

房地产

行业研究/专题报告

地产多元化专题报告之一：四大问题解读轨道物业

—国内轨道物业的发展前景、现状和港铁模式

专题研究报告/房地产

2018年08月07日

报告摘要：

● 我们为什么开始关注轨道物业？

轨道物业主要是指依托地铁等城市轨道交通系统，对站点周边土地进行建设、开发、经营，通过城市轨道交通与物业的互动实现“1+1>2”的效果。城市轨道交通与物业可以通过多种构造方式结合不同空间以充分利用土地资源，协调不同区域功能。未来轨道物业将实现引导人流量，提升物业价值，最终反哺轨道建设。

● 国内的轨道物业发展到什么程度？

目前地铁商业发展大多仍集中于原有商圈，两者通过相互联动实现共同繁荣，但大部分城市对地铁潜在商业价值的挖掘并不充分，开发地铁商业形成新商圈的案例相对较少。大部分城市的产业缺口和开发潜力巨大。此外，轨道建设盈利困难，影响了轨道物业模式的可持续性。

● 为什么港铁能成为轨道物业模式的典范？

港铁（香港铁路有限公司）是香港城市轨道交通的主要运营商，港铁共运营 10 条轨道交通线路及机场快线，持有超过 50 个站点的至少一处物业。港铁 2017 年实现利润超过 168 亿港元，其中近 60% 来源于车站商务和物业租赁、管理及发展。其成功主要原因就是在轨道物业建设的融资、规划和开发过程中综合应用了 PPP 模式、TOD 模式和 R+P 模式。

● 国内哪些企业存在投资机会？

万科股权争端平息后，深圳地铁集团作为基石股东表态将支持万科的混合所有制结构、城市配套服务商战略和事业合伙人机制，支持深化轨道物业发展模式，双方优势互补、协同发展，挖掘长期发展机会。

而京投发展是北京市轨道交通建设投资运营的主体，可以掌握城市轨道交通规划的最新动态，并及时调整物业项目规划建设的选址、功能组合等重要方向其协调轨道和物业的建设的难度较低，未来的轨道物业项目存在较大的利润空间。

● 投资建议

维持行业“推荐”评级。在当前国内住宅市场监管调控愈发严格，基于交通沿线布局的轨道物业，必将成为未来地产投资的重点领域。而轨道物业的建设可以进一步提升土地纵向利用率，打造核心都市区。在此推荐深圳地铁控股的国内地产龙头万科，其股东背景和地产领域深厚的资源会在未来进一步凸显协同效应。另外，建议关注轨道物业领域有深度布局的京投发展。

● 风险提示

轨道交通规划调控收紧，信贷利率持续上升。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 8月6日	EPS			PE			评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
000002	万科 A	20.86	2.54	3.24	4.04	8.3	6.5	5.2	推荐

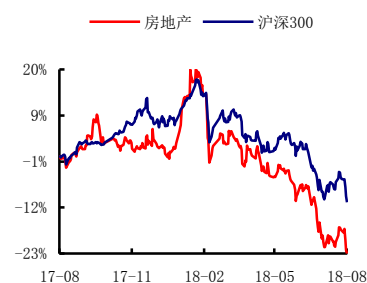
资料来源：公司公告、民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明证券研究报告

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：王嵩

执业证号：S0100117080065

电话：021-60876717

邮箱：wangsong@mszq.com

研究助理：由子沛

执业证号：S0100118010012

电话：021-60878329

邮箱：youzipei@mszq.com

相关研究

1. 首开股份(600376): 利润大幅增长, 融资优势巩固安全边际

2. 行业动态: 销售见底回暖, 资金情况改善

3. 华夏幸福(600340.SH) 公司债成功发行点评: 公司债成功低成本满额度发行, 稳健发展可期

4. “地产解惑”系列之一: 统计口径改变对投资增速的影响

目录

一、为什么关注轨道物业	3
(一) 什么是轨道物业	3
(二) 发展轨道物业的原因	3
1、轨道物业能够满足城市规划对于土地纵向利用的要求	3
2、轨道物业能够实现多方共赢	6
二、国内的轨道物业发展到什么程度	7
(一) 我国轨道物业的开发现状	7
(二) 我国轨道物业的开发前景	8
(三) 我国轨道物业开发过程中的问题	9
1、土地利用和城市规划难以同步	9
2、物业建设难以进入资金循环, 持续开发困难	10
3、轨道与物业权属分离, 出现管理摩擦	12
4、轨道运营盈利困难	13
三、为什么港铁能成为轨道物业模式的典范	14
(一) PPP 模式造血轨道交通	14
(二) TOD 模式重塑区域格局	14
(三) R+P 模式产生协同效应	16
1、多功能的业态组合	16
2、人性化的接驳系统	17
四、国内哪些企业存在投资机会	18
(一) 万科: 轨道物业助推战略转型	18
1、股权争端平息, 深铁入主万科	18
2、优化区域布局, 加强项目储备	19
3、多方合作共赢, 加速战略转型	21
4、践行 TOD 模式, 把握发展机遇	22
(二) 京投发展: 以北京为中心, 以轨道交通为依托	23
1、掌握轨道物业领域巨大行业优势	24
2、以北京为基地, 扎根二、三线城市	26
五、投资建议	27
六、风险提示	28
插图目录	错误!未定义书签。
表格目录	错误!未定义书签。

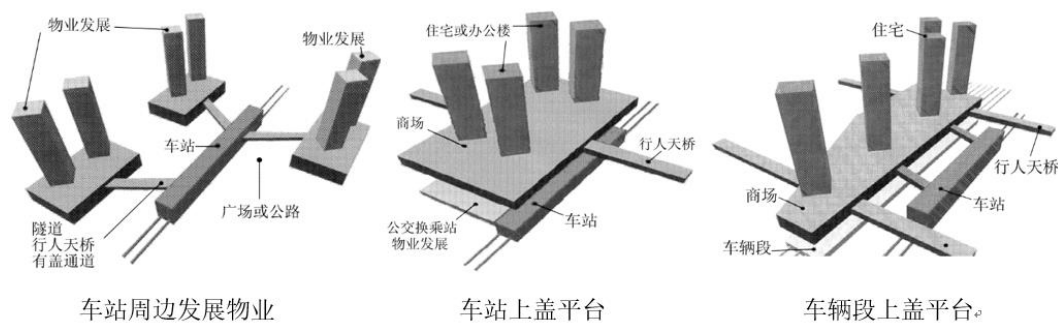
一、为什么关注轨道物业

(一) 什么是轨道物业

轨道物业主要是指依托地铁等城市轨道交通系统，对站点周边土地进行建设、开发、经营，通过城市轨道交通与物业的互动实现“1+1>2”的效果。一般来讲轨道物业范围为轨道交通站点半径500米内。

城市轨道交通与物业可以通过多种构造方式结合不同空间以充分利用土地资源，协调不同区域功能。根据两者的相对位置，轨道物业开发可以大致划分为车站周边发展物业模式、线路下部发展物业模式和上盖平台物业发展模式。

图 1：轨道物业常见开发模式



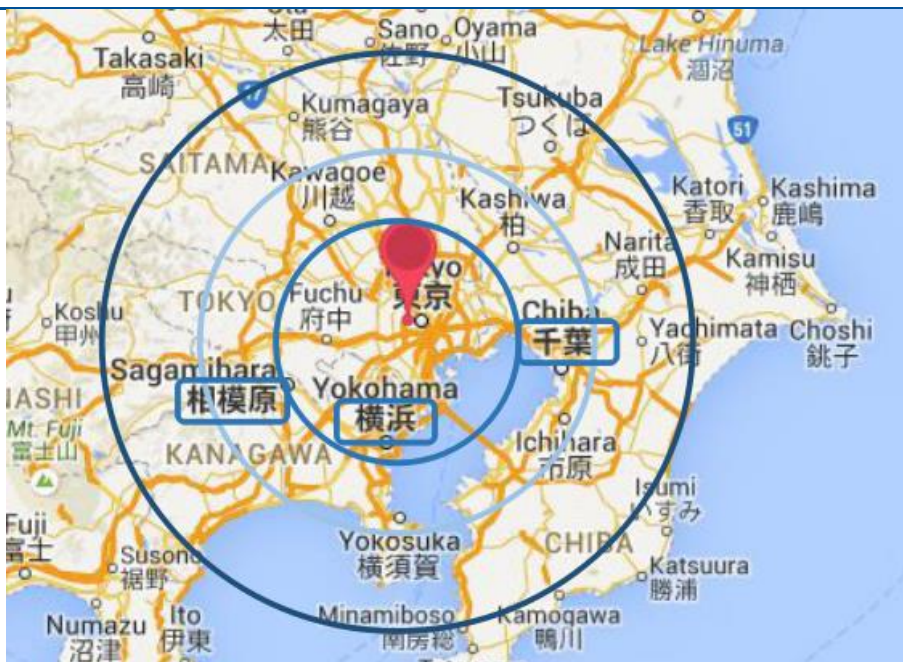
资料来源：杨丽明等《城市轨道交通沿线物业开发模式研究》，民生证券研究院

(二) 发展轨道物业的原因

1、轨道物业能够满足城市规划对于土地纵向利用的要求

单纯以人口数量为导向的城镇化已不再是地方政府所追求的目标。近 20 年来，我国城市格局经历了从横向扩张到网络化、大型化的纵深发展历程。在城市群中出现的以大城市为核心，周边城市共同参与分工、一体化的都市圈已经成为城市发展长期的业态方向。这种业态方向对于土地垂直综合利用提高了要求。

图 2：东京都市圈：以东京为核心，多城市协同发展的业态

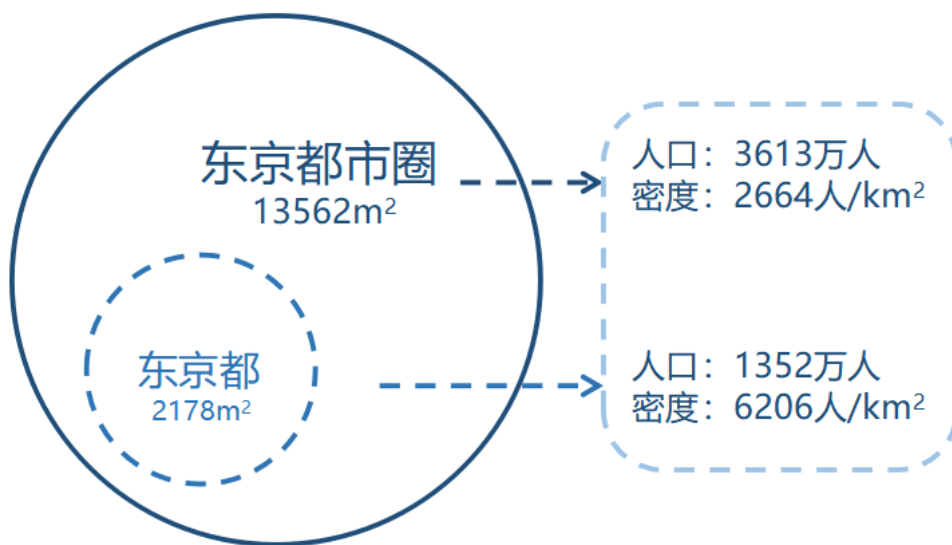


资料来源：民生证券研究院整理

(1) 高强度的轨道交通体系为轨道物业提供了建设基础

以著名的日本东京都市圈为例，东京都中心3区的就业人口密度已经达到了6万人每平方千米，而居住人口密度仅仅为其六分之一。东京都市圈内的职住分离现象已经十分显著。在都市圈的作用下资本、市场导向型的产业在东京迅速集聚。高强度的人口中心聚集使得土地资源的重要性不断加强。在土地垂直利用需求激增的情况下，轨道物业的新兴模式就在东京开始兴盛。

图 3：东京都市圈及人口分布情况概况

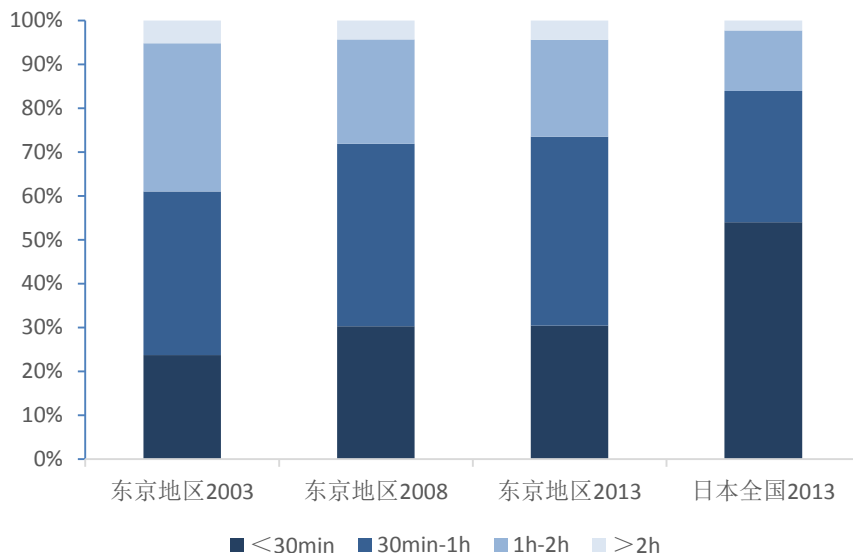


资料来源：东京统计局，民生证券研究院

由于职住分离现象的产生，核心城市居民的通勤时间相较于全国而言大幅增加，更长

的出行距离和出行时间提高了城市轨道交通的建设要求。都市圈内往往都具备更密集的轨道交通排布和规模更大的轨道交通体系。在这样高强度的轨道物业体系之上，轨道物业的发展才具备可行性。

图 4：东京及日本全国家庭的通勤时间分布

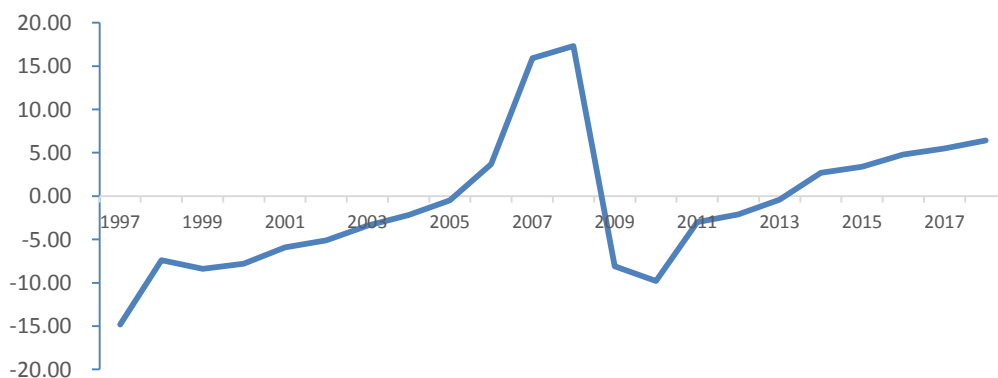


资料来源：东京统计局，民生证券研究院

(2) 土地垂直利用成为物业建设更重要的着眼点

中心城市商业竞争加剧，地价进一步走高，土地资源高效利用成为物业建设更重要的着眼点：在城市的纵向拓展速度放缓的同时，土地的重叠利用对于企业而言可以减轻租金成本负担，对于政府而言则是城市规划多元化的良策。商用地的轨道物业模式建设成为都市圈内高效利用土地资源新的方向。

图 5：东京都市圈平均商用地价格同比变化 (%)



资料来源：Wind，民生证券研究院

在东京，很多私铁公司发现了地铁上盖轨道物业的商机，选择用“土地重整的方式”来整合地铁沿线的土地资源。他们和获得地铁沿线土地的小公司合伙，合并土地，集中开

发，进行高度统一的沿线土地综合性规划建设。这种综合性的规划建设已经在日本东京都市圈达到了一定的规模。

表 1：东京地铁站上盖物业一览

开发项目名称	容积率	场地面积（平方米）	总建筑面积（平方米）	楼层
GranTokyo North Tower	8.73	14439	212395	43
GranTokyo South Tower	26.80	5230	140168	42
GranRoof	-	-	2000	-
Sapia Tower	-	117310	78279	35
GranSta	-	-	1500	-

资料来源：mitsui fudosan building outline，民生证券研究院

东京涩谷站通过产业叠加，建设出了餐饮百货、会议中心、创智中心、空中百老汇等商业场所。这种综合性的建设方式帮助了其一跃成为了东京地段的一级中心。高容积率的建设强度和多层次的产业组合使涩谷站的建设成为东京都市圈内轨道物业模式的成功典范之一。

表 2：东京地铁站周边商业用地容积率

地段等级	地区	站点周围土地用途	容积率
一级中心	银座	娱乐、零售、商业	10~15
	新宿	商业、饮食、文化、娱乐	10~15
	涩谷	商业、饮食、文化、娱乐	9.5~12
	池袋	商业、饮食、文化、娱乐	10.5~12
二级中心	上野	商业、饮食为主	8~10
	浅草	商业、饮食为主	8~10
三级中心	中草	商业、饮食为主	5~8

资料来源：民生证券研究院整理

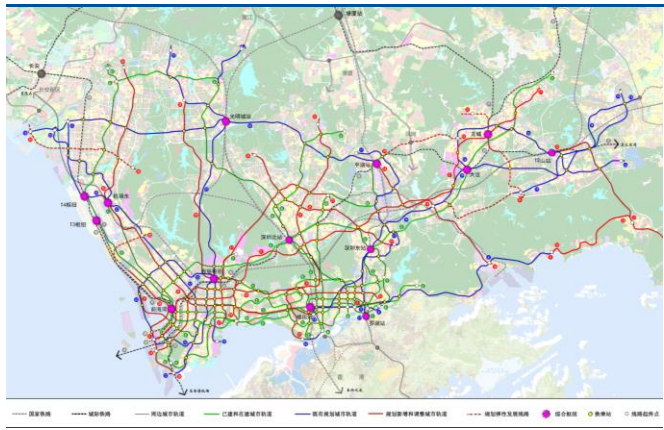
2、轨道物业能够实现多方共赢

（1）物业开发盈利，反哺轨道建设

轨道交通具有强烈的正外部性，能够带动沿线土地开发和商业发展，缓解交通和环保压力，改善城市的生存和投资环境。这种外部性的存在使得轨道交通项目自身的财务效益远小于外部的社会效益，导致社会资本的进入不足。因此政府必须进行补贴，但直接进行财政补贴对地方财政的压力过大，通过赋予地铁企业开发沿线物业和特许经营商贸广告的方式能够将外部效应内部化，使得地铁企业“自给自足”，提高经营效率。

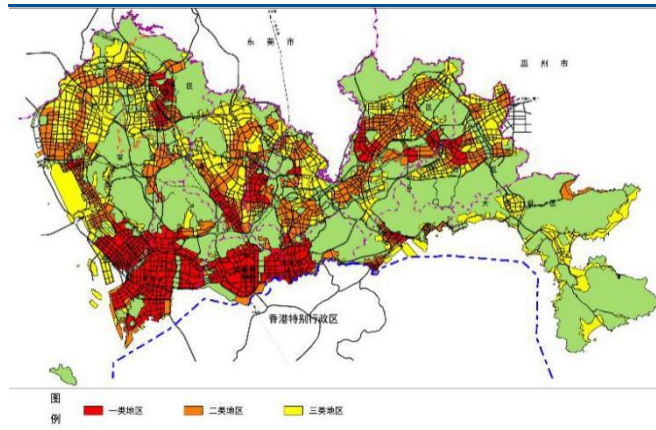
轨道交通的周边物业除了能够加强地铁的自身“造血”能力，也为地铁输送了大量人流。如地铁《深圳市城市更新项目保障性住房配建规定》提出扩大轨道站点1000米内的保障房配建比例，人口聚居区域和地铁网络高度重合，地铁作为低收入人群的主要公共交通工具能够满足这部分群体的出行需求，获得票价收入。

图 6：深圳地铁网络规划图



资料来源：深圳市轨道交通线网规划（2016-2030），民生证券研究院

图 7：深圳保障性住房配件比例范围图



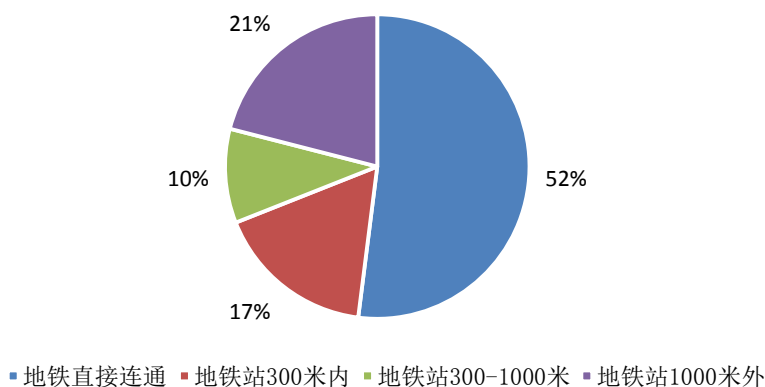
资料来源：深圳市城市更新项目保障性住房配建规定，民生证券研究院

(2) 轨道输送人流，刺激物业升值

轨道站点通过多个入口无缝对接周边商业、办公、住宅区，将、衣、食、住、行都集中于站点核心区域，符合现代人高效便捷的生活要求，地上地下商业互补，刺激并引导需求，形成从地铁通勤到商圈生活再到城市社交的消费和生活方式转变。大量研究证实，轨道交通对周边物业存在溢价效应，规模随距站点距离扩大而缩小，平均涨幅基本超过10%。

地铁对商业地产有显著的导流作用。在地铁辐射范围内，地铁的引流作用随着站点的距离逐渐削弱，年营业额10亿以上的大型商业综合体也呈现递减趋势，而1公里以外的超10亿营业额商场往往位于区域商业中心，对于地铁的引流需求相对较弱。

图 8：上海地铁站不同半径范围内营业额超过 10 亿商场比例



资料来源：戴德梁行，民生证券研究院

二、国内的轨道物业发展到什么程度

(一) 我国轨道物业的开发现状

轨道物业开发比例偏低。目前地铁商业发展大多仍集中于原有商圈，两者通过相互联动实现共同繁荣，但大部分城市对地铁潜在商业价值的挖掘并不充分，开发地铁商业形成

新商圈的案例相对较少。对部分城市存在商业的地铁站点统计可以发现，北京、深圳、上海等较早建设地铁的城市商业站点比例基本超过半数，而杭州、成都等“后进生”的地铁商业开发比例则明显偏低，产业缺口和开发潜力巨大。

表 3：2017 年内地部分城市地铁商业站点比例

城市	站点数（座）	有商业站点数（座）	有商业站点比例
北京	334	193	58%
深圳	199	110	55%
上海	396	196	50%
杭州	85	35	41%
成都	84	30	36%

资料来源：地铁官网，联商网，民生证券研究院

注：北京包括 1、2、4-10、13-15 号线以及八通、昌平、房山、亦庄线，深圳包括 1-5、7、9、11 号线，上海包括 1-13、16、17 号线，杭州包括 1、2、4 号线，成都包括 1-3 号线，距离地铁 500 米内由商业地产则计为有商业站点

（二）我国轨道物业的开发前景

我国轨道交通建设起步较晚，但发展潜力巨大，2017 年上海、北京、广州、南京和深圳均进入世界地铁里程排行榜前十。根据《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，2016-2018 年国家重点推进 103 个轨道项目，总里程约 2385 公里，总投资额约 1.6 万亿元，并明确将加快城市中心区轨道交通建设。项目建成后，各地可开发利用的轨道沿线及车辆段基地将大幅增加。

表 4：2017 年内地部分城市在建地铁线路里程及站点数量统计表

城市	线路长度（公里）	站点数（座）	其中换乘站点数（座）
杭州	341.6	213	71
成都	337.5	279	102
广州	334.1	156	5
北京	301.9	199	77
青岛	300.9	146	54
上海	219	188	52
深圳	263.3	171	75
武汉	215.4	216	91
全国	5291.1	4150	1241

资料来源：中国城市轨道交通协会，民生证券研究院

轨道物业的可开发空间巨大。根据对内地轨道交通发展较为成熟的八大城市统计得到轨道站点平均间距约为 1.8 公里，因此新增轨道交通站点数目约为 $2385/1.8=1325$ 个，由此计算得到的全国可供开发轨道物业面积在 $3\sim 25$ 亿平方米范围内。

表 5：单个站点可开发轨道物业面积（万平方米）

站点物业用地半径（米）\容积率	2	4
300	56.5	113.1
500	157.1	314.2

资料来源：民生证券研究院

表 6：总计可开发轨道物业面积（亿平方米）

单个站点可开发轨道物业面积（万平方米）\开发比例	56.5	314.2
40%	3.0	16.7
60%	4.5	25.0

资料来源：民生证券研究院

（三）我国轨道物业开发过程中的问题

1、土地利用和城市规划难以同步

目前，我国的新型城镇化建设方兴未艾，为了满足高强度的交通需求，众多城市都申请地铁建设并且得到审批。也正因为如此，在轨道建设加快的同时，地铁相关的物业建设方难以及时跟进地铁本身建设的规划，从而产生同步率。

表 7：2018 年中国部分城市轨道交通建设规划进度

城市	进度
北京	2021 年底前北京 20 条在建地铁全部通车
广州	地铁拟建六条新线对接居民区
深圳	8 条地铁将放射状对接莞惠
天津	2020 年建成 686 公里
贵阳	市域城市轨道交通网将由 9 条主线构成
淄博	轨道交通规划敷设图出炉 线路总长将达到 51.29 公里
南京	将续建五条线路，并新建两条线路

资料来源：民生证券研究院整理

在我国，取得地铁沿线土地开发权的公司缺少为轨道交通规划提议献策的机会，导致政府的规划意向在正式确定之前难以被开发商知晓。

另一方面，我国政府主要以监管的方式参与物业建设的过程，也就意味着前期项目设计与轨道设计产生脱节，后期保障性政策的出台缓慢。在这种情况下往往容易出现物业建设与地铁建设进度脱节的现象。

例如杭州的滨江区曾经设计规划了杭州最大的城市综合体，因为其体量巨大，甚至涵盖了三个万象城的规模，吸引了众多的房企争夺和商家关注。

图 9：滨康综合体的计划效果图

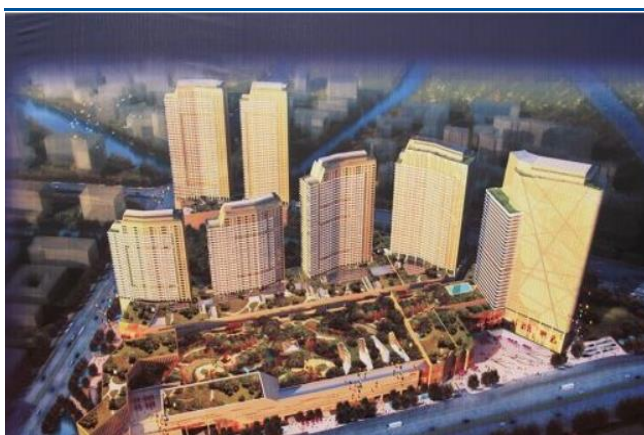


图 10：滨康综合体搁浅后的实景图



资料来源：杭州乐居网，民生证券研究院

资料来源：杭州乐居网，民生证券研究院

然而，由于杭州市汽车南站的前期规划出现调整，原定进行搬迁建设的选址出现变动，导致滨康综合体的原计划被打乱。滨康综合体由于体量巨大，难以承担由于缺少轨道交通支持而产生的市场风险。这个计划便出现彻底停滞，停滞时间长达八年之久。

物业建设的超前规划很有可能会因为轨道交通的规划变更而出现流产现象；滞后于轨道交通建设则有可能会丧失原先更强大的区位优势，出现新的市场竞争者，抢占市场份额。

2、物业建设难以进入资金循环，持续开发困难

城市轨道交通建设项目往往伴随着项目周期长，前期投资大的特点。而“轨道+交通”模式也属于资金密集型投资，对资金来源有一定依赖。我国的轨道交通建设融资来源单一，收益来源受到严格限制，很难有额外的资金供给来保证物业的可持续性优化。从资金的投入、收益和回流三个阶段来看，物业建设难以形成资金循环有以下三个原因：

(1) 轨道物业的前期投资挤占大量物业优化资金

轨道物业的综合体项目在轨道交通建设和物业建设原有建设成本的基础上，又提出了统筹规划的成本投入要求。两者同期建设更是会加长工期、提高设备和功能要求、大幅增加投入成本体量。

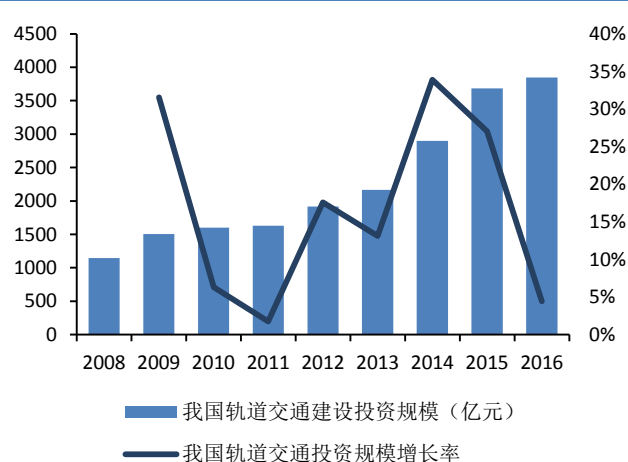
表 8：轨道物业项目前期投入概况

	空间	技术	管理
前期投入	轨道建设主体统筹研究	预留开发接口和预置工程	物业开发项目策划
开发举例	地铁与物业开发结构、设备和功能要求、共享市政和土地资源。	建筑退线、设备管槽及维修、市政拆迁新建、施工荷载、临时保护。	全程性的设计管理跟踪。

资料来源：民生证券研究院整理

尽管我国的轨道交通投资规模在逐年递增，但是增速波动较大，且具有下降趋势。在轨道交通投资保障前期投入之后，很难有余量补给物业的持续优化。

图 11：我国轨道交通投资规模分析

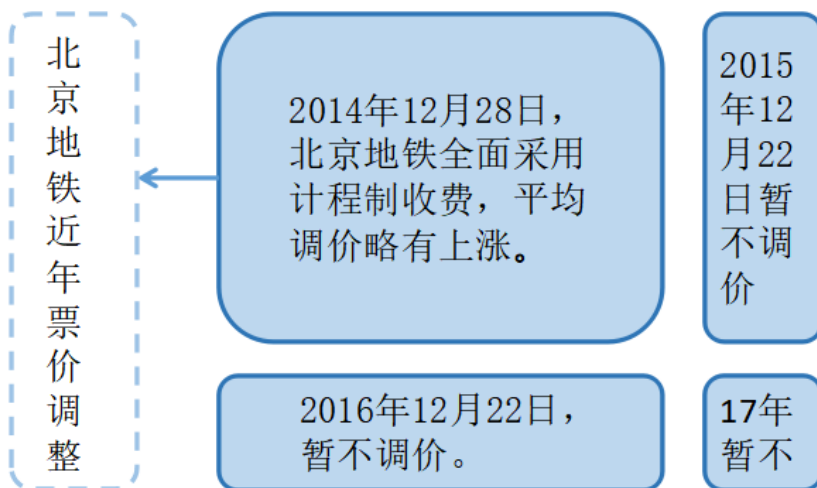


资料来源：Wind、民生证券研究院

(2) 国内票价收入难以跟踪商业经济发展水平

我国的地铁票价社会保障性成分强与商业性，这也导致了其随市场波动的变化较小。当沿线的商业经济水平出现变化时，我国的地铁票价变化相对滞后。从长期上看，其对于沿线商业经济增长的跟踪能力仍然不足。

图 12: 北京地铁票价 14-17 年调整情况



资料来源：民生证券研究院整理

表 9: 北京地铁票价定价原则

	6km (含)	6~12km (含)	12~22km (含)	22~32km (含)	32km 以上
价格	3	4	5	6	每增加 1 元可乘 20km

资料来源：民生证券研究院整理

2017年3月，美国地铁月票和周票分别上涨4.5美元和1美元，单程票则以降低充值奖励的方式增加收入；2014-15年日本地铁平均票价分别上涨2.1%和0.7%。相比而言，我国的地铁票价上涨缓慢甚至停滞。

(3) 政策约束阻止资金回流

由于我国的政策要求，承担轨道交通建设的主体仍然是政府自身，所以收到政策约束，地铁盈利主要的回流对象仍然是轨道交通建设本身。这部分资金回流在应用中会更加倾向于地铁线路的拓展和基础设施的完善，难以给物业建设提供一个更好的设施环境。

2014年1月，重庆市政府关于轨道交通建设资金平衡会议的纪要精神指出，轨道上盖物业开发产生的土地出让收益扣除中央基金和土地增值税部分，作为轨道发展专项资金来源，即用于轨道集团承担项目40%融资及还本付息资金，尚未考虑用于物业开发。地铁上盖项目的进一步可持续建设资金保障能力较弱，运营亏损弥补难度较大。

表 10: 我国轨道交通建设资金来源分布概况

市政府直接投资	区政府投资	土地出让或开发收益收入	国内银行贷款	其他社会集资
30%~100%	20%~30%	10%~15%	30%~60%	5%~15%

来源：民生证券研究院整理

由此可见，就目前的轨道物业项目模式发展状况来看，建设投资仍然是以政府为主导，

所以企业在拓宽融资渠道，吸引资金上仍然受到政策制约，在轨道建设的基础上进行物业的大型开发变得难上加难。

3、轨道与物业权属分离，出现管理摩擦

轨道物业的新模式在中国内地还在持续发展的阶段，所以仍然有许多的政策未能及时明确，尤其是地下空间的权属问题。目前关于权属问题的法律法规仅限于地方性政策，未在全国得到统一规定。所以各个城市的政策差异化大，全国性的物业连锁布局困难。

另外一方面，轨道建设空间与物业建设空间的权属分离问题较为突出。这一问题不仅仅影响到地下空间的容积率，还使得轨道与物业之间的协调建设、统筹管理容易出现障碍。权属分离主要在以下两个方面产生负面影响。

(1) 标准出现差异，减振减噪技术重视不足

物业环境的治理水平往往受到周边噪音的影响，而在轨道物业模式的作用之下，轨道交通的噪音和振动就成为了协调建设的一大难题。

最重要的问题在于，轨道交通的噪声标准和商业中心、住宅等噪声标准出现差异，标准差异化让轨道建设缺乏精细化减噪减振技术的动力。尤其是在权属分离的情况下，噪声和振动成为了地铁上盖项目的一大障碍。北京四惠地铁站的在地铁上盖项目就因为过强的噪声和振动而饱受争议。

表 11：声环境质量数据标准

标准名称	测量点	评价量	昼间 (dB)	夜间 (dB)
声环境质量	敏感建筑物室内	Leq	60	45
	敏感建筑物室外	Leq	70	55

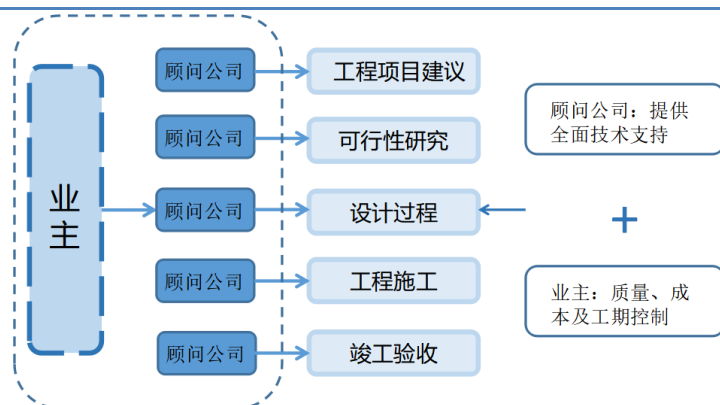
资料来源：《声环境质量标准》、民生证券研究院

(2) 公共差异化管理易产生资源浪费

在我国，由于权属分离，轨道交通和上盖物业的后期管理难以进行一体化进行。从基础设施的保养维修到公共事务的管理服务都出现了较大程度上的分离。

其一，在项目之中可能会出现重复建设或设施空缺的尴尬情况；其二，物业的业主与轨道建设的顾问公司难以高效对接，出现建设效率低，管理成本高的问题；其三，轨道物业的主题化建设规划困难，统一的环境设施难以协调布置。

图 13：一体化管理层级示意图

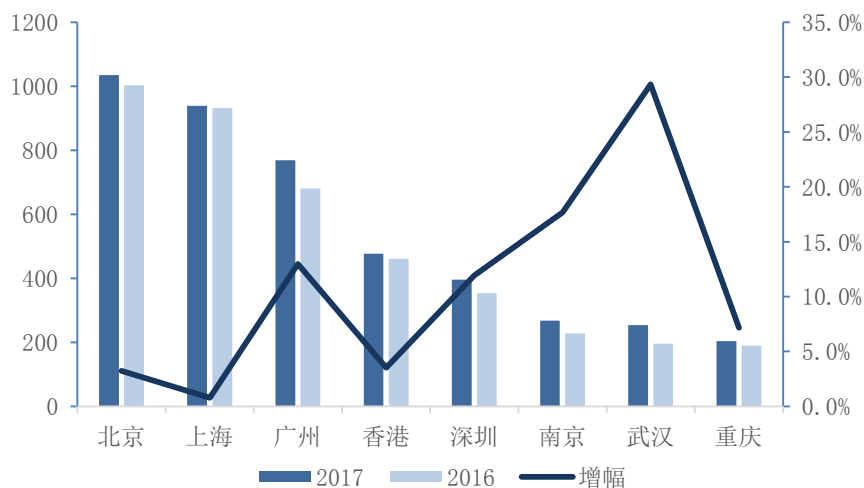


资料来源：民生证券研究院整理

4、轨道运营盈利困难

内地地铁公司亏损成常态。根据中国城市轨道交通协会的不完全统计，2016年30个城市的轨道交通平均运营收支比为77.7%，而2017年这一数字仅为70.1%，下降了7.6个百分点，入不敷出仍然是城市轨道交通运营的普遍状况。同为北京地铁的运营方，早在2013年港铁公司与首创集团合资成立的京港公司就已经实现盈利，其中港铁实现利润约2亿港元，同期北京地铁公司却存在超过30亿人民币的资金缺口，需要依赖财政补贴。内地与香港地铁公司在融资方式、规划理念和管理模式等方面的差异是导致两者经营状况大相径庭的主要原因。

图 14：部分城市地铁日均客流量（万人次）



资料来源：港铁官网，城市轨道交通2017、2016年度统计和分析报告，民生证券研究院

内地轨道交通拥有与香港不相上下的发展条件：北京、上海、广州三地都拥有相对成熟的轨道交通系统和稳定的客流量，而深圳、南京、武汉、重庆等城市则处于轨道交通快速发展期，客流增幅较大，这些城市的客流量接近甚至超过香港，但却并未成功将庞大的运输客流转化为有效的消费客流。我国应当取长补短，借鉴港铁的轨道物业开发经验，平衡地铁的公益性与商业性。

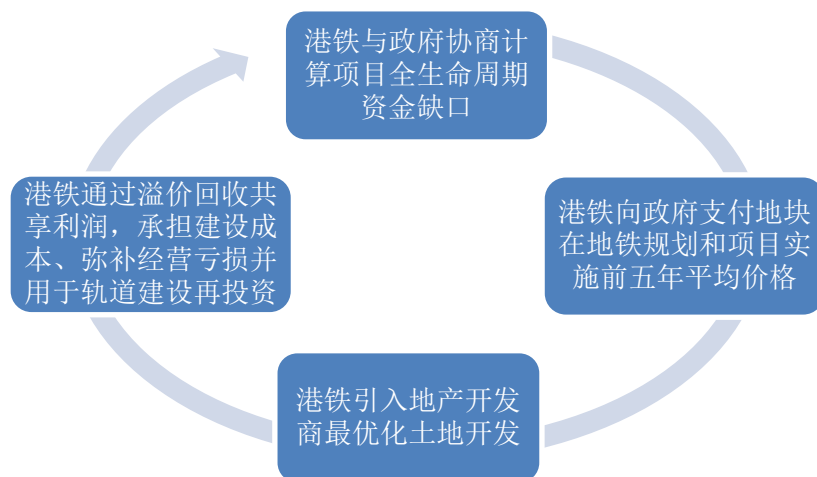
三、为什么港铁能成为轨道物业模式的典范

港铁（香港铁路有限公司）是香港城市轨道交通的主要运营商，2017年在公共交通工具市场的占有率达到49.1%。港铁共运营10条轨道交通线路及机场快线，持有超过50个站点的至少一处物业。港铁2017年实现利润超过168亿港元，其中近60%来源于车站商务和物业租赁、管理及发展，“在不依赖纳税人直接资助下为乘客提供低车费服务”，主要原因就是在轨道物业建设的融资、规划和开发过程中综合应用了PPP模式、TOD模式和R+P模式。

（一）PPP 模式造血轨道交通

PPP模式（政府和社会资本合作）创新了公共资产经营和管理方式，正在逐渐成为轨道交通等投资额高、建设周期和回收期长项目的重要融资方式。《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》就指出要“规范开展城市轨道交通领域政府和社会资本合作（PPP），通过多种方式盘活存量资产”。

图 15：港铁 PPP 开发流程



资料来源：民生证券研究院整理

港铁公司通过“以地养铁”解决了轨道交通发展的资金问题，不再依赖政府“补血”，政府只在初期为港铁公司提供担保，并通过收取土地出让金和持有港铁股份获益，不直接参与项目运作，由港铁公司作为独立商业实体进行多元化融资和市场化经营。

通过PPP模式下的市场化运作，参与各方能够实现共赢。政府能够减轻公共财政支出的负担并获得持股收益，同时提高土地利用效率，缓解香港的土地紧缺问题。港铁公司能够实现盈利，通过出售性物业一次性获得地产升值利润以及持有型物业的长期租赁和管理费用，反哺客运业务。而地产商也能够获得地铁黄金区位的开发机遇，通过经营物业获得相对风险较小的投资收益。

（二）TOD 模式重塑区域格局

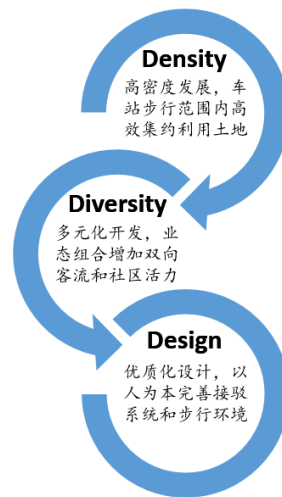
内地城市通过建设环线对外扩张，城市规划缺乏制约和边界，往往以私人交通衡量规模与距离，后期出现拥堵问题时难以通过公共交通缩短线路程度、引导居民出行，导致运

营成本居高不下。而香港本身建设用地短缺，人口压力促使城市建设以高密度为常态甚至需要通过挤占海洋资源拓展空间，在填海接近极限的情况下只能挤占高空资源实现纵向发展。

图 16: 港铁 TOD 分阶段开发流程

阶段一	城市规划、线路规划、土地利用规划同步，“人跟线走”，港铁直接参与规划研究工作
阶段二	港铁主导研究并设计轨道路线与城市土地综合利用模式，与政府签订合同明确开发权责、土地权属
阶段三	政府从社会利益角度关注建设项目并明晰相关政策，港铁明确土地权属并进行开发商招标和监督
阶段四	港铁通过无缝接驳衔接轨道与物业，在提供公共服务、提升运输效率的同时最大化商业价值

图 17: TOD 模式“3D”特征



资料来源: Cervero and Kockelman, “Travel Demand and the 3Ds: Density, Diversity and Design.”, 民生证券研究院

表 12: 港铁 TOD 模式东涌线实践案例

	九龙站	奥运站	青衣站	东涌站
多功能	预办登记手续、综合交通枢纽（接驳深港机场）、大型购物中心、豪华酒店、公寓、住宅区及办公楼	综合交通枢纽、大型购物中心、国际级办公楼、豪华住宅小区	综合交通枢纽、大型购物中心、高级住宅小区、轨道换乘泊车、地铁中央控制	大型奥特莱斯、五星级酒店、高档写字楼、综合交通枢纽（连接缆车站）
高容积率	11.2	6	5.4	3.7
多功能	预办登记手续、综合交通枢纽（接驳深港机场）、大型购物中心、豪华酒店、公寓、住宅区及办公楼	综合交通枢纽、大型购物中心、国际级办公楼、豪华住宅小区	综合交通枢纽、大型购物中心、高级住宅小区、轨道换乘泊车、地铁中央控制	大型奥特莱斯、五星级酒店、高档写字楼、综合交通枢纽（连接缆车站）
设计优化	通过隧道天桥等连接旧区和高铁站；建设国际级豪华旅游购物、餐饮办公和居住设施吸引企业高管及高消费群体	多条架空连廊连接四大地段并设立隔音屏障保证居住舒适；配套休闲娱乐等小区设施满足中上层家庭文娱需求	将高架地铁线路、站点及中控室嵌入物业平台并采用防振降噪工艺；纵向组合多种业态配合中高阶层生活节奏	商业连廊横跨 140 米，可快速有效连通各地块；利用低密度条件为居民创造空间休闲、生活便利的社区
区位塑造	将中环 CBD 扩展至九龙半岛并落成环球贸易广场新国际金融中心	为旺角旧城注入新活力，将西九龙填海区改造为新型商住中心区	变老旧工业区为区域交通枢纽及商业中心，提供客货多用停车场	建设新市镇配套香港机场，吸引海内外居民入住建立国际化社区

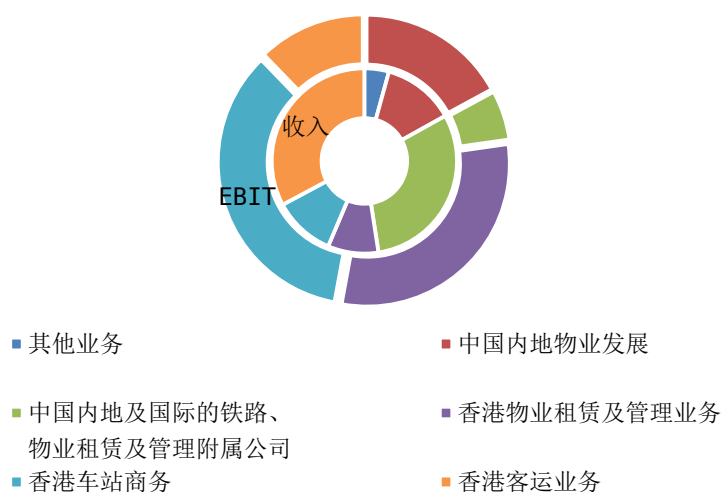
资料来源: 港铁官网, 民生证券研究院

TOD（公共交通引导开发）策略帮助香港以串珠式实现城市线性扩张：单个地铁站点通过电梯、天桥等在步行距离内创造立体聚落、引导片区开发，而地铁线则将各个站点连通，集中输送客流。香港地铁站周边500米范围内聚集了全港接近70%的人口和80%的工作机会，而香港计划在2030年将这一比例提高到75%和85%，围绕轨道交通的站点继续开发高效、活力、可持续发展的“新市镇”。

(三) R+P 模式产生协同效应

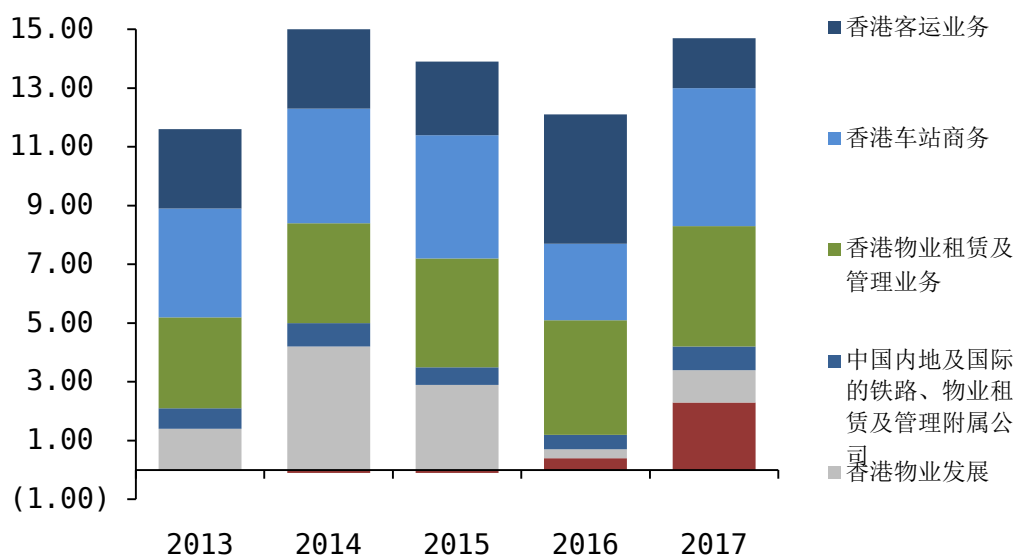
物业开发和运营是港铁利润的主要来源。作为世界范围内极少数能够不依赖政府补贴正常运营甚至产生盈利的地铁公司，港铁依靠“R+P(轨道+物业)”的综合开发经营模式实现了“两条腿走路”。2017年港铁公司客运业务收入仅占总收入约三分之一，香港和内地物业及商务收入则分别达到五分之一和五分之二。对于息税前利润的贡献率，车站商务与物业服务两者合计超过65%，客运业务仅略高于10%，这一差异化趋势近年来不断显著，表明港铁的创新模式能够最大化轨道交通经营效益。

图 18：2017 年港铁收入与利润分布



资料来源：港铁 2017 年报，民生证券研究院

图 19：2013-2017 年港铁利润构成变化 (%)



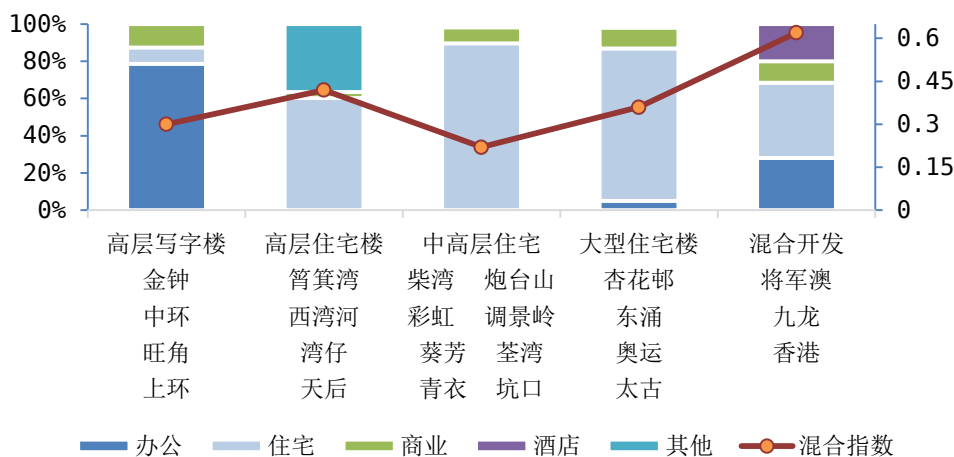
资料来源：港铁 2013-2017 年报，民生证券研究院

1、多功能的业态组合

《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》提出要“鼓励交通基础设施与地上、地下、周边空间综合利用，融合交通与商业、商务、会展、休闲等功能。打造依托综合交通枢纽的城市综合体和产业综合区，推动高铁、地铁等轨道交通站场、停车设施与周边空间的联动开发。”港铁对轨道交通站点地上地下及周边空间的综合利用为内地借鉴提供了示范。

轨道与物业之间的化学反应需要“催化剂”，而非将两者机械连接。首先，港铁在站点周边打造了囊括居住、办公、购物等集合城市典型功能的综合社区，在高密度的基础上维护合理布局并实现功能分区；其次，不同地铁站点的物业开发与定位相互配合，从而满足不同群体需求，如香港站作为CBD侧重于高端办公及酒店物业开发，而位于近郊的沙田站则依托九广铁路引流，重点开发购物及餐饮设施。

图 20：港铁不同站点典型物业开发类型与业态构成



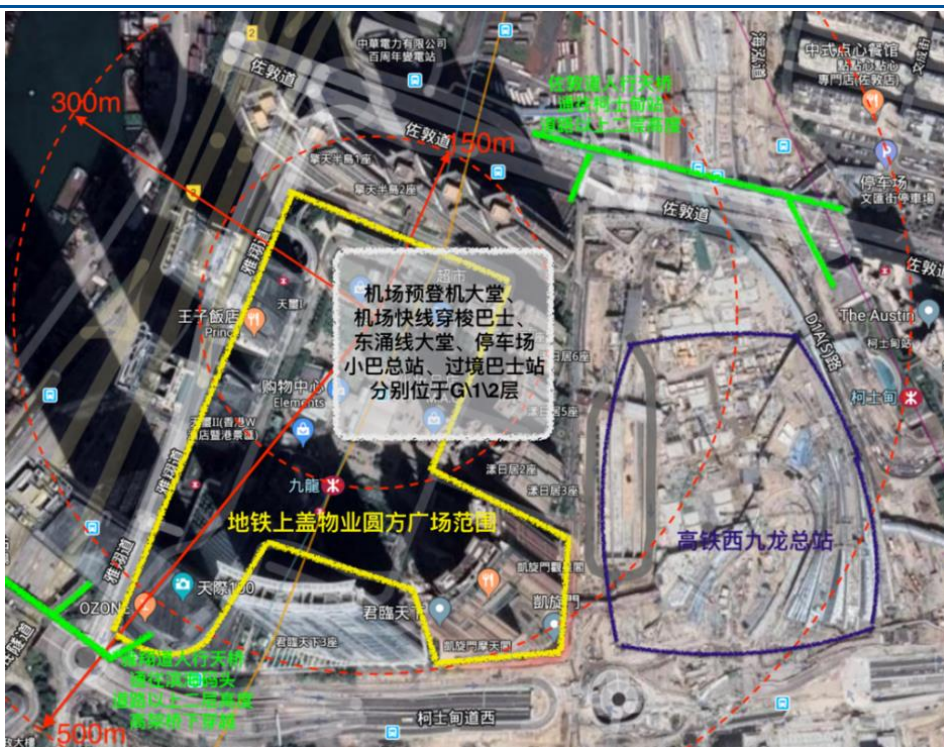
资料来源：港铁 2017 年报，民生证券研究院

2、人性化的接驳系统

香港实现了行人和交通工具以及交通工具之间的分层，通过地铁集中接驳巴士、电车等各类公共交通工具，形成交通枢纽中心；同时轨道与物业强调一体化，针对车站上盖、车站四周和车辆段等不同开发模式分别通过立体扶梯、地下通道、人行天桥等多种方式连接轨道和物业，形成“车站+商业办公区+居民区”的新型区域综合体。

香港将轨道交通作为运输骨干，设计时充分考虑接驳：地铁与地铁间通过同站台换乘、平行换乘、立体换乘等多种方式无缝连接，同时车站预留巴士、出租等客运方式的车站用地，通过一体化设计方便乘客进行换乘并实施票价优惠，从而双向引导客流。人性化、完备化的接驳系统能够紧密联系站点与外围的居住区，提高社区对站点核心区的“黏性”，为商用物业源源不断的输送用户。

图 21：港铁九龙站接驳系统



资料来源：Google 地图，民生证券研究院

四、国内哪些企业存在投资机会

(一) 万科：轨道物业助推战略转型

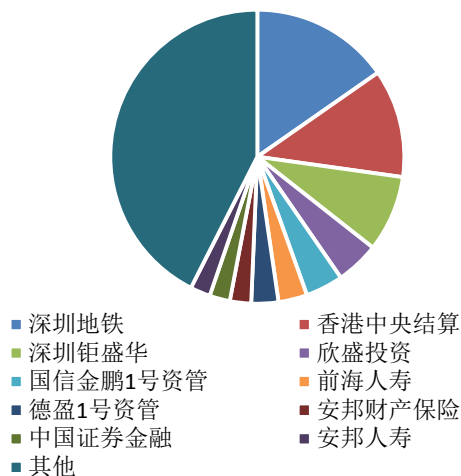
1、股权争端平息，深铁入主万科

2017年1月12日，华润股份及中润贸易协议转让给地铁集团1,689,599,817股万科A股股份的过户登记手续办理完毕，地铁集团持有万科公司15.31%的股份，成为公司第二大股东。2017年7月6日，恒大下属企业转让给地铁集团1,553,210,974股万科A股股份的过户登记办理完成，地铁集团合计持有万科总股本的29.38%，成为万科第一大股东。自2015年7月10日宝能系首次举牌开始，万科股权之争历时近两年后终于尘埃落定。

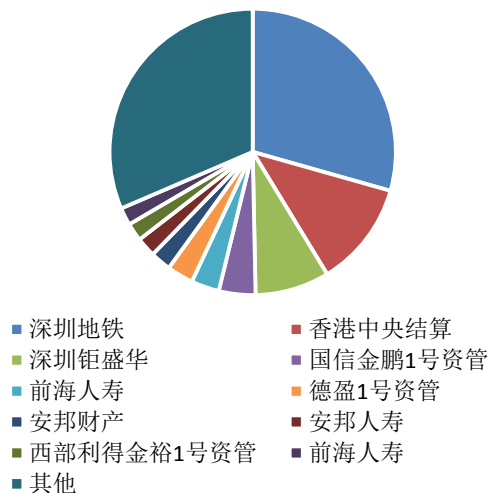
深圳地铁集团作为基石股东表态将支持万科的混合所有制结构、城市配套服务商战略和事业合伙人机制，支持深化轨道物业发展模式，双方优势互补、协同发展，有利于万科进一步深化轨道物业模式，挖掘长期发展机会。

图 22：华润转让后万科股东结构

图 23：恒大下属企业转让后万科股东结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、优化区域布局，加强项目储备

表 13：深圳地铁持有项目

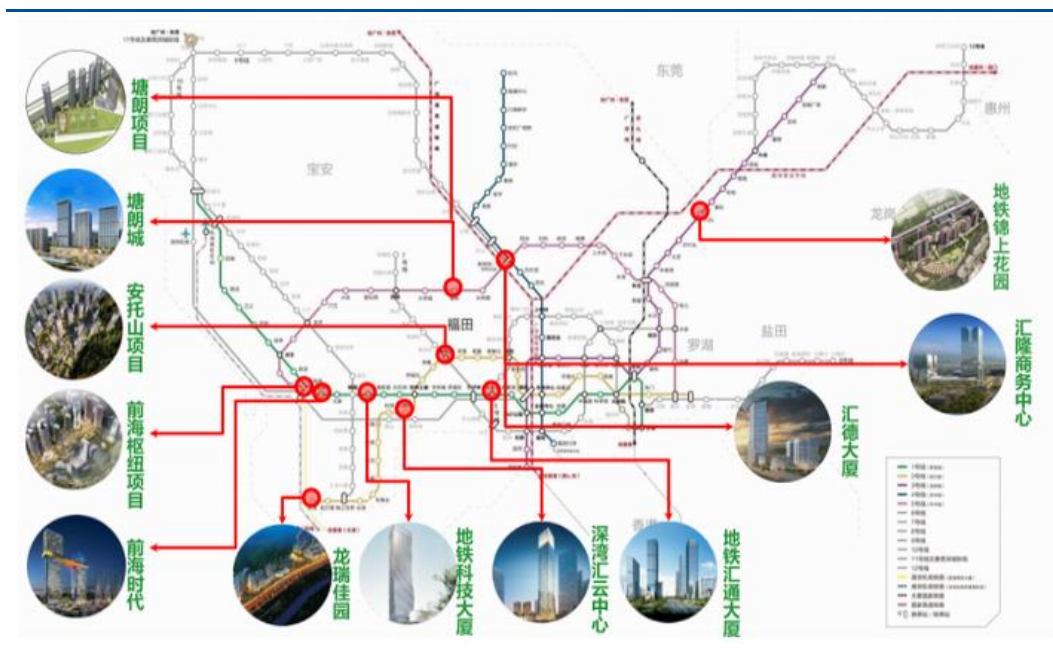
项目	位置	占地面积(万平方米)	容积率	定位
安托山项目	安托山停车场上盖	13.55	3.94	善意城市山居生活社区
塘朗 F 项目	5 号线塘朗车辆段上盖	4.28	2.98	中高档精英时尚社区
汇德大厦	直接接驳深圳北站	1.93	12.88	五星地标综合体
汇隆商务中心*	深圳北站	2	7.00	高铁商务综合体
深湾汇云中心*	2、9、11 号线交汇处	6.8	6.91	世界级湾区型高端大型城市综合体
地铁汇通大厦	1 号线车公庙站上盖	0.66	17.55	超高层综合建筑
前海枢纽项目	1、5、11 号线交汇处	20	6.40	高端城市综合体
地铁金融科技大厦	1 号线、13 号线上盖	9.78	/	高端金融科技综合体
地铁锦上花园	3 号线六约站上盖	11.12	2.90	城市综合体
塘朗城广场	5 号线塘朗站上盖	4.36	5.96	深圳首个城市 TOD 全能综合体

资料来源：深圳地铁官网，民生证券研究院

注：*代表深圳地铁与万科合作开发项目

深圳地铁目前共拥有12个项目的土地开发权，总建筑面积约450万平方米，目前在建项目面积约300万平方米，已经实现销售总面积约83万平方米，销售额超过450亿元。此外，深圳市轨道四期工程合计长度约150公里，总投资1344.5亿元，车站数量91座，规划线路中6个车辆段、6个停车场具备上盖物业开发的可能性，预计可开发物业面积达400万平方米以上。到2025年，深圳地铁将运营15条轨道交通线路，总里程约570公里，承担公共交通45%的客运量，为沿线物业输送大量客流。

图 24：深圳地铁项目布局



资料来源：深圳地铁官网，民生证券研究院

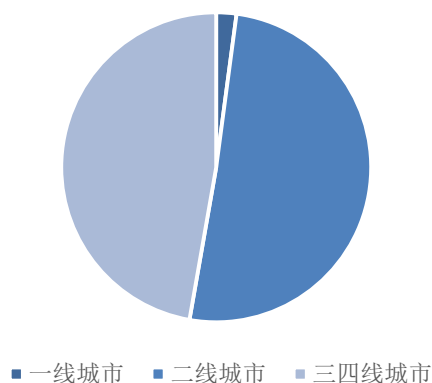
表 14：深圳市轨道四期工程规划（2017-2022 年）

线路	线路长度（千米）	车站数（座）
6 号线支线	6.1	3
12 号线	40.5	33
13 号线	22.4	16
14 号线	52.5	15
16 号线	29.2	24

资料来源：深圳地铁官网，民生证券研究院

在“房住不炒”的基调下，深圳执行限购、限贷、限售、限价、限商政策组合拳，土地供应数量呈现下滑趋势，2018年上半年深圳土地供应总量为19宗，规划建筑面积285.73万平方米，与2017年同期基本持平。而万科2018年上半年拿地集中于二、三线城市，一线城市仅在上海新增2个项目。

图 25：万科 2018 年上半年拿地权益面积分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

在核心城市以合理价格储备充足土地资源是房地产企业未来长期发展不可或缺的能

力，在地价高涨，“地王”频出的当下，轨道物业发展模式能够利用地铁上盖再造空间资源，加强土地集约化利用。深圳地铁在深圳核心区域拥有大量稀缺土地资源，同时未来规划大规模持有购物中心、写字楼、酒店、公寓等优质物业，通过与深圳地铁强强联手，万科能够优化在深圳区域的布局，以相对合理的价格获得深圳地铁待开发上盖物业资源，加强土地和项目储备，提升企业未来业绩和增长率。

3、多方合作共赢，加速战略转型

深圳地铁是目前国内实践轨道物业模式相对最为成功和市场化的企业，在轨道建设和眼线物业开发运营方面拥有丰富的经验，而万科作为国内首屈一指的房地产企业，拥有物业建设和管理的专业优势，轨道物业在规划、设计、开发、管理等流程上都具有特殊要求，双方通过战略合作能够充分发挥各自的优势，实现互利共赢。

图 26：万科杭州地铁 10 号线杭行路 TOD 项目效果图

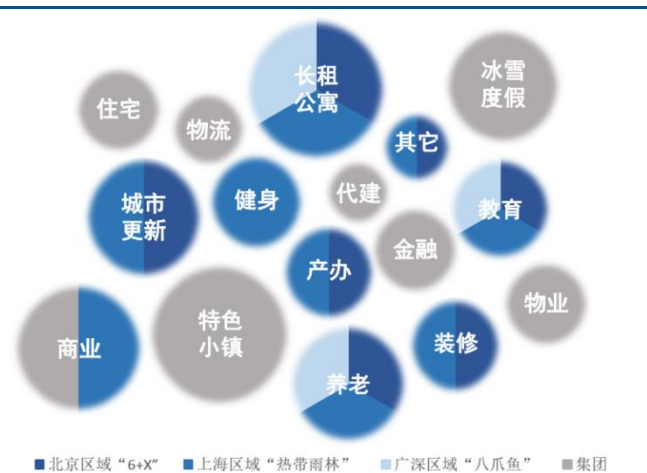


资料来源：公司官网，民生证券研究院

除深圳地铁外，万科还与杭州地铁、重庆交投和中轨集团等企业开展合作。中轨集团作为全国城市轨道交通行业唯一的产业资本，以经营性观念投资轨道，以实用性视角建设轨道，通过出资承债、运营创新和产业集成三大模式支持PPP项目，能够在政策扶植下为万科进行轨道物业建设提供成本较低的资金支持，缓解地方财政压力。万科在重庆、杭州等地复制的轨道物业“深圳模式”则由于配合其拿地策略加快在二线城市进行轨道物业布局。

2017年年报中万科提出要将城市配套服务商进一步升级为城乡建设与生活服务商，并细化为美好生活场景师、实体经济生力军、创新探索试验田以及和谐生态建设者四大角色，建设“热带雨林”、“八爪鱼”式复合业务生态，积极进入家装、商业、养老、教育、物流等产业，为城市提供全方位多功能的配套服务设施。2016年8月万科收购黑石集团旗下商业地产公司印力集团96.55%股份，2018年1月又通过印力集团收购凯德集团名下20家购物中心，大部分位于三线城市的核心区域，从而跻身仅次于万达的第二大商业地产管理商，弥补其在商业地产开发管理方面的人才和技术缺失，进一步助推轨道物业模式和企业战略转型。

图 27：万科集团及各区域业务

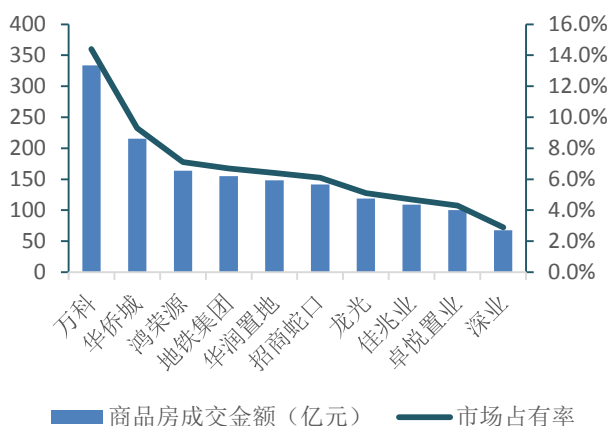


资料来源：克而瑞咨询，民生证券研究院

4、践行 TOD 模式，把握发展机遇

万科作为龙头企业，2017年在深圳市的商品房成交金额和面积都独占鳌头。但在地产行业集中度不断提升，房企竞争日益加剧的背景下，深圳作为一线城市，土地资源明显趋于紧缺，万科需要调整发展战略适应市场变化。

图 28：2017 深圳市商品房企业成交金额 Top10



资料来源：CRIC，民生证券研究院

图 29：2017 深圳市商品房企业成交面积 Top10



资料来源：CRIC，民生证券研究院

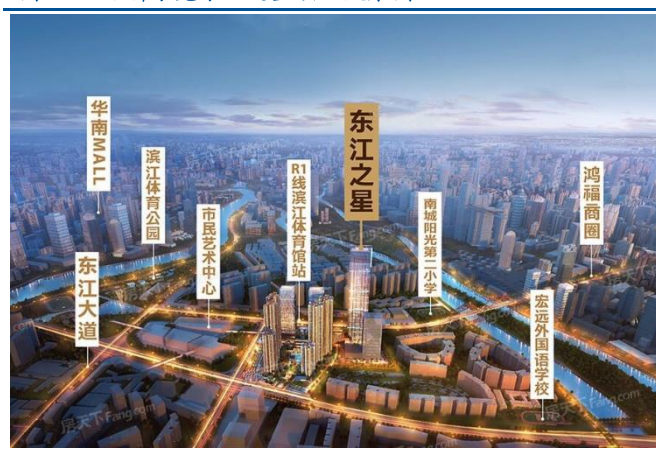
万科过去的成功很大程度上在于把握了城镇化的机遇，而未来的机会则是都市圈的构建。东京、纽约等国际化大都市的都市圈半径均稳定在50公里左右，《深圳市城市总体规划（2016-2035年）》新闻发布会也提出要打造“50公里都市圈”，与广州、香港、东莞、惠州、中山、珠海进行全面区域合作。随着都市圈核心区域房价上涨，居民流向周边区域是必然趋势，轨道交通作为衔接周边市镇的重要纽带能够助推大都市圈的形成，而在这一过程中，万科作为城市配套服务商自然能够背靠深圳地铁，在轨道物业的开发模式下获得巨大的发展机遇。

图 30：2 深圳 50 公里都市圈范围



资料来源：Google 地图，民生证券研究院

图 31：万科东莞东江之星项目效果图

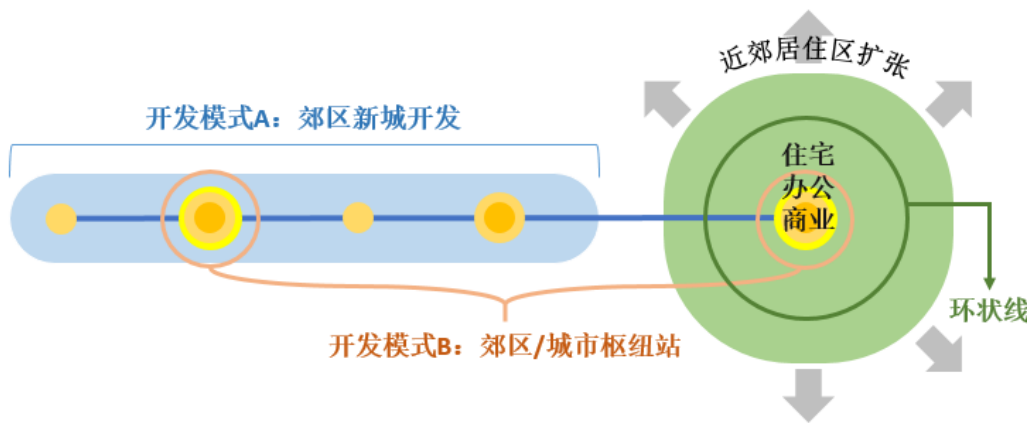


资料来源：房天下，民生证券研究院

珠三角一体化进程中，TOD模式将为引导大都市圈的形成发挥重要作用。《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》构想了“三环八射”总长度超过2000公里的城际轨道交通网络，

广州、深圳、东莞、惠州等城市都在市域轨道预留了地铁接驳接口。通过对珠三角区域整体发展目标和产业布局并结合各城市规划，合理布置轨道交通走廊和每个站点的区位，引导人口、服务和产业以轨道站点为圆心集中，将“摊大饼式”的城市分化缩小并通过轨道交通连通。

图 32: TOD 典型开发模式



资料来源: 民生证券研究院整理

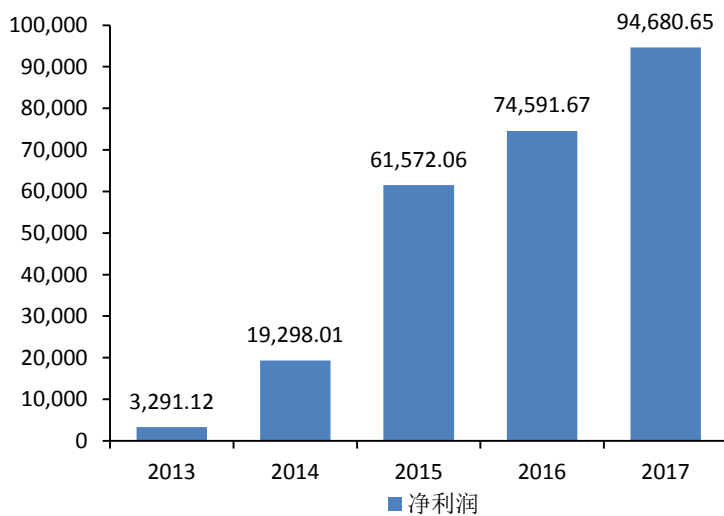
2016年6月, 万科集团、深圳地铁和东莞实业投资控股集团三方签订了合作备忘录, 拟在深圳地铁四期轨网、东莞轨道交通的PPP项目中加强合作, 以轨道物业模式参与轨道交通及上盖物业项目的建设, 而2017年4月成立的东莞市轨道交通建设及TOD开发领导小组能够在规划层面更好的引导城市TOD项目落地。东江之星是万科在东莞的首个TOD项目, 位于东莞地铁1号线并将体育站上盖, 融合了商业办公、居住生活和文化娱乐等多种业态, 除了自身丰富的商业体、写字楼和住宅产品, 还联结了周边1公里范围内的体育公园、艺术中心、产业用地、学校等配套设施以及金鳌洲塔等文化元素。大型城市级综合体的落成能够引导和聚集人流, 缓解东莞人口密集、交通拥堵、土地紧缺的城市病, 同时也为万科创造了潜在的盈利空间, 享受土地未来增值红利。

(二) 京投发展: 以北京为中心, 以轨道交通为依托

2010年, 京投公司正式明确了将重心转移至北京的长期战略, 在提出了“以北京为中心, 以轨道交通为依托”的发展计划之后, 围绕着轨道物业这一新兴模式进行大规模开发建设, 并跻身成为综合体项目的行业领头羊。

2011年, 公司专门成立了轨道物业研究技术研究中心, 通过对先进开发技术的持续研究, 率先在北京完成了三个地铁上盖的物业项目, 并在2012年迎来了其业绩的飞速上涨期。在轨道物业项目的支持下, 公司规模不断扩张, 抢占了北京市乃至全国的市场先机。

图 33: 京投发展 2013-2017 净利润变化 (单位: 万元)



资料来源: Wind、民生证券研究院

1、掌握轨道物业领域巨大行业优势

土地：抢先获取轨道规划的一手信息。

京投集团是北京市轨道交通建设投资运营的主体，从信息流通上讲，京投集团可以掌握城市轨道交通规划的最新动态，并及时调整物业项目规划建设的选址、功能组合等重要方向；从统筹规划上讲，京投集团协调轨道和物业的建设的难度较低，集团内部的交流沟通能够提高两者建设的同步率，减少矛盾的产生。

在信息流通和统筹规划的保证下，京投集团2017年建设开发了众多地产项目，其中综合性开发占比达到了50%，处于行业内领先状态。

表 15：京投 2017 年综合性开发项目一览

地区	项目	业态组合	项目用地 (m ²)	总投资额 (万元)
北京昌平区	公园悦府	普通住宅、保障房、商业	259,338	902,961
北京海淀区	琨御府	普通住宅、写字楼、商业	159,082	906,500
北京丰台区	西华府	普通住宅、写字楼、商业	233,209	843,619
北京平谷区	璟悦府	商业、办公、住宅及配套	89,153	346,000

资料来源: 公司年报、民生证券研究院

资金：大股东高强度的资金支持，为项目后期可持续性建设提供可能。

为了最大程度上保证综合体项目的规模和质量，京投集团选择为进行项目落地的公司以协议的方式提供借款。在协议下，借款的利息以约定上限的方式按照市场情况进行浮动。京投集团借此成功保证了综合性项目的前期高投入和后期维护性支出，防止资金链在资本回收周期内断裂。

不仅如此公司还采取了多种融资手段，其中主要包括了股东借款、发行公司债券及项目公司向金融机构融资。通过多种组合的融资渠道，京投集团得以用强有力的资本优势抢夺市场份额，并进而缩短资本回收周期，形成良性循环。

表 16: 2017 年京投融资情况一览 (单位: 万元)

期末融资总额	1,687,948.33
银行贷款	194,648.33
关联方借款	1,165,400.00
公司债券	277,900.00
其他	50,000.00
债务融资加权平均成本 (%)	7.93
利息资本化率 (%)	8.32

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

其中, 2017年1月25日, 京投置地在北京金融资产交易所发行的50000.00万元的债券融资计划, 募集资金用于项目开发建设。

另外, 京投集团选择的建设项目往往都具有极高的附加值。这些项目往往会通过多功能的合理组合和分层出售的方式来实现物业增值。这种1+1>2的业态组合方式所带来的回报率往往远高于单一的商业中心或者住宅。高附加值项目带来的综合性收益甚至能够继续促进地铁上盖业务的持续优化。

表 17: 2014 年京投部分项目销售情况

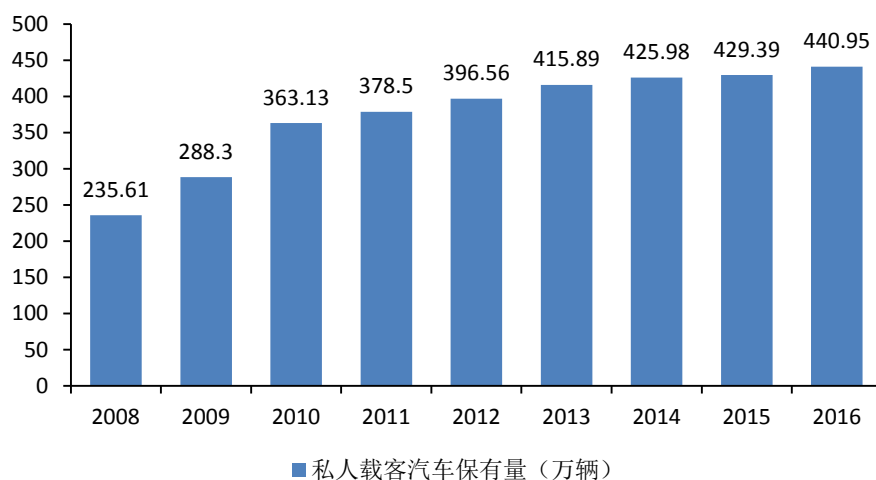
项目	14 年销售金额 (亿元)	楼面价 (元每平方米)	总体毛利率
琨御府	32.18	11728	59.38%
公园悦府	17.28	9103	58.24%
西华府	14.45	5326	39.56%

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

权属: 关注地铁车辆段的开发建设, 在既得权属下挖掘可能性空间。

车辆段即车辆进行停放、检查、装备、运用和修理的大型管理中心所在地。我们日常生活中最为常见的车辆段层次即停车场, 初次之外还有负责更换损坏配件的车辆段和更为大型的服务中心大修厂。

图 34: 北京私人载客汽车保有量



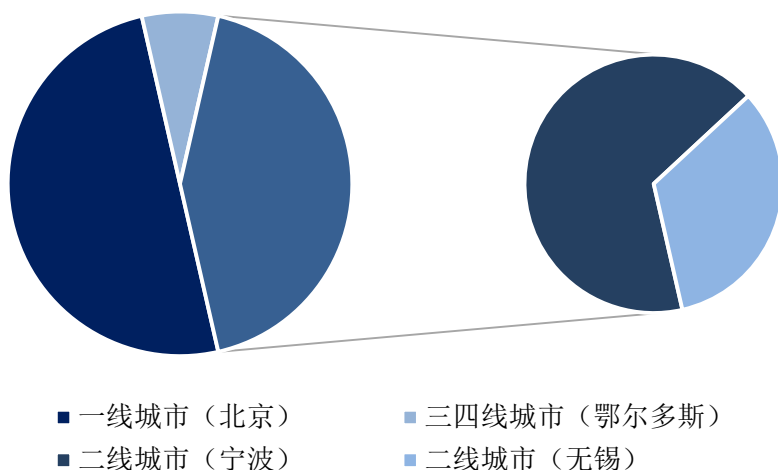
资料来源: Wind、民生证券研究院

首先，北京的交通网线十分密集，交通方式转换频繁；其次在全国相比较为严格的限行限号政策推动了私家车辆和轨道交通的进一步衔接；最后，区别于其他城市的经济状况，北京市的居民私人载客车辆持有占比非常高。因此探索北京地铁车辆段的上盖开发，可以打通汽车与地铁的联系，将交通并联的优势用于提升物业价值，对于充分利用土地开发权，提高容积率有着特殊的意义。

2、以北京为基地，扎根二、三线城市

在2020年之前，北京的地铁里程预计将拓展至1050公里，这也就意味着北京地铁沿线可供出让的土地利用资源将成为房地产行业的一块大蛋糕。京投集团作为北京市地铁上盖项目开发方的中流砥柱，深耕北京市的轨道物业建设空间，并在此基础上逐步探索二三线城市。京投集团更是致力于利用北京市已经成型的建设经验和先进技术，来定向挖掘二三线城市轨道物业模式的发展潜力，为进一步地争夺全国范围内的市场份额做好准备。

图 35：京投 2017 年项目城市分布



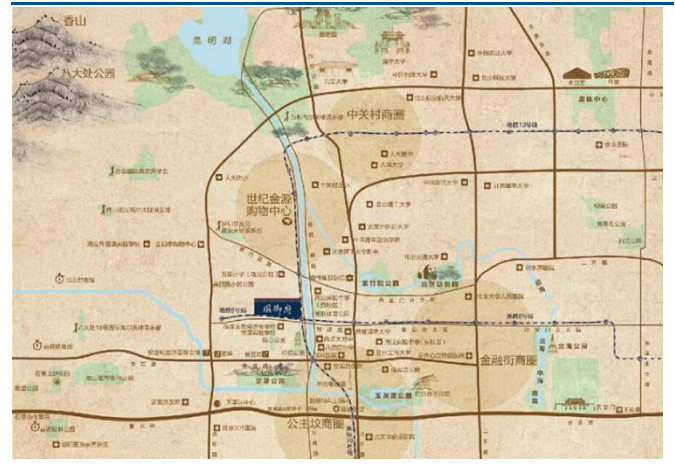
资料来源：Wind 民生证券研究院

除了北京外，京投集团将主要资源投放在二、三线城市，但仍然将北京作为业务主阵地。在北京，京投集团以大投入、高输出的方式发展轨道物业项目。

以北京著名地铁上盖物业琨御府为例，琨御府作为一个由写字楼、商业中心和住宅所构成的综合性房地产项目，就是其中一个较为成功的模式应用。琨御府的建设依托于6号线和10号线的换乘站慈寿寺站，其所依托的地铁沿线地段属于城市核心地带。

图 36：琨御府预期景观图

图 37：琨御府位置图



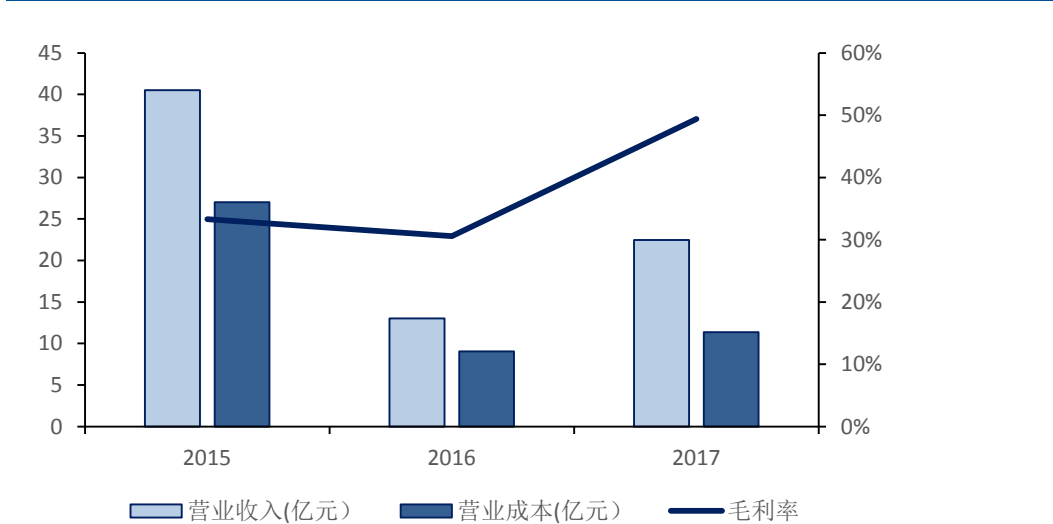
资料来源：房天下，民生证券研究院

资料来源：房天下，民生证券研究院

从土地规划上看，琨御府的建设规划取得了政府相关机构的协调配合。为了达到与轨道交通高度衔接的效果，琨御府的建设拆除了慈寿寺站的地铁出入A口。通过对轨道交通进行协调调整，京投摆脱了原来土地规划滞后于城市规划的劣势。

从权属利用上看，琨御府选择了利用天桥、直梯、连廊等连接通道的建设来连接自己所拥有的物业建设项目，实现了在权属分布零散的情况下土地空间的高效率利用；另外，琨御府的项目即是针对地铁车辆段的开发建设，其高度集约利用了地铁终点站停车库库顶和车辆出入口来实现轨道交通和物业建设的对接。

图 38：琨御府销售收入结转情况



资料来源：公司年报、Wind

从资金上看，琨御府为原京投银泰与京投集团共同投资建设。双方组成联合体来参与琨御府的开发地块的竞标,随后便合资组建项目公司。京投公司为项目公司提供融资支持以支付部分地价款。在大股东的支持下，琨御府的项目获得了坚实的资金支持，并进而保证了建设质量。

五、投资建议

维持行业“推荐”评级。在当前国内住宅市场监管调控愈发严格，东部城市城镇化发展增速趋缓的背景下，基于交通沿线布局的轨道物业，必将成为未来地产投资的重点领域。当前我国轨道交通处于蓬勃发展期，而轨道物业的建设可以进一步提升土地纵向利用率，打造核心都市区。在此推荐深圳地铁控股的国内地产龙头万科，其股东背景和地产领域深厚的资源会在未来进一步凸显协同效应。另外，建议关注轨道物业领域有深度布局的京投发展。

六、风险提示

轨道交通规划调控收紧，信贷利率持续上升。

插图目录

图 1: 轨道物业常见开发模式.....	3
图 2: 东京都市圈: 以东京为核心, 多城市协同发展的业态.....	3
图 3: 东京都市圈及人口分布情况概况.....	4
图 4: 东京及日本全国家庭的通勤时间分布.....	5
图 5: 东京都市圈平均商用地价格同比变化 (%).....	5
图 6: 深圳地铁网络规划图.....	7
图 7: 深圳保障性住房配件比例范围图.....	7
图 8: 上海地铁站不同半径范围内营业额超过 10 亿商场比例.....	7
图 9: 滨康综合体的计划效果图.....	9
图 10: 滨康综合体搁浅后的实景图.....	9
图 11: 我国轨道交通投资规模分析.....	10
图 12: 北京地铁票价 14-17 年调整情况.....	11
图 13: 一体化管理层级示意图.....	12
图 14: 部分城市地铁日均客流量 (万人次).....	13
图 15: 港铁 PPP 开发流程.....	14
图 16: 港铁 TOD 分阶段开发流程.....	15
图 17: TOD 模式“3D”特征.....	15
图 18: 2017 年港铁收入与利润分布.....	16
图 19: 2013-2017 年港铁利润构成变化 (%).....	16
图 20: 港铁不同站点典型物业开发类型与业态构成.....	17
图 21: 港铁九龙站接驳系统.....	17
图 22: 华润转让后万科股东结构.....	18
图 23: 恒大下属企业转让后万科股东结构.....	18
图 24: 深圳地铁项目布局.....	19
图 25: 万科 2018 年上半年拿地权益面积分布.....	20
图 26: 万科杭州地铁 10 号线杭行路 TOD 项目效果图.....	21
图 27: 万科集团及各区域业务.....	21
图 28: 2017 深圳市商品房企业成交金额 Top10.....	22
图 29: 2017 深圳市商品房企业成交面积 Top10.....	22
图 30: 2 深圳 50 公里都市圈范围.....	22
图 31: 万科东莞东江之星项目效果图.....	22
图 32: TOD 典型开发模式.....	23
图 33: 京投发展 2013-2017 净利润变化 (单位: 万元).....	23
图 34: 北京私人载客汽车保有量.....	25
图 35: 京投 2017 年项目城市分布.....	26
图 36: 琨御府预期景观图.....	26
图 37: 琨御府位置图.....	26
图 38: 琨御府销售收入结转情况.....	27

表格目录

表 1: 东京地铁站上盖物业一览.....	6
表 2: 东京地铁站周边商业用地容积率.....	6
表 3: 2017 年内地部分城市地铁商业站点比例.....	8

表 4: 2017 年内地部分城市在建地铁线路里程及站点数量统计表	8
表 5: 单个站点可开发轨道物业面积 (万平方米)	8
表 6: 总计可开发轨道物业面积 (亿平方米)	9
表 7: 2018 年中国部分城市轨道交通建设规划进度	9
表 8: 轨道物业项目前期投入概况	10
表 9: 北京地铁票价定价原则	11
表 10: 我国轨道交通建设资金来源分布概况	11
表 11: 声环境质量数据标准	12
表 12: 港铁 TOD 模式东涌线实践案例	15
表 13: 深圳地铁持有项目	19
表 14: 深圳市轨道四期工程规划 (2017-2022 年)	20
表 15: 京投 2017 年综合性开发项目一览	24
表 16: 2017 年京投融资情况一览 (单位: 万元)	25
表 17: 2014 年京投部分项目销售情况	25

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

王嵩，浙江大学会计学硕士，从事房地产信托业务三年，精通地产行业投融资。2017年6月加入民生证券。

由于沛，同济大学与美国西北大学联合培养土木工程博士，曾就职于中信证券，2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。