

证券研究报告—深度报告

房地产

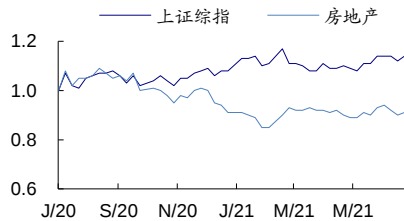
房地产 2021 年中期投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 06 月 29 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《房地产行业周报: 上海、合肥迎来集中供地, 多地表态坚持“房住不炒”》——2021-06-22
《商业地产行业专题报告(三): 轻重模式之辩: 冒风险吃有限的肉还是凭实力喝多家的汤?》——2021-06-18
《REITs 专题报告(一): 公募 REITs 扬帆, “新资产”起航》——2021-06-18
《房地产行业周报: 成都厦门集中供地热度较高, 北京鼓励社会资本参与城市更新》——2021-06-16
《房地产行业周报: 土地出让金划归税务征收, 长沙苏州土拍热度较高》——2021-06-07

证券分析师: 任鹤

电话: 010-88005315
E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

电话: 0755-81981019
E-MAIL: wangyuele@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030001

联系人: 王静

电话: 021-60893314
E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

病树前头万木春

● 行业: 高景气+低库存, 拿地利润率短期难见拐点

当前行业延续 2020 年“填坑”行情后的高景气, 多数主要指标延续高增, “高景气+低库存”的现象将贯穿全年。展望全年, 在持续超预期的高景气和房企补库存的背景下, 后续土地购置对房地产投资将逐渐形成主要驱动, 全年行业投资增速将超 10%; 行业销售额两年平均增速将超 12%、销售面积两年平均增速将超 7%; 短时间内的土地补充, 无法完全对冲掉接近三年减速扩张导致的土储薄弱, 全年新开工增速很难超过 5%, 不排除持续为负的可能(取决于土地市场能否延续高热度)。同时, 短期积极拿地可能无法完全迅速补充三年扩张放缓带来的低库存, 若无需求端的“切实”措施出台, 短周期供不应求的局面仍将延续, 而在融资渠道不做进一步的“切实”管控的情况下, 销售景气度向土地景气度的传导也很难被打破, 拿地利润率的拐点仍需等待。

● 政策: 双管齐下, 以“稳”为主

展望后续政策导向, 我们认为政策仍然会以“房住不炒”为主基调, 双管齐下, 在现有的政策框架下, 在“三稳”的基础上进一步细节化、补丁化, 抑制房价、地价过快上涨, 并将房企融资监管重点侧重于非标融资途径, 保持房地产市场的健康可持续发展。

● 公司: 身处低谷, 静候曙光

由于房企在 2016 年到 2017 年间行业景气度高涨时房企积极扩张获取的高地价项目大量进入结算期, 带来的利润率普遍明显下降, 导致房企“增收不增利”趋势明显, 2020 年板块归母净利润首次出现负增长。目前板块业绩锁定性依旧较强, 我们得出板块 2020 年末预收账款对 2021 年营收的锁定比例为 101%, 待大量低毛利项目待项目结算完毕, 房企利润率有望迎来探底修复。

● 新环境、新看点、新机遇

作为“双循环”背景下重要的居民消费载体, 消费的繁荣会带来商业地产的繁荣, 商业地产具备更强的持续经营属性, 我们预计 2025 年行业租金收入将达 1.6 万亿元, 视商业地产为第二增长曲线的房企借助可持续的持有运营收入更能跨越周期、良性发展, 其中重资产模式企业将享受租金收入及资产增值, 轻资产模式企业凭运营实力走天下, 有议价能力、容易扩规模。物管的“类收租”模式具备天然的高估值基础, 短期业绩具备高确定和高成长的双重优势, 长期行业空间广阔, 我们预计 2030 年物管行业市场规模可达 3.5 万亿。

● 投资建议

当前地产开发拿地利润率短期难见拐点, 具有持续经营属性的商业地产逐渐得到市场认可, 物管高确定和高成长的双重优势打开高估值空间。建议关注货值充沛、拓展手段多样的开发企业保利地产、金地集团、融创中国; 重资产开发商华润置地、龙湖集团, 轻资产运营商华润万象生活、宝龙商业、星盛商业; 开发商背景强或具备品牌优势的优质物管公司碧桂园服务、融创服务, 非住赛道龙头保利物业。

● 风险提示

行业基本面超预期下行, 或政策超预期趋严。

投资摘要

关键结论与投资建议

开发：中短期来看，销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度，房企拿地利润率难见系统性改善。三年放缓扩张导致的整体低库存，也一定程度上降低了房企享受销售高景气的收益。短期内地产股可能仍难有明显超额收益。但中长期来看，房企补库的动机会边际降低，行业整体利润率有望企稳，具备优秀管理能力的房企将脱颖而出，建议关注货值充沛、拓展手段多样的公司**保利地产、金地集团、融创中国**。

商业：在“双循环”背景下，消费的繁荣会带来商业地产的繁荣，我们预计 2025 年行业租金收入将达 1.6 万亿元，在两种不同的运营模式中，我们认为重资产模式享受租金收入及资产增值，建议关注公司治理优秀、财务状况佳的重资产开发商**华润置地、龙湖集团**；轻资产模式凭运营实力走天下，有议价能力、容易扩规模，建议关注轻资产运营商**华润万象生活、宝龙商业、星盛商业**。

物管：物管的商业模式具备天然的高估值基础，短期业绩也具备高确定和高成长的双重优势，建议关注开发商背景强或具备品牌优势的优质物管公司**碧桂园服务、融创服务**，非住赛道龙头**保利物业**。

核心假设或逻辑

当前行业处于“高景气+低库存”的结构中，中长期来看，房企补库的动机会边际降低，行业整体利润率有望企稳，具备优秀管理能力的房企将脱颖而出。

与市场预期不同之处

我们认为，在持续超预期的高景气和房企补库存的背景下，我们认为后续土地购置对房地产投资将逐渐形成主要驱动，**全年行业投资增速将超 10%**；全年销售仍将保持较高景气度，**行业销售额两年平均增速将超 12%、销售面积两年平均增速将超 7%**；短时间内的土地补充，无法完全对冲掉接近三年减速扩张导致的土储薄弱，**全年新开工增速很难超过 5%，不排除持续为负的可能**（取决于土地市场能否延续高热度）。

股价变化的催化因素

- 1、行业出现 “高景气+低地价” 的黄金组合，行业利润率触底回升；
- 2、行业政策出现边际放松。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、行业销售基本面下行超预期影响公司收入及利润；土地市场及局部城市房价过热导致政策持续收紧；
- 2、商业地产购物中心销售额、租金收入、扩张节奏等不及预期；轻资产模式输出管理经验不足导致收益及续约率不及预期；
- 3、母公司销售大幅下降导致物管公司获取增量新盘不及预期，物管公司各项业务毛利率水平不及预期。

内容目录

行业：高景气+低库存，拿地利润率短期难见拐点	6
销售：持续超预期，保持高景气	6
土地：“高景气+低库存”带来高热度	8
新开工：缩量后土储变薄，短期拿地高增难以完全抵消	10
投资：施工投资成主要驱动，土地购置贡献率维持低位	11
政策：双管齐下，以“稳”为主	12
抑制房价、地价过快上涨的监管途径：“两集中”政策、“因城施策”	13
融资的监管途径：从“三道红线”、“银行贷款集中度管理”，到供应链融资收紧	16
公司：身处低谷，静候曙光	18
利润首次下滑，但营收锁定性依旧较强	18
盈利能力：利润率探底，有待回升	20
“三道红线”压力下，财务指标快速优化	21
新环境、新看点、新机遇	22
商业地产：“双循环”背景下带来的繁荣	22
物管：中短期确定性强，长期空间广阔	32
投资建议	39
风险提示	39
国信证券投资评级	40
分析师承诺	40
风险提示	40
证券投资咨询业务的说明	40

图表目录

图 1: 广义库存再次接近历史低位 (单位: 万平方米)	6
图 2: 广义库存去化周期已处历史低位 (单位: 年)	6
图 3: 商品房销售面积累计同比增速	7
图 4: 商品房销售额累计同比增速	7
图 5: 2021 年 1-5 月商品房成交面积单月同比增速	7
图 6: 2021 年 1-5 月 30 大中城市商品房成交面积累计增速	7
图 7: 不同能级城市成交面积单月同比	8
图 8: 一线城市土地成交情况	8
图 9: 二线城市土地成交情况	9
图 10: 三线城市土地成交情况	9
图 11: 100 大中城市土地供应及成交情况	9
图 12: 百城土地成交面积占供应面积之比	9
图 13: 百城土地溢价率情况	9
图 14: 不同能级城市土地溢价率情况	10
图 15: 新开工面积累计同比增速	10
图 16: 施工面积累计同比增速	10
图 17: 土地购置费与土地出让金增速 (单位: %)	11
图 18: 300 城土地成交面积增速 (单位: %)	11
图 19: 20 家主流房企历年 FCFF (单位: 亿元)	11
图 20: 20 家主流房企历年扩张节奏 (单位: %)	11
图 21: 房地产开发投资累计同比增速	12
图 22: 施工投资占比 vs 土地购置占比 (单位: %)	12
图 23: 施工投资拉动 vs 土地购置拉动 (单位: %)	12
图 24: 土地景气度往往与销售景气度同步	13
图 25: 行业有望出现“高景气+低地价”的黄金组合	13
图 26: 板块历年总营业收入及同比增速	19
图 27: 板块历年总归母净利润及同比增速	19
图 28: 历年营收和归母净利润同比正增长的房企数量占比	19
图 29: 历年营收增速高于归母净利润增速的房企数量占比	19
图 30: 板块历年营收锁定性	20
图 31: 历年营收锁定性大于 100% 的房企数量占比	20
图 32: 板块历年毛利率	20
图 33: 板块历年净利率	20
图 34: 板块历年 ROE	21
图 35: 板块历年 ROE 构成项变动情况	21
图 36: 板块历年总负债及同比增速	21
图 37: 板块历年总有息负债及同比增速	21
图 38: 板块历年资产负债率及有息负债率	22
图 39: 板块历年剔除预收款的资产负债率	22
图 40: 板块历年净负债率	22
图 41: 板块历年现金短债比	22
图 42: 2020 年开业购物中心数量按公司分布	23
图 43: 2021 年计划开业购物中心数量按公司分布	23
图 44: 龙湖集团购物中心开业计划	23
图 45: 华润置地购物中心开业计划	23
图 46: 中国历年社零总额及同比 (单位: 亿元, %)	25
图 47: 龙湖集团购物中心各业态面积占比, 2020	25
图 48: 恒隆地产购物中心各业态占比, 2020	25
图 49: 上海购物中心渗透率	26
图 50: 典型房企购物中心租售比	26
图 51: 华润置地典型万象城历年租金收入 (单位: 亿元)	27
图 52: 华润置地典型万象城历年评估值 (单位: 亿元)	27
图 53: 华润置地典型万象城历年租金收入占比	28
图 54: 华润置地典型万象城历年评估值占比	28
图 55: 2020 年典型房企投资物业投资回报率和融资成本对比	29
图 56: 星盛商业商业地产合约项目来源 (单位: 个)	30

图 57: 华润万象生活购物中心加权平均物业管理费	30
图 58: 远洋服务商写物业费均价	30
图 59: 华润住宅物业管理和商业运营管理的收入	31
图 60: 华润住宅物业管理和商业运营管理的毛利率	31
图 61: 宝龙商业住宅物业管理和商业运营管理的收入	31
图 62: 宝龙商业住宅物业管理和商业运营管理的毛利率	31
图 63: 远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的收入	31
图 64: 远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的毛利率	31
图 65: 星盛商业营业收入及同比 (单位: 亿元, %)	32
图 66: 星盛商业成本&费用及同比 (单位: 亿元, %)	32
图 67: 星盛商业除税前利润及同比 (单位: 亿元, %)	32
图 68: 星盛商业除税前利润率	32
图 69: 居民服务业平均工资 (单位: 元/年)	33
图 70: CPI 同比增速 (单位: %)	33
图 71: 新政有望改善单盘盈利模型, 走向真正永续	34
图 72: 百强物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)	35
图 73: 代表性物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)	35
图 74: 百强物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)	36
图 75: 代表性物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)	36
图 76: 500 强物管基础服务收入结构	36
图 77: 500 强物管在管面积结构	36
图 78: 500 强物管在管面积结构	37
图 79: 百强房企在管面积及市占率 (单位: 亿平方米)	37
图 80: 住宅与非住宅	37
图 81: 保利物业非住宅平均物业费 (单位: 元/平方米/月)	38
图 82: 永升生活服务非住宅业务占比	38
图 83: 500 强物管公司各业态平均物业费 (单位: 元/平方米/月)	38
表 1: “两集中”供地后各地发调控政策一览	13
表 2: 2016 年至今地产融资政策汇总	17
表 3: 房企购物中心 2020 年开业数量及未来开业计划	24
表 4: 2020 年典型房企投资物业投资回报率测算 (表中金额单位: 亿人民币)	28
表 5: 2021 年至 2030 年住宅总需求测算	33
表 6: 2030 年末全业态存量面积测算 (单位: 亿平方米)	33
表 7: 未来十年物管行业空间测算 (不含非业主增值服务)	35
表 8: 未来十年物管行业空间测算 (不含非业主增值服务)	37
表 9: 物管公司纷纷进入城市服务领域	39

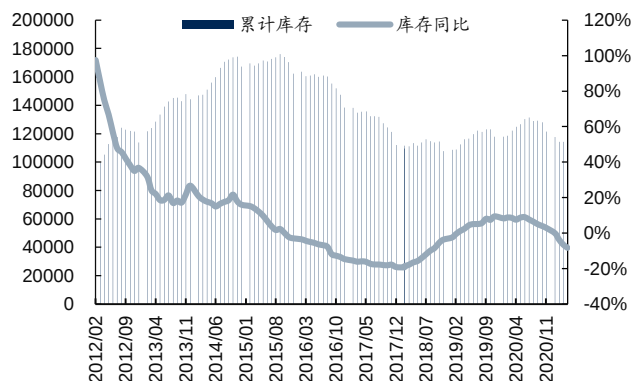
行业：高景气+低库存，拿地利润率短期难见拐点

2021年上半年，行业延续2020年“填坑”行情后的高景气，多数主要指标延续高增，持续超预期的销售数据和火热的土地市场显示出行业基本面韧性强劲。主流房企在经历了2013年至2017年的加速扩张之后，于2018年开始放缓扩张节奏，至2020年已进入收缩，收缩行为的背后，其实是房企对于未来房地产市场的相对谨慎，行业“高景气+低库存”的现象将贯穿全年。

展望全年，在持续超预期的高景气和房企补库存的背景下，我们认为后续土地购置对房地产投资将逐渐形成主要驱动，**全年行业投资增速将超10%**；全年销售仍将保持较高景气度，**行业销售额两年平均增速将超12%、销售面积两年平均增速将超7%**；短时间内的土地补充，无法完全对冲掉接近三年减速扩张导致的土储薄弱，**全年新开工增速很难超过5%**，不排除持续为负的可能（取决于土地市场能否延续高热度）。

同时，短期积极拿地可能无法完全迅速补充三年扩张放缓带来的低库存，加之拿地到形成可售货值至少需要4到6个月的时间，因此若无需求端的“切实”措施出台，短周期供不应求的局面仍将延续。而在融资渠道不做进一步的“切实”管控的情况下，销售景气度向土地景气度的传导也很难被打破，**拿地利润率的拐点仍需等待。**

图1：广义库存再次接近历史低位（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图2：广义库存去化周期已处历史低位（单位：年）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

销售：持续超预期，保持高景气

今年上半年，商品房销售延续了2020年“填坑”行情后的高景气。根据统计局最新数据，2021年1-5月，商品房累计销售面积66383万平方米，同比增长36.3%，两年平均增速为9.3%，保持在2017年10月以来高位；商品房累计销售额70534亿元，累计同比52.4%，两年平均增速为16.7%，同样保持在2017年9月以来高位。

图 3: 商品房销售面积累计同比增速



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 本图表 2021 年数据的调整为两年平均增速

图 4: 商品房销售额累计同比增速

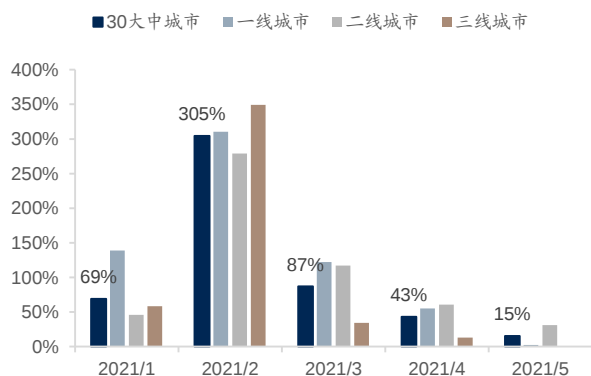


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理
注: 本图表 2021 年数据的调整为两年平均增速

根据高频数据显示, 2021 年以来, 30 大中城市任意月份新房销售面积同比增速较 2020 年均为正增长, 1-5 月单月销售面积同比增速分别为 69%、305%、87%、43%、15%。其中, 一线城市 1-5 月单月销售面积同比增速分别为 139%、310%、122%、55%、2%; 二线城市 1-5 月单月销售面积同比增速分别为 46%、279%、117%、60%、31%; 三线城市 1-5 月单月销售面积同比增速分别为 58%、349%、34%、13%、1%。

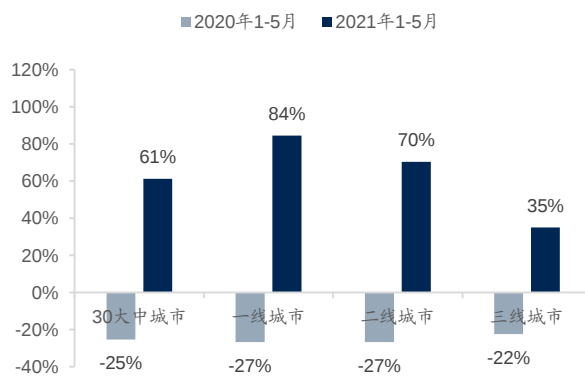
2021 年 1-5 月, 30 大中城市商品房累计成交面积 8083 万平方米, 累计同比增长 61%; 其中一线城市商品房累计成交面积 1816 万平方米, 累计同比增长 84%; 二线城市商品房累计成交面积 3943 万平方米, 累计同比增长 70%; 三线城市商品房累计成交面积 2323 万平方米, 累计同比增长 35%。

图 5: 2021 年 1-5 月商品房成交面积单月同比增速



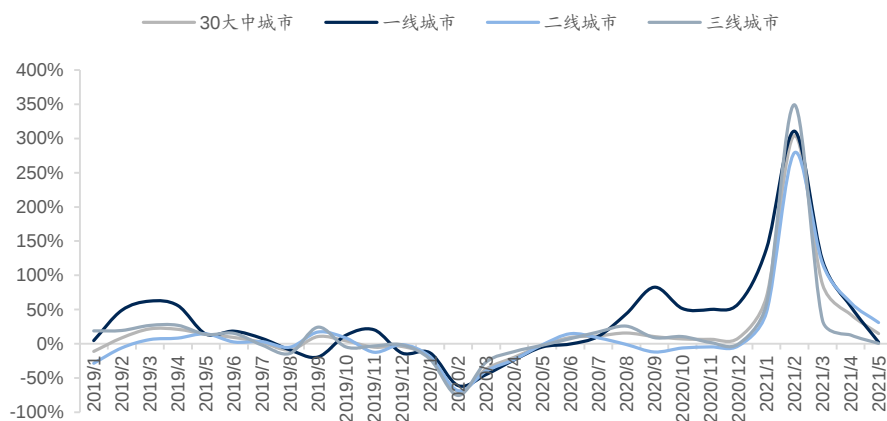
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2021 年 1-5 月 30 大中城市商品房成交面积累计增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7：不同能级城市成交面积单月同比



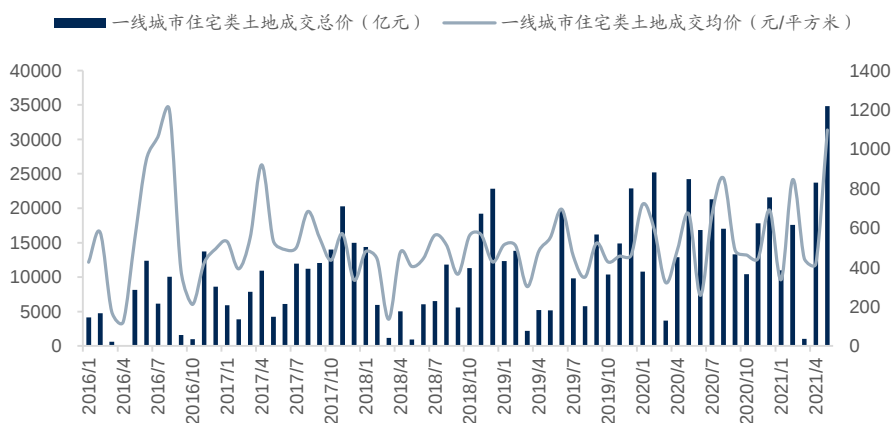
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

显然，2020年下半年开始，销售端的景气度超过了多数房企的预期。如果说2020年三季度的高景气仍有可能是“填坑”的后续，2020年四季度至本年一季度的销售表现，则使得大多数房企确认了销售端的高景气。在补库存的背景下，我们认为全年销售仍将保持较高景气度，行业销售额两年平均增速将超12%、销售面积两年平均增速将超7%。

土地：“高景气+低库存”带来高热度

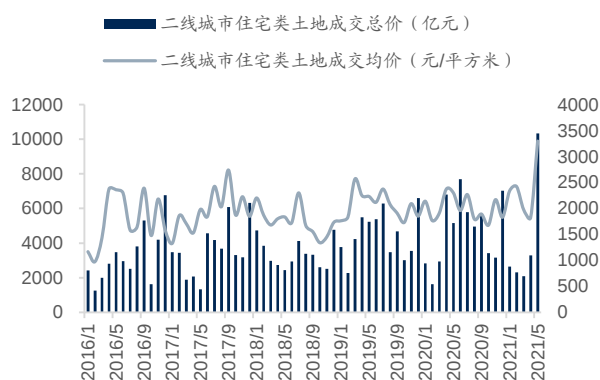
2021年1-5月，百城共推出住宅类土地规划建筑面积30005万平方米，同比下降17%，共成交住宅类土地规划建筑面积18354万平方米，同比下降19%；成交面积/供应面积为73%，较2020年1-5月下滑2个百分点。2021年前五月土地溢价率有较大上升，100大中城市成交土地溢价率为19.0%，较2020年同期上升3.6个百分点；其中一线城市、二线城市、三线城市成交土地溢价率分别为8.1%、17.3%、28.6%，分布较2020年同期上升2.8、1.9、11.8个百分点。

图 8：一线城市土地成交情况



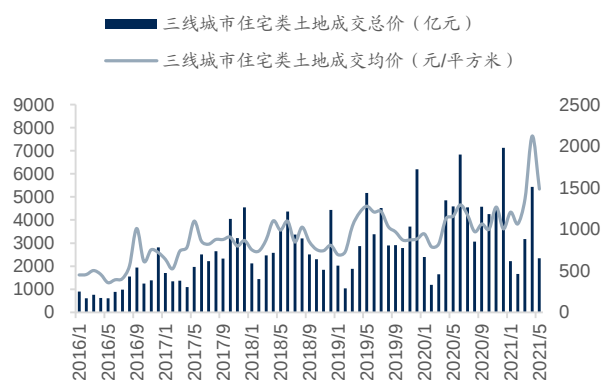
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：二线城市土地成交情况



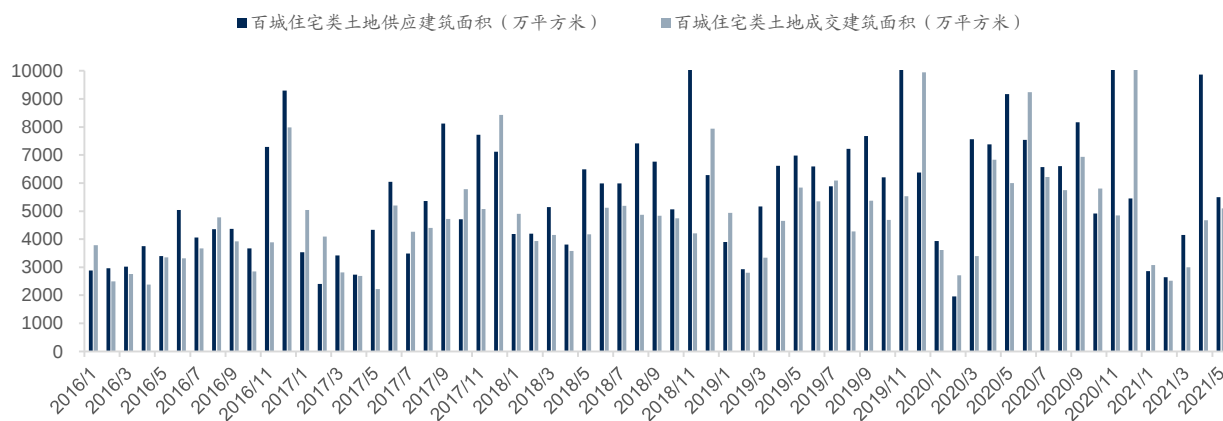
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：三线城市土地成交情况



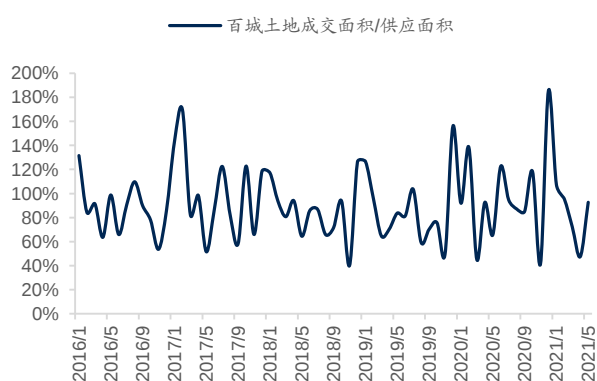
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：100 大中城市土地供应及成交情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：百城土地成交面积占供应面积之比



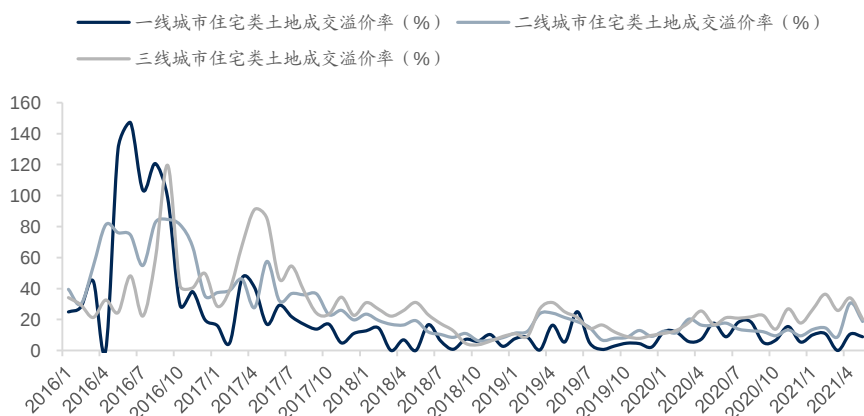
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13：百城土地溢价率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：不同能级城市土地溢价率情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

持续三年的扩张放缓，带来了房企整体的低库存水平，同时持续超预期的销售数据则使得大多数房企确认了销售端的高景气，积极补库成了房企的共同选择。这也是“三道红线”压顶、土地“两集中”试图降温之下，土地市场仍旧维持热度的原因。

新开工：缩表后土储变薄，短期拿地高增难以完全抵消

根据统计局最新数据，2021年1-5月，房屋累计新开工面积74349万平方米，同比增长6.9%，两年平均增速为-3.5%，持续保持负增长；房屋累计施工面积839962万平方米，同比增长10.1%；两年平均增速为6.2%。

图 15：新开工面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
注：本图表 2021 年数据的调整为两年平均增速

图 16：施工面积累计同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
注：本图表 2021 年数据的调整为两年平均增速

新开工的表现一定程度上低于部分投资者的预期，因为销售端的高景气非常明显，广义库存去化周期也处于 2012 年以来的最低水平，房企补库的诉求应该是较为强烈的，近期土地市场的表现也确实印证了房企的积极补库行为。而新开工作为补库存的关键动作，在数据上却表现弱势，原因何在呢？

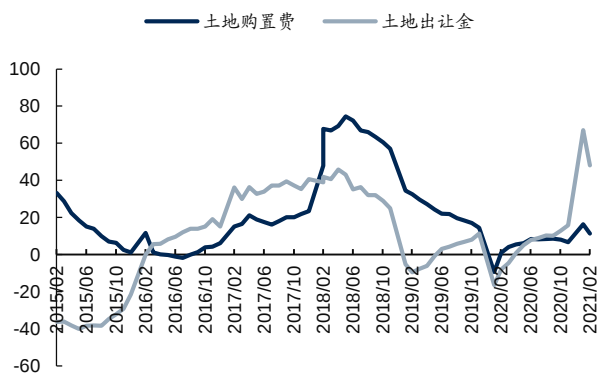
我们在 2021 年年度策略中给出的新开工预期为-10%到-15%，按照我们的分析框架，本年的新开工会呈现明显弱势。原因是，从宏观和微观两个层面，都可以看到房地产行业自 2018 年下半年开始，进入了扩张减速的周期，2020 年更是整体呈现报表收缩，因此可用于投入开工的土地资源相对不足，在开工意愿边际稳定的情况下，新开工不太可能出现太好的表现：

- 宏观层面：2018 年下半年至 2020 年年末，土地购置费、土地出让金、300 城土地成交金额/面积，三大数据增速较 2017 年和 2018 年上半年均显著

下行，反映出土地市场的整体降温，行业整体拿地积极性的下降，导致了当前土储相对较薄，无法支撑较高的开工增长；

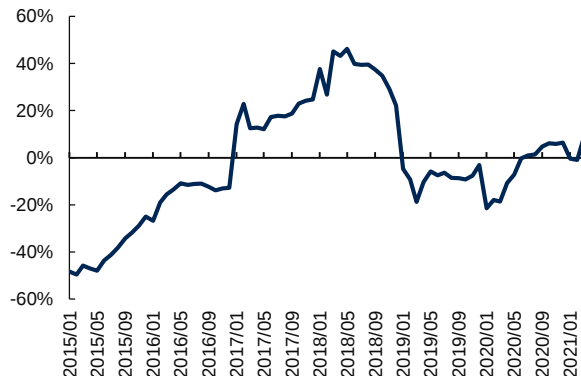
- 微观层面：从 20 家主流房企历年 FCFF 看，2018 年主流房企开始放慢扩张节奏，2020 年首次出现报表收缩，从其扩张节奏看（当年 FCFF/年初净经营资产），这一趋势更为明显，2018 年至 2020 年，主流房企明显是在减速扩张，这导致其土储充沛程度逐年下降。

图 17：土地购置费与土地出让金增速（单位：%）



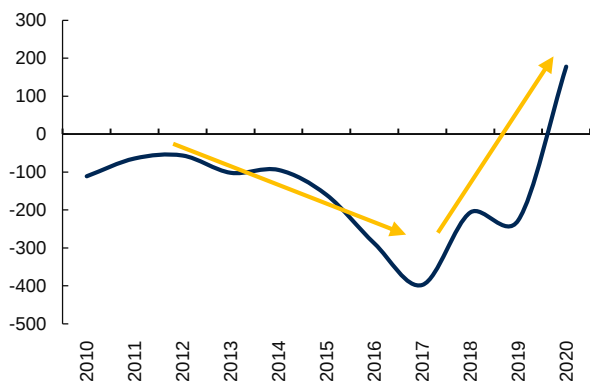
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 18：300 城土地成交面积增速（单位：%）



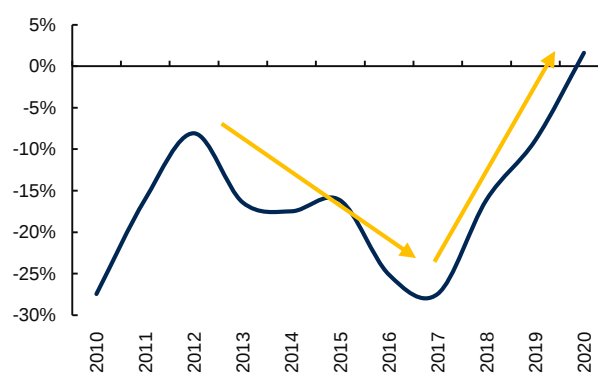
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 19：20 家主流房企历年 FCFF（单位：亿元）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图 20：20 家主流房企历年扩张节奏（单位：%）



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

展望全年，我们认为，即使不考虑“三道红线”对行业融资的整体压制，**短时间内的土地补充，无法完全对冲掉接近三年减速扩张导致的土储薄弱**，因此，我们预计**本年新开工增速很难超过 5%，不排除持续为负的可能**（取决于土地市场能否延续高热度）。

投资：施工投资成主要驱动，土地购置贡献率维持低位

根据统计局最新数据，2021 年 1-5 月，全国房地产开发累计投资 54318 亿元，同比增长 18.3%，两年平均增速为 8.6%。相对于整体数据，开发投资的明细项能够更加详细的反映行业的实际情况，比如 2018 年和 2019 年，开发投资增速均在 10% 上下波动，并无明显的趋势性（即所谓“韧性”的），但其实这两年期间，开发投资经历了拿地驱动向施工驱动转化的过程，这对竣工、建材需求等方面的判断产生了关键影响。

回到本年，从一季度的数据看，可以看到两个特点：

- 施工投资（建筑工程投资+安装工程投资）在开发投资中的占比由上年的

62%提升至 65%，且其对开发投资的拉动由上年的 4.4%提升至 20.4%，可以说，本年开发投资的高增长，主要来自于施工投资的拉动，这与我们上年年初提出的“建安高峰将在 2020 年下半年出现，延续至 2021 年上半年”的观点完全吻合；

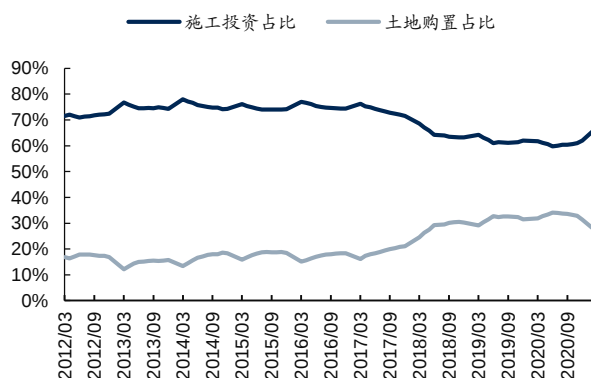
- 土地购置费在开发投资中的占比由上年的 31%下降至 28%，对房地产投资增速的贡献率由上年的 30%下降至 14%，对房地产投资的拉动由上年的 2.1%小幅提升至 3.6%。至少从一季度的数据看，土地购置并未成为房地产投资的主要驱动力。

图 21：房地产开发投资累计同比增速



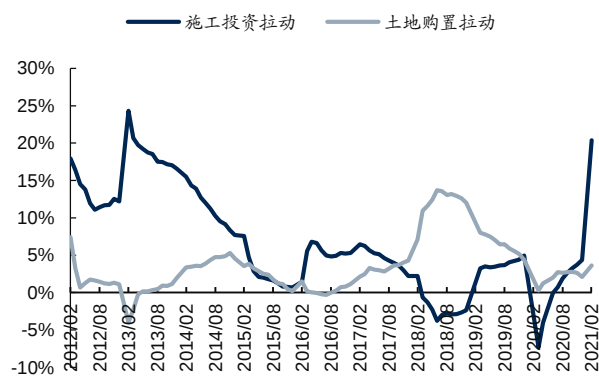
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理
注：本图表 2021 年数据的调整为两年平均增速

图 22：施工投资占比 vs 土地购置占比（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 23：施工投资拉动 vs 土地购置拉动（单位：%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

我们认为，在未来在补库存的背景下，后续土地购置对房地产投资将逐渐形成主要驱动，预计全年房地产开发投资增速将超 10%。

政策：双管齐下，以“稳”为主

自 2020 年三季度行业景气度上升以来，中央及地方针对房价、地价的过快上涨，以“房住不炒”为主基调进行了“因城施策”，并于今年上半年出台了“集中供地”政策；而为了监管房企融资途径，有关部门于 2020 年下半年相继出台了“三道红线”、银行贷款集中度政策、供应链融资收紧。展望后续政策导向，我们认为政策仍然会以“房住不炒”为主基调，双管齐下，在现有的政策框架下，在“三稳”的基础上进一步细节化、补丁化，抑制房价、地价过快上涨，

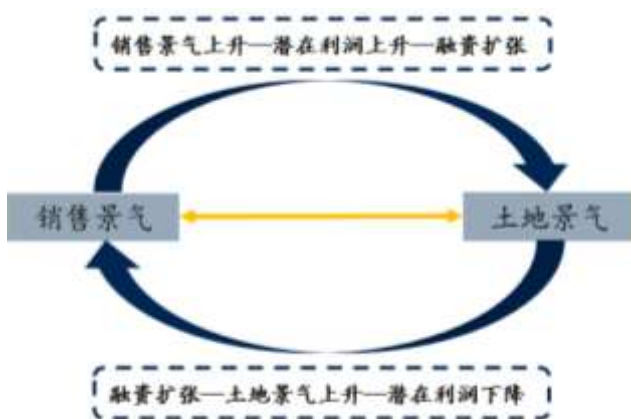
并将房企融资监管重点侧重于非标融资途径，保持房地产市场的健康可持续发展。

抑制房价、地价过快上涨的监管途径：“两集中”政策、“因城施策”

由于房地产开发高度同质化、供需两端均充分竞争、进入门槛和退出门槛低，土地景气度往往与销售景气度同步，激烈竞争加剧地价上涨，压低利润。2021年2月24日起，部分城市根据自然资源部的要求陆续实行住宅用地“两集中”同步公开出让，保证土地供应量、更及时准确全面地披露待拍地块信息。

土地集中出让一定程度上是政府在地价上让利，土地市场竞争有效降低，地块利润率上升，有望带来行业整体盈利能力的修复。根据我们的“销售-地价”四象限模型，期待行业出现“高景气+低地价”的黄金组合。

图 24：土地景气度往往与销售景气度同步



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 25：行业有望出现“高景气+低地价”的黄金组合



资料来源：国信证券经济研究所整理

如前文所说，虽然“稳地价”政策到位，但效果仍不明显，主要由于房企在 2021 年初补库存的热情高涨。房企经历了 2013 年至 2017 年的加速扩张之后（也是库存积累的过程），2018 年开始放缓扩张节奏，至 2020 年已进入收缩（十年间的首次缩量）。从 2018 年下半年至 2020 年年末，土地购置费、土地出让金、300 城土地成交金额/面积，三大数据增速较 2017 年和 2018 年上半年均显著下行，反映出土地市场的整体降温，行业整体拿地积极性下降。实际上，房企对于未来房地产市场的谨慎态度，是 2018 年至今地产行业和资本市场的普遍共识。此外，地产融资的持续收紧，也是房企开始收缩的催化因素之一。

表 1：“两集中”供地后各地发调控政策一览

日期	涉及地区	政策/新闻	主要内容	出台单位
2021 年 3 月 30 日	西安市	《西安市人民政府办公厅关于建立房地联动机制促进房地产市场平稳健康发展的通知》	1、建立完善房地联动机制。每年一季度，发布本年度住宅用地供应计划和存量住宅用地信息，全市商品住宅用地供应总量年均增长 20% 以上。除蓝田县、周至县以外，全市商品住宅、共有产权住房用地均实行“限价房、定品质、竞地价”出让，住房价格和建设品质等要素在国有建设用地出让合同中应明确约定，竞买人严格履约。每年按季度集中发布住宅用地出让公告，集中组织国有建设用地公开出让。存在重大失信行为、超出“三道红线”管理要求的竞买人，不得参与土地竞拍。 2、加强住房交易管理。从市外迁入本市户籍的居民家庭在住房限购区域购买商品住房或二手房的，须落户满 1 年，且在本市连续缴纳 12 个月的社会保险或个人所得税。住房限购区域内，商品住房买卖合同网签备案满 5 年且已办理《不动产权证书》、二手房《不动产权证书》办理满 5 年的方可上市交易。将“刚需家庭”无住房转让记录的年限要求调整为购房前 48 个月。 3、整治规范市场秩序。优先满足居民家庭首套住房需求。逐步建立二手房交易参考价格发布机制。	西安市人民政府
2021 年 4 月 2 日	广州市	《广州市人民政府办公厅关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的意见》	1、加大住宅用地供应力度。积极推进土地供给侧结构性改革，进一步增大用地供应力度。调整土地供应结构，根据市场需求加大住宅用地供应比例，合理确定租赁住房建设规模，并在年度住房建设计划和住房用地供应计划中予以安排。土地公开出让时，采取竞配建、竞自持等多种方式有效控制地价快速上涨。 2、加强房地产开发企业和中介机构监管。加强商品房价格监管，引导开发企业理性定价，继续对新建商品住房预售价格、现房销售价格实行价格指导，对不接	广州市人民政府办公厅

			受政府价格指导的项目，暂不核发预售许可证或不予办理交易网签备案。	
2021年4月5日	合肥市	《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	1、稳定增加居住用地供应。2021年，在近年居住用地平均供应量的基础上增长10%，确保全市不少于9000亩，单列租赁住房用地900亩。 2、实行市区学区内成套住房入学年限政策。 3、深化住房限购措施。暂停市区范围内拥有2套及以上住房的本市户籍居民家庭在滨湖新区、政务文化新区、高新技术产业开发区和其他区域指定学校的学区范围内购买二手住房。暂停向法人、非法人组织出售市区范围内的新建商品住房和二手住房。通过司法拍卖或招投标中心公开拍卖方式取得市区范围内商品住房的，均应当符合本市住房限购政策，并设置为竞拍条件。 4、实行市区热点楼盘“摇号+限售”政策。对登记购房人数与可售房源数之比大于（含等于）1.5的热点楼盘，均应实行摇号销售。公证摇号销售商品住房时，房地产开发企业应提供不低于30%比例的房源用于刚需购房。摇号所购房源自取得不动产权证之日起3年内不得上市交易。 5、从严调控商品住房价格。新取得的居住用地，实行住房项目均价控制，商品住房平均备案价格不得突破土地出让前预测均价。	合肥市住房保障和房产管理局
2021年4月9日	徐州	关于印发《进一步促进市区房地产市场平稳健康发展的若干措施》的通知	1、全年发布住宅用地招拍挂公告不超过四次，每次供地不低于1000亩，时间间隔、地块数量和区位要相对均衡；集中组织出让活动，挂牌公示结束后，交易时间不超过1个工作日。 2、建立土地熔断机制，土地招标拍卖过程中，当溢价率达50%或超过设置的最高限价时，中止网上竞价，采取摇号方式确定竞得人；同时，严格价格备案管理。实施同区域价格管控，根据土地供应情况，制定区域年度商品住房最高限价。	徐州市住房和城乡建设局
2021年4月15日	嘉兴	《关于进一步规范市区商品住房销售行为的通知》	1、规范签约现场设施配备，明确市区所有房地产开发项目签约室应当安装摄像和拾音设备，对合同签订全过程进行录音录像，录音录像资料保存期限自交房之日起不得少于六个月。 2、明确商品住房严格实行购房实名制，认购后不得擅自更改购房者姓名，房地产开发企业应当在开盘次日向属地房地产主管部门报备开盘情况及认购名单，办理网签备案时，购房人应当与认购人姓名一致。 3、规范退购商品住房集中公开销售，退购房源采用公证摇号方式来抽取购房人，确保销售行为更加公开透明、公平公正。	嘉兴市建设局
2021年4月16日	宁波	《关于进一步加强房地产市场调控促进房地产市场平稳健康发展的通知》	1、住房限购区域扩大至宁波绕城高速所围区域，以及江北区慈城镇、镇海区招宝山街道、蛟川街道，鄞州区云龙镇、姜山镇、下应街道、首南街道，奉化区方桥街道行政区域和宁波东钱湖旅游度假区，限购区域同时执行限售政策。 2、加强住房交易管理，建热点学区二手房交易参考价发布机制。 3、加大住宅用地供应，优化房价地价联动机制，2021年市区计划供应住宅用地面积在近5年平均供应土地面积基础上增加12%以上。 4、严审购房首付资金来源，缴纳契税，住房核查范围扩大至市六区。	宁波市住建局、市资规局、市市场监督管理局、市税务局、人行宁波支行、银保监局
2021年4月20日	南通	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》	1、市区做法获推广，全市域实施“双控”制度：在全市范围内调整用地出让方式，将房价地价精准化“双控”制度的施行范围扩大至全市域：全市普通商品住房用地均采取“控房价、控地价”方式供应，严格控制土地溢价率。对居住与商业、办公等混合类用地，可采取“控房价、竞地价”方式。 2、加大土地供应：加强土地市场调控，根据房地产市场运行情况，把握好土地供应的总量、结构和时序。市、县两级自然资源和规划部门今年将加大住宅用地供应力度，实行相对集中公告和出让，对确定的保障性安居工程建设用地进行“计划单列、快速审批”，做到应保尽保，并及时公布住宅用地供应计划和存量住宅用地信息。 3、强化金融监管：调整住房贷款政策，进一步发挥住房公积金的政策引导作用，按照“保一限二禁三”的原则对现有贷款额度进行调整，引导合理住房消费，抑制投资投机购房。监管部门将加强个人住房贷款规模管理，落实差别化住房信贷政策，强化对借款人还款能力的审查；严肃查处经营贷、消费贷、抵押贷流入房地产市场行为。 4、加大保障性住房供应力度，配建保障性住房数量原则上不少于户籍中等偏下收入住房困难家庭年新增轮候户数。 5、加快发展住房租赁市场，通过新建、配建、改建等多种方式，多渠道增加租赁住房供给。规范发展住房租赁市场，鼓励集中式长租企业发展，进一步促进住房租赁市场健康发展。 6、强化人才购房政策管理：享受市辖区人才政策的家庭和单身（含离异）人士，购买商品住房时，须提供购房之日前12个月在人才认定所在区连续缴纳个人所得税或社会保险的缴纳证明，不得补缴。 7、调整增值税征免年限，将越秀区、海珠区、荔湾区、天河区、白云区、黄埔区、番禺区、南沙区、增城区9区个人销售住房增值税征免年限从2年提高至5年。	南通市委办公室、市政府办公室
2021年4月21日	广州	《广州市人民政府办公厅关于完善我市房地产市场平稳健康发展政策的通知》	1、加大保障性住房供应力度，配建保障性住房数量原则上不少于户籍中等偏下收入住房困难家庭年新增轮候户数。 2、加快发展住房租赁市场，通过新建、配建、改建等多种方式，多渠道增加租赁住房供给。规范发展住房租赁市场，鼓励集中式长租企业发展，进一步促进住房租赁市场健康发展。 3、强化人才购房政策管理：享受市辖区人才政策的家庭和单身（含离异）人士，购买商品住房时，须提供购房之日前12个月在人才认定所在区连续缴纳个人所得税或社会保险的缴纳证明，不得补缴。 4、调整增值税征免年限，将越秀区、海珠区、荔湾区、天河区、白云区、黄埔区、番禺区、南沙区、增城区9区个人销售住房增值税征免年限从2年提高至5年。	广州市人民政府办公厅
2021年4月22日	北京	《北京市住房和城乡建设委员会关于进一步加强房地产市场秩序整治工作的通知》	整治重点： 1、新房销售方面：1）无证售房；2）不实宣传；3）合同欺诈和不平等条款；4）预售资金违规存取；5）捆绑销售和违规分销；6）违规“工改住”、“商改住”销售。 2、存量房销售方面：1）借学区房等炒作房价。检查经纪机构是否渲染烘托成交信息，引导出售方随意提高报价；是否向出售方和看房客户散布房源紧缺、房价上涨信息；是否以“学区、学区房、学区名额”等为名宣传推广房源；是否在微信朋友圈、自媒体渠道发布制造购房恐慌情绪的文章等行为；展示房源价格是否与业主书面委托价格一致；是否发布挂牌价格明显高于合理成交价格的房屋信息。2）信贷资金违规购房。检查经纪机构是否向购房人推介或怂恿违规使用经营贷、信用贷等金融产品购房；在提供新房、二手房买卖经纪服务时，是否要求购房人书面承诺购房资金不存在挪用银行信贷资金等问题。 3、住房租赁方面：1）房屋租赁合同备案；2）违法群租房、短租房；3）群众投诉反映集中租赁中介； 4、网络房源信息发布方面：虚假、违规房源信息发布。	北京市住房和城乡建设委
2021年4月28日	武汉	《关于进一步加强新建商品房销售全过程监管	申请预售许可的新建商品房项目，主体结构施工进度应达到以下要求：十五层及以下建筑达到总层数的二分之一；十五层以上建筑达到总层数的三分之一且	武汉市住房保障房管局

		的通知》	不少于七层。建筑物有地下层的，每层可抵减主体结构一层；底商和裙楼应结构封顶。	
2021 年 4 月 29 日	东莞	《关于进一步加强新建商品房销售价格指导的通知（东建房〔2021〕4 号）》	1、同一批次不同幢（栋）申报均价相差幅度不超过 10%（地面建筑层数 4 层及以下的住宅同一批次不同幢（栋）申报均价相差幅度不超过 40%），同一幢（栋）单价最高与单价最低的住宅单价相差幅度不超过 25%。 2、通过协议转让等方式取得土地的新建商品住房项目，自本通知施行之日起首批首次申请办理预售许可或现售备案的，其销售价格定价原则参照招拍挂取得土地的商品住房项目，其中可售楼面地价按照不高于所在镇街（园区）上一年度挂牌出让住宅用地平均可售楼面地价的 90%确定，上一年度无住宅用地挂牌出让的，参照房价水平相当的周边镇街（园区），按不高于其上一年度挂牌出让住宅用地平均可售楼面地价的 90%确定。 3、未售出的新建商品住房上调销售价格的间隔时间，由取得预售许可证（现售备案证书）后半年延长至一年，涨幅不超过 3%（含本数）。下调销售价格的间隔时间维持半年不变，降幅不限。	东莞市住房和城乡建设局、东莞市市场监督管理局、东莞市不动产登记中心
2021 年 5 月 7 日	成都	《成都市住房和城乡建设局成都市司法局关于进一步完善商品房公证摇号排序选房有关规定的通知》	1、对于登记购房人数在当期准售房源数 3 倍及以上的商品住房项目，按以下要求进行购房资格复核、公证摇号排序和选房。 2、对于登记购房人数在当期准售房源数 1.2 倍及以上的商品住房项目，商品住房买卖合同备案前，购房人依公证摇号排序结果选房后剩余及退出房源，按以下要求进行销售。 3、登记报名人数在房源数 1.2 倍及以上的商品住房项目，已通过购房资格复核并纳入公证摇号排序选房的登记购房人，其本人及其家庭成员 12 个月内累计未在开盘销售公告公布的选房时期到场达到 3 次的，自其第 3 次起，12 个月内不得参与购买商品住房的报名登记。	成都市住房和城乡建设局、成都市司法局
2021 年 5 月 8 日	绍兴	《关于进一步促进绍兴市房地产市场平稳健康发展的通知》	1、要切实加大住宅用地供应，严格净地出让，加大“做地”考核力度，确保年度住宅用地供应量不少于前三年的平均供应量，进一步优化供应结构，重点加大供需紧张、热点区域住宅用地的供应量，对保障性租赁住房用地，实行应保尽保。 2、要试行公证摇号公开销售，采用“限房价、限地价”方式出让的住宅用地项目，意向购房数与可售房源数比值过大的楼盘，实行公证摇号公开销售；对市区范围内部分供需紧张区域的热门楼盘，试行公证摇号公开销售，在试点基础上适时在市区范围内推广。 3、要提高预售许可条件，绍兴全市范围内 2021 年 5 月 1 日以后新受让的住宅用地项目，房地产开发企业申请商品住房预售许可时，6 层及以下建筑工程形象进度须达到地上主体结构的二分之一以上；7-11（含）层建筑工程形象进度须达到地上主体结构的三分之一以上；11 层以上建筑工程形象进度须达到地上主体结构的四分之一以上。	绍兴市房地产市场持续健康发展协调小组办公室
2021 年 5 月 10 日	北京	关于印发《2021 年北京老旧小区综合整治工作方案》的通知	1、全市列入老旧小区综合整治计划确保实现 400 个小区、建筑面积 1500 万平方米；力争实现 600 个小区、建筑面积 2300 万平方米。 2、全市老旧小区综合整治新开工确保实现 300 个小区、建筑面积 1100 万平方米；力争实现 400 个小区、建筑面积 1500 万平方米。 3、全市老旧小区综合整治新完工确保实现 100 个小区、建筑面积 400 万平方米；力争实现 150 个小区、建筑面积 600 万平方米。 4、加强协调配合，力争已列入中央和国家本级综合整治计划的 211 个项目全面开工。 5、加强制度机制建设。鼓励社会资本根据居民意愿以市场化方式参与老旧小区综合整治。激发居民参与改造的主动性、积极性。充分调动小区关联单位和社会力量支持参与。发挥基层党建引领作用，将社区治理能力建设融入改造过程，促进小区治理模式创新，健全小区长效管理机制。	北京市住房和城乡建设委员会
2021 年 5 月 10 日	福建	关于进一步加强福建省建设工程质量工作的若干措施	1、突出联合惩戒。建立住宅工程安全质量与房屋预售联动机制，对发生一般及以上安全事故的项目一律责令全面停工整顿，一律由监管事故项目的建设主管部门通报房地产主管部门，暂停其项目预售或房屋交易合同网签备案，待批准复工后方可恢复。工程安全事故的建设单位和施工总承包单位涉及国有企业的，一律由监管事故项目的建设主管部门通报其国资监管部门。 2、突出首要责任。建设单位要严格落实项目法人责任制，严格履行基本建设程序，依法依规发包工程，招投标文件和施工总承包合同约定工程质量目标、措施及违约责任。要坚持进度服从安全质量，严禁盲目赶工期、抢进度，按时支付工程款，严格按照规定计取并及时、足额拨付安全文明施工措施费。凡因参建队伍选择、工程款拨付、安全文明施工措施费拨付、工期要求等问题影响工程安全质量的，要严肃追究建设单位法定代表人和项目负责人的责任。	福建省住房和城乡建设厅
2021 年 5 月 18 日	湖州	《关于进一步加强房地产市场调控的通知》	1、实行住房限售。在中心城市范围内，新购买的住房（含新建商品住房和二手住房），网签合同时间在本通知实施之日后的，自取得不动产权证满 2 年后方可转让。本通知实施前购房人已签订购买协议、支付相关款项并能提供有效支付凭证，但尚未网签合同的，可不受限售政策限制。 2、推行公证摇号销售。中心城市范围内新建商品住房申领预（现）售许可证后，购房意向登记数大于本期可售房源数的，实行公证摇号销售。对采用“限房价、限地价”方式出让的住宅用地项目全部实行公证摇号销售。	湖州市房地产市场平稳健康发展联席会议办公室
2021 年 5 月 21 日	宁波	《关于明确在住房征收货币补偿安置工作中执行限购限售政策有关事项的通知》	1、宁波市海曙、江北、镇海、北仑、鄞州、奉化区内国有土地上住房被征收人以及集体土地上住宅被拆迁人，在限购区域内购买住房，应当申请家庭住房情况核查，并提供 2014 年 10 月 1 日之后签订的房屋征收货币补偿协议或 2016 年 7 月 13 日之后签订的房屋拆迁补偿安置协议。 2、凭同一房屋征收货币补偿协议或房屋拆迁补偿安置协议，在市六区已有两次及以上购买住房网签记录，且所购房屋面积超过被征收住房面积两倍的，该房屋征收货币补偿协议或拆迁补偿安置协议不得作为限购区域内购买住房的依据。 3、市六区内国有土地上住房被征收人以及集体土地上住宅被拆迁人，以无房家庭名义优先认购新建商品住房的，所购住房自取得不动产权证书之日起限售 5 年。	宁波市住建局
2021 年 5 月 27 日	深圳	《深圳市住建局关于进一步规范新建商品住房和商务公寓销售价格指	1、预、现售商品住房和商务公寓的批准销售价格原则上不得超过上一年度至今同地段、同类型新房的网签价格； 2、对于分期开发的项目，两次申请价格备案时间间隔未超过一年的，原则上按照	深圳市住建局

		导工作的通知》	前期备案价格进行批复； 3. 对于预售商品住房和商务公寓项目转现售的，原则上备案价格不得向上调整。为提高二手住房市场信息透明度，促进市场理性交易，确保我市房地产市场平稳健康发展，经成都市房地产市场平稳健康发展领导小组同意，建立二手住房成交参考价格发布机制。 成都市城市建设发展研究院利用大数据手段，经调查分析，形成我市区域板块二手住房成交参考价，并在成都市住房和城乡建设局官方网站、微信公众号、成都住房租赁交易服务平台等网络平台发布。	成都市住建局
2021年5月28日	成都	《成都市住房和城乡建设局关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》		
2021年6月3日	绍兴	《关于进一步促进绍兴市房地产市场平稳健康发展的通知》	即日起，绍兴市区(越城区、柯桥区、上虞区)范围内实行限购，本地户籍限购三套，非本地户籍限购一套，同时在绍兴市区新购买的住房(含新房和二手房)须取得不动产权证书满3年后方可转让。	绍兴市房地产市场持续健康发展协调领导小组办公室
2021年5月29日	南京	《关于进一步优化无房家庭购房工作的通知》	优化无房家庭购房资格。“无房家庭”须本市户籍、全市范围内无自有住房，申请开具购房证明时满足如下条件：1、2年内无自有住房登记信息和交易记录。2、前1年内在南京连续缴纳12个月城镇社会保险或个人所得税；如无法提供在南京缴纳的城镇社会保险或个人所得税证明的，须南京户籍满5年。	南京市住房保障和房产局
6月8日	长春	《坚持房地产市场调控保持市场平稳健康发展通知》	针对近期有房地产企业按商品房申报备案价格与购房者签订购房合同，收取购房款后在一定期限内予以部分退款。该行为涉嫌返本销售或变相返本销售，严重扰乱正常市场秩序，违背房地产调控政策精神。为此，该局对该涉事企业予以惩处：按相关法规规定予以立案调查，继而进行行政处罚；停止涉事项目剩余房源商品房合同网签备案；在长春市销售商品房按最高比例实行预售资金监管。	长春市住房保障和房屋管理局
6月8日	南昌	《南昌市人民政府办公室关于进一步加强住宅用地供应调控工作的通知》	1.合理确定住宅用地房屋限价。市自然资源局按照“分类调控”的原则,结合各区域房地产市场形势,在年度土地供应计划中合理确定住宅用地规模和具体地块。市房管局根据拟出让住宅用地周边新建商品住房和二手房价格等情况科学制定房屋最高限价。 2.住宅用地可实行“限地价”出让。市区(东湖、西湖、青云谱、青山湖、红谷滩区、经开、高新区、湾里管理局)范围内设置了房屋最高限价的住宅用地可根据房地产市场形势和调控需求实行“限地价”出让,出让时一并设置房屋最高限价、土地竞价上限和一次性报价区间,交易方式采取“网上拍卖+一次性报价”复合模式。“网上拍卖”阶段竞价超过竞价上限时,转入“一次性报价”阶段;在“一次性报价”阶段,按最接近所有报价平均值的原则确定竞得入选人。 3.严格限制关联公司参加同一宗住宅用地竞买。“限房价、限地价”地块的竞买人应满足土地出让公告中明确的竞买要求,并在报名时书面承诺其关联公司不参加同一宗地竞买。土地一次性报价结束后,将竞买人名单对外公布并接受监督,如有关联公司同时参加一宗地竞买情况被举报或投诉,经市市场监管局查实后,则依法依规严肃处理。	南昌市人民政府办公室
2021年6月17日	宁波	《宁波市关于非住宅改建租赁住房的指导意见(试行)》	宁波市行政区域内闲置的商业、办公、工业等非居住类型,且未列入征收计划的存量闲置建筑,可改建为租赁住房,于7月15日起实施。	宁波市住建局、市资规局
2021年6月18日	广州	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》	要求企业合理确定网签备案价格,对不接受政府指导意见的项目,将暂不予办理交易网签备案及暂不核发预售许可证;同时要求严格执行“明码标价”“一房一价”,不得以“捆绑销售”、“双合同”或者附加条件、抵扣房价等限定方式迫使购房人接受其商品或者服务价格,变相实行价外加价。	广州市天河区住房和城乡建设局和园林局

资料来源:相关政府网站,国信证券经济研究所整理

融资的监管途径：从“三道红线”、“银行贷款集中度管理”，到供应链融资收紧

自2020年下半年，中央频繁出台政策管理房企融资：

①“**三道红线**”：开发商将根据其突破“红线”规则的数量被分类：剔除预收款后的资产负债率是否超过70%，净负债率是否超过100%，现金与短期债务比的是否超过1；

②“**银行贷款集中度管理**”：根据银行业金融机构资产规模及机构类型，分档对房地产贷款集中度进行管理，房地产贷款占比及个人住房贷款占比均涉及上限；

③**供应链融资收紧**：全行业均不得开展房地产供应链类项目，单一类或集合类项目均不可；

2016年至今出台的各类融资监管政策或措施共30个(次)，涉及的融资渠道主要有三个：银行贷款、信用债和非标。从政策或措施的频次看，银行贷款5次，信用债6次，非标融资18次，综合1次(三道红线)。其中，**银行贷款**次数最少，主要集中在控制房地产贷款占比、禁止违规发放贷款和防止其他资金(银行理财、消费贷、经营贷等)流入房地产领域。**信用债**的监管政策则主要集中在2016年出台，监管重点是提高发债门槛、控制发债额度和收紧发债资金用途。

相对于银行贷款和信用债的监管，非标渠道明显是监管次数最多(18次)、涉及主体最广(银行、保险、信托、证券)、持续时间最长的渠道。事实上，对非标融资的各类文件、各项检查几乎从来没有停止过。

整体上看，不管是监管次数还是持续时间，非标融资的监管都是明显高于标准融资途径的，而实际的监管效果却明显不如标准融资途径，从中也可以看出地产非标融资监管的复杂性。结合“三道红线”政策对房企上报数据的相关要求，可以看出近年对房企融资的监管重点越来越集中于非标融资途径。

表 2：2016 年至今地产融资政策汇总

时间	监管部门	文件名称/发布途径	核心内容/影响	涉及渠道
2016.9	证监会	关于房地产业公司债券的分类监管方案	1.大幅提高了房企发债的准入门槛和相关要求； 2.严格限制资金用途，原则上仅应用于房建开发，不能作为土地款等其他用途。	信用债
2016.10	央行	召集 17 家银行就楼市调控召开会议	加强信贷结构调整，强化住房信贷管理，控制好相关贷款风险，收缩土地贷款。	贷款
2016.10	银监会	2016 年三季度经济金融形势分析会	1.严禁银行理财资金违规进入房地产领域； 2.严禁信托公司利用信托计划作为通道，通过产品嵌套给房地产项目或企业提供非标融资。	非标
2016.10	深交所	关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函	对房企发债实施分类管理，收紧发行公司债的范围。	信用债
2016.11	银监会	关于开展银行业金融机构房地产相关业务专项检查的紧急通知	1.理财资金和同业资金，不得投向：热点城市普通住宅；四证不全、资本金不到位的房地产企业或项目；支付土地出让金；置换用来拿地的股东借款；流动资金贷款； 2.禁止多层嵌套，严格穿透底层资产。	非标
2016.11	发改委	关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见	商业性房地产项目企业债融资一刀切禁止，只能用于保障性住房、棚户区改造和安置性住房项目。	信用债
2016.12	广东省银监局	关于加强交叉金融产品业务、与非持牌金融机构合作业务风险监管的通知	加强对理财资金投资房地产领域的管理，严禁资金违规进入房地产领域。	非标
2016.12	证监会	窗口指导	暂停以房地产购房尾款为基础资产的资产证券化业务。	信用债
2017.2	基金业协会	证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目	1.限制 16 个热点城市普通住宅地产项目的债权投资； 2.限制所有地产项目的债权融资用于缴纳土地款、补充流动资金或者支付首付贷。	非标
2017.3	银监会	多个文件	理财、同业、代销以及嵌套、杠杆等受到强监管的影响，4 月份开始出现了很多银行的委外赎回现象，并造成了银行表外、通道融资业务的急剧收缩，地产融资业务更是首当其冲。	非标
2017.5	银监会	2017 年信托公司现场检查要点	重点检查信托公司： 1.是否通过股债结合、合伙制企业投资、应收账款收益权等模式变相向房地产开发企业融资； 2.规避监管要求，或协助其他机构违规开展房地产信托业务； 3.“股+债”项目中是否存在不真实的股权或债权，是否存在房地产企业以股东借款充当劣后受益人的情况，是否以归还股东借款名义变相发放流动资金贷款”。（直接导致地产信托渠道融资进入冻结状态）	非标
2017.12	银监会	关于规范银信类业务的通知	将银行对地产进行表外、通道类融资的常规路径进行了封堵。	非标
2018.1	银监会	商业银行委托贷款管理办法	募集资金借用银行委贷通道试图向地产融资方发放委托贷款的方式最终落幕。	非标
2018.1	保监会	关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知	保险资产管理机构设立股权投资计划，应当承担主动管理职责，严防“名股实债”，不得直接或变相开展通道业务，不得投资嵌套其他资产管理产品的私募股权投资基金等，此后险资进入地产亦遇到较大的障碍。	非标
2018.1	上海银监局	关于规范开展并购贷款业务的通知	严格控制并购贷款投向，落实宏观调控政策，并购贷款投向房地产开发土地并购或拥有土地的项目公司股权并购的，应按照穿透原则管理，拟并购土地项目或项目公司股权项下的土地应当完成在建工程开发投资总额的百分之 25%以上。	贷款
2018.4	证监会、住建部	关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知	1.推进住房租赁资产证券化，助力盘活住房租赁存量资产； 2.明确开展住房租赁 ABS 的基本条件、优先和重点支持领域、完善住房租赁 ABS 的工作程序、加强住房租赁 ABS 监管。	信用债
2018.12	发改委	关于支持优质企业直接融资进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知	明确债券募集资金禁止投向领域，形成“负面清单”，包括但不限于：……用于房地产投资和过剩产能投资。	信用债
2019.5	银监会	关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知	禁止信托公司： 1.向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资； 2.通过“股权投资+股东借款”“股权投资+债权认购劣后”以及应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资； 3.直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金款；4.违法违规向地方政府提供融资；违规要求或接受地方政府及其所属部门提供各种形式的担保； 5.违规将表内外资金直接或间接投向“两高一剩”等限制或禁止领域等。	非标
2019.7	各地银监会	窗口指导	要求控制地产信托业务规模：（1）有的被要求“自觉控制地产信托业务规模”；（2）有的被要求“三季度地产信托业务规模不得超过二季度末”；（3）个别公司被要求“全面暂停地产信托业务”。	非标
2019.7	银保监会	约谈警示	对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司约谈警示，要求： 1.当年房地产信托规模不得超过 6 月末的规模；	非标

			2.已备案项目不影响发行及成立,未备案项目一律暂停; 3.符合 432 的通道类业务也算房地产项目,全部暂停; 4.地产公司并购类也算房地产项目,也受窗口指导影响,全部暂停; 5.城市更新类旧改项目暂时不受此次窗口指导影响。	
2019.7	发改委	国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知	房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。	信用债
2019.7	部分地区银保监局	辖区内信托公司会议	1.要求信托公司地产信托业务事前报告,监管部门将进行逐笔审核; 2.仅接受符合“四三二”条件且交易结构为贷款模式的业务报告; 3.对于因合规原因被退回事前报告的房地产信托业务,将严肃追究合规审查责任。	非标
2019.7	央行	银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	1.保持个人住房贷款合理适度增长; 2.严禁消费贷款违规用于购房,加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理; 3.加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示,合理管控企业有息负债规模和资产负债率。	贷款
2019.8	银保监会	关于进一步做好下半年信托监管工作的通知	按月监测房地产信托业务变化情况,及时采取监管约谈、现场检查,暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施,坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。	非标
2019.9	上海银监局	关于辖内信托公司报备新增房地产信托业务和通道业务相关要求的通知	1.要求辖内信托公司定期报告两项业务的新增、到期和存量规模; 2.明确新增单笔业务对机构整体业务规模的影响; 3.适度严格开展符合信托本源的事务管理类信托和相关房地产资产证券化业务。	非标
2020.4	央行深圳中心支行	关于房抵经营贷资金违规流入房地产市场情况的紧急自查通知	要求深圳市各商业银行就今年以来新发放的房抵经营贷(含借款人为企业或个人)情况立即开展自查。	贷款
2020.6	银保监会	窗口指导	1.以各公司 2019 年底的主动管理类融资信托规模为基础,各自压降比例在 20%左右; 2.各家信托公司 2020 年需要压降 35%左右的金融同业通道规模。	非标
2020.6	银保监会	关于信托公司风险资产处置相关工作的通知	要求信托公司加大表内外风险资产的处置和化解工作,其次对压降信托通道业务提出了明确的要求,再次为要求信托公司压降违法违规严重、投向不合规的融资类信托业务。	非标
2020.8	央行、银保监会、住建部	重点房企座谈会	1.剔除资产负债率不得大于 70%; 2.净负债率不得大于 100%; 3.现金短债比不得小于 1。 (数据口径和认定标准比较复杂,不赘述。)	其他
2020.11	银保监会	关于开展新一轮房地产信托业务专项排查的通知	继续严控房地产信托规模,按照“实质重于形式”原则强化房地产信托穿透监管,严禁通过各类形式变相突破监管要求,严禁为资金违规流入房地产市场提供通道。	非标
2020.12	央行	关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知	根据银行业金融机构资产规模及机构类型,分档对房地产贷款集中度进行管理。	贷款

资料来源:相关政府网站,国信证券经济研究所整理

公司：身处低谷，静候曙光

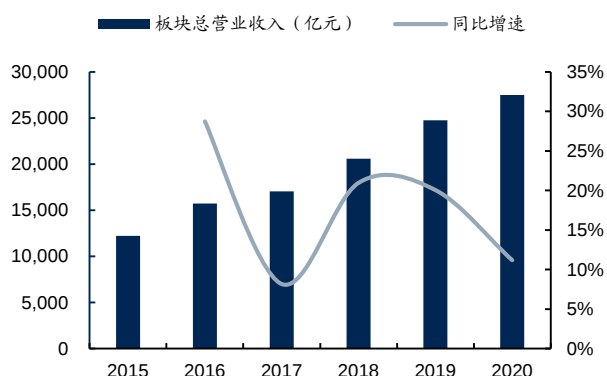
从 2020 年年报表现看，虽然营收仍维持增长，但是板块归母净利润首次出现负增长。由于房企在 2016 年到 2017 年间行业景气度高涨时房企积极扩张获取的高地价项目大量进入结算期，带来的利润率普遍明显下降，导致房企**“增收不增利”趋势明显**。目前，板块业绩锁定性依旧较强，通过计算，我们得出板块 2020 年末合同负债&预收账款对 2021 年营收的锁定比例为 101%，待大量低毛利项目待项目结算完毕，房企利润率有望迎来探底修复。

利润首次下滑，但营收锁定性依旧较强

板块营收维持增长，归母净利润首次出现负增长：分析申万房地产开发板块 116 家上市公司的财报数据，从板块整体表现来看，**营收仍维持增长**。板块 2020 年总营业收入为 27501 亿元，同比增速为 11.2%，较 2019 年下降了 9 个百分点。2020 年板块营业收入主要由 2016-2017 年拿地、2017-2018 年销售的项目结转而来。在此期间全国商品房销售总体增速仍然较高，因此 2020 年房地产板块业绩仍然呈现增长态势。

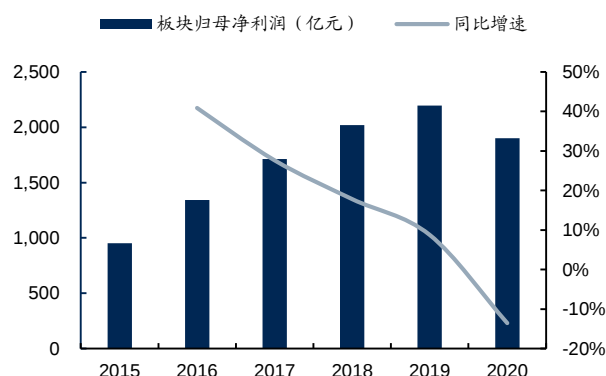
板块归母净利润首次出现负增长。2020 年归母净利润为 1900 亿元，同比增速为 -13.5%，较 2019 年下降了 22 个百分点，也是房地产行业近 5 年同比增速一路下滑后首次迎来归母净利润的负增长。

图 26: 板块历年总营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

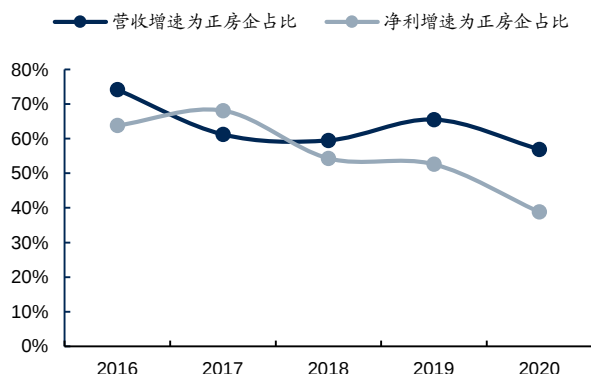
图 27: 板块历年总归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

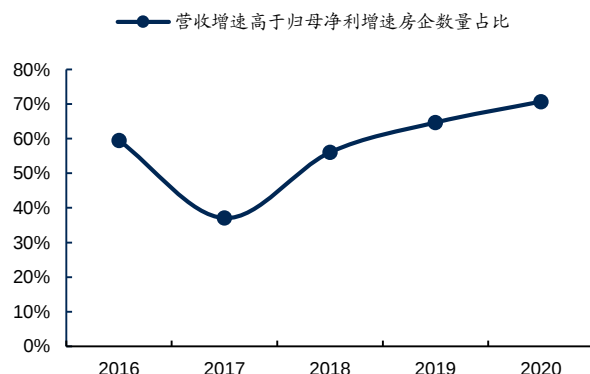
房企“增收不增利”趋势明显。2020年板块内营业收入同比正增长和归母净利润同比正增长的房企占比分别为57%和39%，均达到五年来的最低点。营收正增长的房企占比相对维持平稳态势，而归母净利润正增长的房企占比颓势明显。2020年板块内营收增速高于归母净利润增速的房企占比为71%，在2017年低点37%之后一路上涨，显现房企盈利能力相对于增收能力的下滑。

图 28: 历年营收和归母净利润同比正增长的房企数量占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 29: 历年营收增速高于归母净利润增速的房企数量占比

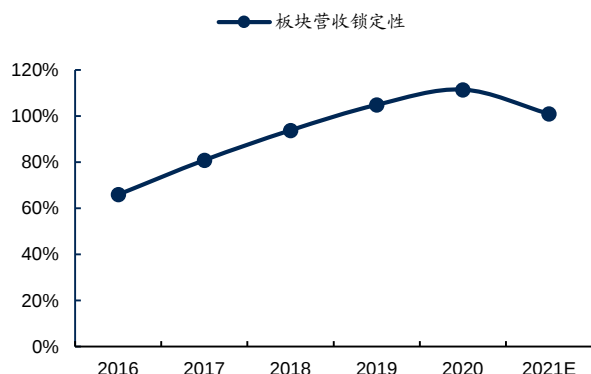


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

营收锁定性依旧较强：由于中国房地产普遍采用预售制度，收到的房款计入合同负债&预收账款科目下，待项目竣工交付后才能转入结算收入，因此合同负债&预收账款在很大程度上可以锁定房企的未来营收。可以看见自2016年以来至2020年，板块营收锁定性逐步提高、历年营收锁定性大于100%的房企数量占比也逐步提升，房企营收增长的保障性越来越强。

我们对板块2020年末合同负债&预收账款对2021年营收的锁定性进行预测。在2021年营收预测值的选取上，我们对有wind一致预测营收的43家公司采用了wind一致预测，对没有wind一致估测2021年营收的公司我们预设了5%的营收同比增速。通过计算，我们得出板块2020年末合同负债&预收账款对2021年营收的锁定比例为101%，锁定性良好。

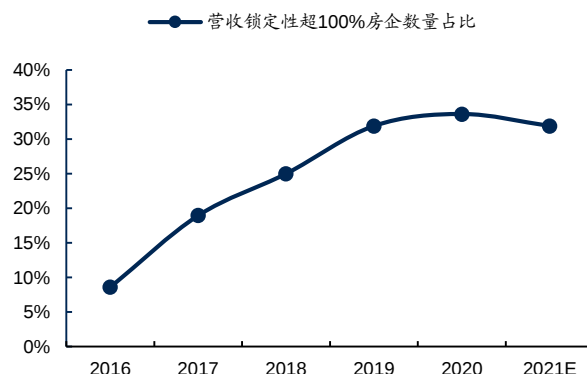
图 30: 板块历年营收锁定性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 营收锁定性=上年末合同负债+预收账款/当年营业收入

图 31: 历年营收锁定性大于 100%的房企数量占比



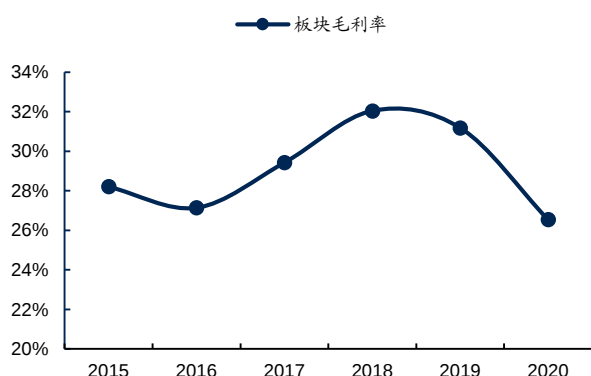
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 营收锁定性=上年末合同负债+预收账款/当年营业收入

盈利能力: 利润率探底, 有待回升

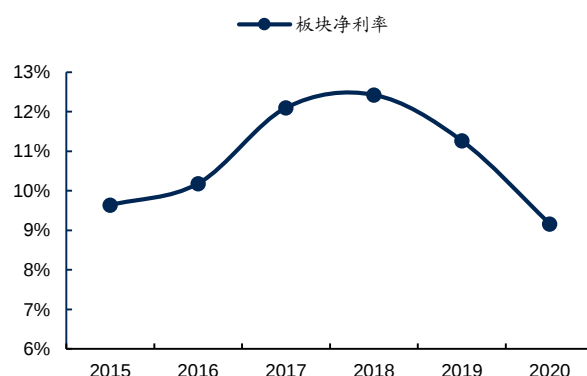
房企“增收不增利”主要由于利润率普遍明显下降。2020 年, 房地产板块毛利率和净利率分别为 26.5%和 9.2%, 分别较 2019 年同比下降了 4.6 和 2.1 个百分点, 均为 2015 年来的最低点。行业利润率普遍下滑主要由于前期低地价高房价的项目结算完毕, 而在 2016 年到 2017 年间行业景气度高涨时房企积极扩张获取的高地价项目大量进入结算期。待这批项目结算完毕, 有望迎来房企利润率的探底修复。

图 32: 板块历年毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

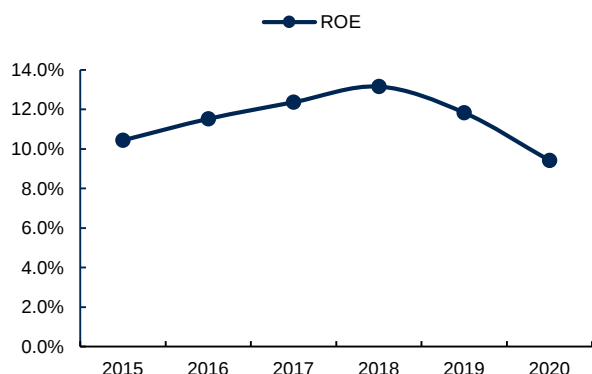
图 33: 板块历年净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

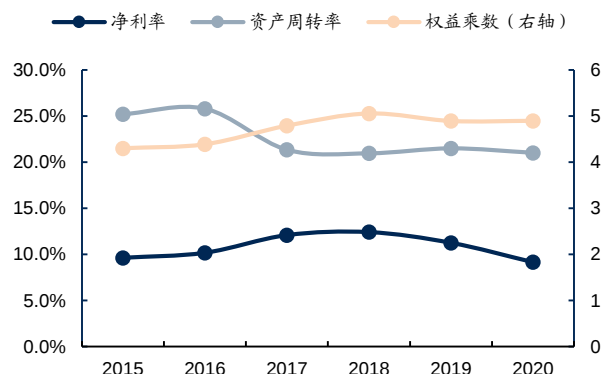
2020 年 A 股房地产板块的投资回报率 ROE 为 9.4%, 在 2018 年达到高点 13.2% 后连续两年下滑, 也是自 2015 年来首次跌到 10% 以下。通过对 ROE 的三大构成项净利率、资产周转率、权益乘数进行拆分可见, 资产周转率和权益乘数这两项的变动均不大。在 2018/2019/2020 年, 板块资产周转率分别为 21.0%/21.5%/21.0%, 而板块权益乘数分别为 5.05/4.89/4.90。因此近两年影响 ROE 的主要因素是净利率, 在 2018/2019/2020 年板块净利率分别为 12.4%/11.3%/9.2%, 对 ROE 造成了下滑冲击。

图 34: 板块历年 ROE



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 35: 板块历年 ROE 构成项变动情况

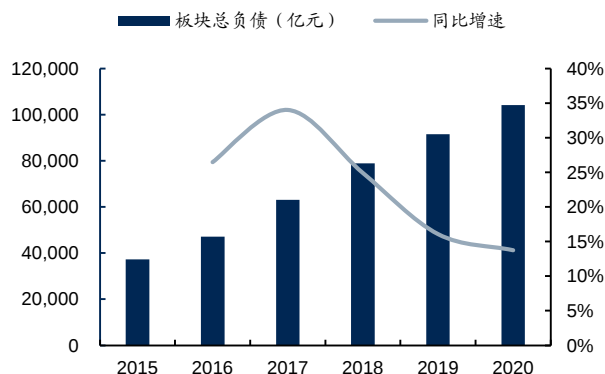


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

“三道红线”压力下，财务指标快速优化

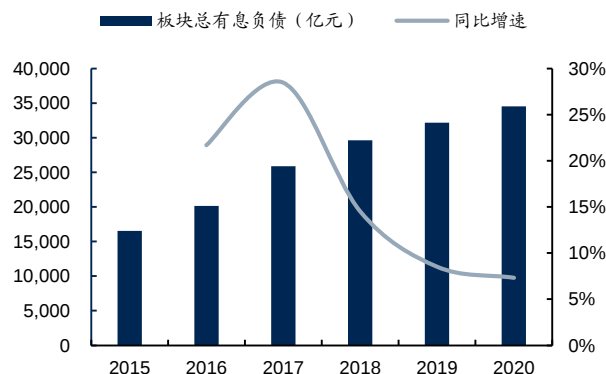
2020 年 8 月，央行和住建部出台房企资金监测和融资管理规则，设置“三道红线”（剔除预收的资产负债率 > 70%、净负债率 > 100%、现金短债比 < 1 倍），根据触线情况不同，将试点房企分为“红、橙、黄、绿”四档，分档控制有息负债规模的增速。开发商若三项指标全部“踩线”，则有息负债相比 2019 年数值不得增加；若指标中两项“踩线”，则有息负债规模年增速不得超过 5%；若只有一项“踩线”，则有息负债规模年增速可放宽至 10%；若全部指标符合监管层要求，则有息负债规模年增速可放宽至 15%。根据板块实际情况，2018/2019/2020 这三年有息负债增速均在“三道红线”最高增速的控制范围内。

图 36: 板块历年总负债及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

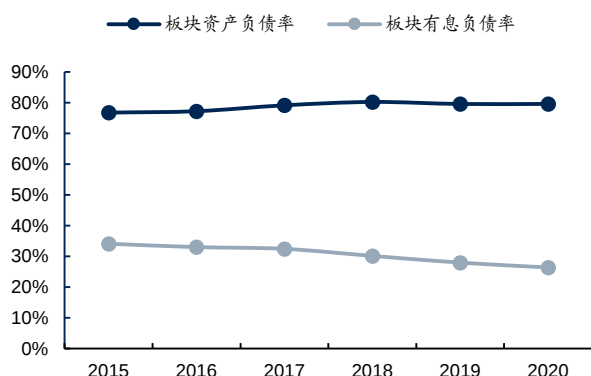
图 37: 板块历年总有息负债及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

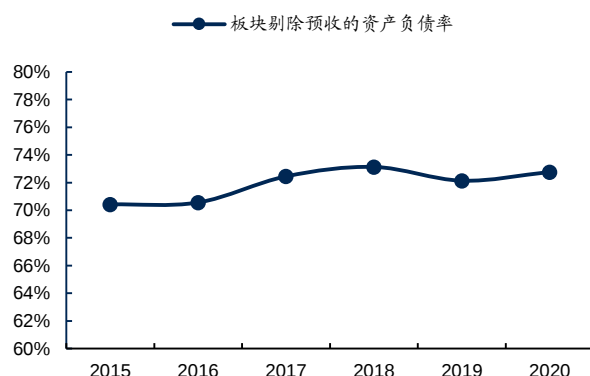
从板块整体表现来看，整体债务情况较去年同期小幅改善。2020 年板块资产负债率为 80%，与去年持平，而板块有息负债率为 26%，较去年下降 2 个百分点。截止 2020 年末，板块剔除预收的资产负债率为 73%、净负债率为 76%、现金短债比为 1.3，分别较上年同期上升 1 个百分点、下降 8 个百分点、提升 0.2 倍，目前仅剔除预收的资产负债率这一项未改善并继续触碰红线。

图 38: 板块历年资产负债率及有息负债率



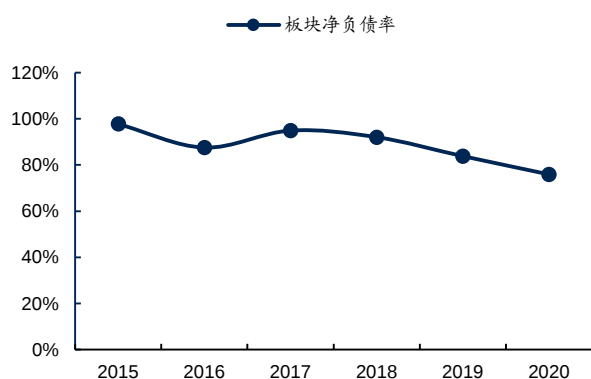
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 39: 板块历年剔除预收款的资产负债率



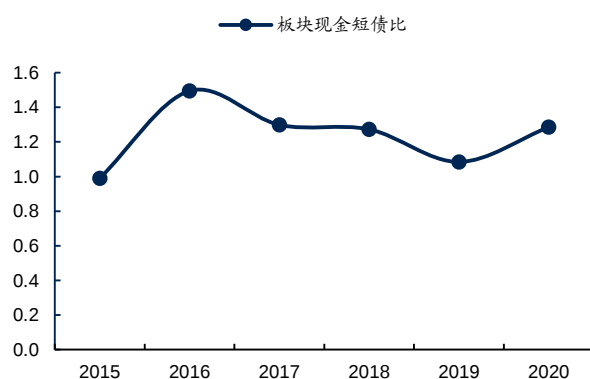
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: 板块历年净负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 41: 板块历年现金短债比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新环境、新看点、新机遇

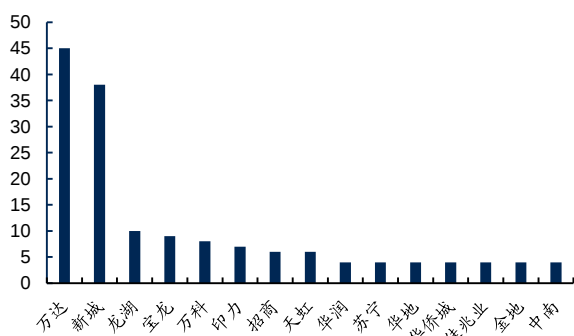
商业地产：“双循环”背景下带来的繁荣

作为“双循环”背景下重要的居民消费载体，消费的繁荣会带来商业地产的繁荣，相比住宅地产的“一锤子买卖”，商业地产具备更强的持续经营属性，我们预计 2025 年行业租金收入将达 1.6 万亿元，视商业地产为第二增长曲线的房企借助可持续的持有运营收入更能跨越周期、良性发展。在两种不同的运营模式中，我们认为重资产模式企业将享受租金收入及资产增值，建议关注公司治理优秀、财务状况佳的重资产开发商**华润置地**、**龙湖集团**；轻资产模式企业凭运营实力走天下，有议价能力、容易扩规模，建议关注轻资产运营商**华润万象生活**、**宝龙商业**、**星盛商业**。

赛道之争催生蓬勃供给

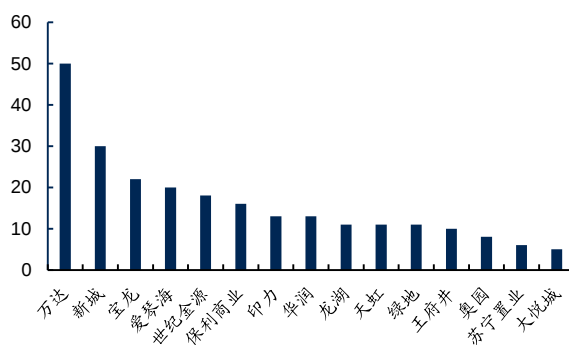
2020 年受疫情影响，全国新开业购物中心数量仅为 373 个，但商业地产行业内头部房企的开业数量仍维持不错表现，如万达集团开业 45 个（其中 27 个轻资产）、新城控股开业 38 个（其中 5 个轻资产）、龙湖集团开业 10 个。从 2021 年各房企计划开业数量看，领先者恒强。万达集团预期开业 50 个（其中 34 个轻资产）、新城控股预期开业 30 个（其中 5 个轻资产）、宝龙地产预期开业 22 个（其中 2 个轻资产）。但同样也能看见，身后追赶者无数。

图 42：2020 年开业购物中心数量按公司分布



资料来源：联商网，国信证券经济研究所整理

图 43：2021 年计划开业购物中心数量按公司分布

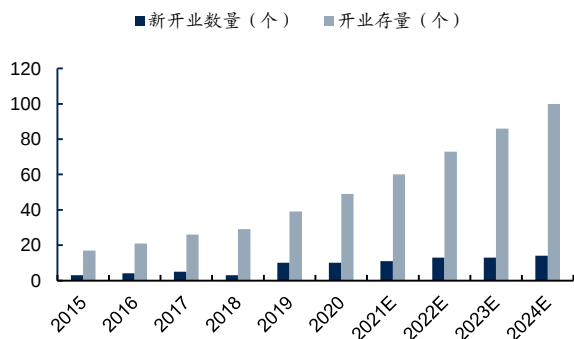


资料来源：赢商大数据，中城研究院，国信证券经济研究所整理

在住宅开发主业监管趋严的大环境下，加快投资建设购物中心的房企越来越多，而传统百货商、零售商也在转型打造购物中心迎合消费者，多家公司立志在 2025 年实现“百座”计划：

- ◆ 万达集团、新城控股已实现百座在营，龙湖集团、华润置地、宝龙地产已布局项目数量均已超百家，预期在 2025 年底也将达到百店开业规模；
- ◆ 除商业地产行业领先标杆房企外，房企旭辉控股集团计划到 2023 年布局 50 个商业综合体项目、中骏集团计划在 2025 年前完成百城布局；
- ◆ 百货商、零售商起家的银泰集团、世纪金源、星月集团也在大力拓展购物中心规模，预期在 2025 年实现百座计划。

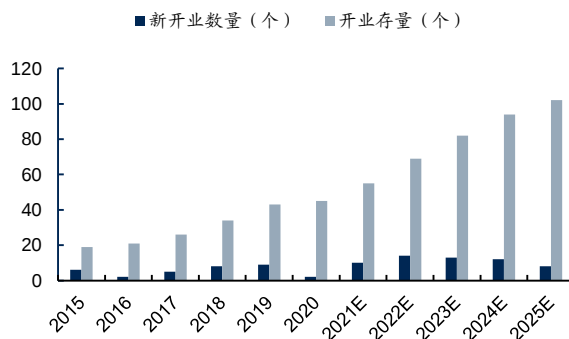
图 44：龙湖集团购物中心开业计划



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：公司 2023 年及以后计划开业的 27 个，平均分配至 2023/2024 开业

图 45：华润置地购物中心开业计划



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 3: 房企购物中心 2020 年开业数量及未来开业计划

公司	2020 年开业数量	2021 年开业计划	未来战略规划
万达集团	45 个, 其中轻资产 27 个, 总开业 368 个	50 个, 其中轻资产 34 个	每年开业 50 个, 不再拓展重资产
新城控股	38 个, 其中托管在营轻资产 5 个, 达成百店里程碑	30 个, 其中轻资产 5 个	每年拓展 30 个 (包括轻资产)
龙湖集团	10 个, 总开业 49 个	11 个	预计 2023 年及以后在营购物中心总量超过 100 个
华润置地	2 个, 总开业 45 个	10 个	预计截至 2025 年末在营购物中心数量超过 100 个
大悦城地产	4 个	5 个	/
宝龙地产	9 个 (包括 3 个轻资产外拓), 总开业 54 个 (包括 6 个轻资产外拓)	22 个, 其中轻资产 2 个	未来三年, 公司目标商业开业面积超过 1500 万平方米, 在长三角区域规模进入行业前三
旭辉控股	3 个, 新增商业地产土储 12 块, 共储备 30 个项目	/	到 2023 年布局 50 个商业综合体项目
中骏集团	新增 14 个购物中心项目, 已开业及在建超过 30 座	/	到 2025 年, 中骏世界城开业及在建数量超过 100 座 “五年百城”
银泰集团	目前已开业 30 个银泰百货、已开业及在建 40 余个银泰城购物中心、4 个银泰 in 系列高端商业项目	/	2014 年即提出未来十年计划打造 100 座购物中心
世纪金源	已开业 11 个购物中心、1 个奥特莱斯、73 个方圆荟	18 个	计划至 2021 年实现全国范围内超过 100 家项目拓展与运营
月星集团	目前全国在营和在建的环球港项目达近百个	/	未来三年要做到 “百城百港”

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

由于源源不断的商业用地供给和房企追求商业地产可持续经营收益的逐利行为, 直到 2025 年行业都会处于显而易见的蓬勃供给阶段。但是我们认为, 大多数公司的经营能力落后于建造能力。正如我们在上文对于上海市购物中心销售额分布进行分析时所提到的, 相比于建造购物中心并实现开业而言, 想做到在运营阶段不亏损、产生正收益要困难得多。与住宅地产面向的低频购房客户相比于产品本身更注重地段、交通、周围教育医疗配套设施不同, 商业地产面向的高频消费者更看重商场的商户质量、调性、氛围感带来的消费体验。精细化管理的运营力、对客户需求的洞察力、与品牌商户的信任感都需要在长期经营中锻炼沉淀, 不可能一蹴而就。随着运营经验不足的行业参与者越来越多, 未来各家购物中心间的业绩分化将更加明显。

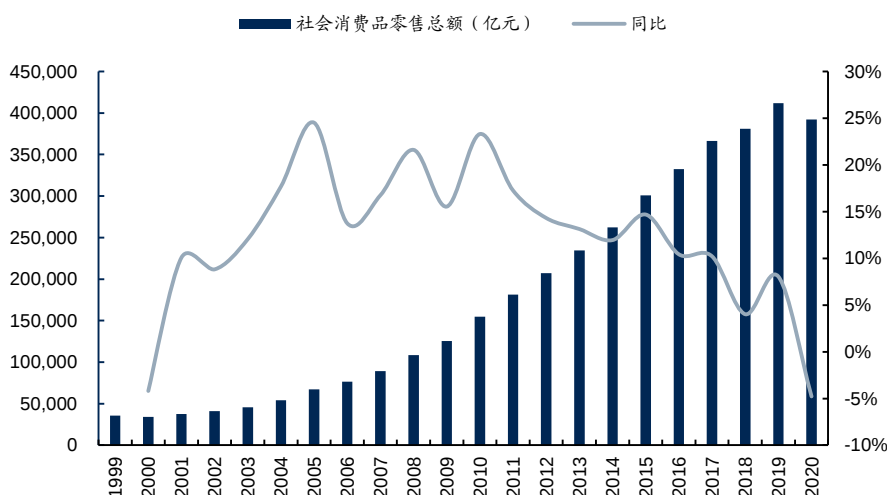
预期 2025 年租金收入达 1.6 万亿元

我们认为, 行业空间的合理测算公式为租金收入=社零&服务总额×渗透率×租售比。

Step1: 以社零总额为基准测算社零&服务总额

常住人口的迁徙会带来人口流出地购物中心的客流窘迫和人口迁入地购物中心的客流充裕, 但社零总额并不受迁徙因素的影响, 因此是相对准确的租金收入估算依据。不过需要注意的是, 社会消费品零售总额指企业 (包括单位、个体户) 通过交易直接售给个人、社会集团非生产、非经营用的实物商品金额以及提供餐饮服务所取得的收入金额, 因此不包括购物中心内健身、电影院、KTV、教育培训等娱乐服务类业态产生的收入。为避免遗漏购物中心内提供娱乐服务类业态创造的租金收入增长空间, 我们通过估算在购物中心销售额中娱乐服务类业态贡献的收入占比, 以此为系数估算除餐饮以外的其他服务总额, 并加进社零总额中, 作为社零&服务总额备用。

图 46：中国历年社零总额及同比（单位：亿元，%）

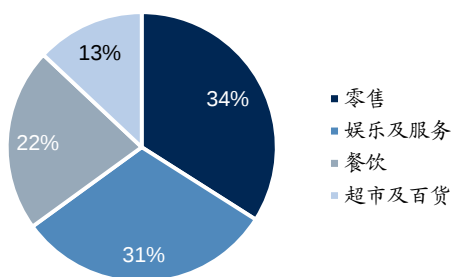


资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

由于业内披露购物中心各业态面积或收入占比的公司不多，我们对商业地产标杆房企龙湖集团、恒隆地产旗下购物中心业态占比数据进行分析。主打大众消费的龙湖集团旗下购物中心里娱乐及服务业态租赁面积占比为 31%，主打奢侈品消费的恒隆地产 9 个内地在营购物中心消费及娱乐业态的面积占比平均值为 18%。我们预估 2025 年行业内娱乐服务类业态贡献的收入占比的平均水平为 25%，因此将除餐饮以外的其他服务总额与社零总额的比较系数定为 25%，将其加进社零总额中，即将社零&服务总额定为 1.25 倍的社零总额。

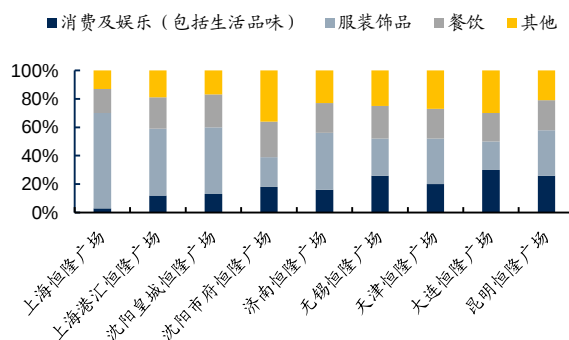
由于 2020 年社零总额受疫情冲击下滑明显，我们以 2019 年社零总额 41.2 万亿元为基数，以 6% 的保守预测作为年复合名义增速，估算 2025 年社零&服务总额 $\approx 41.2 \times (1+6\%)^6 \times 1.25 = 73$ 万亿。

图 47：龙湖集团购物中心各业态面积占比，2020



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 48：恒隆地产购物中心各业态占比，2020



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

Step2：以商业发展领先城市上海为标杆测算购物中心销售额渗透率

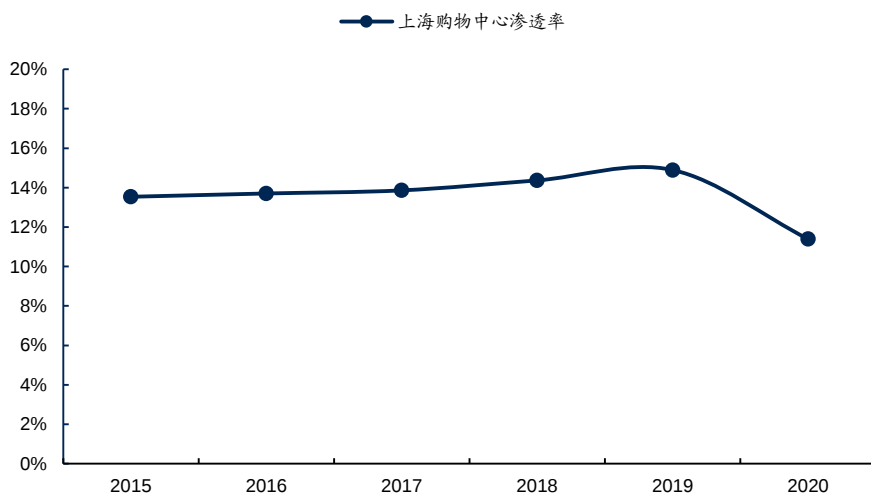
根据我们在误区三中的分析，考虑中国强大的网络购物在社零总额的占比情况，我们认为中国购物中心的预期渗透率水平不能参考发达国家，但可以对标中国商业发展水平领先、网络购物也很强势的上海。

将上海购物中心协会披露的数据代入公式：上海购物中心渗透率=当年上海购物中心总销售额/当年上海社零总额。2020 年渗透率的显著下降主要是受疫情冲击，因此我们主要以疫情前 2015-2019 年的数据作为参考。上海销售额渗透率在 2015/2016/2017/2018/2019 年分别为 13.5%/13.7%/13.9%/14.4%/14.9%，

明显呈现逐年提升的趋势，我们推断除了购物中心供给增加、消费升级客单价提升等因素外还有一个可能的原因，即购物中心里体验业态占比提升使得销售额渗透到了社零之外的服务收入中。

鉴于上海在全国城市商业发展的领先地位，我们中性估测 2025 年全国购物中心销售额对社零&服务总额的渗透率能达到 15%的合理水平。

图 49：上海购物中心渗透率



资料来源：上海购物中心协会，国信证券经济研究所整理

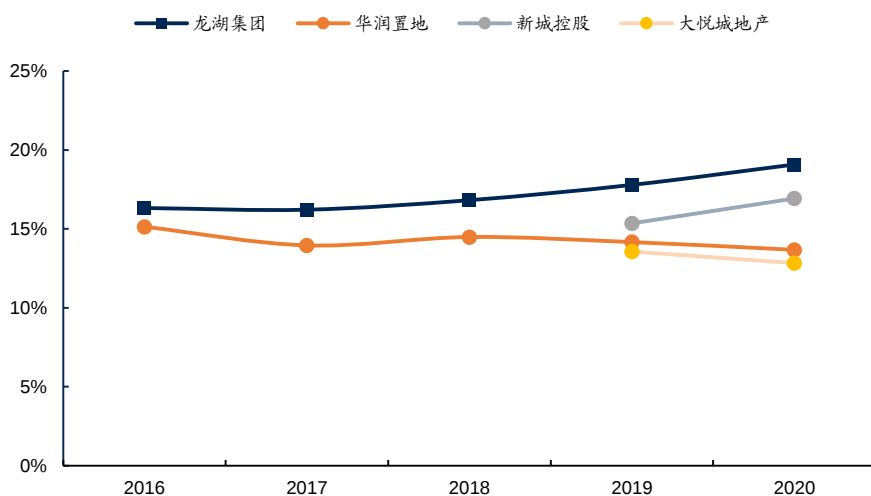
备注：渗透率=当年销售额/当年社零总额

Step3：以龙头房企为标杆测算购物中心租售比

虽然典型房企旗下各单体购物中心的销售额差异较大，但是租售比水平还是保持了相对一致，均在 15%左右的合理水平。对于 2020 年出现的租售比分化，我们倾向于用各家在疫情期间对商户的免租时长及范围不同来解释。但是我们相信，不管哪类购物中心，其租售比在长期趋势上还是会相仿。因为租售比的提升会增加商户的运营成本，过高的租售比无异于杀鸡取卵。

鉴于这几家房企在商业地产行业所处的龙头领先地位，具备较强的议价能力，我们中性估测 2025 年全国购物中心租售比能达到 15%的合理水平。

图 50：典型房企购物中心租售比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：租售比=当年租金收入/当年销售额

Step4: 将参数估算值代入公式, 得到 2025 年行业租金收入约为 1.6 万亿元

根据 Step1-3 的估算过程, 我们准备好了行业空间测算所需的所有参数。将其代入公式, 可计算得出 **2025 年行业租金收入=社零&服务总额 × 渗透率 × 租售比 ≈ 73 × 15% × 15%=1.6 万亿元。**

轻资产与重资产模式的发展抉择

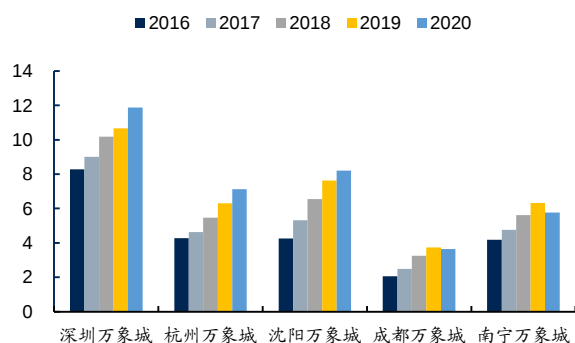
重资产模式的优势是可以保有商业地产的所有权, 享受资产增值带来的可转让变现收益或者抵押融资额度, 抗周期风险能力强。

以华润为例, 旗下重资产项目增值潜力大。2020 年, 华润置地投资物业规模行业领先, 租金收入高达 128 亿元, 当前租金覆盖股息及利息倍数达 0.84, 公司预期在两年内有望成为行业中唯一一家租金收入全额覆盖利息及股息支出的开发商, 大大提高公司的抗周期风险能力。

我们深入分析华润置地持有的 5 个老牌万象城的运营状况, 包括深圳万象城 (2004 年开业)、杭州万象城 (2010 年开业)、沈阳万象城 (2011 年开业)、成都万象城 (2012 年开业)、南宁万象城 (2012 年开业), 近年来各家租金均不断上涨, 历年资产评估值也稳步提升。租金收入之和从 2016 年的 8.3 亿增长到 2020 年的 36.6 亿元; 评估值之和也不断提升, 从 2016 年的 191 亿元增长到 2019 年的 326 亿元。

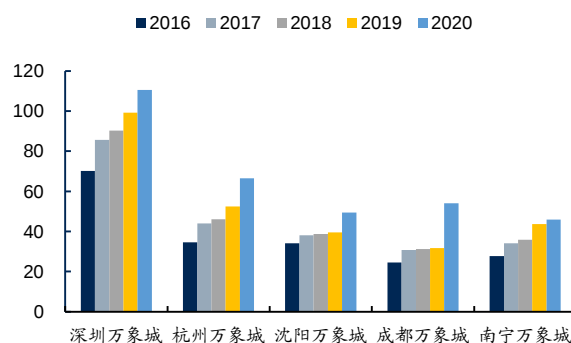
我们从趋势上判断, 华润置地的其他购物中心的租金表现会逐渐向标杆项目靠拢。例如重庆万象城、厦门万象城也逐渐成为顶尖力量, 年租金收入逐渐增长。合计来看, 5 家老牌万象城在公司购物中心的总租金占比从 2016 年的 57% 降至 2020 年的 36%, 公允价值占比从 2016 年的 35% 降至 2020 年的 30%。随着各个新开业商场陆续步入成熟期, 所在市场的消费能级不断提升, 公司未来在调改铺过程中可以引入更多的轻奢品牌, 租金收取比例也会逐步提升。这样的核心资产抵押、变现能力强, 是华润置地宝贵的看家门面。

图 51: 华润置地典型万象城历年租金收入 (单位: 亿元)



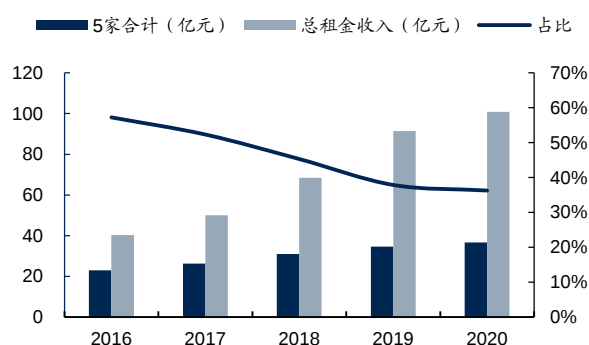
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 52: 华润置地典型万象城历年评估值 (单位: 亿元)



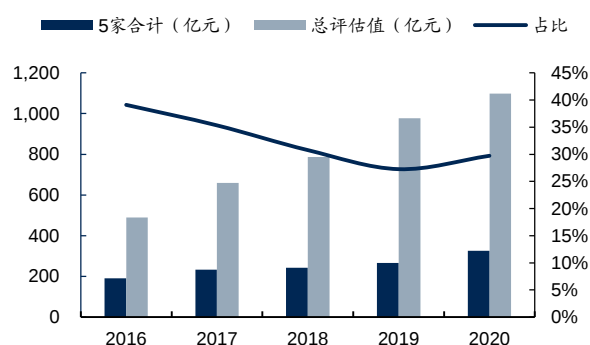
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 53: 华润置地典型万象城历年租金收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 54: 华润置地典型万象城历年评估值占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 4: 2020 年典型房企投资物业投资回报率测算（表中金额单位：亿人民币）

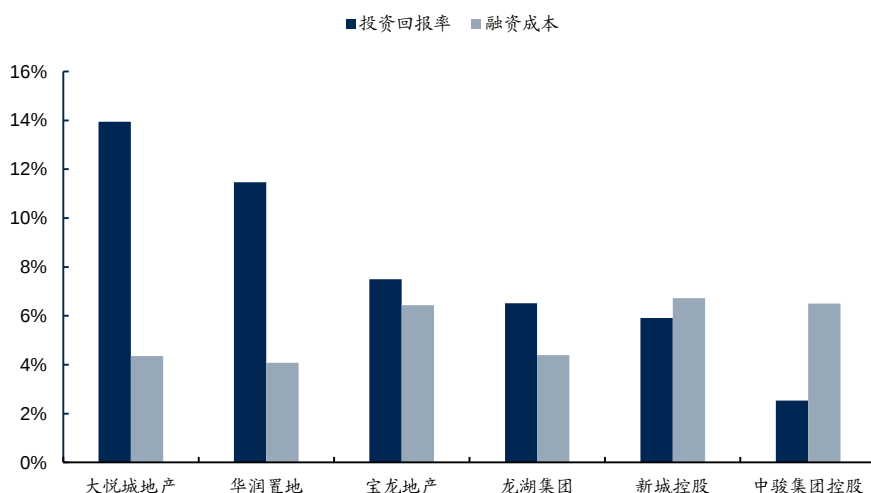
公司名称	租金收入 (A)	毛利率 (B)	账面价值 (C)	递延所得税 (D)	投资物业实际投入成本 (E=C-D*4)	已完工投资物业账面价值占比 (F)	投资回报率 (A*B/E*F)
新城控股	54.0	70.8%	882.9	31.9	755.5	85.6%	5.9%
龙湖集团	75.8	77.9%	1524.9	96.1	1140.6	79.4%	6.5%
华润置地	127.9	71.9%	1873.8	204.0	1058.0	75.8%	11.5%
大悦城地产	54.3	78.9%	577.3	60.2	336.7	91.2%	13.9%
宝龙地产	32.4	70.0%	582.4	61.9	334.8	90.2%	7.5%
中骏集团控股	3.2	70.0%	293.3	43.5	119.2	78.4%	2.4%

资料来源：国信证券经济研究所测算

备注：

- 1、投资回报率的详细测算过程请参考我们的报告《国信证券-商业地产行业专题报告（二）：商业地产三大模式：求快，求优还是求精？》；
- 2、由于子公司大悦城地产是大悦城的商业地产平台，表中大悦城相关数据选用大悦城地产公布的数据测算；
- 3、由于宝龙地产和中骏集团控股并未披露投资物业的毛利率，我们保守估测为 70%。

图 55：2020 年典型房企投资物业投资回报率和融资成本对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

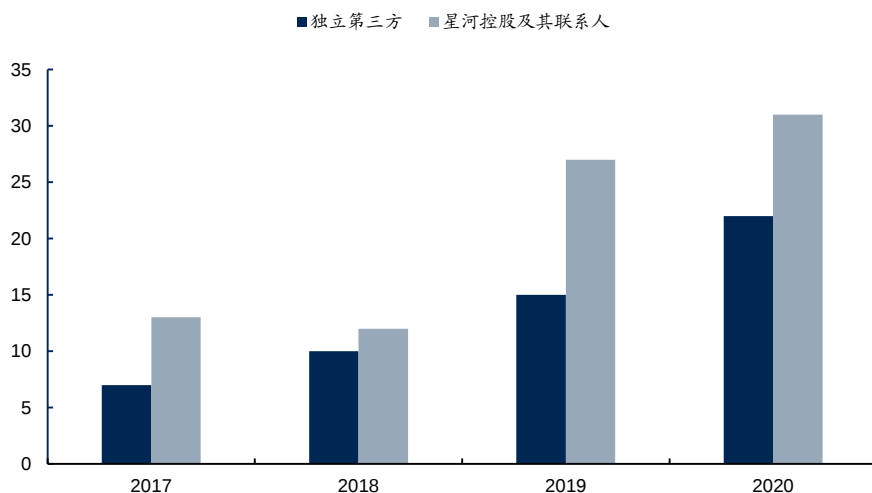
轻资产模式的优势是能快速拓展管理规模，同时享有运营成效显著带来的提价能力。

对项目更高的资金投入带来更大比例的持有份额，意味着对项目拥有更高的控制权和收益权，轻资产和重资产的特征差异具有相对性，决定了双方的优势互为另一方的劣势：（1）**资金压力**：重资产模式资金沉淀大，轻资产模式资金压力小；（2）**控制权**：重资产模式的控制权强，轻资产模式对项目的控制权弱；（3）**收益权（尤其是租金收入外的资产增值部分）**：重资产模式的收益权强，轻资产模式对项目的收益权弱。

但抛开和“高沉淀高风险高收益”重资产模式的比较，对于有丰富经验、优异战绩的商业地产运营商来说，轻资产运营本身就是一门一本万利的好生意。

- ◆ **由于资金压力减少，运营方能快速拓展管理规模**：华润置地拥有较强的运营管理能力，外拓能提高持有方项目的运营效率、创造更高的租金收入，实现双赢。按照华润置地重资产拓展计划到 2025 年将开业 102 个购物中心，而华润万象生活预计到 2025 年包括第三方拓展在内在管购物中心数量要在 150 个左右，极大助力了在管商业地产项目规模的扩张。同样，星河控股旗下轻资产运营商星盛商业来自第三方的合约项目数迅速增长，2021 年计划开业项目不少于 7 个，远超重资产模式下的年均开业数量。

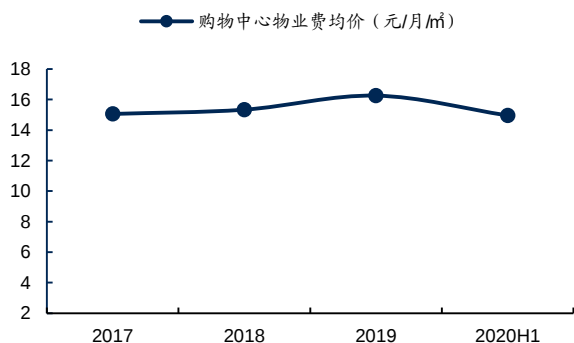
图 56: 星盛商业商业地产合约项目来源 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

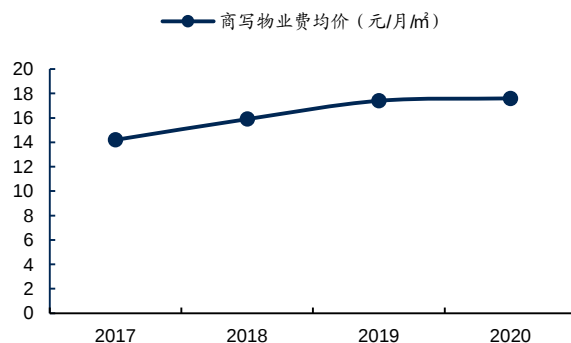
- 随着轻资产运营效果呈现, 持有方对运营商的认可度提升, 轻资产运营商的提价能力增强, 盈利水平提升: 除开 2020H1 疫情影响, 华润万象生活对购物中心收取的加权平均物业管理费率不断上升, 主要是由于新增在管购物中心的物业管理费率较高。且从 2020H2 开始, 华润万象生活收取物业管理费的方式由包干制改为酬金制, 分享运营提升收益。远洋服务从 2017 年起, 每年商写物业费均价都会提升。在 2020 年, 远洋服务 40% 的商写项目实现了提价, 若计入太古合作系列则有 50% 的项目实现了提价。

图 57: 华润万象生活购物中心加权平均物业管理费



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 58: 远洋服务商写物业费均价

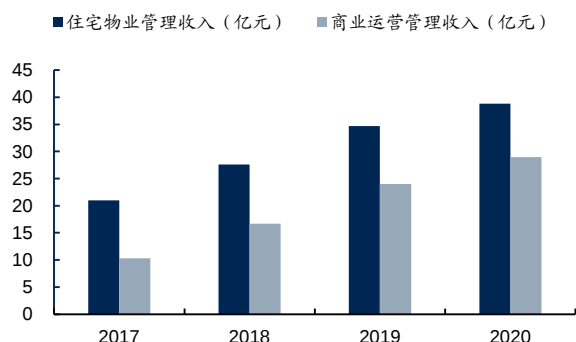


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- 同为赚取房地产存量市场的运营收入, 商业运营比住宅物管更有利可图。通过分析业内同时覆盖住宅商业的物业管理运营商华润万象生活、宝龙商业、远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的毛利率, 可见相比于住宅物业管理, 商业运营管理的毛利率水平更高, 主要有以下两个原因:
 - (1) 商业管理效能差异大, 品牌议价能力强:** 不同于住宅物业管理的项目同质化、工作内容简单、从业门槛低, 商业运营管理的项目差异化、管理难度更大、创新要求更高; 同时商业单体项目价值高, 好的商业运营管理团队能显著提升业主收入, 业主挑选运营商的意愿更强;
 - (2) 商业地产所有权集中, 谈判、收费更容易:** 相比于住宅物业服务通过收并购其他物业管理公司而非与单个住宅小区谈判输出管理, 商业运营管理可以输出单个商业项目; 不同于住宅物业管理需向小区里每户业主收费, 商业运营管

理与商业地产所有者签约、向商家收费，客户的缴费意识更强。

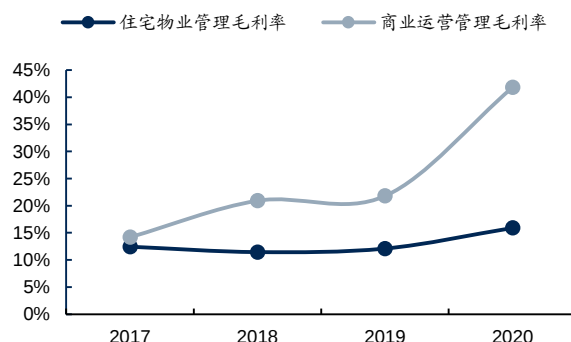
图 59：华润住宅物业管理和商业运营管理的收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

备注：商业运营管理收入的统计口径包括购物中心和写字楼

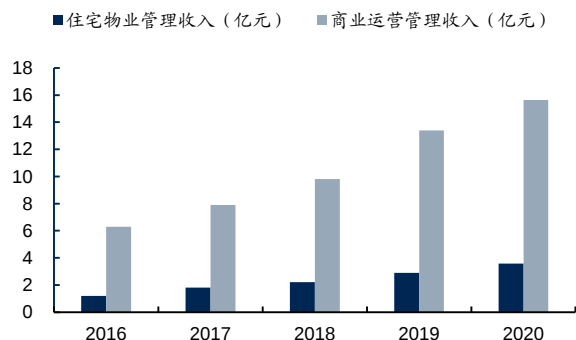
图 60：华润住宅物业管理和商业运营管理的毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

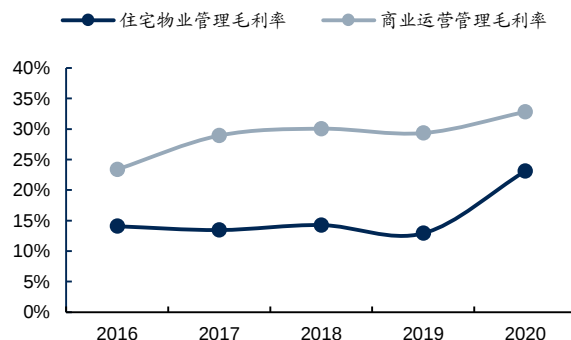
备注：商业运营管理收入的统计口径包括购物中心和写字楼

图 61：宝龙商业住宅物业管理和商业运营管理的收入



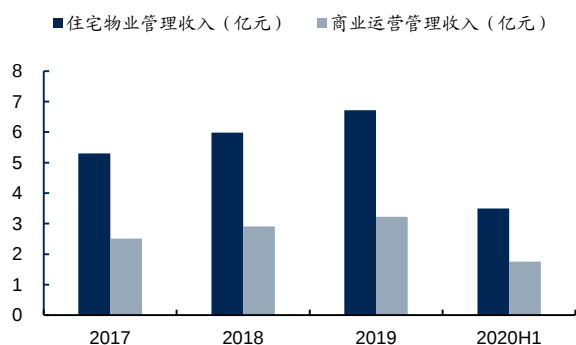
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 62：宝龙商业住宅物业管理和商业运营管理的毛利率



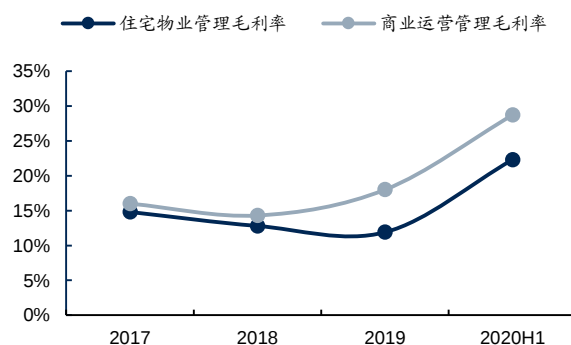
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 63：远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的收入



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

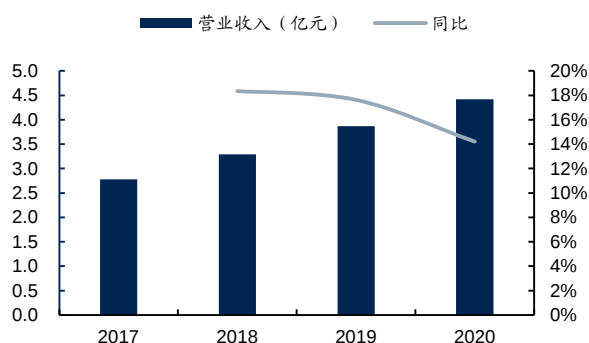
图 64：远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

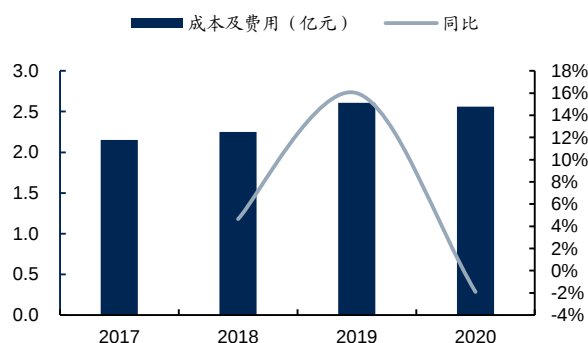
基于以上优势，我们能看见像星盛商业这样的纯商业地产管理运营服务商，在收入规模持续提升的同时，有效管控成本及费用。从 2017 年至 2020 年，星盛商业的营业收入年复合增长率为 16.7%，成本及费用年复合增长率为 6.0%，除税前利润年复合增长率为 37.7%，基于此，星盛商业的除税前利润率从 2017 年的 24% 提升至 2020 年的 40%。

图 65: 星盛商业营业收入及同比 (单位: 亿元, %)



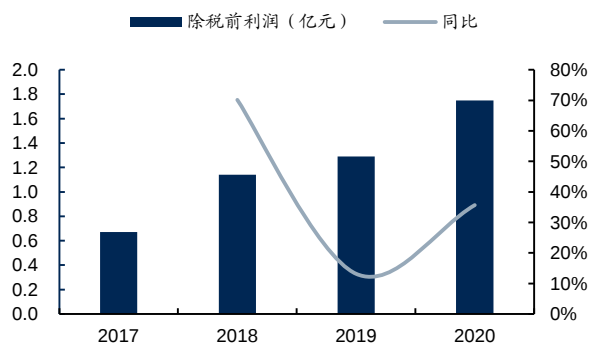
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 66: 星盛商业成本&费用及同比 (单位: 亿元, %)



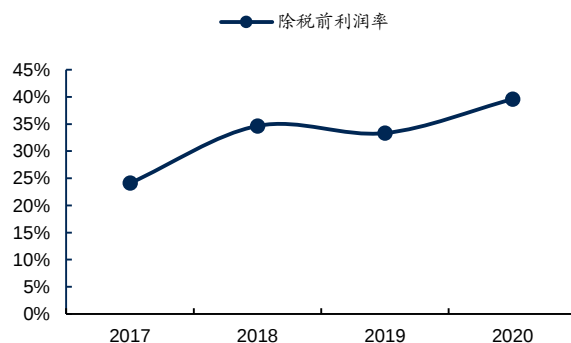
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 成本及费用包括服务成本、销售及营销开支、行政开支

图 67: 星盛商业除税前利润及同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 68: 星盛商业除税前利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

物管: 中短期确定性强, 长期空间广阔

物管的“类收租”模式具备天然的高估值基础, 短期业绩具备高确定和高成长的双重优势, 长期行业空间广阔, 我们预计 2030 年物管行业市场规模可达 3.5 万亿, 行业建议关注开发商背景强或具备品牌优势的优质物管公司碧桂圆服务、融创服务, 在非住赛道龙头保利物业。

长期空间广阔, 预计 2030 年可达 3.5 万亿

我们测算至 2030 年住宅总需求面积为 131 亿平方米 (口径为可售面积, 约等于计容面积), 对应的建筑面积为 164 亿平方米。假设各业态比例维持不变, 则未来十年全业态新增总建筑面积为 213 亿平方米 (不考虑存量无物业小区)。覆盖率方面, 我们认为其物管覆盖率不会低于 2019 年末存量面积的覆盖率, 即不低于 82.7%。

同时, 考虑到存量项目存在折旧, 我们根据一般住宅项目的 50 年设计使用年限进行年化 2% 的折旧, 即每年存量折旧为上一年末存量的 2%。

据此可以计算得出 2030 年末各业态存量面积为 421 亿平方米, 假设存量面积的物管覆盖率达到 83%, 可得 2030 年末行业总在管面积为 348 亿平方米, 相对 2019 年末提升 48.1%。

表 5：2021 年至 2030 年住宅总需求测算

年份	出生率: %	死亡率: %	自然增长率: %	总人口: 亿	城镇化率: %	城镇人口: 亿	人均商品住宅面积: 平方米	商品住宅存量: 亿平方米	商品住宅年折旧: 亿平方米	98 前住宅年折旧: 亿平方米
2020	10.3	7.2	3.1	14.1	61.0	8.6	26.7	229.1	4.6	3.4
2021	10.0	7.2	2.8	14.1	61.9	8.7	27.0	236.2	4.7	3.4
2022	9.8	7.2	2.6	14.2	62.8	8.9	27.3	243.2	4.9	3.4
2023	9.6	7.3	2.3	14.2	63.7	9.0	27.7	250.3	5.0	3.4
2024	9.3	7.3	2.0	14.2	64.6	9.2	28.0	257.5	5.2	3.4
2025	9.1	7.4	1.8	14.3	65.5	9.3	28.4	264.7	5.3	3.4
2026	8.9	7.4	1.5	14.3	66.4	9.5	28.7	272.0	5.4	3.4
2027	8.7	7.4	1.2	14.3	67.3	9.6	29.0	279.3	5.6	3.4
2028	8.4	7.5	1.0	14.3	68.2	9.8	29.4	286.6	5.7	3.4
2029	8.2	7.5	0.7	14.3	69.1	9.9	29.7	294.0	5.9	3.4
2030	8.0	7.5	0.4	14.3	70.0	10.0	30.0	300.7	6.0	3.4

2020-2030 需求合计 商品住宅存量增加+商品住宅累计折旧+98 前住宅累计折旧=174 亿平米（建筑面积），对应销售面积约 131 亿平方米。

资料来源：国家统计局，wind，国信证券经济研究所整理

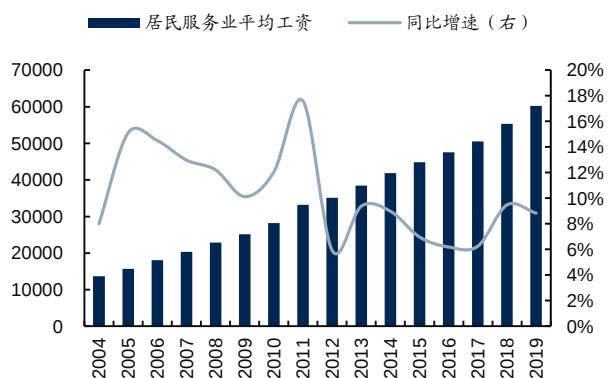
表 6：2030 年末全业态存量面积测算（单位：亿平方米）

年份	存量	新增	折旧
2019	284.0	-	-
2020	297.7	19.4	5.7
2021	311.2	19.4	6.0
2022	324.3	19.4	6.2
2023	337.3	19.4	6.5
2024	349.9	19.4	6.7
2025	362.3	19.4	7.0
2026	374.5	19.4	7.2
2027	386.4	19.4	7.5
2028	398.0	19.4	7.7
2029	409.5	19.4	8.0
2030	420.7	19.4	8.2

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理测算

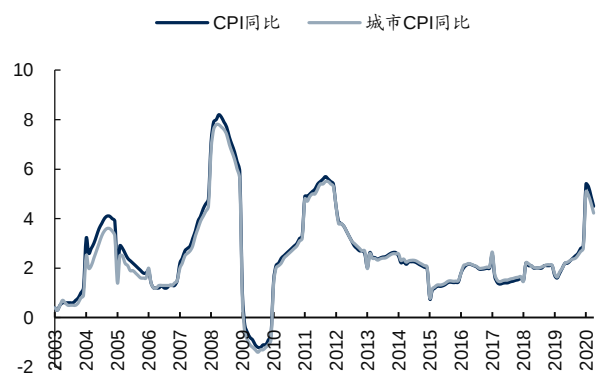
预计未来十年物业费年均增速为 4%：未来十年基础物业费增速，可以参考居民服务业平均工资增速与 CPI 增速。因为本身物管行业人力成本占比在 60%以上（直接占比，若考虑分包可能更多），长期来看物业费增速与平均工资增速应该具有较强的相关性。同时，居住服务作为居民消费的构成部分，CPI 增速应该也具有较强的指导意义。综合来看，我们预计未来十年物业费年均增速为 4%，则 2030 年平均基础物业费为 6 元/平方米/月。

图 69：居民服务业平均工资（单位：元/年）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 70：CPI 同比增速（单位：%）

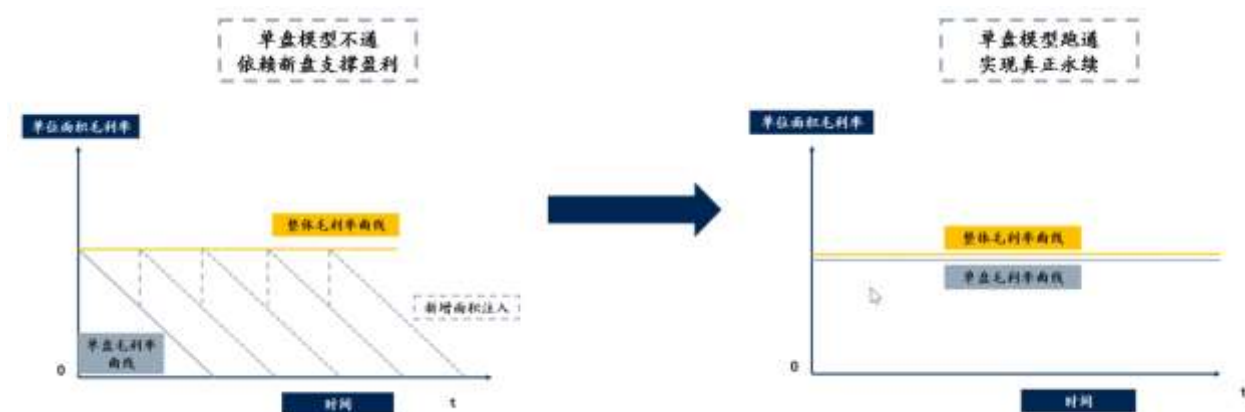


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2020年1月5日，住建部、政法委、发改委等十部委联合发布《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》（建房规〔2020〕10号），提出加快发展物业服务，推动物业服务向高品质和多样化升级，内容涵盖业主大会及业主委员会、扩大服务范围、完善价格形成机制、物业维修资金、物业服务招投标等多个方面。

概括来看，本政策核心内容主要有提升业主行动力（推动业主大会/业委会成立、提升业委会权限、市场化定价等）和鼓励增值服务（鼓励科技投入、给予补贴等）两个部分。前者可能降低续约率，但提升了单盘盈利模型跑通的可能性，有品牌优势的物管公司可以一定程度上突破开发商背景的限制，真正有价值的品牌将在资本市场中获得更高溢价；后者则有望加快物管公司对增值服务的探索，提升盈利能力，并进一步发挥其平台和流量入口的作用。

图 71：新政有望改善单盘盈利模型，走向真正永续

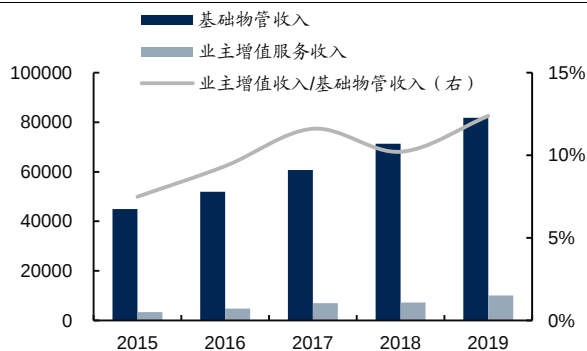


资料来源：国信证券经济研究所整理

业主增值服务有望达到基础服务的 27.4%：由于无法准确估计业主增值服务的内容和渗透率，我们参考过去几年业主增值服务在收入的占比的变化来推测未来 5 年和 10 年的变化情况，进而推算业主增值服务的空间。如我们上篇报告中所述，业主增值服务不可能脱离基础物管服务存在（二者对人员、设备等的占用具有很高的重合度），其占比也会受到基础物管服务“产能”的限制，因此我们认为这样的估算方法是合理的。

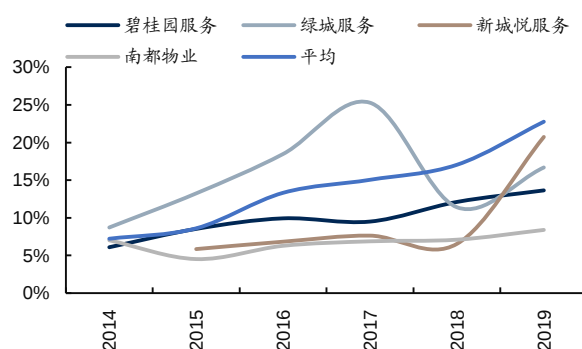
百强物管 2019 年平均业主增值服务收入为 10111 万元，达到基础物管收入的 12.4%，相对 2015 年提升 4.9pct，年均提升 1pct。8 家上市物管公司业主增值服务收入达到基础物管收入的 22.8%，相对 2015 年提升 14.2pct，年均提升 2.8pct。综合来看，我们认为未来十年内，业主增值服务收入与基础物管收入的比例年均提升 1.5pct，2030 年此比例有望达到 27.4%。

图 72: 百强物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)



资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

图 73: 代表性物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

根据以上分析, 可以测算出 2030 年物管行业市场规模为 34765 亿元 (不含非业主增值服务), 相对 2019 年增长 168%。增长的主要驱动有在管面积提升 (+48.1%)、平均物业费提升 (+46.3%) 和业主增值服务规模增加 (+378.9%)。

表 7: 未来十年物管行业空间测算 (不含非业主增值服务)

	在管面积: 亿平方米	平均物业费: 元/平方米/月	基础物管收入规模: 亿元	业主增值服务/基础物管收入	业主增值服务规模: 亿元	合计: 亿元
2019	235	4.1	11562	12.4%	1434	12996
2030	348	6.0	25056	27.4%	6865	31921
同比: %	48.1%	46.3%	116.7%	/	378.9%	145.6%

资料来源: 国信证券经济研究所整理测算

社区增值服务天然贴近业主, 理论空间广阔

物管公司增值服务的核心优势有二: 一是与客户在物理上的天然接近, 以及由此带来的信任感, 二是对各项设施的实际控制权, 除此以外, 相对绝大多数垂直领域的竞争者并无明显优势。不管是社区团购、教育养老还是房产中介, 物管公司在效率、品牌或信息等方面都有着非常大的劣势, 我们不能指望一家公司在所有领域都具备优势。因此, 借助物理“入口”成长为平台型、万能型公司, 无疑具备较高难度。

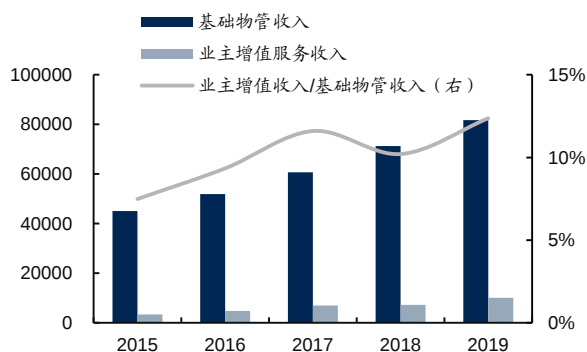
我们认为, 物管公司对社区增值服务的探索将逐渐聚焦于能够体现自身优势的业务, 如家政服务、拎包入住等。而在其他垂直领域, 应当作为业务入口, 通过与垂直领域玩家的合作, 做赛道的最后 100 米, 以此分享价值链上的合理部分。

由于我国多数小区为封闭式小区, 物管公司与业主在物理距离上天然接近, 形式上类似于“入口”或“接口”, 最贴近业主, 理论空间巨大, 这也是当前物管公司社区增值服务想象空间巨大的主要原因。

近年社区增值服务占比也在迅速上升, 百强物管 2019 年平均业主增值服务收入为 10111 万元, 达到基础物管收入的 12.4%, 相对 2015 年提升 4.9pct, 年均提升 1pct。8 家上市物管公司业主增值服务收入达到基础物管收入的 22.8%, 相对 2015 年提升 14.2pct, 年均提升 2.8pct。

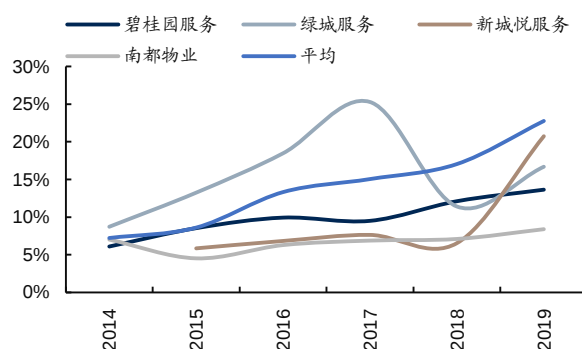
我们保守估计 2030 年社区增值服务市场空间为 6865 亿元, 相对 2019 年增长 379%, 达到基础服务收入的 27.4%。考虑到物管公司对社区增值服务的探索仍在持续, 物管科技化、数字化趋势逐渐到来, 未来很可能出现我们目前无法预料的新的增长点, 我们认为未来社区增值服务的空间有望远高于上述测算。

图 74: 百强物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)



资料来源: 中指院, 国信证券经济研究所整理

图 75: 代表性物管核心收入构成 (单位: 元/平方米/元)



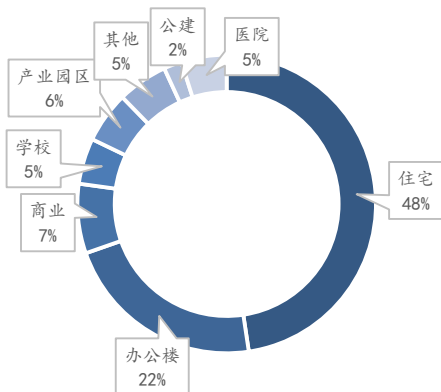
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

非住宅物管赛道具有高附加值

非住宅物业管理并非一个单独的领域, 而是包括商业、办公、产业园区、医院、学校、机场、车站、政府大楼等众多细分业态的综合赛道。与住宅物管不同, 非住宅物管各业态的服务内容、专业性要求和盈利水平都有比较大的差距。

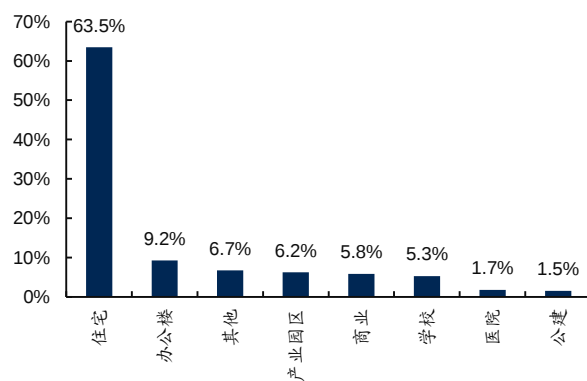
根据物业管理协会和克而瑞联合发布的《2019 物业服务企业发展指数测评报告》, 2018 年 500 强物管公司非住宅物管业务实现基础物业服务收入 1182 亿元, 占基础服务收入的 52.4%, 占总收入的 41.8%。业态方面, 物管公司在办公楼业态布局最广, 93% 的物管公司均有布局, 商业、学校等布局也比较普遍。医院布局最少, 仅有 41.6% 的公司对该业态有所涉足。

图 76: 500 强物管基础服务收入结构



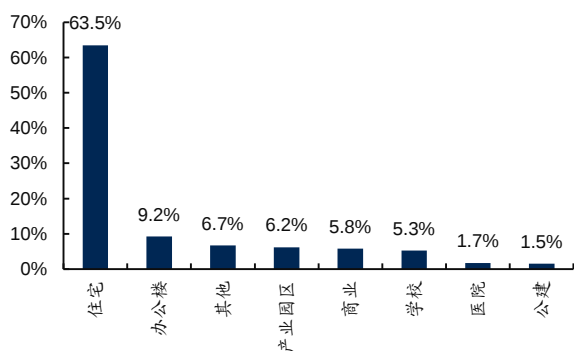
资料来源: 《2019 物业服务企业发展指数测评报告》, 国信证券经济研究所整理

图 77: 500 强物管在管面积结构



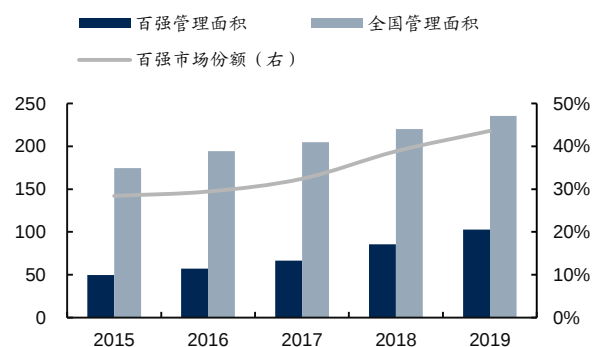
资料来源: 《2019 物业服务企业发展指数测评报告》, 国信证券经济研究所整理

图 78: 500 强物管在管面积结构



资料来源:《2019 物业服务企业发展指数测评报告》, 国信证券经济研究所整理

图 79: 百强房企在管面积及市占率 (单位: 亿平方米)



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

未来十年有望达到 1.3 万亿元: 如前所述, 我们测算未来十年住宅物管的行业空间有望达到 3.2 万亿, 其中基础物管服务 2.5 万亿元, 增值服务 6865 亿元。根据《2019 物业服务企业发展指数测评报告》数据, 2018 年 500 强物管公司非住宅物管业务基础物业收入占基础服务收入的 52.4%, 假设此比例未来维持不变, 则 2030 年非住宅物管行业空间有望达到 13129 亿元。

表 8: 未来十年物管行业空间测算 (不含非业主增值服务)

	在管面积: 亿平方米	平均物业费: 元/平方米/月	基础物管收入规模: 亿元	业主增值服务/基础物管收入	业主增值服务规模: 亿元	合计: 亿元
2019	235	4.1	11562	12.4%	1434	12996
2030	348	6.0	25056	27.4%	6865	31921
同比: %	48.1%	46.3%	116.7%	/	378.9%	145.6%

资料来源: 国家统计局, 中指院, 国信证券经济研究所整理测算

非住宅物管业态众多, 专业性整体上高于住宅物管, 因而附加值也相对高, 续约率低于住宅物管, 同时物业费提升相对容易。续约率较低削弱了其“收租”属性, 但同时物业费提价较为容易, 人力成本上升对盈利的压力比较小。

图 80: 住宅与非住宅



资料来源: 国信证券经济研究所整理

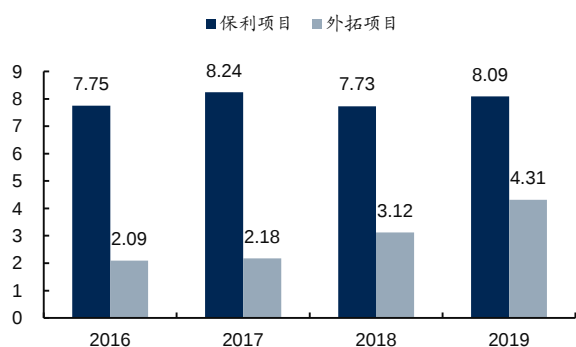
非住宅物管专业性强, 门槛更高。传统住宅物管服务的主要内容是“四保一服” (保安、保洁、保绿、保修、客服), 同质性较强, 专业性较弱。虽然不同物管公司之间服务质量、盈利能力等差别很大, 但差异更多来自于管理能力。与之对比, 非住宅物管则明显具备更强的专业性和门槛, 主要体现为: 1. 技术门槛

高，如医院、产业园区；2.安全要求更高，如机场、车站、商场；3.智能化应用更加深入，如写字楼；4.服务内容多样化，如商场、写字楼、学校；5.部分带有公益性，如学校、医院等。

高门槛带来高附加值，非住宅物管盈利能力整体高于住宅。非住宅物管细分业态很多，盈利能力差别较大，以新大正为例，2018 年园区物管业务毛利率为 28.8%，而商业物管业务仅有 13.0%。抛开细分业态谈非住宅物管的毛利率水平并不合理。但整体上看，不管是招商物业还是新大正，非住宅物管毛利率水平基本都高于住宅。

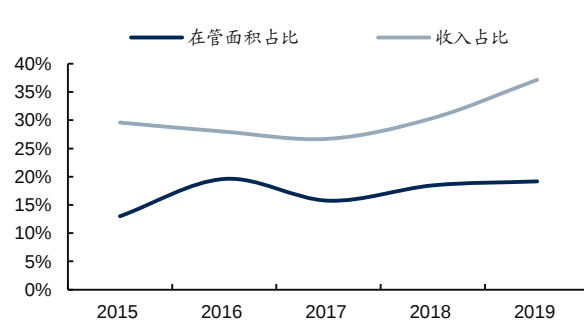
我们认为主要原因有 3 点：1.非住宅物管有较高的专业性要求，高门槛带来高附加值，我们认为这是最主要的原因；2.非住宅物管往往面对单一业主，价格动态调整相对容易，也较少受到政府指导价的限制，人力成本的单调上升对利润的挤压较小；3.非住宅物管的管理区域更加集中，更有利于成本控制。

图 81：保利物业非住宅平均物业费（单位：元/平方米/月）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

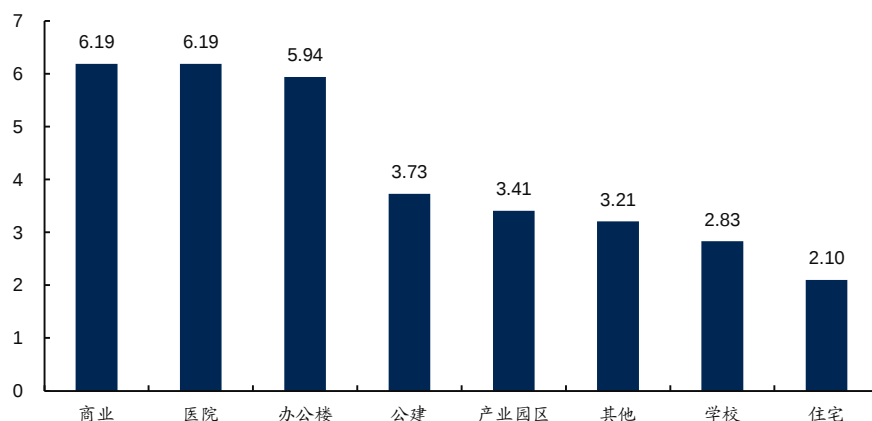
图 82：永升生活服务非住宅业务占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

非住宅物管定价相对自由。一方面，非住宅物管多数由业主与物管公司直接协商（招投标本身就是一种协商），更加市场化，定价也相对自由。只要物管公司能够更好满足业主需求，就能够争取到更有利的定价。另一方面，与住宅物管的“四保一服”不同，非住宅物管的内容呈现一定的定制化，每一个项目的服务内容构成可能都有所不同，也无法进行过多的政府限价。

图 83：500 强物管公司各业态平均物业费（单位：元/平方米/月）



资料来源：《2019 物业服务企业发展指数测评报告》，国信证券经济研究所整理

当前住宅物业竞争格局已经基本形成，非住宅物业，特别是商办、公建业态及城市服务等领域将成为物企拓展的重点。近年诸多物管公司积极探索城市服务领域，万科物业（万物云）、保利物业、碧桂园服务、招商积余、永升生活服务

等优秀物管公司均已通过不同方式，切入城市服务领域。

表 9：物管公司纷纷进入城市服务领域

公司	进入时间	布局城市
碧桂园服务	2015	韩城、遵义、衡水、开原、衢州等
万物云	2017	珠海、雄安、成都、青岛、厦门等
保利物业	2016	上海、嘉兴、重庆、洛阳等
招商积余	2020	三亚、青岛等
永升生活服务	2019	西安、泗阳、通化、乌兰察布等

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议

开发：中短期来看，销售端的高景气可能继续驱动土地端的高热度，房企拿地利润率难见系统性改善。三年放缓扩张导致的整体低库存，也一定程度上降低了房企享受销售高景气的收益。短期内地产股可能仍难有明显超额收益。但中长期来看，房企补库的动机会边际降低，行业整体利润率有望企稳，具备优秀管理能力的房企将脱颖而出，建议关注货值充沛、拓张手段多样的公司**保利地产、金地集团、融创中国**。

商业：在“双循环”背景下，消费的繁荣会带来商业地产的繁荣，我们预计 2025 年行业租金收入将达 1.6 万亿元，在两种不同的运营模式中，我们认为重资产模式享受租金收入及资产增值，建议关注公司治理优秀、财务状况佳的重资产开发商**华润置地、龙湖集团**；轻资产模式凭运营实力走天下，有议价能力、容易扩规模，建议关注轻资产运营商**华润万象生活、宝龙商业、星盛商业**。

物管：物管的商业模式具备天然的高估值基础，短期业绩也具备高确定和高成长的双重优势，建议关注开发商背景强或具备品牌优势的优质物管公司**碧桂园服务、融创服务**，非住赛道龙头**保利物业**。

风险提示

- 1、行业销售基本面下行超预期影响公司收入及利润；土地市场及局部城市房价过热导致政策持续收紧；
- 2、商业地产购物中心销售额、租金收入、扩张节奏等不及预期；轻资产模式输出管理经验不足导致收益及续约率不及预期；
- 3、母公司销售大幅下降导致物管公司获取增量新盘不及预期，物管公司各项业务毛利率水平不及预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032