

代建行业系列报告（一）

代建行业的前世今生与星辰大海

增持（首次）

2023年03月10日

证券分析师 房诚琦

执业证书: S0600522100002

fangcq@dwzq.com.cn

证券分析师 肖畅

执业证书: S0600523020003

xiaoc@dwzq.com.cn

研究助理 白学松

执业证书: S0600121050013

baixs@dwzq.com.cn

投资要点

- **代建行业发展历程及模式演变：**我国的代建行业可以通过政策与模式的演变进而划分为三个阶段：(1) 地方探索及政策试点（1993-2003年）：最早以厦门等地地方政府提倡的政府代建为主，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”进行研究；此后多地进行试点；(2) 政策鼓励与全国化发展（2004-2015年）：经历国家对投资体制的多轮改革，代建模式在政策上受到鼓励并在全国范围内全面铺开；(3) 政策完善与模式化创新（2016年-至今）：得益于我国城镇化率的不断攀升及地产投资额的上涨，以市场化房企为参与主体的商业代建蓬勃发展；随后，资本代建与代建上下游衍生模式也应运而生。在模式上，经历了以政府代建为主到代建平台化的模式转变，分为代建1.0至代建4.0模式，中间经历商业代建与资本代建的不断扩充，目前已形成以商业代建与政府代建为主，资本代建与上下游衍生服务作为补充的行业类别。
- **业务模式剖析：**代建业务模式众多，目前没有统一的分类标准，按照委托方类型来看可以分为以中小房企为委托方的商业代建、以政府及企事业单位为委托方的政府代建、以金融机构为委托方的资方代建以及围绕代建相关的衍生服务；而在商业代建领域，可以根据收费模式与代建方是否出资入股进一步划分为纯服务费代建、配资代建与股权式代建。目前政府代建随着保障性租赁住房与城市更新建设需求迎来快速扩容；而在商业代建领域，由于房企流动性危机，委托方对于配资代建的需求也在不断提升，金融能力与信用优势成为竞争因素；在资本代建层面，除了绿城管理控股等少数代建企业已有项目落地外，其余企业落地较少，短期来看将受益于AMC等金融机构对于“保交楼”的深度介入。
- **行业优势分析及规模测算：**代建模式与传统地产开发的运营逻辑具有显著不同，传统地产投资回报主要是通过土地增值及物业一次性销售取得，较高的杠杆与巨额的土地款支出都是制约其拓展项目的因素，而代建项目的拓展并不受投资驱动，而是根据不同客户及品牌授权，就所提供的服务收取服务费。与传统开发相比，我们认为代建主要具有高盈利、逆周期、低杠杆的三大特点。我们基于项目来源分析进行代建行业规模预测：1) 政府代建：保障性租赁住房筹建需求、城市更新及市政建设需求；2) 商业代建：中小型房企代建需求、城投代持拿地代建需求，不良资产处理需求；3) 资本代建及衍生服务：项目纾困短期需求（金融机构介入部分）。经过测算，2026年代建业务的新签约金额规模达到397亿元，2022-2026年5年总规模可达1729亿元，增速维持在6-11%区间，有望显著跑赢房地产销售市场。
- **投资建议：**代建行业历经30余年发展，商业模式趋于成熟。随着近年来保障性租赁住房相关政策的不断出台以及房地产下行周期的特殊背景，政府代建、商业代建和资本代建业务的渗透率均不断提升。我们认为房地产代建开发的金融化、专业化是大势所趋，代建行业有望在未来5年维持平稳增长，行业规模可观。由于代建业务对企业的产品口碑、信用资质、服务意识和标准化知识体系等方面均有较高要求，行业龙头企业先发优势明显，预计未来能获取更高市占率。建议关注经营能力优秀、品牌价值突出、规模优势明显的龙头标的：绿城管理控股。
- **风险提示：**代建行业竞争加剧，疫情影响项目开工及交付，委托方及供应商风险

行业走势



相关研究

《阴霾渐散曙光已现，聚焦内生
回归本源》

2023-01-13

内容目录

1. 代建的发展历程与模式演变	4
1.1. 行业发展：脱胎于厦门市政建管，逐步迈向全国化.....	4
1.2. 模式演变：前期以政府代建为主，商业代建迎头赶上.....	8
1.3. 代建行业的国外发展经验：金融化、专业化特征明显.....	9
2. 业务模式剖析：商业代建为主，政府及资方代建扩容	10
2.1. 政府代建：持续扩容，保障性租赁住房成短期热点.....	10
2.2. 商业代建：服务费模式代建为主，配资代建需求提高.....	12
2.3. 资本代建：目前落地项目较少，受益于金融机构对“保交楼”介入	15
3. 行业优势分析及收入规模测算	17
3.1. 逆周期、高盈利与轻资产属性明显.....	17
3.2. 代建收入规模测算.....	19
3.2.1. 代建项目需求来源.....	19
3.2.2. 规模测算核心假设.....	19
3.2.3. 测算结论.....	22
4. 行业重点公司	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 我国代建行业发展历程.....	4
图 2: 我国房地产开发投资完成额.....	5
图 3: 我国房屋施工面积.....	5
图 4: 行业 TOP5 及 TOP10 市场份额变化.....	7
图 5: 行业 TOP5 新签约建面与销售建面占比.....	7
图 6: 我国代建模式发展.....	8
图 7: 房地产行业“微笑曲线”.....	9
图 8: 新加坡基于政府采购的代建模式.....	9
图 9: 政府代建模式图.....	11
图 10: 绿城管理控股政府代建流程.....	11
图 11: 政府代建新签约建面预测.....	12
图 12: 政府代建潜在市场规模.....	12
图 13: 商业代建模式图.....	13
图 14: 商业代建新签约建面预测.....	13
图 15: 商业代建潜在市场规模.....	13
图 16: 资本代建模式图.....	15
图 17: 信达所收购涉房类不良资产及占比.....	16
图 18: 华融所收购涉房类不良资产及占比.....	16
图 19: 绿城管理控股所落地的纾困类资方代建.....	16
图 20: 商品房销售面积与代建新签约建面逆向波动.....	17
图 21: 代建、物业和房地产开发净利润率变化.....	18
图 22: 代建龙头绿城管理控股归母净利率水平.....	18
图 23: 城镇住房总需求及代建渗透率预测.....	19
图 24: 政府及商业代建新签约建面预测.....	23
图 25: 代建收入分项预测.....	23
图 26: 绿城管理控股 2021 年营收增长 23.7%.....	24
图 27: 绿城管理控股 2021 年新拓建面同比增长 21.8%.....	24

表 1: 与代建行业发展相关的部分全国性政策.....	5
表 2: 代建与自投模式财务特征比较.....	6
表 3: 进入代建赛道的重点企业.....	7
表 4: 三种代建模式比较.....	10
表 5: 万科小股操盘项目-昆明云上城项目收益分配表.....	14
表 6: 纯服务费模式与少数股权模式比较.....	14
表 7: 商业代建规模测算.....	20
表 8: 政府代建规模测算.....	21
表 9: 代建规模总测算 (新签约代建费口径)	22

1. 代建的发展历程与模式演变

我国的代建行业可以通过政策与模式的演变划分为三个阶段，最早以地方政府提倡的政府代建为主，随后经历国家对投资体制的多轮改革和规范，代建模式在政策上受到鼓励并在全国范围内全面铺开；得益于我国城镇化率的不断攀升及地产开发投资额的上涨，以市场化房企为参与主体的商业代建蓬勃发展；随后，资本代建与代建上下游衍生模式也应运而生。

1.1. 行业发展：脱胎于厦门市政建管，逐步迈向全国化

地方探索及政策试点（1993-2003年）：1993年，厦门工程建设管理体制提出：将一些基础设施项目委托给专业的项目管理机构建设，随后，多地政府为解决建设需求过大但在建设过程中受到行政干预较多的问题开始零星实行代建模式。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模式建设试点。这种模式也被各地政府的公益性投资项目所借鉴和接受。

图1：我国代建行业发展历程

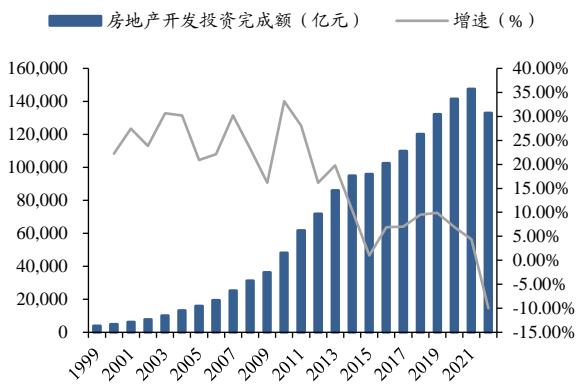


数据来源：东吴证券研究所

政策鼓励与全国化发展（2004-2015年）：2004年，国务院颁发的《国务院关于投资体制改革的决定》指出：对政府投资项目进行初步界定，对非经营性政府投资项目加快推行“代建制”。至此，代建模式广泛运用于政府工程。由于各地在项目招投标、建设过程管控等方向标准不一，建设部等五部委于2007年1月联合发布《关于加强大型公共建筑工程管理的若干意见》，主要围绕建设标准的制定与执行、设计方案的招标与评审、建设实施方式改革等方面做出进一步指示。

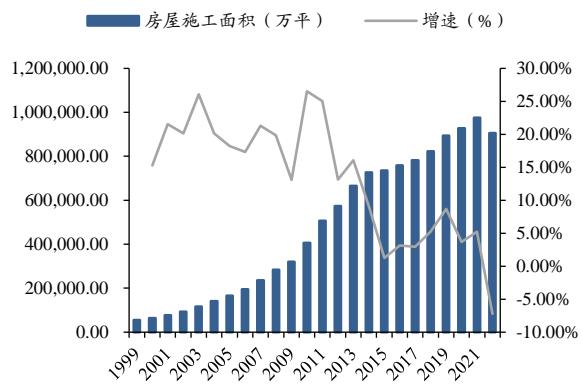
政策完善与模式化创新（2016年-至今）：2016年开始中国房地产行业迈入年均10万亿以上投资规模。与此同时，行业年均施工面积同样处于较大体量。2016年，房地产行业施工面积达到75亿方以上。如此巨大的投资和建设规模，使得中小开发商与资本方作为委托方的商业代建业务获得较快发展。随着规模增长，制度性文件也逐步完善，管理红利开始释放，代建行业在制度框架内也逐渐演变出资本代建及其上下游衍生服务。

图2：我国房地产开发投资完成额



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：我国房屋施工面积



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

表1：与代建行业发展相关的部分全国性政策

时间	相关单位	文件	主要内容
2004年7月	国务院	《国务院关于投资体制改革的决定》	对政府投资项目进行初步界定，明确对非经营性政府投资项目加快推行“代建制”
2004年11月	建设部	《建设工程项目管理试行办法》	从业务范围、企业资质、招标方式等方面规范代建项目的运行和操作
2007年1月	建设部等	《关于加强大型公共建筑工程建设管理的若干意见》	强调对非经营性政府投资项目加快推行“代建制”
2012年4月	国务院	《国务院办公厅转发发展改革委 法制办监察部关于做好招标投标 法实施条例贯彻实施工作意见的 通知》	规范全国范围内的工程建设招投标市场行为
2016年7月	中央办公厅	《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》	明确了深化投融资体制改革的指导思想、基本原则和重点任务，是投资体制改革历史上第一份以党中央国务院名义印发的文件
2018年5月	国务院	《关于开展工程建设项目审批制 度改革试点的通知》	决定在北京等15个城市对工程建设项目审批制度展开试点工作
2019年5月	国务院	《政府投资条例》	从投资决策、年度计划、项目实施、监督管理四个角度对政府投资行为进行了严格规范

数据来源：国务院、建设部、中央办公厅、建设部等，东吴证券研究所

代建模式的兴起，是供需两端对市场化与效率需求的集中体现，也是房企轻资产转型的代表模式。与传统的项目管理模式相比，代建模式更能适应现行经济发展下政府投资项目的管理需要，这种新模式提高了项目管理的专业性，使得政府投资项目朝专业化、规范化发展，并通过简政放权使政府部门更专注于投资研判与过程监督，“专业的事交给专业的人”得到充分体现。而对于商业代建而言，则是投资与开发相分离趋势下轻资

产模式的代表，也是目前房企转型重要的模式，与自投模式相比，其收益率较高且负债率较低，融资渠道多元化，受到的政策与市场限制更少。代建模式越来越得到房地产企业的认可，吸引了很多新的企业进入市场。

表2：代建与自投模式财务特征比较

项目	代建模式	自投模式
净资产收益率	高	低
资产周转率	高	低
资产负债率	低	高
土地增值税	免税	正常
销售管理费用/收入	低	高
融资渠道	多元化	银行贷款
投资方式	多元化	投资土地

数据来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，东吴证券研究所

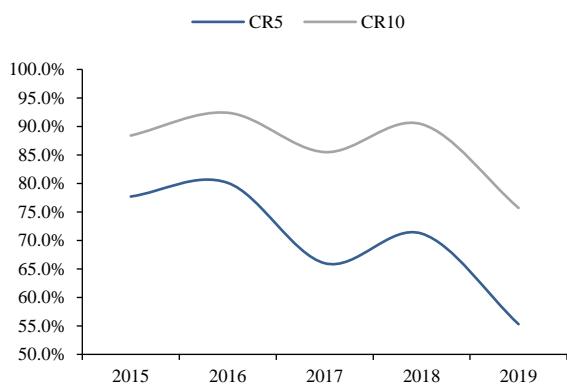
入局房企增多，其发展代建业务的核心诉求在于市场下行背景下的轻资产转型需求与冗余开发能力的再利用需求。随着代建业务客户群体向国有资本演变，不具有专业操盘能力的投资方愈发增多，投资与开发相资产分离趋势明显，这些市场中持续增加的代建需求，促使越来越多的房企涉足代建领域，目前已有 40 余家房企涉足代建业务，竞争更加白热化。对于各参与方而言，其主要诉求大致分为两类：1) 将代建作为传统开发业务在投资去化乏力环境下的轻资产补充，以优化其现金流回款与报表业绩，且将其多余的开发能力进行利用，在一定程度上是避险的需要；2) 将代建作为独立业务进行发展甚至分拆上市，坚定进行轻资产转型，组建专班进行区域深耕或者全国化拓展，并针对代建进行产品打造，使其真正成为传统开发业务的“第二成长曲线”，此类企业以绿城管理控股、中原建业为代表。

表3：进入代建赛道的重点企业

参与方	企业定位	代建模式	现有规模
绿城管理控股	中国房地产轻资产开发模式的先行者、引领者，代建4.0开创者及绿星标准制定者	政府+商业+资方代建全链条	行业第一，在管项目390个，储备货值5800余亿元
中原建业	深耕中原地区，为中国代建第二股	商业+政府为主	行业第二，在管项目266个
金地管理	独立经营代建业务的子公司	商业代建为主	在管项目90余个，住宅货值1000亿元
雅居乐房管	下属产业公司，聚焦代建管理、设计服务等业务领域的赋能	商业+政府代建	在管项目50余个，储备货值1300亿元
华润代建	代建业务在华润置地大区下开展，未单独成立代建平台	政府代建为主	在管项目约200个
旭辉建管	2021年成立，为旭辉下属轻资产板块	商业+政府代建	在管项目35个，建面700万平
龙湖龙制造	以TOD、科技作为标签开展关联代建业务	围绕其自身特色探索代建模式	2022年官宣成立

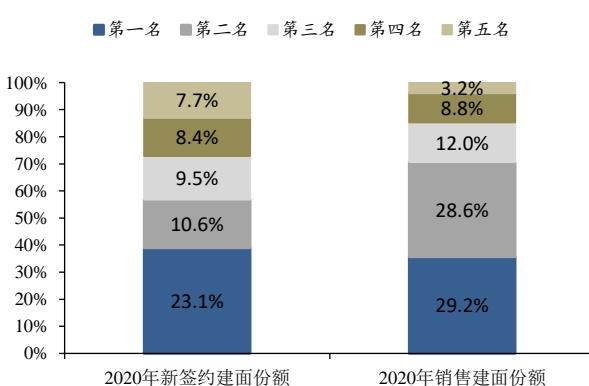
数据来源：相关公司官网，东吴证券研究所

图4：行业TOP5及TOP10市场份额变化



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图5：行业TOP5新签约建面与销售建面占比



数据来源：中指院，东吴证券研究所

1.2. 模式演变：前期以政府代建为主，商业代建迎头赶上

我国代建模式经历了从以政府代建为主到平台化的柔性代建的模式转变，从行业实际转变可以分为代建 1.0 至代建 4.0 模式。

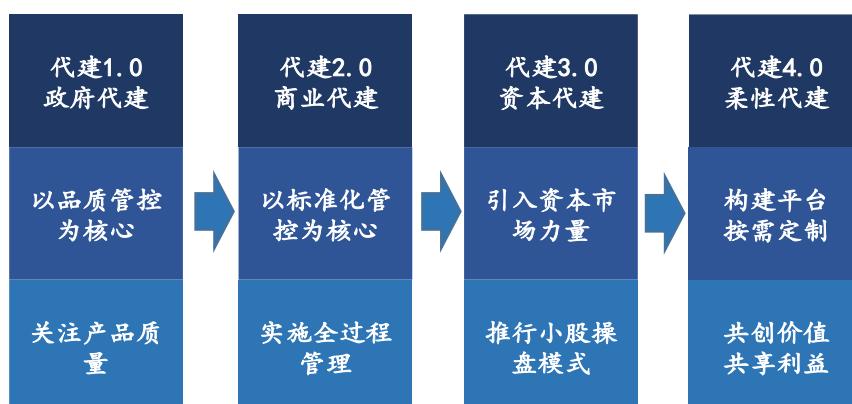
代建 1.0 阶段：以政府代建为主的模式，企业对于模式的创新有限，商业模式主要基于政府的招投标流程。代建方接收政府的委托，双方确立好建造的要求，根据该要求对项目进行代理建设。其中，安置房、限价房等的保障性住房和公共设施是政府代建的主要项目。

代建 2.0 阶段：以商业代建为主，委托方需要有充足的资金源，具备土地的使用权，且与代建方的开发理念和对产品质量要求相一致，这样才能开展代建业务，此阶段代建模式的特点以标准化管控作为核心，从前期定位到营造去化均需要按照对应流程。

代建 3.0 阶段：资本代建兴起，资本代建与商业代建的模式是相似的，主要区别在于商业代建的委托方是拥有土地使用权证的企业，而资本代建委托方是金融机构、财团等的资本方；随着投资与开发相分离，资本代建业务成为传统政府代建与商业代建业务的补充。

代建 4.0 阶段：随着三大独立代建业务迈入正式的轨道，代建市场也由原来的品质控制发展为标准化管理，且在进一步形成更为成熟的体系，并逐步迈入了代建平台化、按需定制的柔性代建模式，即代建 4.0 阶段。

图6：我国代建模式发展

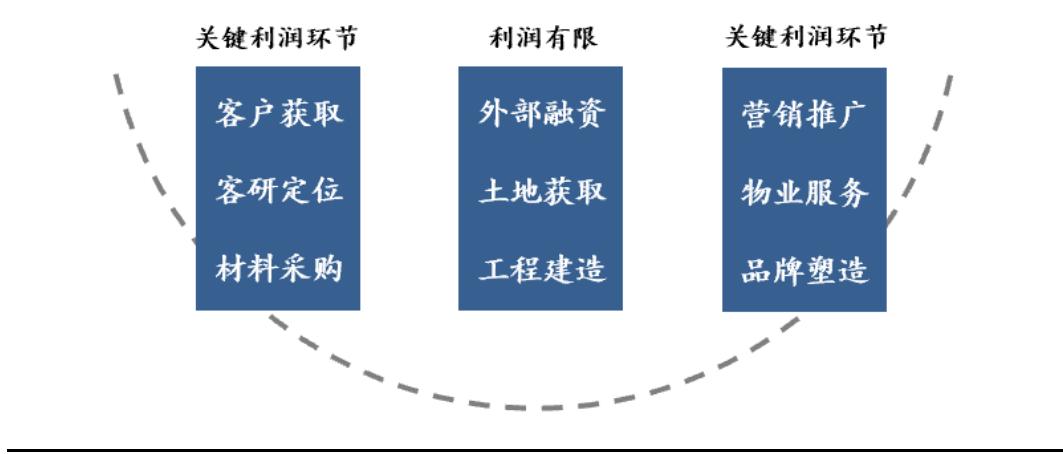


数据来源：《代建模式下房地产企业财务绩效的影响研究——以绿城管理为例》，东吴证券研究所

代建模式的关注点逐渐由项目中期建设向项目开发的前端与后端过渡。基于微笑曲线理论，企业将核心资源放在开发前端的研发设计与后端的品牌输出上可以获得更大利润空间，且前后端流程的发展充分赋能开发中的建设环节以提升项目溢价与去化，代建咨询、设计规划、代建模式培训等上下游服务逐渐兴起，企业更加追求微笑曲线两端的

高附加值业务。

图7：房地产行业“微笑曲线”



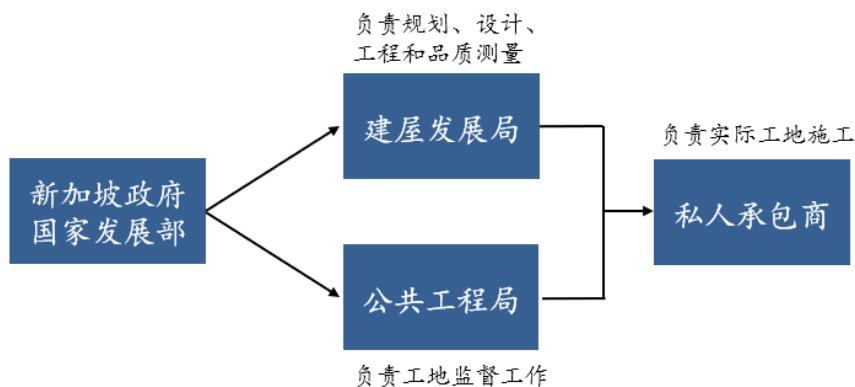
数据来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，东吴证券研究所

1.3. 代建行业的国外发展经验：金融化、专业化特征明显

国外代建模式发展历史悠久，制度相对规范，对我国代建行业发展具有重要借鉴意义，我们选取新加坡和日本两个亚洲发达国家进行分析。

新加坡的代建模式主要分为两种：基于政府采购的代建模式和以凯德置地为代表的基金运作资本代建模式。新加坡政府国家发展部下设建屋发展局和公共工程局，其中建屋发展局是新加坡唯一的公共住屋机构，提供规划、设计、工程和品质测量等专业服务，而公共工程局负责工地监督工作。实际的工地施工通过公开招标由私人承包商代建。凯德置地通过信托基金等形式与资金方合作，按照一定比例出资小股操盘，同时作为基金管理人介入到房地产开发环节获取管理费，项目培育成熟后，基金通过将资产注入REITs变现，凯德置地也可以享受一定的超额收益。

图8：新加坡基于政府采购的代建模式



数据来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，东吴证券研究所

日本由于土地私有化，代建业务更多为私人代建业务，代表公司为积水住宅。积水住宅三大业务板块分别为开发型业务、资产型业务和代建型业务，其中代建业务收益占比接近 50%。积水住宅代建业务的施工质量管理机制完善，子公司积和建设与合作的外部施工组织成立“积水住宅会”，通过标准化的管理体系将工程计划、施工进展情况、检查信息等可视化，严格执行质量管理，为客户提供高品质施工。

可以发现，国外的代建业务金融化、专业化特征明显。投资与开发施工相分离，“让专业的人做专业的事”。金融机构、政府和个人提供项目资金，代建企业负责设计开发，中介负责销售策划，保险机构负担抵押信用风险等。

2. 业务模式剖析：商业代建为主，政府及资方代建扩容

代建业务模式众多，目前没有统一的分类标准，按照委托方类型来看可以分为以中小房企为委托方的商业代建、以政府及企事业单位为委托方的政府代建、以金融机构为委托方的资方代建以及围绕代建相关的衍生服务；而在商业代建领域，可以根据收费模式与代建方是否出资入股进一步划分为纯服务费代建、配资代建与股权式代建。

表4：三种代建模式比较

类型	委托方	合作方式	委托方利益诉求
政府代建	政府及事业单位	与政府安置房、经适房、公租房等保障性租赁住房及公共服务设施等政府投资项目对接	社会效益为主，实现投资和建设环节分离，提高项目市场化能力
商业代建	已经或即将取得土地证的企业	由委托方提供土地并承担全部或主要开发资金，代建企业根据委托方需要向项目输出品牌，派驻开发管理团队承担开发任务	增强项目溢价，提高去化水平，抵御市场波动风险
资方代建	介入房地产行业的金融机构	与 AMC、基金、信托等金融机构对接，金融机构负责资金募集与项目收储，代建企业承担开发任务	资本收益最大化

数据来源：亿翰智库，东吴证券研究所

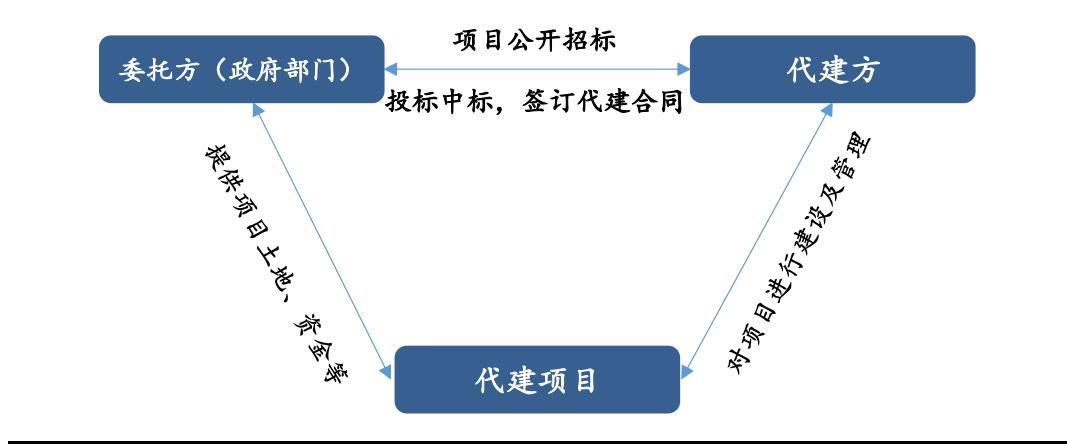
2.1. 政府代建：持续扩容，保障性租赁住房成短期热点

政府代建模式是指政府或行使相关职能的机构对非营利性项目通过市场化招标，通过政府邀请、指定等方式获得代建项目，与政府有关部门合作，对项目建设进行全过程的建设管理。政府代建增长过去主要由经济适用房、安置房、拆迁房以及学校、博物馆等基础设施驱动，现已逐步拓展到产业园区、综合基地等多元业态。政府代建具有社会性与公益性，项目更多考虑满足社会需求与经济发展需要，普遍盈利水平较低，这也导致房企入局的积极性受到影响，但从事政府代建所带来的社会声誉较好，且稳定的回款导致委托风险较小，部分信用资质较强的代建企业入局，能在一定程度上提升企业的社

会形象与政府项目的市场化水平，使双方实现共赢。

收费模式：根据《基本建设项目建设成本管理规定》，政府代建项目的代建费用一般为总投资额的 0.4-2.0%。

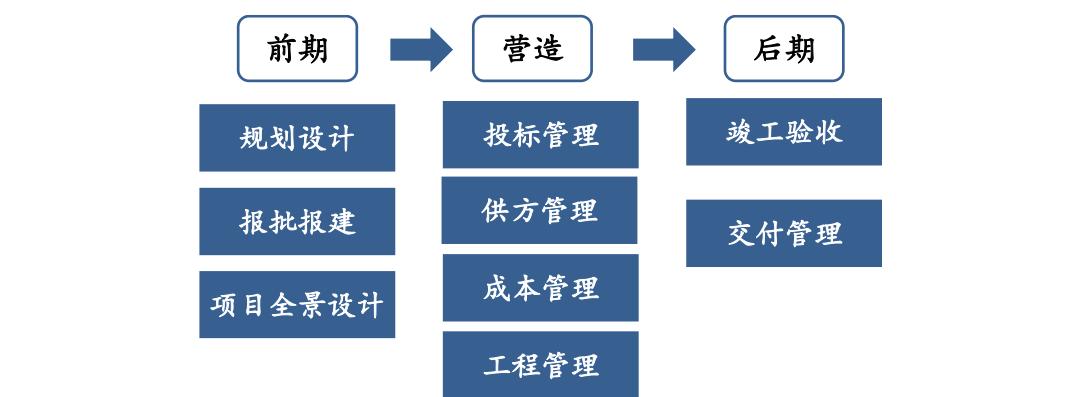
图9：政府代建模式图



数据来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，东吴证券研究所

以绿城管理控股为例，绿城管理控股的政府代建流程分为前期阶段、项目营造与后期阶段，在不同阶段为政府提供包括规划设计、成本及工程管理、竣工验收及交付管理等多种服务，进行代建项目的全过程管理。

图10：绿城管理控股政府代建流程



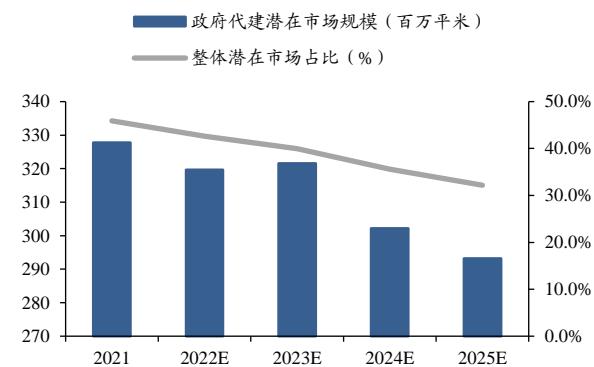
数据来源：绿城管理控股招股书，东吴证券研究所

图11：政府代建新签约建面预测



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图12：政府代建潜在市场规模



数据来源：中指院，东吴证券研究所

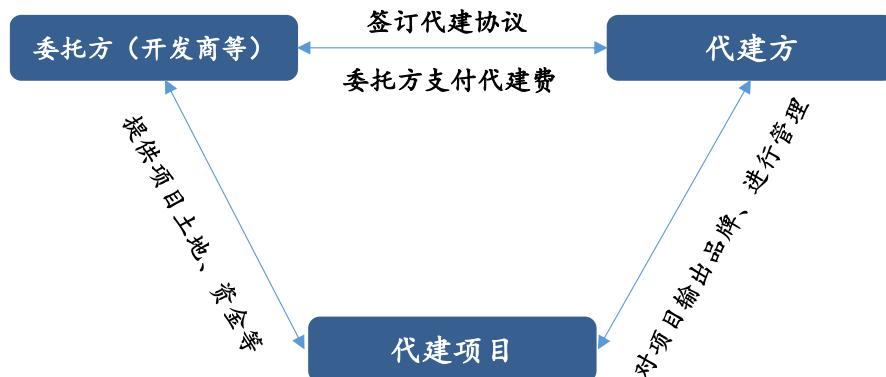
以保障房和城市更新为重要组成的政府代建得到政策大力支持，政府代建持续扩容。从 2019 年开始，政府提出一系列措施以支持旧城改造与城市更新计划，我国需重建的老旧住宅区涉及上百万户家庭。根据住建部披露数据，2000 年前已开发的约 16 万个老旧住宅，其中仍有超过 4200 万户及约 40 亿平方米的总建筑面积有待开发。根据中指院数据，到 2025 年，政府代建新签约建面预计将达 0.78 亿平方米，CAGR 为 23.5%，政府代建规模将占到整体代建市场的 34%；从收入规模来看，根据下文第三章我们的测算，2026 年，政府代建的新签约代建费规模将达到 53 亿元，新签约建面约为 0.42 亿平方米。除此之外，“十四五”期间将在 40 个重点城市计划筹集保障性租赁住房 650 万套（间），且政策明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。

2.2. 商业代建：服务费模式代建为主，配资代建需求提高

商业代建委托方多为中小型房企，代建方在签订代建协议后对代建项目输出品牌与管理。商业代建委托方多为拿地后开发能力较弱或无力开发的中小型房企，委托后，代建方进行项目的客研定位、规划设计、建设营造与营销去化。

收费模式：商业代建的收入包括委托方按工程节点进行支付的管理费（通常总额为销售额的 2-4%）以及双方共同约定的、按照销售情况进行结算的酌情红利。

图13：商业代建模式图



数据来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，东吴证券研究所

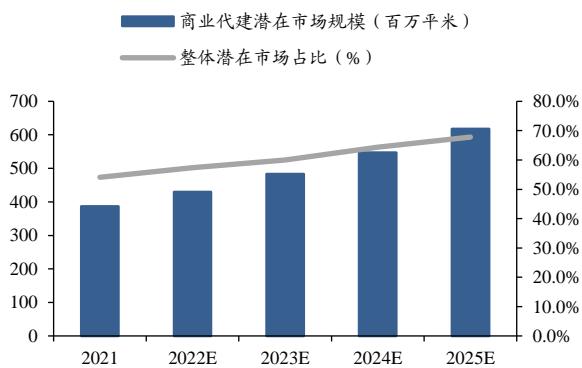
不同于规模化的全国性房企，中小房企融资成本和施工建材及集采成本较高，并未形成品牌效应，因此在市场竞争层面常常处于劣势，商业代建模式则可以让中小开发商“曲线救国”，有了代建企业的品牌背书与开发过程管控，在操盘过程中可实现减少产品研发时间、提速开发节奏、运用代建方品牌为委托方提高产品溢价的目的。根据中指院预测，到 2025 年我国新签约代建总建面将占到已售商品房总建面的 14.3%，根据下文第三章我们的测算，2026 年，商业代建的新签约代建费规模将达到 326 亿元，新签约建面为 1.06 亿平方米。

图14：商业代建新签约建面预测



数据来源：中指院，东吴证券研究所

图15：商业代建潜在市场规模



数据来源：中指院，东吴证券研究所

除了以收取固定服务费的商业代建模式，市场上还广泛存在股权式代建与配资代建。常用的服务费代建由拥有土地和资金的委托方发起需求，代建方通常是具有品牌溢价的

大型房企，其在品牌、产品、成本、融资、管理、团队等方面具有成熟经验，通过输出此类经验以满足委托方在代建项目中的经营与效益目标等，并依据合同约定条款，收取一定比例服务费的代建模式。

股权式代建又被称为**小股操盘模式**，是指代建企业在合作项目中只占有较少比例的股权（通常不超过30%）。虽然按照房地产开发的相关规则，小股介入不能直接获得项目实际操盘的权利，但根据委托方的代建方的相关委托协议，项目仍然由持小股的团队操盘，通过使用代建费的品牌、管理团队和产品体系以提升项目回报。对于代建企业而言，股权式代建不仅收取代建服务费，还享受股权收益及溢价分成；小股操盘模式是国际上房地产开发的主流模式之一，在我国，万科作为采用小股操盘模式的典型代表，其收入分配分为三部分，第一部分是根据股权占比获得的股权收益，第二部分是根据项目销售金额获取的管理服务费用，一般是合作双方约定的比例，第三部分是当项目销售利润率超过预期时，会再次向万科分配超额利润收益。

表5：万科小股操盘项目-昆明云上城项目收益分配表

	万科	原合作方
权益占比	23%	77%
股权项目收益	0.84亿元	2.81亿元
服务费	1.26亿元	0.25亿元
融资手续费	0.17亿元	-
总收益	2.27亿元	3.06亿元

数据来源：亿翰智库，东吴证券研究所

表6：纯服务费模式与少数股权模式比较

	纯服务费模式	少数股权模式
合作模式	无股权投入，代建方仅提供服务	通常为30%以内股权投入，代建方占有项目股权
合作要求	对代建方品牌要求高，项目管理能力较强	双方就品牌、收入模式等进行协商
获取收益	代建服务费	代建服务费、股权收益、项目溢价
费率	通常销售额*4%	低于服务费模式
益处	无需本金支出，进行管理能力与操盘能力输出管理	销售溢价带来潜在收入，增厚代建方资产负债表

数据来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，东吴证券研究所

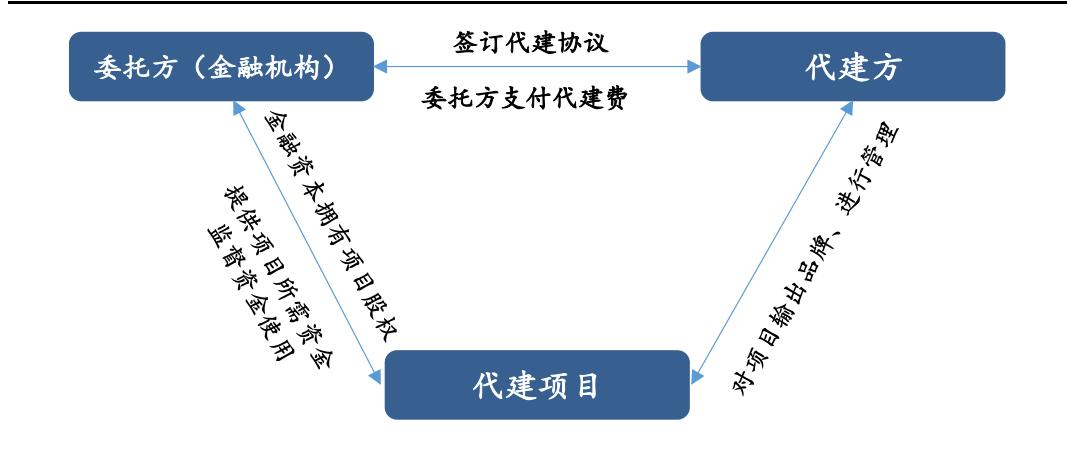
配资代建是指代建方除了提供代建业务外，代建企业还协助委托方获得资本支持的模式。该模式下，代建企业不直接入股，而是以短期项目借款形式介入或通过自身资源协助委托方完成金融机构的对接，这对于代建企业的资源协调能力与信用要求较强，且

需要其具有优异的风险隔离能力。短期来看，流动性紧张的环境下，代建方能否为委托方提供资本帮助成为其选择代建方的重要因素。

2.3. 资本代建：目前落地项目较少，受益于金融机构对“保交楼”介入

资本代建是由商业代建演变的产物，核心在于金融机构具有从财富端募集资金的优势，但是缺乏操盘经验或是没有操盘团队，在投资地产项目或接盘不良资产时则需要专业的项目研判、房地产开发及去化的全过程服务。代建公司能够满足其需求并最终为金融机构实现安全、高效的投资收益。资本代建由金融机构出资购入土地等要素，由代建方进行建设管理，收入模式与商业代建类似，而不同点则在于金融机构的土地（项目）来源通常较为复杂，在投前投后等阶段对于代建方的风险隔离能力与定制化服务能力要求较高。目前除绿城管理控股、中原建业等少数头部代建企业有少量落地项目之外，其余代建企业较少涉及。

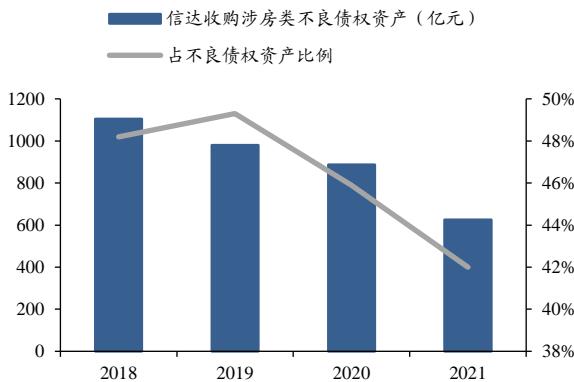
图16：资本代建模式图



数据来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，东吴证券研究所

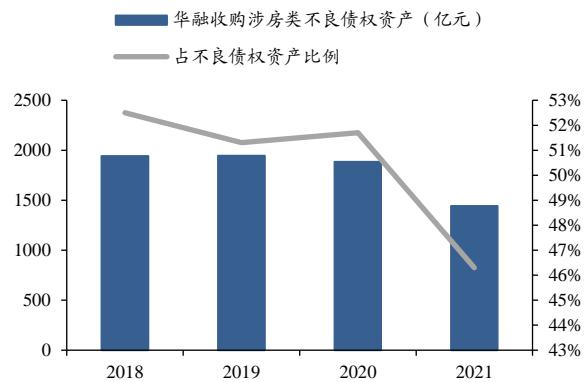
由于地产开发去杠杆，房企流动性危机频发，房企无力偿还项目工程款也使得全国多个项目被迫停工，短期内涉房类不良资产项目代建需求激增。而以国家级 AMC 信达与华融为例，其涉房类不良债权资产占比处于 40%以上，高居各资产类型榜首。根据信达和华融 2021 年报，两家机构房地产不良债权总额分别为 625 亿元和 1441 亿元，占比达到 42%和 46%，可见涉房不良资产的规模之大。从短期来看，过去一年房企暴雷所带来的停工潮影响面广，中央及各地方政府推行“保交楼”专项计划，政策工具的不断释放使纾困项目的复工进度开始推进，我们认为短期内资本代建将大幅受益于相关纾困行动。

图17：信达所收购涉房类不良资产及占比



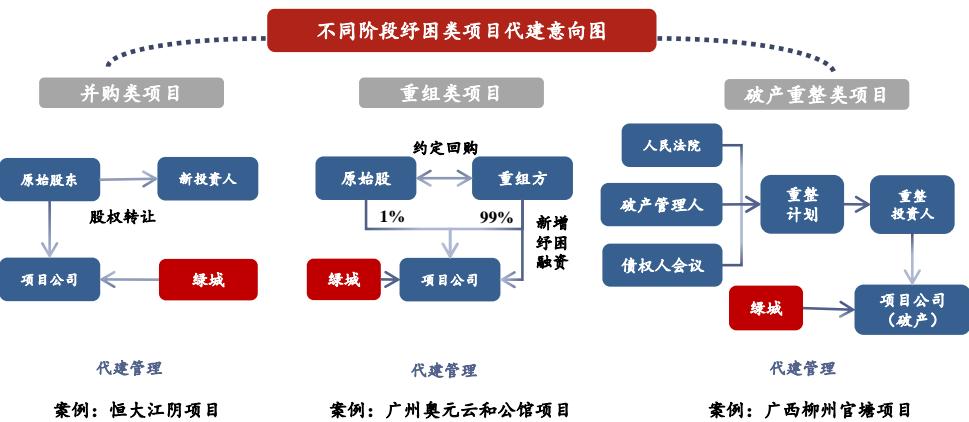
数据来源：信达资产年报，东吴证券研究所

图18：华融所收购涉房类不良资产及占比



数据来源：华融资产年报，东吴证券研究所

图19：绿城管理控股所落地的纾困类资方代建



数据来源：绿城管理控股业绩会，东吴证券研究所

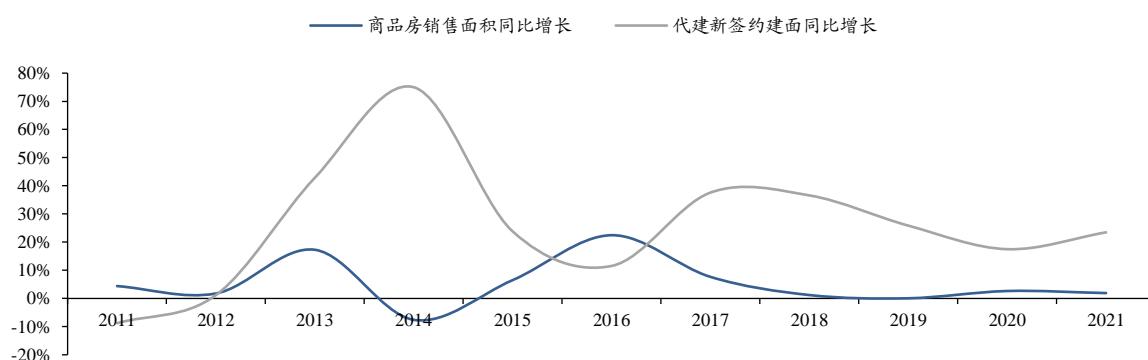
3. 行业优势分析及收入规模测算

代建模式与传统地产开发的运营逻辑具有显著不同，传统地产投资回报主要是通过土地增值及物业一次性销售取得，较高的杠杆与巨额的土地款支出都是制约其拓展项目的关键因素，而代建项目的拓展并不受投资驱动，而是根据不同客户及品牌授权，就所提供的服务收取服务费。与传统开发相比，我们认为代建主要具有逆周期、高盈利、轻资产三大特点。最后我们将基于项目来源分类进行代建行业规模预测。

3.1. 逆周期、高盈利与轻资产属性明显

代建行业新签约面积同比与商品房销售面积同比反向波动，呈现逆周期属性。传统房地产开发具有较为明显的周期性，且受到宏观经济与政策影响较为明显，相比较而言代建业务具有逆周期性。主要原因在于当房地产景气度下行时，中小开发商出于经营风险的考虑会选择具有专业能力的代建企业帮助其完成快速开发与去化，加上政府与金融机构长期存在的代建需求具有一定的托底作用，代建业务的规模受周期影响较小从而实现稳定增长。根据国家统计局，商品房销售面积在 2011 至 2021 年十年间的 CAGR 约为 4.8%，而代建新签约建面的 CAGR 高达 21.9%，且从 2012 年开始一直保持较高正增长。

图20：商品房销售面积与代建新签约建面逆向波动

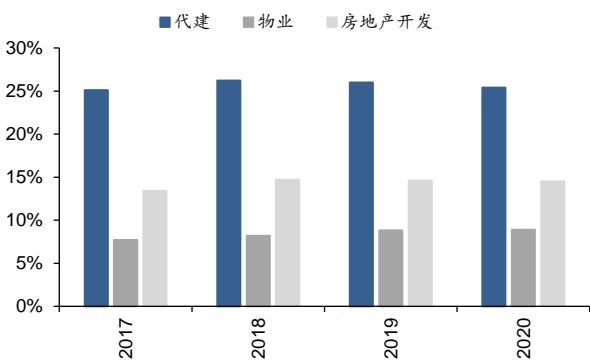


数据来源：中指院，Wind，东吴证券研究所

盈利端来看，代建的净利率普遍高出传统开发 10-15pcts，具有明显的高盈利特性。2021 年下半年地产金融政策进一步收紧加速了房地产基本面的下行趋势，叠加“三道红线”、预售资金监管等收紧措施对于房地产开发企业的压力，部分房企出现流动性危机，现金流承压后，房企主动选择放缓投资导致土地购置费下降。与依靠投资-销售驱动的传统开发企业相比，代建业务的轻资产与品牌授权模式具有显著优势，其主要成本为人力成本与管理费用，根据中指院的数据，2020 年代建行业的平均净利率达到 25.4%（2019

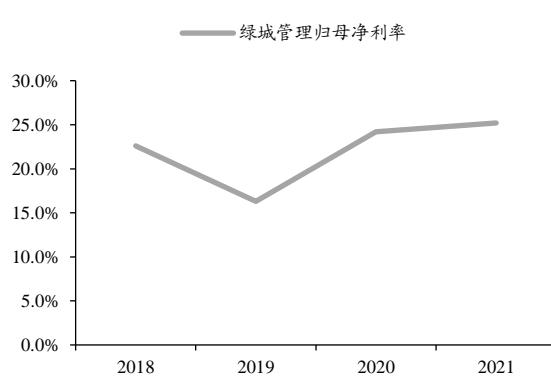
年为 26.0%, 2018 年为 26.2%), 而同期全国百强房企净利润率仅为 11.2% (2019 年为 11.1%, 2018 年为 11.5%), 代建业务的净利润率可超过房地产开发业务 10-15pcts。服务费模式与标准化流程也将使得代建业务与传统开发业务在利润率上的差距持续扩大。

图21：代建、物业和房地产开发净利润率变化



数据来源：中指院，Wind，东吴证券研究所

图22：代建龙头绿城管理控股归母净利润水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

无资本开支及资金垫付造就行业轻资产属性。传统地产开发作为典型的资金密集型业务，大量的占用土地资金使得地产开发企业大量举债，代建业务恰恰相反，并不需要购置土地以获取项目所有权，而主要依靠品牌优势和专业化的服务能力进行项目管理权的拓展。从事代建业务的公司大都具有极低的财务杠杆，部分代建公司在实际营运中可以采取小股操盘模式或者与业务伙伴合作形式进行项目拓展。

从风险角度考虑，代建模式的收款模式风险较低。在传统地产开发中，项目去化情况、预售资金监管情况、按揭款发放节奏等因素都将影响项目回款率，进而影响公司整体现金流。代建模式中，代建方与委托方通常在合同中进行约定，当委托方停止支付服务费后，代建方则有权终止合同甚至退出项目，权责分明的管理输出模式也使得代建企业很好的保护了自身权益，有效规避因合作方现金流问题导致的应收账款大幅增长的潜在风险。

3.2. 代建收入规模测算

基于以上对代建行业细分模式及增量趋势的研判，我们将对代建行业的需求来源进行分类并对各项收入规模进行分类预测。主要需求来自政府代建、商业代建及资本代建及其衍生服务，其中资本代建落地项目较少，我们将主要根据政府及商业代建项目需求进行合理推导。

3.2.1. 代建项目需求来源

根据长短期需求，我们将政府代建、商业代建、资本代建及衍生服务做以下拆分：

政府代建：保障性租赁住房筹建需求、城市更新及市政建设需求

商业代建：中小型房企代建需求、城投托底项目代建需求，不良资产处理需求

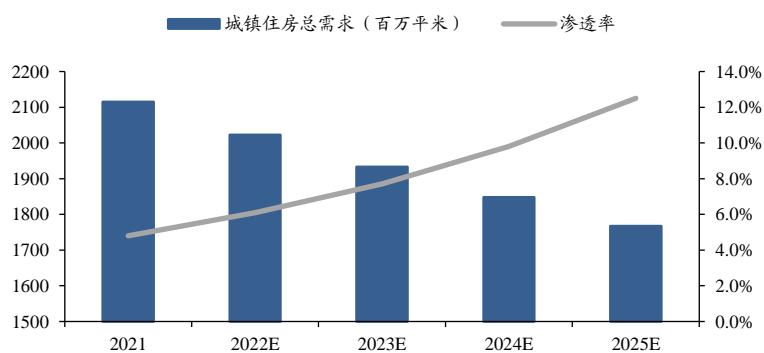
资本代建及衍生服务：项目纾困短期需求（金融机构介入部分）

3.2.2. 规模测算核心假设

我们主要就代建在各需求中的渗透率、管理费率、商业代建中总销售规模与百强房企占比做出如下预测：

渗透率：根据中指院数据，截至 2021 年，我国代建行业渗透率（代建新签约面积/城镇住房总需求面积）约为 4.8%，而欧美等发达经济体的代建渗透率为 20%-30%，以平均值 25% 估算，仍有 5 倍提升空间，若按照当前速度增长，2025 年行业规模占整体城镇住房渗透率将达到 12.5%。分项来看，根据相关资料与已售商品房总建面中代建项目建面占比进行预估，我们假设商业代建业务在 TOP100 外中小型房企中的渗透率为 9%，且以每年 2pct 的增幅上升；假设政府代建业务在保障性租赁住房和棚户区改造住房中的渗透率为 15%，且以每年 2pct 的增幅上升。

图23：城镇住房总需求及代建渗透率预测



数据来源：中指院，东吴证券研究所

管理费率: 针对代建项目的单位费率, 我们根据《中国房地产代建行业发展蓝皮书》所披露, 绿城管理控股所收取的商业代建管理费为 3-5%, 我们保守估计行业 2022 年商业代建管理费率为 3%, 且由于参与方增多带来竞争加剧, 管理费率逐年走低; 政府代建收入通常为其总投资额的 4%左右。

房地产市场销售额与百强房企占比: 预计未来房地产市场销售额稳定在 13 万亿元左右。根据克而瑞数据, 我们使用百强房企的权益销售额之和除以统计局口径的商品住宅销售金额, 得到 2022 年 TOP100 房企市场份额由 2021 年的 55%降低至 44%, TOP100 外房企的占比由 45%提升至 56%, 考虑到 2022 年房地产行业供给侧出清的特殊情况, 我们预测 TOP100 外房企销售占比在未来 5 年中逐步下滑。

保障性租赁住房和棚户区改造建设套数: 根据住建部数据, “十四五”期间, 我国计划建设筹集 870 万套保障性租赁住房; 2022 年全国保障性租赁住房开工建设筹集 265 万套左右, 2021-2022 年全国共已开工和筹集建设约 360 万套。假设剩下的 510 万套在 2023-2024 两年间完成。另外根据住建部数据, 2022 年全国各类棚户区改造开工 134 万套。

其余假设项已在以下测算备注栏中进一步标注。

表7: 商业代建规模测算

项目	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	备注
中小型房企代建						
全国商品房销售金额(亿元)	133308	130000	130000	130000	130000	预计未来全国商品房销售额稳定在 13 万亿元左右
全国商品房销售面积(亿平)	13.6	13.0	13.0	13.0	13.0	预计未来全国商品房销售面积稳定在 13 亿平左右
TOP100 外房企占比	56%	54%	52%	50%	48%	根据克而瑞和统计局数据测算, 预计逐年下降
商业代建业务在 TOP100 外房企的渗透率	9.0%	11.0%	13.0%	15.0%	17.0%	根据已售商品房总建面中代建项目建面占比预估, 且以 2% 的年均增幅上升
代建新签约面积(万平)	6854	7722	8788	9750	10608	测算值
代建潜在空间(亿元)	6719	7722	8788	9750	10608	测算值
代建项目平均管理费率	3.00%	2.95%	2.90%	2.85%	2.80%	假设值, 由于新进入者增多导致竞争加剧, 管理费率逐渐降低
中小房企业务新签约代建费规模(亿元)	202	228	255	278	297	测算值
不良资产处置						
不良资产总规模(亿元)	58800	61740	64827	68068	71472	2022 数据根据《中国金融市场不良资产市场调查报告 2022》披露所得, 假设年均涨幅 5%
房地产不良资产占比	25%	25%	25%	25%	25%	根据信达、华融等 AMC 中房地产不良资产占比保守估计

保守估计涉房类不良资产 总货值(亿元)	14700	15435	16207	17017	17868	测算值
代建业务5年内总计渗透 率				16.0%		预计5年内涉房不良资产中16% 将由代建公司介入纾困
不良资产5年总计代建潜 在空间(亿元)				2859		测算值
每年不良资产代建金额 (亿元)	572	572	572	572	572	假设5年均分
商业代建管理费率	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	假设值，不良资产代建费率通常 较普通商业代建更高
代建新签约面积(万平)	572	572	572	572	572	测算值
不良资产业务新签约代建 费规模(亿元)	29	29	29	29	29	测算值
商业代建规模(亿元)	230	256	283	306	326	

数据来源：中指院，中国政府网，《中国金融市场不良资产市场调查报告2022》，东吴证券研究所

表8：政府代建规模测算

项目	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	备注
保障性租赁住房建设						
保障性租赁房建设套数 (万套)	265	260	250	240	230	根据住建部，“十四五”期间保障 房约870万套，21-22年约完成 360万套，假设剩下的510万套2 年内完成
平均建筑面积(平/套)	50	50	50	50	50	规划为不超过70平米的小户型
平均建安费用(元/平)	3000	3000	3000	3000	3000	假设值
政府代建业务渗透率	15.0%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	当年渗透率根据政府代建新签约 建面进行推算，后续以2%的年均 增幅上升
政府代建费率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	假设值
代建新签约面积(万平)	1988	2210	2375	2520	2645	测算值
保租房新签约代建费规模 (亿元)	24	27	29	30	32	测算值
城市更新及市政建设						
棚户区改造套数(万套)	134	124	114	104	94	根据住建部披露，2022年全国各 类棚户区改造开工134万套，假 设之后每年递减
平均建筑面积(平/套)	70	70	70	70	70	假设值
平均建安费用(元/平)	3500	3500	3500	3500	3500	假设值
政府代建业务渗透率	15.0%	17.0%	19.0%	21.0%	23.0%	当年渗透率根据政府代建新签约 建面进行推算，后续以2%的年均 增幅上升
政府代建费率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	假设值

代建新签约面积（万平）	1407	1476	1516	1529	1513	测算值
城市更新新签约代建费规模（亿元）	20	21	21	21	21	测算值
政府代建规模（亿元）	44	47	50	52	53	测算值

数据来源：中指院，中国政府网，东吴证券研究所

3.2.3. 测算结论

经过我们测算，预计到 2026 年代建业务的新签约金额规模达到 397 亿元，2022 年-2026 年 5 年总规模可达 1729 亿元，增速维持在 6-11% 区间，整体增速较快，我们认为有望显著跑赢房地产销售市场。从签约面积来看，2026 年代建新签约建面为 1.48 亿平，较 2022 年的 1.02 亿平增长 45%。

分项来看，其中商业代建占比达到 71.6%，政府代建占比达到 28.4%。考虑到政府代建业务预测只考虑了保障性租赁住房和棚户区改造，实际的政府代建占比可能略高于测算值。资本代建及衍生服务的部分因各家代建方优势不同而有所差异，且包含定制化咨询、收并购等上下游服务，暂时预估为商业代建和政府代建总和的 5%。具体来看，中小型房企代建需求占比最高、城市更新及市政建设需求次之。

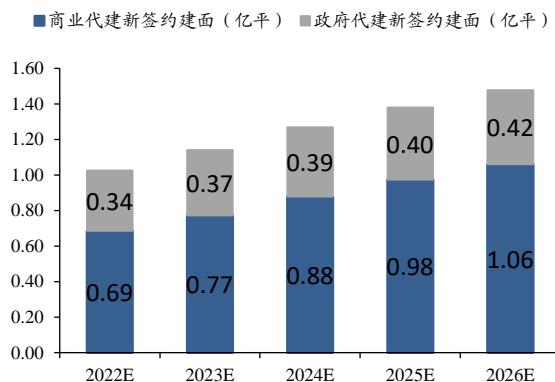
出于对测算结果可靠性的验证，我们通过现有行业龙头绿城管理控股的市占率水平进行回溯，绿城管理控股 2019-2020 年的新签约面积市占率保持在 22% 上下，考虑到公司代建费率高于行业平均水平，合理推测其新签约代建费市占率在 30% 左右，公司 2022H1 新签约代建费 40.6 亿元，假设下半年与上半年一致，则全年为 81.2 亿元，推算得到全国 2022 年新签约代建费为 270 亿元，与我们的预测结果 287 亿元接近。

表9：代建规模总测算（新签约代建费口径）

项目	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	备注
政府代建规模（亿元）	44	47	50	52	53	测算所得
商业代建规模（亿元）	230	256	283	306	326	测算所得
资本代建及衍生服务（亿元）	14	15	17	18	19	(政府代建+商业代建) *5%
代建总规模（亿元）	287	319	350	376	397	
同比增速		10.9%	9.8%	7.5%	5.7%	

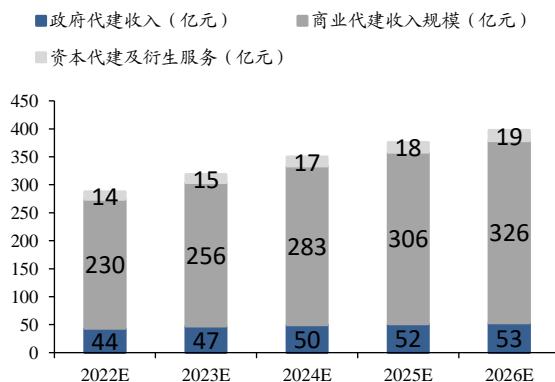
数据来源：中指院，中国政府网，东吴证券研究所

图24：政府及商业代建新签约建面预测



数据来源：中指院，中国政府网，东吴证券研究所

图25：代建收入分项预测



数据来源：中指院，中国政府网，东吴证券研究所

4. 行业重点公司

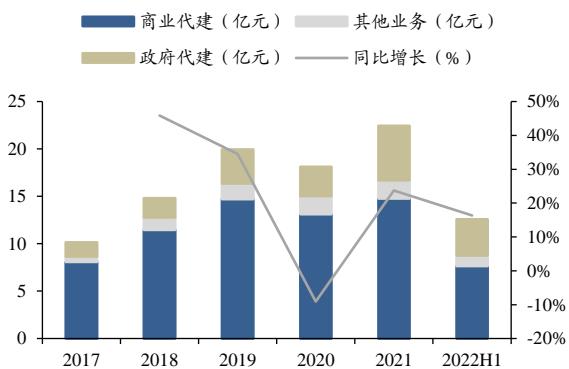
我们建议关注代建龙头企业：绿城管理控股（9979.HK）。

公司作为代建第一股，在业务布局与客户结构等方面先发优势明显。公司在多个领域入局较早，已实现较为成熟的运营管理模式与项目落地，业务探索与行业长短期的需求高度契合。

产品与信用优势将助力公司夯实壁垒，持续领先：2022 年房地产销售下行背景下，公司代建项目全年销售额 875 亿元逆势同比增长 3.8%，其绿城品牌所带来的溢价能力与公司标准化与定制化兼顾的操盘能力使得委托项目具有更高的溢价与销售韧性；中交控股的信用背书使得公司具有“强信用”属性，在客户获取与委托方增信方面具有难以替代的优势。产品与信用将在未来持续夯实公司的竞争壁垒，助力其持续领先。

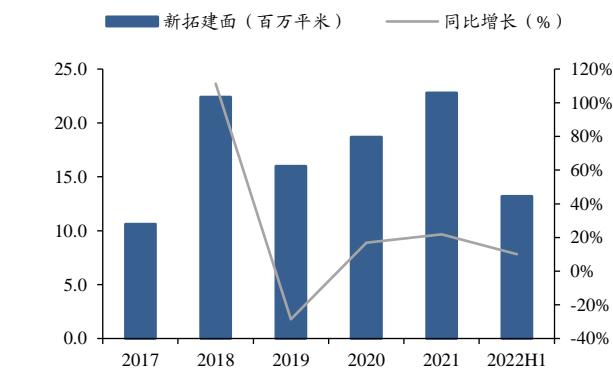
轻资产高毛利属性凸显，长期业绩得到有力保障：截至 2021 年末，商业代建收入占总营收比例达 65.9%，政府代建规模持续扩大，客户结构的调整与需求端的长期变化高度契合；公司 22 年 H1 实现新拓代建费 40.6 亿元，同比+26.1%，稳健的新拓与项目储备保障了业绩的持续增长；公司 2022 年 H1 毛利率增至 50.4%，负债率继续保持在 40%以下，其轻资产高毛利的属性持续凸显，其未来扩张得到有力保障。

图26：绿城管理控股 2021 年营收增长 23.7%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图27：绿城管理控股 2021 年新拓建面同比增长 21.8%



数据来源：公司招股书，公司年报，东吴证券研究所

5. 风险提示

- 1、代建行业竞争加剧：随着更多房地产开发商入局代建赛道，代建费率有可能在超预期竞争环境下发生下滑；
- 2、疫情影响项目开工及交付：根据国外经验，疫情反复可能导致项目交付进度滞后从而进一步影响代建费的支付；
- 3、委托方及供应商风险：代建合约面积有可能伴随中小型房企委托方的暴雷以及供应商的不稳定而减少。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>