

核心一二线租金稳中向好，三因素利存量公允重估

——存量物业市场动态跟踪报告（3）

行业动态

◆存量物业系列报告回顾

我们在《存量物业市场动态跟踪报告(1)、(2)》中提出2019年持续关注存量物业的三大理由：1) 人民币汇率坚挺，外资加大国内存量物业收购力度；2) 国内宏观流动性宽松降低利率水平，利于存量物业公允价值重估；3) 经营性存量物业的房产税历年均正常征收，规避不确定性和估值压制。

◆2018全年来看，全国核心一二线城市存量物业租金稳中向好

写字楼市场：平均租金多数实现上涨，北京、广州涨幅均超过10%，深圳、上海写字楼租金涨幅分别为1%、0.3%，成都、武汉、杭州、苏州写字楼平均租金分别上涨4.1%、2.3%、2.1%、2.1%，重庆、西安租金下降，但入驻率大幅提升。**零售物业市场：**租金平稳向好，广州涨幅最大，超过6%，南京、武汉、北京涨幅在3-4%的水平，除重庆微幅下跌外，其他城市均实现温和平稳上涨。

◆2018年分季度来看，改善趋势明显

写字楼市场：Q2-Q4，广州、深圳实现租金环比涨幅扩大，北京、成都租金环比涨幅收窄，上海全年租金保持平稳，南京、重庆则租金分季度环比下降。除个别季度外，样本城市写字楼空置率保持下降趋势。**零售物业市场：**首层租金环比变化呈逐级改善趋势，平均环比增加值从二季度-0.65%提升至四季度0.8%。从入驻率变化来看，天津、南京、成都等二线城市表现较好。

◆存量物业丰富的上市公司数据表现靓丽

排除新开业面积的影响，选取2016年已开业且2017-2018年持续在营业的出租物业作为样本。**新城控股：**同口径租管费同比上涨29%；**金融街：**持有存量物业中多数租金上涨，最高涨幅43%；**陆家嘴：**写字楼和商铺物业租金分别上涨3.93%和9.61%；**华润置地：**同口径比较89%存量物业租金上涨，最高涨幅66%。

◆投资建议：建议2019年持续关注存量物业资源丰富房企的价值表现

人民币汇率坚挺吸引外资增持，宏观流动性边际宽松降低利率水平，存量经营性物业有效规避房产税预期不确定性导致的估值压制，综合以上三大理由，我们持续建议关注存量物业资源丰富房企的长期表现，有望受益于国际性配置、资产增值和公允价值重估。A股建议关注万科A、新城控股、陆家嘴、中华企业、光明地产、金融街；H股建议关注融创中国、华润置地、中国金茂。

◆风险分析

国内经济持续疲软有导致持有物业出租率及租金不及预期的可能；美联储加息不确定有导致折现率变化的可能。

增持（维持）

分析师

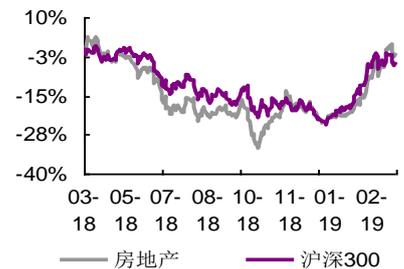
何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebsec.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebsec.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

2019年持续关注存量物业的三大理由——
存量物业市场动态跟踪报告(2)
.....2019-03-13

外资增配上海物业 关注存量长期价值——
2018年上海存量物业市场动态跟踪报告
.....2019-03-01

目 录

1、 存量物业系列报告回顾	3
2、 全国核心一二线城市存量物业租金稳中向好	3
2.1、 2018 年多数核心一二线城市办公楼租金上涨	3
2.2、 2018 年核心一二线城市的零售物业租金平稳向好	4
2.3、 分季度来看，改善趋势明显	5
3、 存量物业丰富的上市公司数据表现靓丽	6
3.1、 新城控股：同口径租管费同比上涨 29%	6
3.2、 金融街：持有物业中多数租金上涨，最高涨幅 43%	6
3.3、 陆家嘴：写字楼和商铺租金上涨 3.93%和 9.61%	7
3.4、 华润置地：同口径比较 89%存量物业租金上涨	7
4、 投资建议	8
5、 风险分析	8

1、存量物业系列报告回顾

我们在3月1日发布和3月13日发布《存量物业市场动态跟踪报告(1)、(2)》，提出由于美联储加息放缓，发达国家央行相继释放宽松货币信号，人民币汇率坚挺，好人民币资产，国内核心区位的优质存量物业的配置价值得到全球投资者认可，2019年国内存量物业市场值得持续关注。

近期外资加大对国内存量物业的收购力度，2018年外资参与北京大宗物业收购金额为169亿元，占比超三成（2017年仅为2%）；上海2018外资收购存量物业金额占比从2017的31%大幅提升至54%。

由于国内宏观流动性宽松，10年期国债收益率持续下降，从2018年1月的4%降至2019年2月的3.2%，存量物业的估值分母（折现率）也随之下降，利于资产公允价值重估值提升。

同时由于历年来工商业经营用房的房产税均正常征收，存量经营物业标的可有效避免“住宅房产税”预期不确定变化过大而对估值造成的压制。

详见3月1日发布的《190301 外资扫楼上海大宗 关注存量长期价值—存量物业市场动态跟踪报告(1)》和3月13日发布的《190313 2019年持续关注存量物业的三大理由—存量物业市场动态跟踪报告(2)》

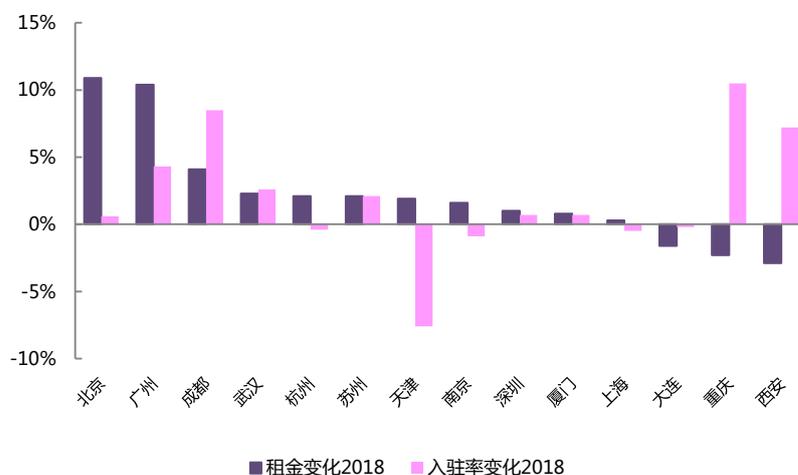
2、全国核心一二线城市存量物业租金稳中向好

2.1、2018年多数核心一二线城市办公楼租金上涨

根据第一太平戴维斯数据，2018年全国核心一二线城市写字楼平均租金多数实现上涨。

其中，北京、广州涨幅均超过10%，深圳、成都、武汉、杭州、苏州写字楼平均租金分别上涨1%、4.1%、2.3%、2.1%、2.1%。重庆、西安租金下降，但入驻率大幅提升。受新增写字楼大量入市影响，上海租金上涨放缓，全年上涨0.3%，同时空置率提升0.5%。

图 1：2018 全国核心一二线写字楼市场租金与入驻率变化

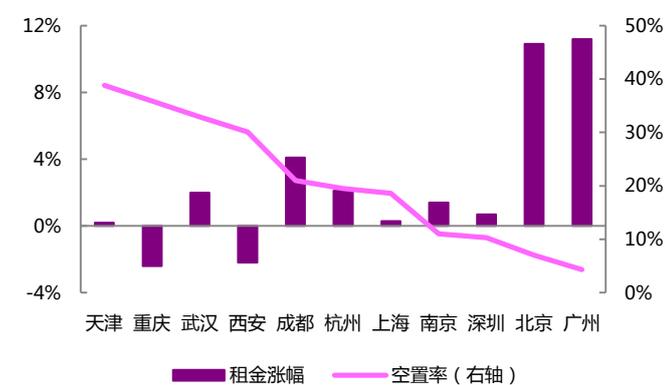


资料来源：Savills，光大证券研究所整理

城市租金水平与入驻率基本呈正相关。以北上广深为代表的一线城市，无论在租金水平还是入驻率角度，都比二线城市表现更佳。如北京写字楼市场平均租金水平为 369 元/平/月，平均入驻率达到 93%；而重庆市场平均租金水平在 100 元/平/月，平均入住率约为 65%。

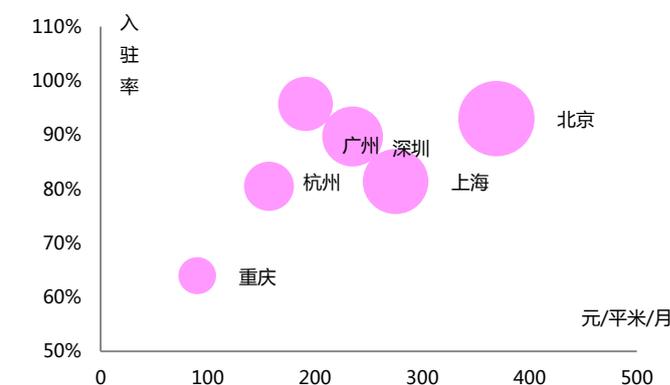
从空置率与租金涨幅来看，北京、广州等空置率处于低位的城市取得较大租金涨幅，而空置率相对较高的城市如重庆、天津、西安等，租金出现下降（2018 年重庆写字楼平均租金同比下降 2.3%，西安下降 2.9%），经营方采用“以价换量”的策略，降低租金水平，换取出租率的提升。上海受新增供应持续入市影响，全年空置率上升 0.5%。预计上海未来五年仍有超 770 万平米建成入市，局部区域的租金上涨幅度或承压。

图 2：2018 主要一二线写字楼市场租金涨幅和空置率



资料来源：Savills，光大证券研究所整理

图 3：2018 主要城市甲级写字楼市场入住率和租金

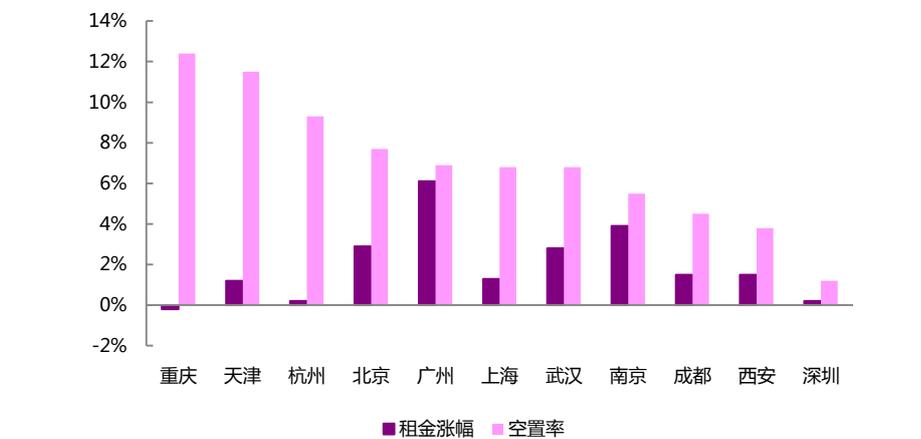


资料来源：Savills，光大证券研究所整理

2.2、2018 年核心一二线城市的零售物业租金平稳向好

2018 年核心一二线的零售物业租金平稳向好，其中广州、武汉、南京等城市的零售物业市场获得较大的租金涨幅。广州涨幅最大，超过 6%；南京、武汉、北京涨幅在 3-4%的水平；除重庆由于较高的空置率（12%）出现租金微幅下跌外，其他城市均实现温和平稳上涨。

图 4：2018 全国核心一二线零售物业市场租金与空置率变化



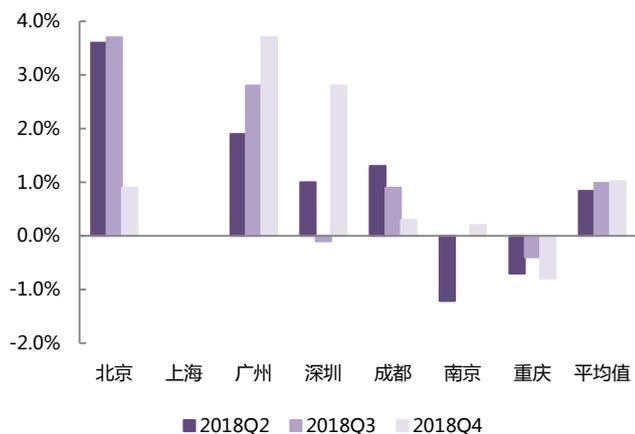
资料来源：Savills，光大证券研究所整理

2.3、分季度来看，改善趋势明显

分季度来看，样本城市中多数实现写字楼租金上涨。2018年Q2-Q4，广州、深圳实现租金环比涨幅扩大；北京、成都租金环比涨幅收窄；上海全年租金保持平稳；南京、重庆则租金分季度环比下降。

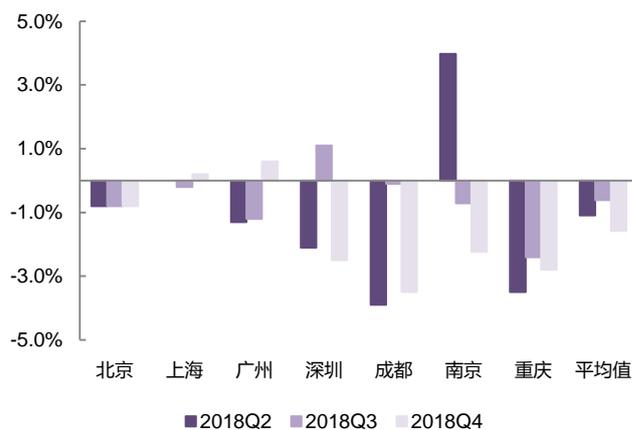
除个别季度外，样本城市写字楼空置率保持持下降趋势。其中以重庆、成都为代表，写字楼空置率季度下降幅度均值在2.9%以上。南京2018Q2空置率大幅提升，主要是由于新项目入市引起。

图 5：写字楼：租金环比



资料来源：Savills，光大证券研究所整理

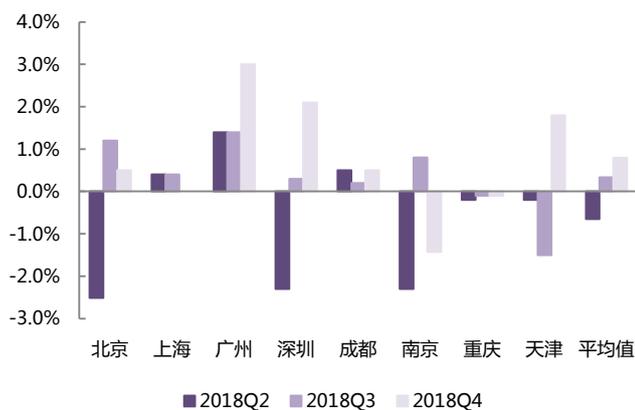
图 6：写字楼：空置率环比



资料来源：Savills，光大证券研究所整理

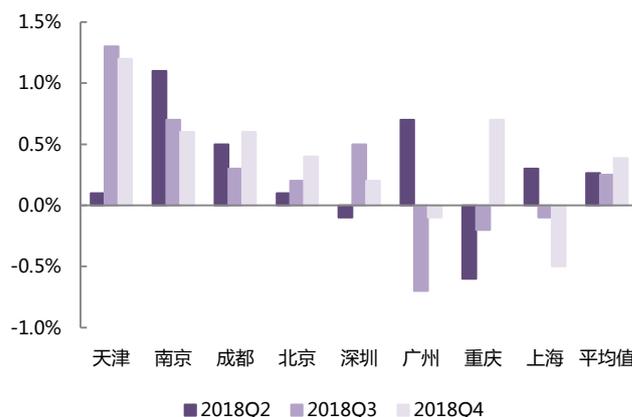
零售市场分季度来看，二到四季度商业地产首层租金环比变化呈逐级改善趋势，平均环比增加值从二季度-0.65%提升至四季度0.8%。从入驻率变化来看，天津、南京、成都等二线城市表现较好。

图 7：商业地产：首层租金环比



资料来源：Savills，光大证券研究所整理

图 8：商业地产：入驻率环比



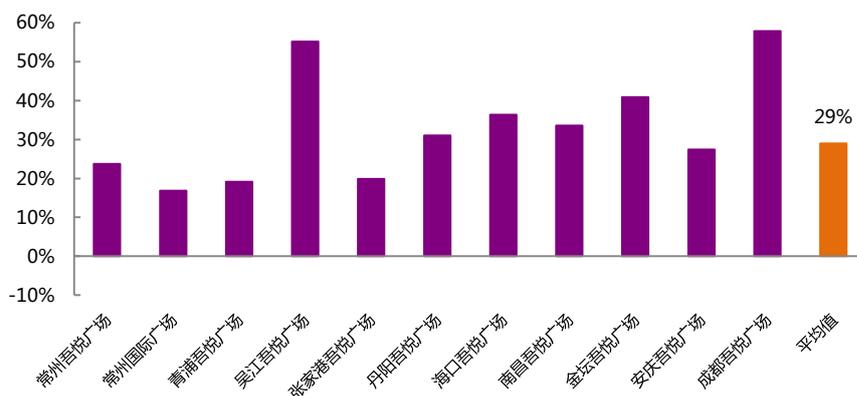
资料来源：Savills，光大证券研究所整理

3、存量物业丰富的上市公司数据表现靓丽

3.1、新城控股：同口径租管费同比上涨 29%

为排除新开业面积的影响，取 2016 年已开业且 2017-2018 年持续在营业的 11 座出租物业为样本进行比较。2018 年，11 座出租物业单位面积租管费均实现上涨，平均涨幅 29%。

图 9：2016 年 12 月已开业的 11 座在营物业

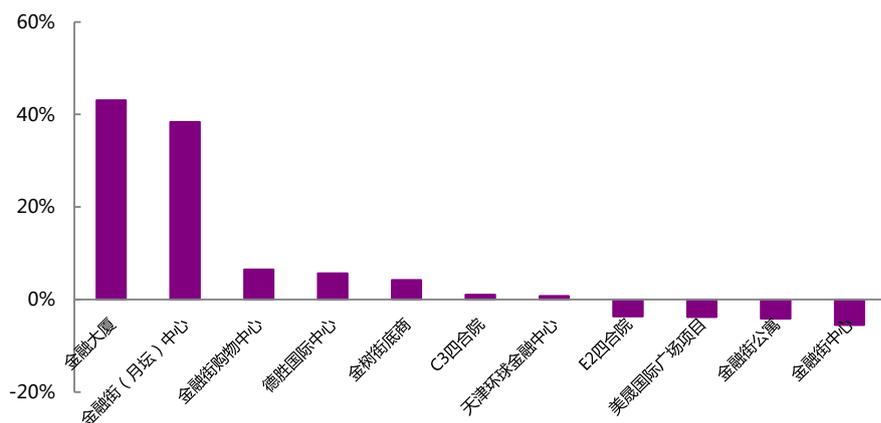


资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

3.2、金融街：持有物业中多数租金上涨，最高涨幅 43%

以 2016 年已开业，且 2017-2018 年持续在营业的 11 座经营物业为样本。截至 2018H，11 座经营物业中有 7 座实现单位面积租金上涨，最高涨幅 43.03%。

图 10：2016 年已开业的 11 座在营物业



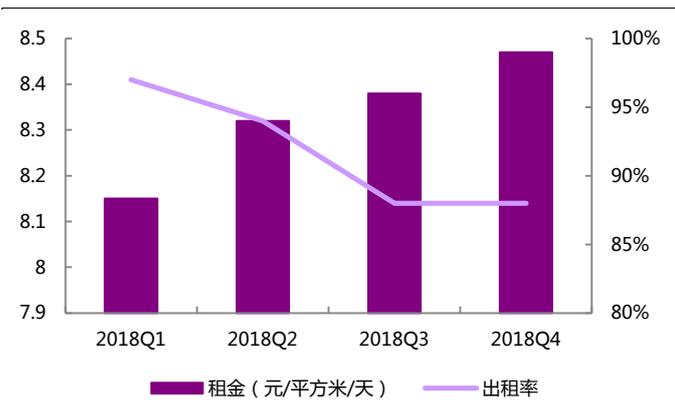
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

3.3、陆家嘴：写字楼和商铺租金上涨 3.93%和 9.61%

2018 年，陆家嘴在营写字楼和主要商铺物业均实现租金平稳上涨，上涨幅度分别为 3.93%和 9.61%。

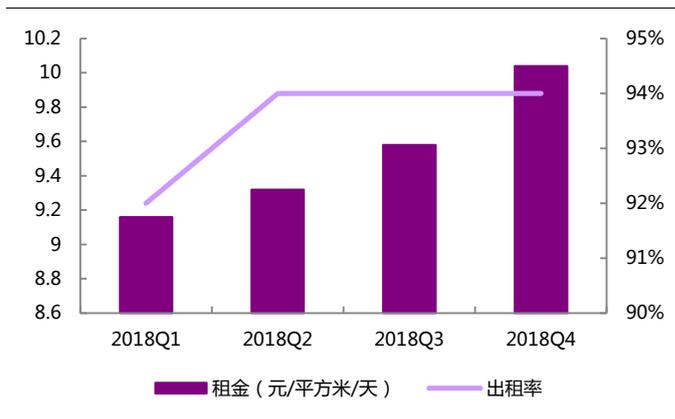
写字楼出租率下滑 9 个百分点至 88%，主要由于上海市非核心商圈兴起，部分企业外迁引起；主要商铺物业出租率提升 2 个百分点至 94%，主要受益于新零售崛起，维持较高景气度。

图 11：甲级写字楼业务情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 12：主要商铺物业业务情况

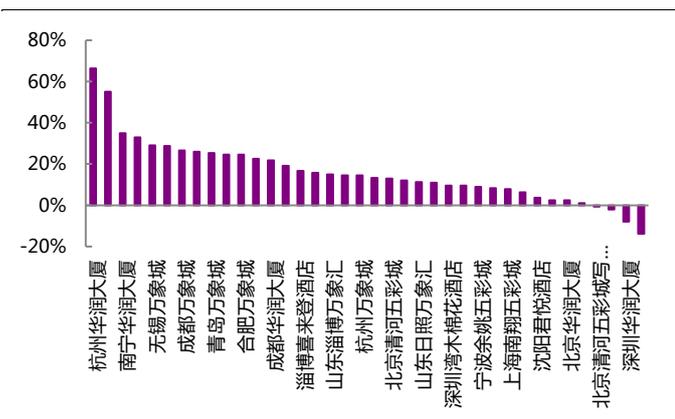


资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；Q4 数据由已披露数据加权平均得到

3.4、华润置地：同口径比较 89%存量物业租金上涨

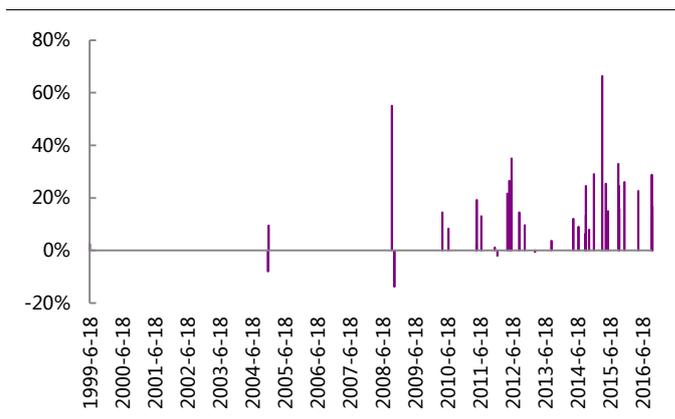
选取公司 2016 年已开业的存量物业为样本，89%的投资物业实现租金上涨，最高涨幅为杭州华润大厦（66.3%，2015 年 3 月开业）。从开业时间上看，租金收入上涨较快的多为 2014-2016 年间开业的投资物业，表明随着投资物业的不断成熟，在开业 3-5 年内有望实现持续增长。

图 13：2017-2018 持续经营物业租金收入增幅



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 14：按开业时间划分租金收入增幅



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

4、投资建议

人民币汇率坚挺吸引外资增持，宏观流动性边际宽松降低利率水平，存量经营性物业有效规避房产税预期不确定性导致的估值压制，综合以上三大理由，我们持续建议关注存量物业资源丰富房企的长期表现，有望受益于国际性配置、资产增值和公允价值重估。A 股建议关注万科 A、新城控股、陆家嘴、中华企业、光明地产、金融街；H 股建议关注融创中国、华润置地、中国金茂。

5、风险分析

国内经济持续疲软有导致持有物业出租率及租金不及预期的可能；美联储加息不确定有导致折现率变化的可能。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼