

强烈推荐（首次）

中部代建龙头，全国布局可期

目标股价：3.20 港元

当前股价：2.22 港元

中原建业 9982.HK

基础数据

上市日期	2021-05-31
交易所	香港联交所
最新交易单位（股）	2000
首发价格（港元）	3.00
首发数量（百万股）	328
净募资金额（百万港元）	916
当前发行数量（百万股）	3295
流通市值（百万港元）	7414
主要股东持股比例（%）	
	恩辉投资有限公司（62.73%）

投资要点

- **本次净募资金额约 9.16 亿港元。**未来预计款项主要用于大中原地区拓展新市场和丰富服务类型（占比 40%）和战略投资和收购（占比 36%），其他包括设施升级支出和营运推广开支。
- **轻资产模式，项目数量增长迅速，业务版图不断扩张。**公司采取轻资产模式，不需承担项目成本，在管项目持续增加的同时对母公司依赖程度下降。业务版图不断扩张，在重仓河南之余向全国多个省份发展，未来在业务纵向上将新增政府代建、资本代建和咨询服务。
- **盈收强势增长，周转能力优异。**得益于在管项目数量的增加，公司营收、利润双双实现高增长，过往三年复合增长率分别为 30.5%、29.9%；利润率维持高水平，过往三年平均为 60.4%。公司保持高资产回报率和周转率，自有资金充足，现金流稳健，无有息负债，周期性风险小。
- **我国代建行业迎来新机遇，未来基于项目股权的代建模式将成为主流。**预计未来一二线城市资本代建增加；三四线城市以商业代建项目为主，为中小房企解决项目去化问题。整体上，我国会向发达国家代建模式发展，以资本代建和小股操盘模式为主。城镇化发展下，房地产存量发展及房企有息负债扩张规模受限下，投资、开发相分离成为趋势，基于项目股权的代建模式将成为主流，投资机构或可解决长期遗留的房企高杠杆问题。

投资建议

- 公司为立足大中原，向全国扩张的代建龙头，依托优异的商业模式、强大的品牌效应和广阔的市场腹地，实现了优秀的历史业绩，在其扩张战略规划下，我们预计未来将继续实现高增长，预计 2021/2022 年实现 EPS 0.28/0.35 元，对应 PE 分别为 7.9x/6.3x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 3.20 港元。
- **风险提示：**行业销售不及预期，政策调控超预期，公司业绩不及预期。

核心数据

会计年度（百万元）	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入（百万元）	676.4	1029.2	1152.4	1521.9	1902.7
增长率(%)	118.4%	52.2%	12.0%	32.1%	25.0%
净利润(百万元)	403.9	641.1	681.5	922.9	1158.9
增长率(%)	183.9%	58.7%	6.3%	35.4%	25.6%
每股收益（EPS）	0.12	0.19	0.21	0.28	0.35
市盈率（P/E）	18.1	11.4	10.7	7.9	6.3
市净率（P/B）	10.8	9.8	7.3	5.6	4.7

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

分析师 董浩
执业证号：BOI846
hao.dong@cricsec.com

联系人 李凯
likai@cric.com

公司财务数据

利润表(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	676.4	1029.2	1152.4	1521.9	1902.7
营业成本	132.7	172.1	233.7	287.2	354.4
毛利	543.7	857.1	918.7	1234.7	1548.4
利息收入	0.65	1.38	5.46	3.54	4.24
利息支出	0.05	0.24	0.39	0.00	0.00
权益性投资损益	0.00	0.01	-1.00	0.00	0.00
非经常项目损益	0.00	0.00	-10.45	0.00	0.00
除税前利润	544.3	858.2	912.3	1238.3	1552.6
所得税费用	140.5	217.1	230.9	315.4	393.7
净利润	403.9	641.1	681.5	922.9	1158.9
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司净利润	403.9	641.1	681.5	922.9	1158.9
财务指标	2018	2019	2020	2021E	2022E
盈利能力					
ROE	59.7%	85.9%	67.6%	71.1%	74.5%
毛利率	80.4%	83.3%	79.7%	81.1%	81.4%
营业利润率	80.5%	83.4%	80.0%	81.4%	81.6%
销售净利率	59.7%	62.3%	59.1%	60.6%	60.9%
成长能力					
营业收入增长率	118.4%	52.2%	12.0%	32.1%	25.0%
营业利润增长率	182.7%	57.6%	7.5%	34.2%	25.4%
净利润增长率	183.9%	58.7%	6.3%	35.4%	25.6%
偿债能力					
资产负债率	43.6%	45.8%	39.9%	33.7%	29.7%
流动比	228.5%	214.7%	247.5%	292.9%	331.6%
速动比	228.5%	214.7%	247.5%	292.9%	331.6%
每股指标与估值	2018	2019	2020	2021E	2022E
每股指标					
EPS	0.12	0.19	0.21	0.28	0.35
BVPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
估值					
P/E	18.1	11.4	10.7	7.9	6.3
P/B	10.8	9.8	7.3	5.6	4.7
P/S	10.8	7.1	6.3	4.8	3.8

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
现金及现金等价物	85.4	345.4	384.6	387.6	445.6
应收账款及其他应收款项	972.9	804.4	1017.3	1311.7	1486.4
存货	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	134.9	194.1	238.1	220.5	236.8
流动资产合计	1193.2	1344.0	1640.0	1919.8	2168.8
固定资产净值	1.3	24.4	24.3	29.7	37.1
权益性投资	0.0	4.0	3.0	3.5	3.3
无形资产、商誉	1.6	1.8	1.1	0.9	0.7
其他非流动资产	2.3	3.1	6.5	4.8	5.7
非流动资产合计	5.3	33.3	35.0	39.0	46.7
资产总计	1198.5	1377.2	1675.1	1958.8	2215.4
应付账款及其他应付款项	5.8	6.4	15.7	9.3	10.5
应缴税金	83.0	52.1	66.5	119.1	85.3
合同负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	433.4	567.5	580.4	527.1	558.3
流动负债合计	522.1	626.0	662.6	655.5	654.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应付账款及其他应付款项	-	-	-	-	-
其他长期负债	0.0	4.5	5.1	4.8	4.9
非流动负债合计	0.0	4.5	5.1	4.8	4.9
负债合计	522.1	630.5	667.7	660.3	659.0
股本	150.0	150.0	0.0	0.0	0.0
储备	526.4	596.7	1007.4	1298.5	1556.4
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债和股东权益总计	1198.5	1377.2	1675.1	1958.8	2215.4
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020	2021E	2022E
净利润	403.9	641.1	681.5	922.9	1158.9
折旧摊销	2.0	8.3	12.9	10.6	11.8
营运资本变动	52.9	21.2	-93.4	-286.9	-250.4
利息净支出	60.4	1.2	13.8	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营活动现金流	519.2	671.7	614.7	646.6	920.3
资本支出	1.8	17.8	3.8	0.0	0.0
其他	-606.3	-21.2	-369.9	-263.4	-384.1
投资活动现金流	-608.1	-43.0	-373.7	-270.9	-394.1
债务融资	-0.5	-5.2	-5.1	-3.6	-4.6
权益融资	20.5	0.0	3.7	0.0	0.0
其它	29.7	35.2	-0.4	0.0	0.0
筹资活动现金流	49.6	-368.7	-201.8	-372.7	-468.2
汇率变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	-39.3	260.0	39.2	3.0	58.0

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

内容目录

1. 发行资料及所得款用途	5
发行规模	5
募资金额	5
募资用途	5
2. 立足河南，向外扩张的龙头代建服务商	6
商业模式：提供代建服务，收取管理服务费	6
轻资产项目发展迅速	8
深耕河南，市占率和品牌效益明显	10
积极向省外扩张，拓展新市场	11
业务类型不断丰富	12
3. 盈收增长强劲，周转能力卓越	12
业绩高增长，利润率水平高	12
营运现金流稳健，周转能力优异	14
4. 中国代建行业未来发展 5 大趋势	15
5. 投资建议	19
6. 风险提示	19
评级指南及免责声明	20

图表目录

图 1：募资用途	5
图 2：拓展市场资金具体用途	5
图 3：中原建业平均基础管理服务费（百万元）	7
图 4：图 5：管理费收入构成（人民币百万元）	7
图 5：中原建业平均管理服务费（占总合约销量百分比）	7
图 6：2020-2025 年全国潜在合约面积复合年增长率	8
图 7：2020-2025 年河南省潜在合约面积复合年增长率	8
图 8：合同销售金额（人民币亿元）	8
图 9：在管建筑面积与项目数量	8
图 10：新增合约项目数量	9
图 11：新增合约建筑面积（万 M ² ）	9
图 12：独立第三方项目收入占总收入比例	9
图 13：建业集团签署项目收入占总收入比例	9

图 14: 驻马店建业城及周边定价对比.....	10
图 15: 总收入 (人民币百万元)	12
图 16: 净利润 (人民币百万元)	12
图 17: 净利润率 (%)	13
图 18: 总成本占总收入比例.....	13
图 19: 经营活动所得现金净额 (人民币百万元)	14
图 20: 回款率 (%)	14
图 21: 贸易应收款与合同资产周转天数	14
图 22: 资产回报率.....	14
图 23: 美国近十年城镇化率.....	17
图 24: 中国内地近十年城镇化率.....	18
表 1: 基础管理服务费收费标准区间 (人民币/M ²)	7
表 2: 河南省市场份额.....	10
表 3: 全国在管房地产项目分布情况.....	11
表 4: 河南省外轻资产项目概览.....	11
表 5: 城镇化率对应地产行业发展阶段及模式	17
表 6: 2019 年全球十大地产公司名单.....	17

1. 发行资料及所得款用途

公司发行规模约 **3.28 亿股**，净募资金额约 **9.16 亿港元**，未来预计款项主要用于扩展市场、丰富业务类型、战略投资以及设施升级和营运开支。

发行规模

(a) 发行规模：**3.28 亿股**。其中包括在香港公开发售的 **0.32 股** 股份；以及在美国境外国际发售 **2.95 股** 发售股份（包括预留股份）。

(b) 实际发行金额：价格为 **每股 3 港元**（每手 2,000 股）

募资金额

公司从全球发售收取所得款项净额约为 **9.16 亿港元**。

募资用途

(a) 约 **40.0%** 用于在大中原地区拓展新市场和丰富服务类型，从而扩大业务规模。其中约 **10.0%** 或 **85.2 百万港元** 将用于成立新区域分公司、办公室租赁及采购办公用品以及其他间接开支；约 **24.0%** 或 **204.6 百万港元** 将用于招聘人才及经验丰富的雇员；约 **3.0%** 或 **25.6 百万港元** 将用作业务发展开支；约 **3.0%** 或 **25.6 百万港元** 将用于拓展不同服务类型。

(b) 约 **36.0%** 用于战略投资和潜在收购代建行业价值链中专注于核心环节并具有专业能力或资质的公司，以丰富服务能力。

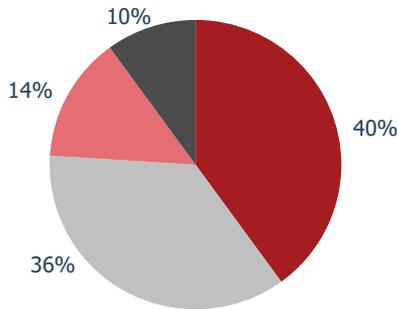
(c) 约 **14.0%** 用于进一步提升信息技术系统和基础设施，以配合我们的持续扩张和代建业务的数字化。公司预期会委托外部 IT 服务提供商开发代建业务专用的包括约 **15 个** 模块的软件系统，以及招聘技术人员加强 IT 维护团队。

(d) 约 **10.0%** 用于营运资金、市场推广及其他一般企业用途。公司拟通过参与行业展会及展览、与潜在客户会面以及通过与本地合作伙伴合作等方式加强营销力度。

图 1：募资用途

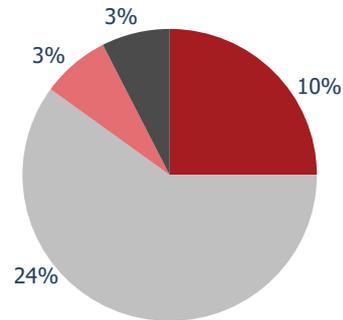
图 2：拓展市场资金具体用途

■ 拓展市场和丰富服务类型 ■ 战略投资
■ 提升技术系统和基础设施 ■ 营运推广及其他



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

■ 成立分公司及其他开支 ■ 人员招聘
■ 业务发展开支 ■ 拓展业务类型



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2. 立足河南，向外扩张的龙头代建服务商

商业模式：提供代建服务，收取管理服务费用

中原建业为房地产代建服务供应商，接受房地产开发项目拥有人的委托，负责履行房地产开发项目的全部或部分设计、开发、建造、管理或其他职能，并从中收取管理服务费用。此外，项目拥有人可以使用“建业”品牌推广及销售中原建业所管理开发项目的物业。中原建业采用轻资产业务模式运营，无须承担土地取得及建设的成本。

公司主要收入为收取的管理服务费用，包括基础管理服务费用及溢价管理服务费用。基础管理服务费用通常按照建筑面积乘以每平方米固定费率收取，依城市能级、物业类别、规模不同，介于 85 元/m²至 485 元/m²之间，或者为地产销售价值的预定百分比。溢价管理服务费用则是基于销售表现，即超过预先协定销售额的百分比，公司一般收取 10%-20%。过往三年，公司每平方米的平均基础管理服务费用分别为人民币 216.3 元/m²、人民币 215.8/m²元及人民币 214.1 元/m²，三年分别贡献收入 571.9 百万元、881.1 百万元及 1,089.1 百万元（占总收入 84.5%、85.6%及 94.5%）；溢价管理服务费用分别贡献同期收入的 104.5 百万元、147.9 百万元及 63.0 百万元（占总收入 15.5%、14.4%及 5.5%）。

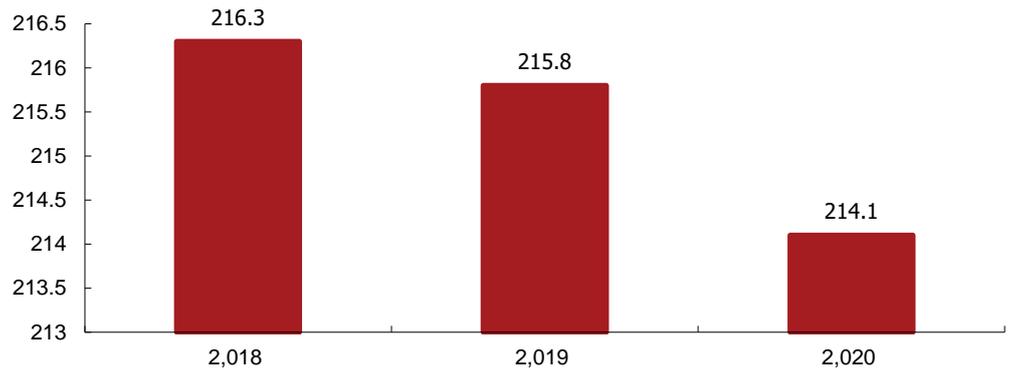
公司管理服务费用定价处于行业较低水平，未来或存在上涨空间。中国房地产代建公司收取的平均管理服务费用水平通常介于项目总合约销售的 3.5%至 6.0%。2018 年-2020 年中原建业平均管理服务费用水平为在管项目总合约销售的约 3.6%、3.5%及 3.4%。

表 1: 基础管理服务收费区间 (人民币/M²)

	住宅	商业
县及县级城市	85~285	135~485
地市级城市	135~350	185~485

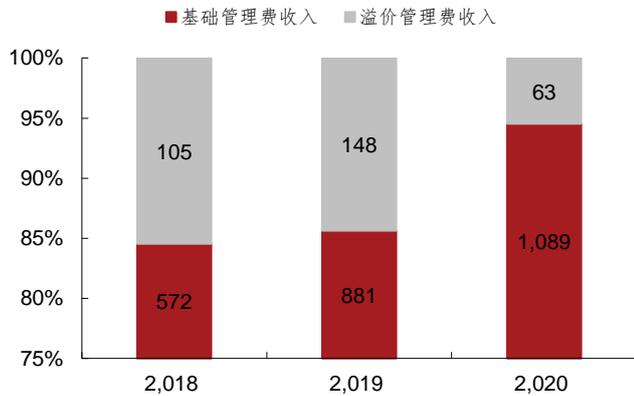
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 3: 中原建业平均基础管理服务费 (百万元)



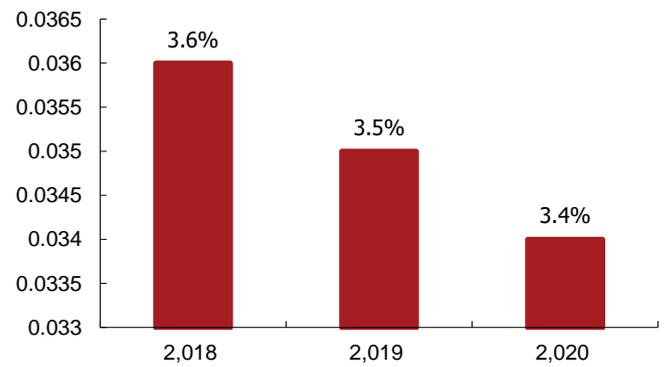
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 4: 管理费收入构成 (人民币百万元)



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 5: 中原建业平均管理服务费 (占总合约销量百分比)

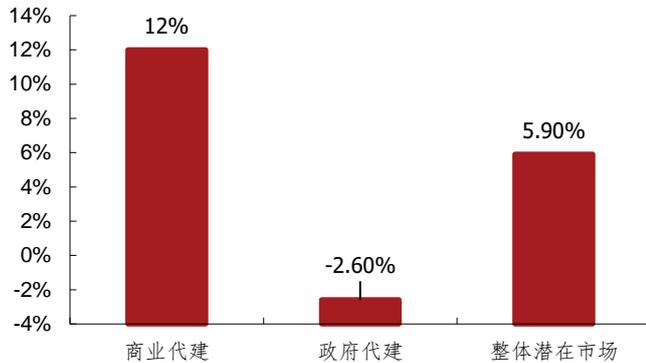


数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

代建行业未来增长空间较大。招股书显示, 2019 年河南省销售总额超过 100 亿元的房企新获土地面积仅占全省所有房企新获土地面积的 19%。因此目前中小房企仍是河南房地产市场的主要从业者, 而其普遍面临着开发成本高昂、产品能力薄弱、品牌知名度低、利润率下降等挑战, 不断推动其与具有品牌知名度的房地产代建公司合作, 从而获得更高的销售溢价。此外根据招股书数据, 2020-2025 年全国和河南省整体代建行业潜在市场合约面积复合增长率分别为 5.9%与 9.5%, 其中商业

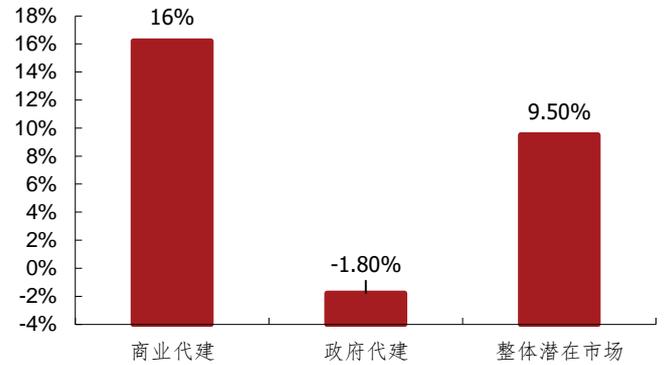
代建潜在市场复合增长率为 12% 与 16%，潜在市场增长率较高，为中原建业在行业内不断扩张提供了良好的基础。

图 6：2020-2025 年全国潜在合约面积复合年增长率



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 7：2020-2025 年河南省潜在合约面积复合年增长率

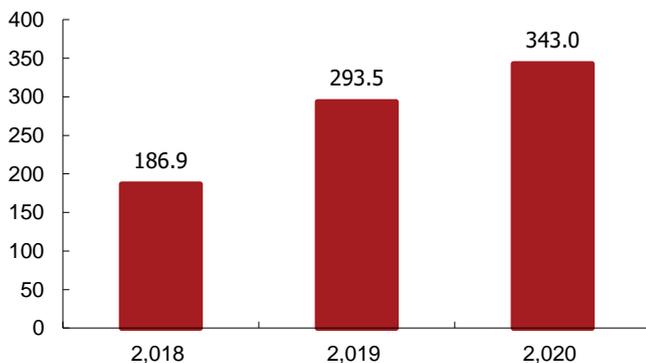


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

轻资产项目发展迅速

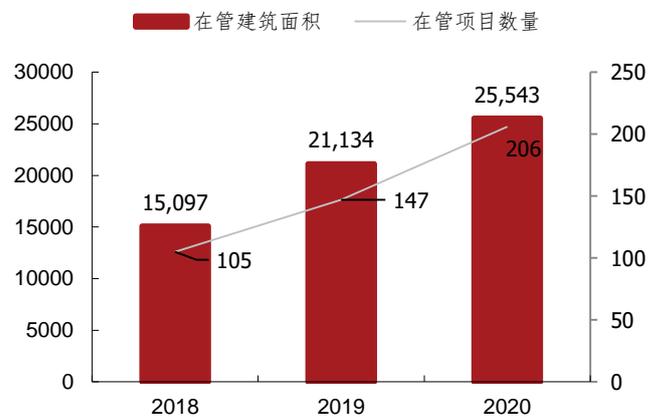
自 2018 年，中原建业轻资产项目取得迅猛发展，合约销售金额、在管建筑面积和在管项目数量迅速增加。过往三年，每年新增合约建筑面积分别达到 460 万平方米、830 万平方米及 860 万平方米，新增合约数量分别为 39、58 和 80 个；合约销售金额分别为 186.9 亿、293.5 亿及 343 亿元，三年复合增长率 35.47%。在管建筑面积由 1149.3 万增至 2554.3 万平方米，三年复合增长率 30.07%，在管项目数量从 105 个增至 206 个，复合增长率为 40.07%。根据招股书资料，2020 年的新增合约建筑面积在中国所有房地产代建公司中排名第二。

图 8：合同销售金额（人民币亿元）



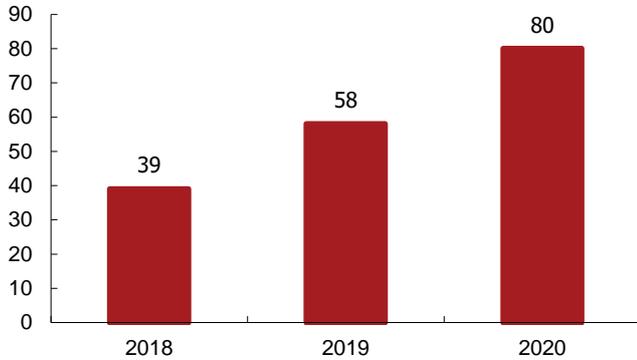
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 9：在管建筑面积与项目数量



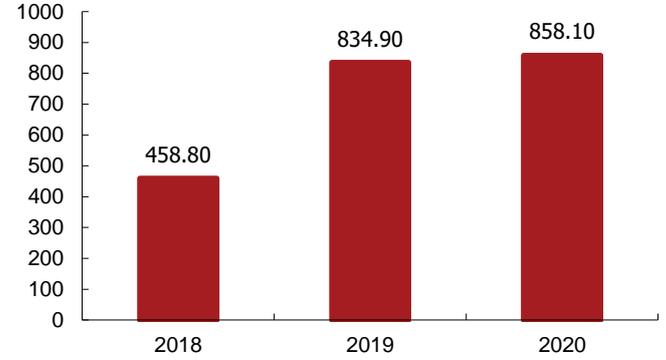
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 10: 新增合约项目数量



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

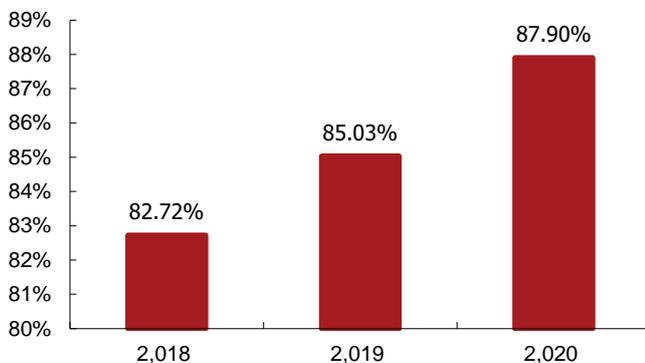
图 11: 新增合约建筑面积 (万 M²)



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

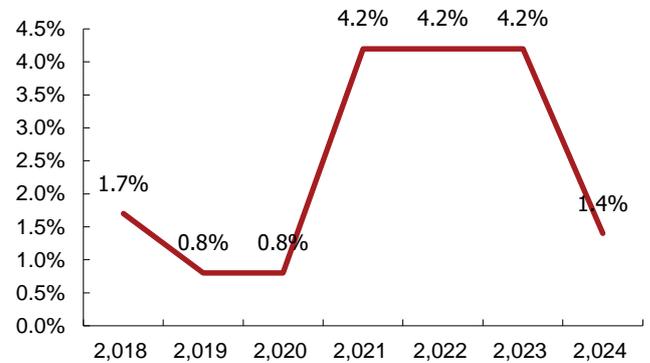
中原建业拥有独立经营能力, 与母公司业务模式不同, 所开展的项目对建业集团依赖程度不断降低。母公司建业集团主要根据重资产及资本密集型业务模式进行营运, 常以自有资本投资进行项目开发。中原建业主要从事房地产代建服务, 根据轻资产模式进行营运。与独立第三方产生的业务相比, 中原建业与建业集团产生的业务比重低, 对公司不构成重大影响。2018年-2020年, 中原建业独立第三方项目收入比重不断上升, 分别为 82.72%、85.03%和 87.90%, 公司业务逐渐独立。上市后中原建业与母公司仅有一个项目, 该项目预期将于 2024 年竣工。就项目数目 (即于 2020 年 12 月 31 日在管的 206 个项目中的一个项目) 及该项目财务表现而言, 项目带来的收益对中原建业整体收入影响不重大, 中原建业有能力独立于母公司以及余下集团自主开展业务。

图 12: 独立第三方项目收入占总收入比例



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 13: 建业集团签署项目收入占总收入比例



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

深耕河南，市占率和品牌效益明显

中原建业以河南省为重心，是省内房地产代建服务商龙头。至2020年12月31日，公司206个在管项目中共有193个项目位于河南省，总建筑面积为约2420万平方米，覆盖河南省大多数县及县级以上城市。2020年，中原建业在河南省的新增合约建筑面积达7.7百万平方米、在省内为项目拥有人出售的总建筑面积达到5.5百万平方米，合约销售金额达人民币331亿元，该三项指标均于河南省排名第一。

表 2：河南省市场份额

	市场份额
按 2020 年为项目拥有人出售的总建筑面积计	82.60%
按 2020 年新签合同建筑面积计	70.20%
按 2018 年至 2020 年累计新签合同建筑面积计	69.20%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

建业品牌效益明显，享有较高销售溢价。公司所使用的建业品牌在河南省有极高的知名度，使用的建业标准的物业能够提供优质的服务。所以项目拥有人使用建业品牌销售能实现强劲的销售表现，且他们各自的项目通常能比邻近地区的类似产品享有销售溢价。根据招股书资料，中原建业提供地产代建服务的河南驻马店建业城项目拥有显著的定价溢价，其平均售价于同年高于周围区域的可比物业的价格约18%。

图 14：驻马店建业城及周边定价对比



数据来源：高德地图，克而瑞证券研究院

积极向省外扩张，拓展新市场

中原建业向其他具有增长潜力的省份外拓，以寻求更大的市场。自 2016 年在海南获得项目后，中原建业陆续在省外获得代建项目，并且拟进一步扩展至大中原地区，涵盖河南、湖北、陕西、山西、河北、安徽、江苏及山东等 8 个省份，这些省份人口众多、居民密度高且部分城镇化水平相对较低，中小房地产开发商对具有知名品牌声誉的优质房地产代建服务提供商存在强烈的需求。此举将减少布局集中带来的风险，并持续增强建业品牌的影响力。截至 2020 年 12 月 31 日，中原建业在新疆、山西、河北、安徽、陕西和海南六个省及自治区共计管理 13 个项目，签约总建筑面积约为 132.18 万平方米。

中原建业在全国地产代建行业表现优异，领先行业。2020 年，公司在管项目已售总建筑面积约为 5.7 百万平方米，市场份额为 29.2%，及 2017 年至 2020 年总合约销售金额的复合年增长率为 71.5%，两者均在中国所有同行中排名第一。此外，公司 2020 年的新增合约建筑面积达 8.6 百万平方米，根据招股书资料，该数据在中国所有房地产代建公司中排名第二及市场份额为 10.6%。

表 3：全国在管房地产项目分布情况

省份	面积(千平方米)	占比
河南	24221.62	95.28%
新疆	243.8	0.96%
山西	137.6	0.54%
河北	111.3	0.44%
安徽	159	0.63%
陕西	548.4	2.16%
海南	121.7	0.48%

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

表 4：河南省外轻资产项目概览

省份	项目名称
新疆	乌鲁木齐建业·世和府
	库尔勒建业·云筑
	库尔勒天麓上院
山西	平陆建业城
河北	建业书香门第
安徽	建业徽创新筑
海南	海南定安建业·花园里
	建业·法国维希小镇

数据来源：公司官网，克而瑞证券研究院

业务类型不断丰富

中原建业业务类型未来计划新增政府代建和资本代建，还包括不使用品牌且不派驻人员的顾问服务，顾问服务采用和其他代建服务相同的定价模式。对地方政府而言，房地产代建服务更具备成本和时间效益，因此需求不断增加。中原建业计划将房地产代建服务扩展至涵盖房地产政府代建和服务于金融机构的资本代建。另一方面，公司将会提供单独的顾问服务，包括项目评估服务、设计咨询服务或施工管理服务或该等服务的任意组合予其他房地产代建服务供应商，或按需提供上述服务予项目拥有人，而非提供全方位房地产代建解决方案。例如于 2020 年 11 月，中原建业与西安一国企订立项目，向一名项目拥有人提供房地产代建咨询服务。该项目拥有人不使用“建业”品牌，且公司不派驻财务人员。顾问服务中，使用建业品牌的收费情况和不使用“建业”品牌者相同。

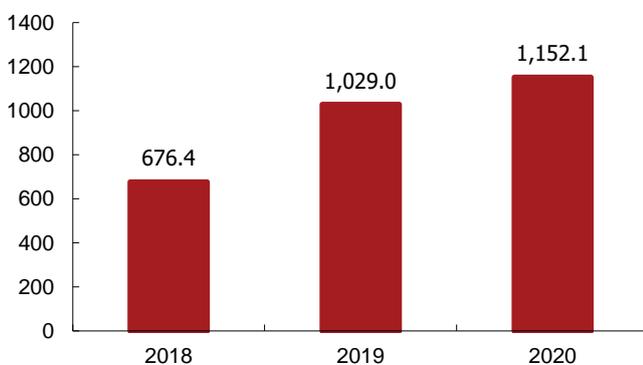
3. 盈收增长强劲，周转能力卓越

业绩高增长，利润率水平高

过往三年，公司业绩维持高速增长。受益于公司轻资产项目迅速扩张，在管面积不断增加，公司实现营收和利润的快速增长。2018 年-2020 年，中原建业实现营业收入 6.76 亿元、10.29 亿元和 11.52 亿元，三年复合增长率为 30.5%。同期净利润不断增加，分别为 4.04 亿元、6.41 亿元和 6.81 亿元，三年复合增长率高达 29.9%。

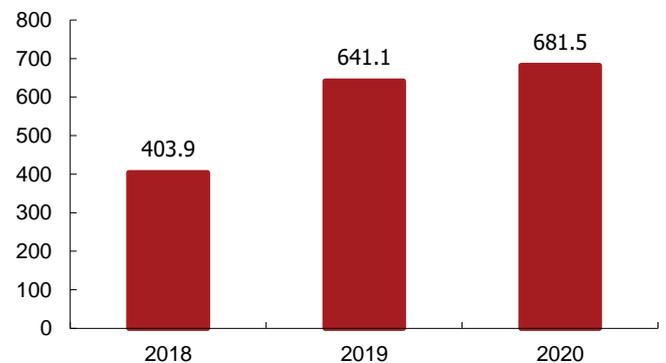
公司在营业收入高速增长同时保持了较高的利润率。数据显示，2018 年-2020 年公司净利润率分别为 59.7%，62.3%和 59.2%，平均净利润率达到了 60.4%。

图 15: 总收入 (人民币百万元)



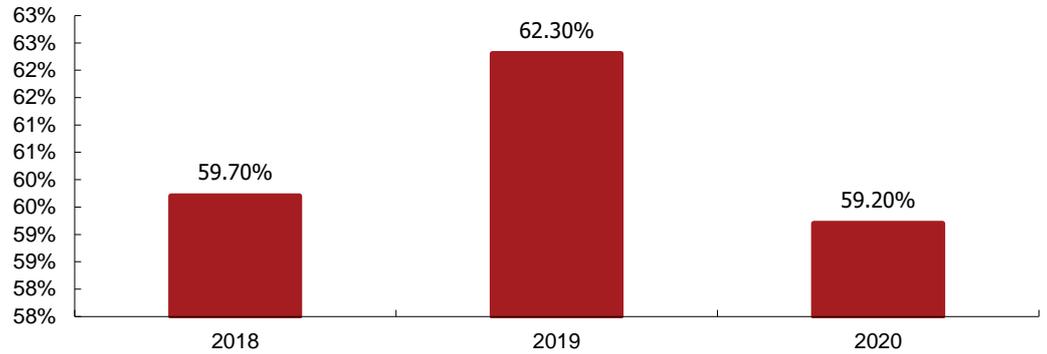
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 16: 净利润 (人民币百万元)



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

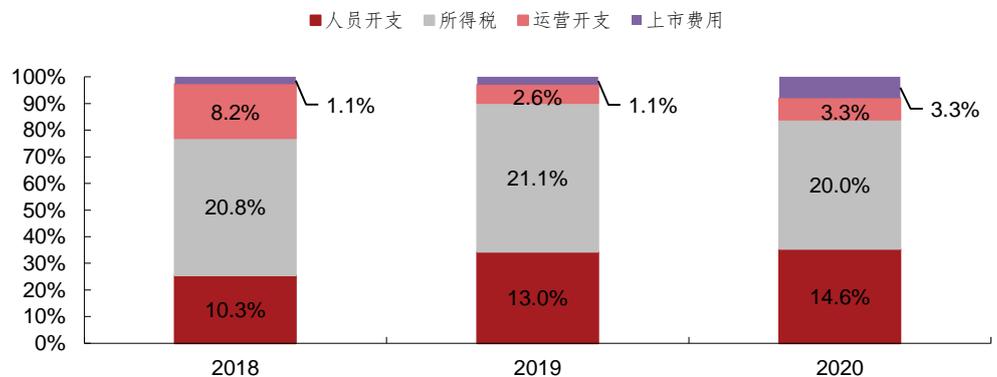
图 17: 净利润率 (%)



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

中原建业代建业务取得高利润率的原因如下: 一, 采用轻资产模式运营, 主要通过输出管理模式及品牌等收取服务费及溢价服务费, 无须承担土地取得及项目开发的费用, 扩张阻力较小, 收入增长幅度明显。二, 较低的成本可大幅度减少开支。公司主要成本支出为人员支出。数据显示, 2018 年到 2020 年, 平均总成本占总收入 39.8%, 主要成本为人员支出和运营开支, 其中平均人员成本占比 12.6%, 平均运营开支占比 4.7%。中原建业派驻项目公司人员开支由项目拥有人直接支付, 进一步降低了运营成本。三, 中原建业所有在管项目均为直接管理, 未将项目委托给第三方房地产代建服务供应商, 也未参与合作, 利润得以最大化保留。四, 公司业务专注于房地产商业代建, 其通常较房地产政府代建享有更高费率。商业代建项目中, 中原建业允许项目拥有人使用“建业”品牌销售, 从而收取溢价管理服务; 而政府代建项目完工后一般不涉及销售活动, 因此只有基础管理服务费, 没有溢价管理服务。

图 18: 总成本占总收入比例



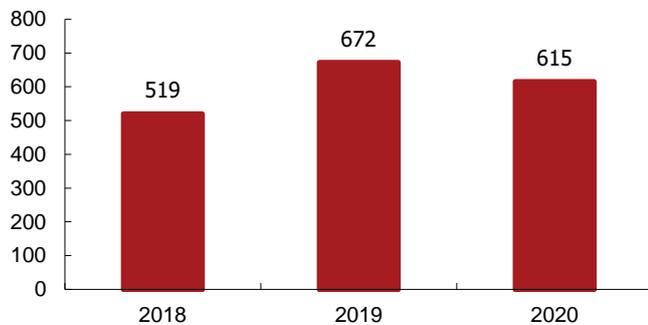
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

营运现金流稳健，周转能力优异

公司运营现金流稳健，周期性风险小。2018-2020 年经营活动所得现金净额分别为 5.19 亿元、6.72 亿元和 6.15 亿元。截至 2020 年 12 月 31 日，中原建业自有现金流及现金等价物 3.85 亿元，无有息负债。

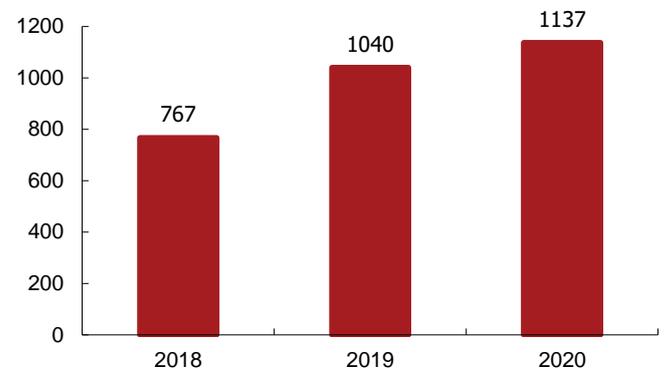
公司保持高资产周转能力以及高资产回报率，周期性风险小。2018 年-2020 年，中原建业回款率和资产周转天数均维持较好。资产回报率保持较高水平，分别为 33.7%、46.6%和 40.7%。目前上市融资所得资金和已有现金流将为公司开拓市场和丰富业务类型提供有力支持。

图 19: 经营活动所得现金净额 (人民币百万元)



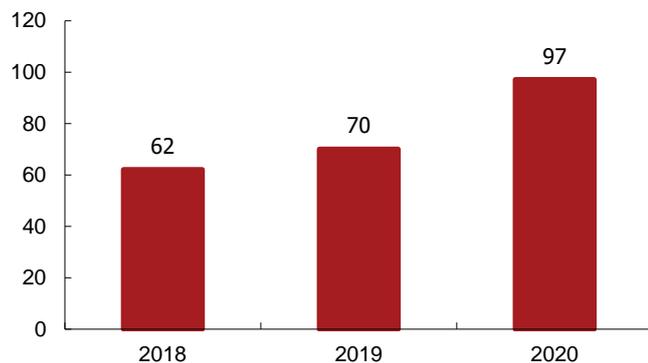
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 20: 回款率 (%)



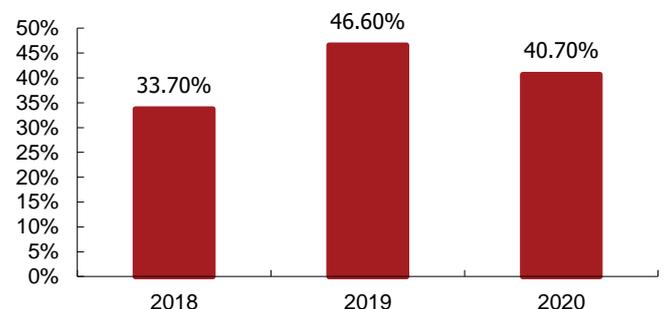
数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 21: 贸易应收款与合同资产周转天数



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

图 22: 资产回报率



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

4. 中国代建行业未来发展 5 大趋势

1) 一超多强格局显现，金融机构或迎来新机遇

代建市场处于初步发展阶段，行业集中度较高，对受托方的行业知名度、专业度、品牌溢价能力尤其看重。龙头企业于品牌溢价上先发优势明显，结合轻资产运营具备较高利润率。以绿城来看，历经十余年的发展，绿城管理已成为全国最大的代建公司，无论从规模上还是口碑上，绿城都是业内名副其实的独角兽。其于房地产行业下行周期也保持稳步增长：截至 2020 年中期，公司新签约商业项目 29 个，对应代建费金额 32.3 亿，较上年同期增加 28.7%；毛利率高达 41.7%；于此同时绿城管理政府代建项目在建面积 2418.8 万方，同比+38.9%，已是中国最大的保障房建设服务商，而政府代建业务持续时间长、市场空间大、政策稳定，可抵抗周期风险。绿城中国董事会主席张亚东表示集团 2025 年重资产销售额目标 3500 亿元，轻资产（即代建）销售目标 1500 亿元，锁定行业龙头地位。

代建行业多强格局的竞跑者主要是“千亿房企”与金融机构。一方面，随着房地产行业规模和利润率的逐步见顶，代建企业迎来发展机遇，千亿房企如建业、金地、滨江、雅居乐等开始参与代建业务。另一方面，短期市场金融机构参与者将增多。伴随房地产集中度的不断提升，一二线城市的土地价格居高不下，其对房地产开发企业的资金提出更高要求，并推动房地产资本代建模式的快速发展：逐步由商业代建与政府代建并举向以资本为核心的资本代建模式转变。与此同时，房地产金融属性凸显，险资、银行为主的金融资本将发挥更大的作用：以资本运作为主，主导拿地与财务投资，通过与大型房企合作、寻求专业代建企业开发建设，增加地产领域的渗透力度。

预计每年地产开发行业约 16 万亿元规模，按照欧美模式下代建渗透率 20%估算，代建行业销售规模天花板约在 2 万亿元-2.5 万亿元之间，绿城管理作为头部企业匹配 20%市场份额的话，预计其代建销售规模见顶为 4000 亿元-5000 亿元。我们认为当前“绿城+千亿房企”的一超多强格局已显现，行业较大发展空间下金融机构参与者将共同瓜分市场蛋糕。

2) 预计一二线城市资本代建、三四线城市商业代建项目增加

从城市能级来看，当前我国大多数代建项目位于三四线城市，主要因对于在三四线城市拿地的中小企业来说，这些城市的去化压力普遍较大，导致代建需求相对较高。近两年来，随着股权式代建的不断发展，三四线城市的代建比重持续下降，2019 年三四线城市代建总建面达 57.9%，预计未来一二线城市的代建比例将增加至达到均衡。资本代建的发力将推动代建项目在一二线城市占比逐渐提升，以资本方式趋待建项目向一二线城市换仓。此外一二线城市房地产市场需求潜力巨大，品牌房企的城市布局更加关注高潜力城市，同时房地产代建企业普遍具有高水平、全项目运作能力以及资源整合能力，其在一二线城市进行项目的风险更低，收益更高。然而考虑到热点城市限价等调控政策进一步压缩利润空间，且一二线城市房地产销量天花板显现，两者或一定程度阻碍一二线代建市场的扩张。

从城市群来看，代建公司的区域布局通常与全国房地产政策及规划以及代建公司之业务战略一致。预期五大城市区域（京津冀地区、长三角地区、珠三角地区、长江中游及成渝地区）将成为中国代建主要发展区域。

3) 代建模式更加多元化，分工更加细化

未来房地产企业的分工将更加细化。其中，以险资、银行为主的金融资本将继续扮演资本玩家的角色，以资本运作为主，主导拿地与财务投资，通过与大型房企合作或者寻求专业代建企业为开发建设，增加在地产领域的渗透力度。而以绿城管理等以专业代建业务为核心的开发商未来将持续拓展关联业务，依托强大的品牌效应及产品创新能力，提供高品质住宅开发建设服务，引领代建行业的发展。

4) 代建企业向资源整合者进发

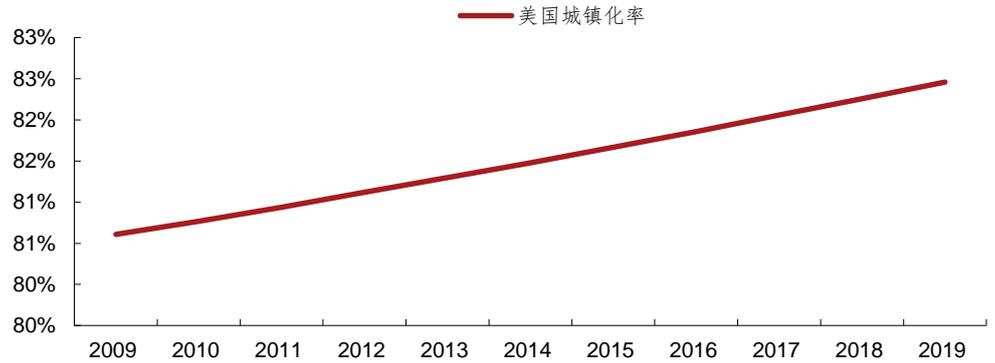
对于开展房地产代建业务的企业来说，内化整合资源、外部资源选择以及稳定的融资资源，甚至售后维保资源等围绕房地产代建各个环节的资源整合都将成为企业的核心优势。

纵向来看，代建企业将抓紧房地产行业的发展方向，打通房地产上下游，打造产业生态圈。横向来看，代建企业通过逐渐加大在金融、政府、开发等领域的积淀，为代建行业保驾护航。在代建市场不断发展的背景下，代建企业将逐步向资源整合者进发，如绿城管理的“代建 4.0 体系”即是在最大化整合全产业链资源的基础上，以“构建平台、按需定制、共创价值、共享利益”为核心，“委托方、供应商、购房者”多方共赢的平台体系。

5) 基于项目股权投资的资本代建和小股操盘长期或成为主流趋势

基于项目股权投资的资本代建和小股操盘是当前发达国家主流模式。多年城市化发展，发达国家城镇化水平较高，房地产行业从增量模式向存量模式转变，需求从住宅开发向商业中心、物流地产等服务业、工业地产项目转变。相比住宅开发的投资、快速变现、继续扩张的现金流管理模式，持有型物业回款周期长、不易快速变现，房企无法通过回款继续扩张。持有型物业的现金流特点同房企持续开发扩大操盘规模需求不相匹配，但满足具有长期、稳定收益的险资、银行等投资需求。因此出现了房企投资、开发相分离的业务模式，即资本代建模式：房企一方面为满足自己投资需求，寻找优质项目，同时寻找剩余资金来源并向资金方分享项目收益；另一方面，输出自己品牌价值 and 开发管理能力，从开发环节获取额外收益，双向发展。面对具有开发需求和土地的委托方，为降低委托方资金压力，代建方输出投资环节优势，通过合适的地产基金协助委托方完成项目开发；形成小股操盘模式。此外，纵观全球十大地产公司，多为具备开发能力的投资公司或房地产信托，多以资本代建模式运营。

图 23: 美国近十年城镇化率



数据来源: statista、克而瑞证券研究院

表 5: 城镇化率对应地产行业发展阶段及模式

阶段	城镇化率	地产行业发展模式
第一阶段	低于 50%	增量开发驱动
第二阶段	50-60%	增量开发为主, 存量为辅
第三阶段	60-80%	增量与存量发展并重, 向存量化发展
第四阶段	高于 80%	存量发展驱动

数据来源: 公开资料整理、克而瑞证券研究院

表 6: 2019 年全球十大地产公司名单

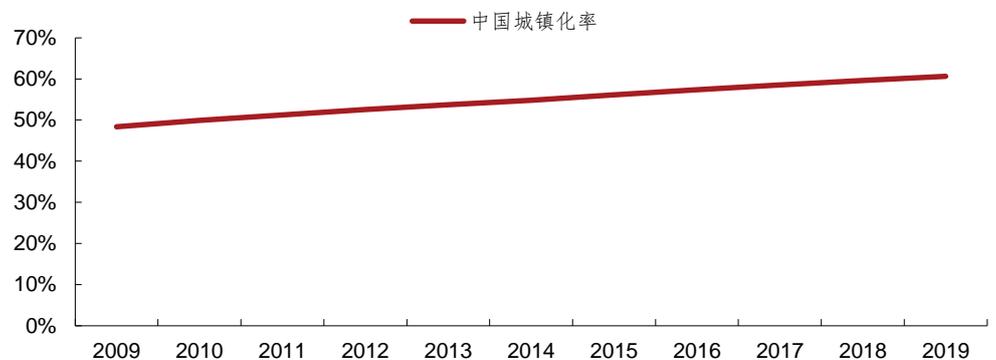
全球排名	公司名称	物业类型	发展模式
1	Brookfield Asset Management	多样化发展	投资为主
2	American Tower	通信塔楼	开发、持有经营为主
3	Simon Property Group	商业地产地产	投资、开发并行
4	Prologis	工业地产	开发、持有经营为主
5	Link REIT	商业地产	投资、开发并行
6	Weyerhaeuser	林地	开发、持有经营为主

7	AvalonBay Communities	租赁公寓	投资、开发并行
8	Public Storage	物流地产	开发、持有经营为主
9	Gecina	租赁公寓	投资、开发并行
10	Klepierre	商业地产	投资、开发并行

数据来源：福布斯、克而瑞证券研究院

我国房地产行业处于增量和存量发展并重阶段并逐渐向存量发展方式转变阶段。2019 年末我国整体城镇化率达 60.6%，对应房地产行业处于增量和存量发展并重阶段。地产行业前期多年以住宅为主的发展阶段，房企遵循举债投资、迅速销售变现、再投资的现金流管理模式，当前向存量发展转变情况下，持有型物业不易变现，阻止房企扩张，削弱房企竞争优势。避免过高债务杠杆对后续融资成本影响，以及股权融资对房企股权的稀释，基于项目股权的融资模式逐渐显现，即资本代建萌芽。随着存量模式的到来，房企会向发达国家模式发展，投资和开发相分离。

图 24：中国内地近十年城镇化率



数据来源：wind、克而瑞证券研究院

投资机构专业能力提升，具备投资项目股权能力，解决长期遗留的房企高杠杆问题。因过去金融机构对房地产项目投研能力较弱，导致房企以债务融资为主，形成房企独自持有项目权益，承担项目风险，并能以负债驱动规模增长的运营模式。2017 年始，我国进入经济去杠杆阶段，并逐渐向稳杠杆阶段过度。今年“820 房企座谈会”提出有关房企融资新规定，其根据 3 项衡量杠杆、偿债的指标对房企有息负债增速进行分档管理，要求与会房企在 2023 年 6 月 30 日前剔除预收款资产负债率不高于 70%，资产负债率低于 100%和现金短债比高于 1 倍。未来，房企负债规模增速

受限，开发规模增长放缓，实现规模赶超需借助项目股权融资方式，即开发、投资分离，引入外部资本方共享项目股权收益，共同承担项目风险。

项目端股权融资需求显现，资金端也发展出了一系列房企、险资背景的具有地产项目投资能力的资产管理公司，如平安不动产、信保基金、青山资本等；其中，保利地产旗下的信保基金业务广泛，涉及特定项目股权投资、专项资产投资等针对增量和存量项目的股权基金。此外，政策层面上，私募房地产基金仍停留在项目退出阶段，尚未进入项目开发阶段，未形成严格意义上的资本代建模式；公募房地产基金层面，已经向成熟的基础设施建设方向尝试；随着国内改革的不断深入和房地产行业的不断发展，基于项目开发和退出阶段的地产基金可期。

5 投资建议

公司为立足大中原，向全国扩张的代建行业龙头，依托优异的商业模式、强大的品牌效应和广阔的市场腹地，实现了优秀的历史业绩，在其扩张战略规划下，我们预计未来将继续实现高增长，预计 2021/2022 年实现 EPS 0.28/0.35 元，对应 PE 分别为 7.9x/6.3x，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 3.20 港元。

6 风险提示

行业销售不及预期，政策调控超预期，公司业绩不及预期。

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系:

克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供[服务名称]服务, [并已在过去十二个月内收取了该服务之费用]/[并预计在未来三个月内收取该服务之费用](选其一)。

克而瑞及其子公司, 母公司和/或关联公司跟上述被调研公司有股权关系。(如不适用可以移除)

克而瑞及其子公司, 母公司和关联公司跟在该报告中提及过的公司及其子公司和/或关联公司有正常业务关系和/或股权关系。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管, 除了向 CEO 直接汇报外, 分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序, 以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序, 并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall), 以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司, 或与此有关的任何其他人士提供任何信息或陈述或保证。特别是, 本文所表达的意见, 估算和预测完全是本文作者的意见, 估计和推测, 而不是作为上述被研究公司, 其股东, 及其关联公司或任何其他人士或作为任何发售的管理人或承销商的意见, 估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息, 但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实, 以及其中所表达的意见, 估计, 预测和推测, 截至本报告日期, 如有变更, 恕不另行通知。对于本报告所含信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证, 也不应依赖于这些信息, 意见, 估计, 预测和推测的公正性, 准确性, 完整性或合理性, 而且克而瑞证券有限公司, 上述被研究公司, 其股东, 或任何其他人士, 对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失, 均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约, 邀请或要约招揽的一部分, 本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础, 也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定, 必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考, 不得以任何目的复制, 分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国, 加拿大或日本取得或传送, 也不得在美国, 加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制, 持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见, 估计, 预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前, 客户应考虑该等意见是否适合其特定情况, 并在必要时寻求专业建议。

预测, 推测和估值纯属推测, 且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测, 推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测, 推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产, 未经克而瑞事前书面同意, 任何人士或机构均不得复制, 分发, 传阅, 广播或作任何商业用途, 而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险, 过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情, 包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779), 为香港证券及期货事务监察委员会持牌人, 获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。