14
3.2 品牌影响力助力提升溢价空间，逆周期特征稳定盈利水平	15
3.3 多元化客户结构夯实发展宽度，体现业务持续发展逻辑	16
3.4 横向并购与纵向产业链拓展共举，夯实优势壁垒	17
四、盈利预测与估值	18
五、风险提示	20

图表目录

图表 1 绿城股权结构图	6
图表 2 代建抽取费率及代建价值	7
图表 3 绿城商业代建业务流程	7
图表 4 绿城政府代建业务流程	8
图表 5 丽水缙云西桥世家	9
图表 6 杭州海潮雅园	9
图表 7 2019 年至 2023 年代建市场新签约建筑面积预测	10
图表 8 房地产行业变革催生代建需求	11
图表 9 城市规划用地功能占比	12
图表 10 代建行业前五大公司市场份额	12
图表 11 轻资产联盟正式成立	12
图表 12 绿城管理总资产（亿元）及增速（%）	14
图表 13 绿城管理控股资产负债率	14
图表 14 公司三大业务营业收入及增速情况	15
图表 15 自营与业务伙伴合作收入占比情况（%）	12
图表 16 公司典型项目溢价情况	15
图表 17 截至 2021 年公司建筑面积（百万平方米）及客户占比（%）	17
图表 18 横向并购与纵向产业链拓展共举	18
图表 19 营业收入及毛利预测	19
图表 20 盈利预测	20

一、全中国代建第一股，先发优势构筑行业壁垒

1.1 发展沿革：“商业+政府”代建业务十数载

绿城管理控股（9979.HK）为中国代建行业第一股。绿城管理控股（简称“绿城管理”，下同）成立于2010年，是绿城中国（3900.HK）的附属公司，也是绿城品牌、代建管理、模式输出的主体。公司于2005年通过参与城中村改造和安置房代建开始介入政府代建，2010年开始布局商业代建模式输出，2016年因代建业务分拆、整合，代建服务商正式诞生，2020年7月于香港联交所主板上市，成为中国代建第一股。2022年3月7日，绿城管理控股（9979.HK）正式成为港股通标的，成长性再获认可。

绿城管理控股以“政府代建+商业代建”为主要业务模式，致力于提供综合性服务，包括涵盖物业管理的整个生命周期的代建服务。凭借“绿城”品牌，物业开发行业的丰富经验、创新代建4.0管理体系、专有的“绿星标准”及优质承包商供应商网络，绿城管理控股结合了物业开发的最佳惯例，为项目拥有人提供“一站式”、优化的解决方案，并在质量、效率及高端定价方面为公司的代建项目创造价值。

根据中国指数研究院统计，自2010年至2019年，主要代建公司的累计已订约总建筑面积为2.76亿方，其中自2017年至2019年，绿城管理控股作为行业龙头的累计已订约总建筑面积为0.49亿方，占市场份额的30.3%。截至2021年12月31日，公司的管理合约总建筑面积达8,468万平方米，同比增长约11.3%；在建面积达4,404万平方米，同比增长约8.7%；2021年度新拓代建项目的合约总建筑面积达2,278万平方米，同比增长21.9%；新拓代建项目代建费预估71.1亿人民币，较去年增长约22.3%，公司作为代建行业的引领者，代建项目数量保持持续增长，管理面积规模行业领先。

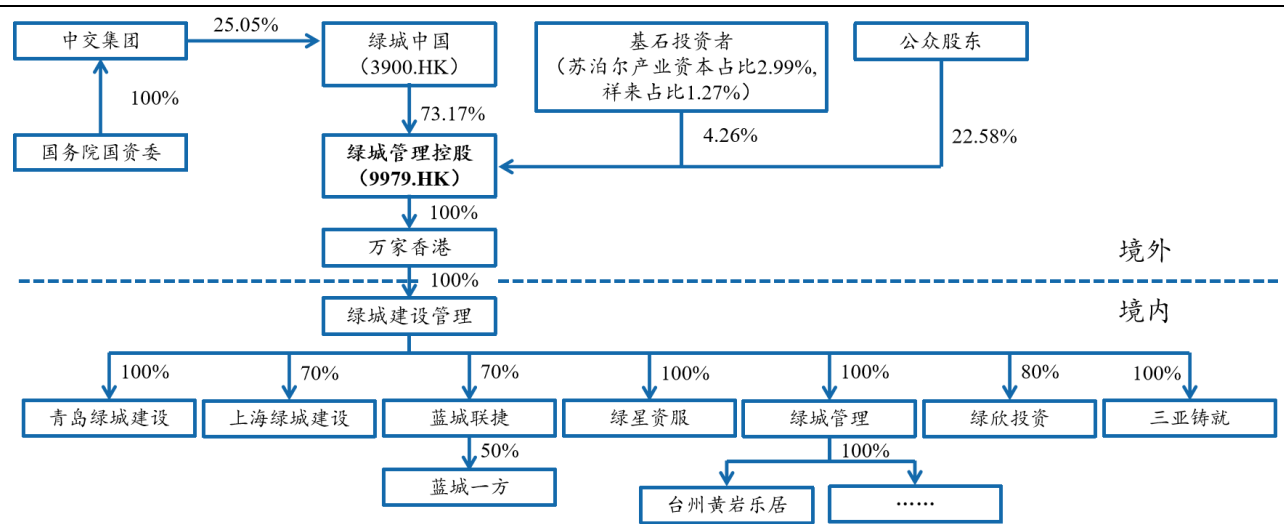
1.2 股权结构：依托母公司主体信用深化全国布局

绿城管理控股的控股股东为绿城中国，首次公开发售时持有公司股份75%，后因超额配股权获得行使，绿城中国持有公司股份稀释至73.17%；其余股份由基石投资者和公众股东分别持有4.26%和22.58%。国务院国资委为绿城控股实际控制人，其通过控股中交集团，间接持有公司股份25.05%，成为绿城中国的控股股东，进而成为绿城管理控股的实际控制人。

依托母公司主体信用，深化全国布局。母公司为国资背景，且作为上市公司具备

强大的主体信用，为绿城管理控股拓展政府和金融机构客户提供支持，借助于“绿城”品牌的影响力，进一步扩大项目覆盖范围、深化全国化布局。

图表 1 绿城股权结构图



资料来源：招股说明书，公司官网，太平洋研究院整理

1.3 主营业务：商业代建+政府代建双轮驱动

绿城管理控股的主要业务分为商业代建、政府代建、其他服务三条主线，截至2021H1，公司三大业务收入占比分别为商业代建72%、政府代建20%、其他服务8%。截至2021年12月31日，公司的管理合约总建筑面积达8,468万平方米，在建面积达4,404万平方米，同比增长约8.7%。2021年度新拓代建项目的合约总建筑面积达2,278万平方米，同比增长21.9%；新拓代建项目代建费预估71.1亿人民币，较去年增长约22.3%，公司作为代建行业的引领者，代建项目数量保持持续增长，管理面积规模行业领先。同时，公司项目覆盖长三角经济圈、环渤海经济圈、京津冀城市群、珠三角经济圈以及成渝城市群，并于2021年首次在江苏、福建、山西、江西等省外城市落地项目，布局广泛。

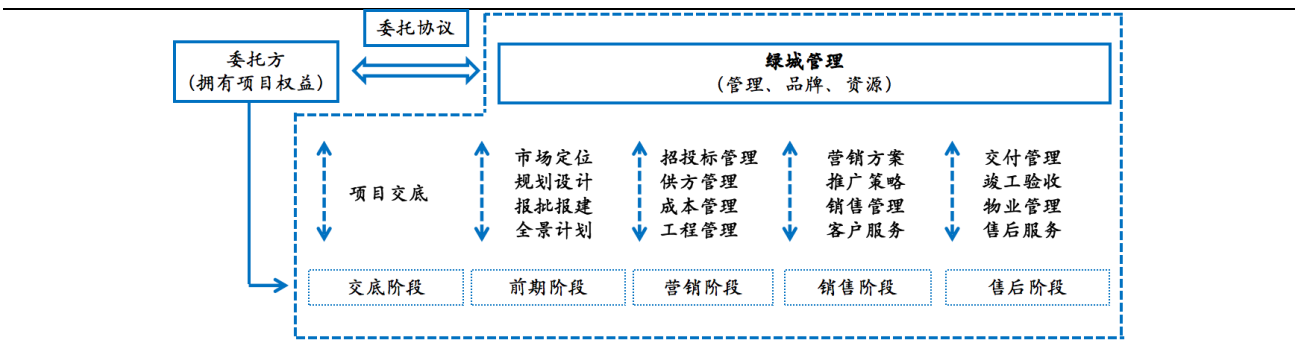
图表 2 代建抽取费率及代建价值

政府代建	<p style="text-align: center;">代建费用计算方式:</p> <ul style="list-style-type: none"> 代建企业收入=项目总投资额* (0.4%-2%) <p style="text-align: center;">政府代建价值</p> <ul style="list-style-type: none"> 实现政府项目投资、建设、管理、运营等环节相互分开，避免项目确实责任约束机制 提升政府投资项目水平与管理能力
商业代建	<p style="text-align: center;">代建费用计算方式:</p> <ul style="list-style-type: none"> 纯收取代建服务费 代建企业收入=预估货值 (销售额) * (3%-6%) 股权式商业代建 代建企业收入=预估货值 (销售额) * (2%-4%) +股权投资收益 <p style="text-align: center;">商业代建价值</p> <ul style="list-style-type: none"> 摆脱财务困境，提高去化率，缩短投资回报周期，解决资金流动性问题 提升产品溢价率和竞争力，提升产品质量，提高市场竞争力 通过代建方扩大资金来源 降低项目的建设成本，提高盈利空间

资料来源：中指研究院，太平洋研究院整理

商业代建为公司收入增长主力。绿城管理控股帮助委托方委派专业的团队提供专业的服务，进行品牌输出，资源共享，为商业代建项目提供覆盖了从前期管理、规划设计等到售后服务的全过程开发管理服务，利用其优质的产业链资源提升项目价值、最大化其管理效益。

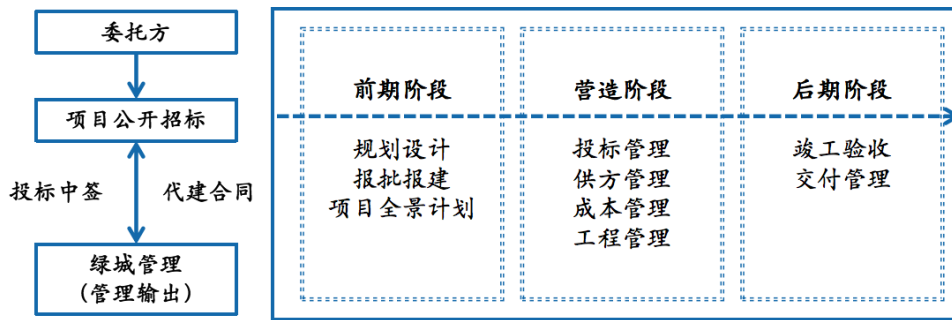
图表 3 绿城商业代建业务流程



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

政府代建政策驱动增长空间扩大，业务前瞻性持续性凸显。2005年起，绿城管理开始进行政府代建，至今已形成了一套成熟的政府代建模式，并成为中国最大的保障房建设服务商。对于政府代建项目，绿城管理控股采取自行营运模式，进行代建项目的全流程管理。2017年至2021H1，政府代建业务收入占总收入的比例总体呈上升趋势；2021H1，政府代建合约建筑面积为3610 万平方米，新拓合约总建筑面积为 610 万平方米，为2020H1新拓面积的五倍以上，政府代建收入比重增至 20.3%。依托城市更新、保障性住房建设等政策红利，政府代建业务持续性增长性凸显，将为公司带来新一轮增长。

图表 4 绿城政府代建业务流程



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

绿城充分发挥代建赛道的先发优势与规模，开拓全过程代建管理、全过程代建开发、“代建+”等服务模式，以及依托知名房企代建提升安置保障房品质的“杭州模式”，为代建模式在全国的推广提供了借鉴。陆续打造一批提升城市面貌的“最美保障房”，如杭州海潮雅园、缙云西桥世家和金华金都美苑等经典案例。受益于城市更新、存量房改造等政策推动，政府代建未来市场广阔。绿城管理政府代建持续保持深耕浙江领先优势，同时在省外主要城市落地项目，新拓面积较去年同期拓展规模大幅增长。

图表 5 丽水缙云西桥世家



图表 6 杭州海潮雅园



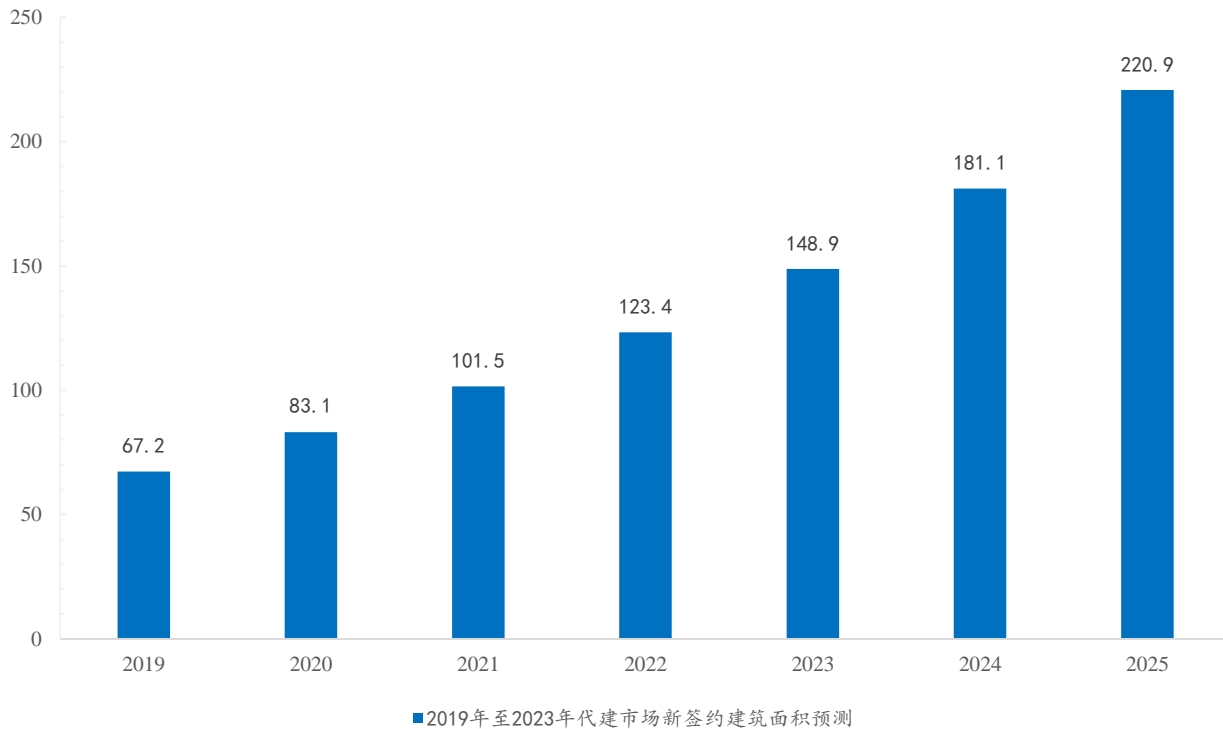
资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

二、代建行业轻资产和逆周期优势凸显，商业代建+政府代建双轮驱动催生万亿市场

2.1 国内代建行业起步晚，市场规模空间大

国内代建行业起步晚，发展潜力大。根据中国指数研究院预测，2019年至2023年，新订约代建总建筑面积预计将以23.5%的复合年增长率增长，于2023年达到15651万平方米，行业2019-2023年的合约销售金额将在3.2-7.3万亿元之间，市场增长前景可观。在渗透率方面，自2021年开始，代建市场规模占比预计将以年均21.3%的速度高速增长，到2025年，代建行业渗透率将达到12.5%，对应2021年4.8%的渗透率。参照欧美模式下代建业务占比可做到20%-30%，按平均值25%估算，代建行业的渗透率还将有5.2倍的空间。

图表 7 2019 年至 2023 年代建市场新签约建筑面积预测



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

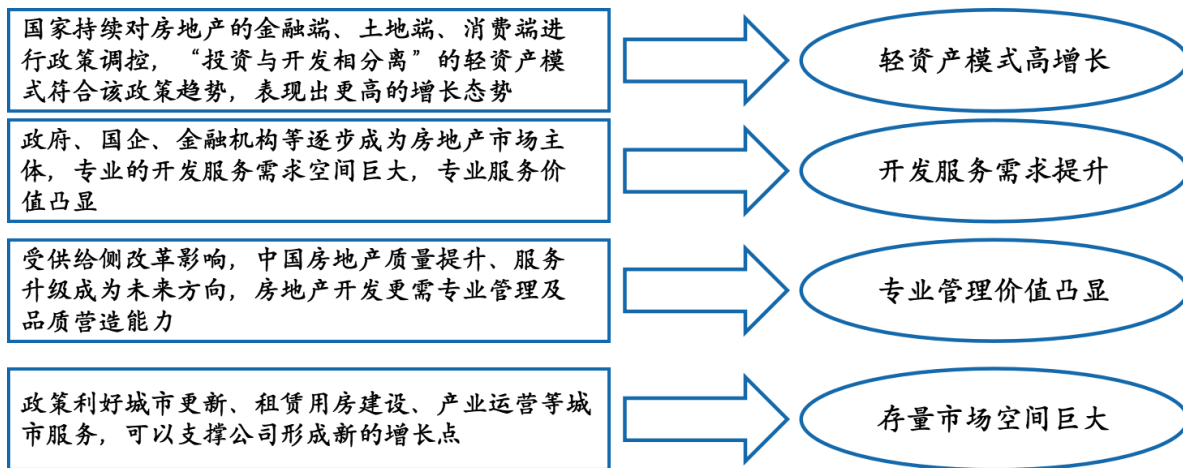
2.2 房地产步入管理红利时代，行业变革催生商业代建强需求

随着房地产行业逐步步入管理红利时代，投资减少、库存高企、利润下滑及地区差异化加剧的问题日益加深。加之“三道红线”及“两集中”等政策的出台，政策进一步引导中国房地产行业去杠杆去金融化，加强房地产行业的服务属性，房地产开发企业轻重分离逐渐趋势化。由于轻资产模式不受“三条红线”及“土地集中招拍挂”等调控政策的影响，可以全周期地获取代建项目并主动把控开发节奏，将享房地产行业改革红利，进一步提升市场渗透率与行业规模。

房地产行业改革进一步压缩中小房企生存空间，催生拥有优质土地资源但欠缺开

发销售能力的中小型房企对商业代建的需求。2021年全国TOP100房企的商品房销售额市场份额为48.8%，其余中小型房企仍占据51.2%的市场份额。在当前行业改革背景下，中小型房企融资渠道收紧，融资难度加大，利润空间进一步被挤压，催生其对商业代建的需求意愿快速增强，二者共赢共生，为商业代建提供稳定的发展空间。

图表 8 房地产行业变革催生代建需求



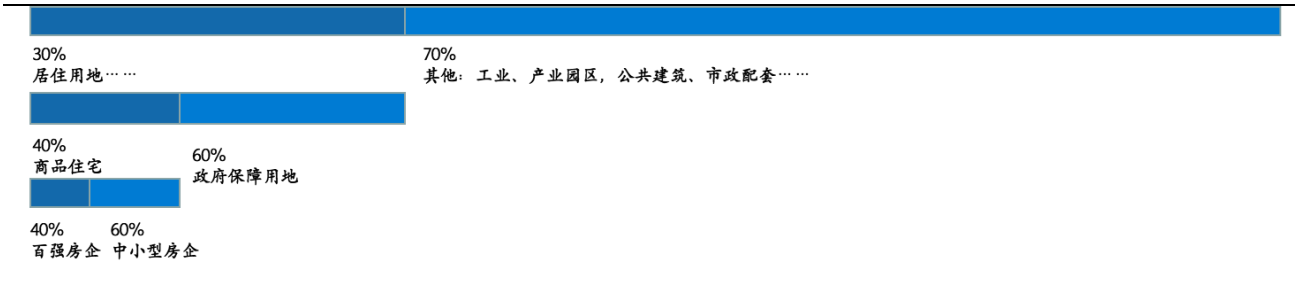
资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

2.3 共同富裕背景下政府代建成成长第二曲线

2021年7月2日，国务院发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，确立了今后我国要构建以“公租房、保障性租赁住房和共有产权住房”为主体的住房保障体系。目前全国已有约 30 个省区市出台了加快发展保障性租赁住房的实施意见，保障性住房计划建设套数，合计约 750 万套。政府的计划将为公共住房开发行业带来强大的发展驱动力，代建公司将获得来自政府的大量机会。

根据政策要求，城市规划用地中住宅用地仅占30%左右，其他70%左右为工业、产业园区、公共建筑和市政配套，土地使用属性决定了投资和开发相分离的必然趋势，代建企业积极入局产城融合、城市更新和公建设施配套领域，或将成为代建行业的第二成长曲线。

图表 9 城市规划用地功能占比

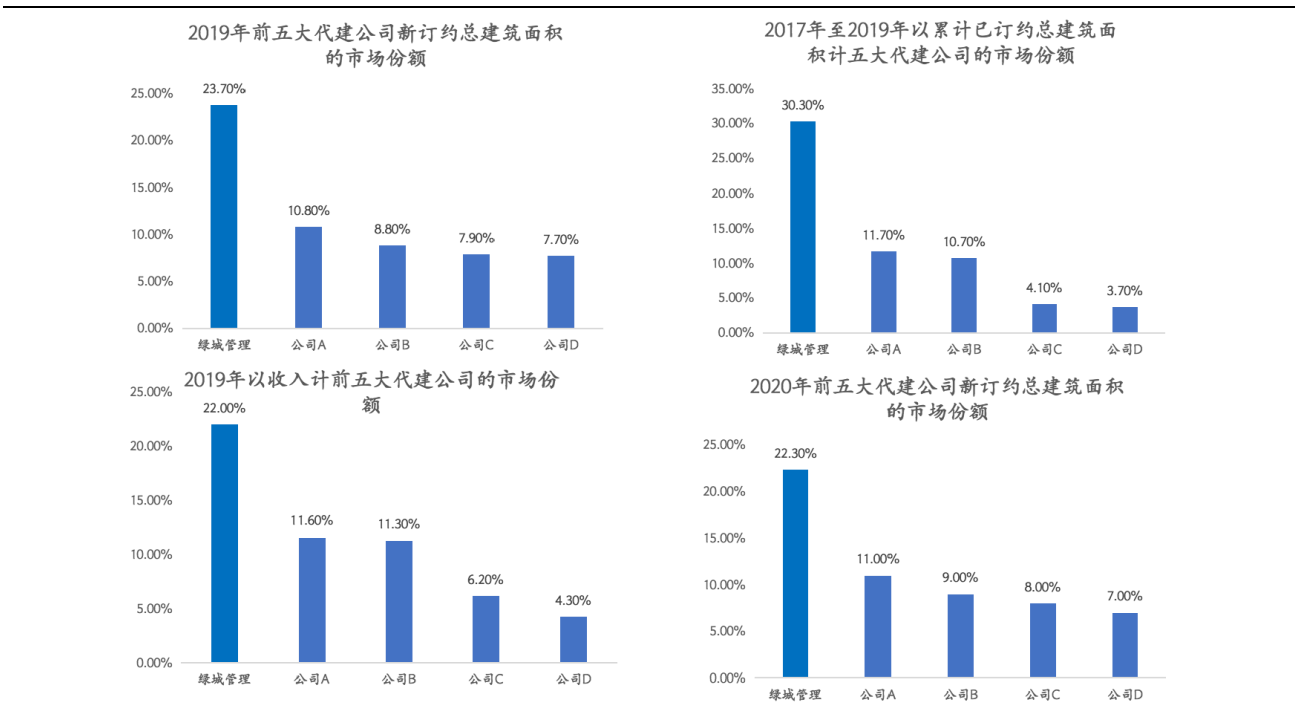


资料来源: 公司资料, 太平洋研究院整理

2.4 行业头部集中效应显著，轻资产联盟强强联合拓商业版图

市场集中度较高。从已订约面积看，2017-2019年前五大代建企业累计已订约市场份额为60.5%；按新订约面积来看，2019年，前五大代建企业的市场份额约占58.9%，2020年为57.3%；从收入层面看，2019年前五大代建企业的市场份额为55.4%，行业高度集中。

图表 10 代建行业前五大公司市场份额



资料来源: 公司资料, 太平洋研究院整理

2021年5月，绿城管理牵头的轻资产联盟正式成立，中国的代建行业迎来了竞合发展的新纪元，代建企业从各自作战变为了强强联手。轻资产联盟公约显示，联盟成员将以“服务”为价值追求，致力通过专业的代建管理，为客户创造卓越价值，并广泛吸纳具有价值认同的代建企业、产业链上下游单位加入。轻资产联盟的成立，有望成为中国房地产开发模式重塑的关键助推器，通过探索与推动中国房地产开发模式的变革创新，将促进行业更高质量、更有效率、更可持续的发展。行业将继续突破边界，融合多方生态力量，持续拓宽代建赛道的商业版图。

图表 11 轻资产联盟正式成立



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

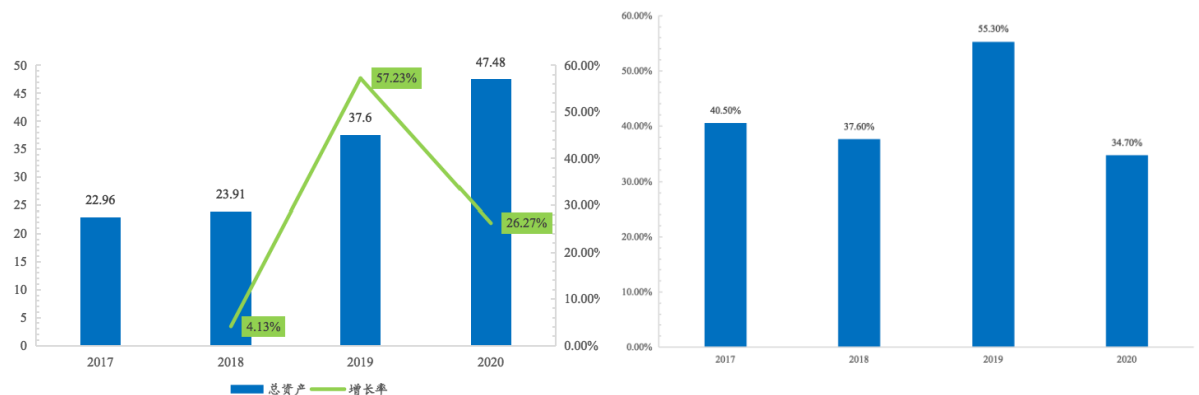
三、公司主营代建业务纵深空间广阔，龙头企业享行业增长红利

3.1 轻资产模式助规模扩张，提升运营效率

代建通过房地产项目所有权与经营权相分离的轻资产业务模式，与标准化的服务流程实现产业化和规模化发展，提升产品质量与运营效率，树立品牌形象。2017至2020年，绿城管理控股总资产规模逐年增长，2020年增至47.48亿元；其资产负债率则整体呈下降趋势，从2019年的55.3%降至34.7%。轻资产运营模式使得公司可以实现以低财务杠杆不断实现代建业务规模扩大。

图表12 绿城管理总资产（亿元）及增速（%）

图表13 绿城管理控股资产负债率



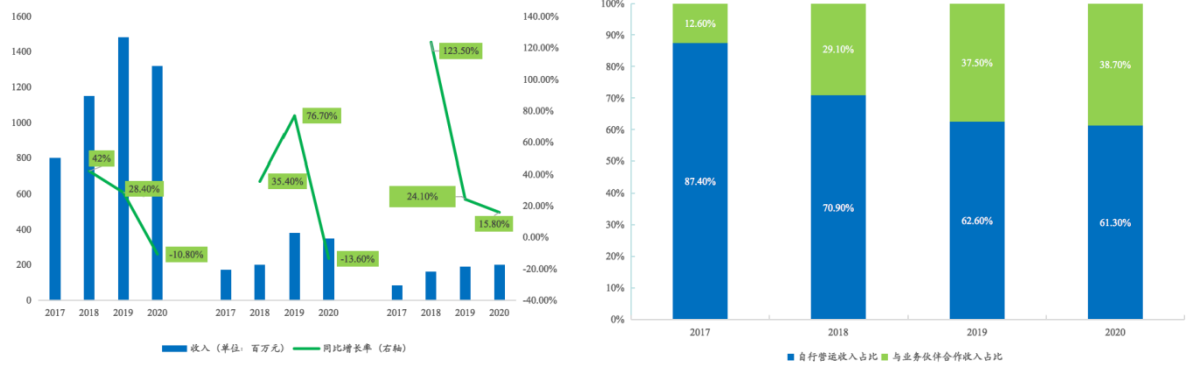
资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

从项目总建面来看，截止2021，绿城管理代建管理面积约8,468万平方米，较上年同期增长11.3%；从新签约项目表现看，2021年，新签约代建面积面积达2,278万平方米，同比增长21.9%；新拓代建项目代建费预估71.1亿人民币，较去年增长约22.3%。公司现有代建业务存量可为公司后续三年持续增长奠定基础。

从收入规模的角度看，截止2021H1，公司总营收为7.7亿元，较上年同期增长27%，疫情对其业务的冲击基本消除；2020年公司实现营业收入18.13亿元，同比降低9.1%。主要原因为新冠疫情导致部份商业代建项目的销售及开发进度有所延缓，而商业代建业务采用工程进度发作为收入确认方法，导致商业代建业务收入略有下降。2017-2020年，收入中业务伙伴合作收入占比不断增加，至2020年已达38.7%，这是由于公司为了

迅速并且有效益的扩张业务至目标地区，开始加速与业务伙伴合作营运项目。

图表 14 公司三大业务营业收入及增速情况 图表 15 自营与业务伙伴合作收入占比情况 (%)



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

3.2 品牌影响力助力提升溢价空间，逆周期特征稳定盈利水平

品牌是代建企业的核心竞争力，为公司持续增长提供稳定保障。代建方能在很大程度上消除消费者对购买预售楼盘风险、品质、物业管理等多方面的疑虑，同时利用多渠道营销手段精准覆盖客群，并凭借其品牌溢价和客户基础，获得更高的投资回报。显著的品牌优势叠加丰富的管理经验，绿城管理能够持续享受更高的业务流量、溢价空间与去化速度。

图表 16 公司典型项目溢价情况

项目名称	销售均价(元/平)	周边竞品项目销售均价(元/平)	溢价率
绿城富春玫瑰园	49000	24500	100%
绿城翠湖香山	31857	27552	16%
海口桃李春风	29000	7500	280%

资料来源：中指研究院，太平洋研究院整理

代建行业虽依托于房地产行业，但具有逆周期特性，其利润水平也强于开发行业的利润水平。2017年至2019年，绿城管理控股的毛利率及净利率持续下降，是商业代建公司平台业务利润下滑显著导致。2020年，公司调整业务模式以及经营战略，采取降低高成本业务占比等降本措施，毛利率、净利率实现修复；2021H1，毛利率、净利

率较2020H1均有所上升，分别为47%、26%。

3.3 多元化客户结构夯实发展宽度，体现业务持续发展逻辑

代建行业的资本实力有几方面体现，其中委托方群体的多元化夯实了其发展的宽度，提升抵御风险能力。绿城从以往主要服务中小开发商，转向服务国有企业、政府部门以及金融机构等客户，这些类别委托方的土地来源多为非招拍挂形式的存量市场，受行业调控政策的影响较少，具备风险小稳定性高的特征，目前，绿城中小开发商客群占比24.5%，国有企业客群占比41%，政府客群占比32.3%。

与信托、AMC等金融机构的业务合作，参与不良资产处置，体现了绿城积极宽业务边界与拓展客户渠道的战略前瞻。房地产市场遇冷，部分房企遭遇资金链断裂、爆雷、交付难题，在此背景下绿城管理凭借“轻资产”模式和管理服务经验入场涉房涉地的不良资产处置领域，主动创新商业发展模式。日前，绿城控股已与中粮信托达成合作，为非标遇困项目提供资方代建服务。同时，绿城管理正推进与头部AMC(资产管理机构)东方资产的战略合作，积极在不良资产的后端处置中拓展资方代建业务，通过开发、销售及后期运营实现涉房涉地资产的价值增值。一方面，绿城管理以优质房地产开发能力助推遇困项目续建，使不良资产得以变现；另一方面，房产向购房人交付，进一步为绿城管理创造了良好的社会口碑，在拓宽业务边界的同时使品牌价值得到提升。

通过多元客户结构可以理解绿城代建业务持续性的逻辑：

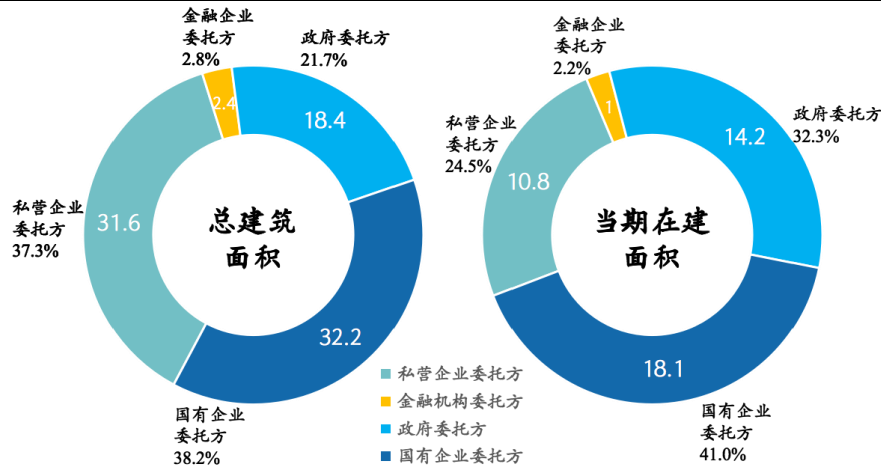
1) 政府机构：我国已建成了全世界最大的住房保障体系，“十四五”期间保障性住房建设将持续推进，保障性住房代建经营模式将稳步增长。绿城“大本营”浙江明确提出“推广保障性住房代建模式，助力共同富裕建设”、“到2025年，城镇住房保障受益覆盖率达到23%”。从中可看出，城市更新、存量房改造等政策持续推动，政府代建未来市场广阔。绿城管理深耕浙江领先优势明显，同时在省外主要城市落地项目，政府代建项目持续增长。

2) 金融机构：去年以来，部分房企面临资金链断裂、爆雷、交付危机，涉房涉地的不良资产处置，成为行业新的机遇和风口。同时金融机构以往“投融管退”的模式在当下宏观形势下遭遇一定挑战，开始寻求与专业开发能力的代建企业建立合作，绿城凭借“轻资产”模式和管理服务经验果断出局，在不良资产的后端处置过程中发挥专业开发能力，在房地产转向“存量时代”的背景下积极开拓资源，拓展业务边界。

3) 以城投公司为代表的国企：伴随着2021年下半年土地市场走弱与民营地产信用风险发酵，近期地方国企与城投拿地开始显著增多，但部分城投公司缺乏物业开发能

力，委托代建模式随之成为城投企业最常用的业务模式。绿城作为代建行业龙头企业，以其品牌优势及管控能力，实现业务流量引入。

图表 17 截至 2021 年公司建筑面积（百万平方米）及客户占比（%）



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

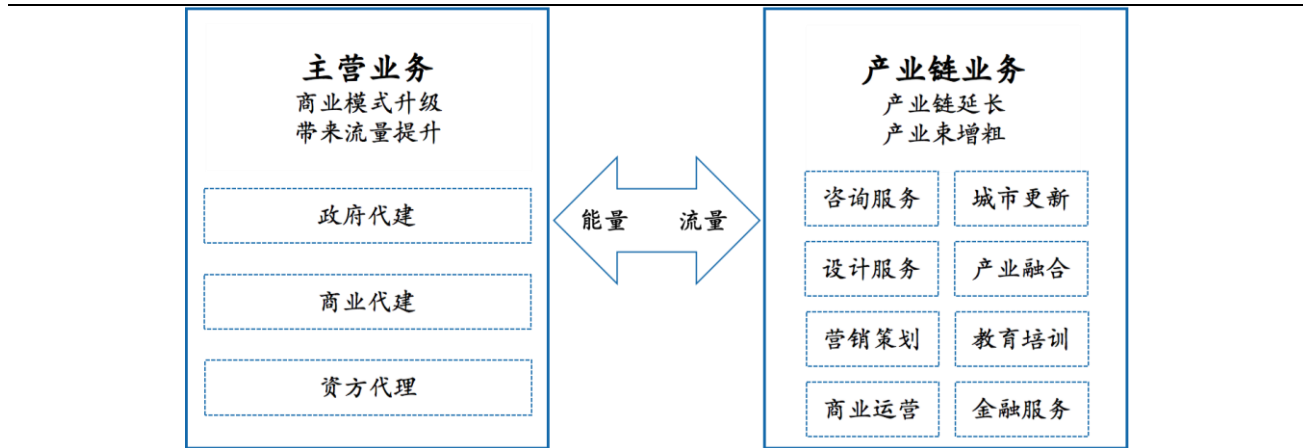
未来政府代建将是代建市场的快速拓展的领域，另外，中小企业、国企及非商品住宅等领域也将齐头并进，共拓前路。

3.4 横向并购与纵向产业链拓展共举，夯实优势壁垒

横向并购优势团队拓展服务边界。2022 年1月11日，绿城管理控股发布收购公告，拟收购浙江熵里建设管理有限公司 60%的股权。浙江熵里建设管理因收购事项而从蓝城控股派生设立，其主要承接蓝城控股代建业务管理团队，以及蓝城控股的代建业务和代建项目，收购事项完成后，蓝城控股将不得再从事代建业务。

根据公告，转让人及担保人共同向绿城管理控股保证，收购事项完成后，绿城管理控股从目标公司分配取得的 2022 年、2023 年及 2024 年的除税后利润将分别不低于人民币1.2亿元、1.3亿元及1.5 亿元。本次收购旨在收购核心标的的管理团队及其代建业务，能够整合代建团队，助推集团核心能力建设，增强公司整体服务能力。

图表 18 横向并购与纵向产业链拓展共举



资料来源：公司资料，太平洋研究院整理

纵向产业链延伸夯实优势壁垒。横向拓展的同时，绿城也在持续孵化产业链上下游公司，整合前端的代建咨询、设计等以及后端的营销策划、商业管理等多种资源。绿城通过横向并购与纵向产业链拓展共举，能够提升公司持续发展能力，夯实公司优势壁垒。

四、盈利预测与估值

我们看好绿城管理在代建行业中的市场地位及未来的成长空间，因而假设绿城在未来能够保持当前市场份额，我们对绿城管理控股拆分业务收入与毛利如下预测：

商业代建业务：商业代建业务的收入增速 2018 年、2019 年、2020 年分别为 42%、28%、-11%；根据公司2021半年报，疫情的负面冲击已基本消除。且根据中指研究院预测2025年代建行业规模将以年均21.3%的速度增长，根据公司招股说明书，市占率30.3%。由于公司全国布局进展迅速，已成为行业稀缺的具有跨区域优势的代建公司，加之其品牌优势与营运管控能力，其市占率有望进一步提升，其收入规模增长速度高于行业增长速度。我们预测 2021 年、2022 年、2023 年，商业代建业务的收入同比增长率分别为21%、28%、34%。

由于公司全国布局加速推进，与业务伙伴合作是绿城扩大项目覆盖区域的必要选择，与业务伙伴合作收入占比将会进一步提高，因此商业代建毛利率有可能进一步下滑。我们预测 2021 年、2022 年、2023 年，商业代建业务的毛利率分别为42%、39%、36%。

政府代建业务：2021年，绿城管理政府代建在建面积增长幅度较大，并且绿城将因其品牌形象及其公司战略设定，将有机会获得较多政府代建项目机会，我们预测2021年、2022年、2023年政府代建业务的收入同比增长率将分别为43%、50%、56%。

政府代建业务逐渐成为绿城的战略重心，其业务比重有所上升。虽然由于政府代建委托方的特殊性，代建公司不具备较强的溢价能力，但由于政府代建具有更强的标准化特征，因而更能够通过项目经验积累形成规模效益。我们预测2021年、2022年、2023年，政府业务的毛利率分别为47%、49%、51%。

其他服务：因其他服务收入规模具有一定不稳定性，因此我们给予较为保守稳定的增长速度，我们预计2021年、2022年、2023年，其他服务的收入同比增长率将分别为6%、13%、15%。

预测2021年、2022年、2023年，政府业务的毛利率分别为60%、65%、50%。

考虑到代建行业广阔发展空间以及绿城行业龙头的地位，我们认为适合给予公司21年20倍PE估值，对应目标价8.38港元，给予“买入”评级。

图表 19 营业收入及毛利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
商业代建					
收入（百万元）	1,471	1,312	1,591	2,031	2,723
增长率	28%	-10%	21%	28%	34%
毛利（百万元）	680	579	668	792	980
毛利率	46.0%	44%	42%	39%	36%
政府代建					
收入（百万元）	358	310	445	668	1,045
增长率	77%	-14%	44%	50%	57%
毛利（百万元）	155	141	209	327	533
毛利率	43%	45%	47%	49%	51%
其他					
收入（百万元）	165	191	178	201	231
增长率	24%	16%	6%	13%	15%
毛利（百万元）	47	146	107	111	116
毛利率	28%	77%	60%	55%	50%
合计					
总收入（百万元）	1,994	1,813	2,214	2,899	3,999
增长率	34.6%	-9.1%	22.1%	31.0%	37.9%
毛利（百万元）	881.6	865.9	984.0	1,229.7	1,628.8
毛利率	44.2%	36.0%	44.5%	42.4%	40.7%

图表 20 盈利预测

利润表（百万 元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,993.89	1,812.98	2,213.63	2,899.29	3,999.08
营业成本	1,112.32	947.15	1,229.62	1,669.62	2,370.30
销售费用	21.97	48.30	41.68	65.92	83.11
管理费用	302.22	330.61	110.90	145.25	200.35
财务费用	1.76	1.47	1.62	1.54	1.58
其他	20.95	-36.55	-7.80	-22.17	-14.99
利润总额	538.20	524.93	840.84	1,042.21	1,361.88
所得税	149.28	117.41	210.21	260.55	340.47
净利润	373.81	418.30	630.63	781.66	1,021.41
少数股东损益	49.04	-21.03	-31.70	-39.29	-51.34
归属于母公司净 利润	324.77	439.33	662.33	820.95	1,072.75
每股收益（元）	0.23	0.22	0.34	0.42	0.55

五、风险提示

代建行业竞争超预期；品牌维护不及预期；供应商与合作商带来的不确定风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。