

中国代建行业

所见缘何不同于主流?

我们首次覆盖中国代建行业（PJM），观点较为中性，所见与市场不同，市场认为行业 2020-25 年的商业代建规模的复合增长率能达到 20%，而我们认为仅为 8%，由于土地供应逐年减少，对代建的需求随之减少，且行业渗透率已经较高。因此，未来的增长主力可能会由于保障房周期的到来逐渐转向政府代建。绿城管理(9979 HK)作为政府代建的龙头是我们的首选，给予买入评级。催化剂：政府设立保障房相关部门或宣布核心城市商品房与保障房供应 1:1 的长期目标。给予中原建业(9982 HK)持有评级因其业务集中在商业代建故受房地产周期影响较大。

- **代建依然是一个成长性高的行业吗？我们认为不是——每年潜在市场需求规模可能会逐步收缩。**与市场共识不同的是，我们预计商业代建最大市场需求规模（定义为包括地方国企在内的非百强开发商收购的土地所产生的服务费）将在 2025 年下降至人民币 1,400 亿元（复合年增长率为-5%）。其背后的关键原因是：1) 根据国土资源部 2016-2030 规划，2021-2030 年均新增土地供应量是下降的（比 2015-20 年减少 30%）。2) 由于供给侧改革，小开发商的市场份额也呈下降趋势，至约 45%（通过拿地金额计算）。
- **低渗透率是否支持未来的高增长？我们认为不能——2020 年的实际渗透率已达 17%。**这远高于市场计算的 4.6%，我们将商业代建需求范围定义为非百强开发商因为百强开发商对代建服务几乎没有需求。由于整个房地产行业已经面临净利润率下降至约 5% 的状况，能够负担得起销售额的 3.5-4% 作为代建服务费的开发商越来越少。我们估计 2025 年实际渗透率达 35%（对比发达国家已经很高），对应的 2020-25 年行业复合增长率为 8% 左右（市场估计 20%）。
- **未来增长引擎转向政府项目产生的需求，尤其在保障性住房贷款及 REITs 的大力支持下。**2022 年为保障房大年，保障性租赁住房将完成 240 万套（2021 年完成 94.2 万套），这能为代建行业带来 170 亿元的服务费收入（假设 70 平方米/套、服务费 100 元/平方米）。在“核心城市商品房和保障房供应比例 1:1”的目标和银行鼓励保障性租赁住房贷款的支持下，我们预计保障性租赁住房规模在 2023 年及以后至少为 320 万套。这可能成为绿城管理和金地管理等公司的第二增长曲线。此外，不良资产处置需求可能会给代建行业带来惊喜，但我们认为，由于项目相对商业代建和政府代建更加复杂，所以规模扩大可能需要更长的时间。
- **行业竞争因传统开发商向轻资产转型而加剧。**代建行业集中较高，排名前 5 的公司约占 60% 的市场份额。然而，在房地产下行周期中，越来越多的传统开发商（如旭辉/碧桂园）已经开始涉足该领域，可能导致行业竞争加剧、盈利能力下滑，对目前 25% 的行业利润率形成挤压。并给 ROE 也带来压力，从而影响估值。另一个风险是，一些代建公司可能会间接的向委托方提供资金支持，这对代建公司有不利影响。
- **个股首选：绿城管理。**我们认为公司作为行业龙头，将受益于保障房大周期、市场份额增加以及优质品牌带来的高溢价能力。公司全国化的布局、较高的政府代建收入占比（25%）使之在行业中表现突出。而行业市占率第二的中原建业则需要继续观测其在河南省外扩张的进展是否有所突破。

同步大市
(首次覆盖)

中国代建行业

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

曾展

(852) 3916 3727

jeffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952

xiaoxiao@cmbi.com.hk

目录

重点图表.....	3
我们与市场共识有何不同?	4
投资理论.....	7
个股首选：绿城管理 > 中原建业	10
风险.....	12
行业概况.....	14
绿城管理 (9979 HK)	18
财务预测.....	19
中原建业 (9982 HK)	22
财务预测.....	23

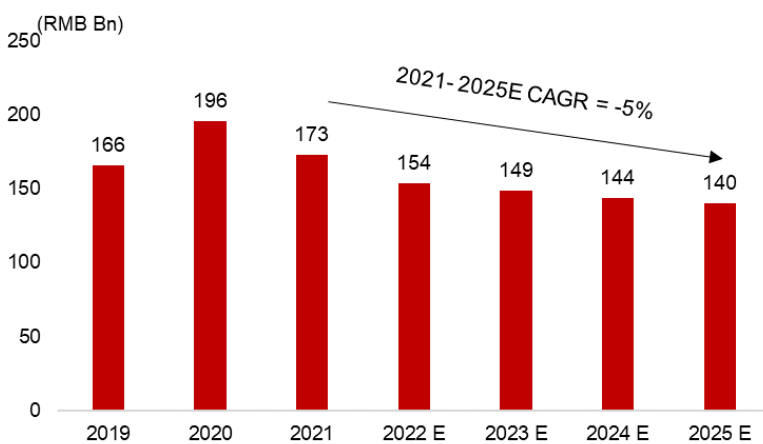
重点图表

图 1: 商业代建最大市场规模的定义



资料来源: 国务院, 资料来源: 国务院, 招银国际环球市场研究

图 2: 预计商业代建的最大市场需求规模呈收缩趋势



资料来源: 国务院, 招银国际环球市场研究

图 3: 实际渗透率已经较高, 行业增长可能为个位数

人民币 十亿	最大市场需求规模	新签约面积 (百万平方米)	签约面积可收服务费	渗透率
2019	166	70.89	25.1	15%
2020	196	83.9	33.1	17%
2021	173	n.a.	n.a.	n.a.
2022E	154	n.a.	n.a.	n.a.
2023E	149	n.a.	n.a.	n.a.
2024E	144	n.a.	n.a.	n.a.
2025E	140	111.4	48.9	35%
	21-25 CAGR: -5%	20-25 CAGR: 5.8%	20-25 CAGR: 8.1%	

资料来源: 国务院, 招银国际环球市场研究

图 4: 增长点将转向政府项目带来的需求, 如 2022 年的保障性租赁住房

(人民币 十亿)	保障性租赁住房完成量 (千套)	建筑面积 (千平方米)	预估代建服务费
2021	942	65940	6.6
2022E	2400	168000	16.8
2023E 及以后	3158	221060	22.1

资料来源: 住建部, 招银国际环球市场研究

我们与市场共识有何不同？

关键论点 1：代建行业具有增长性及抗周期特性吗？

我们的答案是否定的。与共识不同的是，我们的计算表明**商业代建的最大市场需求规模可能逐步收缩**。关键点在于我们对代建需求市场的定义（图 5）：**1）**我们认为真正的需求来自于缺乏管理经验和品牌力的非百强开发商，而不是所有开发商。鉴于当前房地产行业债务危机下的供给侧改革，我们预计非百强开发商的市场份额（按土地收购比例预估）将逐渐下降。**2）**根据国土资源部2016-2030年规划，2022-2030年土地供应总量呈下降趋势。我们的估计，**最大市场需求规模将以-5%的复合增长率从2021年的人民币1730亿元缩减至2025年的人民币1400亿元**。因此，这也表明代建行业对房地产市场波动的抵御性并不强，其三个主要驱动因素均受房地产行业拖累。

图 5: 商业代建最大市场规模的定义



资料来源:国务院,招银国际环球市场研究

计算过程如下:

1) 2021-2030 年新增土地供应总量将下降

根据国务院《全国土地规划（2016-2030）》，2021-2030年累计土地供应量将是2016-2020年的1.4倍，2021-2030的年均土地供应量将比2016-2020的年均供应量减少29%。如果我们使用直线法计算，相当于从2022年到2030年，新增土地供应量每年同比下降-5%。

图 6: 累计及年均土地供应变化

百万平	2016-2020	2021-2030	增长率
累计新增土地供应	4,971	7,031	41%
年均新增土地供应	994	703	-29%

资料来源:国务院,招银国际环球市场研究

图 7: 土地供应量同比下降

百万平	300城土地销售面积	同比
2015	774	-24%
2016	750	-3%
2017	930	24%
2018	1,024	10%
2019	1,095	7%
2020	1,172	7%
2021	877	-25%
2022E	833	-5%
2023E	791	-5%
2024E	751	-5%
2025E	714	-5%
2026E	678	-5%
2027E	644	-5%
2028E	611	-5%
2029E	581	-5%
2030E	551	-5%

资料来源:国务院,招银国际环球市场研究

2) 非百强开发商的土地收购市场份额可能下降

我们认为非百强开发商（包括地方国企）是代建服务的目标客户，因为百强开发商几乎没有代建服务需求。2019-2021年，非百强开发商（中小开发商）的土地成交仅占300城土地供应的42-49%。在房地产市场供给侧改革的大背景下，非百强市场份额可能进一步下降到约45%的水平。

图 8: 中小开发商拿地市场份额

人民币 十亿	300城土地销售面积 (百万平)	同比	均价 (元/平)	300城土地成交额	百强开发商拿地金额	中小开发商拿地金额	中小开发商市场份额
2019	1,095	7%	4,363	4,778	2,736	2,042	43%
2020	1,172	7%	4,574	5,360	3,089	2,271	42%
2021	877	-25%	5,522	4,844	2,483	2,361	49%
2022E	833	-5%	5,632	4,692	2,599	2,093	45%
2023E	791	-5%	5,745	4,545	2,517	2,028	45%
2024E	751	-5%	5,860	4,403	2,439	1,965	45%
2025E	714	-5%	5,977	4,266	2,363	1,903	45%

资料来源:国务院,招银国际环球市场研究

3) 最大市场需求规模将在 2021-25 年以 -5% 的复合增长率收缩

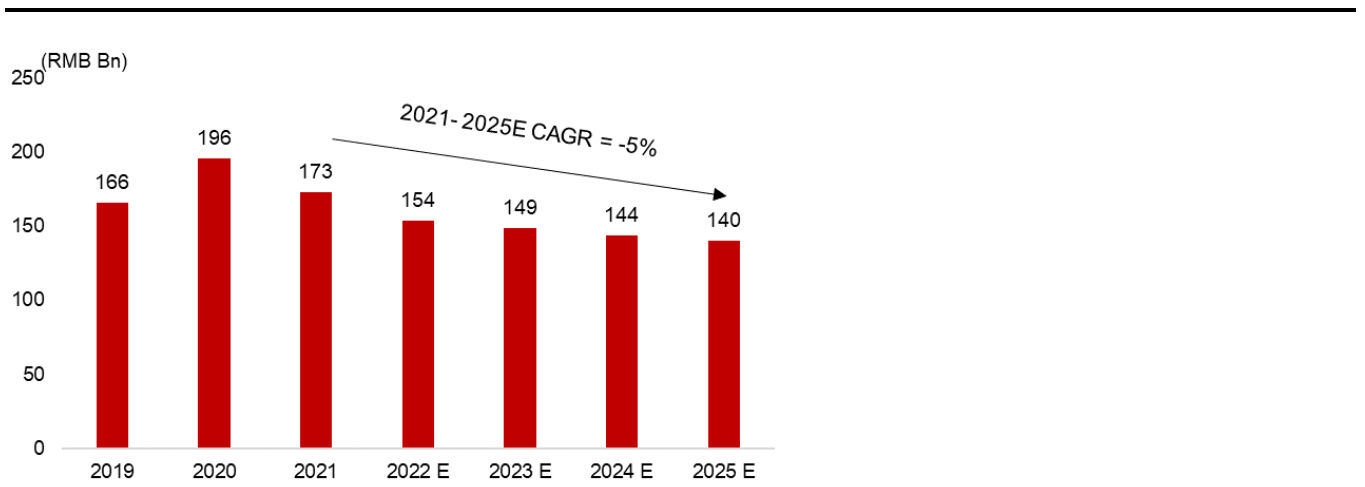
我们假设从 2020 年到 2025 年服务费率稳定在销售额的 4%，从 2022 年到 25 年销售均价将同比增长 2%，那么商业代建市场需求规模从 2021 年的 1730 亿元人民币收缩至 2025 年的 1400 亿元人民币，复合增长率为 -5%

图 9: 商业代建最大市场需求规模逐步收缩

人民币 十亿	300城土地成交面积 (百万平)	房屋销售均价 (元/平)	中小开发商市场份额	代建服务目标客户的销售 金额	代建服务费率	市场需求规模: 代建服务费
2019	1,095	9,310	43%	4,358	3.8%	166
2020	1,172	9,860	42%	4,895	4.0%	196
2021	877	10,139	49%	4,335	4.0%	173
2022E	833	10,342	45%	3,844	4.0%	154
2023E	791	10,549	45%	3,724	4.0%	149
2024E	751	10,760	45%	3,607	4.0%	144
2025E	714	10,975	45%	3,494	4.0%	140
21-25 CAGR :						-5%

资料来源:国务院,招银国际环球市场研究

图 10: 商业代建最大市场需求规模



资料来源:国务院,招银国际环球市场研究

关键论点 2: 所谓低渗透率可以支持未来增长吗?

不，我们的计算表明渗透率已经很高（我们估计目前达 17%，而市场共识为 4.6%）。实际渗透率计算为“行业总服务费”除以“中小开发商所拿土地可能产生的服务费”。2020 年行业新签约面积 8390 万方，预估产生服务费 330 亿元，其中中小开发商所购置的土地可能产生的服务费为 1960 亿元，得出行业实际渗透率为 17%，远高于中国指数研究院（CIA）以城镇住房总需求为基础计算出的 4.58%。所以我们认为行业进一步的增长空间有限。根据我们对行业两个主要参与者（绿城管理和中原建业）的增长预测，同时假设两者在 2021-25 年市场份额同比增长 2%，计算出 2025 年行业渗透率可能达到 35%，意味着每三个中小开发商收购的地块中，就会有一个采用代建服务，表明渗透率已经很高。

在此基础上我们得出行业 2020-25 的复合增长率只有 8%，远低于市场估计的 >20%

图 11: 实际渗透率计算

人民币 十亿	市场需求规模: 中小开发商地块预估 代建服务费	代建行业新签约面积 (百万平方)	签约面积可收服务费	渗透率
2019	166	70.9	25.1	15%
2020	196	83.9	33.1	17%

资料来源:国务院,招银国际环球市场研究

在此基础上我们得出行业 2020-25 的复合增长率只有 8%，远低于市场估计的 >20%。

图 12: 预估商业代建增长率

人民币 十亿	最大市场需求规模	新签约面积 (百万平方米)	签约面积可收服务费	渗透率
2019	166	70.89	25.1	15%
2020	196	83.9	33.1	17%
2021	173	n.a.	n.a.	n.a.
2022E	154	n.a.	n.a.	n.a.
2023E	149	n.a.	n.a.	n.a.
2024E	144	n.a.	n.a.	n.a.
2025E	140	111.4	48.9	35%
21-25 CAGR: -5%		20-25 CAGR: 5.8%	20-25 CAGR: 8.1%	

资料来源:国务院,招银国际环球市场研究

投资理论

新的增长引擎：政府项目将成为主要驱动力

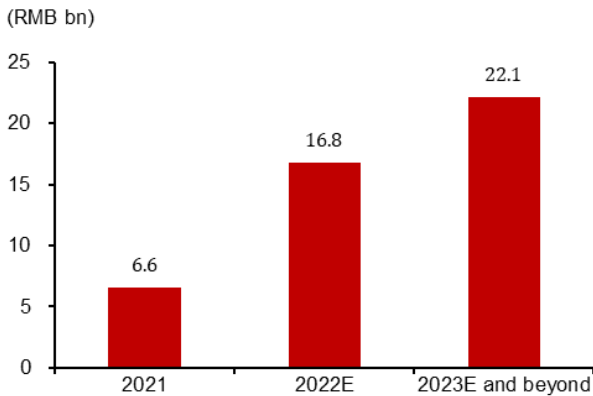
我们预计政府项目对代建的需求将成为行业的第二条增长曲线，尤其是在 2022 年。1) 住建部宣布 2021-2025 年建设 650 万套保障性租赁住房，随后中国人民银行宣布取消保障性租赁住房相关项目贷款限额，给予金融支持（[报告](#)）。我们认为保障房供应目标将超过 650 万套，因为长期目标为核心城市商品房和保障性住房的年供应比例达 1:1，意味着长期来看，保障房每年供应可能达到 400 万套以上。2) 根据住建部的数据，2022 年将有 240 万套保障房的开工（同比增长 155%）。我们假设每套建筑面积为 70 平，代建服务费为人民币 100 元/平，2022 年的计划可能会为整个代建行业带来 170 亿元的服务费收入，表明 **2022 年是代建公司发展第二条增长曲线的重要一年**，尤其对于已经在政府代建领域拥有市场份额的公司，如绿城管理和金地管理。绿城管理目前是保障房领域最大的代建服务提供商，截至 21 年末，其 25% 的收入来自政府代建。

图 13: 保障性租赁住房可提供的服务费收入

(人民币 十亿)	保障性租赁住房完成量 (千套)	建筑面积 (千平方米)	预估代建服务费
2021	942	65940	6.6
2022E	2400	168000	16.8
2023E 及以后	3158	221060	22.1

资料来源:住建部,招银国际环球市场研究

图 14: 保障房预估代建服务费



资料来源:住建部,招银国际环球市场研究

从长期来看，不良资产处置对 代建服务的给能会给行业带来惊喜

比较不意外的是，AMC 等金融机构的代建服务需求将增加，由于他们被鼓励在市场下行周期帮助加快房地产行业不良资产的处置。从资产管理公司 2020 年收购重组类资产的行业分类可以看出，46%-52%的不良资产来自于房地产行业。我们粗略假设此类资产的回报率在 10%左右，根据中国信达和中国华融披露的此类资产金额，估计潜在的代建需求的服务费可能达到 120 亿。假设中国华融占不良资产收购市场的 40%左右，估算不良资产行业潜在的代建需求的预估代建费可达 210 亿。

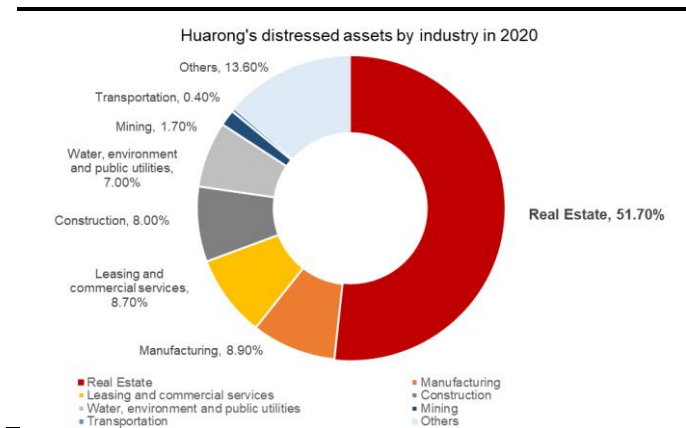
而我们认为，由于处置项目背后权责关系复杂，代建公司可能需要更长的时间才能找到与金融机构合作的标准化解决方案。我们了解到绿城管理正在尝试与中国东方等 AMC 探索标准化合作模式。中原建业已经与河南资产管理公司签署了战略协议。

图 15: 不良资产处置行业预估代建费

(人民币 十亿)	收购重组类资产: 房地产	回报率	房屋销售金额	代建服务费率	预估代建费收入
中国信达	88.67	10%	98	4%	3.9
中国华融	188.35	10%	207	4%	8.3
小计					12.2
总计					20.7

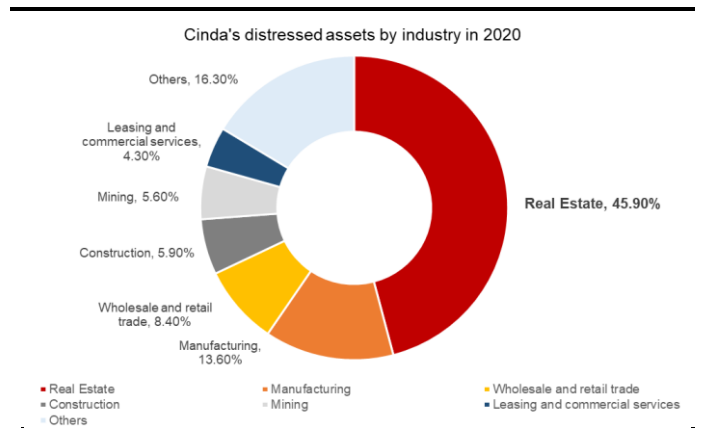
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场研究

图 16: 中国华融收购重组类资产行业分布 (2020)



资料来源: 中指研究院, 统计局, 招银国际环球市场研究

图 17: 中国信达收购重组类资产行业分布 (2020)



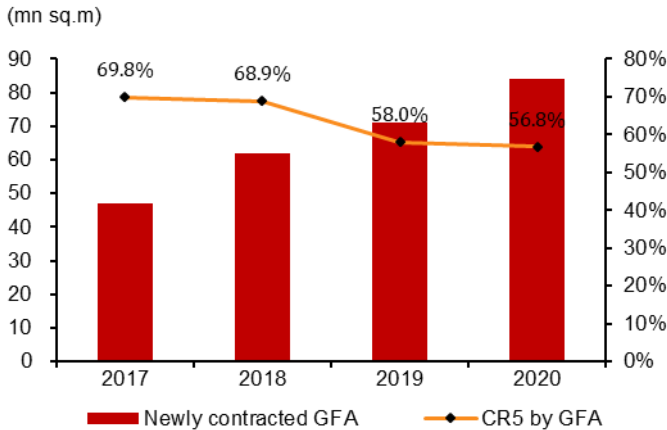
资料来源: 中指研究院, 统计局, 招银国际环球市场研究

随着更多传统开发商进入代建市场，行业盈利能力可能面临压力

1) 高度集中可能受到挑战

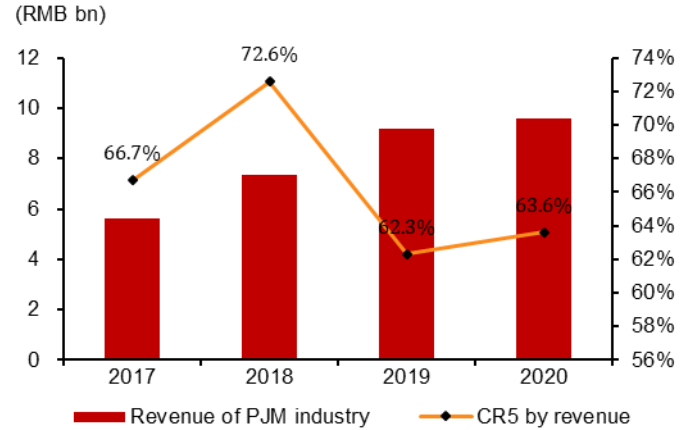
中指研究院数据显示，代建行业集中度较高，2020年新签约面积和服务费收入前5名的企业市场份额分别为56.8%和63.6%。

图 18: 代建行业新签约面积前 5 市场份额



资料来源: 中指研究院, 公司数据, 招银国际环球市场研究

图 19: 代建行业服务费收入前 5 市场份额



资料来源: 中指研究院, 公司数据, 招银国际环球市场研究

2) 更多传统开发商进入代建行业以实现多元化

在房地产下行周期中，更多传统开发商（旭辉/碧桂园）进入该领域进行多元化发展，这可能会导致竞争加剧。例如，碧桂园在FY21业绩发布会上宣布，公司认为保障房供应将为公司提供发展政府代建业务的机会，公司有意进入该市场。旭辉也表示，公司新签约5个代建项目，建筑面积截止2022年3月达到120万平，公司目标是在2022年末拥有40-50个签约项目，公司主要布局在商业代建方面，未来将逐步涉足政府代建和资本代建。另外一些传统开发商表示会逐渐从以开发为主导转变为以代建业务为主导的轻资产公司，这样无需为购买土地和建设施工支付费用。

3) 因此我们认为行业盈利能力可能在中长期受到影响

随着更多参与者进入该领域，商业代建的盈利能力承压。根据中指院数据，2020年13家代建公司的平均净利润率为25.4%，远高于物业管理公司的14.5%（100家平均）和传统开发商的8.9%（23家平均）。我们预计代建行业的利润率将从目前的25%有所收窄，但可能不会迅速下降，由于：

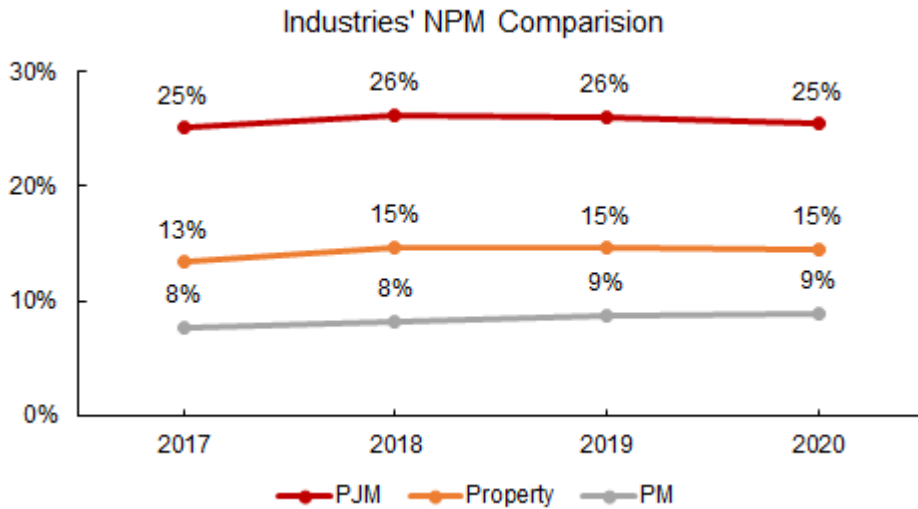
A. 未来作为增长点的政府代建，其利润率略高于迎来收缩商业代建。

我们认为未来政府代建收入的占比会逐渐提高，其毛利润率略高于商业代建2-3个百分点（由绿城管理历史数据得出），因为 A) 政府代建服务不需要拿地环节的前期咨询服务。B) 政府项目不需要营销和销售环节的服务，这部分其实是代建人员相对密集环节。C) 为中小开发商提供服务时每个客户需求不同导致服务可能需要定制化，政府项目的代建服务则更加标准化，可以做到一个团队同时服务多个项目，人员复用率高。

B. 行业本身规模效应明显

代建服务的重要部分通常在集团层面完成，区域和项目层面主要负责实施，随着业务的不断扩张，行业的规模效应也更明显，所以会对利润率有一定支撑。

图 20: 行业净利润率对比: 开发商、物管公司、代建公司



资料来源: 中指院

行业具有轻资产属性, 但部分公司不能给予轻资产的估值

我们认为内生增长不错的代建公司可以享受“轻资产”公司的估值, 另外一些则可能需要为此做更多努力。代建行业因为不提供购买土地的资金和施工建设的资金而具有轻资产的属性, 这也是行业在过去几年快速扩张的原因。部分代建公司依靠内生增长, 的确具有轻资产属性, 而部分公司的增长在一定程度上依赖母公司或关联公司投资的资产(如通过关联公司的赋能使代建项目卖出更高的溢价、通过关联公司为委托方提供融资等), 这些公司只是将部分资产投入动作转移到母公司或关联公司, 故不能给予轻资产公司的估值。积极的一面是, 行业整体在逐步向轻资产方向靠拢, 一方面能够更快地扩展业务, 一方面可以降低受房地产市场波动的影响。

个股首选: 绿城管理 > 中原建业

- 我们首推绿城管理。公司在代建行业的市场份额约 1/4 且可能依靠其商业代建上丰富经验继续提高, 公司发迹于政府代建, 长期参与保障性住房项目, 将使其成为政府项目热潮的直接受益者, 尤其是在 2022 年。公司优质的品牌和标准化的服务呈现出卓越的竞争力。公司在行业中尤为突出由于其全国化的布局、25% 的政府代建收入占比以及强大的品牌力带来的销售溢价。我们首次覆盖给予买入评级, 目标价 8.09 港元, 相当于 18 倍 FY22E P/E。
- 中原建业, 公司市场占有率行业排名第二, 业务高度集中在河南省。我们首次覆盖给予持有评级, 目标价为 1.36 港元(对应 4.5 倍 FY22 P/E), 因为公司业务主要为商业代建, 由于房地产市场下行面临需求收缩; 公司的省外扩张初有成效但发展进度仍需进一步观察。然而公司目前股价交易在 4.1 倍 2022E P/E, 意味着下行空间有限。

图 21: 同业估值对比 (截至 20220426)

公司	代码	评级	目标价 (HK\$)	当前股价 (HK\$)	市值 (HK\$ mn)	市盈率			净利润增长率 (%)	
						21A	22E	23E	22E	23E
代建服务										
绿城管理	9979 HK	买入	8.1	5.5	10,710	16.3	12.2	10.2	27.2	19.2
中原建业	9982 HK	持有	1.4	1.3	4,014	4.3	4.1	4.5	3.3	-7.7
加权平均						13.0	10.0	8.6	20.7	11.9
物业管理										
碧桂园服务	6098 HK	买入	47.6	31.5	105,893	18.7	14.1	10.3	42.5	36.8
华润万象生活	1209 HK	买入	56.0	36.3	82,855	43.6	29.9	22.6	48.6	31.4
雅生活	3319 HK	持有	34.2	11.6	16,472	5.5	4.5	3.6	23.0	24.7
绿城服务	2869 HK	持有	7.9	7.4	23,923	21.0	18.5	14.5	15.3	28.0
旭辉永升服务	1995 HK	持有	12.7	10.1	17,701	22.0	16.3	12.3	41.4	35.5
暴力服务	6049 HK	持有	53.4	50.7	28,026	26.1	21.5	16.7	22.6	26.7
新城悦	1755 HK	卖出	8.5	8.6	7,442	8.8	7.1	5.3	26.7	33.7
宝龙商业	9909 HK	买入	33.2	7.4	4,764	8.6	6.3	4.8	35.5	32.3
卓越商企	6989 HK	买入	14.9	3.9	4,808	7.2	5.1	3.8	36.9	32.2
建业新生活	9983 HK	买入	12.9	4.0	5,064	6.5	5.2	4.2	29.2	24.6
远洋服务	6677 HK	买入	7.1	3.5	4,191	8.2	5.7	4.2	43.7	36.3
新希望服务	3658 HK	买入	4.4	2.0	1,653	7.0	4.1	NA	55.5	NA
宏洋服务	1971 HK	买入	9.4	3.0	1,224	6.4	NA	NA	NA	NA
恒大服务	6666 HK	买入	10.4	2.3	24,865	5.6	4.2	3.2	32.1	31.2
融创服务	1516 HK	买入	7.0	3.8	11,760	7.3	5.6	4.3	38.6	30.1
加权平均						22.8	16.8	12.7	37.8	32.1

资料来源:公司数据, 彭博, 招银国际环球市场研究

风险

土地供应不及预期，楼市表现疲弱

代建业务属于所拓展的面积不能重复收费的业务（如物管企业拓展后可持续收费），土地供应减少和楼市表现，尤其是新开工量的多少，将显著影响代建服务的需求，进而影响代建公司的业务拓展和财务表现。需求的源头是新增土地供应量，所以土地供应不及预期可能导致代建行业需求疲软。

根据国家统计局的最新数据，继 2M22 同比下降 12.2% 之后，1Q22 全国新开工面积同比下降 18%，集中供地反映开发商拿地情绪继续冷淡。如果新开工和房地产市场表现（1Q22 房地产销售面积和金额同比下降 14%/23%）继续恶化，将对代建行业产生较大的负面影响，收入贡献最高的商业代建业务会进入萎缩。

上述风险对所管理项目有股权投入的代建公司更加明显，因为他们要承担土地/项目价值贬值的风险。

图 22: 统计局数据 1Q2022

	Mar-22	YoY	1Q22	YoY	2M2022	YoY	Dec-21	YoY	2021	YoY
Property GFA sold (mn sqm)	153	-17.7%	310	-13.8%	157	-9.6%	213	-15.6%	1,794	1.9%
Property sales (RMB bn)	1,422	-26.1%	2,968	-22.7%	1,546	-19.3%	2,026	-17.8%	18,193	4.8%
New starts (mn sqm)	149	-22.2%	298	-17.5%	150	-12.2%	161	-31.2%	1,989	-11.4%
GFA under construction (mn sqm)	8,063	1.0%	8,063	1.0%	7,845	1.8%	9,754	5.2%	9,754	5.2%
GFA completion (mn sqm)	47	-15.6%	169	-11.5%	122	-9.8%	327	1.9%	1,014	11.2%
Property investment (RMB bn)	1,327	-2.4%	2,777	0.7%	1,450	3.7%	1,029	-13.9%	14,760	4.4%
Domestic loans of developers (RMB bn)	142	-29.7%	553	-23.5%	411	-21.1%	166	-31.6%	2,330	-12.7%

资料来源:国家统计局, 招银国际环球市场研究

土地所有者无法支付服务费

1) 中小开发商容易受困于资金链问题，然后导致无法履行合同义务

商业代建的委托方往往是实力较弱、规模较小的中小开发商，最容易出现资金链问题。一旦项目遇到停工、延迟交付等问题，代建公司很难免于受到损失。此外，如果品牌在这些不成功的项目上被授权，品牌价值会受到折损，因为公众很难将代建开发和地块拥有者自有开发区分开来。此外，如果中小企业遇到资金短缺，他们可能无法履行向代建公司支付费用的合同义务，导致代建公司收入折损坏账增加。

2) 如果有财政压力，政府项目的付款可能滞后或减少

政府项目大多采用公开招标方式，需要所投资资金提前到位，但如果面临宏观环境恶化带来的财政压力，政府可能会推迟向代建公司支付服务费，甚至降低代建服务的价格。

区域集中度高的公司高度依赖单一地区的市场表现。

许多代建公司的业务基于资源或政府关系集中在某个区域。以中原建业为例，公司大部分业务在河南省，2021年7月，河南省因长期强降雨而遭受严重洪涝灾害，省会郑州一小时最大降雨量达到创纪录的 201.9 毫米，接着河南省从 7 月底到 8 月经历了疫情反弹，导致封城。以上是可能对项目进度产生不利影响并导致施工和交付延误的极端外部事件的示例。

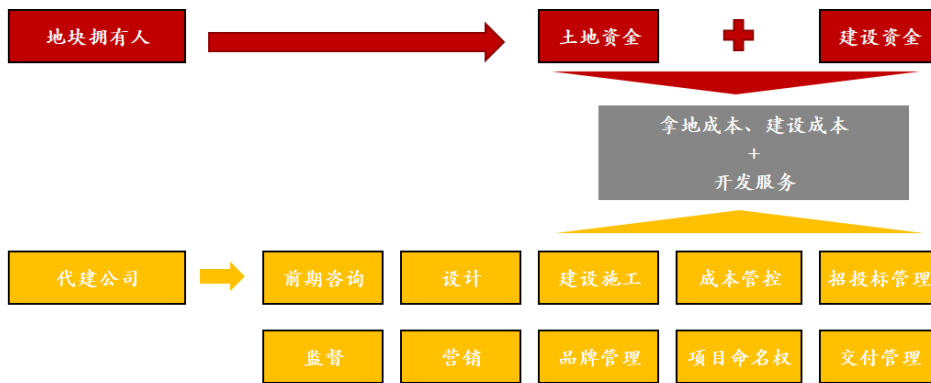
由于公司的区域性特征，项目集中在一个地区，在该地区有不利事件时，没有其他地区的项目用以平衡损失。2020年，公司管理的14个项目因疫情反弹而出现建设或交付的延误，导致服务费确认收入延迟约1,850万元。

行业概况

中国代建行业

中国的代建行业可以追溯到1990年，从政府主导的项目发源。在当时的基础设施和保障性住房建设的过程中，政府机构往往同时充当资金提供者、项目建设者和项目监督者，这很容易导致资金的非法使用，故代建公司被引入以避免腐败。随着开发市场竞争的加剧，代建公司开始为中小开发商和金融机构等非政府部门提供代理开发服务（代建服务）。

图 23: 代建业务



资料来源: CAAM,招银国际环球市场研究

代建公司作为中小开发商、政府机构、国有企业和金融机构等土地所有者的授权代理人，提供对房地产开发的全流程管理服务，主要分为三个部分：1) **前期咨询**：拿地前进行市场调研、成本测算和投资可行性分析等，以帮助土地投资者做出更好的拿地决策。2) **协调与监督**：代表土地所有者行使向上和向下的有职能，向上包括与相关监管机构（如：城市规划局、住房和城乡建设局、质检局、税务局、工商局等）沟通/报告，向下负责招投标并协调后续开发程序的所有参与方（如设计公司、施工公司、监理公司等），直至项目完成、销售和交付，同时负责项目进度监督、成本控制、质量管控等。3) **品牌授权**：项目可以以代建公司的品牌名称进行命名和销售。

行业按照客户类型分为三个部分，包括：1) **商业代建**：是行业的主流，是指由中小开发商投资的地块，其中包括私营企业和国有企业（主要是地方国有企业），他们拥有待开发地块但缺乏资源和品牌力去自主开发。这些项目根据客户的需求涵盖住宅物业、办公楼和商业综合体等。2) **政府代建**：是代建行业的起源，主要为政府机构或政府相关实体委托的需要开发服务的项目，如保障性住房、博物馆、体育馆、城市广场、学校或医院等项目。此类项目的目标不是攫取利润，而是更专注于社会福利。3) **资本代建**：金融机构委托的项目，如不良资产管理公司，计划将手中的土地变现，但开发经验有限，故需要代建公司提供服务代为开发。

由于商业和资本代建主要是需要销售环节的住宅项目，因此代建费用通常按项目销售总额的4-6%收取，如果代建公司在项目中拥有股权，则为2-4%。而政府项目竣工后直接交付给政府，管理费按每平方米70-110元收取，一般占项目总投资额的约0.4-2%。

图 24: 代建业务分类

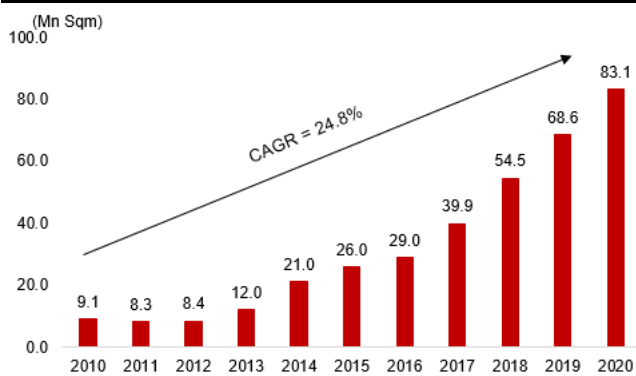
业务分类	客户类型	项目	服务费收取
商业代建	中小开发商包括私营企业和地方国企	大部分为住宅项目, 少量办公楼和商业综合体	纯代建服务: 服务费 = (3%~6%) × 项目预估销售额 代建公司对项目有股权投资: 服务费 = (2%~4%) × 项目预估销售额 + 股权投资收入
资本代建 (目前收入计算在商业代建分类中)	金融机构如不良资产管理公司	住宅项目为主	包含品牌授权的代建服务: 服务费 = (3%~6%) × 项目预估销售额 不包含品牌授权: 服务费 = (1.5%~6%) × 项目预估销售额
政府代建	政府部门或相关机构	保障房, 城市更新项目 博物馆, 体育馆, 学校, 医院	服务费 = (0.4%~2%) × 项目总投资额

资料来源: 中指院, 公司数据, 招银国际环球市场研究

市场规模

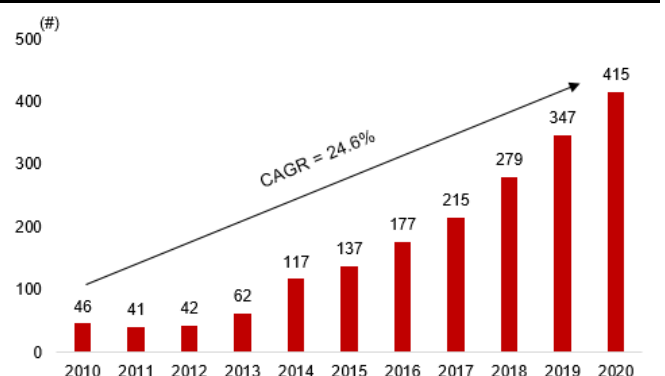
根据 CIA 的数据, 2010 年至 2020 年, 代建行业新签约面积从 910 万方增长到 8310 万方 (图 30), 新项目数量从 46 个增加到 415 个 (图 31), 复合增长率分别为 25.1% 和 24.6%。在同一时间段内, 总合同建筑面积和管理项目数量的复合增长率均超过 24%。

图 25: 中国代建行业新签约面积



资料来源: 中指院, 招银国际环球市场研究

图 26: 中国代建行业新签约项目数量

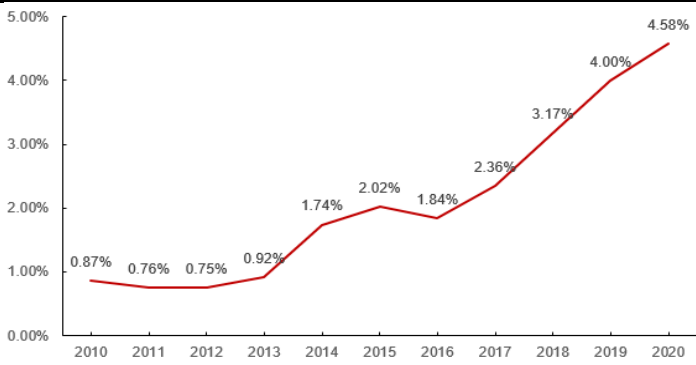


资料来源: 中指院, 招银国际环球市场研究

市场共识的行业渗透率 (以新签约项目总建筑面积除以已售商品房销售面积计算) 已从 2010 年的 0.87% 上升至 2020 年的 4.6% (图 33) 尽管商品房销售近年增长乏力 (图 35)。根据城镇住房总需求计算, 中指院预计到 2025 年渗透率将达到 12.5% (图 34), 表明 2025 年代建行业新签约面积将达到 2.2 亿平方米 (图 36), 代表从 2021 年开始复合增长率为 21.3%。但是, 根据我们上文中的计算我们认为这不太可能发生。

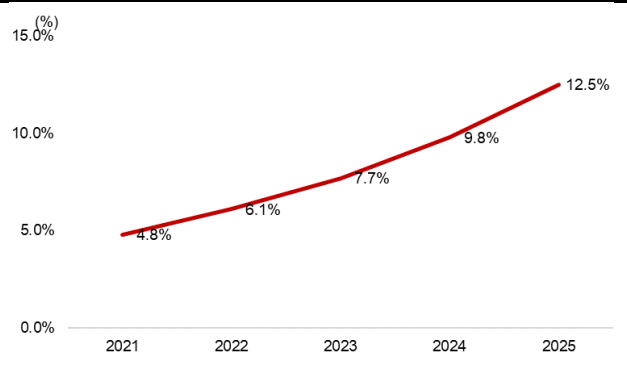
如果观察如美国和英国这样的成熟市场, 尽管代建行业的名称不同 (US: construction project management; UK: contractor), 用代建行业的市场规模除以总建筑面积计算的渗透率落在 20-30 之间% 范围 (图 39 和 40)。一个关键的区别是他们的业务范围不仅涵盖住宅、商业和公共基础设施这种在中国代建行业中也占有大量份额的项目, 还包括高速公路、桥梁甚至煤矿。他们的历史可以追溯到 50 年代初, 起源于二战后大型国防项目建设外包。中国代建行业要模拟成熟市场的发展, 代建公司需要拓宽服务范围, 承接包括上述设施在内的更广泛的项目。

图 27: 中国代建行业历史渗透率 (中指院口径)



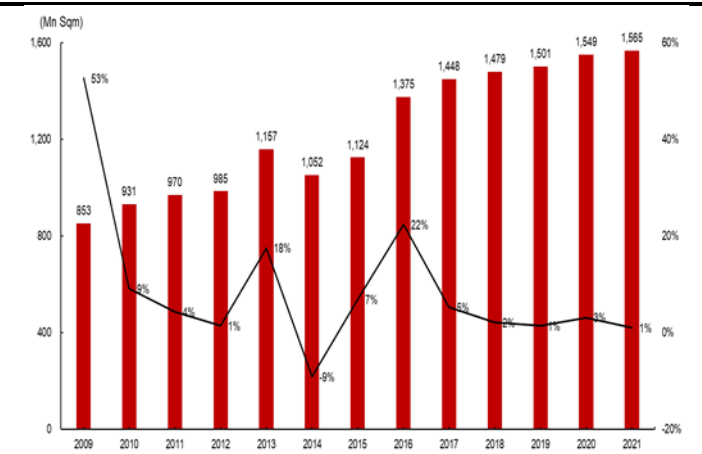
资料来源:中指院, 统计局, 招银国际环球市场研究

图 28: 中国代建行业预估渗透率 2021-25 (中指院口径)



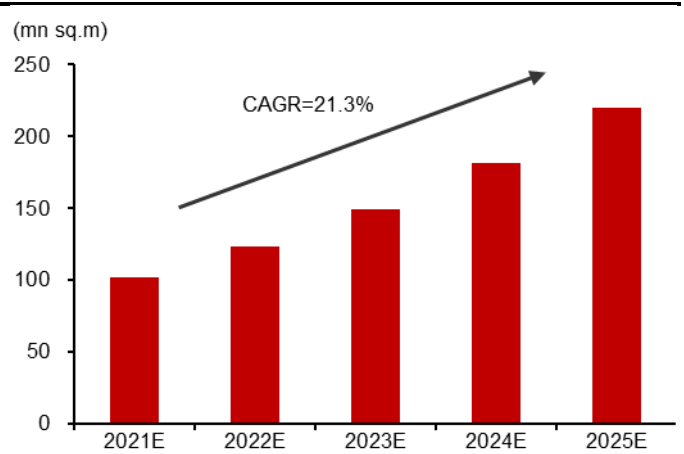
资料来源:中指院, 统计局, 招银国际环球市场研究

图 29: 商品房销售面积



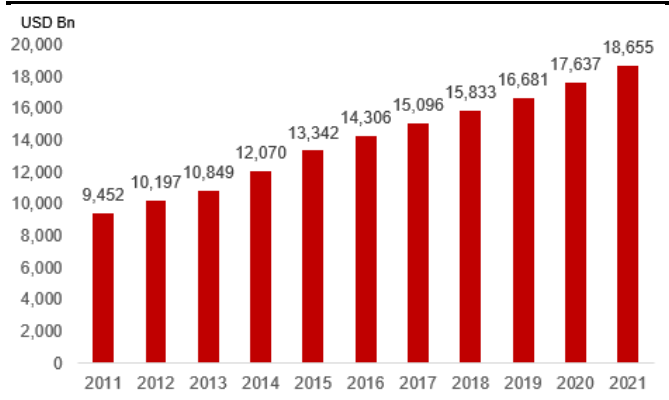
资料来源:统计局,招银国际环球市场研究

图 30:代建行业新签约面积预估 (中指院口径)



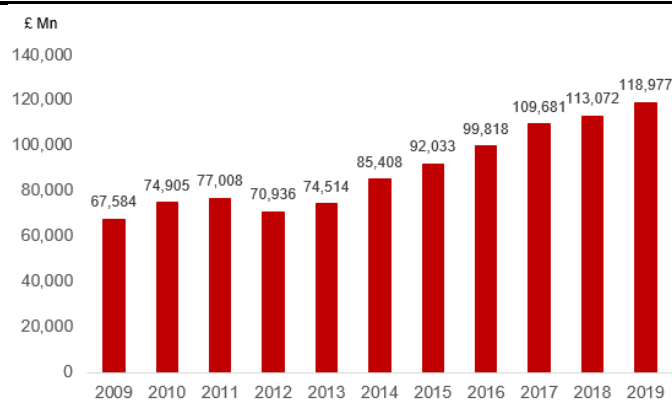
资料来源:中指院,招银国际环球市场研究

图 31: 美国代建市场规模



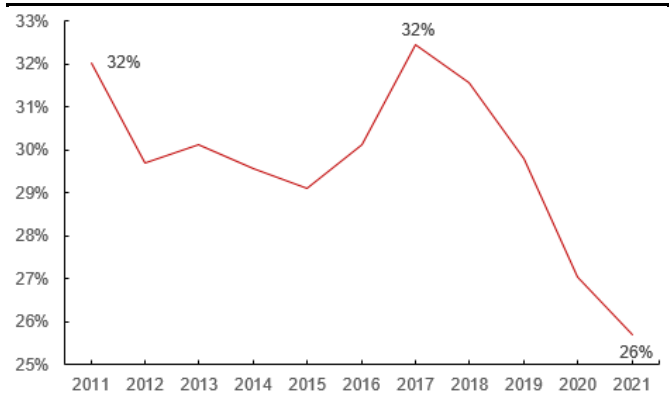
资料来源: US Census Bureau, 招银国际环球市场研究

图 32: 英国代建市场规模



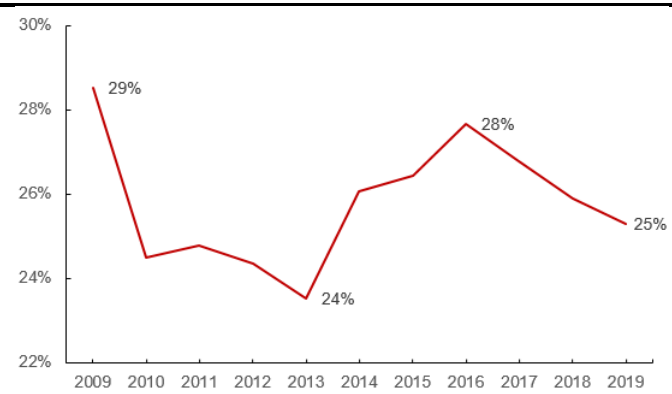
资料来源: UK Office for National Statistics, 招银国际环球市场研究

图 33: 美国代建市场渗透率



资料来源: US Census Bureau, 招银国际环球市场研究

图 34: 英国代建市场渗透率



资料来源: UK Office for National Statistics, 招银国际环球市场研究

绿城管理 (9979 HK)

代建行业的“三好学生”

我们给予绿城管理买入评级，目标价 8.09 港元，对应 18 倍的 FY22E P/E，因为公司目前为行业龙头，在标准化的服务和品牌溢价能力方面显示出强大竞争力，由于布局较早成为保障房大周期和不良资产处置需求增加的直接受益者，此外公司具有较好的成本控制能力和高盈利能力，同时公司是“轻资产”模式中内生发展的标杆，绿城管理在我们看来是行业内的“三好学生”。

- **行业龙头，未来增长受益于多重利好因素。** 作为行业龙头，绿城管理基于在商业代建方面的丰富经验和参与保障房项目的悠久历史，扩张速度可能超过行业平均。公司目前在资本代建的进展将使其早于其他参与者受益于加速不良资产处置的政策。公司 2022 年 1 月披露了对浙江焜里的并购，公司未来增长值得期待。
- **“轻资产”模式标杆且拥有强大竞争力。** 公司完全不投入任何资金到土地获取和建设施工当中，且基本不依赖母公司资源去拓展业务，也几乎不会投资在管项目的股权，基本依靠内生模式增长。公司竞争力来自于其强大的品牌力和标准化的服务，“绿城”品牌代表着较高的销售溢价和较快的项目去化，同时公司率先建立标准化的服务体系应对多元化的客户需求。
- **股票流动性改善，财务表现出色。** 公司成本控制能力不断增强，盈利能力较高，财务表现可以看出公司具有高现金流和基本零负债的特点。公司 21 年高达 68% 的派息率表示公司可能会为投资者提供可观的回报。CEO 多次回购股票，且公司已纳入 HIS 和沪深港通，流动性已相对改善，提振了投资者信心。
- **估值/主要风险。** 我们首次覆盖给予买入评级，目标价 8.09 港元，相当于 18 倍 FY22E P/E。 **风险：** 1) 房地产市场继续表现疲弱。 2) 政府延迟支付或见底服务费价格。 3) 资本代建项目扩张进展缓慢。 4) 品牌价值受损。 5) 疫情反弹

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	1,813	2,243	2,767	3,242	3,722
同比增长(%)	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
净收入(百万元人民币)	439	565	719	857	982
每股盈利(元人民币)	0.26	0.29	0.37	0.45	0.51
每股盈利变动(%)	15.4	12.4	27.2	19.2	14.6
市场预测每股盈利(元人民币)	N.A.	N.A.	0.45	0.58	0.71
市盈率(倍)	18.3	16.3	12.2	10.2	8.9
市帐率(倍)	2.6	2.8	2.4	2.2	2.0
股息率(%)	3.7	4.4	4.9	5.9	6.7
权益收益率(%)	14.3	16.9	19.9	21.8	22.9

资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场研究预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$8.09
潜在升幅	+47.9%
当前股价	HK\$5.47

中国代建行业

张苗

(852) 3761 8910
zhangmiao@cmbi.com.hk

曾展

(852) 3916 3727
jffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952
xiaoxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	11,710
3月平均流通量(百万港元)	37.18
52周内股价高/低(港元)	7.20/3.06
总股本(百万)	1,958

资料来源：彭博

股东结构

绿城中国控股	73.17%
SUPUR Industrial capital	2.99%
楼公望	1.27%

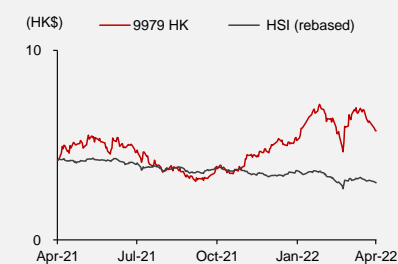
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-4.0%	-1.5%
3-月	9.9%	32.7%
6-月	48.5%	86.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

财务预测

预计合约面积稳步增长

我们做了一系列假设来估计公司未来的增长。

- 1) 假设完成一个项目需要4年。
- 2) 对于商业代建，我们假设40%的完工面积、50%的在建面积和10%的待建面积对当期服务费有贡献。
- 3) 对于政府代建，我们假设20%的完工面积、70%的在建面积和10%的待建面积对当期服务费有贡献。

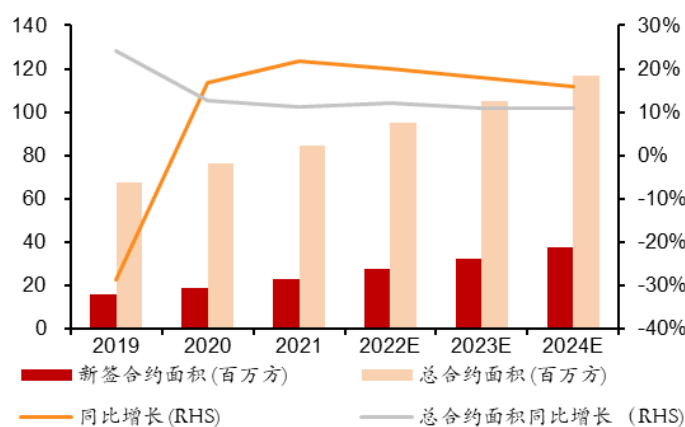
基于以上假设，我们预计绿城管理2022年新签合同面积和总合约面积将分别同比增长20%和12%，达到2,730万平方米和9,480万平方米。主要由于公司22年1月宣布的大型收购，同时一些政府代建和一批资本代建项目（收入暂时计算在商业代建分类中）将会在2022财年入账。

我们预计FY22E商业代建项目的销售均价将增长5%，管理费将稳定在4%。预计22财年政府代建的服务费将增加3%至每平方米人民币109元。

公司已经孵化了几家已经为公司利润做出贡献的咨询和设计公司，预计其他服务的收入在FY22E将增长12%。

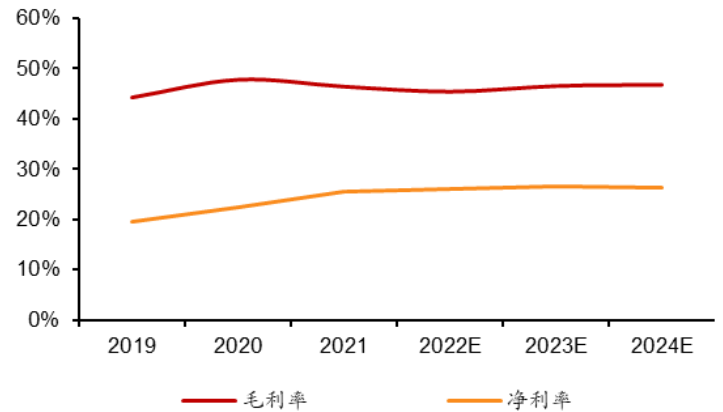
综上，预计FY22E总收入将同比增长29%，FY22E毛利率将收缩至45%，而2020年和2021年分别为48%和46%（主要由于政府代建省外扩张部分省份未达到盈利平衡点），FY22E净利润率将稳定在25%，2020年为24%，2021年为25%。

图 35: 合约面积预测



资料来源:公司数据,招银国际环球市场研究预测

图 36: 利润率预测



资料来源:公司数据,招银国际环球市场研究

估值

首次覆盖给予买入评级

考虑到绿城管理在行业中的领先地位，同时政府代建方面的发展能够使其直接受益于保障房大周期的到来，同时考虑其高盈利能力和高派息率，我们给予绿城管理买入的评级。物业管理行业与代建行业都具有轻资产的特征但物管公司具有合约面积可以持续贡献收入的特性，所以基于物业公司平均 23 倍的 FY22E P/E 对给予了 20% 的折让得到绿城管理 18 倍 FY22E P/E，目标价 8.09 港元。

图 37: 绿城管理预估滚动市盈率通道 (截止 20220426)



资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场研究预测

财务分析

利润表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	1,813	2,243	2,767	3,242	3,722
商业代建	1,312	1,478	1,723	2,002	2,286
政府代建	310	572	831	1,003	1,171
其他服务	191	194	213	237	265
成本	(947)	(1,203)	(1,511)	(1,734)	(1,982)
毛利	866	1,041	1,255	1,507	1,740
营销费用	(48)	(93)	(55)	(65)	(74)
管理费用	(331)	(378)	(439)	(510)	(582)
上市费用	(34)	-	-	-	-
其他损益	(31)	(10)	-	-	-
经营利润	422	560	762	933	1,084
财务费用 (净)	47	110	96	101	107
税前利润	525	722	910	1,085	1,243
所得税	(117)	(152)	(191)	(228)	(261)
减: 非控制股东	5	-	-	-	-
净利润	412	571	719	857	982

现金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
息税前收益	412	571	719	857	982
折旧和摊销	24	24	24	24	24
运营资金变动	503	(404)	52	(9)	12
其它	(81)	(82)	(191)	(228)	(261)
经营活动所得现金流	903	108	698	771	910
资本开支	(6)	(32)	(39)	(46)	(56)
其它	(110)	(29)	-	-	-
投资活动所得现金净额	24	(47)	81	84	81
股份发行	(92)	(109)	43	37	26
净借贷	(15)	(392)	(431)	(514)	(589)
其它	(524)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,184	-	-	-	-
现金增加净额	(159)	133	(6)	(6)	(6)
年初现金及现金等价物	486	(258)	(437)	(520)	(595)
汇兑	1,258	(259)	303	288	341
年末现金及现金等价物	(39)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,139	2,397	2,138	2,441	2,729

资产负债表

YE Dec 31 (Rmbmn)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
流动资产	3,321	3,701	4,348	4,948	5,604
现金及现金等价物	2,397	2,138	2,441	2,729	3,070
应收账款	388	749	924	1,082	1,242
合同资产	317	482	595	697	800
应收关联方款项	203	240	296	347	398
其他流动资产	16	92	92	92	92
非流动资产	1,427	1,543	1,564	1,587	1,619
固定资产	98	102	120	140	167
使用权资产	18	17	19	23	27
投资物业	53	47	47	47	47
商誉	769	769	769	769	769
合资及联营公司投资	161	244	244	244	244
长期应收款	210	238	238	238	238
其它流动资产	117	126	126	126	126
总资产	4,748	5,244	5,912	6,534	7,222
流动负债	1,619	1,844	2,239	2,541	2,868
应付账款	819	943	1,185	1,360	1,554
应付关联方款项	199	246	309	355	405
合同负债	396	385	475	556	639
其他	205	270	270	270	270
非流动负债	26	29	29	29	29
递延所得税负债	17	19	19	19	19
租赁负债	9	10	10	10	10
总负债	1,645	1,872	2,267	2,570	2,897
股东权益	3,075	3,341	3,614	3,934	4,295
股本	16	16	16	16	16
储备	3,059	3,325	3,598	3,918	4,279
少数股东权益	27	30	30	30	30
总权益	3,102	3,372	3,645	3,965	4,326

主要比率

YE Dec 31	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
销售组合 (%)					
商业代建	72.4	65.9	62.3	61.8	61.4
政府代建	17.1	25.5	30.0	30.9	31.5
其他服务	10.5	8.6	7.7	7.3	7.1
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长率 (%)					
收入	-9.1%	23.7%	23.3%	17.2%	14.8%
毛利	-1.8%	20.2%	20.6%	20.1%	15.4%
经营利润	-22.5%	32.8%	36.0%	22.5%	16.2%
淨利	35.3%	28.7%	27.2%	19.2%	14.6%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	47.8	46.4	45.4	46.5	46.8
淨利润率	24.2	25.2	26.0	26.5	26.4
有效税率	22.4	21.0	21.0	21.0	21.0
资产负债比率					
现金/总资产 (%)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
流动比率 (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
应收款周转天数	78	122	122	122	122
应付款周转天数	315	286	286	286	286
有息负债/总资产	0.02	0.00	0.00	0.00	-
回报率 (%)					
资本回报率	14.3	16.9	19.9	21.8	22.9
资产回报率	9.3	10.8	12.2	13.1	13.6
每股数据 (人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.26	0.29	0.37	0.45	0.51
每股股息 (人民币)	0.17	0.20	0.22	0.27	0.31
每股账面价值 (人民币)	1.83	1.74	1.88	2.05	2.23

资料来源:公司数据,招银国际环球市场研究预测

中原建业 (9982 HK)

行业榜眼，未来增长堪忧

我们首次覆盖中原建业给予持有评级，目标价 1.36 港元，对应 4.5 倍 FY22E P/E。公司在行业中的市场份额排名第二，但由于公司业务商业代建占比较高，可能在房地产下行周期中受到影响更大，业务高度集中在河南省，对风险分散不友好，且公司对母公司生态的有一定依赖，2022 年一季度的经营数据看出公司业务拓展乏力，我们给公司估值给予了相应折扣。

- 核心业务增长承压。** 中原建业，按新签约面积市场份额计算，为代建行业第二大公司，2020 年占比 10.6%。公司业务以河南省的商业代建为主，主要服务中小开发商，公司商业代建业务占总合约面积的 97% (FY21)，在政府代建和资本代建方面获得初步的进展，21 财年报告新签约政府代建项目 6 个，资本代建项目 1 个。然而 3M22 经营数据显示公司新签约面积 5 个，按照 21 年全年签约 87 个的节奏计算，一季度理应签约 20 个项目以上；3M22 所签约项目约 32 万方，仅占 FY21 全年新签约面积的 3%，同时考虑房地产下行周期中中小开发商市场份额有进一步缩小的趋势，我们认为公司未来的增长承受着巨大压力。
- 全国化布局初有成效，未来省外扩张仍有待观察。** 截止 21 年末，中原建业 93% 的收入来自河南省内。业务集中度高可以最大限度地发挥资源协同效应和成本节约效应，但不利于分散风险。公司全国化布局取得进展，21 年省外新签约 11 个，面积 130 万方，大于 2020 年拥有的存量省外面积。而公司表示将稳步扩张，深耕 7 个已经进入的省份，以保持项目密度、维持高利润率，因此我们认为省外扩张进展还有待观察。
- 高现金流，高盈利能力较为亮眼。** 公司自 2018 年以来的净利润率维持在 60% 左右，主要得益于 1) 业务集中度高带来的成本节约效应，2) 项目层面公司的劳动力成本计入委托方的账目；3) 公司所有项目保持自营，没有合作伙伴，不需要分摊服务费给第三方。同时，公司具有高现金流，零负债的特点。
- 估值/主要风险。** 我们 1.36 港元的目标价是基于 4.5 倍 FY22E P/E。鉴于公司对业务较为单一的布局在商业搭建，且对母公司生态的有一定程度依赖，同时业务高度集中自单一地区等的负面影响，我们给予持有评级。**风险：** 1) 房地产市场表现疲弱。2) 河南省经济疲软或突发事件，如疫情反弹等。3) 全国化扩张不及预期。4) 政府代建和资本代建业务发展低于预期。5) 母公司及相关公司对品牌价值的损害。

财务信息

(截至 12 月 31 日)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入(百万元人民币)	1,152	1,301	1,370	1,299	1,184
同比增长 (%)	12.0	13.0	5.2	-5.1	-8.8
净收入(百万元人民币)	681	770	796	734	643
每股盈利(元人民币)	0.23	0.24	0.25	0.23	0.20
每股盈利变动 (%)	N.A.	6.2	3.3	-7.7	-12.4
市场预测每股盈利(元人民币)	N.A.	N.A.	0.33	0.36	0.43
市盈率(倍)	4.5	4.3	4.1	4.5	5.1
市帐率(倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
股息率 (%)	N.A.	14.8	14.5	13.4	11.7
权益收益率 (%)	77.7	46.3	40.2	42.0	32.2

资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场研究预测

持有(首次覆盖)

目标价	HK\$1.36
潜在升幅	+11.5%
当前股价	HK\$1.22

中国代建行业

张苗

(852) 3761 8910
zhangmiao@cmbi.com.hk

曾展

(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

肖潇

(852) 3761 8952
xiaoxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	4,014
3月平均流通量(百万港元)	2.18
52周内股价高/低(港元)	2.95/0.80
总股本(百万)	3,290

资料来源：彭博

股东结构

胡葆森	62.79%
Vanguard Group Inc	0.90%
Dimensional Fund Advisor LP	0.66%

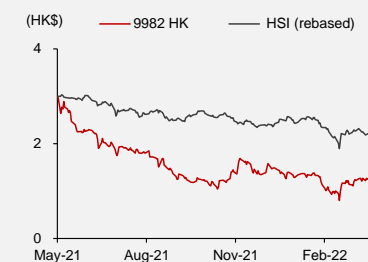
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.0%	8.8%
3-月	-12.1%	6.1%
6-月	-1.6%	23.8%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：毕马威

财务预测

预计新签约面积将大幅下滑

我们做出了一系列假设来估计中原建业的未来增长。

- 1) 假设完成一个项目需要4年。
- 2) 假设当期财年累计合约面积=年初面积+当期新增签约面积-当期完工面积

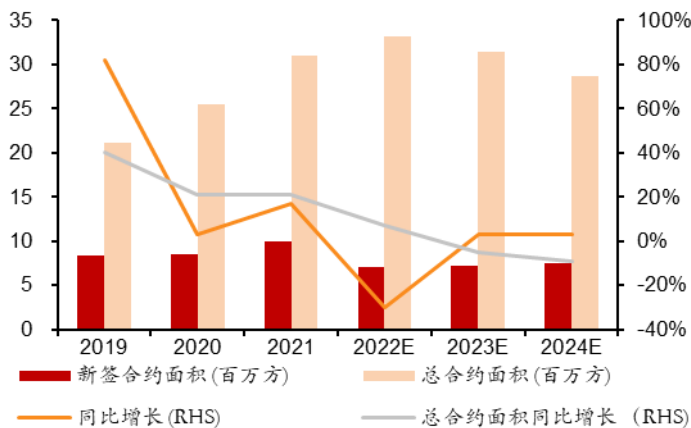
基于上述假设，我们预计中原建业的新签约面积将在 FY22E、FY23E、FY24E 同比增长-30%、3%、3%，达到 700 万平方米、720 万平方米、730 万平方米，因为公司在 3M22 运营数据中报告了新签约项目 32 万方，仅占 2021 全年新签约面积的 3%，如果公司没有特别举措，我们预计未来主营业务将大幅下降，而政府代建、资本代建等新业务仍处于起步阶段难以弥补主营业务的减少。

我们预计公司在 FY22E、FY23E 和 FY24E 项目销售均价将稳定在人民币 6.4 万元/平。大幅低于 2021 均价增速主要由于我们预期房地产市场情绪继续低迷。

从 FY22E 到 FY24E，服务费率将保持稳定在 3.0% 左右。

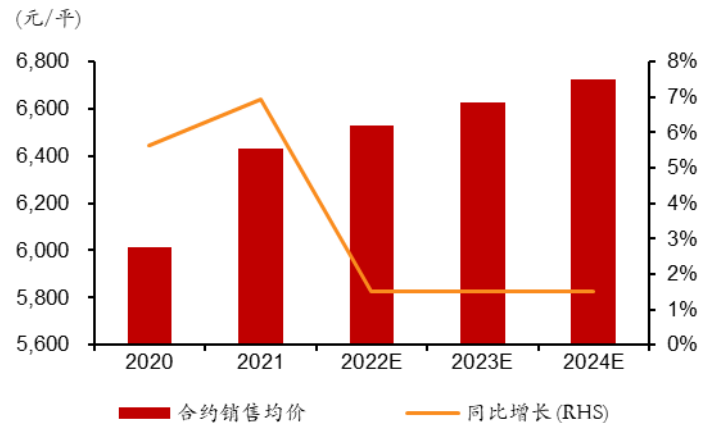
综上，预估中原建业的总收入在 FY22E、FY23E 和 FY24E 分别同比增长 7%、-5% 和 -9%。预计未来几年的净利润率将保持在 54-59% 的范围内。

图 38: 合约面积预测



资料来源:公司数据,招银国际环球市场研究预测

图 39: 合约销售均价预测



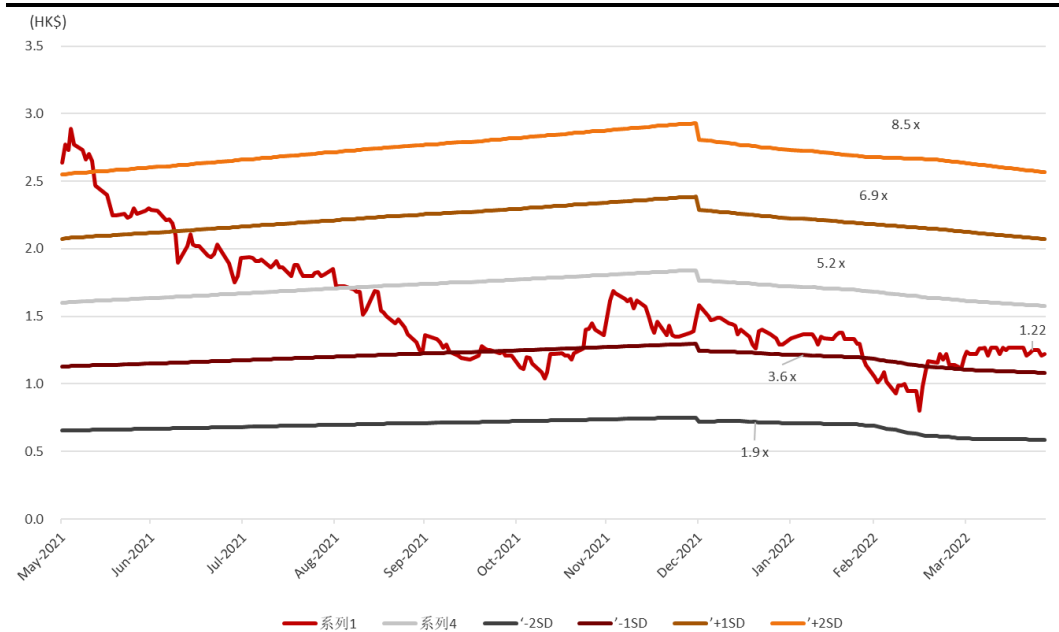
资料来源:公司数据,招银国际环球市场研究预测

估值

首次覆盖给予持有评级

我们考虑了积极因素，包括公司高盈利能力、高现金流和高派息率的特点，和负面因素包括业务结构单一布局在商业代建、一定程度依赖母公司构建的生态、业务高度集中在单一地区风险难以分散，以及作为母公司债务违约可能导致的品牌受损的风险，我们给予中原建业持有评级，目标价 1.36 港元，对应 4.5 倍 FY22E P/E。

图 40: 中原建业预估滚动市盈率通道 (截至 20220426)



资料来源:公司数据,招银国际环球市场研究预测

财务分析

利润表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
收入	1,152	1,301	1,370	1,299	1,184
住宅	1,137	1,275	1,342	1,260	1,149
商业	15	26	27	39	36
成本	(168)	(197)	(212)	(208)	(201)
毛利	984	1,105	1,157	1,091	983
其他收入	6	35	9	10	11
銷售費用	(39)	(72)	(87)	(99)	(107)
折舊和攤銷	(13)	(18)	(21)	(23)	(25)
上市費用	(10)	(20)	-	-	-
預期信用損失-貿易及其他應	(14)	(15)	(10)	(11)	(12)
經營利潤	914	1,014	1,048	968	850
財務成本	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
稅前利潤	912	1,01	1,04	966	846
所得稅	(231)	(243)	(251)	(231)	(203)
稅後利潤	681	770	796	734	643
非控制股東	-	-	-	-	-
淨利潤	681	770	796	734	643

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E
息稅前收益	912	1,013	1,046	966	846
折舊和攤銷	13	(15)	(18)	(20)	(22)
營運資金變動	(93)	319	(612)	13	58
稅務開支	(217)	(263)	(269)	(251)	(223)
經營活動所得現金淨額	615	1,054	147	707	659
購置固定資產	(3)	(4)	38	(20)	40
預付關聯公司款項	(775)	-	-	-	-
其他	405	22	6	5	5
投資活動所得現金淨額	(374)	17	44	(15)	46
股息	(200)	(486)	(477)	(441)	(386)
預收關聯公司款項	-	-	-	-	-
股東投入	4	-	-	-	-
其他	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
融資活動所得現金淨額	(202)	(492)	(483)	(446)	(392)
現金增加淨額	39	579	(292)	247	313
年初現金及現金等價物	345	385	964	672	919
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	385	964	672	919	1,232

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
非流動資產	35	51	89	69	109
物業、廠房及設備	24	20	58	38	78
其他	11	30	31	31	31
流動資產	1,640	2,844	2,074	2,302	2,526
合同資產	238	301	320	370	370
應收貿易款項	1,017	568	1,082	1,014	924
現金及現金等價物	385	1,976	672	919	1,232
總資產	1,675	2,895	2,163	2,371	2,635
流動負債	663	574	517	513	481
應付貿易賬款	114	128	127	125	121
其他	549	446	390	388	360
非流動負債	5	2	5	5	5
租賃負債	5	2	5	5	5
總負債	668	575	522	518	486
股東權益	1,007	2,320	1,641	1,853	2,149
少數股東權益	-	-	-	-	-
總權益	1,007	2,320	1,641	1,853	2,149

主要比率

年結:12月31日	FY20A	FY21A	FY22E	FY23E	FY24E
銷售組合(%)					
住宅	98.7	98.0	98.0	97.0	97.0
商业	1.3	2.0	2.0	3.0	3.0
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率(%)					
毛利率	85.4	84.9	84.5	84.0	83.0
淨利潤率	59.2	59.2	58.1	56.5	54.3
有效稅率	25.3	24.0	24.0	24.0	24.0
增長率(%)					
收入	12.0	13.0	5.2	-5.1	-8.8
毛利	9.9	12.3	4.8	-5.7	-9.9
經營利潤	6.4	11.0	3.4	-7.6	-12.2
淨利	6.3	13.0	3.3	-7.7	-12.4
資產負債比率					
流動比率(x)	2.5	5.0	4.0	4.5	5.3
平均應收賬款周轉天數	322	159	288	285	285
回報率(%)					
資本回報率	77.7	46.3	40.2	42.0	32.2
資產回報率	40.7	26.6	36.8	31.0	24.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.23	0.24	0.25	0.23	0.20
每股股息(人民幣)	0.00	0.15	0.15	0.14	0.12
每股賬面值(人民幣)	0.32	0.73	0.52	0.59	0.68

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场研究预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律或赔偿责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。