

# 深度参与房产不良项目处置，开辟资本代建新蓝海

资本代建需求激增推动房地产代建行业扩容。代建分为商业代建、政府代建和资本代建三块。传统的代建业务仅包括政府代建和商业代建，今年以来部分房企现金流压力较大，不良项目数量增多，而拥有不良项目所有权的 AMC 及信托方缺乏开发能力，急需找第三方代建公司合作，催生资本代建需求猛增。我们预计包含 AMC 与房地产信托在内的资本代建的市场规模约在 334 亿元，是今年代建行业的新赛道。

公司具备不良项目全流程处理能力并深度参与。资本代建需要与原开发商、金融机构、地方政府以及业主方共同合作推进项目交付，因而此类项目处理难度较大、对代建方的能力要求高，看重代建方能为该项目带来的信用背书和代建方自身的品牌形象。绿城管理控股是目前市场上唯一参与过资本代建的上市公司，且拥有不良项目前、中、后端介入的全方位的服务经验。公司以不出资、不提供征信为原则，目前已在江苏、广东、河北、广西等地接手多个地产纾困项目，与房企（包括中国恒大、奥园集团等）、资方（AMC 及信托机构）以及行政机关（政府、法院等）等多主体展开合作。在当前竣工下滑，保交楼成为房地产行业首要任务的背景下，公司的开发管理能力尤显珍贵，未来有望在与诸多房企和资本方成功合作的基础上进一步扩大其业务规模。

维持买入评级和目标价不变。我们看好公司在不良项目上全方位的处理能力，公司也是目前唯一有能力处理不良项目的上市公司，资本代建需求的猛增将带来公司订单维持高速增长。我们维持对公司的盈利预测，2022-2024 年 EPS 为 0.36/0.46/0.58 元，维持买入评级和目标价 8.38 港元/股不变。

风险提示：代建项目开发和销售进度不及预期；行业竞争加剧；公司人员流失等。

## 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,813	2,243	2,799	3,458	4,307
增长率(%)	-9.1%	23.7%	24.8%	23.5%	24.6%
净利润(百万元)	439	565	733	920	1,165
增长率(%)	35.3%	28.7%	29.6%	25.6%	26.7%
EPS(元/股，摊薄)	0.22	0.29	0.36	0.46	0.58
P/E(倍)	22.5	17.5	13.9	11.0	8.7

资料来源：公司公告，中信建投

## 绿城管理控股(9979.HK)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

18621097792

SAC 执证编号：S1440519120002

SFC 中央编号：BPU491

发布日期：2022 年 07 月 19 日

当前股价：5.89 港元

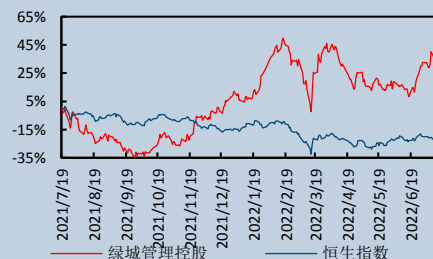
目标价格 6 个月：8.38 港元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	18.99/22.68	-1.9/3.77	23.02/50.54
12 月最高/最低价 (港元)			7.2/3.06
总股本 (万股)			201,000.0
流通 H 股 (万股)			201,000.0
总市值 (亿港元)			118.39
流通市值 (亿港元)			118.39
近 3 月日均成交量 (万股)			317.63
主要股东			
绿城中国控股有限公司			73.17%

## 股价表现

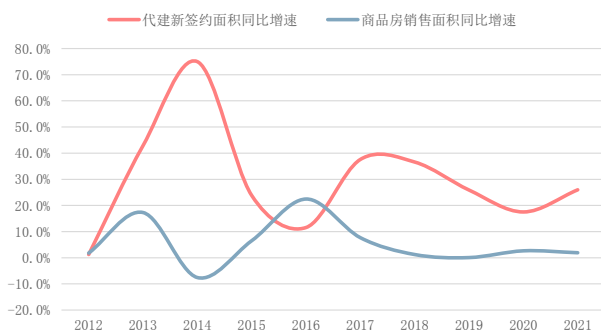
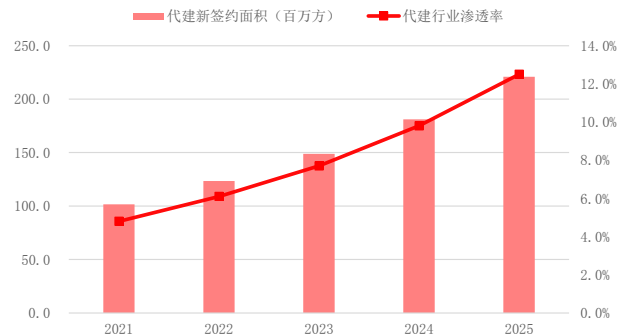


## 相关研究报告

22.07.12	【中信建投房地产】绿城管理控股(9979):业务拓展提速,高管增持传递发展信心——2022 年半年度经营数据点评
22.03.23	【中信建投房地产】绿城管理控股(9979):积极拥抱行业格局变化,新增拓展高速增长——2021 年度业绩点评
22.01.25	【中信建投房地产】绿城管理控股(9979):业务拓展提速,高管增持传递发

## 1. 资本代建需求激增推动房地产代建行业扩容

地产市场下行期间，代建的抗周期属性凸显。2013 年以来，代建行业的新签约面积增速变化与全国商品房销售面积同比增速变化呈现一定负相关关系。2021 年全国商品房销售面积 1794 百万方，同比增速为 1.9%，较上年下降 0.7 个百分点；而代建行业新签约面积则为 101.5 百万方，同比增速高达 26.0%，较上年提升 8.5 个百分点。地产市场整体下行期间，代建行业往往获得更多订单。传统代建业务（包括政府代建和商业代建）呈现较强的抗周期属性特征。

**图表1： 代建行业呈现较强的抗周期属性**

**图表2： 2025 年代建行业渗透率有望达到 12.5%**


资料来源：统计局，中指研究院，中信建投

资料来源：统计局，中指研究院，中信建投

资本代建需求激增，带动代建行业扩容。2021 年下半年地产市场转冷以来，部分房企资金状况紧张，旗下不良项目部分交由 AMC 接手进行后续推进。由于 AMC 公司缺乏开发能力，急需找绿城管理控股这样的独立第三方代建，推动公司资本代建业务的发展。我们将资本代建的市场需求拆分为 AMC 代建需求与房地产信托代建需求，预计 2021 年全年不良项目的规模达到 6682.8 亿元，按每个代建项目收取 5% 的代建费计算，预计资本代建带来的市场扩容约在 334.1 亿元。

**图表3： 资本代建市场空间测算**

	2020	2021
全国性 AMC 不良资产总额 (亿元)	14540.0	15267.0
地方 AMC 不良资产总额 (亿元)	3298.8	3463.7
房地产不良资产占比	30.8%	30.8%
资本代建需求：AMC (亿元)	5491.2	5765.7
房地产信托余额	22780.5	17600.0
违约项目占比	1.8%	5.2%
资本代建需求：信托 (亿元)	409.0	917.1
<b>资本代建总体市场需求 (亿元)</b>	<b>5900.2</b>	<b>6682.8</b>
代建费率	5.0%	5.0%
<b>资本代建总体市场规模 (亿元)</b>	<b>295.0</b>	<b>334.1</b>

资料来源：公司公告，用益信托网，中信建投

## 2. 公司具备不良项目全流程处理能力并已有深度参与

**不良项目处理难度大，对代建方的能力要求高。**不良项目的代建处理难度明显高于一般的商业代建项目，其特点包括非标化、个案化、风险大、涉及面广、诉求复杂等，且大部分项目为已建或已售状态。项目在原开发商出险过程中口碑和形象受损，项目交付阻力大，对接手的代建服务商在甄别能力、风险隔离能力、资源整合能力、执行落地能力上有更高的要求。资本方往往更倾向于选择有丰富代建经验，同时有强大的信用背书和品牌形象的代建服务商。

**公司是目前市场上唯一参与资本代建的上市公司。**公司作为独立上市公司，能更加中立处理不良项目，当前资本方对公司合作需求大量提升。且公司拥有不良项目前、中、后端的全流程处理能力，可以在不良项目的任意进展时期进行切入：

(1) 项目不良前期：负责对项目进行系统梳理、重新规划运营思路，解决组织体系建设、前期设计等问题，推进与供应商恢复合作，推进项目复工复产。

(2) 项目不良中期：对正在建设进程中的项目进行品牌焕新、产品升级、供应链重整等工作，推进项目平稳交付。

(3) 项目不良后期：操盘能力赋能，帮助完成项目建设、提升资产价值。

**图表4：绿城管理控股具有不良项目全流程切入处理能力**

不良项目阶段	项目不良前期	项目不良中期	项目不良后期
绿城管理控股的解决方案	1. 对项目进行系统梳理、重新规划运营思路 2. 解决组织体系建设、前期设计等问题 3. 推进与供应商恢复合作，推进项目复工复产	1. 对正在建设进程中的项目进行品牌焕新、产品升级、供应链重整等工作 2. 推进项目平稳交付	操盘能力赋能，帮助完成项目建设、提升资产价值
解决的痛点问题	1. 梳理规划阶段响应政府要求、满足业主诉求 2. 为委托方（资方）进一步收购项目剩余股权提供依据 3. 解决对供应商和农民工的欠款问题，化解社会矛盾	实现金融委托方、原开发商、业主、供应商、政府的多方共赢	推进项目破产重整，最大化保障当事各方利益

资料来源：公司官网，中信建投

**公司坚持轻资产战略，以高标准挑选接手纾困项目。**不同于市场上向项目提供资金支持的“融资代建”模式，公司的“资方代建”模式始终坚持轻资产战略，以不出资、不提供征信为原则。在目前市场上待纾困项目众多的情况下，公司根据自身已积累的经验，以高标准挑选接手不良项目（相关标准包括项目的股权已由资方控制、项目的股权债权清晰、当地政府与项目购房人支持等），确保自身收益率及安全性。

**数个纾困项目合作已落地，力争满足不同合作方需求促成项目交付。**目前，公司已在江苏、广东、河北、广西等地接手多个地产纾困项目，与房企、资方、行政机关等多主体展开合作，分别介入各项目的前、中、后期阶段。公司在保障自身经营安全的情况下，将凭借自身优秀的能力体系与代建经验，持续获取项目、扩大市

场份额。

**图表5：公司已接手的部分纾困项目**

合作项目	项目地点	合作方	介入项目阶段
恒大江阴项目	江苏江阴	中粮信托	项目不良前期
奥园广州云和公馆	广东广州	中国奥园、金融机构	项目不良中期
当地某破产重整项目	河北唐山	河北唐山某国企	项目不良后期
广西官塘投资发展有限公司破产重整计划项目	广西柳州	柳州市中级人民法院	项目不良后期

资料来源：公司官网，中信建投

与中国奥园的合作是公司参与不良项目处理的范本。2022年1月19日，中国奥园正式宣告债务违约；因资金紧张，自2021年下半年起其在各地的项目开发出现停滞。随后，中国奥园尝试出售资产、引入战投等方式继续推进未完工项目，其中便包括寻求专业代建公司的协助。7月14日，绿城管理与奥园集团、平安不动产等多家金融机构就奥园广州云和公馆项目达成合作协议，为该项目提供全过程开发管理服务。未来“奥园云和公馆”在推广中也将使用绿城管理的品牌，实现品牌焕新、项目盘活。据奥园管理层表示，未来双方还拥有在大湾区城市更新领域合作的可能。

**图表6：绿城管理与中国奥园签约现场**



资料来源：公司官网，中信建投

**图表7：建设中的广州奥园云和公馆**



资料来源：中国奥园官网，中信建投

## 报表预测

**图表8: 报表预测**

利润表						资产负债表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	1813	2243	2799	3458	4307	流动资产	3321	3621	4529	5589	6976
销售成本	-947	-1203	-1506	-1864	-2329	贸易及其他应收款项	388	749	934	1154	1438
毛利	866	1041	1293	1593	1977	合约资产	317	482	602	744	926
其他收入	49	116	145	179	223	应收关联方欠款	203	240	277	315	352
其他收益及亏损	-27	2	3	3	4	已抵押银行存款	16	13	16	19	24
销售及营销开支	-48	-93	-107	-133	-165	银行结余及现金	2397	2138	2699	3358	4236
行政开支	-331	-378	-444	-514	-597	非流动资产	1427	1543	1639	1735	1831
上市费用	-34	0	0	0	0	物业、厂房及设备	98	102	93	85	78
融资成本	-1	-6	-1	-1	-1	使用权资产	18	17	19	21	23
预期信贷亏损模式下的减值亏损	-1	-11	-5	-5	-5	投资物业	53	47	59	71	84
投资物业公允价值变动的收益	-3	-2	0	0	0	商誉	769	769	769	769	769
分占联营公司业绩	3	-1	-1	-1	-1	于联营公司的权益	67	70	74	77	80
分占合营公司业绩	53	53	53	53	53	于合营公司的权益	94	174	254	333	413
除税前溢利	525	722	936	1176	1489	其他非流动资产	327	364	371	377	384
所得税开支	-117	-152	-196	-247	-312	资产总计	4748	5244	6247	7404	8887
年内溢利	408	571	740	929	1176	流动负债	1619	1844	2278	2792	3454
本公司拥有人	439	565	733	920	1165	贸易及其他应付款项	819	943	1177	1454	1811
非控股权益	-27	5	7	9	11	应付关联方欠款	199	246	307	379	472
EPS (元)	0.22	0.29	0.36	0.46	0.58	应付所得税项	146	179	223	276	344
						合约负债	396	385	480	593	739
						租赁负债	9	5	5	4	3
						其他流动负债	51	86	86	86	86
						非流动负债	26	29	34	39	44
						递延税项负债	17	19	22	26	29
						租赁负债	9	10	11	13	14
						负债合计	1645	1872	2311	2830	3497
						股本	16	16	16	16	16
						储备	3059	3325	3884	4516	5324
						本公司拥有人应占权益	3075	3341	3900	4532	5341
						非控股权益	27	30	36	41	49
						负债和股东权益	4748	5244	6247	7404	8887

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1089	138	786	985	1252
投资活动现金流净额	-211	-140	-116	-116	-116
筹资活动现金流净额	496	-257	-108	-210	-257
现金净增加额	1374	-260	562	658	878

资料来源: 公司公告, 中信建投

## 分析师介绍

**竺劲：**房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，10年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

## 研究助理

丁希璞 18317013679 dingxipu@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk