

“中国代建第一股”裂变记：

地产代建规模将达万亿元量级 绿城管理第二增长曲线靠“流量变现”？

■本报记者 王丽新

资本市场果然喜欢“轻资产”，“代建一哥”绿城管理控股如约登陆港交所，并以上市首日股价涨幅超过30%的战绩，以及“中国代建第一股”的地位写进中国房地产发展历史。一时之间，代建俨然成为地产“白银时代”的“金牛”业务。

“代建”作为房地产行业近期的网红词，资本市场对其是陌生的。在绿城管理控股(以下简称绿城管理)的上市闯关过程中，有投资者还曾追问，后期是否会将业务触角延伸至物业管理。

“不排除将来有这个可能性，但现阶段还是要聚焦‘代建’主业，加大流量规模。”绿城管理CEO李军向《证券日报》记者表示，利润是和流量相伴的，在未来的竞争格局中，绿城管理要围绕客户需求，深化资本代建、管理咨询、资产管理等创新型业务，加快“流量变现”，逐步构建一个平台化、自循环的业务生态。

未来市场渗透率有望超过20%

应该说，从第一个商品房项目入市发展到现在年15万亿元的销售规模，鲜有哪个行业如房地产一般有如此大体量，而从房企业务体系内孵化出的带有先天“轻资产”基因的细分行业，且在资本市场形成气候的很少见，如果说物业管理行业算一个，接下来有可能就是代建了。

代建业务，是房地产行业专业化分工的“果实”，指拥有土地、资金的委托方，寻找拥有品牌能力和品质营造能力的代建方，一起进行项目开发和销售，共同盈利。

中国最早的代建业务诞生于27年前厦门的政府代建工程，此后开始有开发商承接政府代建项目，但真正规模化发展是在近10年间。2010年9月份，为了解决2009年叫板万科而产生的人力过剩问题，绿城开启了“轻资产开发服务之路”的代建业务。只不过没想到，短短10年，这一场“不想栽人”的实验，让绿城的代建成长为“中国代建第一股”。

过去10年至今，绿城管理可谓一路稳坐行业头把交椅，但后来者也在追赶。2015年至2019年，代建行业的收入及净利润增长迅速，年复合增长率分别为34.9%及37.8%。从市场份额来看，2019年国内代建行业整体收入为90.6亿元，前五大代建公司市场份额占比为55.3%，前十大代建公司市场份额占比



为75.7%，其中，绿城管理2019年代建业务收入为19.9亿元，市场份额占比排名第一，为22%。

目前来看，“千亿房企”为代建行业主要竞跑者，绿城、建业、金地、滨江、雅居乐等30多家房企正抢食这一“万亿元量级”蛋糕。总体格局为，头部房企因其难以分享全部土地红利而不太感兴趣、中型房企靠砸重金以小股操盘模式急扩规模，中小房企则更可能成为代建企业的委托方。

“从行业大周期发展来看，保守估计每年10万亿元规模(地产开发行业)，按照欧美模式下，代建渗透率可做到20%—30%估算，代建行业销售规模在2万亿元—3万亿元之间。”李军表示，绿城管理作为头部企业，市场份额与其同步比例的话，就是4000亿元—6000亿元的规模，这意味着还有10倍以上的发展空间。

市场尚有发展空间、平滑周期能力强、毛利率高，资本市场给予认可，看似这是一门“好生意”，但却也让投资者有所担忧。

毛利率连续三年超40%下的“焦虑”

从招股书的负债与现金数据可见，截至2019年底，绿城管理净利率为18.6%，远高于地产开发行业目前平均10%的净利率水平。2017年—2019年，绿城管理的杠杆比率分别为1.9%、1.1%和几乎为0；毛利率分别为56.8%、50.2%和44.2%，远高于重资产地产开发业务20%至30%的行业水平。

有意思的是，同为代建行业，各个企

业的盈利情况却是参差不齐。2019年，格力地产的受托开发项目毛利率是17.6%，滨江集团房产项目管理服务的毛利率是19.33%，绿城管理的毛利率是44.2%。

从这一角度看，“中国代建第一股”颇有实力。此外，从颇受投资者看重的ROE指数看，2017年—2019年，其净资产收益率分别为61.4%、50.3%、26.7%。

这一串数字背后，是绿城管理上市首日市盈率16.84倍的内在逻辑，即在2020年至今港股上市房企平均市盈率6.48倍和物管公司平均市盈率30.3倍之间。对投资者来说，颇为纠结的是，在可见的行业天花板下，商业模式是否能升级，盈利渠道是否能拓宽，护城河如何挖深？

对此，有业内人士称，从成长角度来看，地产存量时代的来临给社区服务带来确定性增长空间，在管面积增长之外，第二增长曲线是增值服务，但代建业务盈利模式较为固定，主要以管理费和超额收益为主，目前主要赚取的是中小开发商的利润，而中小房企利润空间本就在不断被压缩，未来利润增长速度持续性存疑。

作为绿城管理CEO，李军是深刻思考过这个问题的。他向《证券日报》记者表示，“绿城管理不是传统的房地产企业，它更像是一家互联网公司，背后的逻辑是打造了一个基于利益相关者文化的平台。未来，我们可能不去赚代建的钱，而是赚流量的钱。”

而据《证券日报》记者观察，从目前绿城管理布局的业务来看，基石业务源自政府代建，市场下行期可保证业务规模和稳定现金流，是“稳压器”；商业代建

是毛利高且扩张较快业务，是目前收入的主要来源；第二增长曲线寄望于“流量变现”的其他服务业务。

第二增长曲线靠“流量变现”？

事实上，绿城管理上市募资的主要用途之一就是开拓新的其他服务业务，即“透过内生式增长，及对沿代建价值链下游的经挑选业务，进行战略收购，拓展公司的业务、发展公司的商业资本代建、开发公司的生态圈，作为一个整合由优质物业开发供应商提供的全面服务的平台经营。”

结合当前的市场格局，有业内人士向《证券日报》记者表示，地产代建行业现阶段可行的“流量变现”主要来自三个渠道。

一是现金流量，按照工程进度节点都会有资金作为预收账款从代建企业手里经过，利润和流量会随之产生；二是金融流量，当应收的代建费达到一定流量后，就可以以供应链金融方式为委托方提供资金支持；三是提升供应链上兄弟单位的业务流量。比如2017年绿城管理收购了一家甲级设计院，当时产值不到2000万元，随着业务规模扩大，2018年就达到了1亿元。

值得一提的是，从某种程度上看，绿城管理是行业标准的制定者，握有代建4.0的绿星标准，咨询服务、知识体系输出都可创造收益。再者，房地产行业有进入“大不良时代”的趋势，在资本代建实践过程中，绿城管理发现了更多不良资产处置的商机。

用两个关键词描述，就是“搭建服务平台”和“流量变现”，似乎这也是代建行业继续走向“专业化”发展的方向之一。不过，搭建服务平台需要巨大的流量，是行业龙头企业才有机会挑战的，这或许就是李军对绿城管理能跑赢竞争者的“自信”。

不过，作为绿城体系内第三家上市平台，短期内扩大规模，增厚利润还是主要目标。正如绿城中国董事局主席张亚东向《证券日报》记者所示，在未来，绿城中国是急先锋的角色，重资产板块在被限价的形势下，毛利率普遍在降低，而绿城管理作为轻资产，毛利率更高，希望未来可以反哺重资产板块。

不管怎样，目前来看，绿城管理IPO后，搭建了信任体系，开始走上裂变之路，或者正如李军所说，“这个公司有无限的可能”。但对于业内来说，其是否能成为代建企业蹚出一条成熟发展路径尚待后市观察。

稀土行业前景广阔 多措并举助推企业发展

——专访中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司董事长赵殿清

■本报见习记者 马宇薇

近年来，稀土行业的发展受到了国内外界的密切关注。以镧、铈、镨、钕等为代表的17种稀土元素，被广泛地应用于先进制造业、现代国防军工、电子信息、航空航天、新型能源等多个领域，在高新技术产业发展和传统产业转型升级中起着十分重要的作用，被形象地誉为“工业维生素”。

近日，中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司(以下简称“北方稀土”)董事长赵殿清在接受《证券日报》记者专访时，分析了稀土的战略价值和稀土产业的市场定位，揭开了稀土的神秘面纱。

赵殿清表示：“稀土由于独特的电子层结构和声、光、电、磁等特性，在石油、化工、冶金、纺织、陶瓷、玻璃、永磁新材料等领域都得到了广泛的应用。在全球稀土下游应用中，磁材占比最高达到25%以上，其次为石油裂化等稀土催化材料占比达到22%、冶金材料(含储氢合金)和抛光材料，占比分别为18%和14%。美国、日本、欧盟等主要发达经济体都将稀土列为战略资源或关键原材料，稀土资源的重要性已经上升到国家战略竞争层面。综合而言，稀土已成为极其重要的战略资源，产业发展空间十分广阔，前景不可限量。”

科技创新 点燃企业高质量发展

目前，北方稀土“万吨级轻稀土碳酸盐连续化生产工艺研究及产业化”替代了传统单级沉淀工艺，实现了万吨级轻稀土碳酸盐沉淀过程连续自动化生产；“钕锆固溶体项目”打破了国外垄断，对我国燃油汽车尾气治理和稀土产业的升级意义重大。

赵殿清介绍，“万吨级轻稀土碳酸盐连续化生产工艺研究及产业化”项目研发团队自主研发了轻稀土碳酸盐连续化沉淀、碳酸氢铵与氨水的混合沉淀剂和自动化控制技术，并通过技术集成成功解决了目前单级、间歇式生产造成的用水量大量、废水产生量大、产品质量波动大、沉淀剂浓度较低且碳酸根离子的利用率低、整个生产过程中自动化水平低等问题，成果达到国际领先水平。

对于该项目，赵殿清表示：“目前，项目生产线运行稳定，产品均一性较好，总产能能达到两万吨以上，并且首次能在稀土行业实现了真正意义上的碳酸稀土沉淀生产连续化、自动化，使稀土碳酸盐的制备工艺技术水平、控制装备水平得到了显著提升。现在，该项目实现了二氧化碳减排80%，电耗降低29%，废水量降低40%，设备生产能力提高43%，极大地降低了生产成本，每年节约生产成本1亿元以上，减排二氧化碳约3万吨。”

钕锆固溶体，作为汽车催化剂中的一个重要组成材料，生产技术长期被国外市场所垄断，日本、法国、荷兰的三家企业占据着国际钕锆固溶体70%的市场份额。2019年，北方稀土与天津工业大学凭借在各自领域的专业特长成功牵手，借助企业与院校的优势强势“联姻”，很快诞生出一支搅动国际环保技术格局的“杠杆”。赵殿清说：“2019年9月份，钕锆固溶体中试试验线产出了钕锆固溶体产品，并具备了月产2吨的规模。”

值得一提的是，除了科技创新的力量，北方稀土还具有资源优势和价格优势，这也大大吸引了汽车环保设备生产厂商的目光。

赵殿清告诉《证券日报》记者：“目前，北方稀土检修服务分公司正在加紧建设年产500吨的钕锆固溶体生产线，预计今年10月底可以投产。与此同时，已经有多家汽车尾气治理环保企业与北方稀土达成初步的合作意向。”

多种优势 助力企业优化升级

近年来，稀土行业发生了深刻的变革，特别是《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》和《中国的稀土状况与政策》(白皮书)颁布以及我国“1+5”的稀土大集团组建以后，北方稀土和整个稀土行业也迎来了关键的战略调整期。

赵殿清谈到：“同国际相比，我们的优势主要有四点。一是中国为全球最大的稀土储备国，目前我国稀土

储量为4400万吨，占比超过全球三分之一，为37%。二是我国是唯一拥有稀土产业全产业链条和稀土选冶全分离先进技术国家，也是世界上唯一能够提供全部17种稀土元素产品的国家。三是国家产业政策的巨大支持以及系列政策的相继出台，六大稀土集团应运而生，稀土行业集团化、集约化、绿色化、高端化发展格局初步形成，“多、小、散”的局面得到彻底扭转。四是以我们白云鄂博为代表的“铁—稀土”伴生矿床，在开采铁矿的同时进行稀土的选冶，具有天然的成本竞争优势。”

北方稀土在原料产业方面顺应国家产业结构优化调整、环保节能绿色发展的产业政策，基本完成了原料产业的整合与环保改造，消除了发展瓶颈，目前已经完全实现了废水“零排放”，环保水平在全行业领先。但与此同时，废弃物处理难度大、环保成本上升也是不争的事实。

对此，赵殿清表示：“目前，北方稀土正在积极探索冶炼分离氨氮资源在农业领域的应用，力求达到资源综合利用、降低成本、形成特色产业的目标。同时，‘稀土冶炼氨氮副产物资源化与盐碱地治理新技术研发及大田试验’项目正在稳步开展，预计年底将会会有一个初步结果。接下来，北方稀土将着眼于循环经济和节能减排，让“稀土”真正实现绿色制造，努力实现稀土生产过程的二次资源全部综合利用。”

目前，北方稀土已经在新材料产业链延伸、新材料企业兼并重组、自主知识产权成果转化等方面全面布局，同时在绿色冶炼分离、稀土金属—磁性材料—永磁电机、稀土合金、稀土催化剂、稀土医疗、稀土农肥等六大方向力争有所突破，持续推动产业结构优化升级。

“四降两提” 实现企业提质增效

从1961年北方稀土前身包钢8861稀土实验厂建厂，到2015年证券简称由“包钢稀土”更名为“北方稀土”，再到如今稀土行业领军企业，近60年的发展历程让北方稀土对我国乃至世界稀土行业的发展起到举足轻重的作用。

自2018年开始，北方稀土精准发力，全面深化改革，探索试点企业磁材公司、天骄清美公司、贮氢公司、电池公司、稀宝医疗公司及冶炼分公司(华美公司)的改革，推行市场化选聘职业经理人团队+内部二次瘦身健体和机制转换的改革举措，通过改革关键一招激活全局，推进了整体产业进步。

从当初带领8个人干活的包钢炼钢厂转炉炉前班长，到如今领导数千名干部员工的企业领航者，赵殿清对企业的管理有深刻的认识和独到的见解。近两年，北方稀土的营业收入和净利润分别增长了77.30%和53.62%，而管理费用仅增长31.74%。

“‘四降两提’实施以来，我们在内部进行‘二次瘦身健体’，模拟事业部制运行。冶炼分公司(华美公司)、磁材公司、贮氢公司、电池公司、天骄清美、稀宝医疗公司这几家试点企业和国贸公司员工数总体上从2017年的4010人减少为2019年的2738人，减少机构27个，精简34.62%。”赵殿清向《证券日报》记者表示，“冶炼分公司(华美公司)和磁材公司实行了计件工资制，效率普遍提升。2019年冶炼分公司(华美公司)镨钕氧化物由过去80人每月生产245吨到现在65人每月生产815吨，劳动生产率提高了4倍。”

与此同时，北方稀土还引入民营企业市场化经营机制。赵殿清说：“我们在磁材公司采用市场化选聘经营管理团队和契约化管理，精简人员60%以上。该制度实施后，合金生产线人均产量由每月生产6.94吨提升到每月生产19.14吨，达到行业领先水平。”

赵殿清表示：“通过打破传统薪酬体系壁垒，实现拉大收入分配差距，从而有效放大薪酬激励效果。同时，配合主业倒推分离辅业改革，成立了检修服务分公司，安置主业冗员759人，释放了主业降本空间，使辅业变主业，配角变主角，主动考虑企业的多种经营和独立发展。”

“下一步，北方稀土将在总结推广已有改革成功经验的同时，继续将改革引向深入，对标各个领域标杆企业，提质增效，依靠改革推动企业实现高质量发展。”赵殿清如是说。

国债期货的套期保值

本期内容，我们将介绍国债期货的套期保值，投资者可以了解到套期保值的类型、如何申请套期保值、办理套期保值需注意的事项等相关知识。

1、期货市场套期保值与风险管理的关系？

根据《中国证监会财政部中国人民银行中国银保监会关于商业银行、保险机构参与中国金融期货交易所国债期货交易的公告》(2020年第12号公告)，符合条件的商业银行可以风险管理为目的，试点参与中国金融期货交易所国债期货交易。

根据中国金融期货交易所《关于套期保值交易管理要求的通知》规定，对于买入套期保值交易，非期货公司会员、客户可以根据自身需求，申请开立交易编码和套期保值编码，以风险管理为目的，试点参与中国金融期货交易所国债期货交易。

中金所的交易编码分为三类——交易编码、套期保值编码和套利编码。商业银行可以根据自身需求，申请开立交易编码和套期保值编码，以风险管理为目的，试点参与中国金融期货交易所国债期货交易。

2、如何申请套期保值额度？

交易所实行套期保值额度管理制度。非期货公司会员申请套期保值额度的，应当对申报材料进行认真核对，直接向交易所办理申请手续。需要提交的材料包括：第一，《中

国金融期货交易所套期保值与套利额度申请表》。第二，套期保值交易方案。其中，套期保值交易方案内容包括：套期保值交易策略、管理风险敞口所需额度的必要性与合理性(含相关证明材料)、投资团队介绍等；进行投资替代的，方案还应包括投资替代需求分析和计划替代的相关资产规模等。申请人在额度申请日近一年内已向交易所提交套期保值方案，且交易方案无变化的，无需再次提交。第三，额度使用情况说明。简要描述近一年套期保值额度使用情况，包括：实际套期保值方案执行情况、额度使用与合规情况等。第四，交易所要求的其他材料。

3、套期保值额度办理需要多长时间？

交易所正式受理产品额度申请后5个交易日进行审核并予以答复。交易所审核过程中，可以要求申请人对申请材料进行补充说明，补充材料时间不计入审核时间。

交易所正式受理临近交割月份合约额度申请后进行审核并及时予以答复。交易所审核过程中可以要求申请人对申请材料进行补充说明，补充材料时间不计入审核时间。

4、产品额度和临近交割月份合约额度有什么区别？

产品额度是指同一产品各合约同一方向的套期保值最大持仓数量。

临近交割月份合约额度是指采用实物交割方式产品的某一合约在临近交割月份某一方向的套期保值的最大持仓数量。

5、套期保值产品额度的有效期多长时间？

产品额度自审核通过日的下一交易日起12个月内有效。临近交割月份合约额度自该合约交割月份之前的一

个交易日至该合约最后交易日期间有效。

6、如何申请临近交割月份合约额度？

申请临近交割月份合约额度的非期货公司会员、客户，应当在该合约交割月前两个月的第一个交易日至交割月份前的第五个交易日期间，向交易所提出申请。

申请临近交割月份合约额度的，应当先(或同时)申请产品额度，临近交割月份合约额度不得大于产品额度。

7、额度即将到期需要注意什么？

非期货公司会员在产品额度期限届满后仍然需要进行套期保值交易的，应当在产品额度有效期到期前10个交易日之前向交易所提出新的产品额度申请。未在规定期限内申请新的产品额度的，应当在产品额度有效期届满前对套期保值持仓进行平仓。

8、套期保值额度如何变更与取消额度？

非期货公司会员需要变更套期保值额度的，按照申请额度的流程进行办理。调整后的产品额度有效期自审核通过日的下一交易日起计算。

非期货公司会员申请取消套期保值额度的，会员应当通过会服系统填写《取消额度情况说明》，并提交电子申请。

9、什么情况下需要提交额度使用情况说明？

申请人再次申请某一产品套期保值额度的，自申请之日起近一年内，使用该产品套期保值额度进行交易的，应当提交套期保值额度历史使用情况说明；未使用该产品套期保值额度进行交易的，无需提交；如申请人自额度申请之日起近一年内，已向交易所提交该产品额度历史使用情况说明的，无需再次提交。

10、中金所的套期保值包括哪些类型？

为了满足申请人风险管理需要，促进市场功能发挥，中金所受理的套期保值额度申请主要包括现货等相关资产风险对冲、投资替代等。现货资产风险对冲是指根据现货等相关市场行情变化，建立金融期货合约持仓，管理现货价格波动风险；投资替代是指因现货持有需要，通过买入金融期货，替代现货持仓。

11、会员在办理套期保值额度业务时，是否需要加盖会员公章？

中金所已实现套期保值额度申请的全电子化办理，任意一份额度办理材料均通过加载会员数字证书信息的会员服务系统提交。为进一步提高套期保值额度办理工作效率，中金所对会员加盖公章原则上不作要求，会员可根据相关规定及自身内控要求作出安排。会员应尽职责审核套期保值额度申请材料，凡经由会员服务系统提交的申请材料，均视为已经通过会员审核。

12、如果客户认为套期保值交易符合套期保值风险管理原则，可以向交易所进一步说明吗？

随着市场的发展，为了满足套保客户多元化风险管理需要，交易所允许套保客户通过提交证明材料的方式，对套期保值持仓的合理性进行补充说明。证明材料应当与申请套保额度时提交的套保交易方案内容相匹配。非期货公司会员、客户既可以在交易前，也可以在接到交易所通知后的5个交易日后，通过期货公司会员提交相关证明材料。

金融期货 投资者教育

专栏