

宏观专题

复苏中的投资机会（二）：代建行业的逆周期机会

2022年09月29日

【策略观点】

- ◆ **城投“托底”楼市模式催生代建需求。**2021年集中供地以来，拿地格局由以民企为主向以地方国企为主演变，尤其是城投平台在流拍率高的时期加大拿地，起到了“托底”土地市场的作用。但部分城投平台项目开发能力、运营能力不及规模房企，拿地开工率总体偏低，同时，地方政府债务监管趋严，城投平台融资端受限，对项目尽快取得收益的诉求提高。在此背景下，由城投平台和国企作为委托方，由民营房企作为代建方的模式，或为缓解当前土地资源错配矛盾，从而减轻房地产投资下行压力的有效手段。
- ◆ **代建成为房地产业新赛道。**代建具备“轻资产”特征，在房地产下行周期优势明显，净利润率明显高于传统房企和物业公司。当前超过40家规模房企入局代建行业，其中既包括万科、保利、中海、绿城、金地等大型房企，也有中小型房企。
- ◆ **海外经验表明，专业化分工、平台化运作或为房地产业发展趋势。**其中，美国金融化特征明显，资本代建模式成熟；日本自建房需求旺盛，私人代建业务高速发展；新加坡代建主要围绕新加坡政府“居者有其屋”的保障房建设。考虑到我国土地资源错配、大量住宅用地集中于政府部门的现状，新加坡基于政府采购的代建模式对我国的借鉴意义较强。
- ◆ **我们预计“保交楼”要求和住房保障体系发展，代建行业有望迎来爆发期，“十四五”期间代建业务存在千亿市场。**我国代建面积近三年平均增速17.2%，远高于整个房地产行业发展速度；代建渗透率远低于欧美发达经济体，发展空间充足。短期在“保交楼”要求下，规模房企收缩将推动商品房代建发展，同时，保障性租赁住房建设提速，非商品房代建有望稳步扩张。

【风险提示】

- ◆ 美联储加息提速导致国内货币政策边际收紧
- ◆ 海外经济衰退风险、海外资本市场波动向国内传导等



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

相关研究

《从十倍股和渗透率角度，复盘19-21新能源牛市和13-15互联网牛市异同》

2022.09.19

《复苏中的投资机会（一）：基建独木难成林，关注地产增量政策》

2022.08.25

《大国重器专题：无人机产业打造国防军工新一极》

2022.08.25

正文目录

1. 城投“托底”楼市模式催生代建需求.....	3
1.1. 地方城投大举进行土储，托底土地市场.....	3
1.2. 城投平台房地产建设进程偏慢，债务压力加大.....	4
1.2.1. 城投平台拿地开工率偏低.....	4
1.2.2. 城投平台融资端压力加大，对项目尽快取得收益的诉求提高.....	5
1.3. 代建或为解决土地错配，实现“保交楼”与“稳增长”抓手.....	5
1.3.1. 房地产下行压力暂未缓解，实现“保交楼”非坦途.....	5
1.3.2. 代建成为房企新赛道.....	7
2. 海外代建模式经验.....	9
2.1. 美国：金融化特征明显，资本代建模式成熟.....	10
2.2. 日本：自建房需求旺盛，私人代建业务高速发展.....	10
2.3. 新加坡：基于政府采购的代建模式.....	11
3. 代建有望迎来爆发期，助力“保交楼”.....	12
3.1. “十四五”期间代建业务存在千亿市场，或为房企新增长点.....	12
3.2. “保交楼”要求和住房保障体系发展，代建行业有望迎来爆发期.....	14

图表目录

图表 1：土地溢价率处于低位，流拍率上升.....	3
图表 2：地方国企成为拿地主力.....	4
图表 3：城投平台拿地金额、面积、幅数占比.....	4
图表 4：城投公司拿地开工率偏低.....	4
图表 5：城投公司债务压力加大.....	5
图表 6：房屋竣工面积增速大幅回升.....	6
图表 7：三大领先指标预示房地产投资增速仍有一定下行压力.....	6
图表 8：上市房企业绩承压.....	7
图表 9：按委托人性质的三种代建模式.....	7
图表 10：城投平台与民营房企合作的代建模式主要流程.....	8
图表 11：代建轻资产模式，净利率显著高于传统房企.....	9
图表 12：铁狮门“小股操盘”运作模式.....	10
图表 13：汉斯地产代建运作模式.....	10
图表 14：日本住宅以“一户建”为主.....	11
图表 15：2021 年积水住宅主营业务构成.....	11
图表 16：积水住宅定制业务模式.....	11
图表 17：积水住宅租赁住宅运营模式.....	11
图表 18：新加坡超 8 成人口居住在公共住房.....	12
图表 19：新加坡政府采购的代建模式.....	12
图表 20：国内代建市场空间测算.....	13
图表 21：2025 年代建市场规模有望达到 1000 亿元，较 2021 年翻一番.....	14
图表 22：规模房企收缩，纾困基金进场.....	14
图表 23：保障性租赁住房建设提速.....	15

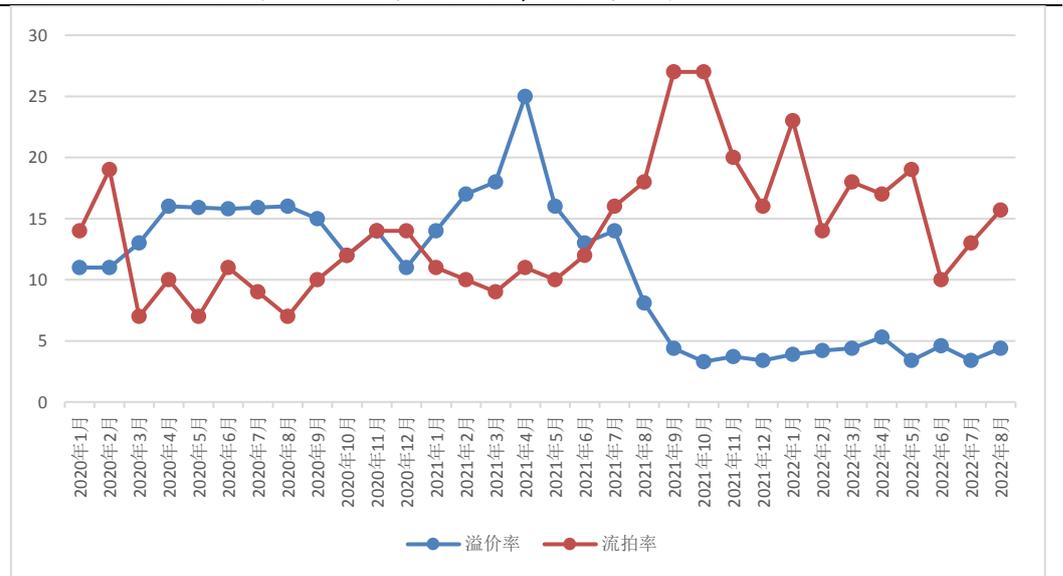
维护房地产“三稳”是四季度实现“保持经济运行在合理区间”的关键，其主要抓手在于“保交楼、稳民生”，进而改善房地产预期。但在房地产市场整体预期尚未扭转的背景下，各类民营房企拿地积极性受挫，城投国企大量托底拿地，但开发建设能力不足，由此造成土地错配。发展代建一方面能够缓解当前土地资源错配矛盾，另一方面有利于房企摆脱财务困境，或为减轻房地产投资下行压力的有效手段。

1. 城投“托底”楼市模式催生代建需求

1.1. 地方城投大举进行土储，托底土地市场

房地产预期缓慢改善，土地市场有待回暖。2021年集中供地以来，在第一批次市场火热的阶段，规模房企积极拿地；而随后，房地产升值预期减弱，房企持观望态度较为强烈，拿地进程也随之放缓，平均溢价率从2021年上半年以前15%左右的水平回落，在2021年3季度以后保持在4%左右的水平，处于历史低位，意味着房企拿地仍偏谨慎，土地市场热度有待提升。从土地流拍率的角度来看，2021年8月、9月重点城市第二、三轮集中供地时期，平均流拍率到达27%的高位，进入2022年后有所好转，但一部分是由于拍卖土地减量增质，土地市场恢复和房地产预期扭转仍需时日。

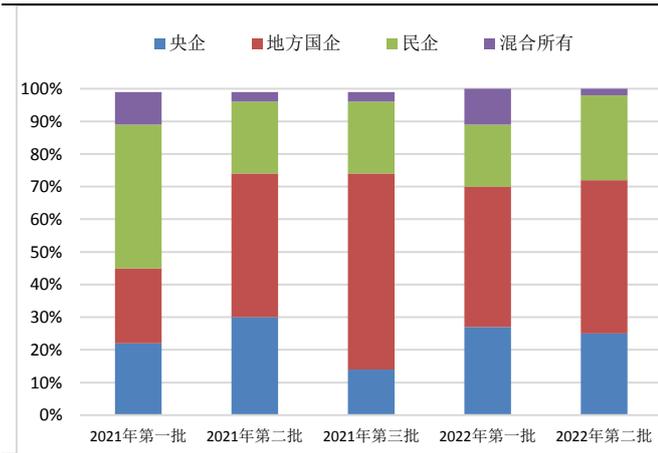
图表 1：重点监测城市土地溢价率处于低位，流拍率上升



资料来源：克而瑞，东方财富证券研究所，数据截至2022年8月

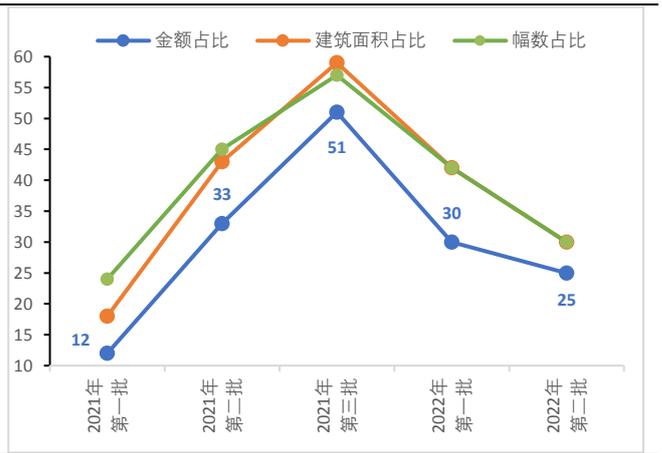
拿地向地方国企集中，城投平台“托底”土地市场。对应土拍市场热度降低，土地市场格局快速演变。一是央企拿地保持平稳，历次集中供地央企拿地占比在20%左右。二是民营房企的拿地比例持续下降，从2021年第一批次土地拍卖的44%回落至第三批次的22%；尽管2022年以来有所回暖，也仅位于平均26%的较低水平。三是地方国企（主要为城投平台公司）“托底”土地市场，拿地比例大幅提高，为缓解土地市场下行压力，城投平台在流拍率高的时期加大拿地占比，起到了“托底”土地市场的作用；且对应批次的低溢价率也指向城投托底特征明显。根据CRIC数据，截止到2022年7月，地方城投类公司已获取了40%的地块。集中供地以来，城投类公司在22城总拿地金额近9000亿元，占总金额的28%，拿地幅数超过1000幅，占总幅数的38%。

图表 2：地方国企成为拿地主力



资料来源：中指研究院，东方财富证券研究所

图表 3：城投平台拿地金额、面积、幅数占比



资料来源：CRIC，东方财富证券研究所

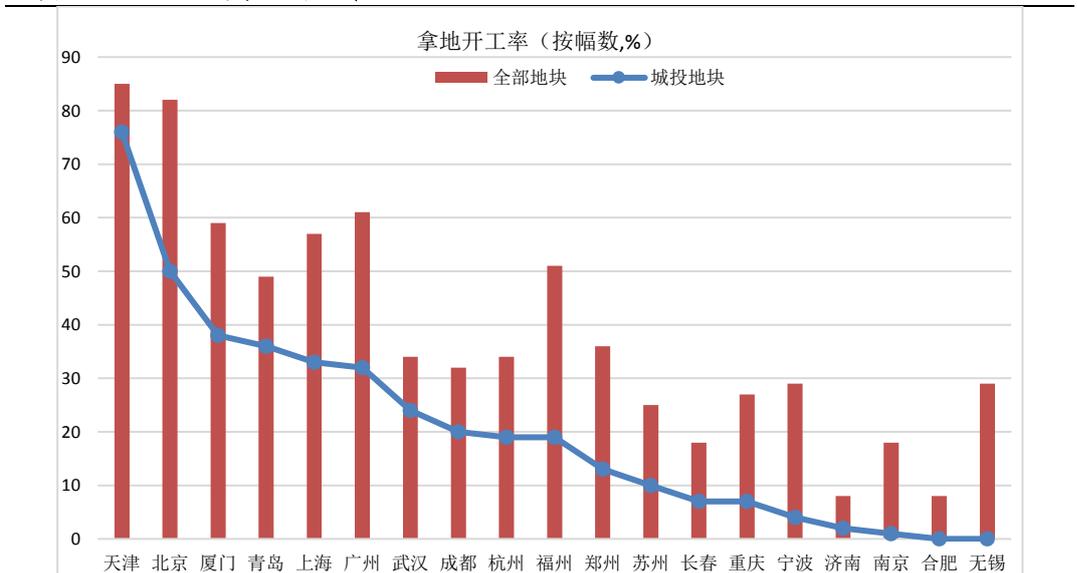
1.2. 城投平台房地产建设进程偏慢，债务压力加大

1.2.1. 城投平台拿地开工率偏低

多数城投平台“托底”拿地后，其项目开发能力、运营能力不及规模房企，实现快速去化的难度较大。并且由于此前城投类公司出手拿地的主要为了稳地市、防流拍，因此竞得地块普遍为非热门、非核心地块。根据 CRIC 数据，城投公司在核心城市拿地中郊区地块面积占比为 61%，较规模化国央企以及品牌房企、民企等高出 4 个百分点。在房地产预期不确定性较大的背景下，这些地块上地产销售前景不确定性大，开发意愿不足。

在“托底”拿地后，城投平台选择将土地进行土储的现象较为突出。根据 CRIC 统计，2021 年至 2022 年 22 个重点城市集中供地项目中，城投平台开工率只有 16%，远低于 33% 的平均开工率水平。分城市看，城投平台开工情况分化明显，其中天津、北京等地开工率超过 50%；宁波、济南、南京、合肥、无锡等地开工率低于 5%。

图表 4：城投公司拿地开工率偏低

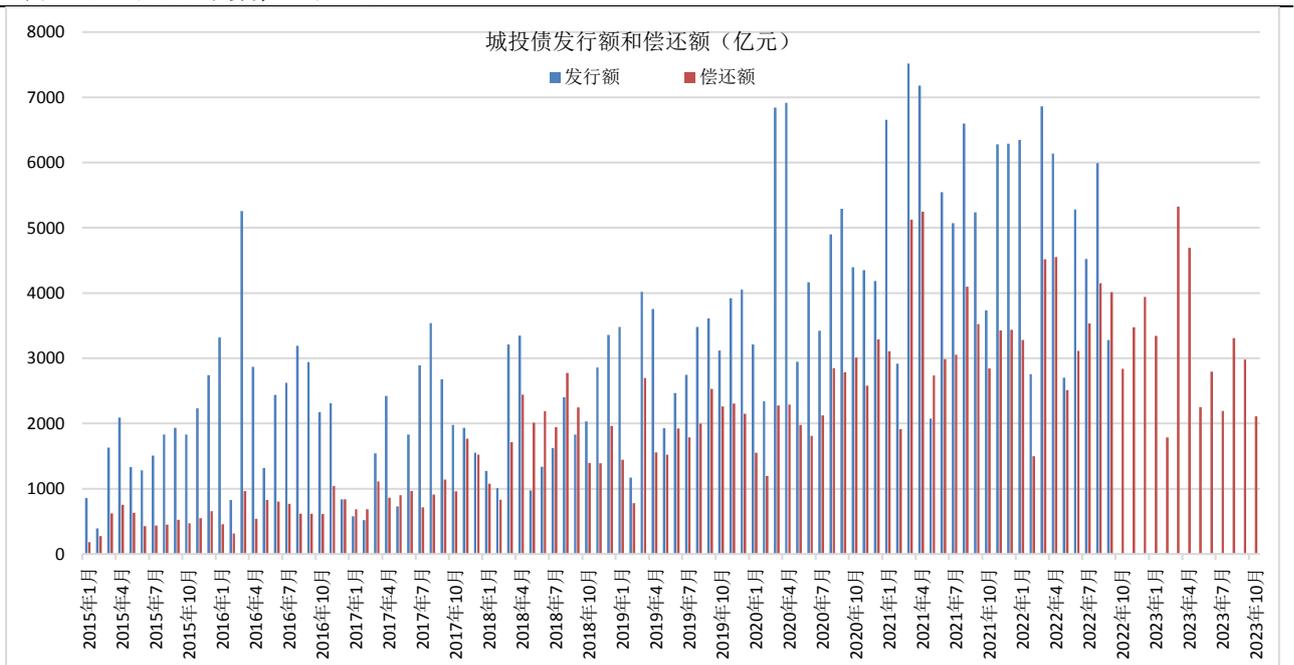


资料来源：CRIC，东方财富证券研究所

1.2.2. 城投平台融资端压力加大，对项目尽快取得收益的诉求提高

地方政府隐性债务监管趋严，城投债偿还压力加大，盈利迫切度提升。城投平台土储时间被动拉长，影响现金回流，偿债风险加大。且近年来，在防范化解地方政府隐性债务风险和坚决遏制新增地方政府隐性债务要求下，城投债面临严格监管，发行明显放缓，2022年1-8月城投债发行额4.06万亿元，同比减少6.8%；同时2022年城投债待偿还金额为3.98万亿元，同比增长6.0%，城投公司债务压力加大。近期城投公司大举拿地，亟待取得现金回流，缓解债务压力。

图表 5：城投公司债务压力加大



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

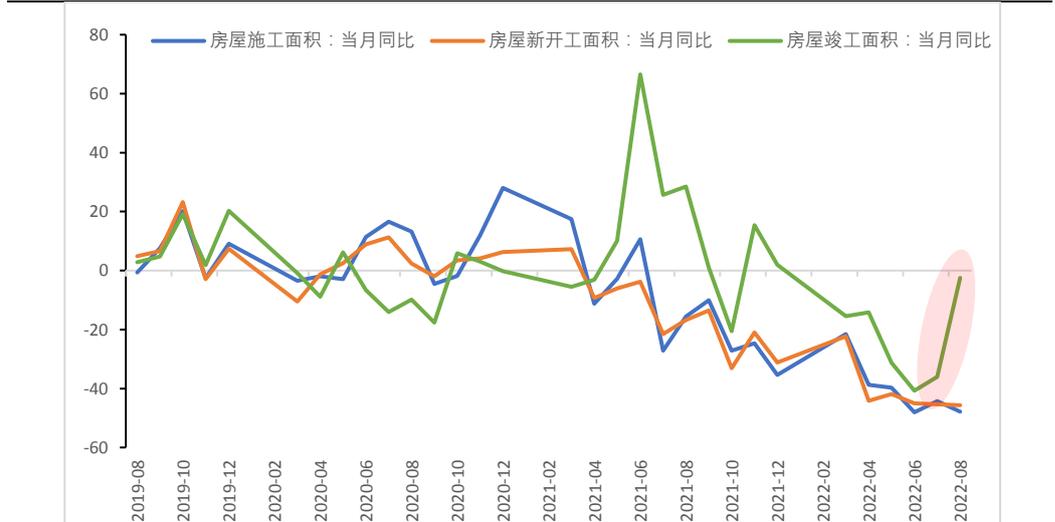
平台类公司投资逐步回归经营本质，“托底”功能趋于弱化。据 CRIC 统计，在 2021 年第三批集中供地中，城投公司底价拿地金额为 2760 亿元，而溢价拿地的金额仅有 325 亿元，占比分别为 89%和 11%；而到了 2022 年第二批集中供地，底价拿地比例下降至 40%。表明城投公司作为企业，对盈利的诉求提高，而非单纯“托底”。

1.3. 代建或为解决土地错配，实现“保交楼”与“稳增长”抓手

1.3.1. 房地产下行压力暂未缓解，实现“保交楼”非坦途

房地产政策或将聚焦“保交楼”，房屋竣工提速。近期国常会多次强调“支持刚性和改善性住房需求，地方要‘一城一策’用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款”，对房企的信贷支持力度或将加大，加快房地产工程竣工。如 8 月份房屋竣工面积同比降低 2.5%，降幅较 7 月份大幅收窄 33.5 个百分点。

图表 6：房屋竣工面积增速大幅回升

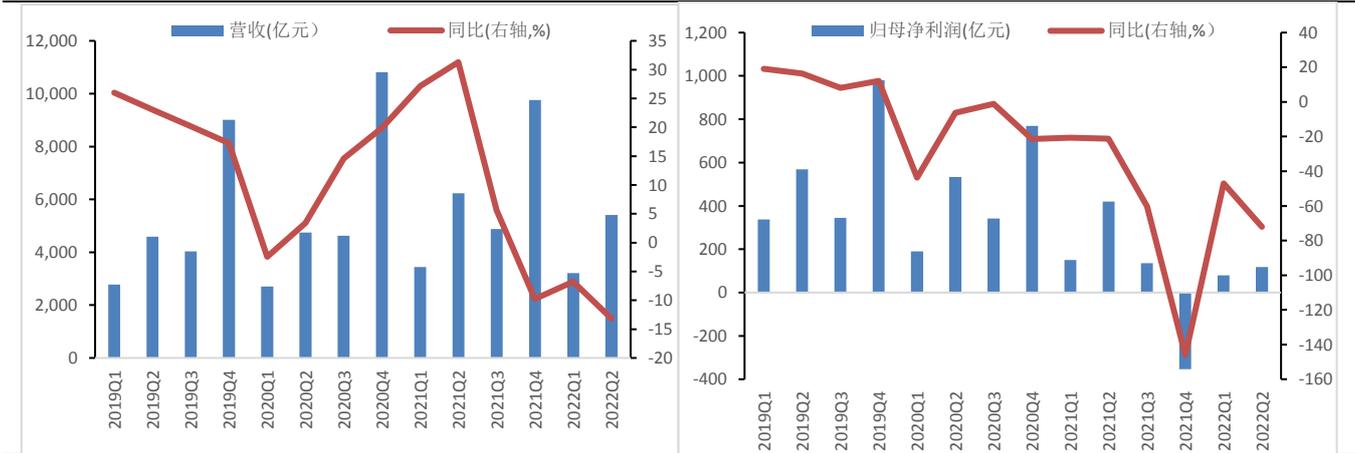


当前房地产下行压力依旧，对“保交楼”支撑减弱。保持房地产市场平稳健康发展是实现“保交楼”的重要支撑，为此，房地产政策持续发力，如 8 月份 5 年期 LPR 利率下调 15 个 BP，多地房贷利率随之下调，但房地产预期并未明显改善。1-8 月房地产投资完成额同比降幅较前值扩大 1 个百分点至 7.4%，单月降幅扩大 1.5 个百分点至 13.8%，房地产市场仍处于“探底”阶段。且往后看，商品房销售面积、土地溢价率、房地产开发到位资金是房地产开发投资完成额的领先指标，目前上述三个指标均处于低位，尽管边际有所改善，但传导至房地产投资需要 3-9 个月，预示着房地产投资拐点未至，短期仍趋于下行。受房地产市场景气度下降影响，房企业绩承压，如 2022 年二季度，国内上市房企营业总收入 5410 亿元，同比减少 13.2%；归母净利润 117 亿元，同比减少 72.1%。房企作为“保交楼”的责任主体，其财务状况转差将制约其开发建设，加上近期拿地减少，后续业绩缺乏支撑，实现“保交楼”可能还需政策加力扶持。

图表 7：三大领先指标预示房地产投资增速仍有一定下行压力



图表 8：上市房企业绩承压



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.3.2. 代建成为房企新赛道

民营房企收缩拿地，央企、国企、城投公司成为拿地主体，叠加房企资金压力较大，代建模式迎来新的机遇。在积极实施“保交楼”的措施过程中，地方政府需要一些专业的地产公司来保出险企业或者出险项目的交楼，以代管代建代销模式积极承接政府的保交楼任务。在房企出险事件不断增加的背景下，代建企业能满足纾困项目债务重组、树立品牌形象、调整供应链的需求。于是在土地成本高企、城投国企加大力度拿地的形势下，房企代建业务快速发展。

代建是指由拥有土地的委托方发起诉求，由拥有项目开发建设经验的专业代建方承接，双方通过平等协商建立合作关系，最终实现共同盈利的一种合作开发模式。就代建业务而言，目前已有不同企业利用自身的资源走出了三种不同的路线，可根据委托人性质的划分为政府代建、商业代建、资方代建，分别对应政府、中小型房企、和金融机构。政府代建是由与政府合作密切的大型央企，依靠其国企央企性质，承担政府保障房工程项目；商业代建是由产品领先、品牌影响力强的大规模房企承担对土地开发服务，能够有效提高委托方的盈利能力；区域房企龙头承担金融投资机构的房地产项目开发任务为资方代建，能扩大资本收益。

图表 9：按委托人性质的三种代建模式

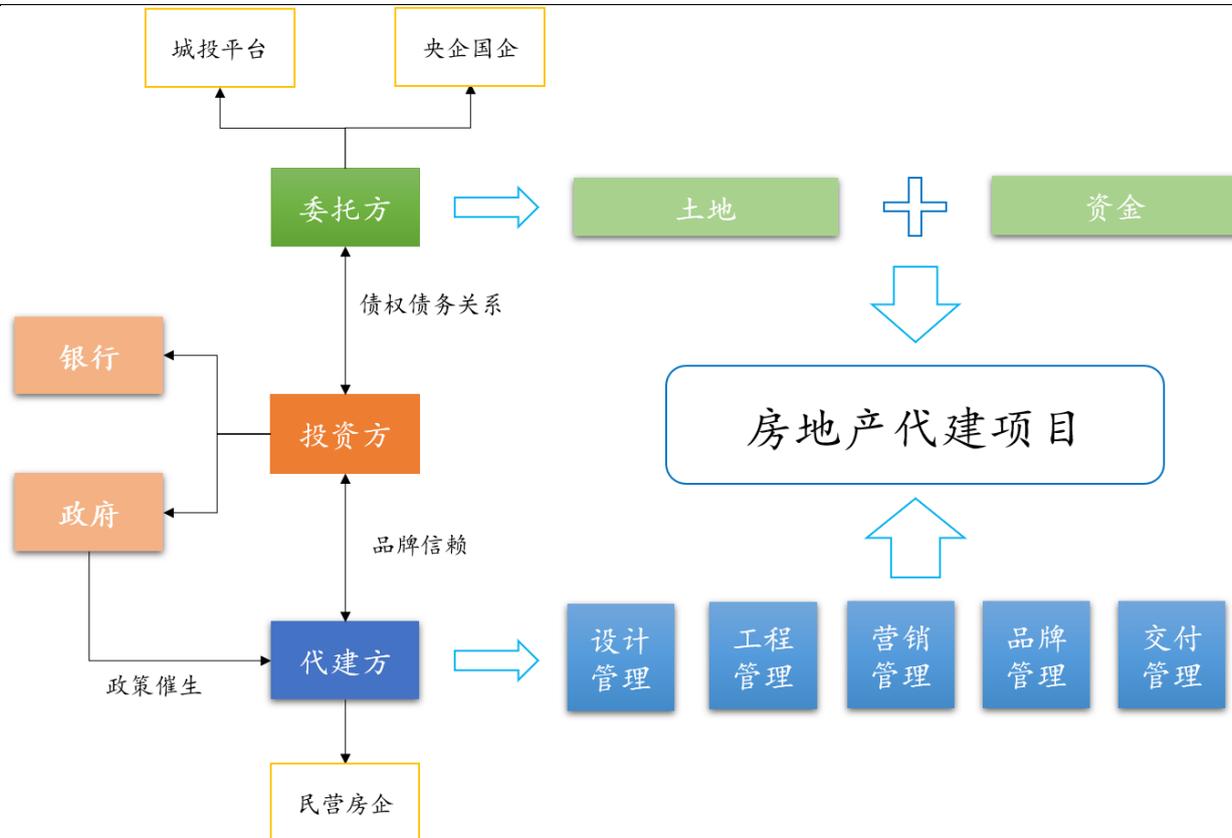
代建类型	委托方	业态	价值
政府代建	地方政府及事业单位	保障性住房及公共服务设施等政府投资项目开发	减少政策推行阻力、提高社会效益
商业代建	中小型民营房企	向项目输出品牌，为住宅物业开发	获取品牌溢价、抵御市场风险
资方代建	金融投资机构	房企承担金融机构的房地产开发任务	扩大资本收益

资料来源: 《中国房地产代建行业发展蓝皮书》，东方财富证券研究所

由城投平台和国企作为委托方，由民营房企作为代建方的模式，或为缓解当前土地资源错配矛盾，从而减轻房地产投资下行压力的有效手段。政府或城投平台通过招标的方式，选择专业化的民营房企作为项目管理单位，负责项目的投资管理和建设组织实施工作，通过民营房企与地方城投联动，由民营房企承建地方城投项目，一是缓解近期土拍“躺平”的民营房企财务压力，有助于房企经营回归正轨，实现“保交楼”；二是保持房地产在建项目稳定，

缓解房地产投资下行态势；三是消化城投平台土储，加快其现金回流，化解地方政府债务压力。

图表 10：城投平台与民营房企合作的代建模式主要流程



资料来源：东方财富证券研究所

轻资产、逆周期为房地产代建模式主要优势，利润水平显著高于传统房地产开发。一是代建不需要进行土地收购，属于“低投入、低风险”的开发模式。区别于传统房企，代建收益主要来自提供代建服务收取的服务费，不在于土地增值和物业销售，因此代建主要受项目拥有人提供的服务所驱动，而非受投资所驱动，不涉及巨量资金投入。二是代建业务更少受到房地产市场周期的影响。从风险角度而言，代建行业与开发行业属于同一周期，但周期属性相对较弱，在市场下行时，房企能够利用代建公司的品牌与服务抵御周期性风险；在业务获取端，代建行业呈现逆周期，主要考虑在土地开发下行期，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46593



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn