

## 龙湖集团 VS 华润置地 VS 新城

### 2021 年 5 月跟踪，综合开发商深度梳理

2017 年至 2019 年，在海外持续宽松的背景下，外资购买国内商业地产显著增加。

2018 年，国内商业地产大宗交易成交额 2960 亿元，同比增长 10%，其中，外资交易额占比从 2016 年的 14% 提升至 2018 年的 32%，同比增长 76%，基本均为一线城市。

2019 年，全年的总成交金额约为 4150 亿，再创新高，同比增长 59.6%，其中北、上、广、深、香港五个城市交易活跃度较高，外资投资占比接近 50%，包括黑石、凯德、基汇等外资机构。

随着国内住宅市场开发增速放缓，规模房企开始推进多元化发展，商业地产同样是各房企多元化业务板块的心头好。2019 年以来，房企对商业地产的配置需求不断提升，比如旭辉控股 2019 年 7 月调整架构、成立全新商管总部。

对地产产业链，我们之前研究过住宅地产、物业、家居、家电、建材等，详见产业链报告库。

**今天，我们对采用“住宅+商业”双轮驱动模式的三家代表公司：华润置地、龙湖集团、新城控股，近期的经营情况做一些跟踪。**

为什么要研究这几家？

因为，对地产行业，很多人往往盯着以住宅地产为核心业务的龙头（碧桂园、万科、保利）；但实际上，进一步深入研究，很快就会发现一些较为特殊的资产，比如以“住宅+商业综合运营”为核心模式的两大龙头——龙湖集团、华润置地。

这两大龙头，因其“住宅+商业”综合开发模式，能够降低拿地成本、降低融资成本、拉长融资久期，进而为股东提供更好的回报、更长远的增长前景，成为很多地产行业内人士关注的对象。

所以，今天这篇报告，聚焦于“住宅+商业”模式的开发商。

**华润置地**——2020年，实现营业收入1796亿元，同比增长21.2%，主要受益于结算面积大幅提升；归母净利润298亿元，同比上涨

3.6%，核心净利润 241 亿元，同比增长 11.6%。签约销售额 2850 亿元，同比增长 18%。

**龙湖集团**——2020 年，实现营收 1845.5 亿元，同比增长 22.2%；归母净利润 200 亿元，同比上升 9.1%；归母核心净利润 186.9 亿元，比去年同期增长 20.2%。全口径合约销售额 2706 亿，超额完成全年目标，同比增长 11.6%。

**新城控股**——2020 年，实现营业收入 1454.75 亿元，同比增长 69.46%，归母净利润 152.56 亿元，同比增长 20.56%；归母扣非净利润 130.56 亿元，同比增长 30.80%。

**从 Wind 机构一致预期收入来看：**

**华润置地**——2021-2023 年，机构一致预测营业收入大约为 2110.63 亿元、2462.7 亿元、2905.1 亿元，同比增速分别为 17.53%、16.68%、17.96%，归母净利润分别为 316.8 亿元、353.35 亿元、397.8 亿元，同比增速分别为 **6.28%**、11.54%、12.61%。

**龙湖集团**——2021-2023 年，机构一致预测收入规模大约为 2295.2 亿元、2749.45 亿元、3215.66 亿元，同比增速分别为 24.37%、

19.79%、16.96%；归母净利润分别为 252.68 亿元、297.8 亿元、338.48 亿元，同比增速分别为 26.33%、17.86%、13.66%。

**新城控股**——2021-2023 年，机构一致预测收入规模为 1798.58 亿元、2095.33 亿元、2397.43 亿元，同比增速分别为 23.6%、16.5%、14.42%；归母净利润分别为 184.54 亿元、212.15 亿元、239.7 亿元，同比增速分别为 20.97%、14.96%、13%。

**看到这里，有几个值得思考的问题：**

- 1) 这个行业，近期的数据变化有什么异同点，体现出怎样的经营逻辑？
- 2) 在经营数据背后，是怎样的战略布局？

(壹)

首先，我们先从收入体量和业务结构对三家“住宅+商业”模式的地产公司，有一个大致了解。

以 2020 年收入为例，龙湖集团(1845.47 亿元) > 华润置地(1795.87 亿元) > 新城控股 (1454.75 亿元)。

从 2020 年房地产销售额看，华润置地（2850.3 亿元）>龙湖集团（2706 亿元）>新城控股（2521.6 亿元）。

### 从收入构成看：

**华润置地**——物业开发占比 87%，物业投资及管理占比 7%左右，建筑、装修服务占比 5%。

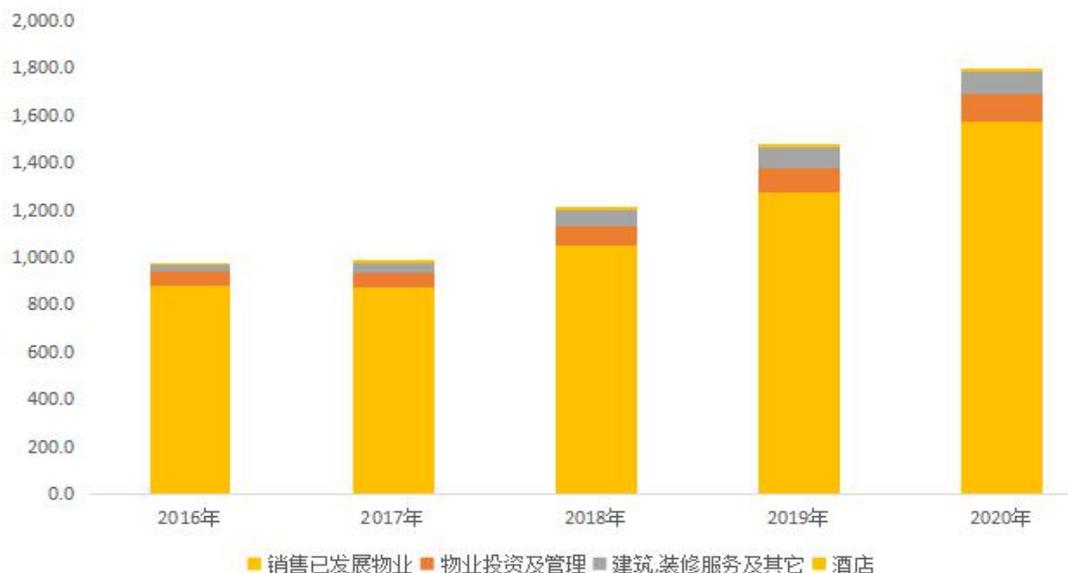
2000 年，进入商业地产开发领域，旗下购物中心拥有四条产品线：万象城（大型城市综合体），万象汇/五彩城（区域商业中心），万象天地(mall+街区)，1234space（体验式时尚潮人生活馆）。

**龙湖集团**——物业开发占比 93%，物业投资及管理占比 7%。

2003 年，开始商业地产运营，每年基本以销售回款的 10%投入，拥有都市型购物中心“天街”、社区型购物中心“星悦荟”、中高端家居生活购物中心“家悦荟”、区域性商业中心“新壹城”四条主要产品线。

**新城控股**——物业销售中，住宅销售占比 55%，综合体销售占比 40%左右，物业出租收入占比 4%左右。

2012年，起步打造“吾悦”商业品牌，拥有三条购物中心产品线，分别是：吾悦国际广场（大型城市综合体），新城吾悦广场（城市综合体/区域型购物中心），吾悦生活广场（社区商业中心）。



图：华润置地收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究



图：龙湖集团收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究



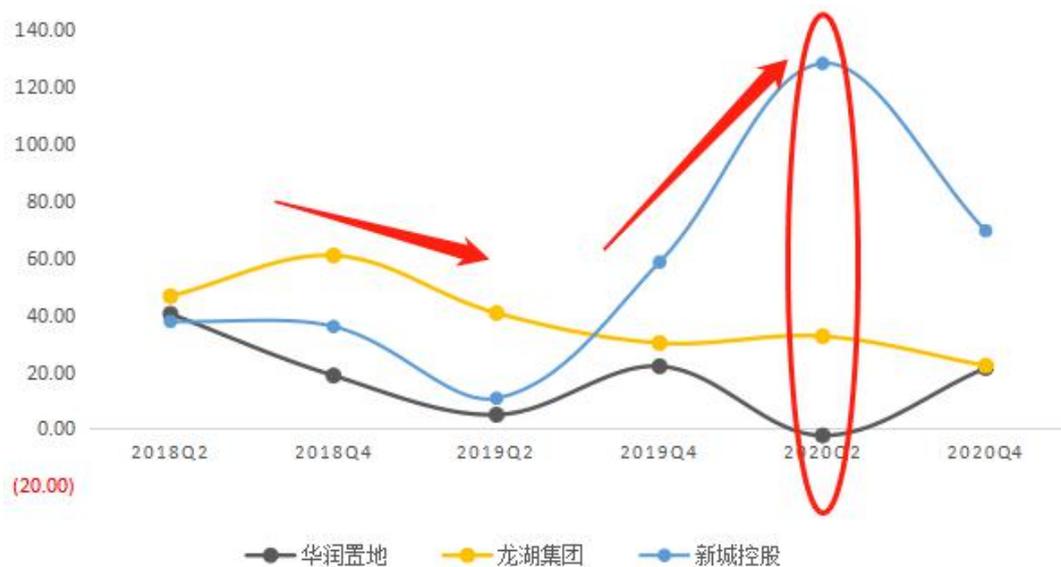
图：新城控股收入结构（单位：亿元）

来源：塔坚研究

(贰)

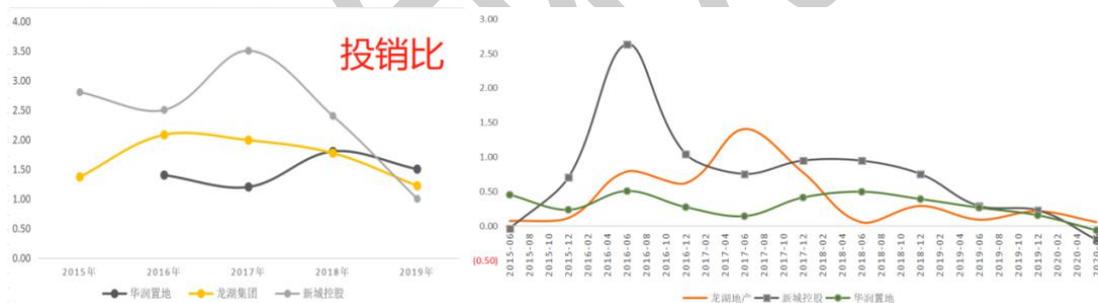
接下来，我们将近 10 个季度的收入和利润增长情况放在一起，来感知增长趋势：

### 1) 收入增长



图：季度收入增速（单位：%）

来源：塔坚研究



图：投销比&合同销售额增速（单位：倍、%）

来源：塔坚研究

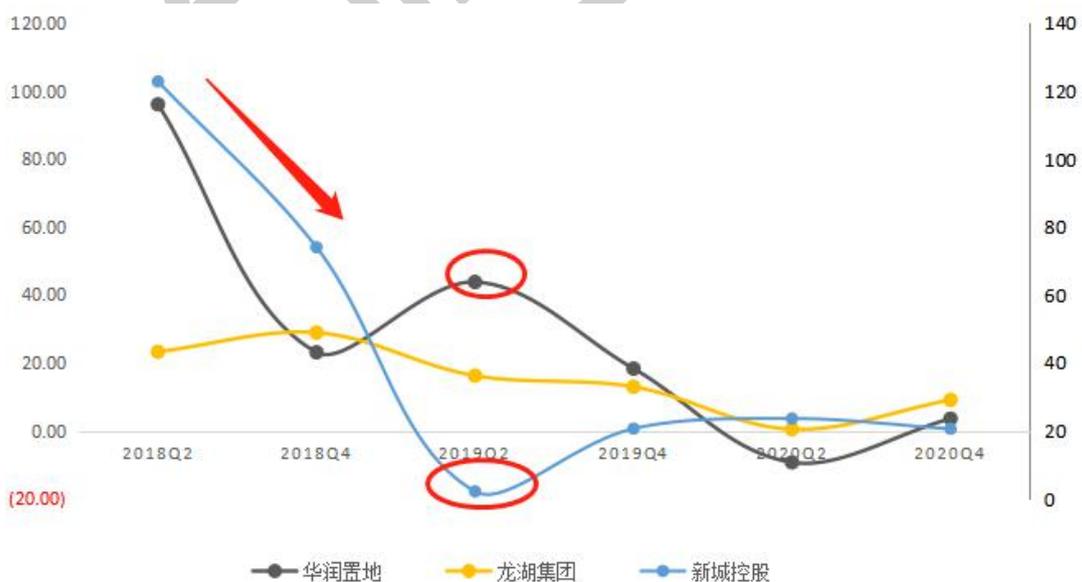
收入增速取决于竣工结算情况，与各家投资节奏、以及销售额等先行指标有关。从代表投资力度的投销比（拿地面积/销售面积）看，新城控股>龙湖集团>华润置地，对应至合同销售额上，大致一样。

龙湖集团的投资力度自 2017 年开始逐年下降，一定程度上说明其在规模扩张上的诉求相对减弱。

新城控股整体拿地仍然比较积极，且基本上都是采用勾地模式获取土地，先选取符合意向的地块，主动给政府提供综合体开发方案，进行协商谈判，锁定地块条件后，再设置条件挂牌摘取（例如行业排名、在营商场规模等）。

由于购物中心等商业配套能够给当地老百姓提供满足消费升级的场所，带动就业，增加税收，因而拿地成本一般较低。

## 2) 归母净利润增长



图：归母净利润增速（单位：%）

来源：塔坚研究

三级公司利润增速差异较大，龙湖集团增速相对平稳，华润置地、新城控股波动较大，但整体均在放缓，其中：

### 新城控股——

2020 年，归母净利润保持低增速，且明显低于收入增速，主要源于：a) 毛利率（尤其是住宅结转毛利率）下降较多；b) 存货（开发成本）跌价准备 16 亿元，同比增加 70.7%；c) 少数股东损益占比有所提升。

回溯历史数据，2018 年上半年，其归母净利润增速超过 100%，是因为结算收入大增的同时，项目的毛利水平也上升至 38.4%，创历史新高。此外，投资性房地产公允价值变动收益、合作项目投资收益增厚了利润。

2019 年中报，受上年基数较高，以及新开盘项目增加，广告宣传费用增加，导致利润出现负增长。2019 年全年来看，利润增速收缩 53.4 个百分点，主要是因为毛利率（-4.0pct）下降，以及土地增值税（+60.8%）、存货减值（9.4 亿元）等增加。此外，投资物业公允价值变动 26.5 亿元，同比下降 5%。

**龙湖集团——**其利润增速与收入增速保持一致，均有所放缓，2020 上半年，归母净利润同比增长 0.5%，较上年同期下降 15.8pct，主要是投

资物业公允价值减少所致，剔除公平值变动等影响后，核心利润增速为 12.1%。

**华润置地**——利润增速波动较大，我们重点看近三年中报变动情况。

2019 年中报、2020 年中报的归母净利润增速一高一低，都是受投资物业公允价值变动损益影响，剔除其影响后，核心利润增速分别为 11.3%、3.2%。

2018 年上半年，归母净利润增速达到 96%，是由于深圳、上海等一线城市结算收入占比达 53.6%，且毛利率高达 60.6%，平均售价上升 82.1% 至 18844 元/平，综合毛利润率为 48.1%，比 2017 年同期的 35.0% 有明显提升。

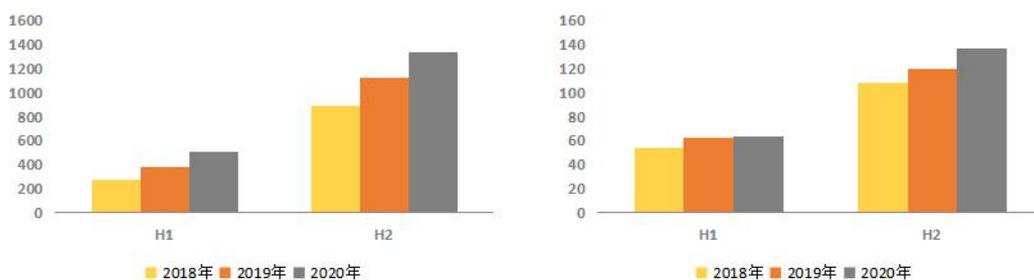
(叁)

对增长态势有感知后，我们接着再将三家公司的近期业绩拆开，看近期财报数据。

**龙湖集团**——2020 年，实现收入 1845.5 亿元，同比增长 22.2%；归母净利润 200 亿元，同比上升 9.1%；归母核心净利润 186.9 亿元，同比增长 20.2%。

2020 年，实现全口径合约销售额 2706 亿，超额完成全年目标，实现销售面积 1616 万方，分别增长 11.6%、13.5%，销售单价 16744 元/平，同比下降 1.7%。2021 年的销售目标为 3100 亿元，对应目标增长率 14.6%。

2020 年新拓 8 个城市，获取 121 幅地块，拿地总建筑面积 2567 万方，同比增长 48.3%，权益占比 72.0%。



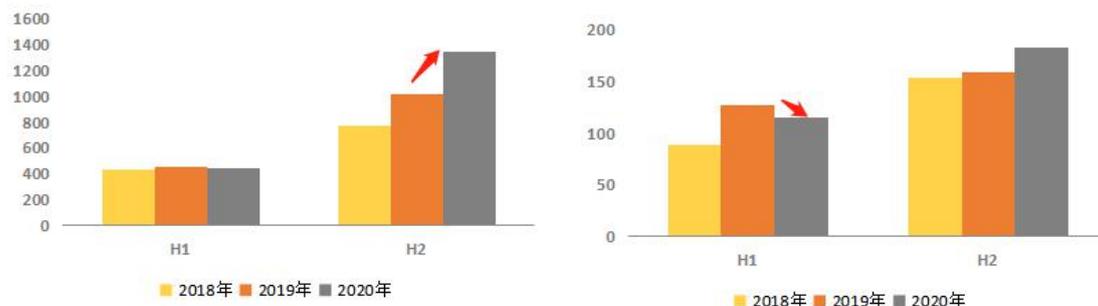
图：半年度收入（左）、归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

2020 年，新开 10 座商场，全年商场销售额 305 亿元，同比增长 14%；租金收入 58.2 亿元，同比增长 22.5%；管理层预计 2021 年新开业天街 11 座，商场租金收入有望达 85 亿元。

华润置地——2020 年，营业收入 1796 亿元，同比增长 21.2%，主要受益于销售结算面积大幅提升；实现归母净利润 298 亿元，同比上涨 3.6%，核心净利润 241 亿元，同比增长 11.6%，毛利率下降拖累利润增速。

2020 年，签约销售额 2850 亿元，同比增长 18%，权益签约销售额 1860 亿元，同比增长 14%。新增土储面积 1492 万平方米，权益占比 77%。



图：半年度收入（左）、归母净利润（右）（单位：亿元）

来源：塔坚研究

**新城控股**——2020 年，实现营业收入 1455 亿元，同比增长 69%，项目集中竣工交付及结算；归母净利润 153 亿元，同比增长 21%，利润增速较低主要是结算项目成本上升，毛利率下降。

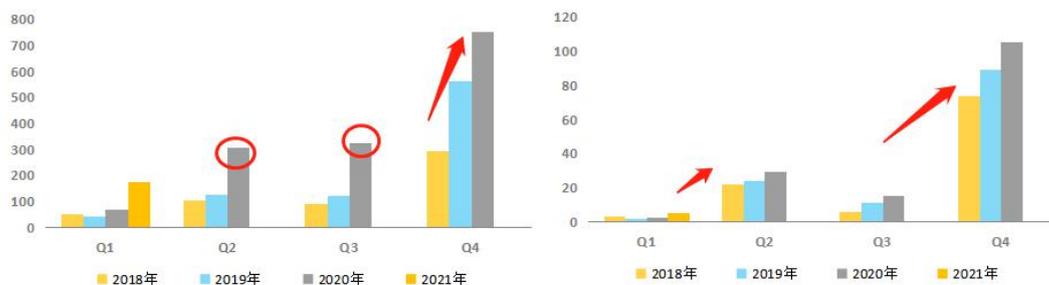
2020 年，实现销售金额 2510 亿元，达成 2500 亿元的销售目标，2021 年销售目标为 2600 亿元。

全年新增土储总建筑面积 4139 万 m<sup>2</sup>，其中 60%为综合体地块，拿地较为积极。

2021 年 4 月 29 日，其发布一季报，2020Q1，实现收入 70.9 亿元，同比增长 63.8%，归母净利润 2.7 亿元，同比增长 32.0%；扣非净利润 2.2

亿元，同比增长 33.4%；利润增速小于收入增速，主要是毛利率下降所致。

Q1 销售金额 496.5 亿元，同比+60.2%，占全年 2600 亿销售目标的 19.1%。  
受结算竣工节奏影响，一季度业绩占全年比重较小，从历史数据来看，  
其一季度营收占全年营收比重在 4%-10%，一季度业绩占全年业绩小于  
3%。



图：单季度收入（左）、净利润（右）（单位：亿元）

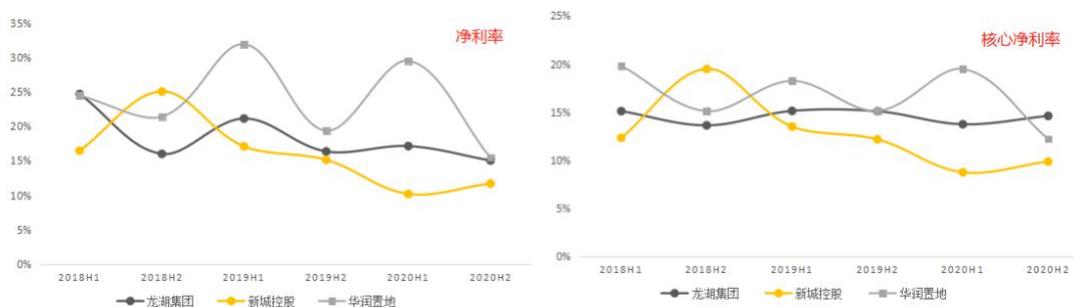
来源：塔坚研究

综上，各家收入增速随前期投资力度，呈现不同的增长幅度，但受限价  
政策等因素影响，毛利率下降，以及部分高价地项目减值，利润增速均  
小于收入增速。

(肆)

盈利能力方面，从净利率的趋势变化看，三者大体一致，华润置地净利

率的波动主要受公允价值变动影响，剔除其影响的核心净利率波动较平缓。

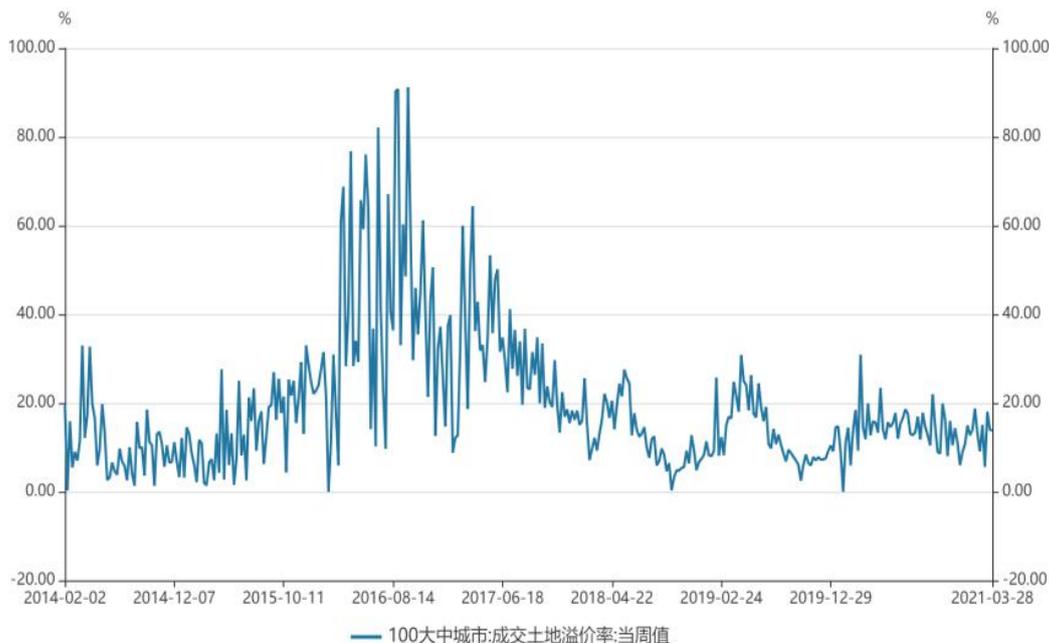


图：净利率&核心净利率（单位：%）

来源：塔坚研究

三家公司净利率整体趋势小幅向下，主要受毛利率影响，且属于共性问题，因为 2016-2018 年，行业获取项目地价普遍较高，且后续政策限价较为严格，利润空间收窄。其中，2020 年，行业 50 大房企平均毛利润率 24.9%，较 2019 年下降 5.1 个百分点。

代表房企管理层的普遍观点是，随着高价项目的逐渐结转，毛利润率有望在 2021 年或 2022 年触底反弹。

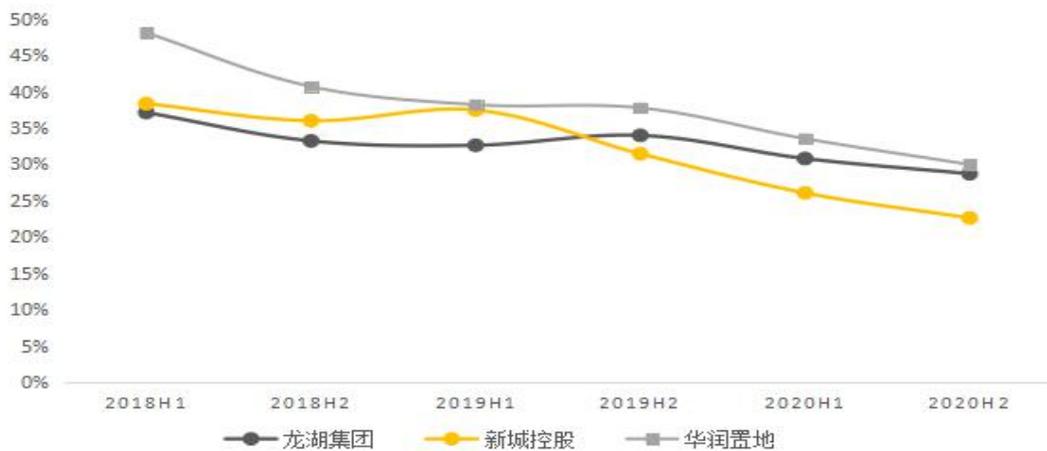


图：百大城市土地溢价率（单位：%）

来源：塔坚研究

从绝对值看，净利率排序为：华润置地>龙湖>新城控股，差异主要来自毛利率、公允价值变动损益，以及期间费用率。

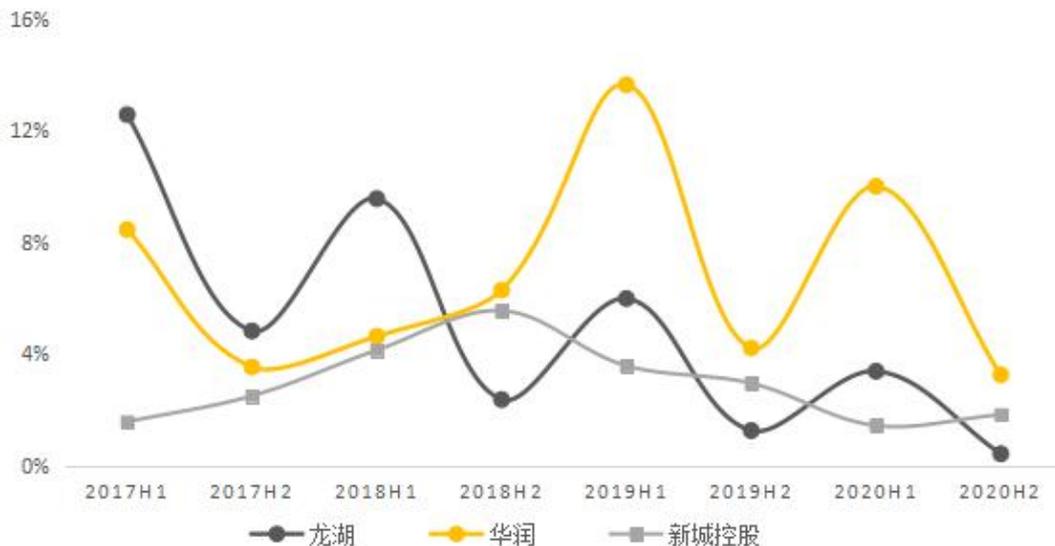
1) 先看毛利率，华润置地整体毛利率较高，主要是其一二线高端住宅项目，有一定品牌溢价，售价较高。2020年，新城控股毛利率降幅较大，除了高价项目结算外，还受毛利率较高的综合体项目占比下降（土地成本低）影响（44%→38%）。



图：毛利率（单位：%）

来源：塔坚研究

2) 再看公允价值变动损益，主要是投资性物业的价值增值，与物业所在城市能级有关，其中，华润、龙湖主要在一二线布局，新城控股以三四线为主，且华润的商业地产位于各市中心核心地段。



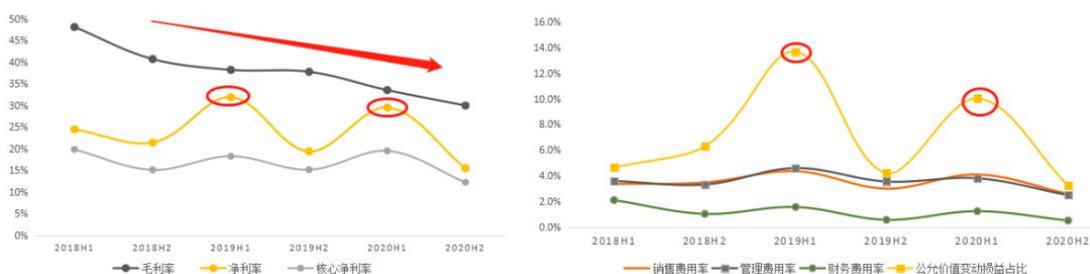
图：公允价值变动损益占收入的比重（单位：%）

来源：塔坚研究

(伍)

对利润率变动情况有感知后，我们再将各家公司拆开，分别看利润率和费用率的变动情况：

1) 华润置地



图：利润表比率 (单位：%)

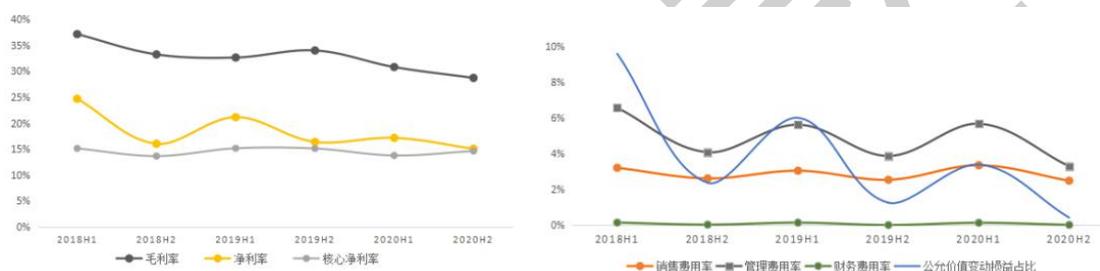
来源：塔坚研究

毛利率——2020年，综合毛利率为30.9%，同比2019年的37.9%有所下滑。其中，开发销售业务毛利率下降7.4pp至29.1%，主要由于结算较多早年高价地项目，经营性不动产业务毛利率保持66.4%。

2018年上半年，由于一线城市结算收入占比达53.6%，且毛利率高达60.6%，上半年综合毛利润率为48.1%，达到历史高位。

净利率——2020 年，净利率为 19%，剔除公允价值变动损益的核心净利率为 14%，净利率的波动主要受公允价值变动影响。2019H1、2020H1，公允价值变动损益占比较高，主要是上半年收入相对下半年较低，抬升了占比。

## 2) 龙湖集团



图：利润表比率 (单位：%)

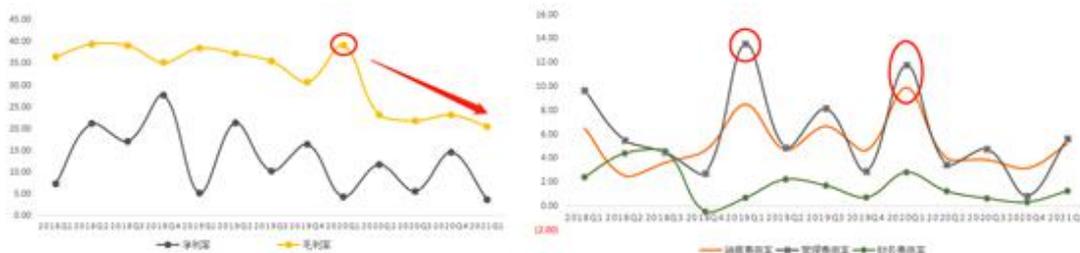
来源：塔坚研究

毛利率——2020 年，实现毛利率 29.3%，同比下降 4.4pct，毛利率连续两年下探，主要是高地价项目陆续进入结算通道，以及限价政策影响。

净利率——2020 年，净利率为 15.6%，同比下降两个百分点，与毛利率趋势一致，此外，净利率的波动主要受公允价值变动损益影响。

期间费用率——管理费用率波动，主要与收入的季节分布有关，上半年收入明显小于下半年结算收入。

### 3) 新城控股



图：利润表比率（单位：%）

来源：塔坚研究

毛利率——2020年，毛利率为23.50%，同比下降9.15pct，主要由于2016~17年地价较高，利润空间收窄；此外，毛利率较高的综合体销售占比也有所下滑。

2020年Q1，综合毛利率较高，达到39.1%，主要是结算的综合体项目较多（毛利率约36%）。

净利率——2020年，全年净利率为11.32%，同比下降4.2个百分点，与毛利率趋势一致。净利率历史波动主要受费用率影响，期间费用率波动，则与收入的季度波动有关。

期间费用率——2020Q1，管理费用率上升，主要是经营规模扩大，管理人员数量增加，职工薪酬等费用相应增长。

回溯历史数据，2018 年，其管理费用率持续下降，主要是收入持续保持高增速，而单季度管理费用相对稳定。2019 年一季度，管理费用率大幅上升，主要是合作项目结算收入下降，而费用正常发生所致。

以上，基本数据情况分析清楚后，我们来看各家的关键经营数据。

.....

以上，仅为本报告部分内容,仅供试读。

如需获取本报告全文及其他更多内容，请订阅产业链报告库。

一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

· 订阅方法 ·

长按下方二维码，一键订阅



扫码了解核心产品-产业链报告库

了解更多，可咨询工作人员：bgysyxm2018

**【版权、内容与免责声明】** 1) 版权：版权所有，违者必究，未经许可不得翻版、摘编、拷贝、复制、传播。2) 尊重原创：如有引用未标注来源，请联系我们，我们会删除、更正相关内容。3) 内容：我们只做产业研究，以服务于实体经济建设和科技发展为宗旨，本文基于各产业内公众公司属性，据其法定义务内向公众公开披露之财报、审计、公告等信息整理，不采纳非公开信息，不为未来变化背书，不支持任何形式决策依据，不提供任何形式投资建议。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性，亦不为任何个人决策和市场变化负责。内容仅服务于产业研究需求、学术讨论需求，不提供证券期货市场之信息，不服务于虚拟经济相关人士、证券期货市场相关人士，以及无信息甄别力之人士。如为相关人士，请务必取消对本号的关注，也请勿阅读本页任何内容。4) 格式：我们仅在微信呈现部分内容，标题内容格式均自主决定，如有异议，请取消对本号的关注。5) 主题：鉴于工作量巨大，仅覆盖部分产业，不保证您需要的行业都覆盖，也不接受任何形式私人咨询问答，请谅解。6) 平台：内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。7) 完整性：以上声明和本页内容构成不可分割的部分，在未仔细阅读并认可本声明所有条款的前提下，请勿对本页面做任何形式的浏览、点击、转发、评论。

**【数据支持】** 部分数据，由以下机构提供支持，特此鸣谢——国内市场：Wind 数据、东方财富 Choice 数据、智慧芽、理杏仁、企查查；海外市场：Capital IQ、Bloomberg、路透，排名不分先后。想做海内

外研究, 以上几家必不可少。如果大家有购买以上机构数据终端的需求, 可和我们联系。

并购优塾