2017 年 09 月 04 日

证券研究报告•行业研究•房地产

经营性地产系列之一

跟随大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

从增量开发到存量运营，地产变局来临

投资要点

- 本文是我们探讨经营性地产系列报告的第一篇，内容包括存量经营和增量开发的区别、估值约束、目前盈利模式较为清晰的经营性地产细类、典型企业代表和经营模式，关于具体某个类别的深入研究将在我们之后的报告中展开。
- **由于土地供应整体受限等因素，增量开发面临天花板和明显的估值约束。**传统的商品房开发销售模式利润点主要来自开发周期内土地的增值、产品的差异化和存货的周转速度。但面临的问题也是显然的：土地资源的可获得性、变现价格的实现、土地成本和变现周期的控制、可利用的财务杠杆等。这些方面会影响地产公司的估值水平。从地产股的历史表现来看，估值表现显著弱于股价表现，估值的约束特征非常明显。
- **存量经营的类型和盈利模式相较增量开发更为丰富，投资逻辑也显著不同。**存量经营涉足到各类不动产（土地、园区、固定设施、房屋等）、多种客户（个人、企业和政府）、不同参与者（不动产持有者、运营商、服务商等）和不同类型服务（使用租赁、撮合成交、资产管理、居间服务等），其盈利模式的核心要素要丰富的多，投资逻辑也与增量开发存在显著的不同。
- **物流地产是房地产运营 ToB 端的重要细分领域，呈现典型的客户驱动和网络化特征。**物流地产不同于一般的产业或科创园区，核心客户需求和网络化布局的内在需求驱动力较强，其运营管理能力比开发能力更为重要，甚至决定了物流开发商的发展规模以及整体收益。由于中国的定制和高标仓储设施严重不足，而电商和消费需求在持续增长，物流地产的发展空间不可限量，目前主要玩家可以分为资源驱动型、基金驱动型和产业链驱动型。
- **租售同权的倡导下长租公寓将迎来快速发展。**租售同权是最重要的房地产长效机制之一，长租公寓链接存量资源和租户需求，将显著提升房屋使用效率和租户体验，是房地产市场的重要细分领域，发展空间广大。长租公寓基于产品提供服务，规模化运营和执行力最为重要。未来的利润来源主要是租金差、管理服务费和其他衍生服务收入。
- 我们推荐长租公寓受益标的世联行（002285）、棚旧改受益标的天健集团（000090）、优质物业持有标的陆家嘴（600663）等，建议关注嘉宝集团（600622）、南山控股（002314）等。
- **风险提示：**政策利好或低于预期等。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS（元）			PE		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002285	世联行	12.59	增持	0.37	0.49	0.67	20.54	25.69	18.79
000090	天健集团	12	买入	0.37	0.72	1.13	26.11	16.67	10.62
600383	金地集团	11.66	买入	1.40	1.64	1.98	9.26	7.11	5.89
600466	蓝光发展	9.28	买入	0.41	0.76	0.99	23.61	12.21	9.37
600663	陆家嘴	24.34	买入	0.79	1.08	1.40	28.09	22.54	17.39

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如

执业证号：S1250517060001

电话：0755-23900571

邮箱：hhr@swsc.com.cn

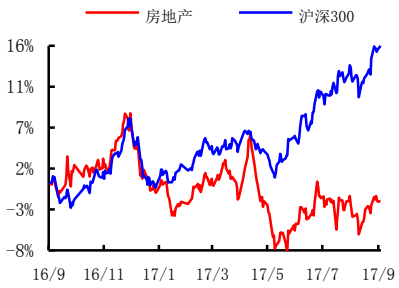
分析师：王立洲

执业证号：S1250514080001

电话：023-67914902

邮箱：wanglz@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	130
行业总市值（亿元）	24,768.69
流通市值（亿元）	23,885.23
行业市盈率 TTM	15.45
沪深 300 市盈率 TTM	13.9

相关研究

1. 房地产行业周报：中报略超预期、销售环比回升 (2017-09-03)
2. 房地产行业政策点评：利用集体建设用地，租赁住房空间大开 (2017-08-29)
3. 房地产行业周报：万科业绩超预期，三四线热度不减 (2017-08-26)
4. 房地产行业周报：销量下行利空出尽，板块表现依旧强劲 (2017-08-21)
5. 房地产行业数据点评：拿地依旧强劲，后期保持乐观展望 (2017-08-15)
6. 房地产行业周报：销量下行趋势减缓，央行发布货币政策执行报告 (2017-08-13)

目 录

引言 1
1 存量经营与经营性地产 2
2 增量开发面临天花板和估值约束 4
2.1 土地供应从总量上看依旧明显不足 4
2.2 新开工开始落后销售、新房进入紧缺时代 5
2.3 土地价格约束机制缺乏、溢价率居高不下 7
2.4 开发销售模式的局限性和估值约束 8
3 存量经营的特征和分类 11
3.1 存量经营的核心要素 11
3.2 存量经营的三种典型业态 12
4 物流地产的典型代表及经营模式 15
4.1 资源驱动型代表-宝湾物流 15
4.2 基金驱动型代表-普洛斯 17
4.3 产业链驱动型代表-京东物流 19
5 长租公寓的典型代表及经营模式 21
5.1 分散式租赁代表-自如（Ziroom） 21
5.2 集中式租赁代表-世联红璞 23
5.3 开发商切入租赁代表-泊寓 25
6 相关受益标的梳理 28

图 目 录

图 1：经营性地产的表现形态、盈利模式和企业行为 3
图 2：土地购置费与房地产投资变化趋势高度拟合 4
图 3：国有建设用地供地（含存量和增量）显著回落/万公顷 4
图 4：国有建设用地出让面积在 2013 年见顶后回落显著 4
图 5：“建设用地供地-房地产用地”在 2013 年达到峰值 4
图 6：2015 年末我国土地利用现状（万公顷） 5
图 7：2015 年末城市建设用地面积构成（平方公里） 5
图 8：商品房新开工-销售面积显著减少 6
图 9：去年商品住宅销售面积显著超过新开工 6
图 10：2016Q2 开始全国商品房狭义库存见顶回落 6
图 11：三四线城市库存高点不一，呈现见顶回落或高位盘整 6
图 12：我过商品房四个维度的绝对库存量（亿平方米，建筑面积口径） 7
图 13：2016Q2 开始全国商品房狭义库存见顶回落 8
图 14：三四线城市库存高点不一，呈现见顶回落或高位盘整 8
图 15：典型龙头房企销售净利率的变化趋势 9
图 16：典型龙头房企加权 ROE 的变化趋势 9
图 17：2011 年后万科、中海股价表现显著强于估值表现 10
图 18：保利、金地、中海和碧桂园过去六年估值对比 10
图 19：美股 D.R.Horton、Lennar 股价与估值表现 10
图 20：保利、中海和美股 D.R.Horton、Lennar 估值对比 10
图 21：增量开发模式下利润来自开发过程中的地价增值和产品的差异化收益 11
图 22：存量经营模式下的资产、内容和服务划分 12
图 23：科创园区属于“大资产-小客户”业态模式 13
图 24：物流地产属于“小资产-大客户”业态模式 13
图 25：长租公寓以资产为基础但竞争力更多体现在运营和服务 14
图 26：覆盖 C 端客户全生命周期的经纪业务、信息平台和衍生服务 14
图 27：物流地产商主要可以分为三类（资源驱动、基金驱动和产业链驱动） 15
图 28：宝湾物流战略布局城市 16
图 29：宝湾物流的经营模式（从开发到运营的重资产模式） 16
图 30：普洛斯净资产价值全球分布情况 18
图 31：物流地产属于“小资产-大客户”业态模式 18
图 32：普洛斯为客户提供物流相关的综合解决方案 18
图 33：普洛斯在中国在营物流设施面积绝对龙头（百万方） 18
图 34：普洛斯通过基金放大杠杆实现资金快速周转 19
图 35：普洛斯的网络规模效应通过循环持续扩大 19
图 36：京东物流与配送服务不可分割 19
图 37：京东物流多仓合一保证供货速度 19
图 38：京东物流依赖互联网大数据和物流网络提供上门接货服务 20
图 39：自如提供的四大类产品 22

图 40： 60 万自如客年龄和职业构成 22
图 41：自如的主要经营模式 22
图 42：上海某自如驿外景 23
图 43：自如五星级标准卫浴设施 23
图 44：世联红璞拓展集中式公寓的核心优势 24
图 45：世联红璞在广州的公寓布局 24
图 46：世联红璞拓展集中式公寓的核心优势 25
图 47：世联红璞在广州的公寓布局 25
图 48：泊寓全国布局情况 26
图 49：泊寓（北京长阳半岛店）实拍 26
图 50：泊寓的主要经营模式 27

表 目 录

表 1：增量开发 vs 存量经营 2
表 2：核心位置优质物业运营模式代表及核心指标 12
表 3：宝湾物流部分运营项目经营指标 17
表 4：自如的大致发展历程和重要事件 21
表 5：世联红璞的大致发展历程和重要事件 23
表 6：重点推荐和关注公司盈利预测与评级 28

引言

房地产长效机制的建立和完善将会从制度政策、市场空间和企业行为等方面显著地改变房地产的行业环境和运行生态。房地产长效机制与行业库存的降低、资产价格的大幅上涨、投机投资需求的限制、宏观层面供给侧改革的推进有显著关系，其着力点包括：倡导租售同权大力发展租赁市场、盘活存量房屋资产和集体建设用地、大力发展房地产投资信托基金等。

从 2014 年 7 月住建部提出要“千方百计去库存”，叠加之后的调控政策放松和区域价格的上涨，房地产行业商品住宅库存在 2016 年二季度开始出现首次回落，到 2017 年上半年这种回落趋势更为明显。目前来看，政策调控压力比较大的一二线城市，新房的库存和可预期的供应量都难以回到历史高点，在长时间都不存在去库存的问题，而住房需求却有增无减，激活存量住房资源迫在眉睫。

2015 年 11 月，习近平总书记在中央财经领导小组会议上首次提出了“供给侧结构性改革”，指出“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力”。2016 年国家提出要在适度扩大总需求的同时，坚定不移以推进供给侧结构性改革为主线，抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，深化国有企业改革，促进非公有制经济健康发展，提高增长的质量和效益，保持融资的可持续性，拓展金融资源有效配置的领域和空间。

对于房地产行业而言，市场的分化特征很明显。全国不少三四线城市库存依旧相对过高，还需要大力去库存。而主流一二线城市和部分三四线城市因为居住用地和购房需求持续错配，新房和存量房市场投机压力依旧较大。而在区域市场银行抵押贷和信用贷的助推下，房屋消费出现了明显的加杠杆行为，也加大了相应的金融风险敞口，存在内在的去杠杆需求。因此高层提出“房子是用来住的，不是用来炒的”。

从房地产市场的交易效率和成本来看，存在明显提升和改善的空间。其一，在从量到质的城镇化进程中，可以尽可能减少土地利用和置换、人口落户和流动的成本；其二，对市场参与主体考虑多种经营模式后相关税费的纠偏和减少；其三，各类不动产权益确认和流转成本的减少。

本文是我们探讨经营性地产的系列报告的第一篇，主要是探讨存量经营和增量开发的区别、目前市场空间明确且盈利模式较为清晰的细类经营性地产、典型企业代表和经营模式，期望能给予投资者一些启示。

1 存量经营与经营性地产

“增量开发”和“存量经营”是我们在机构路演和研究报告中反复提及的两个词。增量开发一般是指以新增建设用地和房屋的重新建造为前置条件、开发商为主导、以传统开发销售模式为主、意在短期快速变现的商业行为；存量经营是以达到使用条件的经营性不动产为基础条件、运营商或服务商为主导、以租赁使用和相关服务为主、意在持续稳定变现的商业行为。

下表简单地展示了增量开发和存量经营的区别。

表 1：增量开发 vs 存量经营

类别	增量开发	存量经营
前置条件	新增建设用地指标、房屋的重新建造	达到运营条件的不动产、达到一定规模的客户细分群体
主导企业	开发商	运营商/服务商
盈利模式	土地的快速变现	资产的使用、人工服务和衍生服务
收入形式	销售收入	租金差、管理费、服务费、居间费用
利润来源	开发过程中地价的增长、产品和策略差异化形成的极差地租等	特定需求匹配、管理效率提升、平台流量变现等
典型企业	万科、碧桂园、新城控股等	陆家嘴、链家、Redfin、GLP 等

数据来源：西南证券整理

经营性地产的概念与存量经营密切相关。

1）从表现形态上看，经营性地产是投资性不动产的升级版，是房屋、设施、土地和相关空间的有机组合，不仅包括传统意义上的写字楼、商场商铺、厂房仓库、酒店会展，还包括园区（比如产业园区、物流园区、主题公园等）、持续经营的住宅类产品（长租公寓、养老社区等）、以场景和空间为主的营地（教育营地、体育拓展营地）等，形态上十分丰富。

2）从盈利模式上看，经营性地产明显有别于传统的住宅开发销售的盈利模式，并不是通过不动产权益的转移获取一次性收益，而是通过不动产及相关设施的租赁使用、人员的管理服务、特定需求的匹配满足或相关衍生服务带来稳定的或持续放大的收益。

3）从企业行为上看，经营性地产可以指开发经营性不动产或建造相关设施的开发类企业，也可以单指租赁经营性资产进行维护改造投入使用的运营类企业，也可以指依赖信息平台、金融服务和人力资源服务资产持有者的服务类企业或平台类企业。

图 1：经营性地产的表现形态、盈利模式和企业行为

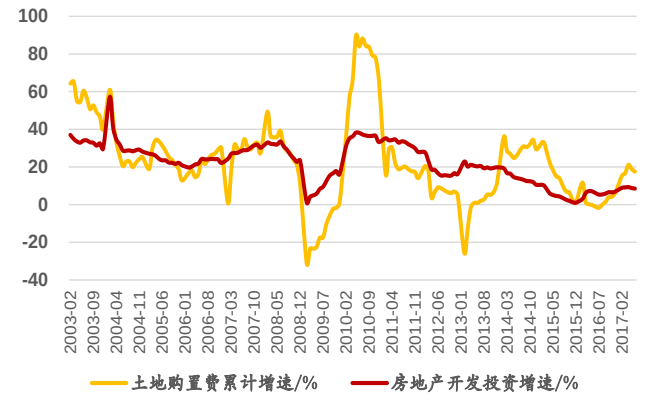
数据来源：西南证券整理

2 增量开发面临天花板和估值约束

2.1 土地供应从总量上看依旧明显不足

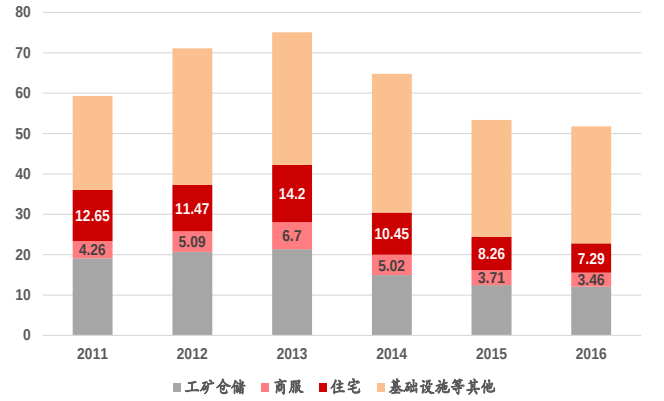
房地产一二级市场（土地出让市场和新房市场）的发展显著依赖于土地的供应，土地购置费（房企当期发生的购置土地的费用，与土地成交面积和地价密切相关）直接计入当期的房地产投资额，其增速的表现与房地产开发投资的增速呈现出高度相关性。土地能否持续放量供应以及土地供应的结构性变化是判断政策真实导向以及行业发展空间的重要因素。

图 2：土地购置费与房地产投资变化趋势高度拟合



数据来源：wind、西南证券整理

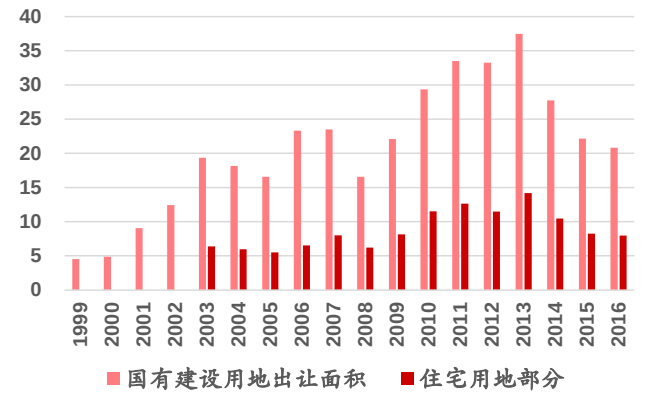
图 3：国有建设用地供地（含存量和增量）显著回落/万公顷



数据来源：国土资源部网站、西南证券整理

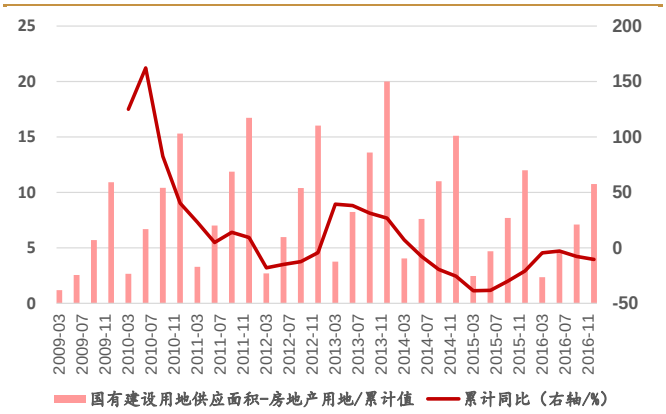
从“国有建设用地出让面积”这个指标来看，我国在 2013 年达到高点 37.48 万公顷后明显回落，与之对应的“国有建设用地出让面积-住宅用地”在 2013 达到 14.20 万公顷后也呈现出同样的趋势。根据《全国国土规划纲要 2016-2030》，2016-2020 年我国年均“批准建设用地-住宅用地”为 5.59 万公顷，2021-2030 年年均批准住宅用地 4.83 万公顷。而 2013 年这一数字为 8.72 万公顷，2011-2015 年均为 7.87 万公顷。显然，我们有合理依据判断 2013 年“国有建设用地出让面积-住宅用地”和“国有建设用地供应面积-房地产用地”这两个指标可能是未来十年的高点。

图 4：国有建设用地出让面积在 2013 年见顶后回落显著



数据来源：wind、西南证券整理

图 5：“建设用地供地-房地产用地”在 2013 年达到峰值

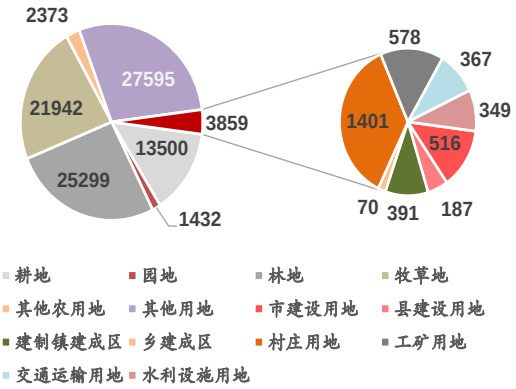


数据来源：wind、西南证券整理

从土地利用现状上看，根据国土资源部的全国城镇土地利用数据（按“建制镇-县-市-省-国家”方式，覆盖 31 个省，不含香港、澳门和台湾），截止 2015 年末我国农用地 64546 万公顷（其中耕地 13500 万公顷，约 20.25 亿亩），占我国陆地总面积的 67.2%；建设用地 3859 万公顷（其中城镇村及工矿用地 3143 万公顷，剩余的是交通运输用地和水利设施用地），仅占我国陆地总面积的 4%。建设用地中，城市（不含县，包括 4 个直辖市、291 个地级市和 361 个县级市）建设用地为 516 万公顷，仅占建设用地的 13.4%。在城市建设用地中，居住用地为 163 万公顷，占比 31.6%。在县建设用地中，居住用地占比明显偏高，我们估算约为 37.3%。

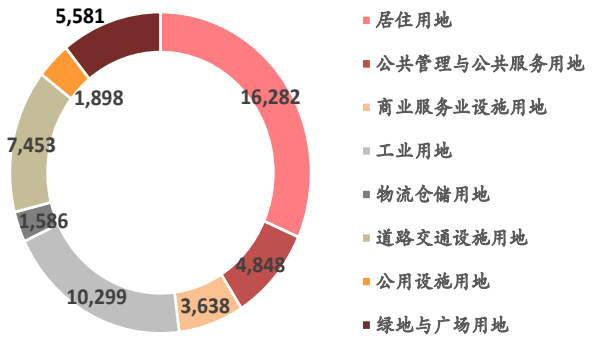
相比其他国家，我国由于有效利用土地的不足、坚守耕地红线、土地当量制度尚未建立等因素，城市里投放的居住用地建设指标严重不足，而另一方面资本、资源、技术等生产要素不断在城市集聚吸引人口持续流入，主流城市基本面都存在供需错配的问题。

图 6：2015 年末我国土地利用现状（万公顷）



数据来源：国土资源部网站、西南证券整理

图 7：2015 年末城市建设用地面积构成（平方公里）



数据来源：wind、统计局、西南证券整理

从供地趋势上看，城镇住宅用地增幅明显放缓，增长在向中西部地区、中小城市偏移。2009-2014 年，全国城镇住宅用地面积累计增幅为 23.0%，与全国城镇用地总增幅基本接近，且增幅由 2010 年的 5.3%下降至 2014 年的 3.6%，呈现出放缓趋势。自 2011 年起，中、西部地区的城镇住宅用地年度增幅维持在 5%、6%左右，均大于东部、东北部地区的年度增幅。2015-2016 由于“房地产去库存”的政策导向，供地和土地成交持续走低。总体上看，对于不同规模城市，其住宅用地的年度增幅基本呈现出“小城市>中等城市>大城市>特大城市和超大城市”的特征。

2.2 新开工开始落后销售、新房进入紧缺时代

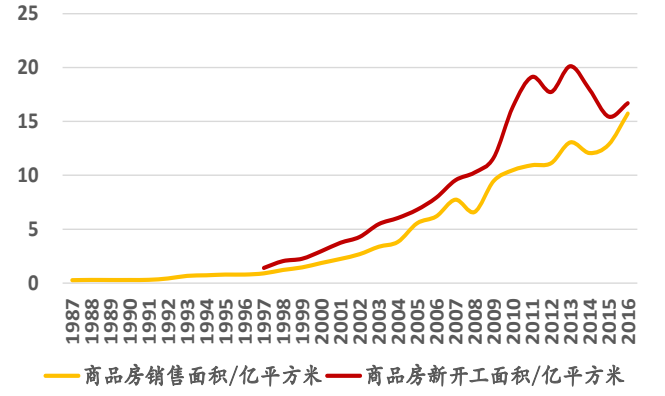
从新开工方面来看，商品房新开工面积从 2013 年达到 20.12 亿平方米以后持续回落，虽然在 2016 年再次回归增长，但与商品房销售面积的差距显著缩小。而住宅新开工和销售面积的表现更为明显，2015 年首次出现住宅新开工落后于销售面积，2016 年显著落后，核心原因在于：

1）土地供应在 2013 年的顶点特征显著；

2）2014 年 7 月开始房地产实施“千方百计去库存”；

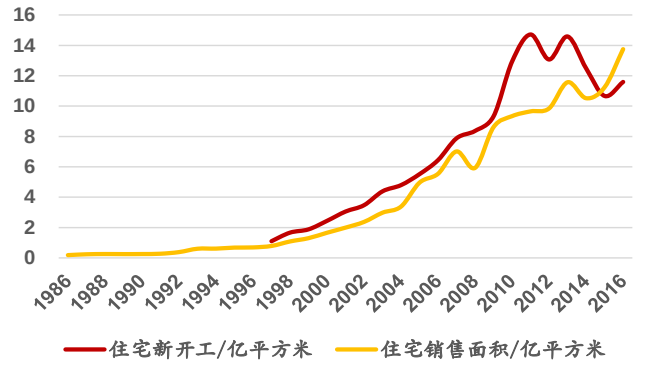
3）2014Q3 央行通过抵押补充贷款工具（PSL）为开发性金融机构支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度，2015 年国家实施了棚改三年计划，在 2015-2017 完成棚户区改造 1800 万套，大力倡导和推行棚改货币化安置。

图 8：商品房新开工-销售面积显著减少



数据来源：wind、西南证券整理

图 9：去年商品住宅销售面积显著超过新开工

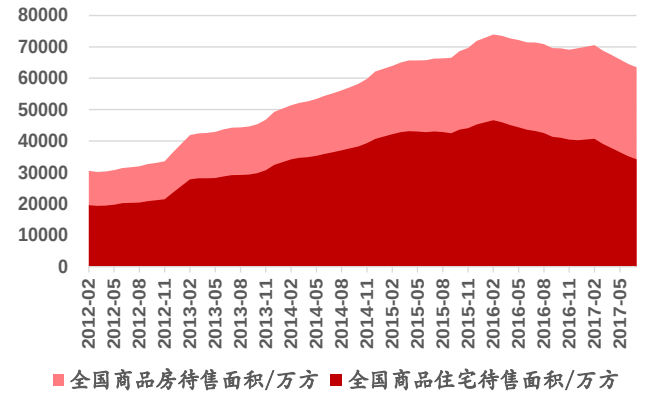


数据来源：wind、西南证券整理

商品房新开工是销售面积的先行指标，累计新开工也是累计可售资源的上限。2017 年上半年，全国商品房销售面积 7.47 亿平米，同比增长 16.1%；商品住宅销售面积 6.48 亿平米，同比增长 13.5%；考虑到信贷节奏的趋紧，我们预计下半年增速会回落至 5-10%之间。在考虑到价格上涨趋势起来后对需求的提振和存货的持续消耗，我们判断 2017 年销售面积可能会成为近几年销售的峰值。

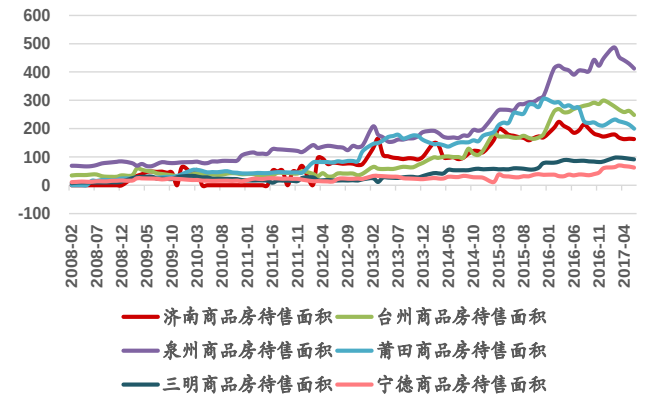
2014 年 7 月住建部部长力推“千方百计去库存”对行业影响显著，配合棚改货币化安置比例的推广提升，全国商品房库存在两年后有了显著的改善，不少城市进入长期的新房供不应求的状态。从总量上看，全国商品房和商品住宅的狭义库存（已竣工未销售，刚性库存占比大）从 2016Q2 开始回落，到 2017H1 回落幅度已经十分明显。在现在严格执行“限购、限贷、限价、限签”的主流一二线城市（截止到 2017 年上半年末约 36 个左右）基本面没有去库存的问题了。其余的三四线城市我们进行了抽样统计，如下图所示，福建泉州的商品房待售面积在 2017 年 2 月达到峰值（487 万方）后明显回落；浙江台州的库存高点在 2016 年 12 月（299 万方）；福建莆田更早一些，在 2015 年 12 月，达到 306 万方。

图 10：2016Q2 开始全国商品房狭义库存见顶回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 11：三四线城市库存高点不一，呈现见顶回落或高位盘整

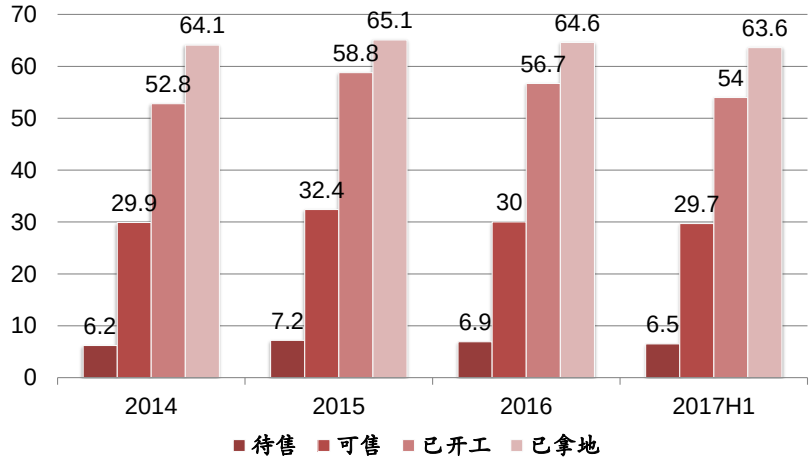


数据来源：wind、西南证券整理

限购限贷对发达城市的销量影响明显，但更多的三四线城市量价齐升，“限”与“非限”的市场呈现出明显的“此消彼涨”的运行趋势。而新增批准面积相比以前更低，总体上库存进入下行通道。以广东省为例，2017 年上半年珠三角六个主要城市商品住宅销售面积同比呈现较大降幅，但粤东西北市场则较为活跃。全省商品房销售面积 7,466 万平方米，创下历史同期新高，是新增批准面积的 2.3 倍，市场总体供不应求，商品住宅库存量创 2014 年以来最低。

从绝对水平来看，我们将商品房的库存口径按从小到大的四个维度逐步放大，分别是商品房待售面积（已竣工的未销售的）、可售未售面积（拿到预售许可但未售的）、已开工未售面积（已开工且未售的）和已拿地（签订土地出让合同且未售的）。我们测算出 2014-2017H1 四个时点全国商品房的绝对库存如下图所示。在 2016 年末四个维度的库存数据相比 2015 年末已经在降低了，2017 年上半年末体现的更明显。

图 12：我过商品房四个维度的绝对库存量（亿平方米，建筑面积口径）



数据来源：wind、西南证券整理

2.3 土地价格约束机制缺乏、溢价率居高不下

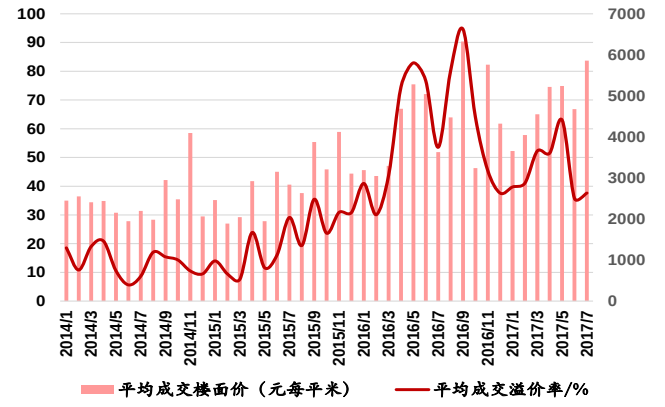
从 2014 年 6 月开始限购限贷政策逐步走向宽松，多个区域销售持续好转，大部分房企对销售持续向好的时间和 2016 年价格上涨的幅度预期不足，导致存货被过度消耗。这种现象导致了土地购置的需求从 2016Q2 开始出现难以抑制的上行，目前来看这种过程还在持续。从我们跟踪的 100 个城市来看，住宅用地平均成交溢价率从 2016 年二季度开始快速走高，之后的土地成交平均溢价率一般在 40%以上。

从城市分类上看，一线城市在 2016 年 Q2 住宅用地成交溢价率也有过一波显著的攀升，启动时间反而落后于二线城市（由于是土地竞拍的主战场），但拉长来看，由于一线城市土地起始价较高，而且样本成交数据相对较少，其平均溢价率抬升并不显著（2014.1-2017.7 的平均值为 40.3%）。

二线城市住宅用地成交溢价率领先于一线城市上涨，在 2015Q3 开始逐步走高，平均溢价率抬升显著，原因可能是二线的土地供应相比一线较为充足，也是公认的收益风险相对比较均衡的区域，在去库存之后最早成为房企竞地的主战场。从 2015 年 7 月到 2017 年 7 月，26 个二线城市住宅用地成交平均溢价率为 50.8%。

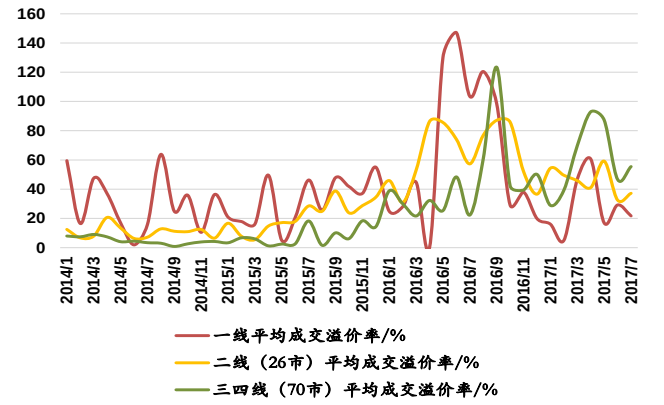
三四线城市从 2016Q3 开始住宅用地成交平均溢价率开始快速走高，今年更是显著强于一线和二线，说明房企竞地的主战场转移到了三四线城市。从 2016 年 7 月到 2017 年 7 月，70 个三四线城市住宅用地成交平均溢价率为 58.4%。

图 13：2016Q2 开始全国商品房狭义库存见顶回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 14：三四线城市库存高点不一，呈现见顶回落或高位盘整



数据来源：wind、西南证券整理

2.4 开发销售模式的局限性和估值约束

传统的商品房开发销售模式面临几个显然的问题：土地资源的可获得性（这与公司发展战略、开发能力和政府供地相关）、变现价格实现（与预售证、购房需求预期相关）、土地成本和期间费用的控制（拿地时点、销售/管理/财务费用、土增税累进税率等）、变现周期的控制（从拿地到销售的时间、从可售到已售的时间）和可利用的财务杠杆（融资限制、最低资本金比例、开发贷利率等）。这些方面显著会影响地产公司的估值水平、净利率、周转速度、财务杠杆等核心指标。

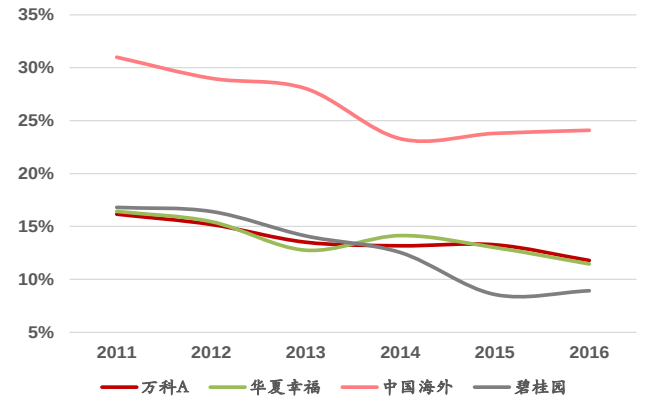
通过公司的财务指标比较分析，我们不难发现净利率存在约束上限而且趋势在缓步回落。由于土增税累计税率的设定限制，房地产的销售净利率不会超过 30%，而在实际情况下，项目调研和筛选、管理半径拓展、投融资的不确定性等因素都会带来当期费用的超预期增长，从而损害整体的销售净利润率，因此公司的净利率从理论上不会突破 30%。值得注意的是，这里主要是指开发销售类的企业，对于持有型为主的显然可以突破。

从下图中，我们可以看到中海的净利率显著偏高，主要是三个原因：公允价值评估增值、费用控制得力、高净利项目周转能力强；碧桂园净利率最低，与公司大规模在三四线城市铺排项目的策略有关（拓展速度快带来增速的提升，但净利率的维持会较难，碧桂园在 2014 年和 2015 年铺排货值的速度明显加快，对当期净利率的压制比较明显）；万科的净利率在缓步下行，2016 年为 11.8%，略高于华夏幸福和保利（结算体量相对较小、结构性特征明显的金地集团、华侨城等净利率要明显偏高些）。华夏幸福产业发展服务的毛利率高达 95%以上，营收占比超过 20%，但整体净利率并没有超过更为纯粹的地产开发公司，根本原因还是在于产业新城和地产开发不可分割，土地的变现需要通过配套住宅销售来实现。

从加权 ROE 这个指标来看，万科过去六年的平均值为 20.1%，中海稍高为 22.1%，碧桂园为 19.3%，整体上的差别低于净利率，趋势上看也是缓步下行，2016 年这三家公司的 ROE 均低于 20%，其中碧桂园有明显提升，而中国海外有明显下降。值得强调的是，华夏

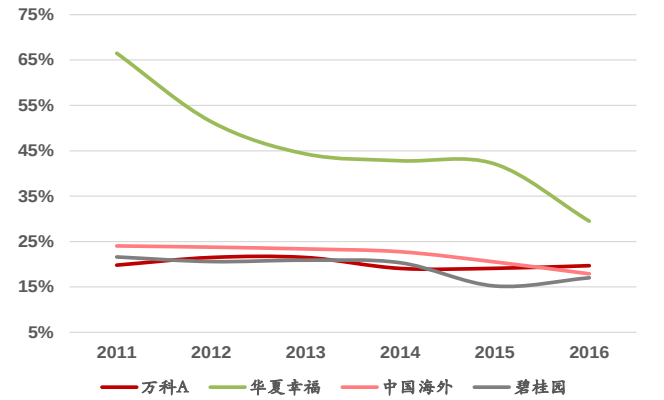
幸福的 ROE 显著偏高，2011-2012 年在 50%以上，主要是因为公司借壳 ST 国祥上市后净资产基数相对较低而产业发展服务收入已经到了收获期。排除累计放量的因素，华夏幸福 2013-2016 年平均值为 39.7%(基本上相当于万科等公司的两倍)，2016 年下降较为较明显，为 29.5%（与增发、非高毛利业务板块增速过快、地产周转速度降低有密切关系）。

图 15：典型龙头房企销售净利率的变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

图 16：典型龙头房企加权 ROE 的变化趋势



数据来源：wind、西南证券整理

从估值变化趋势来看，明显地估值表现弱于股价表现，估值的约束特征非常明显。我们选择了 3 家 A 股典型地产开发上市公司“万科、保利地产、金地集团”，2 家香港上市内房股“中国海外、碧桂园“和 2 家美国主流开发商“霍顿房屋（D.R. Horton, Inc.)、莱纳房产（Lennar Corporation)”进行对比研究。A 股万科、H 股中国海外还有美股霍顿房屋、莱纳房产的股价走势和估值变化基本上都符合这样一个特征。

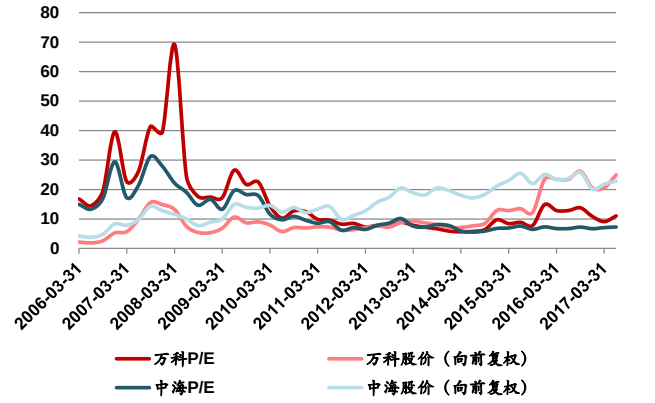
万科和金地阶段性出现过估值提升。可以很清楚地看到，从 2014Q2 开始，金地估值显著提升，还有在 2015Q3 开始万科的估值提升也较为明显，原因主要是因为保险资本的竞相增持。目前来看，万科的估值水平依旧相对较高，碧桂园的估值水平在走高，保利、金地和中海的估值水平较为接近。

保利与中海的估值对比分析：从销售体量上看保利和中海差别不大，但从净利率规模来看，中海几乎是保利的两倍。从 2012-2015 四年间，保利地产的销售额复合增速是 20.5%（中海为 20.0%），归属于母公司股东净利润复合年均增速为 17.3%（中海为 23.0%，包含了公允价值增加），净利率方面保利过去五年平均销售净利率为 13.9%（中海为 27.0%，包含了公允价值增加）；平均净资产收益率方面保利过去五年为 21.0%（中海为 22.9%）。从增速上看，保利净利润增速过去五年持续下行，平均每年下滑 7.9 个百分点，中国海外相对表现稳定，但扣除公允价值增加后增速下滑也十分明显。由于净利润增速的持续下滑，保利的估值中枢只相当于 5 年净利润复合增速的一半不到。

霍顿房屋（D.R. Horton, Inc.）的平均估值水平约 14X：2013 年 7 月下旬估值水平猛升主因 2012 年 2 季度业绩猛增(按当时汇率换算为 49.8 亿人民币)而此后回归正常水平导致。公司 1992 年上市，主要从事住宅开发和相关金融服务（抵押贷款和产权代理服务），其中开发板块收入占比 98%（2015 年贡献收入为 108 亿美元，其中 90%是独立式住宅，其余 10%是洋房、叠拼和公寓等），公司销售净利率 7%，ROE13.6%（稳步增长趋势），估值中枢与 ROE 水平相当。

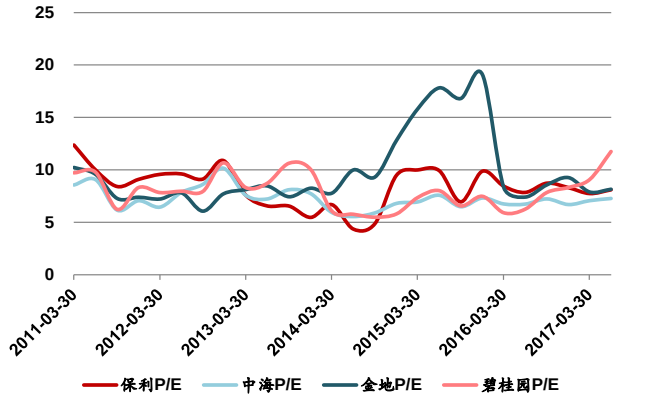
莱纳房产（Lennar Corporation）的平均估值水平约 13X。公司 1972 年上市，以私人住宅开发和销售为主，也为购房者提供金融和房地产投资业务，包括抵押贷款融资，产权保险，房屋买卖，保险代理，将买房者贷款销售给其他金融机构的金融服务和管理用于投资房地产的基金。其中，住宅开发是最重要的业务板块，在 2015 年贡献了 85 亿美元收入（占总收入之比为 89%）。公司销售净利率为 8.5%，ROE 为 15.3%。，估值中枢略低于 ROE 水平。

图 17：2011 年后万科、中海股价表现显著强于估值表现



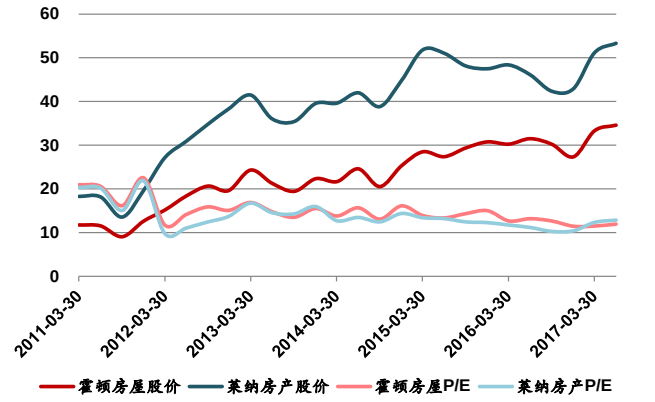
数据来源：wind、西南证券整理

图 18：保利、金地、中海和碧桂园过去六年估值对比



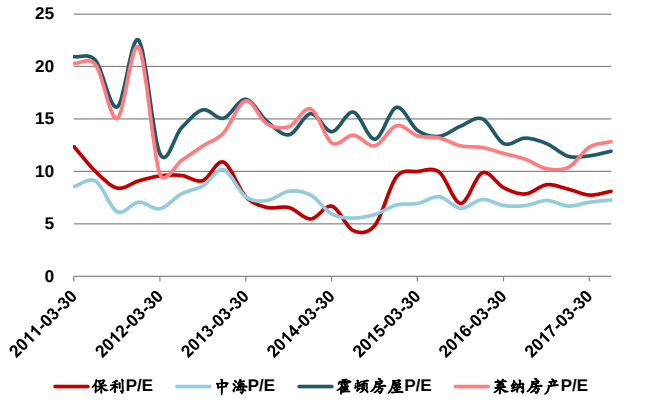
数据来源：wind、西南证券整理

图 19：美股 D.R.Horton、Lennar 股价与估值表现



数据来源：wind、西南证券整理

图 20：保利、中海和美股 D.R.Horton、Lennar 估值对比



数据来源：wind、西南证券整理

3 存量经营的特征和分类

3.1 存量经营的核心要素

通过前章的分析，我们对增量开发下的核心要素我们总结为以下几点。

1）拿地时机适宜。从时点上较好把握土地市场供应节奏和价格上涨的周期，在市场预期低位拿地，尽量保证在拿地之后到卖房之前，同等条件下的土地价格也有可观的涨幅，这样才可能赚取房地产市场贝塔的利润。

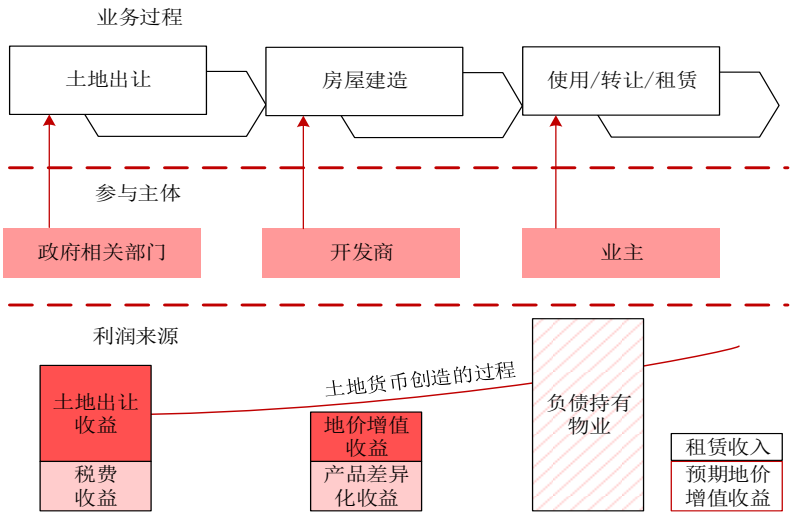
2）产品面向最广大客户。住宅产品一般涉及别墅、高档公寓、大户型住宅、首次改善型商品住宅、普通商品住宅等，而且在当前分化的市场环境下，不同区域在政策调控框架下的主流需求存在不同。产品面向的客户群体越广泛，流动性越好，受到政策抑制的可能性也较低，市场空间也最为广阔。

3）周转速度快，包括销售的去化速度和存货的供应速度。净资产的滚存速度取决于项目的净利率和周转速度两个指标，周转速度快的企业资金利用效率高，虽然损失了当期项目拉长来看的地价增值收益（大部分可能被土增税对冲掉），但能使得净资产快速滚存从而实现规模上的扩张和突破。

4）维持合理及之上的净利润率。土地成本和可预期的售价基本上决定了项目的毛利率水平，那么费用的控制和结转节奏决定了当期结转收入和费用的匹配和比例问题。而区域深耕有助于提升管理效率带来费率的降低、多区域布局能缓和个别区域市场销售放缓结转降低带来的风险。

相比较而言，存量经营涉足到各类不动产（土地、园区、固定设施、房屋等）、多种客户（个人、企业和政府）、不同参与者（不动产持有者、运营商、服务商等）和不同服务（租赁、佣金、管理费、居间费用、服务费等），其盈利模式的核心要素要丰富的多，投资逻辑也与增量开发存在显著的不同。

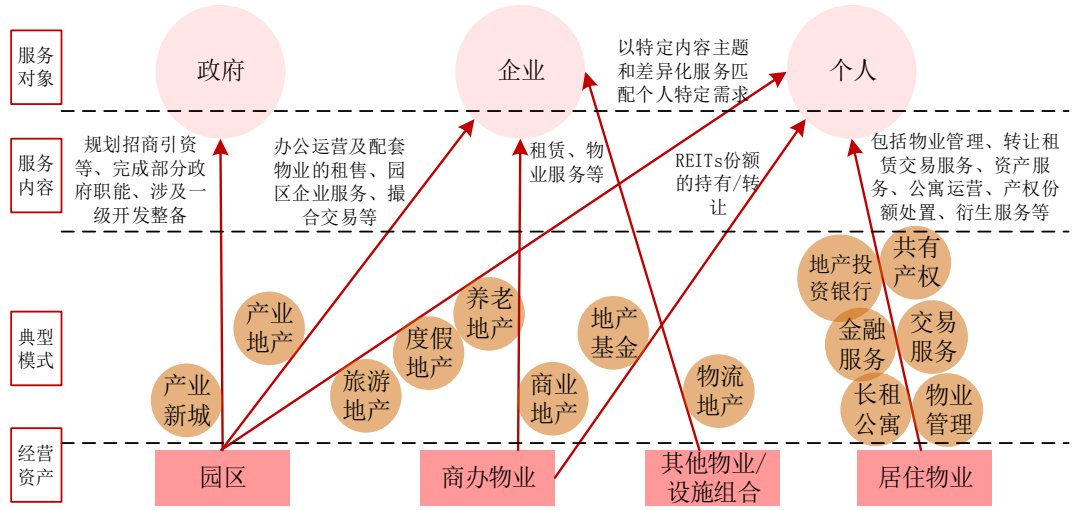
图 21：增量开发模式下利润来自开发过程中的地价增值和产品的差异化收益



数据来源：西南证券

在上图中我们可以看到，在增量开发模式下预期地价的增值收益是开发商销售房屋和政府出让土地能够实现收益的重要因素。单个项目的净利率和预计实现的时间可以线性外推到整个企业，成为其投资逻辑的重要考量。在存量经营模式下，单个项目的盈利情况和变现时间可能都不能成立，更无法简单线性外推，必须要从整体上进行考量。

图 22：存量经营模式下的资产、内容和服务划分



数据来源：西南证券整理

3.2 存量经营的三种典型业态

从经营的角度来看，有三种较为典型的业态，其盈利模式也相对较为清晰。

1）以物业资产为核心的经营业态。核心位置和优质物业是其主要影响因素，招商运营和内容优化是辅助影响因素。

表 2：核心位置优质物业运营模式代表及核心指标

类别	北京中国国贸中心	陆家嘴投资物业组合	上海恒隆广场
项目类型	写字楼/商场/公寓	写字楼/研发楼/商铺	写字楼/商场
建筑面积	可出租面积 28 万方	总建面 146 万方	总建面 27.3 万方
构成	写字楼 16.7 万方、商场 6.3 万方、公寓 5.0 万方	写字楼 115 万方、研发楼 21 万方、商铺 10 万方	商场 5.4、写字楼 16.0、停车场及其他 5.9 万方
出租率	商场 93%、写字楼 98%、公寓 88%	写字楼 98%、研发楼 97%、商铺 98%	商场 93%、写字楼 95%
2016 租金收入	写字楼 11.6 亿、商场 3.9 亿、公寓 1.2 亿	写字楼和研发楼 23.9 亿、商铺 2.1 亿	写字楼 6.3 亿，商场 6.8 亿
单月每平米租金	写字楼 580 元、商场 515 元、公寓 208 元	写字楼 230 元、研发楼 155 元、商铺 180 元	写字楼 340 元，商场 1120 元
所属公司	**中国国贸（600007.SH）**	**陆家嘴（600663.SH）**	**恒隆地产（0101.HK）**
主要业务	商务服务设置的投资和经营管理，包括写字楼、商场、公寓等，酒店委托给香格里拉经营管理，其余公司自行管理	投资物业组合运营（包括写字楼、研发楼、商铺、会展、酒店）和住宅的出租和销售，2016 年开始涉足金融板块	建造、持有并管理运营高端商业综合项目
市值	约 200 亿人民币	约 800 亿人民币	约 780 亿人民币

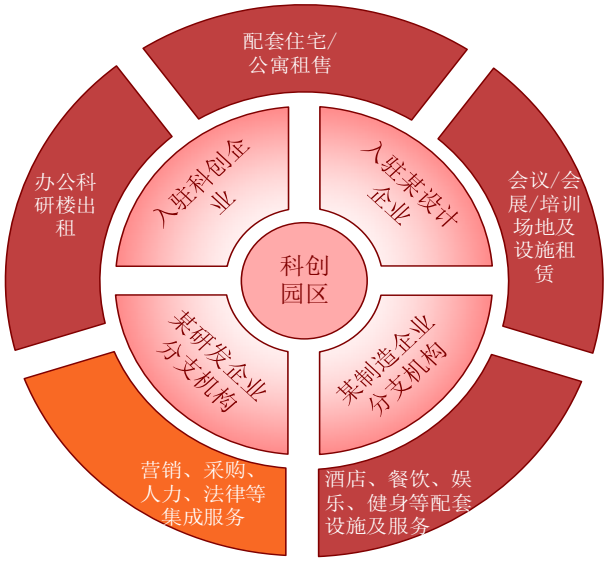
类别	北京中国国贸中心	陆家嘴投资物业组合	上海恒隆广场
2016 营收	23.5 亿	128.1 亿	116.8 亿
2016 净利润	6.9 亿	26.5 亿	55.4 亿
物业租赁及管理毛利率	65%	83%	63%
ROE	11.7%	12.1%	4.9%

数据来源：wind、西南证券整理

由于核心位置的商办物业十分稀缺，物业持有者的溢价能力会显著强于商户，这是由区域规划和商业活动人流聚集等因素决定的。比如，我们注意到在一线城市高端商办物业，其租金水平和出租率即便在经济不景气的时候也表现地十分坚挺，波动幅度较小。对于这种以优质物业资产为基础的经营业态，收益的大部分空间来自于物业本身而非运营水平的高低。目前我国最高的租金水平来自一线城市核心区域的高端商业，月资金可达 1800 元每平米（按可出租面积口径），商业的租金水平高于办公物业，但毛利率相对明显要低，比如上图国贸和恒隆的租赁毛利率明显低于办公物业占比高的陆家嘴。

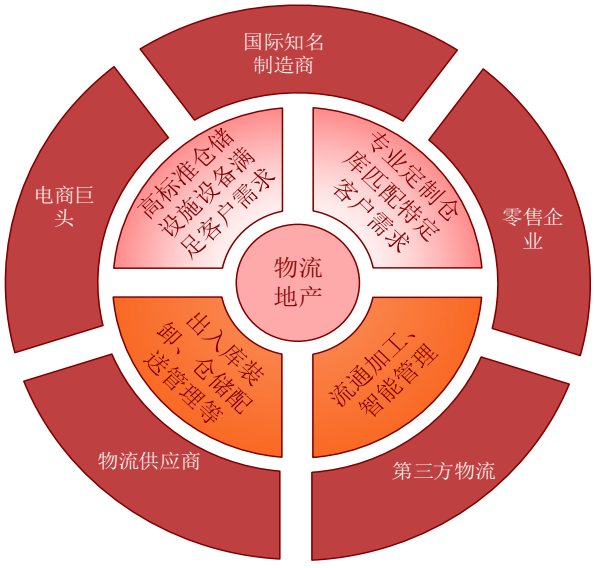
2）以持有的资产组合为基础，匹配机构客户需求的经营业态。一般来讲科技园区、科创园区、创意产业园等，也具备这种特征，但更多表现为“大资产、小客户”的特征，内生增长和扩张动力不足；而物流地产特别是跟随核心客户的开发运营商，表现为 “小资产、大客户”的特征，比如高端和定制仓储设施，具有很强的扩张动能，后期可形成网络化布局和大客户高度绑定，是典型的直接受机构客户需求驱动的开发运营商。

图 23：科创园区属于“大资产-小客户”业态模式



数据来源：西南证券（金色底纹表示的是服务而非设施设备）

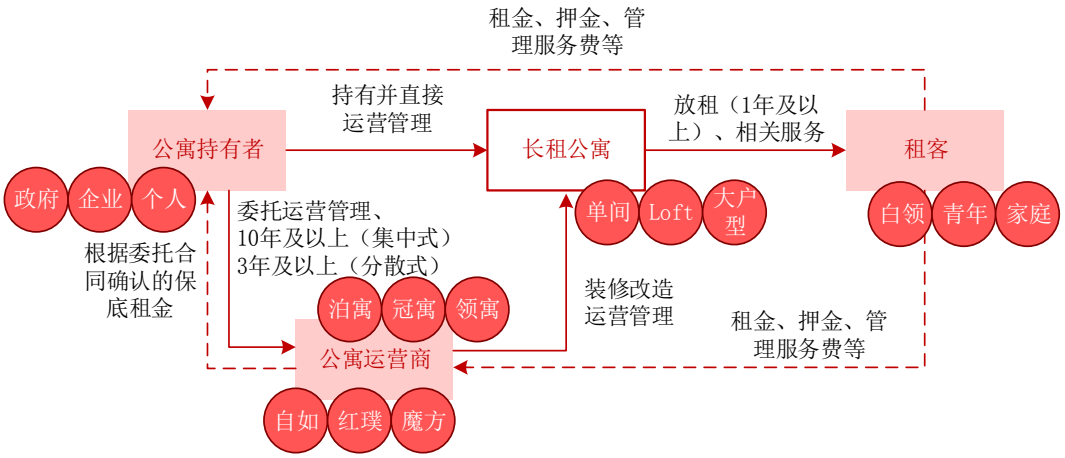
图 24：物流地产属于“小资产-大客户”业态模式



数据来源：西南证券（金色底纹表示的是服务而非设施设备）

3）以服务或信息平台为载体，匹配资产持有者的需求。这里的经营并不是以自己持有的资产为基础，而是以租用的、或完全不受自己控制的资产为工具，进行运营和服务，满足特定的客户需求。比如长租公寓运营商和房屋交易服务商是两个例子。长租公寓运营商通过租用集中式（整栋）和分散式（零散的房屋）房源，经过装修改造匹配特定客户的租赁需求，赚取佣金差、管理服务费和衍生服务收益。

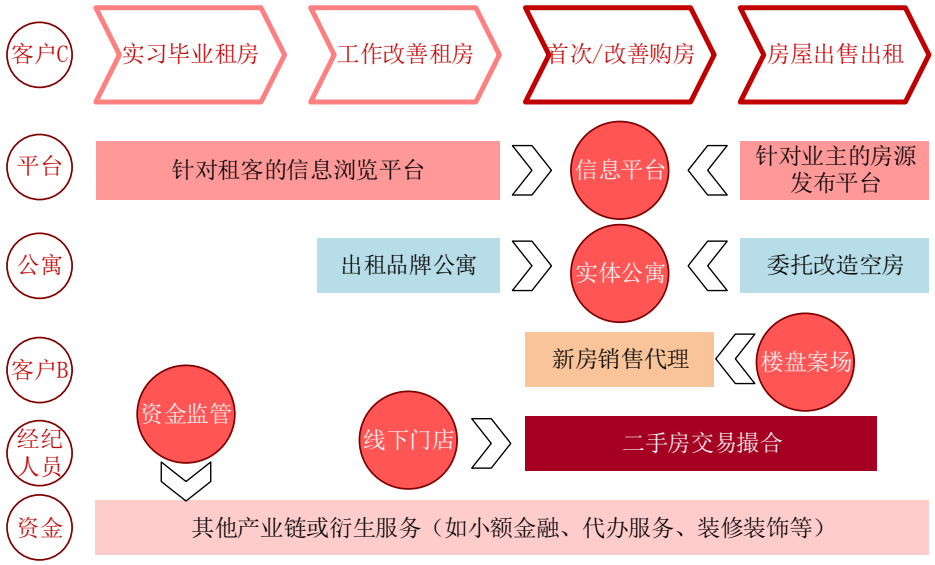
图 25：长租公寓以资产为基础但竞争力更多体现在运营和服务



数据来源：西南证券整理

房屋交易服务商主要是通过提升房屋交易的安全性、便捷性和可行性，获取佣金和相关服务收入，可以并不拥有任何形态的资产。由于租房、自住购房、投资购房、房屋出售/出租涉及到最广大的客户群体，而且可以说贯穿的周期很长，从而可以衍生出很多的服务内容。

图 26：覆盖 C 端客户全生命周期的经纪业务、信息平台和衍生服务



数据来源：西南证券整理

4 物流地产的典型代表及经营模式

物流地产最早是由普洛斯率先提出并实践的，是指根据物流企业客户需求，在交通枢纽或产业集聚区等地投资、开发建设和运营现代化物流设施组合或载体（包括物流园区、专业仓库、标准仓库、配送中心、分拨中心等）的经营模式。

物流地产是房地产运营 ToB 端的重要细分领域，可以通过物流设施组合载体延伸出系列 ToB 的服务，主要包括：园区租赁、园区运营、配送服务、增值服务、基金运营等。物流地产后续的运营管理能力比开发能力更为重要，甚至决定了物流开发商的发展规模以及整体收益，原因之一在于土地的变现在短期内实现收益较难，之二在于运营水平直接决定了出租率的维持，如果仓储设施空置率低于 15%则很难保证即期的回报率。

物流地产与传统的商办地产也不尽相同，物流地产对大客户的黏性更强、存在很强的网络布局的内生扩张动能。相比于第三方物流、电商而言，物流地产商更为专注、服务更专业，第三方物流以及电商自建仓均用于辅助物流运输以及电商零售等主营业务。目前市场的参与者可以分为三类：第一，以重资产运营为核心专注物流园区及相关设施组合开发和运营的企业，以国内物流地产商宝湾物流、万科物流等为代表；第二，以高杠杆扩张为特征的基金驱动型企业，以国际物流地产商为代表，例如普洛斯、嘉民等；第三，以打造生态圈、完善供应链或物流运输为主切入物流领域，如中储股份、京东物流等。

图 27：物流地产商主要可以分为三类（资源驱动、基金驱动和产业链驱动）

数据来源：西南证券

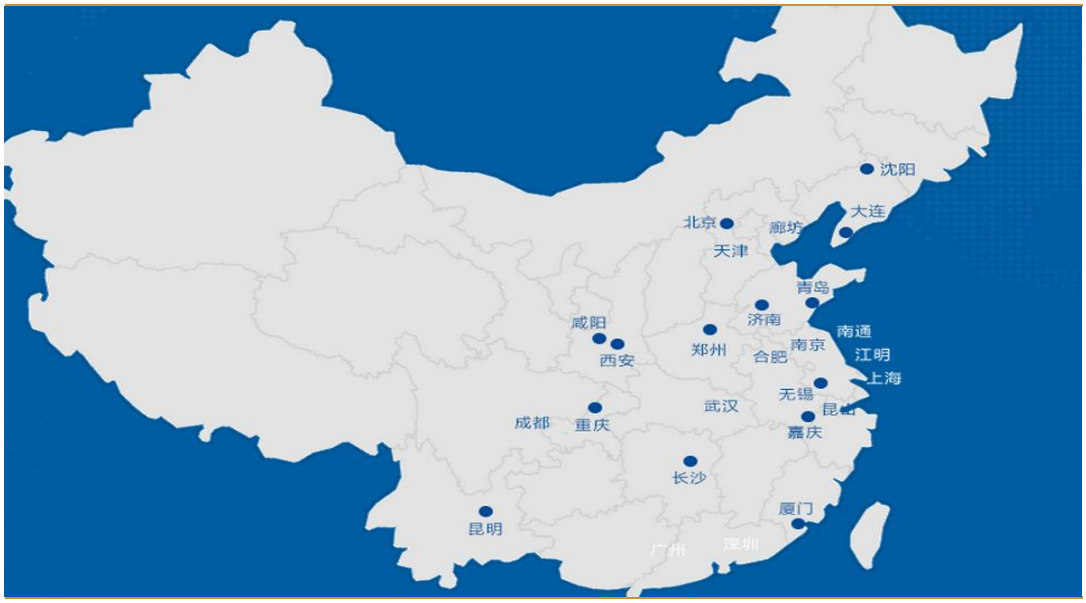
4.1 资源驱动型代表-宝湾物流

宝湾物流控股有限公司（BLOGIS Holding Ltd.，简称“宝湾物流”）是深圳赤湾石油基地股份有限公司（简称“深基地”）的高端物流设施投资平台，成立于 2011 年 7 月，注册资本 5 亿元人民币。中国南山开发(集团)股份有限公司持有深基地 52%股权。宝湾物流是国内知名的物流园区开发商和运营商，在物流园区选址、开发建设、运营管理等方面均积累了丰富的经验。发展至今，已在中国 32 个经济热点城市实施战略性布局，构筑了规模强大的物流设施服务网络。作为自有核心仓储资产的物流服务商、行业领先的国际物流园区开发商和运营商，宝湾物流致力于打造综合化、专业化、标准化的物流服务体系，不断丰富和创新业务模式，充分满足第三方物流企业、商贸零售企业、电子商务企业和生产制造企业对仓储设施在运作效率、安全和环境等多方面的要求，并积极开展并购、合资、定制等多种仓储物流

开发与营运模式。主要业务包括：物流运营管理、标准设施开发与运营、定制仓储设施、运输与配送、电子商务仓储服务、供应链金融服务、冷链物流、医药物流等。

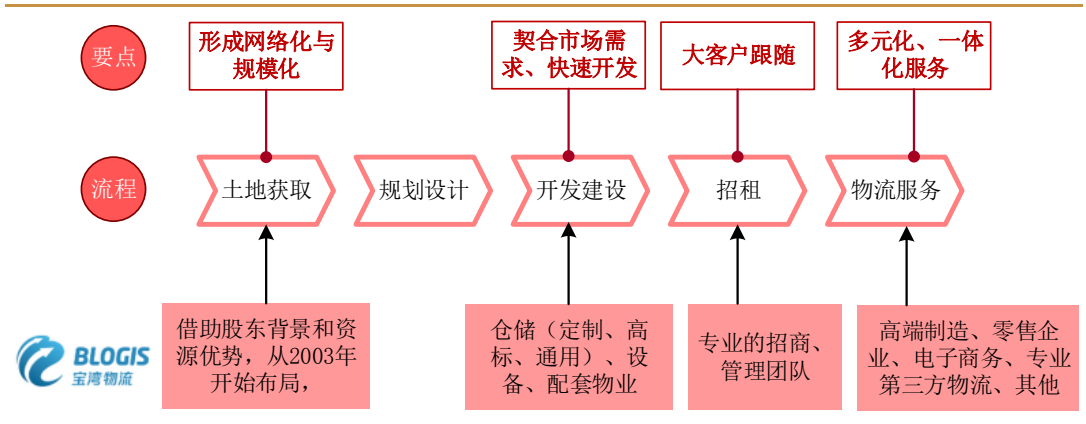
截止到 2016 年末，宝湾物流在中国 30 多个城市拥有 46 个现代化物流园区，在营高端仓储设施达到 186 万方，在建达到 81 万方，规划中的仓储设施面积达到 296 万方。具体包括：1）华北地区（北京顺义、天津塘沽、天津津南、廊坊经开、天津滨港）；2）华东区域（上海松江、上海宝山、嘉兴秀洲、无锡惠山、昆山花桥、南通港闸、南京江宁、镇江新区、合肥长丰、嘉兴嘉善、绍兴上虞、青岛胶州、合肥肥东、南京高新、江阴临港、南通锡通、嘉兴王店、宁波余姚、宁波奉化、湖州德清、合肥新站、漳州角美）；3）华中地区（武汉汉南、鄂州葛店、武汉阳逻、武汉青山、长沙西江、长沙雨花、郑州经开）；4）西部地区（成都龙泉、成都新都、重庆西彭、西安临潼、咸阳秦都、成都新津、重庆江津、重庆北碚、德阳广汉、昆明滇中）；5）华南地区（广州萝岗、深圳赤湾）。

图 28：宝湾物流战略布局城市



数据来源：宝湾物流官网、西南证券整理

图 29：宝湾物流的经营模式（从开发到运营的重资产模式）



数据来源：深基地 B 公告、西南证券整理

宝湾物流从物流园区项目的资源获取、项目的规划设计、再到具体的开发建设、后期的招租和提供物流服务都有参与，是典型的开发、持有和运营服务商的重资产模式。受益于进入市场的时间较早（2003 年 8 月最早开发上海宝山宝湾物流园）和专业的招商运营团队，宝湾物流的网络化布局和运营效率优势十分明显。

表 3：宝湾物流部分运营项目经营指标

园区名称	简介	仓储面积	2016 收入	2016 净利润	使用率	单方月租金
上海宝山宝湾物流园	占地 582 亩，18 栋高标仓、办公楼、包装车间、停车场和集装箱堆存场地	20 万方	9621 万	4760 万	100%	40.1 元
廊坊经开宝湾物流园	占地 260.4 亩，10 栋轻钢结构高架库、办公楼、包装车间、停车场和集装箱堆存场地	8.65 万方	2889 万	947 万	96%	27.8 元
成都龙泉宝湾物流园	占地 411 亩，9 栋高标轻钢结构仓库、装卸平台、办公楼等	13 万方	6324 万	1911 万	98%	40.5 元（含配送）
广州萝岗宝湾	占地 200 多亩，7 栋标准高架库等	13.2 万方	5393 万	1983 万	100%	34.0 元

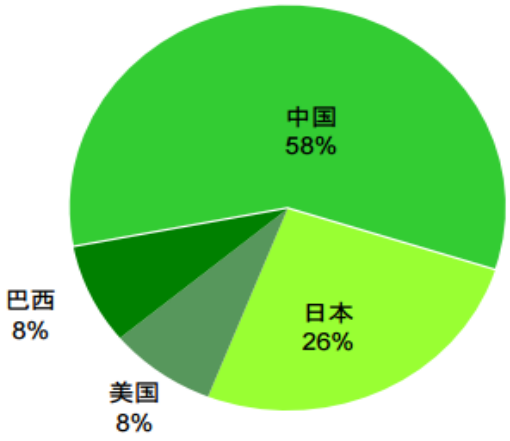
数据来源：宝湾物流官网、深基地 B 公告，西南证券整理

4.2 基金驱动型代表-普洛斯

普洛斯有限公司（Global Logistic Properties Ltd.,简称“普洛斯”）是全球领先的现代物流设施及解决方案开发、运营和基金管理者，业务遍及中国、日本、美国和巴西的 118 个主要城市，拥有并管理约 5,600 万平方米的物流基础设施，形成了一个服务于 4000 余家客户的高效物流网络。通过标准设施开发、定制开发、收购与回租等灵活的解决方案，普洛斯致力于为全球最具活力的制造商、零售商和第三方物流公司不断提高供应链效率，达成战略拓展目标。此外，普洛斯有 390 亿美元的基金管理平台支持未来的发展（含 280 亿美元的投资，110 亿美元未缴资本）。

2003 年普洛斯中国成立，创始团队梅志明在中国运作项目，开始进入上海、苏州、广州等城市；2005-2007 年，普洛斯已经在中国进入了 18 个主要城市；2008 年普洛斯被中国奥组委指定为奥运会物流配送唯一供应商；2010 年 10 月普洛斯在新加坡证券交易所上市；之后普洛斯入股宝湾物流的母公司、收购中国航港发展有限公司股权、收购物流地产开发商维龙股份，推出中国物流基金等等，使得物流项目加速拓展。截止到 2017 年上半年末，普洛斯在中国进入了 38 个城市，园区数量为 254 个，总建面约 2921 万方（不含土地储备，其中完工物业约 1830 万方、计划开发约 1090 万方），另外土地储备约 1220 万方（未在资产负债表上确认）。

图 30：普洛斯净资产价值全球分布情况



数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

图 31：物流地产属于“小资产-大客户”业态模式

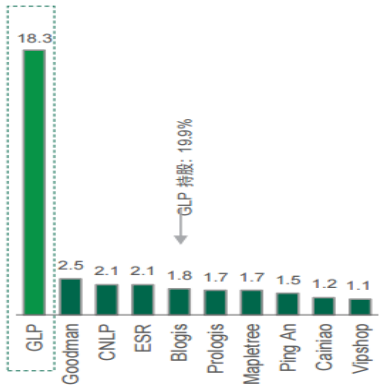
数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

国际资本代表普洛斯与宝湾物流在中国起步的时间比较接近，但在中国的在营面积将近后者的十倍，核心原因在其通过基金模式放大股权杠杆并实现项目投入资金的快速回笼，通过轻资产的模式实现快速扩张。普洛斯开拓新型市场很多时候是直接受大客户的定制要求所驱动，充分证明了物流地产存在很强的客户需求直接驱动的特征。比如 2002 年普洛斯根据其核心客户 DHL（敦豪）的要求在日本定制开发物流园区并由此进入亚洲市场，2003 年又因为其核心客户联合利华的仓储需求，在中国拓展长三角拓展物流园区业务。而密集的园区开发需要在前期投入较多的资金，1999 年普洛斯启动了基金管理模式，成立了第一支私募基金（Prologis European Fund），从 19 位机构投资者募集 10 亿欧元，用于收购普洛斯手中的成熟物业（之后普洛斯不再直接控股这些物业，但通过与基金公司签订管理协议，仍然负责物业的长期运营并适当收取管理费用，同时也作为基金的发起人和一般合伙人获取业绩提成），腾出资金去开拓新兴市场。

图 32：普洛斯为客户提供物流相关的综合解决方案

数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

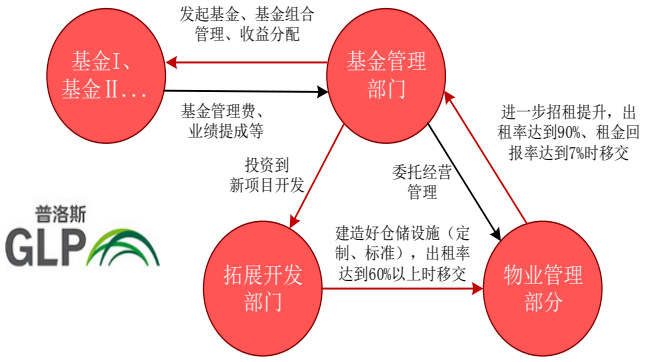
图 33：普洛斯在中国在营物流设施面积绝对龙头（百万方）



数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

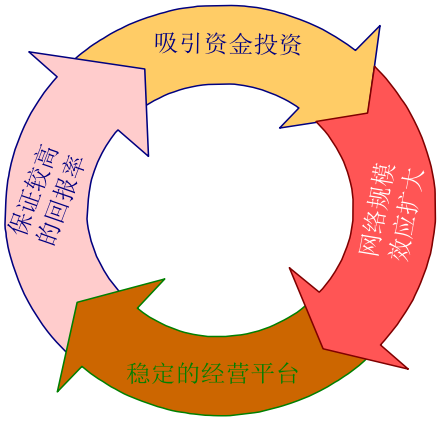
普洛斯的经营模式有两个关键点：其一，通过基金管理平台收购稳定的物业实现项目开发投入资金的回笼，基金到期后通过资产的上市或发起更大规模的基金吸收合并旧基金实现资金模式的持续循环；其二，物流设施的网络布局具有显著的规模效应，在成本改善、运营效益和租金溢价方面会越来越占据优势，规模效应更能保证较为稳定的租金回报率。

图 34：普洛斯通过基金放大杠杆实现资金快速周转



数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

图 35：普洛斯的网络规模效应通过循环持续扩大



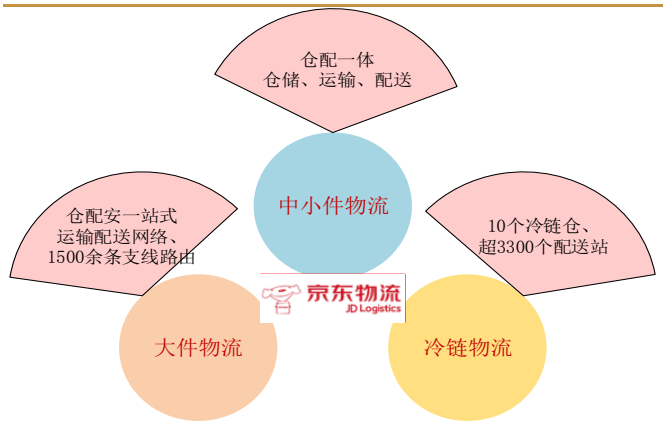
数据来源：普洛斯官网，西南证券整理

4.3 产业链驱动型代表-京东物流

京东（JD.com）是中国领先的自营式电商企业和中国收入规模最大的互联网企业，京东为消费者提供愉悦的在线购物体验，以富有竞争力的价格提供具有丰富品类及卓越品质的商品和服务，并且以快速可靠的方式送达消费者。京东物流隶属于京东集团，以打造客户体验最优的物流履约平台为使命，通过布局全国的自建仓配物流网络，为商家提供一体化的物流解决方案，实现库存共享及订单集成处理，可提供仓配一体、快递、冷链、大件、物流云等多种服务。

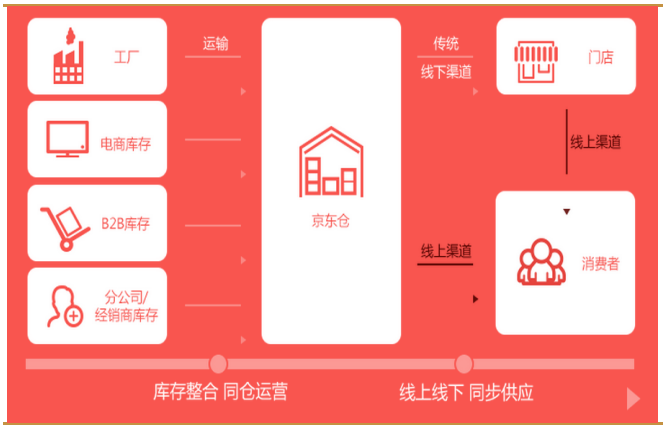
截至 2016 年第三季度，京东物流在全国范围内有 7 大物流中心，运营仓库数量达 254 个，覆盖全国 2646 个区县，拥有 6780 个配送站和自提点，在电商行业里面物流设施体量较大。

图 36：京东物流与配送服务不可分割



数据来源：京东物流官网，西南证券整理

图 37：京东物流多仓合一保证供货速度



数据来源：京东物流官网，西南证券整理

京东自从 2007 年底拿到第一笔融资开始就在筹划自建物流，自建物流的出发点之一是给京东下单客户及时的收货体验，出发点之二是降低物流成本（物流成本居高不下，通过顺丰等成本不可控），出发点之三是通过消费大数据和自建网络减少物品的流动。京东物流的最大特点就是仓配一体化，即充分利用互联网大数据平台的支撑，对不同品类商品在全国地域、时间等维度进行精准的销售预测，通过智能仓储系统，将商品在全国范围内进行智能分货，商品提前配送至距离消费者最近的城市仓。

2009 年京东物流正式布局，在全国 40 多个城市开始建立配送站；2010 年京东在上海嘉定建设华东物流仓储中心。2016 年 11 月京东物流宣布开放服务体系，承接第三方的物流配送业务（包括仓配一体化的供应链服务、京东快递服务和京东物流云服务）。2017 年 4 月京东物流宣布独立，成立了物流子集团，京东物流由单一服务京东商城成为社会化的商业基础设施，成为一项公共服务。未来可以预期，京东物流的经营模式中自营配送模式的占比将会持续降低，第三方物流模式占比会不断提升。

图 38：京东物流依赖互联网大数据和物流网络提供上门接货服务

数据来源：京东物流官网，西南证券整理

5 长租公寓的典型代表及经营模式

长租公寓是房地产租赁市场近几年兴起的细分领域，目前的主要表现形式是运营商主导，将业主持有的房屋租赁过来，进行装修改造后出租给特定的目标客户群体，一般是青年、白领居多，一般租期在一年甚至更长。运营商的利润来源主要是租金差、管理服务费和其他衍生服务收入。

之所以写长租公寓，是因为租售同权是当前高层倡导的方向，在可以预期的未来，承租人权利的提升和租赁住房占比的提高是可以预期的，而长租公寓应该是最能体现这一块的。而且在目前，住房供需矛盾突出的主流城市中，权益最大且可以自由流通的房子占比一般不到 50%，大量的可以居住的房子有很高的使用价值但是被闲置，其改造和再利用的空间很大。从企业盈利的角度来讲，租金差、差异化的管理服务收入、网络化带来的流量变现、租赁代理、REITs 等都可能会产生利润，这里的盈利模式很可能不止一种。

5.1 分散式租赁代表-自如（Ziroom）

自如（Ziroom）是链家集团旗下提供高品质的租住产品与服务的互联网租房 O2O 品牌，于 2011 年 10 月 18 日上线（2016 年 6 月自如脱离链家成为独立品牌）。自如通过不同类型的房源产品（自如·整租、自如·友家、自如·寓、自如·驿、自如·民宿等产品线）提供服务（包括专业保洁、维修、网上费用缴纳等），而 APP 和网络平台则是承载产品和服务的载体，也是重要的链接用户和产品服务的桥梁。

截止到 2017 年上半年，自如已经进入到了北京、上海、深圳、杭州和南京五个城市，在前三个城市管理着超过 4 万套价值 3000 亿的房屋资产，拥有 25 万间自如友家，8 栋自如寓（北京和上海）。自如的发展历程和标志性事件如下所示。

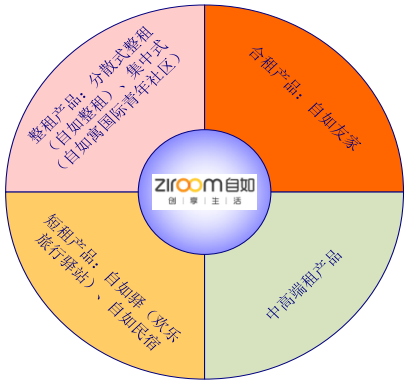
表 4：自如的大致发展历程和重要事件

日期	事件
2011.10.18	自如事业部正式成立
2012.7.4	自如网开通网上交租金功能
2012.9.15	友家 2.0 正式上线
2012.9.28	自如开通网上自助服务功能，首次受理线上的投诉和报修
2012.10.16	自如寓（高品质服务式青年公寓）登场
2012.10.18	自如成立一周年，自如客 30,000 名，来自 76 个国家和地区
2013.3.18	自如第一栋高品质服务式青年公寓全部入住
2013.6.23	自如网在线预订功能上线，第一次将交易由线下转移至线上
2014.7.5	自如友家月租产品正式上线
2015.1.15	自如上海站正式起航
2015.4.17	自如全面实现 APP 移动签约
2015.7.1	深圳自如全新运营
2016.6.2	自如友家 4.0 推出
2016.7.2	第一个自如驿项目正式对外营业
2016.9.15	管理房间达到 25 万间，累计自如客达到 60 万人，服务业主 10 万人，管理房屋资产 3000 亿

数据来源：自如官网，西南证券整理

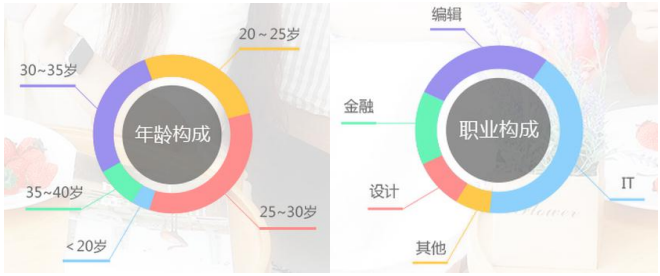
自如模式的核心并不在于信息的发布渠道和交易的撮合，而是立足自身品牌和可控制的产品提供服务。自如的产品线可以划分为四类。1）整租产品：一般租期是一年，到期续约，分为分散式和集中式。分散式占据绝大部分，是自如管家（负责拓展房源和对接业主）从小业主手里收集房源，谈妥租金和服务期限（一般三年以上）后进行装修改造，再将其以较高的租金价格出租给自如客，主要的收入来源是租金差、管理服务费（每月租金的 8%左右，一次性收取一年）和违约金等，然后由生活管家接手对接平常的保洁、家装、搬家、家具等服务。集中式房源开拓难度较大，一般面向的客户群体会更为集中。2）合租产品：将获取的分散式的大户型房源按间划分进行出租管理。3）短租产品，提供旅行驿站自如驿（特色酒店的竞争产品）：精选城市核心区域将人文元素融入空间设计、严格把控隔音设计及床品材质、采用五星级酒店卫浴系统、快速下单和办理入住等；和自如民宿：主打旅行出游短租的产品，于 2016 年 6 月正式上线，是依托于自如的互联网分享经济平台。自如民宿上线以来每月新开 2-3 个核心城市，新增千余套房源，扩张速度很快，除了四合院、老洋房、都市摩登公寓等精品美宿，自如民宿也在倾力打造中国最美民宿系列。目前已经布局国内外近 60 多个重点城市和特色旅游区域。

图 39：自如提供的四大类产品



数据来源：自如官网，西南证券整理

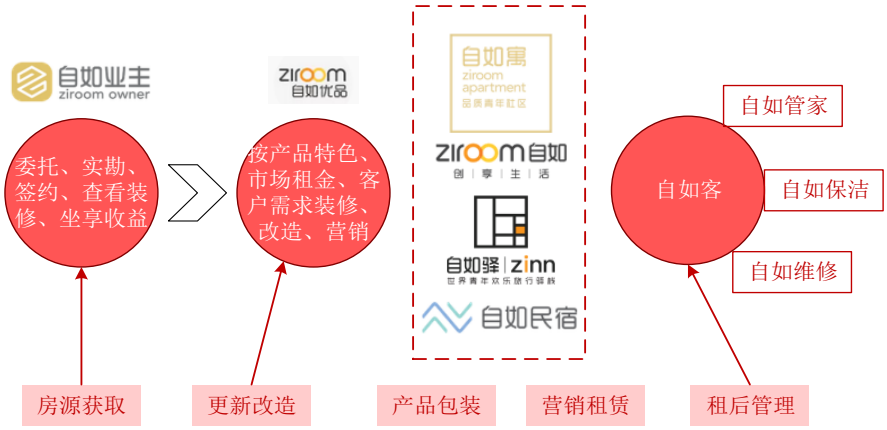
图 40： 60 万自如客年龄和职业构成



数据来源：自如官网，西南证券整理

从单类产品来看，自如模式的核心在于房源的获取、出租空置率的控制和用户体验的提升。在产品布局的初期，自如可能会通过降低服务费率和租金差获取较高的出租率和客户体验，当市占率占据垄断位置时，自如的品牌溢价和网络规模效应可能会逐步显现。

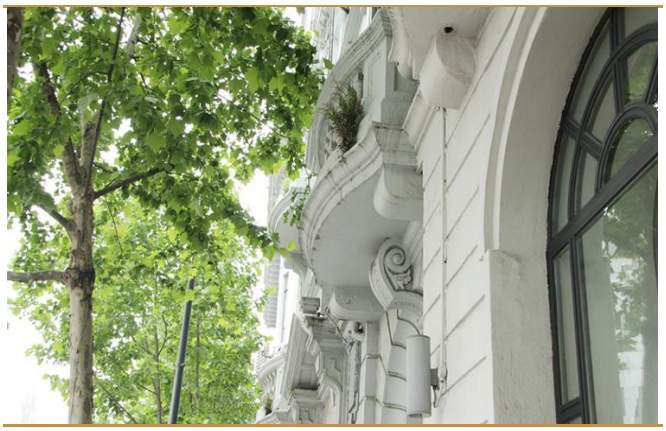
图 41：自如的主要经营模式



数据来源：自如官网，西南证券整理

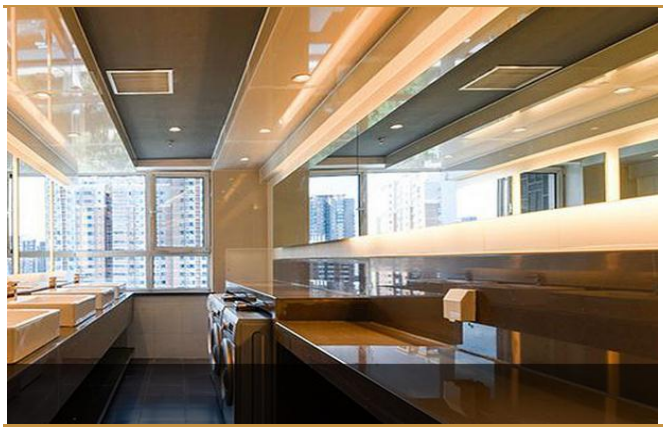
以自如驿为例，自如的价格能低到 99 元一晚起，比青旅价格还要便宜。而且自如驿一般在交通便利的地方，有适合旅行者的床位，而又按照五星级酒店标准配置卫浴等设施，对客户吸引力明显，整体上看房屋的空置率能被较好地控制。

图 42：上海某自如驿外景



数据来源：西南证券

图 43：自如五星级标准卫浴设施



数据来源：自如官网，西南证券整理

此外，自如优品是自如在配置房屋过程中发展出来的个性化的家具搭配，主要是自如自行采购、其他自如客参与或专业的设计师提供的产品，目前来看还没被赋予过多功能。自如信用评估体系是自如针对所接触的租户，从个人信用信息、日常租住行为、租住履约行为、芝麻信用历史等方面规范租户的日常行为。自如智能家居是自如与京东微联打造的智能家居平台，可以使用户将各种智能家电或家居产品进行互联互通，实现场景化的互动，目前还只是尝试阶段。

目前自如在长租市场行业规模位居第一，截止到 2017 年 8 月，自如拥有租住房源超过 35 万间，租客累计超过 100 万人（大部分是合租用户），年租金预计在 80 亿的规模。

5.2 集中式租赁代表-世联红璞

世联红璞是世联行（002285.SZ）旗下的出租公寓平台，为解决中国房地产存量物业空置问题而生，目标市场是青年租房市场，致力于为都市青年、城市白领提供设计、质感、乐趣的居住体验。目前世联红璞已经布局了北京、上海、广州、深圳、杭州、郑州等 25 个城市。

表 5：世联红璞的大致发展历程和重要事件

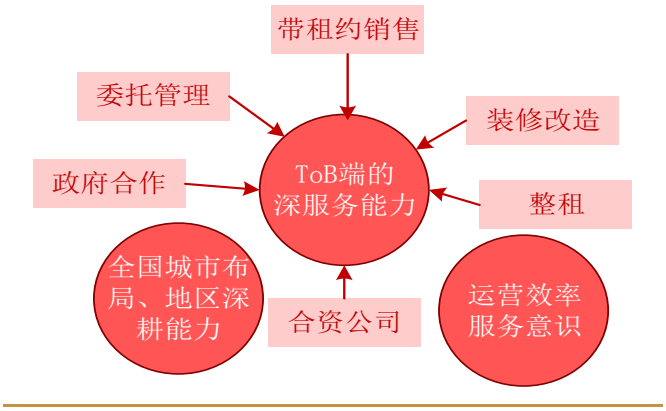
日期	事件
2015.08	世联红璞首个项目豫章苑在广州落地
2016.01	广州首个集中式项目正式上线
2016.05	武汉曙光星城项目（杭州首项）开业
2016.07	世联红璞公寓分别在合肥、南京、深圳依次开业
2016.09	苏州和成都相继开业，广州首个集中式改造项目面市
2016.10	东莞和杭州相继签约开业
2016.11	郑州、珠海、深圳集中式项目陆续签约
2016.12	北京、长沙、佛山、宁波、西安陆续签约

日期	事件
2017.03	红璞公寓进入 25 城，签约项目超过 150 个
2017.04	世联红璞获得 2016 年度集中式长租公寓最具影响力品牌

数据来源：世联行官网，西南证券整理

与自如的分散式房源获取为主不同，世联红璞是集中式长租公寓的重要代表，超过 70%的房源获取是整栋楼宇，剩余的房源是在其周边拓展的分散房屋。世联行从代理销售起家，连续几年位居新房代理销售绝对龙头，在城市布局、地服团队、房客匹配、ToB 端服务等均有明显的先天优势，具有发展集中式长租公寓的基因。截止到 2017 年上半年末，世联行传统的代理销售业务覆盖了全国 164 个地级以上城市；房联宝业务覆盖 178 个城市（上半年新增 73 个三四线城市）、累计链接了 2 万多间经纪门店；世联行在全国拥有超 300 家子公司，基本覆盖了全国所有核心城市。

图 44：世联红璞拓展集中式公寓的核心优势



数据来源：世联行公司报告，西南证券整理

图 45：世联红璞在广州的公寓布局

数据来源：世联行官网，西南证券整理

世联红璞的经营模式依赖于优质整栋房源的获取、出租率的提升、人工费率的边际降低，其获取房源的签约期限一般在十年甚至更长，收入主要来自三个部分：二房东转租的租金差、管理和服务费用、场景和流量叠加的衍生服务。如果假定公寓能够经营十年，以纯租金差作为测算，运营一间公寓的税前利润率在其运营第一年预计会亏损 40%到 30%，主要原因是：1）公司收房前有拓展成本和管理成本产生；2）公司收房之后必须支付一定的装修改造和软硬装配置成本；3）公寓达到可出租状态后，还需要花费较高的一次性营销费用和其他出房成本寻租首批租客。公寓运营开始后第 2-3 年，出租率会逐步提高，会到 90%或更高的水平，积极的因素会明显增多：1）随着运营公寓项目的数量增加，规模效益逐步显现，公寓的单方管理成本将降低；2）部分客户到期不续约或提前退房造成的空置率，可以较小的出房成本填补；3）租户对标准产品和服务的认可会使得后期的租赁价格有提升的可能。因此，随着时间的推移，在长租公寓投入运营的第 4 年，往往能开始实现盈利。经过测算，一般十年公寓项目的平均税前利润可以接近 15%。

2017 年上半年世联红璞公寓确定以集中式长租公寓为聚焦点，在设计、装修、出房等环节持续提升专业和执行能力。截止至 2017 年 6 月 30 日世联红璞完成落地 27 个城市、全国签约间数 4 万多间，覆盖核心一二线城市，在广州、武汉和杭州拓展迅速，成为这些城市市场占有率第一。

除了在核心城市比如广州、武汉等地拓展长租公寓外，世联红璞也在热门旅游城市拓展红璞礼遇（城市商务型公寓酒店，已布局在重庆、武汉、桂林、济南等城市）、红璞假日（景观资源型度假酒店，惠州、北海，开发商整栋房源居多）等旅租公寓产品。

图 46：世联红璞拓展集中式公寓的核心优势

数据来源：世联行官网，西南证券整理

图 47：世联红璞在广州的公寓布局

数据来源：世联行官网，西南证券整理

世联红璞目前运作的长租公寓有四类特点。1）人性化：首先是产品空间上的人性化，逐渐在增加晾衣及更衣等空间；其次是做适配而不是超配，主要体现在功能及面积上；最后是会针对客户进行研究，由此产生的客户数据能够提供产品的迭代数据。2）产品风格多样：目前有三种色系和四种风格，最终形成 12 种选择。3）坪效高：更小的面积能实现基础功能、舒适美观以及符合客户需求。4）成本低：世联红璞采用的是集采系统，这样能在控制质量的基础上降低采购成本。世联红璞还有望以公寓为入口嵌入后端的服务：提供金融、生活类物品购买、家私租赁等服务；提供公区的商业解决方案，比如洗衣房的商业合作、互联网健身、家电租赁、璞客创业板块等等。

世联红璞的房源获取是最大看点，其目标是在 2017 年达到 10 万间，2020 年达到 50-60 万间。目前来看，除了世联行布局城市的分公司营销团队外，从开发商和政府渠道获取的房源是重要的看点，但是房源的增加也意味着成本的增加和空置率控制难度的增大。

5.3 开发商切入租赁代表-泊寓

万科自 2014 年以来积极布局长租公寓市场，介入时间领先其他开发商，目前已整合形成了集中式长租公寓品牌“泊寓”（Port Apartment，2016 年 5 月对外发布的统一品牌，以前万科内部叫“万科驿”）。泊寓以市场化租金定价，致力于满足城市青年人群的中长期租住需求。截至 2017 上半年末，泊寓业务已覆盖 21 个一线及二线城市，累计获取房间数超过 7 万间，累计开业超过 2 万间，开业 6 个月以上项目的平均出租率约 87%。

从全国数据来看，住建部 2015 年城镇房屋概况统计公报显示，城镇（不含村镇中的建制镇）私有化住宅建面为 87.9 亿平米，住宅私有化率 81.62%；统计局第六次人力普查数据（含建制镇）城镇居民租赁住宅占比 21%，整体占比明显偏低。因为销售权益远大于租赁权益导致市场呈现明显的重售轻租，我国租赁市场发展显著落后，还处于发展的初期阶段。困境主要还是在于：1）培育市场的制度缺乏，特别是租赁的权益、土地的供应、房源的供应、基于稳定现金流的房地产基金产品转让流通的制度等；2）交易过程的信任和契约精神缺乏，租房体验差；3）缺乏匹配特定需求的产品。粗略估计，目前中国的租赁市场规模已经超过

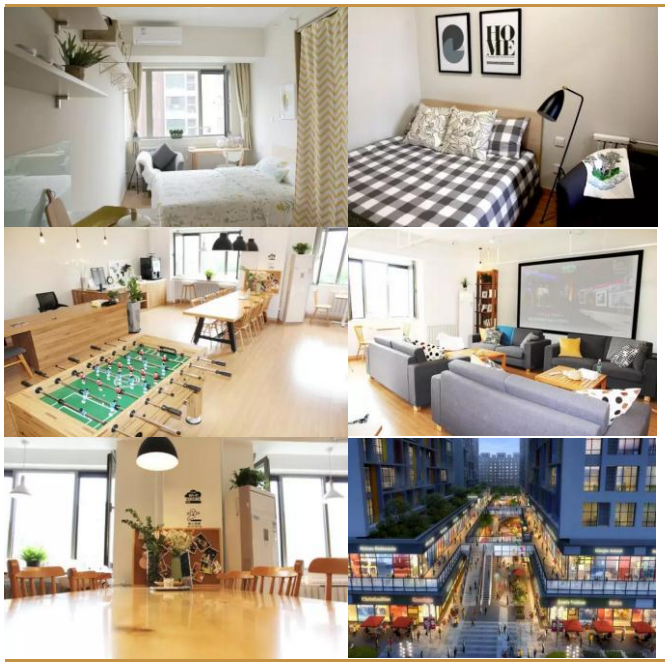
万亿，而且潜在空间还很大。第一，庞大的流动人口是租赁需求的基础。第二，年轻人的租赁需求不断升级，传统租赁市场无法有效满足。第三，目前公寓租赁市场的主力军是职业二房东和个人房东，真正意义上的品牌公寓极度分散、规模很小。第四，消费者行为习惯的变化，移动互联网为改变租赁市场提供了可能。未来，长租公寓很可能出现以规模化供应、标准化管理、个性化体验为特色的商业模式，移动互联网平台或降低边际成本、并逐步打开衍生服务空间，长租公寓或领先物业管理成为互联网改造住房市场的主战场。

万科发展长租公寓有先天的优势。在过去的 32 年内，万科深耕居住型产品，在人居理解、设计开发、采购链条、商业配套、服务管理等方面具有竞争力；对于前期投入资金巨大，回报周期长的长租公寓业务，万科自身的资金实力、对租赁资产的吸纳能力、资本化运筹能力都有显著优势。泊寓的理念是做有态度的城市青年家，是为青年群体，提供优质租住空间及一体化社区服务的长租公寓。泊寓以优良的产品创造人性居住体验，致力于为租客提供专业、集约的社区服务。泊寓配备齐全，交通方便，提供健身中心、阅读区、休闲区等共享休闲场所。以泊寓（北京长阳半岛店）为例，公寓产品面积以 15-40 平米为主，有独立卫生间和整体卫浴设施，配备床、床垫、沙发、桌椅、层板架、衣柜、晾衣绳、空调、热水器、冰箱、公共洗衣房、公共厨房等；公寓公共区配备 Partyroom、影音室、阅读区，公寓距离长阳地铁站 5 分钟。

图 48：泊寓全国布局情况

数据来源：泊寓官网，西南证券整理

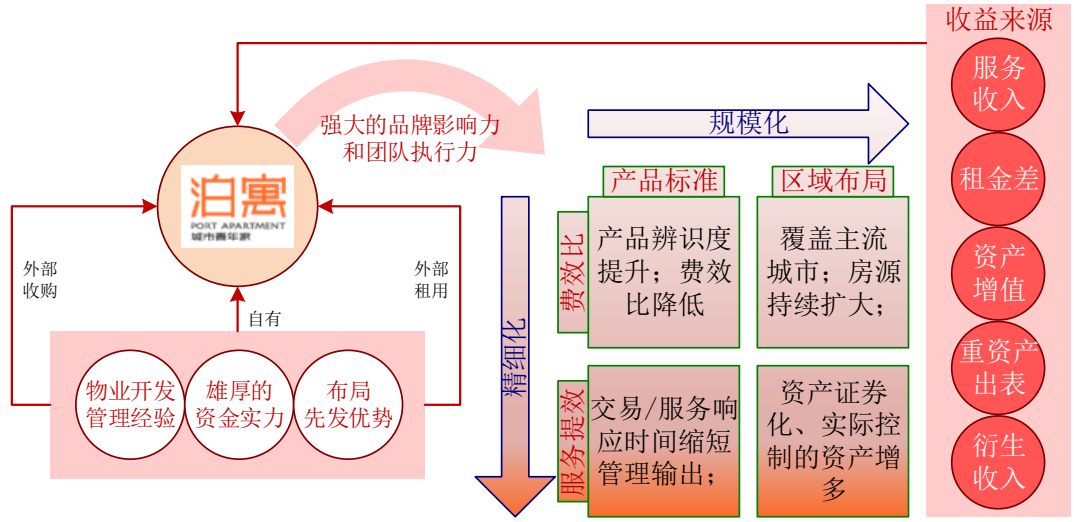
图 49：泊寓（北京长阳半岛店）实拍



数据来源：泊寓官网，西南证券整理

受益于万科的强大资金实力，泊寓的拓展方式更为灵活，有自有物业、外部收购物业、外部租用的物业。目前在北京区域已有的 13 个项目中，4 个是万科自有的，9 个为外部获取的。针对万科的自有物业，一方面可以盘活存量资产，也可以在租售方面实现联动。针对外部收购的物业，从租金回报率上看泊寓一般要高于写字楼，而且也有资产增值的溢价。针对外部租用的物业，泊寓与物业持有方签订长期房屋租赁合同（一般在 10 年甚至更长）、然后负责装修改造和运营管理，预计在 5 年内收回成本。

图 50：泊寓的主要经营模式



据来源：西南证券整理

未来泊寓的看点：1）国资背景下政府存量可租赁资源的获取；2）充分受益万科合伙人激励和团队协同的管理优势、品牌的溢价优势、在供应链上的议价能力，费效比（每单方市场租金下人工、管理和服务等成本）持续降低；3）基金的方式实现租赁资产溢价的变现和快速扩张。

6 相关受益标的梳理

我们推荐长租公寓受益标的世联行（002285.SZ）、国资住房存量资源盘活潜在标的天健集团（000090.SZ）、优质物业持有标的陆家嘴（600663.SH）等，建议关注房地产基金受益标的嘉宝集团（600622.SH）、物流地产潜在受益标的南山控股（002314.SZ）等。

表 6：重点推荐和关注公司盈利预测与评级

公司代码	股票简称	当前价格(元)	投资评级	EPS(元)				PE			
				16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
002285	世联行	12.59	增持	0.37	0.49	0.67	0.87	34.0	25.7	18.8	14.5
000090	天健集团	12.00	买入	0.37	0.72	1.13	2.42	32.4	16.7	10.6	5.0
600663	陆家嘴	24.34	买入	0.79	1.08	1.4	1.7	30.8	22.5	17.4	14.3
600622	嘉宝集团*	14.17	未评级	0.44	0.54	0.71	0.91	32.2	26.2	20.0	15.6
002314	南山控股*	5.28	未评级	0.28	0.34	0.39	0.45	18.8	15.5	13.5	11.7
001979	招商蛇口	18.87	增持	1.21	1.49	1.73	2.04	15.6	12.7	10.9	9.3
000043	中航地产	10.57	增持	0.24	0.46	0.62	0.8	44.0	23.0	17.0	13.2
002305	南国置业	5.55	增持	0.02	0.05	0.08	0.11	277.5	111.0	69.4	50.5
000036	华联控股	11.54	增持	1.18	1.45	1.82	2.07	9.8	8.0	6.3	5.6
000732	泰禾集团	16.65	增持	1.37	1.74	2.3	3.14	12.2	9.6	7.2	5.3
600325	华发股份	7.81	买入	0.48	0.67	0.97	1.33	16.3	11.7	8.1	5.9
600383	金地集团	11.66	买入	1.4	1.64	1.98	2.35	8.3	7.1	5.9	5.0
600466	蓝光发展	9.28	买入	0.42	0.76	0.99	1.22	22.1	12.2	9.4	7.6
002146	荣盛发展	10.09	买入	0.95	1.22	1.61	2.02	10.6	8.3	6.3	5.0
600340	华夏幸福	32.38	买入	2.2	2.91	3.9	4.94	14.7	11.1	8.3	6.6
601155	新城控股	17.71	买入	1.34	1.8	2.41	3.17	13.2	9.8	7.3	5.6

*数据来源：Wind，西南证券整理（标*个股盈利预测来自万得一致预期）*

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn