

## 代建行业引领者，稳健增长高派息

### 投资逻辑

代建行业处于发展期，公司是稳健增长的龙头。①代建行业整体处于发展期。根据中指院测算，代建行业 2021 年收入为 136 亿元，预计 2021-25 年收入 CAGR 为 23.5%。持续增长主要因为：地产行业下行，城投和中小房企的代建需求增加，商业代建规模增长；保障房建设加速，政府代建增长；保交楼政策支持，资本代建需求增加。②公司是代建行业龙头，市占率稳居第一。根据亿翰智库数据，公司 1H23 新拓合约面积市占率达 25.5% 位列第一。截至 1H23，公司总代建合约面积 1.1 亿方，较 2022 年底+12%。1H23 营收 26.6 亿元，同比+18.4%；归母净利润 4.74 亿元，同比+31.3%。

四大优势显著，助力公司业绩持续增长。①母公司作为品质房企的标杆，打造了绿城这个好的品牌，能助力公司为代建项目提高溢价、加快流速实现更好收益。②有积累的客户基础和强大供应链，能为代建项目赋能。③公司是行业标准制定者，后续有望转向平台模式，实现二次飞跃。④高管经验丰富，股权激励大方，核心高管持续增持。公司董事会副主席李军通过股权激励和二级市场公开增持，合计持有公司 1.07% 的股权，表明其对公司发展拥有坚定信心。新拓合约持续增长是公司强大竞争优势的直接体现，公司上半年新拓表现亮眼。1H23 新拓合约面积约 1730 万方，同比+30.6%，新拓合约代建费预估约 51.2 亿元，同比+26.3%。

持续高派息回馈股东，股息率具有吸引力。公司 2022 年末期每股派息 0.3 元人民币，同时实行特别派息每股 0.08 元人民币，合计每股派息 0.38 元人民币，当年派息比例达 100%。2022 年每股派息对应当前股价的股息率达 7%，具有吸引力。同时，公司对未来的派息比例指引为不低于 80%，回馈股东诚意十足。

### 盈利预测、估值和评级

考虑到公司在手代建合约充足，我们预计公司 2023-25 年收入分别为 32.4 亿元、39.0 亿元、47.1 亿元，同比增速分别为+21.8%、+20.5%和+20.7%；2023-25 年归母净利润分别为 9.7 亿元、11.5 亿元、13.6 亿元，同比增速分别为+29.8%、+19.2%、+18.4%。考虑到代建行业抗周期性较强，现金流好且风险低，以及公司是行业龙头，结合同为轻资产模式的物业公司估值情况，我们给予公司 15.0x 的 2023PE，对应每股目标价为 7.71 港元，对应 2024-25 年 PE 为 12.6x 和 10.6x。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

外拓竞争程度超预期；绿城品牌口碑受损；应收账款回收风险。

### 房地产组

分析师：杜昊旻 (执业 S1130521090001)

duhaomin@gjzq.com.cn

分析师：王祎馨 (执业 S1130523090003)

wangyixin@gjzq.com.cn

市价 (港币)：5.96 元

目标价 (港币)：7.71 元



### 主要财务指标

| 项目             | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 2,243  | 2,656  | 3,235  | 3,899  | 4,705  |
| 营业收入增长率        | 23.7%  | 18.4%  | 21.8%  | 20.5%  | 20.7%  |
| 归母净利润(百万元)     | 565    | 745    | 966    | 1,153  | 1,364  |
| 归母净利润增长率       | 28.7%  | 31.7%  | 29.8%  | 19.2%  | 18.4%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.28   | 0.37   | 0.48   | 0.57   | 0.68   |
| 每股经营性现金流净额     | 0.29   | 0.36   | 0.41   | 0.48   | 0.56   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 16.92% | 19.91% | 24.58% | 27.68% | 30.76% |
| P/E            | 17.8   | 15.2   | 11.6   | 9.7    | 8.2    |
| P/B            | 2.9    | 3.0    | 2.9    | 2.7    | 2.5    |

来源：公司年报、国金证券研究所 汇率：1 港元=0.9356 元人民币，下同



## 内容目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 一、代建行业迎来发展机遇，十四五期间高景气.....            | 5  |
| 1.1、代建模式分政府代建、商业代建、资本代建三类.....        | 5  |
| 1.2、商业代建竞争加剧，政府代建格局相对稳定，资本代建壁垒较高..... | 7  |
| 1.3、代建行业特点一：政策持续支持，成长中且前景广阔.....      | 9  |
| 1.4、代建行业特点二：轻资产，低负债，低风险.....          | 10 |
| 1.5、代建行业特点三：抗周期性强.....                | 11 |
| 二、公司是代建行业龙头，业绩稳步增长.....               | 11 |
| 2.1、深耕代建十余载，奠定国内代建龙头地位.....           | 11 |
| 2.2、新拓持续增长，客户结构灵活调整.....              | 13 |
| 2.3、大股东绿城中国具备央企背景.....                | 13 |
| 2.3、公司经营业绩维持增长态势.....                 | 14 |
| 三、四大竞争优势助力公司强者恒强.....                 | 15 |
| 3.1、绿城品牌助力代建项目提高溢价、加快流速.....          | 15 |
| 3.2、公司与绿城中国所积累的客户基础与强大供应链.....        | 17 |
| 3.3、行业标准制定者，向平台型企业转型.....             | 17 |
| 3.4、核心高管经验丰富，股权激励与高管增持保障团队不断进取.....   | 18 |
| 四、财务分析.....                           | 20 |
| 4.1、组织效能充分发挥，人均创收持续提升.....            | 20 |
| 4.2、销售费用率先升后降，管理费用率稳中有降.....          | 20 |
| 4.3、派息率持续提升，并保持高位.....                | 21 |
| 五、盈利预测与投资建议.....                      | 21 |
| 5.1、盈利预测.....                         | 21 |
| 5.2、投资建议.....                         | 22 |
| 六、风险提示.....                           | 23 |

## 图表目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 图表 1：代建开发模式.....            | 5 |
| 图表 2：各种代建模式的发展.....         | 5 |
| 图表 3：政府代建模式.....            | 5 |
| 图表 4：商业代建模式.....            | 6 |
| 图表 5：资本代建模式.....            | 6 |
| 图表 6：政府代建、商业代建、资本代建的对比..... | 6 |



|   |    |
|---|----|
| 图表 7: 近两年诸多房企布局代建业务.....                                | 7  |
| 图表 8: TOP50 房企中目前 39 家已开展一定规模的代建业务.....                 | 7  |
| 图表 9: 参与政府代建的主要是央国企.....                                | 8  |
| 图表 10: 以 AMC 为代表的金融机构积极介入地产纾困.....                      | 8  |
| 图表 11: 2023 年部分代建政策.....                                | 9  |
| 图表 12: 代建行业新签约总建筑面积持续高增长.....                           | 10 |
| 图表 13: 代建行业收入规模持续高增长.....                               | 10 |
| 图表 14: 代建分工决定了代建方无需投入大量资金.....                          | 10 |
| 图表 15: 代建企业资产负债率显著低于房地产业.....                           | 10 |
| 图表 16: 代建企业的应收账款周转天数低于物业行业.....                         | 11 |
| 图表 17: 代建企业的经营性现金流净额/净利润较高.....                         | 11 |
| 图表 18: 在地产下行期, 代建行业的逆周期属性显著.....                        | 11 |
| 图表 19: 公司发展历程.....                                      | 12 |
| 图表 20: 公司代建合约面积持续增长.....                                | 12 |
| 图表 21: 公司市占率连续七年保持行业第一.....                             | 12 |
| 图表 22: 2023H1 公司新拓面积市占率大幅领先.....                        | 12 |
| 图表 23: 新拓代建项目的建筑面积持续增长.....                             | 13 |
| 图表 24: 新拓代建项目的预估代建费持续增长.....                            | 13 |
| 图表 25: 新拓面积中国企+政府+金融机构占比持续提升.....                       | 13 |
| 图表 26: 合约面积中国企+政府+金融机构占比 60%以上.....                     | 13 |
| 图表 27: 公司第一大股东绿城中国具有央企背景.....                           | 14 |
| 图表 28: 绿城中国销售韧性较强.....                                  | 14 |
| 图表 29: 绿城中国三道红线指标.....                                  | 14 |
| 图表 30: 绿城中国融资成本持续下行.....                                | 14 |
| 图表 31: 公司业务包括三大代建主业+三项配套服务.....                         | 14 |
| 图表 32: 公司营收呈上升趋势.....                                   | 15 |
| 图表 33: 公司的政府代建收入占比持续提升.....                             | 15 |
| 图表 34: 公司毛利率、净利率维持双高.....                               | 15 |
| 图表 35: 公司归母净利润稳步增长.....                                 | 15 |
| 图表 36: 公司代建的部分重难点项目销售表现较好.....                          | 15 |
| 图表 37: 在 2022 中国城市居民居住满意度排行榜中, 绿城在 37 城中有 15 城排名第一..... | 16 |
| 图表 38: 绿城楼盘与竞品相比, 在售价和去化方面有明显优势.....                    | 16 |
| 图表 39: 绿城中国的销售费用率在典型房企中位于最低一档.....                      | 17 |
| 图表 40: 绿城积累了丰富的客户资源.....                                | 17 |
| 图表 41: 绿城积累了强大的供应链.....                                 | 17 |



|  |    |
|--|----|
| 图表 42: 绿星标准构建了一套房产品与服务标准化的体系 .....                     | 18 |
| 图表 43: 代建方法论体系不断迭代, 目前代建 4.0 注重构建平台 .....              | 18 |
| 图表 44: 代建 4.0 主要包括品质信用协定 (QR 协定) 与价值分享计划 (VS 计划) ..... | 18 |
| 图表 45: 公司核心高管经验丰富 .....                                | 19 |
| 图表 46: 公司上市以来已进行 2 轮股权激励 .....                         | 19 |
| 图表 47: 公司上市以来李军累计增持 1418.8 万股, 代价 5238 万港元 .....       | 19 |
| 图表 48: 公司人均创收持续提升 (单位: 万元) .....                       | 20 |
| 图表 49: 公司人均创利持续提升 (单位: 万元) .....                       | 20 |
| 图表 50: 公司销售费用率先升后降 .....                               | 21 |
| 图表 51: 公司管理费用率维持稳中有降 .....                             | 21 |
| 图表 52: 上市以来公司维持较高的派息比例 .....                           | 21 |
| 图表 53: 公司账面现金充足 .....                                  | 21 |
| 图表 54: 盈利预测核心指标 .....                                  | 22 |
| 图表 55: 公司和可比公司 PE 估值 .....                             | 23 |
| 图表 56: 代建和物业管理对比 .....                                 | 23 |

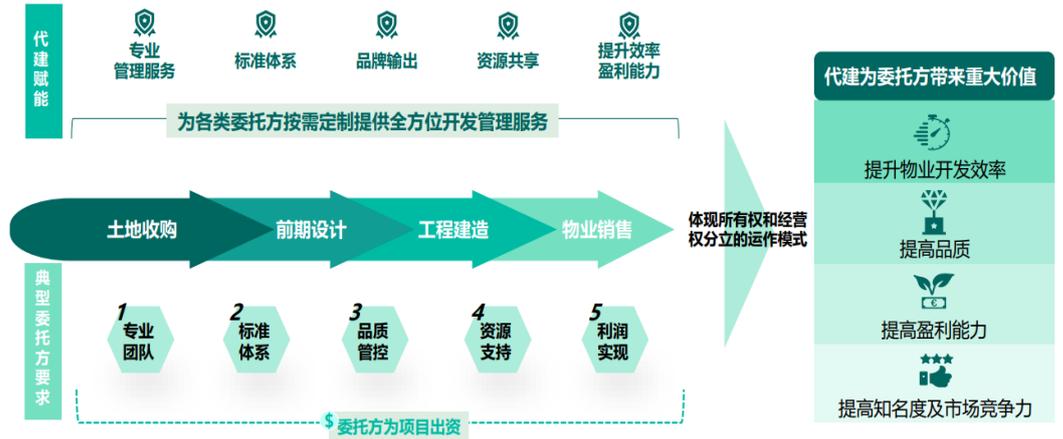


## 一、代建行业迎来发展机遇，十四五期间高景气

### 1.1、代建模式分政府代建、商业代建、资本代建三类

代建即“委托代为建设”，是指拥有土地和资金的委托方委托拥有丰富经验和专业能力的代建企业，进行部分或者全部的房地产开发流程（包括融资、设计、开发、管理等工作），通过建立平等的合作关系实现共同盈利的一种开发模式。代建不等于合作开发，因为合作开发以获取投入项目的股权增值为目的，需承担项目运营风险；而代建以收取代建管理费为目的，没有重资本投入，相较合作开发投入更少风险更低。

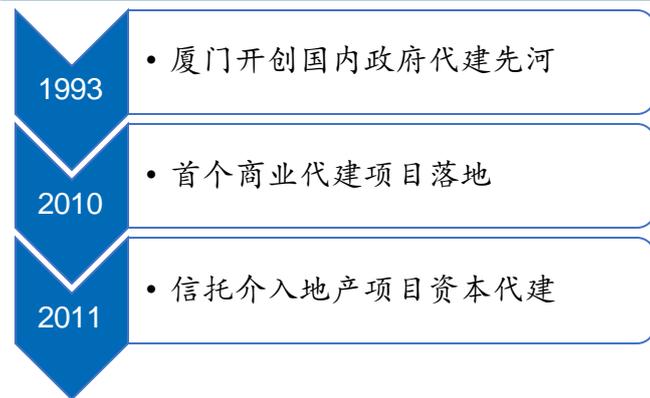
图表1：代建开发模式



来源：公司业绩会 ppt，国金证券研究所

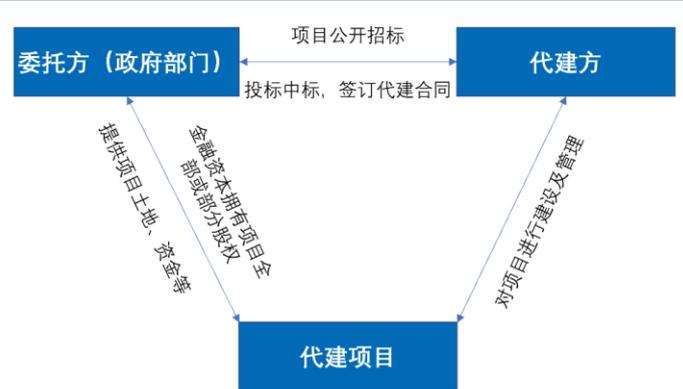
我国对于代建模式的探索，最早是从政府层面展开的。1993 年厦门对市级财政性投融资项目进行委托代建试点，开创了国内政府代建的先河，此后各地政府先后开始在一些项目中进行代建制试点。2010 年业内首个商业代建项目“绿城杭州翡翠湾”落地，成为国内房企首次探索商业代建的标志性事件，此后一批房企开始落子商业代建项目。2011 年四川信托发行“朗悦庭股权投资集合资金信托计划”产品，募集资金用于对项目公司进行股权投资，随后交由开发商来开发建设，最终销售额双方分成，开启了资本代建的序幕。根据委托方属性的不同，目前业内主要将代建分为三类：①政府代建；②商业代建；③资本代建。

图表2：各种代建模式的发展



来源：凤凰网，国金证券研究所

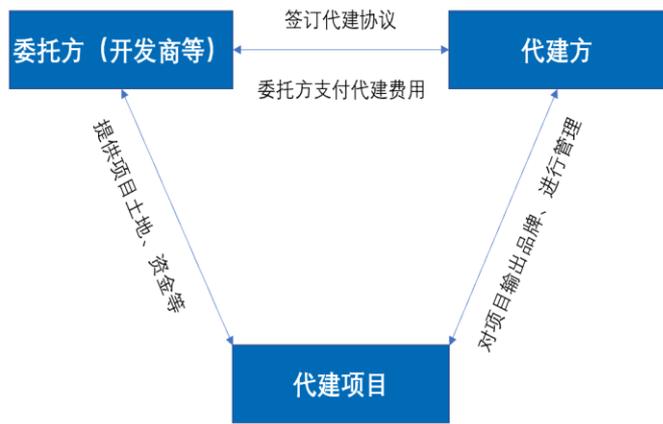
图表3：政府代建模式



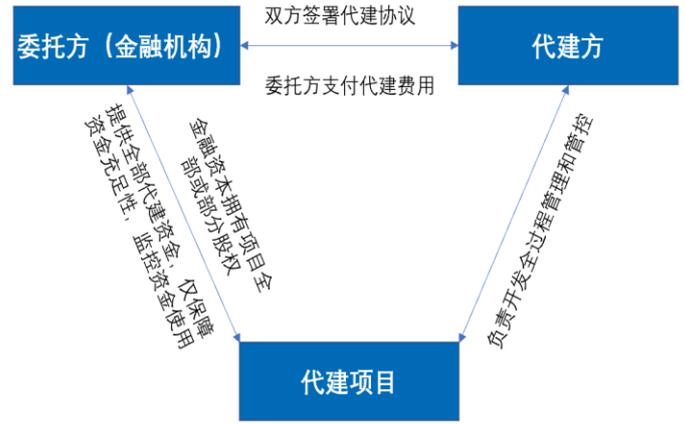
来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，国金证券研究所



图表4：商业代建模式



图表5：资本代建模式



来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，国金证券研究所

来源：《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，国金证券研究所

政府代建、商业代建、资方代建的委托方诉求、代建实现的价值和代建项目范畴等不尽相同，并且从政府代建到商业代建再到资本代建，呈现出需求和复杂程度越来越高，收费越来越高的趋势。

图表6：政府代建、商业代建、资本代建的对比

|       | 政府代建  | 商业代建   | 资本代建  |
|-------|---|--|---|
| 委托方   | 政府及事业单位   | 国企和中小民营开发商   | 金融机构（信托、保险、基金等）   |
| 委托方诉求 | 提升城建水平、实现社会效益、满足社会需求、促进经济发展                                       | 弥补自身品牌和产品较弱的劣势，提高盈利和去化能力，抵御市场风险  | 实现安全、高效的投资收益，或减少亏损尽快回笼资金  |
| 代建价值  | 1、提升政府项目的市场化水平，提高综合管理能力<br>2、实现政府项目投资、建设、管理、运营等环节的分开，避免项目缺少责任约束机制 | 帮助委托方实现：<br>1、增加产品溢价、提升盈利能力<br>2、加快去化，缩短回款周期<br>3、提供资质背书，缓解市场顾虑，获得更多融资渠道和更低融资成本<br>4、提高运营效率，集采降低成本 | 代建方通过品牌焕新、复工复产激活项目销售，最终协助委托方完成项目交付，实现社会稳定、多方共赢                        |
| 项目范畴  | 主要为保障性住房、城市更新，还包括体育馆、学校、医院等公共基础设施                                 | 主要为住宅，也包括办公楼、商业综合体等  | 主要为纾困项目   |
| 合作要求  | 政府在资金、背景、规模、过往表现等方面有严格的资质考察                                       | 满足项目委托方的各类要求，具体以双方签署的协议为准  | 项目往往具有非标化、风险大、涉及面广、诉求复杂等特征，对代建方综合能力要求较高                               |
| 服务范围  | 前期阶段：规划设计、报批报建、全景规划。建造阶段：投标管理、供方管理、成本管理、工程管理。后期阶段：竣工验收、交付管理       | 包括项目定位、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、交付管理等开发全过程服务   | 除了提供房地产开发的全过程，由于金融机构可能还未取得标的土地，代建方还需要提供投资咨询、成立项目公司、项目研判、土地获取、运营前管理等服务 |
| 收费方式  | 按照项目总投资额的一定比例代建服务费，也存在部分基于项目进度或预算结余的奖励费用                          | 按照预估销售额的一定比例收取代建服务费，也存在部分基于某些基准磋商奖励费用  | 代建服务费、为金融机构提供投资建议和为项目公司提供组建建议的咨询服务费                                   |

来源：克而瑞，中指研究院，国金证券研究所



## 1.2、商业代建竞争加剧，政府代建格局相对稳定，资本代建壁垒较高

随着房地产开发业务进入下行周期，越来越多房企寻找新的增长空间，开展更抗周期的代建业务，代建行业的竞争加剧。

从代建需求看，本轮地产下行周期中大量地方国企及城投平台在土地市场上托底拿地，但由于他们操盘能力相对较弱，项目开工率低，后续需要引入代建操盘将项目盘活；建设保障性租赁住房、推进城市更新、保交楼等事项亦需要代建的介入，这些稳定增长的需求也吸引了房企争相进入代建赛道。

从供给端看，部分房企在地产行业下行阶段暂缓了拿地，而为了创造新的收入来源以及保留原有团队，便让原有开发的团队投入开展代建业务，这一类代建主体初期收费较低，存在一定价格竞争的状况。近两年包括出险房企在内的诸多房企纷纷瞄准代建领域，TOP50房企中大多数都在一定程度上开展了代建业务，代建赛道的竞争已日趋激烈，其中商业代建由于更市场化、壁垒更低，竞争最为激烈。

图表7：近两年诸多房企布局代建业务

| 房企     | 代建平台      | 时间     | 重要事件                                |
|--------|-----------|--------|-------------------------------------|
| 旭辉集团   | 旭辉建管      | 2021年初 | 成立旭辉建管，成为集团层面四大平台之一                 |
| 世茂集团   | 世茂管理      | 2021.7 | 成立世茂管理作为专业化代建平台                     |
| 碧桂园    | 科技建筑集团    | 2021.6 | 成立科技建筑集团，拓展代管代建业务                   |
| 万科     | 深圳安居建业公司  | 2022.1 | 参与设立深圳安居建业公司，持股20%                  |
| 中交房地产  | 中交房地产管理集团 | 2022.3 | 成立中交代建全产业发展联盟，拟打通房地产代建业务全服务链条       |
| 腾云筑科置业 | 当代管理      | 2022.6 | 收购当代置业旗下当代绿建，进入代建赛道                 |
| 朗诗绿色管理 | 朗诗绿色管理    | 2022.8 | 将原名“朗诗绿色地产”改为“朗诗绿色管理”，转型轻资产代建       |
| 龙湖集团   | 龙湖龙智造     | 2022.8 | 龙湖龙智造品牌于中期业绩会首次亮相，目标以数字科技能力解决代建行业痛点 |
| 华夏幸福   | 幸福安基      | 2022.8 | 成立北京幸福安基建设管理有限公司                    |
| 中梁控股   | 中梁建管      | 2022.9 | 成立中梁建管，进军代建行业                       |
| 新城控股   | 新城建管      | 2022年底 | 成立代建、代管业务平台新城建管                     |
| 上坤地产   | 上坤共建      | 2023.2 | 聚焦增量业务，正式开辟共建管理新赛道                  |

来源：中国房地产报，乐居财经，和讯网，国金证券研究所

图表8：TOP50房企中目前39家已开展一定规模的代建业务

| TOP1-10 | TOP11-20 | TOP21-30 | TOP31-40 | TOP41-50 |
|---------|----------|----------|----------|----------|
| 碧桂园     | 融创中国     | 首开股份     | 中骏集团     | 城建集团     |
| 保利发展    | 中国金茂     | 世茂集团     | 路劲集团     | 中国恒大     |
| 万科地产    | 滨江集团     | 卓越集团     | 万达集团     | 联发集团     |
| 华润置地    | 绿地控股     | 美的置业     | 武汉城建     | 龙光集团     |
| 中海地产    | 中国铁建     | 电建地产     | 华侨城      | 阳光城      |
| 招商蛇口    | 越秀地产     | 金科集团     | 雅居乐      | 合景泰富     |
| 金地集团    | 旭辉集团     | 仁恒置地     | 中粮大悦城    | 海伦堡      |
| 绿城中国    | A房企      | 中交房地产    | 融信集团     | 宝龙地产     |
| 龙湖集团    | 新城控股     | 中南置地     | 新希望地产    | 金辉集团     |
| 建发房产    | 远洋集团     | 中梁控股     | 保利置业     | 时代中国     |

来源：克而瑞，各公司微信公众号，和讯网，搜狐网，中国房地产网，乐居财经，国金证券研究所 注：1) 蓝底代表该房企已开展一定规模的代建业务；2) TOP50房企指克而瑞2022全口径销售额前50的房企

政府代建主要由央国企主导，竞争格局较为稳定。政府代建具有两大主要特点：①利



润较低：政府项目注重社会效益而非营利，所以代建方利润相对较低，利益驱动力较弱；  
②准入门槛高：政府对投标企业的资金、背景、规模、过往表现等方面有着严格的资质考察。因此政府代建领域一般房企难以入局，主要由央国企主导，且存在一定的地方保护主义。政府代建常见的参与方有绿城、华润、招商、金地、建发等，竞争格局较为稳定，彼此之间的布局区域、代建特色略有不同，一定程度上形成错位竞争。

图表9：参与政府代建的主要是央国企

| 集团/公司 | 代建平台      | 代表项目         | 代建特点  | 主要区域      |
|-------|-----------|--------------|---|-----------|
| 绿城管理  | 绿城管理      | 杭州明德明理府      | 除了传统的棚改、保障房，还提供未来社区、产业园区、产城融合、市政配套等多元业态全过程的代建服务 | 长三角、深耕浙江省 |
| 华润置地  | 华润置地建设事业部 | 西安奥体中心       | 提供大场馆、大公建、大社区、大园区全业态的代建                         | 全国布局      |
| 招商蛇口  | 招商蛇口      | 深圳国际会展中心     | 以安居房、商办、会展场馆、大型公建等为特色的代建                        | 珠三角、长三角   |
| 金地集团  | 金地管理      | 福田科技广场       | 保障房等居住类、教育、体育、医疗、养老、城市公共空间等公建类均有涉及              | 珠三角       |
| 建发集团  | 建发建管      | 金砖领导人厦门会晤主会场 | 代建业态涵盖住宅、写字楼、工业园、商业体、酒店、大型公建、医疗、教育等             | 福建区域      |

来源：各公司公告，各公司官网，沈阳日报，凤凰网，国金证券研究所

本轮地产周期中以 AMC(资产管理公司)为代表的金融机构积极介入纾困，大量资本代建需求应运而生，因为 AMC 的专长是处置不良资产，而不是参与整个开发环节，故需要代建公司充当桥梁作用来协调各方，以保障最终顺利交楼。但承接此类项目对代建企业的综合素质要求较高。因为纾困类项目是非标业务，要按需定制解决方案，各阶段的工作都较为复杂：前期进行业务尽职调查、资产价值梳理、盘活方案设计；协调政府关系、协助债权处理、增加消费者信心；后期实现已售房源保交付、未售资产盘活变现、纾困投资安全回收。公司在这方面率先做出了成功探索。2022 年中粮信托承接恒大某停工项目并委托公司代建，公司通过重新筹划项目运营思路，协助盘点项目资产和负债，与各方协调解决施工工资和供应商欠款问题，打通纾困项目的难点堵点。最终项目开发进度、市场销售情况优于预期，保障了委托方的利益。

图表10：以 AMC 为代表的金融机构积极介入地产纾困

| 时间     | 金融机构  | 事件   |
|--------|-------|--|
| 2022.4 | 中国长城  | 佳兆业与招商蛇口、中国长城订立战略合作协议，涉及合营安排及资产收购                          |
| 2022.4 | 中国信达  | 陕建地产集团与中国信达陕西分公司交流座谈并签署合作备忘录，共同设立总规模不超过 100 亿元的并购重整基金      |
| 2022.5 | 川发资管等 | 川发资管与华润渝康拟共同组建川渝地区问题机构纾困基金、不良资产收购基金，共同搭建川渝不良资产处置专业平台       |
| 2022.5 | 中国华融等 | 中南控股与中国华融等签署战略合作协议，针对在建工程复工复产、优质项目并购等开展业务，支持项目总规模不超过 50 亿元 |
| 2022.6 | 浙商资产  | 浙江省房地产业协会与浙商资产达成合作协议，初步成立了 100 亿规模的并购重组专项资金用于房企解危纾困        |
| 2022.7 | 河南资产  | 河南资产和郑地集团联合设立郑州市地产纾困基金，参与问题楼盘盘活、困难房企救助等解困纾困工作              |
| 2022.8 | 中国华融  | 中国华融与阳光城的母公司阳光龙净集团有限公司签署《纾困重组框架协议》，推动化解流动性危机               |



|        |       |   |
|--------|-------|---|
| 2022.9 | 中国信达  | 信达投资、信达地产拟联合金融机构共同发起设立康桥集团地产项目保交付专项纾困基金，对康桥集团存量地产项目在保交楼方面开展纾困救助 |
| 2023.1 | 中国华融等 | 融创中国与华融、以浦发银行牵头的6家银行组成的银团、中信信托就上海董家渡项目达成融资合作                    |
| 2023.7 | 中国长城  | 绿城中国、绿城管理分别与中国长城资产及其子公司长城国富置业签署战略合作协议，双方将在涉房涉地不良资产处置等业务领域开展战略合作 |

来源：佳兆业集团公告、中南建设公告，华润渝康官网，河南资产官网，凤凰网，乐居财经，国金证券研究所

### 1.3、代建行业特点一：政策持续支持，成长中且前景广阔

政策持续支持代建发展。在过往的发展历程中，政府投资项目通常采用投资、建设、管理、使用四位一体的模式，但随着我国投资体制改革的不断深入，旧模式正逐渐向投、建、管、用职能分离的新模式转化。新旧模式转变的核心在于通过专业化建设管理，进而实现控制投资费用、提高收益及管理水平。为了保障政府投资项目更市场化更高效，因此政策或将持续推进代建制发展。

国家层面对于代建的支持性政策最早可追溯至2004年7月国务院颁布的《关于投资体制改革的决定》，明确指出对非经营性政府投资项目加快推进代建制。该政策的出台对促进代建行业发展具有标志性意义，此后各省市在结合当地实际情况的基础上，彼此互相借鉴创新，形成了具有地方特色的代建政策体系。2023年全国多地陆续出台了与代建相关的政策，有助于明确代建的项目及流程，规范代建企业经营，进一步提高区域代建管理标准化水平，促进代建市场健康发展。

根据经济观察报报道，近期《关于规划建设保障性住房的指导意见》(8月通过国务院审议)已传达到各城市人民政府、各部委直属机构，该指导意见明确了加大保障性住房建设和供给的目标，为代建行业提供了新的机遇和增长点。

图表11：2023年部分代建政策

| 时间        | 地区     | 主要内容   |
|-----------|--------|--|
| 2023/2/18 | 福建省    | 教育、科技、文化、卫生、体育、民政及社会福利、保障性住房等社会事业项目，法院、检察院、公安、监狱、戒毒所等政法设施项目，机关和事业单位的办公、业务、技术用房及其配套设施用房项目和其他省政府投资省非经营性项目，总投资3000万元以上，原则上推行代建制。代建管理费100万元以上的可以采用公开招标或请招标方式，存在特殊情形的，经省政府同意，可以直接指定代建单位。100万元以下的可以采用更为灵活的非招标方式(竞争性磋商、竞争性谈判等)。 |
| 2023/3/24 | 深圳市龙华区 | 实行代建的项目原则上应为总投资规模5000万元以上的政府投资项目，城市更新单元内或紧邻其红线，应由政府投资建设的市政基础设施和公共服务设施项目，以及区政府同意的其他项目，总投资规模可低于5000万元。   |
| 2023/5/12 | 三亚市    | 建安工程概算投资额在1000万元以上(含1000万元)的政府投资项目实行代建制涉及国家安全、国家秘密的项目不得实行代建制。建安工程概算投资额在1000万元以下的政府投资项目，项目单位根据自身建设能力，自主选择是否实行代建制。项目经理可以同时管理多个代建项目，但管理的代建项目原则上概算总投资总额不得超过5亿元，且管理的代建项目个数最多不能超过4个。   |
| 2023/6/29 | 河北省    | 省本级政府投资1000万元(含)以上且占总投资50%(含)以上的非经营性项目，原则上实行代建制。   |
| 2023/7/25 | 厦门市    | 全市的政府投资项目，市、区项目实施一体化、标准化代建管理，区政府负责辖区内代建管理工作的职责，市建设局负责统筹协调和指导厦门市的代建制管理工作。沿用原代建管理办法规定，明确投资概(估)算1亿元及以上的项目，原则上应当采用招标方式选择代建单位并自觉接受建设主管部门监督。对投资概(估)算1亿元以下的项目，建设单位可根据项目实际情况，择优选择代建单位。   |



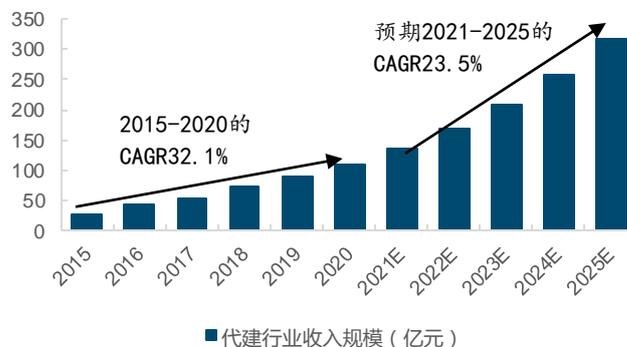
|           |        |   |
|-----------|--------|---|
| 2023/7/25 | 吉安市吉州区 | 区政府投资(含新建、改扩建)行政机关及其所属单位、人民团体的办公业务用房等建设项目, 科研、教育、文化、卫生、体、民政及社会福利等社会事业项目, 环境保护、市政设施、生态治理等公用工程项目及其他非经营性政府投资项目推行代建制。投资规模 3000 万元(含)以上的前款所列建设项目推行代建制, 由项目审批部门在审批项目时予以明确。鼓励投资规模 3000 万元以下的前款所列项目实行代建制。 |
| 2023/9/1  | 沧州市    | 市本级政府投资 1000 万元(含)以上且占总投资 50%(含)以上的非经营性项目, 原则上实行代建制。  |

来源: 各政府官网, 克而瑞, 国金证券研究所

行业正处于成长阶段且前景广阔。根据中指研究院, 代建行业 2010-2020 年的新签约建筑面积 CAGR 为 24.4%, 2022 年代建新签约总建筑面积首次突破 1 亿方达到 1.11 亿方, 同比增长 11.3%, 预期 2021-25 年 CAGR 为 23.5%。2015-2020 年代建行业收入规模 CAGR 为 32.1%, 2021 年代建行业收入规模为 136.1 亿元人民币, 预期 2021-25 年 CAGR 为 23.5%。

图表12: 代建行业新签约总建筑面积持续高增长

图表13: 代建行业收入规模持续高增长



来源: 中指研究院, 国金证券研究所

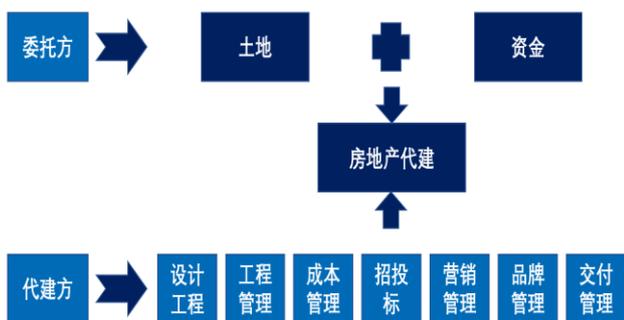
来源: 中指研究院, 国金证券研究所

#### 1.4、代建行业特点二：轻资产，低负债，低风险

代建行业采取轻资产模式, 负债较低。根据前文所述的代建定义, 在一个标准的代建模式中, 委托方应提供项目所需的土地及资金, 代建方对项目只有操盘经营权而无所有权, 因此代建企业无需加杠杆投入大量资金, 通常只需提供人力资本。典型代建企业绿城管理控股与中原建业的资产负债率均明显低于传统的房地产开发行业, 体现了轻资产、低负债的属性。

图表14: 代建分工决定了代建方无需投入大量资金

图表15: 代建企业资产负债率显著低于房地产业



来源: 中国房地产报, 国金证券研究所

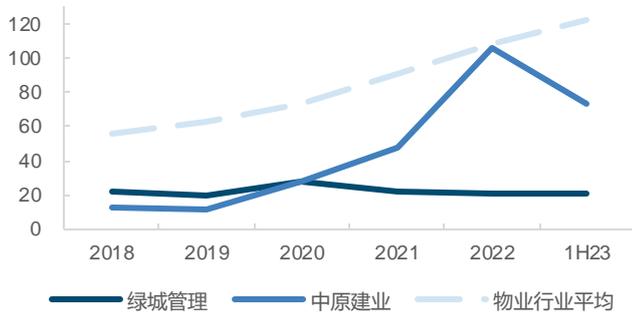
来源: wind, 国金证券研究所 注: 房地产开发行业平均指 wind 房地产行业住宅地产板块的资产负债率

代建企业的现金流充足, 风险较小。在当前销售承压, 房企仍在出险的背景下, 现金流是整个地产链上下游相关企业安全的重要保障。通过将绿城管理控股及中原建业与同样具备轻资产属性的物管行业对比: ①代建企业的应收账款周转天数均低于物业行业, 其中绿城管理控股的应收账款周转天数均维持在 30 天以内, 受开发商影响更小, 回款水平更强; ②代建企业的经营性现金流净额/净利润与物业行业一样维持在较高水平, 其中绿城

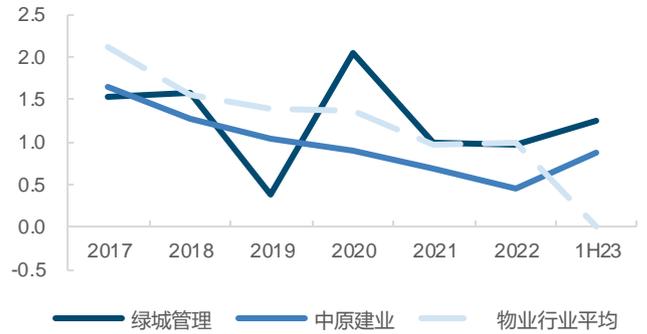


管理控股该指标通常维持在 1 倍左右，实现了有现金流的利润。因此代建企业具备充足的现金流，风险较小。

图表16: 代建企业的应收账款周转天数低于物业行业



图表17: 代建企业的经营性现金流净额/净利润较高



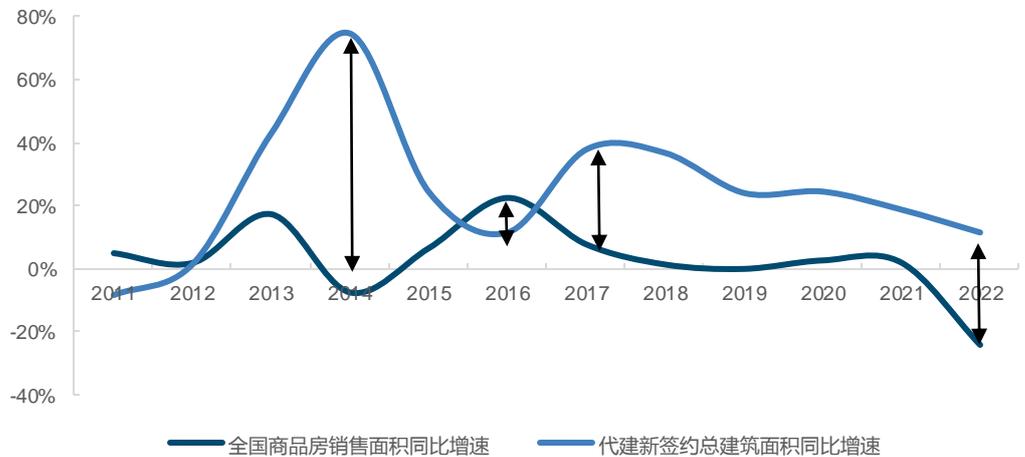
来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 物业行业平均指我们选取的 50 家样本物企; 2) 年度应收账款周转天数=360/(收入/应收账款), 半年度应收账款周转天数=180/(收入/应收账款)

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 物业行业平均指我们选取的 50 家样本物企; 2) 1H23 物业行业经营性现金流净额/净利润大幅下降与行业结算周期有关

### 1.5、代建行业特点三：抗周期性强

代建行业抗周期性强，在地产下行期更明显。在地产上行阶段，代建可以随行就市，在增量市场环境下逐渐实现规模扩张。在地产下行阶段，代建抗周期的属性尤为明显，能够实现逆势增长，主要因为：①中小房企出现销售去化困难，更需要代建方对其进行品牌和专业能力的输出，助其快速回款；②财政政策开始发力，政府加大基建力度以应对经济下行压力；③出险房企项目开发陷入停工，政府、金融机构、出险房企、代建多方共同协力保交楼。因此在下行期时商业代建、政府代建、资本代建的需求均有所增加，体现出代建抗周期属性。

图表18: 在地产下行期，代建行业的逆周期属性显著



来源: wind, 中指研究院, 国金证券研究所

## 二、公司是代建行业龙头，业绩稳步增长

### 2.1、深耕代建十余载，奠定国内代建龙头地位

绿城管理成立于 2010 年，于 2020 年 7 月 10 日在香港联交所主板上市，成为“中国代建第一股”，2022 年 1 月收购浙江熵里，整合代建行业优秀团队力量，进一步扩大自身规模及优势。公司是中国房地产轻资产开发模式的先行者、引领者，通过项目管理整合资源、输出品牌及标准，以定制化的解决方案和高品质的服务为客户创造价值。公司于 2017-2023 七年蝉联中国房地产代建运营引领企业 TOP1，2020-2022 年蝉联中国房地产代建领先品牌 TOP1，公司代建的项目荣获詹天佑奖、广厦奖等各类国家级荣誉。



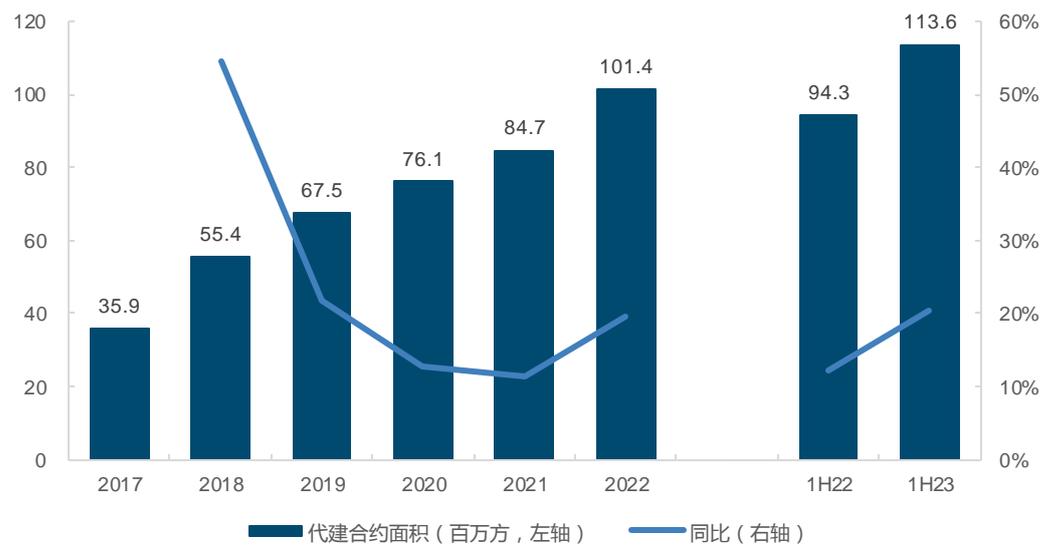
图表19: 公司发展历程

| 时间    | 事件  |
|-------|---|
| 2005年 | 绿城集团首次介入杭州江干区“城中村”改造和安置房代建                                    |
| 2010年 | 成立绿城建设，成为中国首家专注代建业务的轻资产公司                                     |
| 2015年 | 绿城房产收购绿城管理和绿城时代，成立绿城管理集团，进一步扩大代建业务                            |
| 2016年 | 分拆成立绿城建设管理，绿城集团再收购其全部股权，整合代建业务                                |
| 2020年 | 香港联交所主板上市，成为中国代建第一股   |
| 2021年 | 明确了“3+3”的业务模式   |
| 2022年 | 以不超过6亿元收购浙江熵里60%的股权，核心标的为其管理团队及代建业务                           |
| 2023年 | 将公司12年发展经验、超1300个项目积累出来的代建行业宝典“M登山模型”向全行业开源，助力行业标准化，推动行业更好地发展 |

来源：公司公告，公司官网，公司官微，国金证券研究所

公司代建合约面积持续增长，每年新拓合约市占率稳居行业第一。2017-2023H1 公司合约面积始终维持增长态势，截至2023年中期，公司总代建合约面积约11360万方，较2022年底增长12%。根据中指院，2016-2023H1 公司新拓合约面积的市场份额始终维持在22%以上，并且在2021年以来行业竞争不断加剧的环境中，公司市占率不降反增，持续巩固行业第一的龙头地位。2023H1 公司新拓面积的市占率为25.5%，大幅领先行业。

图表20: 公司代建合约面积持续增长

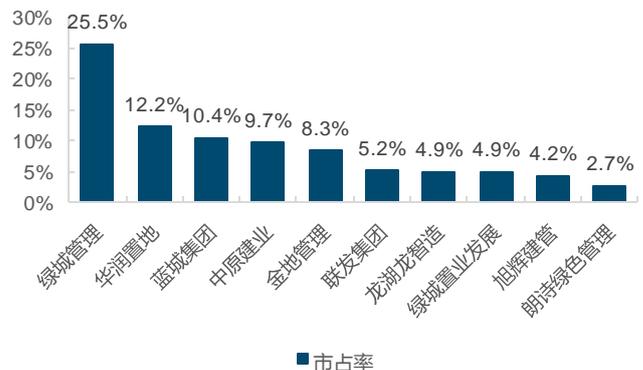


来源：公司公告，国金证券研究所

图表21: 公司市占率连续七年保持行业第一



图表22: 2023H1 公司新拓面积市占率大幅领先



来源：公司官网，国金证券研究所

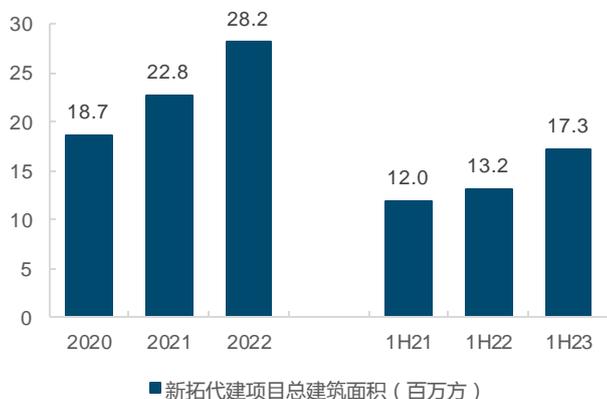
来源：公司业绩会 ppt，国金证券研究所



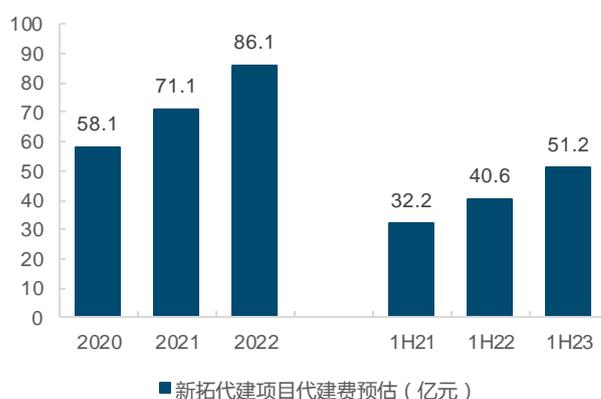
## 2.2、新拓持续增长，客户结构灵活调整

公司新拓的代建项目持续增长，后续业绩增长有保障。从新拓建筑面积来看，2023H1 新拓约 1730 万方，同比+30.6%；2022 新拓约 2820 万方，近三年 CAGR 为 22.9%。从新拓的预估代建费来看，2023H1 新拓约 51.2 亿元，同比+26.3%；2022 新拓约 86.1 亿元，近三年 CAGR 为 21.7%。

图表23：新拓代建项目的建筑面积持续增长



图表24：新拓代建项目的预估代建费持续增长

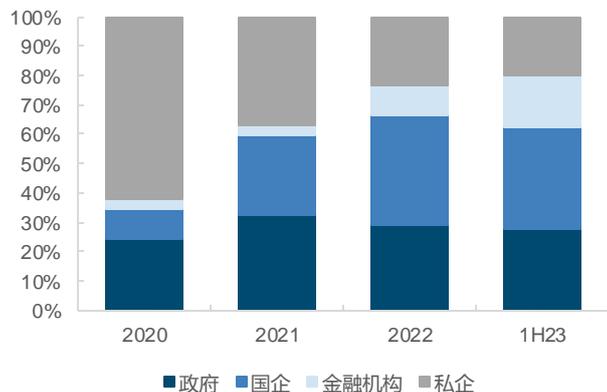


来源：公司业绩会 ppt，国金证券研究所

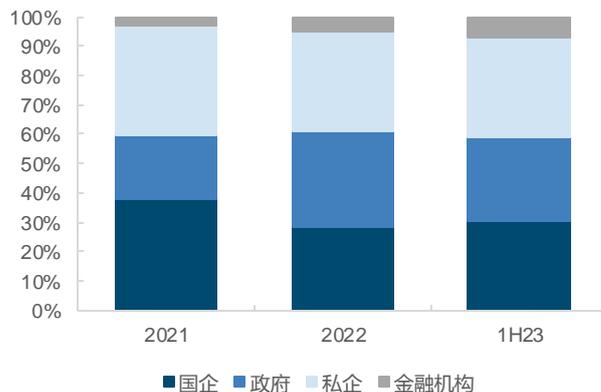
来源：公司业绩会 ppt，国金证券研究所

随着市场变动积极调整战略，新拓及存量客户结构逐渐优化。考虑到中小房企当前支付能力偏弱、项目折损率相对较高，公司从源头控制了私企委托项目的拓展，在新拓合约面积中私企占比逐年缩小，从 2020 年的 62.0%，降低到 2023H1 的 20.1%；其他来自政府+国企+金融机构的新拓合约面积占比由 2020 年的 38.0% 上升至 2023H1 的 79.9%。在总合约建筑面积中，国企+政府+金融机构占比维持在 60% 以上。其中短期随着保交楼的持续推进，资本代建成为短期增长来源。资本代建在新拓面积中的占比由 2021 年的 2.8% 增长至 2023H1 的 7.3%。

图表25：新拓面积中国企+政府+金融机构占比持续提升



图表26：合约面积中国企+政府+金融机构占比 60% 以上



来源：公司业绩会 ppt，国金证券研究所

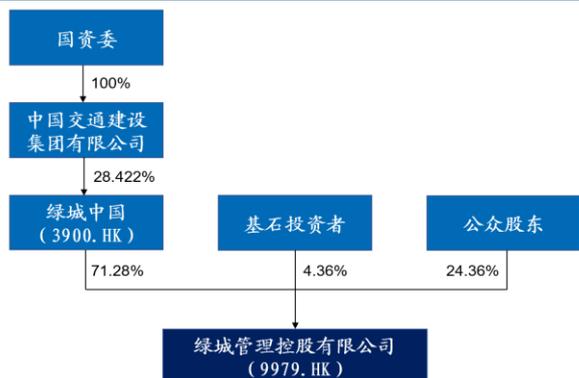
来源：公司业绩会 ppt，国金证券研究所

## 2.3、大股东绿城中国具备央企背景

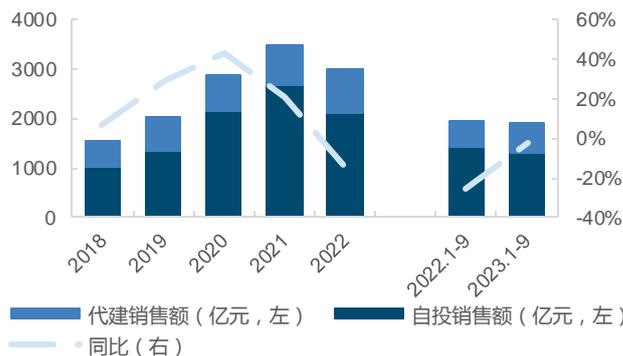
公司第一大股东是绿城中国，其是中交集团的并表子公司，共享央企中交集团的信用背书。2022 年绿城中国自投+代建销售额合计 3003 亿元，同比-14.4%，同期克而瑞百强房企销售额同比-42.3%；2023H1 自投+代建销售额合计 1923 亿元，同比-2.3%，同期克而瑞百强房企销售额同比-12.3%，因此绿城中国的销售韧性较强。2023H1 绿城中国三道红线满足其中两道，属于“黄档”房企，其中 71.8% 的剔预资产负债率略超 70% 的标准，净负债率为 70.2%，现金短债比为 2.2 倍。绿城中国凭借较好的财务结构及央企信用背书，获得资本市场的认可，融资成本持续下行。



图表27: 公司第一大股东绿城中国具有央企背景



图表28: 绿城中国销售韧性较强



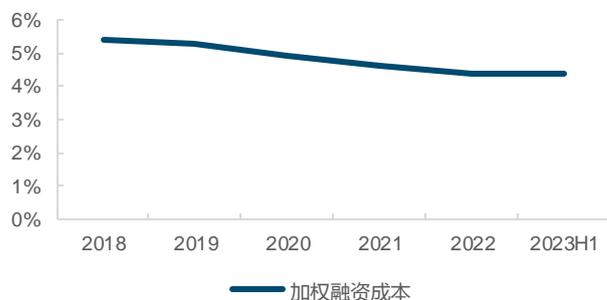
来源: 公司公告, 绿城中国公告, 国金证券研究所 注: 截至 2023 年 6 月 30 日

来源: 绿城中国公告, 国金证券研究所

图表29: 绿城中国三道红线指标

| 年份     | 剔除预收款的资产负债率 | 净负债率  | 现金短债比 |
|--------|-------------|-------|-------|
| 2020   | 71.9%       | 63.8% | 2.0   |
| 2021   | 71.1%       | 52.0% | 2.2   |
| 2022   | 71.2%       | 62.6% | 2.6   |
| 2023H1 | 71.8%       | 70.2% | 2.2   |

图表30: 绿城中国融资成本持续下行



来源: 绿城中国公告, 国金证券研究所

来源: 绿城中国业绩会 ppt, 国金证券研究所

### 2.3、公司经营业绩维持增长态势

公司采用 3 项代建主业+3 项配套服务的“3+3”业务模式, 可根据客户需求定制全方位的服务。公司收入主要由政府代建、商业代建和其他业务三块内容构成, 其中政府代建是指代建政府委托的保障性租赁住房、产业园区、市政配套设施等项目; 商业代建是指为国企、城投、中小开发商、金融机构等委托方做代建, 因此资方代建收入是结算在商业代建内的; 其他业务是指由绿城房地产集团投标但由公司管理的项目(由于公司上市前未取得房地产开发一级资质)。2023H1 公司营收 26.6 亿元, 同比+18.4%; 2022 公司营收 15.5 亿元, 同比+23.1%。2023H1 政府代建、商业代建、其他业务的收入分别为 10.7 亿元、4.0 亿元和 0.9 亿元, 分别占比 26%、69%和 6%。

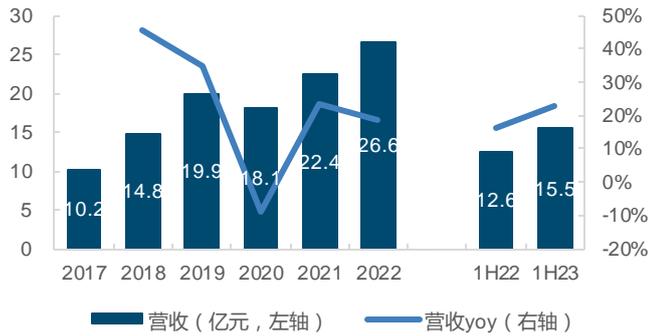
图表31: 公司业务包括三大代建主业+三项配套服务

| 业务     | 子业务   | 内容  |
|--------|-------|---|
| 三大代建主业 | 政府代建  | 通过招投标形式, 为政府或行使政府职能的机构提供传统保障房、未来社区、产业园区、产城融合、市政配套等多元业态全过程管理服务。            |
|        | 商业代建  | 以契约形式提供房地产项目全过程开发管理服务, 通过品牌溢价、管理增值、品质提升、成本节约等, 为国企、央企、优质中小开发商创造价值。        |
|        | 资方代建  | 在涉房涉地的不良资产处置项目中, 依托强大的品牌效应、专业的开发团队及供应链资源, 帮助资方控制前端风险、提升中端开发价值变现、整合后端运营能力。 |
| 三项配套服务 | 金融服务  | 为有资金需求的委托方寻找相匹配的金融机构及资本力量, 提供金融撮合服务, 确保代建项目稳健运营。                          |
|        | 产城服务  | 整合各类产业资源, 服务于城市更新和产业运营, 向前协同一级开发, 向后赋能产业运营。                               |
|        | 产业链服务 | 通过内部孵化及外部收并购等方式, 整合产业链上下游轻资产类企业, 构造代建生态体系, 实现相互导流与赋能, 打造全价值链的代建业务平台。      |

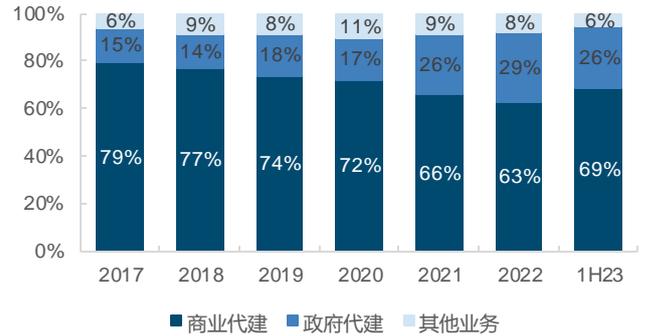
来源: 公司官网, 国金证券研究所



图表32：公司营收呈上升趋势



图表33：公司的政府代建收入占比持续提升

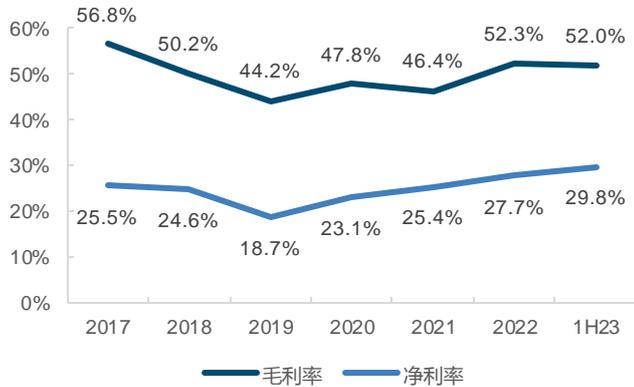


来源：wind，国金证券研究所

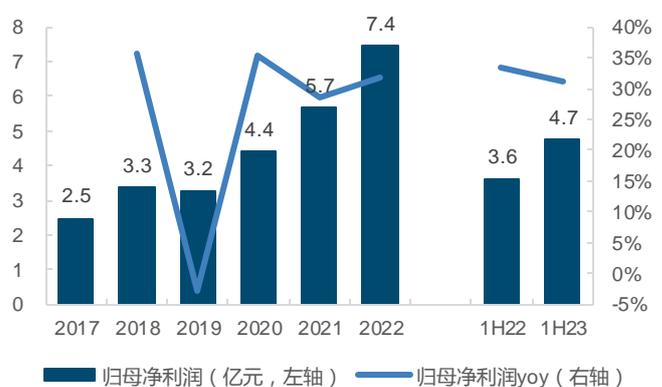
来源：wind，国金证券研究所

维持高水平利润率，归母净利润稳步增长。尽管行业竞争日益加剧，但公司凭借自身的品牌力、业内领先的管理运营能力维持了较高的利润率水平。2023H1 公司毛利率 52.0%，净利率 29.8%，相较 2020 年提升了 2.1pct。2023H1 公司归母净利润 4.74 亿元，同比增长 31.3%。

图表34：公司毛利率、净利率维持双高



图表35：公司归母净利润稳步增长



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

### 三、四大竞争优势助力公司强者恒强

#### 3.1、绿城品牌助力代建项目提高溢价、加快流速

品牌是代建企业的核心竞争力，好品牌会给代建项目带来高溢价与高流速，从而使委托方利益最大化，因此具有品牌力强的代建企业在市场上拓展项目时具备明显的竞争优势。公司大部分的商业代建项目会使用“绿城”的品牌，相当于为项目提供了绿城的信用背书和品质保障，因此由公司所代建的部分重难点项目不仅去化情况好而且提高了溢价，充分满足了委托方的诉求。

图表36：公司代建的部分重难点项目销售表现较好

| 项目        | 难点             | 解决方案                             | 去化情况        | 溢价情况  |
|-----------|----------------|----------------------------------|-------------|-------|
| 银川桃李春风    | 距中心城区较远，去化难    | 将其打造成中式合院产品，打开高端市场               | 84.9%       | 超 20% |
| 石家庄御河上院   | 毗邻古城，政府要求风貌相协调 | 采用灰墙墨瓦，景观上借鉴恭王府規制，将项目营造为城市风景的一部分 | 石家庄低密产品销量第一 | 超 50% |
| 珠海翠湖香山百合苑 | 高层组团项目         | 三重绿化体系+品牌智能精装交付                  | 超 93%       | 超 10% |

来源：公司微信号，国金证券研究所



绿城中国的项目客户满意度高，售价及去化有保障。根据中指研究院发布的 2022 中国城市居民居住满意度排行榜，在 37 座城市中，绿城在其中 15 城排名第一，体现了绿城强大的品牌力。比如在 2022.7.16-7.23 期间，西安有 7 个项目开盘，绿城项目的综合溢价和流速是最高的。

图表37: 在 2022 中国城市居民居住满意度排行榜中，绿城在 37 城中有 15 城排名第一

| 城市 | 排名 | 城市 | 排名 | 城市  | 排名 | 城市   | 排名 |
|----|----|----|----|-----|----|------|----|
| 北京 | 4  | 沈阳 | 无  | 合肥  | 1  | 珠海   | 2  |
| 上海 | 4  | 西安 | 1  | 福州  | 5  | 金华   | 1  |
| 广州 | 2  | 苏州 | 1  | 昆明  | 无  | 绍兴   | 1  |
| 深圳 | 无  | 长沙 | 3  | 济南  | 3  | 台州   | 1  |
| 武汉 | 无  | 青岛 | 3  | 石家庄 | 无  | 舟山   | 1  |
| 南京 | 3  | 大连 | 1  | 南宁  | 无  | 海口   | 1  |
| 成都 | 无  | 郑州 | 无  | 南昌  | 无  | 乌鲁木齐 | 1  |
| 重庆 | 5  | 佛山 | 3  | 温州  | 无  |      |    |
| 天津 | 2  | 无锡 | 1  | 嘉兴  | 1  |      |    |
| 杭州 | 1  | 宁波 | 1  | 南通  | 1  |      |    |

来源：中指研究院，国金证券研究所

图表38: 绿城楼盘与竞品相比，在售价和去化方面有明显优势

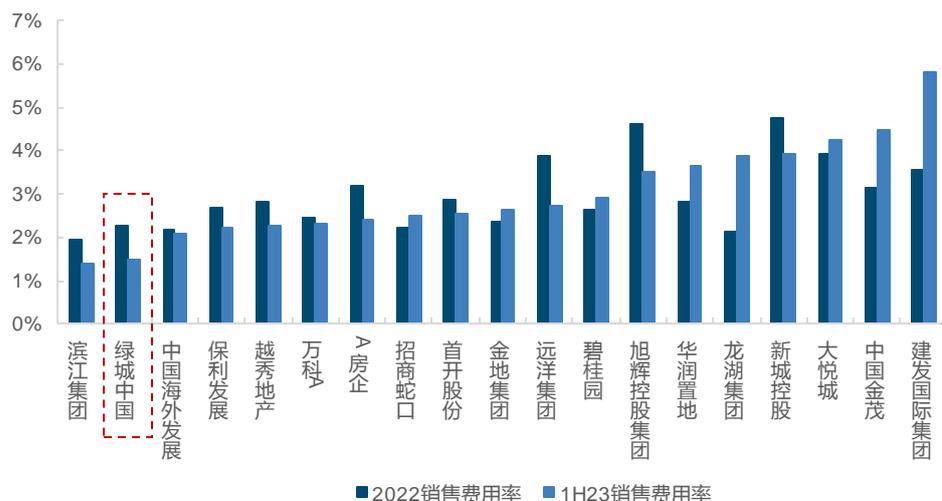


来源：百度地图，网易，国金证券研究所 注：图中售价时间为 2022 年 7 月

由于绿城的品牌力强，居民满意度高，因此所需付出的各类营销费用相对较低。2022 及 2023H1 绿城中国的销售费用率分别为 2.3%、1.5%，绿城中国的销售费用率在典型房企中位于最低一档。



图表39: 绿城中国的销售费用率在典型房企中位于最低一档



来源: wind, 国金证券研究所

### 3.2、公司与绿城中国所积累的客户基础与强大供应链

公司具备庞大的客户基础。母公司绿城中国深耕房开领域 28 年,已在全国积累了 180 万高端的 C 端客户,有助于绿城的项目在销售端提升溢价、加快去化以及获取圈层资源。公司专注代建 11 年,亦积累了 1000 多组各类身份、业务多元的委托方。

公司具备强大的供应链。基于母公司绿城中国诸多的集采单位,以及公司自身庞大的业务流量,所以公司有集采和供应链的优势,可以降低成本并提高开发进度。同时,公司还搭建开发与服务平台,与产业链上下游企业之间相互导流赋能,增强产业链黏性,共享产业链价值。

图表40: 绿城积累了丰富的客户资源



图表41: 绿城积累了强大的供应链



来源: 公司业绩会 ppt, 国金证券研究所

来源: 公司业绩会 ppt, 国金证券研究所

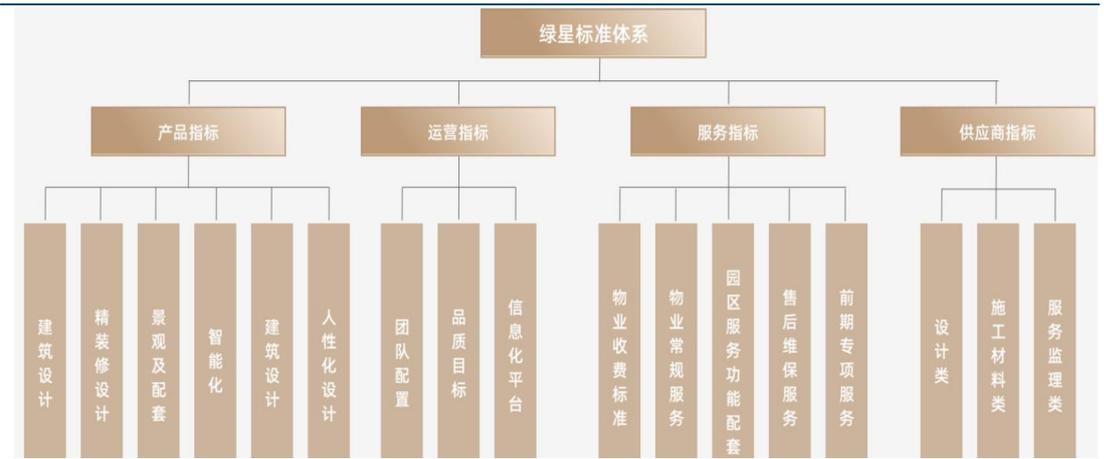
### 3.3、行业标准制定者, 向平台型企业转型

公司已成为行业标准制定者。公司 2016 年首创“代建 4.0 体系”, 2018 年推出“绿星标准”作为行业首个标准认定体系,并进一步完善“代建 4.0 体系”, 2021 年发起代建轻资产联盟, 初创成员包括中原建业、华润置地、金地管理等 6 家公司, 持续扩大“绿星标准”影响力, 引领行业发展。2023 年以“M 登山模型”及“绿城 M” app 为载体, 总结自身 12 年发展经验、通过超 1300 个项目积累训练出来的“保姆级指南”向全行业开源, 学习阿里巴巴的创立初衷, 旨在“让天下没有难做的项目”。

从主导成立行业联盟到开源登山模型, 公司以自身经验和知识体系赋能行业, 重构代建商业模式底层逻辑, 推动行业形成共建、共享、共荣的生态圈。不仅确立并巩固了公司行业标准制定者及领导者的地位, 而且朝着“代建 4.0 体系”构建平台的目标持续迈进, 最终或有望复制贝壳的路径成为行业巨头的平台型企业。

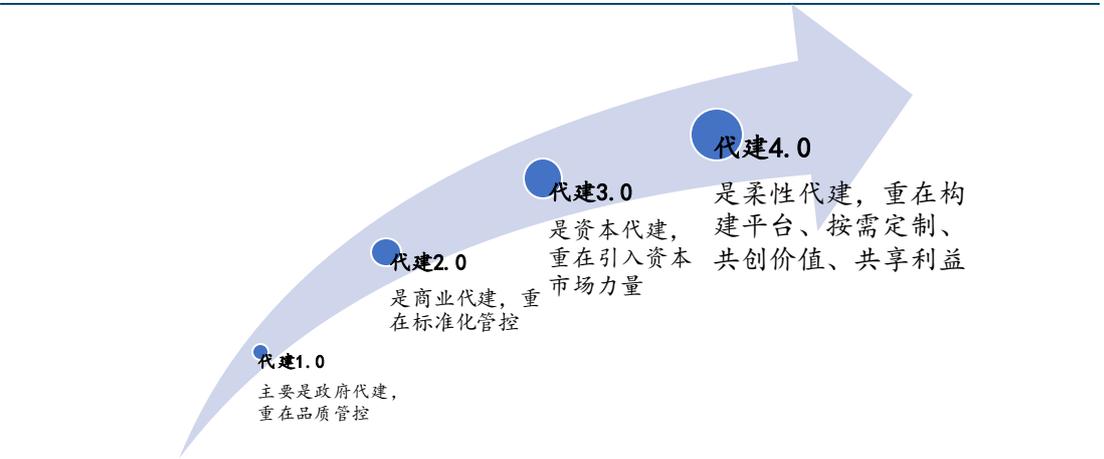


图表42: 绿星标准构建了一套房产品与服务标准化的体系



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表43: 代建方法论体系不断迭代, 目前代建 4.0 注重构建平台



来源: 乐居财经, 国金证券研究所

图表44: 代建 4.0 主要包括品质信用协定 (QR 协定) 与价值分享计划 (VS 计划)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 3.4、核心高管经验丰富, 股权激励与高管增持保障团队不断进取

公司核心高管经验丰富, 人员调整协同性增强。目前公司核心高管均在绿城体系内稳定工作多年, 积累了丰富的的工作经验及资源。今年 7 月 31 日, 公司公告董事会人员调整:



张亚东（同时也是母公司的董事会主席&执行董事）和郭佳峰（同时也是母公司的执行董事&行政总裁）担任公司的联席主席，李军任公司的副主席，王俊峰接棒李军担任公司行政总裁。公司与母公司的整体协同性有望进一步增强。

图表45：公司核心高管经验丰富

| 核心高管 | 年龄<br>(岁) | 职位                           | 履历  |
|------|-----------|------------------------------|---|
| 郭佳峰  | 58        | 绿城管理控股联席主席<br>绿城中国执行董事、行政总裁  | 拥有超过 35 年的行业经历，在项目开发、工程营造方面具有丰富的经验。自 2000 年 4 月加入绿城集团，从 2006 年 7 月至 2015 年 3 月曾担任绿城中国执行董事，并担任绿城房地产集团执行总经理，主要负责湖南长沙、浙江杭州、浙江舟山、江苏南京、安徽合肥及新疆等地项目的房地产开发工作。    |
| 张亚东  | 55        | 绿城管理控股联席主席<br>绿城中国董事会主席、执行董事 | 2018 年 5 月加入绿城中国，曾担任大连市政府副市长负责城市建设与管理等工作，在城乡建设和房地产管理方面有丰富的经验。   |
| 李军   | 46        | 绿城管理控股董事会副主席                 | 2002 年加入绿城集团，担任质量管理部的高级职员；2009 年起担任绿城集团运营管理部部门经理。李先生自 2010 年起担任绿城首个商业代建项目的总经理，创新轻资产开发模式，并自 2015 年起担任本集团的总裁，主持日常经营管理工作，领导本集团成为中国首家且规模最大的房地产轻资产服务企业并最终成功上市。 |
| 王俊峰  | 47        | 绿城管理控股执行董事、行政总裁              | 在房地产开发、项目管理方面拥有 23 年经验。2017 年 4 月至 2021 年 9 月担任浙江绿城常务副总经理、兼任宁波城市公司总经理；2021 年 9 月至 2023 年 1 月 11 日担任浙东绿城总经理。   |

来源：公司公告，国金证券研究所

大力度股权激励保障团队不断进取。公司 2020 年上市以来共进行了两轮股权激励：  
①激励力度大，2020 及 2022 的两轮股权激励授出的股份总数上限分别占当时已发行股份的 1.83%、2.657%。②覆盖范围广，两轮股权激励全员覆盖，承授人均包含高管及员工。通过大力度从上到下覆盖的两轮股权激励，能够绑定高管与公司的利益，激发员工积极性，助力公司实现长远发展。

图表46：公司上市以来已进行 2 轮股权激励

| 授出日期       | 授予对象              | 授予数量    | 当日收盘价     | 价值        | 总计       |
|------------|-------------------|---------|-----------|-----------|----------|
| 2020/12/24 | 郭佳峰、李军等<br>13 名高管 | 2004 万股 | 2.95 港元/股 | 5912 万港元  | 1.05 亿港元 |
|            | 32 名员工            | 1570 万股 |           | 4636 万港元  |          |
| 2022/4/24  | 李军等 4 名高管         | 950 万股  | 5.51 港元/股 | 5235 万港元  | 2.87 亿港元 |
|            | 69 名员工            | 4252 万股 |           | 23429 万港元 |          |

来源：公司公告，国金证券研究所

高管增持彰显对公司未来发展的坚定信心。自公司上市以来，核心高管李军多次在二级市场上买入公司股票，至今已累计增持 1418.8 万股，相应代价为 5238 万港元。而根据公司披露，2020-2022 年李军的年薪约 900-1300 万人民币，即其或将所有薪酬均用于增持。截至 2023 年 3 月 20 日，李军自格式上市日期（2020 年 7 月 10 日）起，累积个人持有 1808.8 万股，同时拥有未归属的 350 万股奖励股份，因此共计 2158.8 万股，占公司已发行股本约 1.07%。

图表47：公司上市以来李军累计增持 1418.8 万股，代价 5238 万港元

| 日期        | 增持数量 (万股) | 均价 (港元/股) | 对应代价 (万港元) |
|-----------|-----------|-----------|------------|
| 2023/3/20 | 40.0      | 7.25      | 290        |
| 2022/6/24 | 30.0      | 5.50      | 165        |
| 2022/6/23 | 20.8      | 5.29      | 110        |
| 2022/1/18 | 23.2      | 5.25      | 122        |



|           |        |      |      |
|-----------|--------|------|------|
| 2022/1/17 | 41.3   | 5.08 | 210  |
| 2021/7/30 | 61.5   | 4.67 | 287  |
| 2021/4/20 | 27.0   | 3.61 | 97   |
| 2021/1/20 | 95.0   | 3.45 | 327  |
| 2021/1/19 | 269.9  | 3.45 | 931  |
| 2021/1/18 | 212.1  | 3.36 | 712  |
| 2020/9/10 | 373.0  | 3.34 | 1247 |
| 2020/9/9  | 88.5   | 3.30 | 292  |
| 2020/9/8  | 136.5  | 3.28 | 448  |
| 总计        | 1418.8 |      | 5238 |

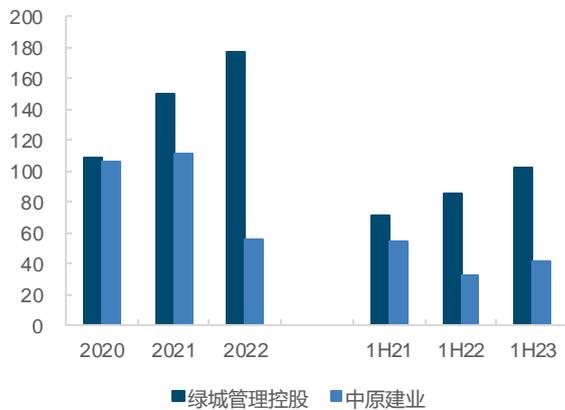
来源：公司公告，披露易，国金证券研究所

## 四、财务分析

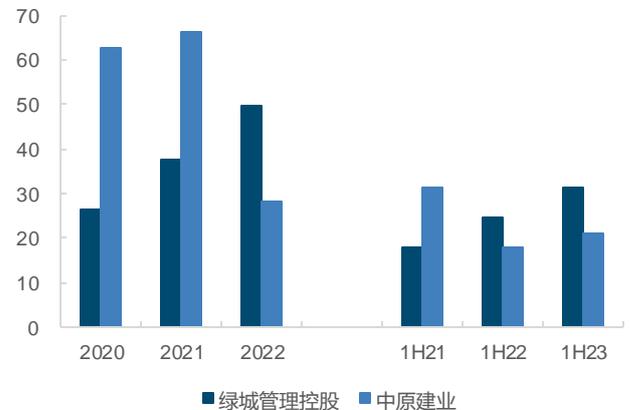
### 4.1、组织效能充分发挥，人均创收持续提升

公司的组织体系也随着市场变化不断迭代，目前已经形成集团本部、区域公司、城市公司/项目群三级架构。依托核心区域布局，通过分布式管理，提升客户服务响应度。在当前的架构下，团队可以根据不同项目属性和委托方诉求按需定制，并且项目不同阶段人员动态配置，保证工期、品质同时控制成本。因此公司能够充分释放人员效能，强化团队能力，人均创收和人均创利持续提升。2022年公司人均创收178万元，同比提升18.5%；人均创利(归母净利润)50万元，同比+31.8%。1H23公司人均创收103万元，同比+19.4%；人均创利31万元，同比+27.3%。

图表48：公司人均创收持续提升（单位：万元）



图表49：公司人均创利持续提升（单位：万元）



来源：wind，国金证券研究所 注：员工人数取期初期末平均值

来源：wind，国金证券研究所 注：员工人数取期初期末平均值

### 4.2、销售费用率先升后降，管理费用率稳中有降

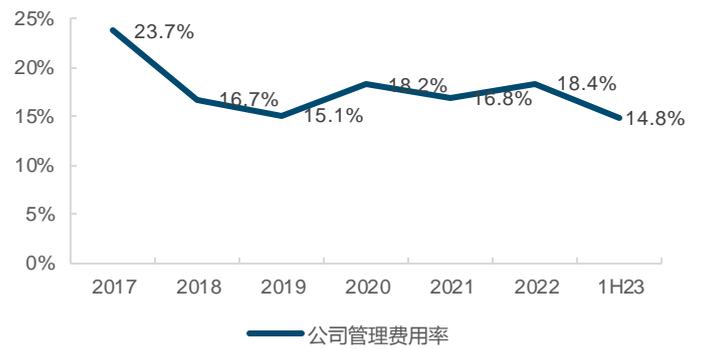
公司此前销售费用率呈小幅上升趋势，今年开始下降。2022年为4.5%，相较2021年提升0.4ppt。主要因为随着代建规模的提升，增加了项目方案设计支出等拓展类费用，同时当前给母公司绿城中国支付品牌使用费的略有增加。1H23销售费用率2.9%，已相较2022年下降1.6ppt。管理费用率稳中有降。1H23管理费用率为14.8%，相较2022年大幅下降，主要因为公司优化了组织架构，并运用数字化工具使得基层员工的服务更标准化且所需人数减少。



图表50: 公司销售费用率先升后降



图表51: 公司管理费用率维持稳中有降



来源: wind, 国金证券研究所

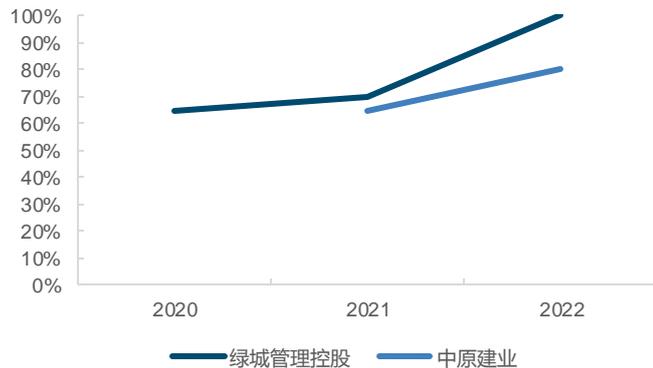
来源: wind, 国金证券研究所

### 4.3、派息率持续提升, 并保持高位

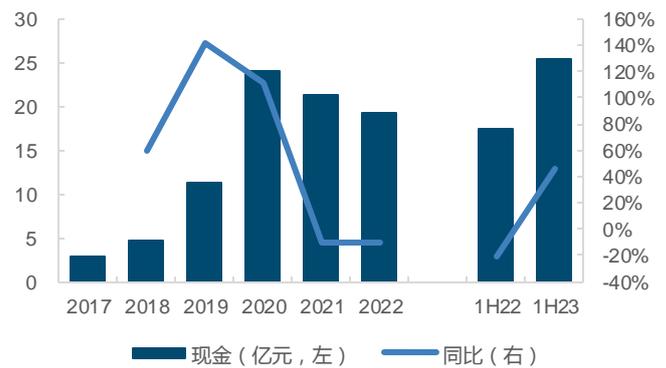
公司派发 2022 年度末期股息每股 0.3 元人民币, 派息率增至 80%, 并且派发上市三年来的特别股息每股 0.08 元, 合计派息率达 100%。2022 年每股股息合计 0.38 元人民币, 对应当前股价股息率约 7%, 具有较强吸引力。

截至 2023H1 公司账面现金 25.34 亿元, 较 2022 年底增长 45.7%。高比例派息充分体现了公司“现金奶牛”的属性, 以及管理层对大小股东积极回馈的态度。在今年 8 月召开的中期业绩发布会上, 公司也给出了未来长期的派息率指引, 预计将稳定在 80% 的水平。

图表52: 上市以来公司维持较高的派息比例



图表53: 公司账面现金充足



来源: 公司业绩会 ppt, 中原建业业绩会 ppt, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1、盈利预测

我们预计公司 2023-25 年的收入分别为 32.4 亿元、39.0 亿元、47.1 亿元, 同比增速分别为+21.8%、+20.5%和+20.7%; 2023-25 年归母净利润分别为 9.7 亿元、11.5 亿元、13.6 亿元, 同比增速分别为+29.8%、+19.2%、+18.4%。盈利预测假设如下:

公司收入由商业代建、政府代建、其他服务三块组成。其中:

1) 商业代建收入预测逻辑: 公司商业代建项目按照工程节点逐渐结转收入, 因此存量客户合约会按照项目正常进展陆续转为收入。我们统计后发现, ①当年的商业代建收入与商业代建尚未履约部分的合约交易价格基本相同, 2021 和 2022 年两者的比例为 1.07 和 0.97。②1 年期以内的尚未履约的商业代建合约占整体合约的 16%。③当年商业代建未履约合约增量占当年商业代建新拓代建费的比例约为 16%~26%, 随着疫情影响减弱而提升。因此, 我们通过预估 2023-25 年的新增商业代建费和上述两个比例, 进而得到 2023-25 年商业代建收入为 22.4 亿元、29.0 亿元、37.1 亿元, 同比增速分别为 34.1%、29.6%、27.8%。

2) 政府代建收入: 结合 2023 年上半年的收入情况, 以及尚未履约部分的政府代建合约额, 以及新拓政府代建费, 我们预计 2023-25 年政府代建收入保持在 8.1 亿元的水平。



3) 其他服务：该块业务不是公司主力，预计 2023-25 年维持在 1.9 亿元水平。

毛利率：1) 考虑到此前毛利率较高且当前宏观环境压力较大，商业代建毛利率预计呈现小幅下行趋势，预计 2023-25 年分别为 51.0%、48.0%和 46.0%。2) 考虑到规模效应，结合 2023 年上半年毛利率趋势，预计政府代建毛利率 2023-25 年约为 42.0%。3) 其他服务的毛利率预计维持 2023 年上半年的 90.7%的毛利率水平。

销售&管理费用率：考虑到公司降本增效，销售费用率和管理费用率预计都将呈现下降趋势。预计 2023-25 年销售费用率为 3.2%、3.0%、2.8%，管理费用率为 15.0%、13.0%、12.0%。

所得税税率：预计 2023-25 年所得税税率与 2022 年相近，保持在 20%的水平。

图表54：盈利预测核心指标

| 单位：亿元          | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入拆分</b>    |              |              |              |              |              |
| 商业代建           | 14.8         | 16.7         | 22.4         | 29.0         | 37.1         |
| 政府代建           | 5.7          | 7.8          | 8.1          | 8.1          | 8.1          |
| 其他服务           | 1.9          | 2.1          | 1.9          | 1.9          | 1.9          |
| <b>收入总计</b>    | <b>22.4</b>  | <b>26.6</b>  | <b>32.4</b>  | <b>39.0</b>  | <b>47.1</b>  |
| <b>同比增速</b>    |              |              |              |              |              |
| 商业代建           | 12.6%        | 13.0%        | 34.1%        | 29.6%        | 27.8%        |
| 政府代建           | 84.5%        | 36.6%        | 3.6%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 其他服务           | 1.6%         | 6.1%         | -9.1%        | 0.0%         | 0.0%         |
| <b>总收入同比增速</b> | <b>23.7%</b> | <b>18.4%</b> | <b>21.8%</b> | <b>20.5%</b> | <b>20.7%</b> |
| <b>毛利率</b>     |              |              |              |              |              |
| 商业代建           | 44.9%        | 53.8%        | 51.0%        | 48.0%        | 46.0%        |
| 政府代建           | 40.9%        | 40.8%        | 42.0%        | 42.0%        | 42.0%        |
| 其他服务           | 74.2%        | 84.0%        | 90.7%        | 90.7%        | 90.7%        |
| <b>综合毛利率</b>   | <b>46.4%</b> | <b>52.3%</b> | <b>51.0%</b> | <b>48.8%</b> | <b>47.1%</b> |
| 销售费用率          | 4.1%         | 4.5%         | 3.2%         | 3.0%         | 2.8%         |
| 管理费用率          | 16.9%        | 18.4%        | 15.0%        | 13.0%        | 12.0%        |
| 所得税税率          | 21.0%        | 20.5%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| <b>归母净利润</b>   | <b>5.7</b>   | <b>7.4</b>   | <b>9.7</b>   | <b>11.5</b>  | <b>13.6</b>  |
| 同比增速           | 28.7%        | 31.7%        | 29.8%        | 19.2%        | 18.4%        |
| <b>归母净利润率</b>  | <b>25.2%</b> | <b>28.0%</b> | <b>29.9%</b> | <b>29.6%</b> | <b>29.0%</b> |

来源：公司公告，国金证券研究所

## 5.2、投资建议

考虑到当前 A 股和港股市场除了公司以外，仅有中原建业一家代建公司上市，而中原建业业务仅聚焦河南且关联房企建业地产已经出险，与公司可比性不足。因此我们选取同为与地产链相关、且同为轻资产模式的头部物业公司作为参考。我们选取了绿城服务、保利物业、万物云三家头部物业公司，其 2023 年 PE 平均值为 12.6x。相较物业公司，绿城管理现金流表现更加稳定，派息率较高，新拓代建费储备充裕未来增速更有保障。因此我们给予公司 15.0 倍 2023 年 PE，对应目标价为 7.71 港元/股，对应 2024-25 年 PE 为 12.6x 和 10.6x。首次覆盖，给予“买入”评级。


**图表55: 公司和可比公司 PE 估值**

| 公司名称    | 市值<br>(百万元人民币) | PE          |             |             | 归母净利润 (百万元人民币) |             |             |             |             | 归母净利润增速    |            |            |
|---------|----------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
|         |                | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 2021A          | 2022E       | 2023E       | 2024E       | 2025E       | 2023E      | 2024E      | 2025E      |
| 绿城服务    | 9433           | 17.2        | 13.3        | 10.8        | 846            | 548         | 707         | 869         | 1041        | 29%        | 23%        | 20%        |
| 保利物业    | 16097          | 14.5        | 11.7        | 9.6         | 846            | 1113        | 1377        | 1684        | 2022        | 24%        | 22%        | 20%        |
| 万物云     | 25144          | 16.6        | 12.9        | 10.4        | 1668           | 1510        | 1947        | 2421        | 2962        | 29%        | 24%        | 22%        |
| 可比公司平均值 | <b>16891</b>   | <b>16.1</b> | <b>12.6</b> | <b>10.3</b> | <b>1120</b>    | <b>1057</b> | <b>1344</b> | <b>1658</b> | <b>2009</b> | <b>27%</b> | <b>23%</b> | <b>21%</b> |
| 绿城管理    | 10994          | 14.8        | 11.4        | 9.5         | 565            | 745         | 966         | 1153        | 1364        | 30%        | 19%        | 18%        |

来源: wind, 各公司公告, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2023 年 10 月 30 日; 2) 可比公司均为 wind 一致预期

**图表56: 代建和物业管理对比**

|      | 代建                  | 物业管理                 |
|------|---------------------|----------------------|
| 商业模式 | 轻资产                 | 轻资产                  |
| 周期性  | 较弱                  | 基础物管周期性弱, 非业主增值周期性较强 |
| 集中度  | 比较集中, TOP1 占比 20%以上 | 分散, TOP1 占比不到 3%     |
| 利润率  | 更高, 净利润率约 20%       | 较高, 净利润率约 10%        |
| 现金流  | 一直较好                | 地产上行阶段较好, 下行阶段走弱     |
| 派息率  | 更高, 派息率 65%以上       | 较高, 平均约 30%          |

来源: 中指院, 国金证券研究所

## 六、风险提示

代建行业竞争激烈程度超预期。随着越来越多房企开展代建业务, 若竞争过于激烈, 将导致公司市场份额及业绩增速下降。

绿城品牌出现负面舆情, 口碑受损。良好的品牌及口碑能使代建项目取得更高的溢价与流速, 是代建企业能够收到委托的核心要素, 若绿城品牌和口碑受损, 可能会对公司的运营、拓展、客户关系维护均造成不利影响。

应收账款回收风险。委托方由于自身经营问题出现资金流断裂, 无法支付代建管理费, 或造成公司应收账款出现坏账。


**附录：三张报表预测摘要**
**损益表(人民币 百万)**

|                   | 2020A        | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>1,813</b> | <b>2,243</b> | <b>2,656</b> | <b>3,235</b> | <b>3,899</b> | <b>4,705</b> |
| 增长率               | -9.1%        | 23.7%        | 18.4%        | 21.8%        | 20.5%        | 20.7%        |
| 主营业务成本            | 947          | 1,203        | 1,267        | 1,584        | 1,996        | 2,490        |
| %销售收入             | 52.2%        | 53.6%        | 47.7%        | 49.0%        | 51.2%        | 52.9%        |
| 毛利                | 866          | 1,041        | 1,389        | 1,651        | 1,903        | 2,215        |
| %销售收入             | 47.8%        | 46.4%        | 52.3%        | 51.0%        | 48.8%        | 47.1%        |
| 营业税金及附加           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %销售收入             | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 销售费用              | 48           | 93           | 120          | 104          | 117          | 132          |
| %销售收入             | 2.7%         | 4.1%         | 4.5%         | 3.2%         | 3.0%         | 2.8%         |
| 管理费用              | 331          | 378          | 489          | 485          | 507          | 565          |
| %销售收入             | 18.2%        | 16.9%        | 18.4%        | 15.0%        | 13.0%        | 12.0%        |
| 研发费用              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| %销售收入             | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 息税前利润 (EBIT)      | 479          | 628          | 807          | 1,118        | 1,356        | 1,621        |
| %销售收入             | 26.4%        | 28.0%        | 30.4%        | 34.5%        | 34.8%        | 34.5%        |
| 财务费用              | -46          | -94          | -117         | -97          | -92          | -93          |
| %销售收入             | -2.6%        | -4.2%        | -4.4%        | -3.0%        | -2.4%        | -2.0%        |
| 投资收益              | 56           | 52           | 58           | 79           | 102          | 128          |
| %税前利润             | 10.7%        | 7.2%         | 6.3%         | 6.5%         | 7.0%         | 7.5%         |
| 营业利润              | 490          | 569          | 767          | 1,059        | 1,275        | 1,514        |
| 营业利润率             | 27.0%        | 25.3%        | 28.9%        | 32.7%        | 32.7%        | 32.2%        |
| 营业外收支             |              |              |              |              |              |              |
| 税前利润              | 525          | 722          | 925          | 1,214        | 1,448        | 1,714        |
| 利润率               | 29.0%        | 32.2%        | 34.8%        | 37.5%        | 37.1%        | 36.4%        |
| 所得税               | 117          | 152          | 189          | 243          | 290          | 343          |
| 所得税率              | 22.4%        | 21.0%        | 20.5%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| 净利润               | 408          | 571          | 735          | 971          | 1,158        | 1,371        |
| 少数股东损益            | -21          | 5            | -9           | 5            | 6            | 7            |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>439</b>   | <b>565</b>   | <b>745</b>   | <b>966</b>   | <b>1,153</b> | <b>1,364</b> |
| 净利率               | 24.2%        | 25.2%        | 28.0%        | 29.9%        | 29.6%        | 29.0%        |

**现金流量表(人民币 百万)**

|                 | 2020A        | 2021A       | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E         |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| 净利润             | 439          | 565         | 745         | 966         | 1,153       | 1,364         |
| 少数股东损益          | -21          | 5           | -9          | 5           | 6           | 7             |
| 非现金支出           | -63          | -81         | -15         | -53         | -75         | -100          |
| 非经营收益           |              |             |             |             |             |               |
| 营运资金变动          | 503          | 57          | -82         | -106        | -134        | -144          |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>903</b>   | <b>566</b>  | <b>725</b>  | <b>819</b>  | <b>956</b>  | <b>1,132</b>  |
| 资本开支            | -6           | -21         | -29         | -15         | -15         | -15           |
| 投资              | 22           | -89         | 105         | -80         | -88         | -97           |
| 其他              | -108         | -387        | -606        | -39         | 81          | 107           |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-92</b>   | <b>-497</b> | <b>-530</b> | <b>-134</b> | <b>-22</b>  | <b>-5</b>     |
| 股权募资            | 1,135        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0             |
| 债权募资            | -6           | -11         | -7          | 0           | 0           | 0             |
| 其他              | -643         | -311        | -393        | -773        | -922        | -1,092        |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>486</b>   | <b>-322</b> | <b>-400</b> | <b>-773</b> | <b>-922</b> | <b>-1,092</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>1,258</b> | <b>-260</b> | <b>-205</b> | <b>-88</b>  | <b>11</b>   | <b>36</b>     |

**资产负债表(人民币 百万)**

|                 | 2020A        | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 2,397        | 2,138        | 1,933        | 1,845        | 1,857        | 1,892        |
| 应收款项            | 591          | 989          | 1,122        | 1,283        | 1,497        | 1,699        |
| 存货              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动资产          | 333          | 575          | 802          | 884          | 1,050        | 1,252        |
| 流动资产            | 3,321        | 3,701        | 3,858        | 4,013        | 4,404        | 4,843        |
| %总资产            | 70.0%        | 70.6%        | 62.6%        | 61.6%        | 63.0%        | 64.3%        |
| 长期投资            | 161          | 244          | 317          | 397          | 485          | 582          |
| 固定资产            | 98           | 102          | 109          | 113          | 116          | 118          |
| %总资产            | 2.1%         | 1.9%         | 1.8%         | 1.7%         | 1.7%         | 1.6%         |
| 无形资产            | 787          | 786          | 1,413        | 1,413        | 1,413        | 1,413        |
| 非流动资产           | 1,427        | 1,543        | 2,304        | 2,501        | 2,592        | 2,691        |
| %总资产            | 30.0%        | 29.4%        | 37.4%        | 38.4%        | 37.0%        | 35.7%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>4,748</b> | <b>5,244</b> | <b>6,161</b> | <b>6,514</b> | <b>6,995</b> | <b>7,534</b> |
| 短期借款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项            | 25           | 8            | 159          | 154          | 177          | 207          |
| 其他流动负债          | 1,594        | 1,836        | 1,928        | 2,071        | 2,293        | 2,522        |
| 流动负债            | 1,619        | 1,844        | 2,087        | 2,225        | 2,470        | 2,729        |
| 长期贷款            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债          | 26           | 29           | 201          | 218          | 218          | 218          |
| 负债              | 1,645        | 1,872        | 2,288        | 2,443        | 2,688        | 2,947        |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>3,075</b> | <b>3,341</b> | <b>3,739</b> | <b>3,933</b> | <b>4,163</b> | <b>4,436</b> |
| 其中：股本           | 16           | 16           | 17           | 17           | 17           | 17           |
| 未分配利润           | 3,059        | 3,325        | 3,722        | 3,916        | 4,146        | 4,419        |
| 少数股东权益          | 27           | 30           | 134          | 139          | 144          | 151          |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>4,748</b> | <b>5,244</b> | <b>6,161</b> | <b>6,514</b> | <b>6,995</b> | <b>7,534</b> |

**比率分析**

|               | 2020A  | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>每股指标</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 每股收益          | 0.26   | 0.29   | 0.38   | 0.48   | 0.57   | 0.68   |
| 每股净资产         | 1.57   | 1.71   | 1.86   | 1.96   | 2.07   | 2.21   |
| 每股经营现金净流      | 0.46   | 0.29   | 0.36   | 0.41   | 0.48   | 0.56   |
| 每股股利          | 0.17   | 0.20   | 0.38   | 0.38   | 0.46   | 0.54   |
| <b>回报率</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率        | 14.3%  | 16.9%  | 19.9%  | 24.6%  | 27.7%  | 30.8%  |
| 总资产收益率        | 9.3%   | 10.8%  | 12.1%  | 14.8%  | 16.5%  | 18.1%  |
| 投入资本收益率       | 12.0%  | 14.7%  | 16.6%  | 22.0%  | 25.2%  | 28.3%  |
| <b>增长率</b>    |        |        |        |        |        |        |
| 主营业务收入增长率     | -9.1%  | 23.7%  | 18.4%  | 21.8%  | 20.5%  | 20.7%  |
| EBIT 增长率      | -8.5%  | 31.2%  | 28.6%  | 38.4%  | 21.3%  | 19.6%  |
| 净利润增长率        | 35.3%  | 28.7%  | 31.7%  | 29.8%  | 19.2%  | 18.4%  |
| 总资产增长率        | 26.3%  | 10.5%  | 17.5%  | 5.7%   | 7.4%   | 7.7%   |
| <b>资产管理能力</b> |        |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数      | 27.7   | 21.4   | 21.3   | 22.5   | 21.5   | 20.5   |
| 存货周转天数        | N.A.   | N.A.   | N.A.   | N.A.   | N.A.   | N.A.   |
| 应付账款周转天数      | 9.3    | 4.9    | 23.7   | 35.6   | 29.9   | 27.8   |
| 固定资产周转天数      | 20.4   | 16.0   | 14.3   | 12.3   | 10.5   | 9.0    |
| <b>偿债能力</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 净负债/股东权益      | -76.4% | -64.8% | -46.7% | -41.8% | -39.8% | -38.1% |
| EBIT 利息保障倍数   | N.A.   | N.A.   | N.A.   | N.A.   | N.A.   | N.A.   |
| 资产负债率         | 34.7%  | 35.7%  | 37.1%  | 37.5%  | 38.4%  | 39.1%  |

来源：公司年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                | 深圳  |
|-----------------------------------|-----------------------------------|---|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-83831378                                    |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 传真：0755-83830558                                    |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn                           |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 邮编：518000<br>地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |