

2021年07月27日

房地产

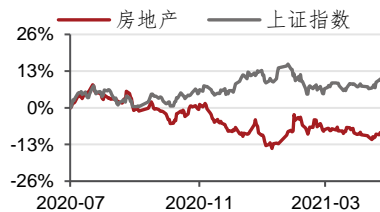
中性（下调）

## 当前行业的底线思维和长线机会

### 房地产行业2021年中期投资策略

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.00	0.84	-9.47
相对表现	0.00	2.58	-19.01



#### 相关报告

- 1、《境内融资恢复，境外高息频发、月度估值上行：中资地产债市6月跟踪》2021-07-19
- 2、《1家“BB”评级样本房企1-6月销售累计同比翻番：“BB”评级房企系列之样本房企销售跟踪》2021-07-05
- 3、《2家“B”评级及样本房企1-6月销售累计同比翻番：“B”评级房企系列之样本房企销售跟踪》2021-07-05

分析师 董浩

执业证号：BOI846

hao.dong@cricsec.com

联系人 李凯

likai@cric.com

联系人 陈雨桦

chenyuhua@cric.com

#### 投资要点

- **短期地产行业的底线思维。**2020年下半年后伴随行业迎来新一轮调控升级，在三道红线、银行集中度管控以及集中供地等政策约束下，部分房企信用风险暴露。对于风险的预期差主要体现在三方面：**1）融资收紧与低库存相背离**，融资收紧政策持续落地，库存低位背景下主流房企补库存意愿强烈。**2）房企销售数据和企业真实现金流状况相背离**，回款周期拉长以及并表比例降低等因素使得企业规模增长不能完全对冲现金流压力。**3）房企表内负债和表外负债相背离**。多重背离下行业已经迎来供给侧改革。
- **全年基本面仍具韧性，预计销售面积微降，投资增速趋缓，竣工趋势性修复。**上半年在低基数背景下，行业运行核心数据表现出较高增速，但是边际变化不可忽视。展望全年，我们预计新房销售面积小个位数下降，销售金额与上年持平；建安拉动下房地产投资增速7%-8%之间；新开工与上年持平，竣工迎来趋势性修复，增速10%。
- **从房地产走向不动产，行业长线价值静待兑现。**1) 行业转型阶段，主流房企已经基本完成地产相关多元化布局，包括物业管理、商业地产、长租公寓、物流地产等子行业，先发房企均已抢占稳定市场规模。2) 积极拓展上下游产业链机会，通过资本赋能等多种方式协同主业发展。长期来看，率先完成转型，兼具“开发销售+资产管理”能力的房企将具备更高投资价值。
- **投资建议：行业多维度量化调控加速行业供给侧改革，销售或已见顶的背景下，短期行业规模和利润率或难以迅速改善，短期下调行业至“中性”评级，持续看好存量地产相关业务的长期价值。**

个股方面，传统住宅开发销售领域，推荐【万科A】、【龙湖集团】、【金地集团】、【旭辉控股集团】，财务稳健带给未来更大的规模增长空间，且多元化业务均已位居行业前列，长期价值值得期待。同时推荐经营稳健，旧改资源充沛，逐步完善全国化布局的【龙光集团】、【中国奥园】、【中骏集团控股】、【弘阳地产】等。物管及商管领域，推荐（1）有强大的母公司资源输入，业绩增长具备较强确定性的【碧桂园服务】、【旭辉永升生活】；（2）有独具优势在管业态，且规模稳定增长的【宝龙商业】，建议关注【华润万象生活】；（3）具备较强的资源整合逻辑，在非住领域快速拓展的【保利物业】、【招商积余】；（4）依托良好服务品质，在未来市场规模化竞争中具备优势的【绿城服务】等。

- **风险提示：疫情尚存不确定性，调控政策超预期，行业基本面不及预期。**

## 内容目录

1. 短期房地产行业的底线思维	5
1.1. 融资收紧与低库存相背离	5
1.2. 房企销售数据与企业真实现金流状况相背离	11
1.3. 房企表内负债与表外负债相背离	13
2. 基本面仍具韧性，预计全年销售面积微降，竣工迎来趋势性修复，房地产投资增速趋缓	18
2.1. 上半年销售规模创新高，预计全年销售面积微跌，销售金额与上年持平	18
2.2. 新开工料与上年持平，竣工迎来修复性趋势	19
2.3. 房地产投资增速趋稳，建安拉动下，预计全年增速 7~8%	21
3. 从房地产走向不动产，行业长线价值静待兑现	23
3.1. 物业管理：短期行业整合加剧，政策扶持下增值服务具备更大发展潜力	23
3.2. 商业地产：疫情冲击尚未消弭，未来资源拓展与运营为王	26
3.3. 代建：符合行业发展趋势，未来增长潜力巨大。	28
4. 投资建议	31
5. 风险提示	31
评级指南及免责声明	32

## 图表目录

图 1：新增房地产贷款占比	6
图 2：房地产贷款余额占比	6
图 3：35 家上市银行 2020H1 涉房贷余额、个人住房贷款余额及触线情况	7
图 4：房地产信托余额收紧	7
图 5：信托收益率随贷款利率下行	7
图 6：6 月中资房企净融资额 190.1 亿人民币	8
图 7：6 月公司债净融 1515.4 亿，地产占比 5.8%	8
图 8：商品房待售面积与去化周期	9
图 9：不同梯队房企拿地销售比	9
图 10：Top50 房企销售权益比	12
图 11：以往更多依靠的销售与供应链回款占比首次出现季节性下降以外的下挫	13
图 12：商品房市场繁荣时期，定金/按揭下行较快	13
图 13：定金/按揭与贷款利率走势在 2020 年后出现背离	13

图 14: 样本房企 2020 年末相比年中有息负债增速前五与后五 .....	15
图 15: 销售面积累计与单月同比 .....	18
图 16: 销售金额累计与单月同比 .....	18
图 17: 分地区销售金额累计同比 .....	19
图 18: 分地区销售面积累计同比 .....	19
图 19: 分地区销售金额当月同比 .....	19
图 20: 分地区销售面积当月同比 .....	19
图 21: 房屋新开工累计与当月同比 .....	20
图 22: 房屋竣工累计与当月同比 .....	20
图 23: 土地购置面积当月与累计同比 .....	21
图 24: 土地成交价款当月与累计同比 .....	21
图 25: 房地产开发投资累计与当月同比 .....	22
图 26: 建安与土地购置费占房地产开发投资比重 .....	22
图 27: 商品房开发投资额预测逻辑 .....	22
图 28: 上市物管企业新增合约面积 .....	23
图 29: 上市物管企业新增在管面积 .....	24
图 30: 上市物企在管面积增量结构 .....	25
图 31: 全国购物中心同比增速 .....	26
图 32: 2018 年典型国家人均零售面积 .....	27
图 33: 2021 年典型城市人均零售面积 .....	27
图 34: 商业企业核心三要素 .....	28
图 35: 商品房销售面积 .....	29
图 36: 代建项目新签约面积 .....	29
图 37: 地产开发价值链 .....	29
图 38: 绿城三种代建模式收入占比 .....	30
图 39: 绿城代建项目分布 .....	30
表 1: 2021 年至今房地产债券违约情况梳理 .....	5
表 2: 房地产贷款集中度分档管理情况 .....	6
表 3: 房企融资规模下降 .....	8
表 4: 典型房企 2021 年上半年销售与拿地情况 (亿元) .....	10
表 5: 主流房企 2021 年上半年销售情况 .....	11
表 6: 主流地产公司 2020 年底“三道红线”情况 .....	14
表 7: 样本房企明股实债可能性计算 .....	16
表 8: 样本房企应付账款及票据规模 (亿元) .....	16

表 9: 样本房企其他应付款规模 (亿元) .....	17
表 10: 2021 年以来部分物业并购事件 .....	24
表 11: 21 年物企重大收并购事件 .....	25
表 12: 主要物企覆盖领域 .....	26
表 13: 轻重资产对比 .....	28
表 14: 代建行业 TOP5 市场份额 .....	30

## 1. 短期房地产行业的底线思维

地产行业调控措施在稳基调前提下，出台更多维度量化监管措施。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。

在多维度政策约束下，部分房企信用风险暴露。2020 年至今已有 6 家房企出现了信用债违约。而在此之前，国内出现债券违约的房企一共只有 4 家，分别是华业资本、中弘股份、银亿股份、国购投资，且销售规模明显小于今年出现违约的房企。

表 1：2021 年至今房地产债券违约情况梳理

发行人	本年度内违约首次披露日	违约本息 (亿元)	存续债规模 (亿元)	企业性质	地区
四川蓝光发展股份有限公司	2021/7/12	20.43	105.3	民营企业	四川
九通基业投资有限公司	2021/6/1	14.83	85.16	民营企业	河北
泰禾集团股份有限公司	2021/5/25	16.08	5.13	民营企业	福建
重庆协信远创实业有限公司	2021/3/9	17.43	13.78	中外合资企业	重庆
华夏幸福基业股份有限公司	2021/2/27	183.14	139.91	民营企业	河北
天津房地产集团有限公司	2021/2/1	83.94	9.00	地方国企	天津

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

对于风险的预期差主要体现在融资收紧与低库存、房企销售数据与企业真实现金流状况：

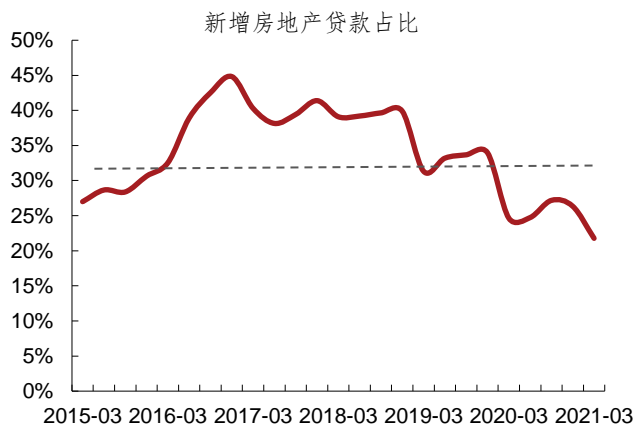
### 1.1. 融资收紧与低库存相背离

融资收紧政策持续落地。额度方面，一是去年 9 月份监管出台大型银行新增涉房贷占比限制规定，主要金融机构当年新增涉房贷占比不能高于全年新增总贷款 30% 的阈值；央行同银保监会于 2020 年 12 月 31 日发布《银行业金融机构房地产贷款

集中度管理通知》，对银行业金融机构房地产贷款余额占比及个人购房贷款余额占比实行分五档管理，对各档银行业金融机构房地产贷款余额和个人住房贷款余额设定上限。

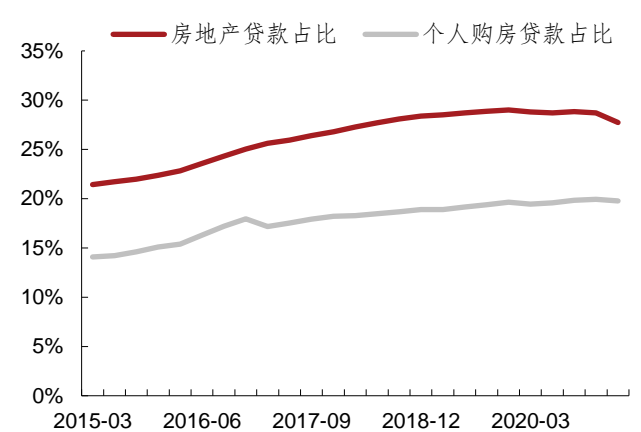
此外，非标渠道从 2019 年开始窗口指导信托贷款投向、压降融资类信托额度、减缓信托审批速度，着重朝股权类信托转变。

图 1：新增房地产贷款占比



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 2：房地产贷款余额占比



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

表 2：房地产贷款集中度分档管理情况

银行业金融机构档位	银行名称	房地产贷款占比上限	个人住房贷款占比上限
第一档：中资大型银行	工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、国家开发银行、交通银行、邮储银行	40%	32.5%
第二档：中资中型银行	招商银行、农业发展银行、浦发银行、中信银行、兴业银行、民生银行、光大银行、华夏银行、进出口银行、广发银行、平安银行、北京银行、上海银行、江苏银行、恒丰银行、浙商银行、渤海银行	27.5%	20%
第三档：中资小型银行和非县域农合机构	城市商业银行、民营银行、大中城市和城区农合机构	22.5%	17.5%
第四档：县域农合机构	县域农合机构	17.5%	12.5%
第五档：村镇银行	村镇银行	12.5%	7.5%

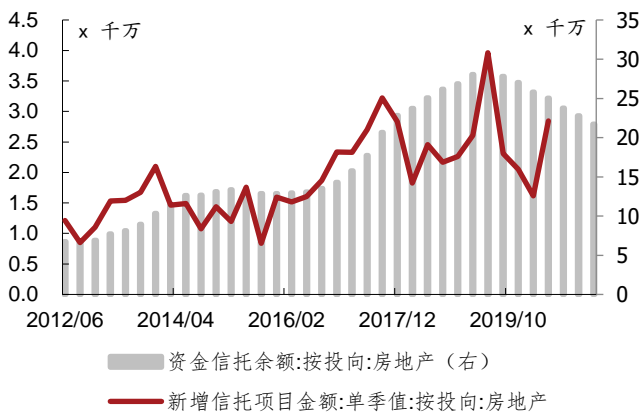
数据来源：中国人民银行，克而瑞证券研究院

图 3: 35 家上市银行 2020H1 涉房贷余额、个人住房贷款余额及触线情况

档位划分	银行名称	房地产贷款				个人住房贷款			
		余额占比	占比同比变化(pct)	上限	整改过度年限	余额占比	余额占比同比变化(pct)	上限	整改过度年限
第一档	建设银行	39.0%	0.0	40.0%		34.4%	-0.8	32.5%	2年
	中国银行	38.5%	0.6	40.0%		30.2%	0.2	32.5%	
	农业银行	35.9%	0.2	40.0%		30.5%	0.2	32.5%	
	工商银行	35.8%	-0.1	40.0%		30.5%	0.3	32.5%	
	邮储银行	35.2%	0.4	40.0%		33.6%	0.3	32.5%	2年
	交通银行	26.5%	0.9	40.0%		20.9%	0.1	32.5%	
第二档	兴业银行	33.7%	1.1	27.5%	4年	25.7%	0.0	20.0%	4年
	招商银行	33.2%	1.4	27.5%	4年	24.7%	0.8	20.0%	4年
	平安银行	29.3%	6.9	27.5%	2年	18.2%	9.2	20.0%	
	浦发银行	27.9%	2.1	27.5%	2年	19.3%	1.4	20.0%	
	中信银行	26.7%	-0.4	27.5%		19.8%	0.7	20.0%	
	民生银行	25.8%	0.2	27.5%		12.5%	1.5	20.0%	
	江苏银行	25.2%	3.9	27.5%		17.7%	1.6	20.0%	
	上海银行	24.7%	-2.6	27.5%		10.2%	1.6	20.0%	
	光大银行	23.0%	-0.3	27.5%		15.1%	-0.2	20.0%	
	浙商银行	20.2%	2.9	27.5%		5.9%	1.2	20.0%	
华夏银行	20.0%	1.0	27.5%		12.0%	1.0	20.0%		
第三档	成都银行	35.8%	1.6	22.5%	4年	26.0%	1.9	17.5%	4年
	郑州银行	32.9%	7.4	22.5%	4年	18.4%	6.0	17.5%	2年
	青岛银行	31.6%	1.6	22.5%	4年	19.9%	-2.3	17.5%	4年
	青农商行	30.0%	3.5	22.5%	4年	11.9%	1.8	17.5%	
	厦门银行	26.9%	26.9	22.5%	4年	18.8%	/	17.5%	2年
	杭州银行	24.9%	4.0	22.5%	4年	14.4%	0.7	17.5%	
	西安银行	20.1%	-1.5	22.5%		11.8%	1.3	17.5%	
	渝农商行	18.4%	0.5	22.5%		16.9%	1.1	17.5%	
	长沙银行	18.1%	-0.7	22.5%		15.5%	1.4	17.5%	
	苏州银行	16.9%	1.0	22.5%		13.3%	2.0	17.5%	
	贵阳银行	15.8%	1.2	22.5%		7.9%	0.6	17.5%	
	南京银行	13.6%	-0.5	22.5%		10.6%	-0.7	17.5%	
	无锡银行	12.1%	1.2	22.5%		10.9%	1.2	17.5%	
苏农银行	11.2%	0.0	22.5%		8.9%	0.0	17.5%		
宁波银行	6.3%	0.2	22.5%		1.1%	0.8	17.5%		
第四档	张家港行	10.5%	1.3	17.5%		9.3%	1.6	12.5%	
	江阴银行	9.6%	3.1	17.5%		9.1%	3.1	12.5%	
	常熟银行	8.9%	1.1	17.5%		7.8%	1.3	12.5%	

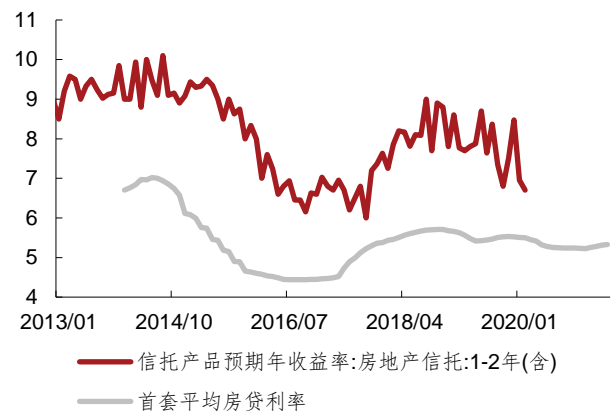
数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

图 4: 房地产信托余额收紧



数据来源: 信托业协会, 克而瑞证券研究院

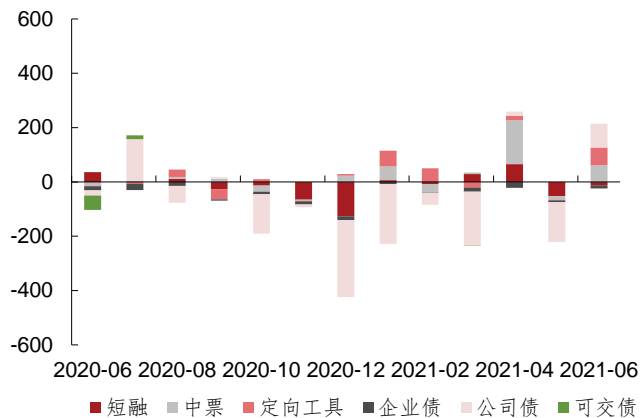
图 5: 信托收益率随贷款利率下行



数据来源: 信托业协会, Wind, 克而瑞证券研究院

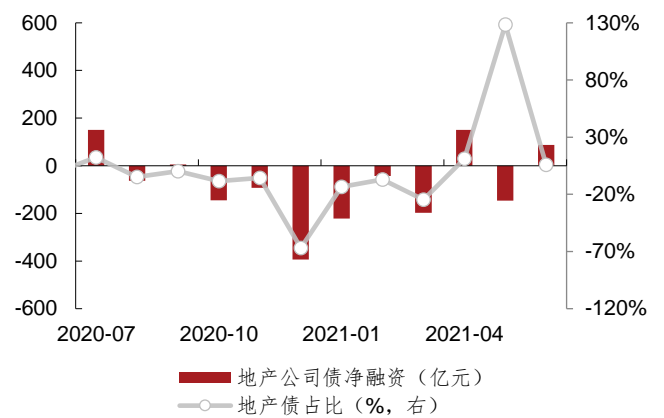
公开市场融资情况更能说明房企的融资现状。不论信用债市场流动性是否出现评级或是地域分层，2020H2 以后，房企多数月份净融资额为负，尤其是民企、AA+级及以下评级的企业。

图 6：6 月中资房企净融资额 190.1 亿人民币



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 7：6 月公司债净融 1515.4 亿，地产占比 5.8%



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

表 3：房企融资规模下降

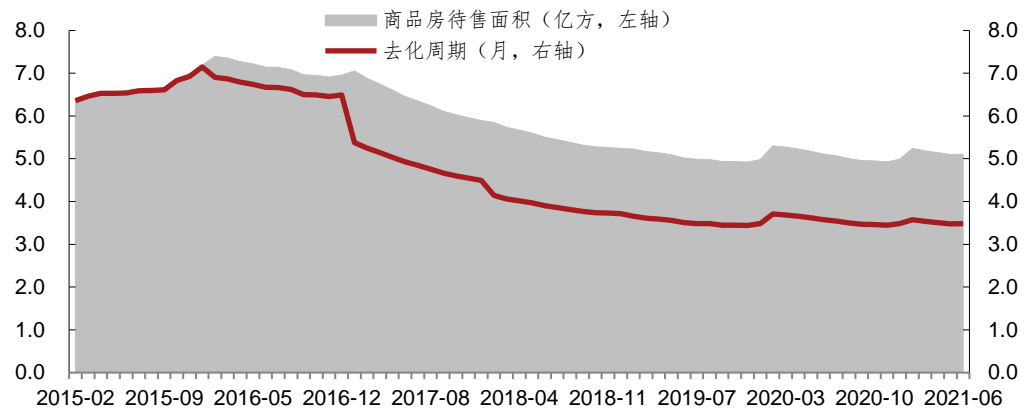
2021 上半年各梯队房企融资规模变化		
房企梯队	同比	平均融资(亿)
TOP10	-30%	141.104
TOP11-30	-11%	69.492
TOP30-50	-33%	60.134
TOP51+	-24%	36.732
2021 上半年新发境外债	2020 上半年新发境外债	同比
270.56	278.76	-2.94%

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

低库存背景下房企补库存意愿强烈。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，从统计局数据观测，当前广义库存和广义库存去化周期均已逼近历史低位，我们认为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半年左右时间，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。



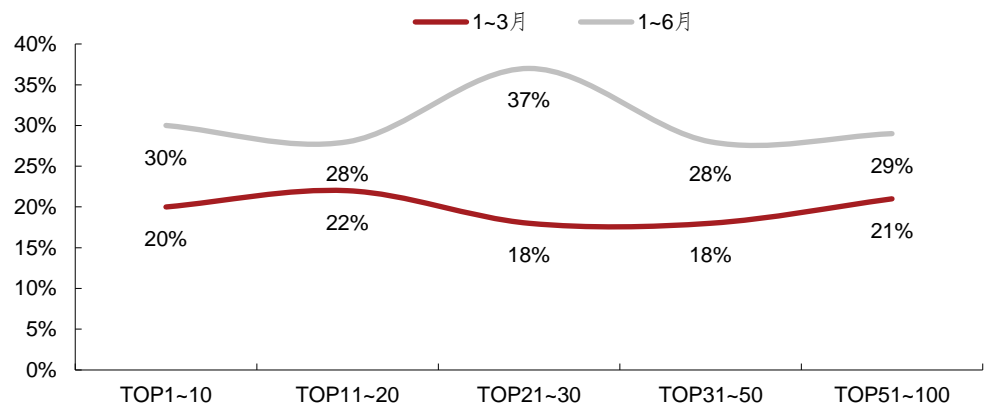
图 8：商品房待售面积与去化周期



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

投资端再收紧，“三道红线”试点房企拿地金额不能超过销售额的 **40%**。从 2021 年数据来看，相比 1~3 月，1~6 月房企拿地销售比整体提高，二季度房企拿地意愿加强，但各梯队房企平均拿地销售比均未超过 40%，该政策要求相对宽松。但针对各个房企具体来看，部分房企上半年拿地较为激进，如卓越、越秀、建发，已远远超过监管要求比例，房企拿地力度分化严重，在不排除“三道红线”试点房企名单进一步扩容的前提下，该政策的出台，将限制处于扩张期房企的扩张规模和速度，弯道超车机会进一步减少，但也同时降低土地资源向头部房企聚集，行业机会将更加均等。

图 9：不同梯队房企拿地销售比



数据来源：CRIC，克而瑞证券研究院

表 4：典型房企 2021 年上半年销售与拿地情况（亿元）

公司名称	上半年销售金额	上半年拿地金额	拿地销售比
卓越集团	683.2	640.6	93.8%
越秀地产	485.4	436.3	89.9%
建发房产	933.7	659.2	70.6%
绿城中国	1363.2	888.4	65.2%
中骏集团	589.9	342.0	58.0%
新希望地产	640.8	336.7	52.5%
中交房地产	478.2	249.2	52.1%
招商蛇口	1768.6	900.6	50.9%
华润置地	1647.9	826.8	50.2%
龙光集团	882.1	405.3	45.9%
融信集团	829.7	376.0	45.3%
雅居乐	753.2	338.9	45.0%
中国铁建	697.4	276.5	39.6%
滨江集团	879.2	338.9	38.5%
正荣集团	832.4	315.4	37.9%
祥生地产	544.6	202.0	37.1%
新城控股	1191.8	437.8	36.7%
万科地产	3543.8	1229.9	34.7%
中海地产	2038.0	693.0	34.0%
保利发展	2864.0	956.7	33.4%
金地集团	1628.0	535.9	32.9%
中国金茂	1301.5	422.8	32.5%
中梁控股	956.1	303.3	31.7%
融创中国	3211.2	981.5	30.6%
旭辉集团	1361.5	371.1	27.3%
金辉集团	557.7	151.9	27.2%
龙湖集团	1426.3	377.3	26.5%
碧桂园	4264.2	1120.6	26.3%
美的置业	826.3	206.7	25.0%
弘阳地产	491.5	105.7	21.5%
佳兆业	639.7	129.7	20.3%
宝龙地产	530.4	104.3	19.7%
绿地控股	1640.8	321.4	19.6%
荣盛发展	587.7	113.4	19.3%
首开股份	668.1	128.0	19.2%
阳光城	1013.0	192.0	19.0%
远洋集团	523.0	95.1	18.2%
金科集团	1020.8	184.9	18.1%
中南置地	1089.9	184.9	17.0%
禹洲集团	527.0	42.0	8.0%
世茂集团	1528.0	74.8	4.9%

数据来源：CRIC，克而瑞证券研究院

备注：销售和拿地数据参考克而瑞发布的《1-6月房企新增货值排行榜单》，与企业实际拿地情况或有出入，仅供参考，不作投资建议使用。

## 1.2. 房企销售数据与企业真实现金流状况相背离

上半年在低基数背景下，主流房企销售增速普遍亮眼。整体看，1-6月top10/top30/top50/top100销售金额增速分别+27%/+33%/+35%/+38%，分段看，1-5月top10/top11-30/top31-50/top51-100销售金额增速分别+27%/+43%/+43%/+53%。此外，根据38家公布全年销售目标的主流房企数据统计，截至2021年6月底，已有17家销售完成率逾50%，其中首开股份完成率最高，达61%，完成率介于40%~50%的19家，富力和远洋不足40%。

表5：主流房企2021年上半年销售情况

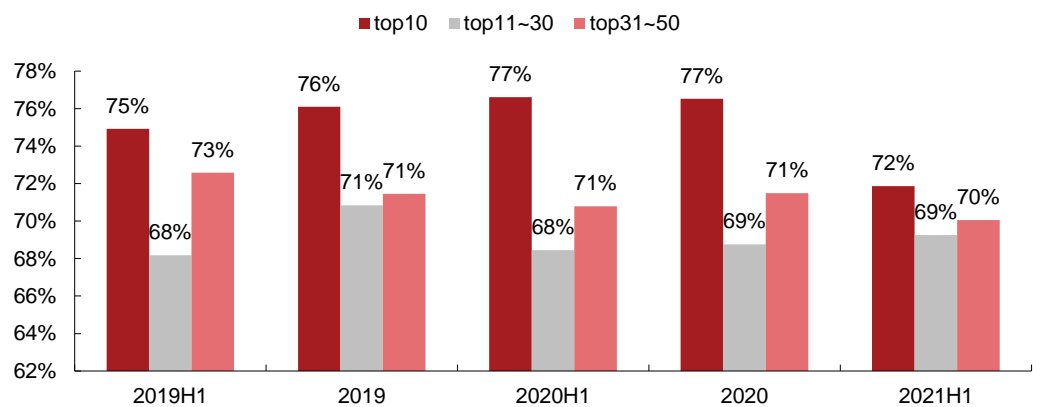
公司	单月全口径销售（亿元）			累计全口径销售（亿元）			21年销售目标（亿元）	完成率
	21M6	20M6	单月同比	21M1-6	20M1-6	累计同比		
碧桂园	723	810	-11%	4264	3723	15%	6278(权益)	48%
万科地产	676	720	-6%	3544	3180	11%	7900	45%
中国恒大	694	752	-8%	3545	3488	2%	7500	47%
融创中国	793	542	46%	3211	1947	65%	6400	50%
保利发展	515	643	-20%	2864	2168	32%	-	-
中海地产	484	541	-11%	2038	1695	20%	3968	51%
招商蛇口	442	327	35%	1769	1107	60%	3300	54%
金地集团	340	338	1%	1628	1016	60%	2800	58%
华润置地	387	318	22%	1648	1108	49%	3150	52%
世茂集团	310	302	3%	1528	1105	38%	3300	46%
绿地控股	503	412	22%	1641	1350	22%	-	-
龙湖集团	308	288	7%	1426	1111	28%	3100	46%
中国金茂	200	376	-47%	1302	1029	27%	2500	52%
旭辉集团	261	251	4%	1362	807	69%	2650	51%
绿城中国	334	243	37%	1363	673	103%	3100	44%
新城控股	245	261	-6%	1192	970	23%	2600	46%
中南置地	203	265	-23%	1090	820	33%	2500	44%
金科集团	172	232	-26%	1021	830	23%	2500	41%
阳光城	200	269	-26%	1013	900	13%	2200	46%
中梁控股	198	247	-20%	956	677	41%	1800	53%
龙光集团	125	156	-20%	882	572	54%	1448(权益)	51%
建发房产	195	132	47%	934	380	146%	-	-
滨江集团	182	144	26%	879	547	61%	1500	59%
正荣集团	140	185	-24%	832	605	38%	1500	55%
美的置业	135	122	11%	826	482	71%	1500	55%
融信集团	149	187	-21%	830	604	37%	1600	52%
雅居乐	144	149	-3%	753	551	37%	1500	50%
中国铁建	151	137	10%	697	308	127%	-	-
佳兆业	100	154	-35%	640	511	25%	1300	49%
华发股份	103	137	-25%	642	441	46%	-	-

奥园集团	150	176	-15%	676	509	33%	1500	45%
富力地产	123	158	-22%	648	550	18%	1500(权益)	37%
卓越集团	167	73	130%	683	399	71%	-	-
首开股份	155	110	40%	668	410	63%	1100	61%
新希望地产	160	98	64%	641	315	103%	-	-
新力地产	120	108	11%	588	435	35%	553(权益)	58%
中骏集团	124	114	9%	590	410	44%	1200	49%
荣盛发展	126	140	-10%	588	473	24%	1300	45%
合景泰富	103	81	28%	562	368	53%	1240	45%
金辉集团	110	110	0%	558	373	49%	-	-
蓝光发展	30	106	-72%	477	403	18%	1150	41%
宝龙地产	105	103	2%	530	315	68%	1050	51%
禹洲集团	110	121	-9%	527	429	23%	1100	48%
越秀地产	77	111	-31%	485	374	30%	1122	43%
远洋集团	115	101	13%	523	419	25%	1500	35%
祥生地产	147	112	32%	545	473	15%	-	-
弘阳地产	95	109	-13%	492	316	56%	-	-
时代中国	81	80	2%	454	326	39%	1100	41%
华侨城	102	95	7%	465	317	47%	-	-
中交房地产	124	100	24%	478	206	132%	-	-

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

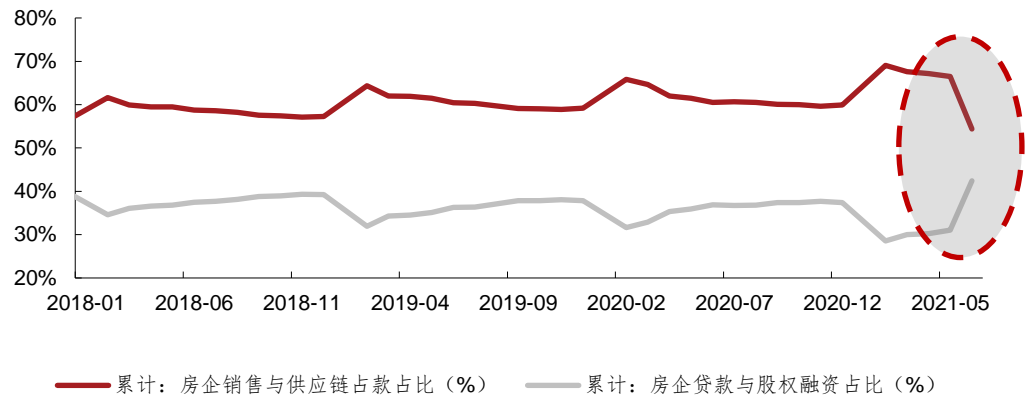
销售数据高增长难以线性传导至表内带来三张表的改善。一方面，房企销售权益比例在下降。同时，金融机构趋严的风控使得统计数据所示的房企资金结构出现转变，以往更多依靠的销售与供应链回款占比今年5月后首次出现季节性下降以外的下控，从统计局数据的定金/按揭可以更准确的判断房企的资金状况。

图 10: Top50 房企销售权益比



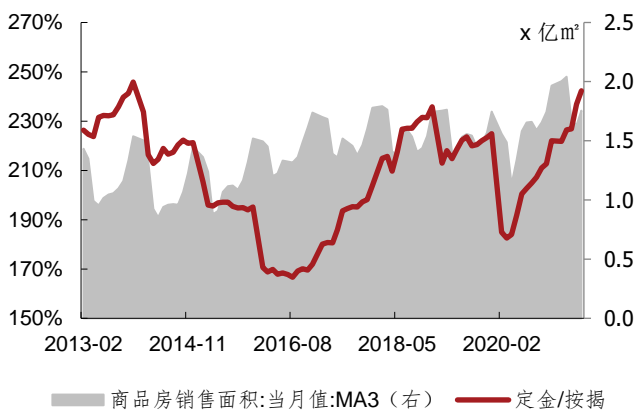
数据来源：CRIC，克而瑞证券研究院

图 11: 以往更多依靠的销售与供应链回款占比首次出现季节性下降以外的下挫



数据来源: 统计局, 克而瑞证券研究院

图 12: 商品房市场繁荣时期, 定金/按揭下行较快



数据来源: 统计局, 克而瑞证券研究院

图 13: 定金/按揭与贷款利率走势在 2020 年后出现背离



数据来源: 统计局, 央行, 克而瑞证券研究院

### 1.3. 房企表内负债与表外负债相背离

“三道红线”政策限制房企有息负债规模增速。“三道红线”政策通过剔除预收款资产负债率、净负债率、现金短债比三项指标将房企分为红、橙、黄、绿四档, 分别对应有息负债规模增速不超过 0%、5%、10%、15%, 根据对 50 家样本房企 2020 年年报统计, 红档房企 4 家, 橙档房企 5 家, 黄档房企 25 家, 绿档房企 16 家, 相比 2020 年中报, 23 家房企实现降档, 其中 14 家实现降 1 档, 9 家实现降 2 档, 整体实现表内有息负债下降 1.8pct, 其中富力、恒大、金科下降最多。

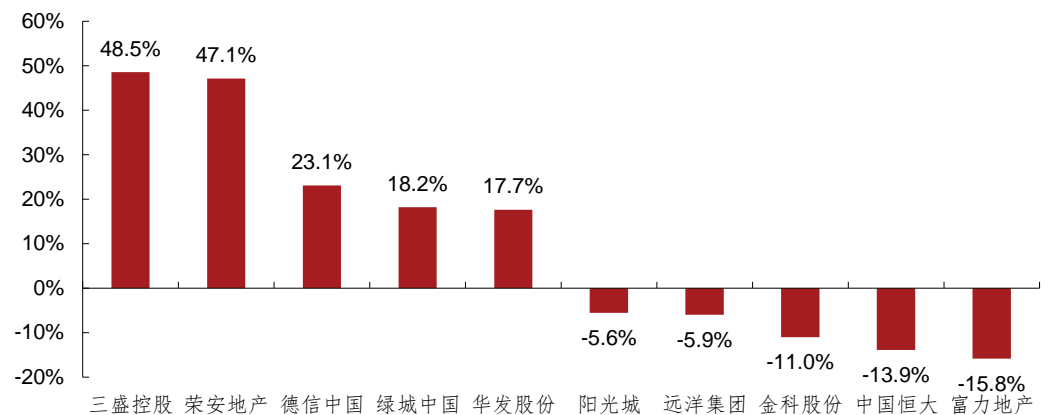
表 6: 主流地产公司 2020 年年报“三道红线”情况

公司名称	剔除预资产负债率	净负债率	现金短债比	所属档位	有息负债增加规模
保利地产	70%	57%	225%	绿	15%
中国海外发展	60%	26%	391%	绿	15%
世茂集团	68%	50%	167%	绿	15%
华润置地	60%	31%	246%	绿	15%
招商蛇口	58%	28%	160%	绿	15%
龙湖集团	67%	47%	420%	绿	15%
金地集团	69%	58%	128%	绿	15%
融信中国	70%	83%	108%	绿	15%
龙光集团	70%	61%	254%	绿	15%
建发国际集团	68%	68%	836%	绿	15%
远洋集团	69%	55%	151%	绿	15%
中骏集团控股	69%	64%	124%	绿	15%
越秀地产	69%	48%	170%	绿	15%
弘阳地产	69%	50%	108%	绿	15%
大悦城地产	53%	35%	191%	绿	15%
宝龙地产	70%	74%	123%	绿	15%
碧桂园	81%	56%	174%	黄	10%
万科 A	72%	19%	217%	黄	10%
融创中国	79%	96%	108%	黄	10%
新城控股	75%	32%	280%	黄	10%
旭辉控股集团	73%	64%	273%	黄	10%
中国金茂	74%	47%	145%	黄	10%
金科股份	70%	74%	127%	黄	10%
中南建设	80%	97%	104%	黄	10%
阳光城	79%	91%	136%	黄	10%
绿城中国	72%	79%	131%	黄	10%
中梁控股	80%	66%	109%	黄	10%
正荣地产	77%	85%	181%	黄	10%
佳兆业集团	70%	101%	156%	黄	10%
雅居乐集团	72%	61%	109%	黄	10%
滨江集团	72%	84%	234%	黄	10%
荣盛发展	75%	89%	126%	黄	10%
美的置业	78%	79%	152%	黄	10%
蓝光发展	74%	89%	103%	黄	10%
合景泰富集团	77%	62%	161%	黄	10%
时代中国控股	79%	68%	176%	黄	10%
德信中国	74%	77%	128%	黄	10%
路劲	65%	82%	82%	黄	10%
花样年控股	72%	75%	137%	黄	10%
荣安地产	76%	70%	159%	黄	10%
当代置业	82%	96%	110%	黄	10%
中国奥园	83%	83%	100%	橙	5%
华发股份	76%	159%	109%	橙	5%
新力控股集团	73%	98%	78%	橙	5%
禹洲集团	78%	110%	125%	橙	5%

三盛控股	83%	169%	176%	橙	5%
中国恒大	83%	154%	47%	红	0%
绿地控股	84%	136%	81%	红	0%
富力地产	77%	134%	38%	红	0%
祥生控股集团	82%	136%	68%	红	0%

数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 14: 样本房企 2020 年末相比年中有息负债增速前五与后五



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

融资受限，短期路径依赖难以立时转变，表外融资需求或进一步提升。房企以往通过“高杠杆、高周转”模式实现规模的快速扩张，“三道红线”政策意在降低房企杠杆，促使其通过稳健经营、精细管理获得发展，但传统的发展模式难以立时转变，历史遗留的顽疾也难以快速去除，获取有息负债之外的杠杆成为房企加杠杆的主要方向。

**1) 明股实债:** 房企通过与少数股东签订固定收益或对赌，并承诺到期回购股权，将表面的“股”做成实质的“债”，以此来规避有息负债额度及金融机构监管要求的限制，因明股实债的少数股东享受固定收益，则在收益分配时损益比例与权益比例将在报表上发生错配，考虑资本投入与收益产生的时间差，我们计算 2020 年的归母及少数股东损益与 2018 年的对应科目权益之比例，两项差值越接近于 0，则说明明股实债可能性越小，结果显示荣安地产、中梁控股、中国奥园、时代中国、新城控股等差值较大。需要注意的是，开发节奏、结算时间、开发过程中股权变化等问题都会造成报表上损益与权益的偏离，此种计算方式为估算，各家房企实际情况还需结合具体情况针对性研究。

表 7：样本房企明股实债可能性计算

公司名称	中小股东损益/中小股东权益	归母损益/归母权益	差值
荣安地产	1.77	0.21	-1.56
中梁控股	0.68	0.34	-0.33
宝龙地产	0.49	0.17	-0.33
三盛控股	0.62	0.39	-0.22
碧桂园	0.37	0.20	-0.17
佳兆业集团	-0.01	0.17	0.18
时代中国控股	0.03	0.26	0.24
新城控股	0.06	0.30	0.24
龙光集团	0.05	0.30	0.26
中国奥园	0.06	0.32	0.26

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

注：开发节奏、结算时间、开发过程中股权变化等问题都会造成报表上损益与权益的偏离，此种计算方式为估算，各家房企实际情况还需结合具体情况针对性研究

**2) 供应商占款：**开发商利用其在产业链中的核心及强势地位，通过挤占上下游资金实现融资，据统计，样本房企 2020 年末应付账款及票据规模相比年中上涨 19.8%，相比去年同期上涨 25.7%，实现了较大规模的增长，但值得注意的是，开发商开给供应商的商票有时需进行一定的贴息，票据贴息并不仅体现在二级市场，并且供应链 abs 也放在应付账款科目中，所以无息负债不一定真正“无息”。

表 8：样本房企应付账款及票据规模（亿元）

公司名称	2018/12/31	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	占 20 年营收比重
中国恒大	4236.5	5446.5	6138.5	6217.2	121.9%
禹洲集团	68.6	97.8	100.1	88.5	84.0%
碧桂园	2550.5	3293.1	3537.3	3893.8	83.9%
绿地控股	1740.7	2107.8	2050.5	3282.9	72.0%
万科 A	2296.0	2682.2	2660.5	2962.9	70.7%
美的置业	157.9	324.8	284.0	349.1	66.1%
保利地产	506.9	1131.5	1001.4	1514.8	62.3%
世茂集团	411.0	686.2	786.7	820.3	60.5%
正荣地产	82.1	167.5	188.4	212.2	58.7%
华发股份	48.0	103.3	149.7	281.1	55.1%

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

**3) 表外负债：**房企可通过不并表的合联营公司进行融资，项目公司负债不进表内，而收益通过长期股权投资体现，从而达到降低有息负债规模进而“三道红线”降档的目的，从合联营公司的资金归集体现在其他应付款的二级科目“应付合联营公司往来款”中，据统计，样本房企 2020 年末其他应付款相比年中增加 6%，相比去年同期增加 16%。



表 9：样本房企其他应付款规模（亿元）

公司名称	2018/12/31	2019/12/31	2020/6/30	2020/12/31	20 年增速
荣安地产	24.4	24.5	45.7	90.3	268.5%
三盛控股	32.2	114.2	176.2	258.1	125.9%
阳光城	215.4	310.7	507.0	649.7	109.1%
建发国际集团	188.9	435.0	608.0	771.7	77.4%
中南建设	165.6	268.3	412.2	468.3	74.5%
蓝光发展	63.9	133.8	158.6	226.9	69.6%
中国金茂	722.9	911.6	1682.9	1409.3	54.6%
正荣地产	557.5	565.0	707.4	866.9	53.4%
华发股份	102.0	148.1	219.8	224.2	51.4%
金科股份	126.2	174.3	232.9	260.6	49.5%

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

4) 此外，部分地产企业通过境外融资渠道发行私募债等方式，或进一步增加实际债务规模，带来财务的隐性风险。因数据不可获得性，此处不具体展开分析。

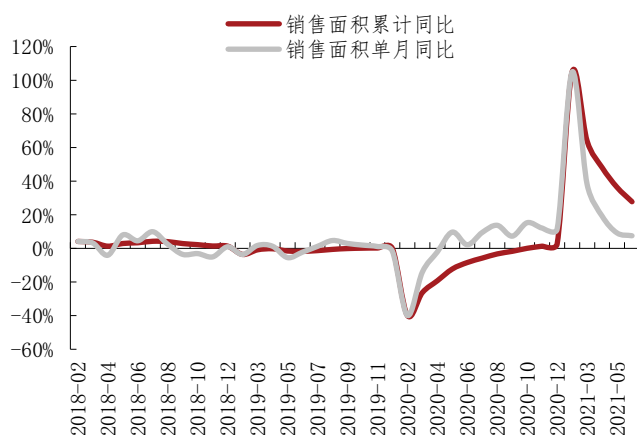
## 2. 基本面仍具韧性，预计全年销售面积微降，竣工迎来趋势性修复，房地产投资增速趋缓。

### 2.1. 上半年销售规模创新高，预计全年销售面积微跌，销售金额与上年持平

**2021H1 销售规模创近 5 年新高，但面积、金额 6 月单月增速边际下滑到个位数。**上半年商品房销售面积 88635 万平方米，同比+27.7%；较 2019 年 1-6 月+17.0%；商品房销售额 92931 亿元，增长 38.9%；比 2019 年 1-6 月+31.4%。单月销售指标表现出高规模但增速收窄。6 月商品房销售面积和金额分别为 22252 万平方米和 22397 亿元，为近 5 年年中销售规模高位。但就增速而言，6 月商品房销售面积同比增速和累计同比增速分别较 5 月收窄 1.7pts 和 8.6pts。

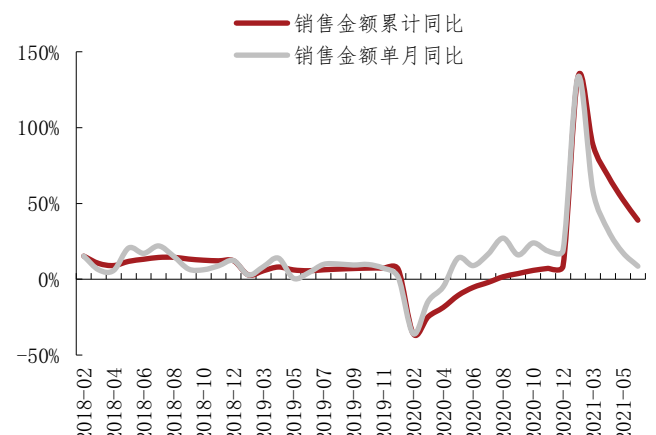
造成“高规模但增速收窄”的原因是东中西部及东北地区销售表现分化加剧。1-6 月，东部地区商品房销售面积 37433 万平方米，较 2020 年和 2019 年分别增长 31.3%和 24.2%，增速超过全国整体。1-6 月东部地区商品销售面积占全国比重 42%，是支撑全国商品房保持高规模的重要发力点，如浙江、福建、江苏等省份的嘉兴、泉州等城市普遍出现全市新房沽清、秒开秒罄等现象。而中西部和东北地区较差的市场表现则持续拉低全国整体增速。1-6 月，东北地区较 2019 年下降 3%，一方面房企将业绩重心从东北地区转移，另一方面地区居民购买力较低置业能力不足，长春已出现返本销售等。中部和西部地区弱三四线城市也部分出现变相打折等营销手段。中西部和东北地区市场表现的疲软使得全国销售增速由 2021 年初高增速快速收窄至个位数。

图 15：销售面积累计与单月同比



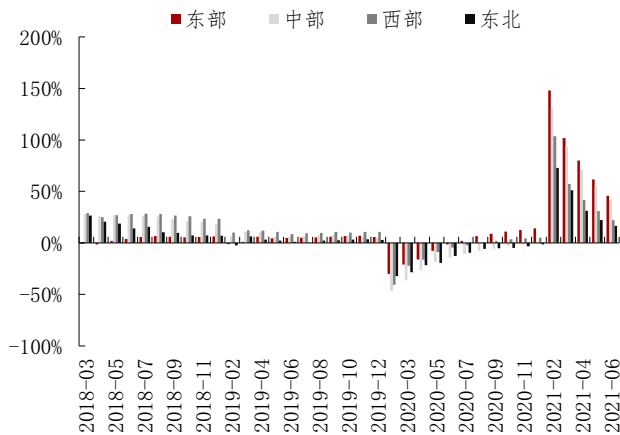
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 16：销售金额累计与单月同比



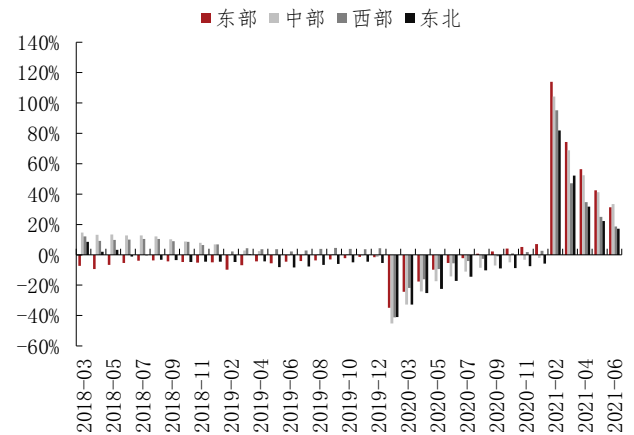
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 17: 分地区销售金额累计同比



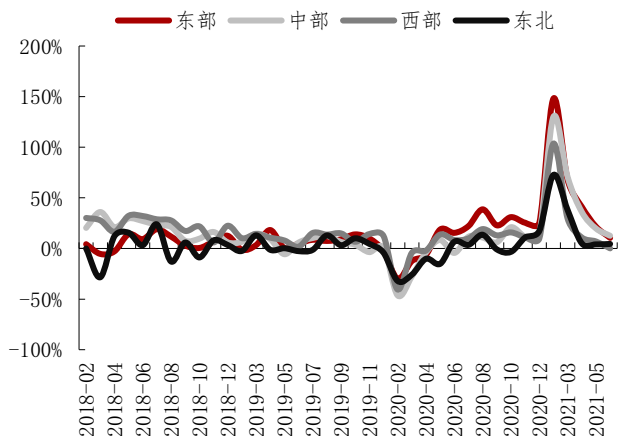
数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 18: 分地区销售面积累计同比



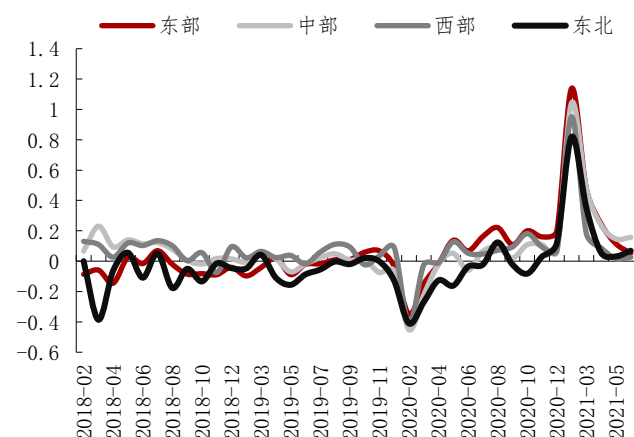
数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 19: 分地区销售金额当月同比



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 20: 分地区销售面积当月同比



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

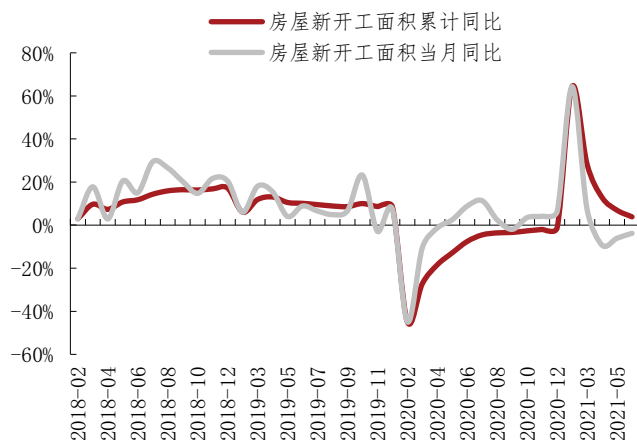
根据我们去年 12 月发布的 2021 年房地产行业年度投资策略《谨守而中，与时偕行》中预测，结合上半年行业走势，我们维持全年销售面积 0%至-5%范围内小幅下跌，销售金额与去年持平的判断。（详细预测逻辑请参阅相关报告）。

## 2.2. 新开工料与上年持平，竣工迎来修复性趋势

2021H1 房地产开发企业房屋施工面积 873251 万平方米，同比+10.2%。房屋新开工面积 101288 万平方米，同比+3.8%。房屋竣工面积 36481 万平方米，+25.7%。施工、新开工、竣工面积较 1-5 月增速分别变化 0.1pts、3.1pts 和 9.3pts。

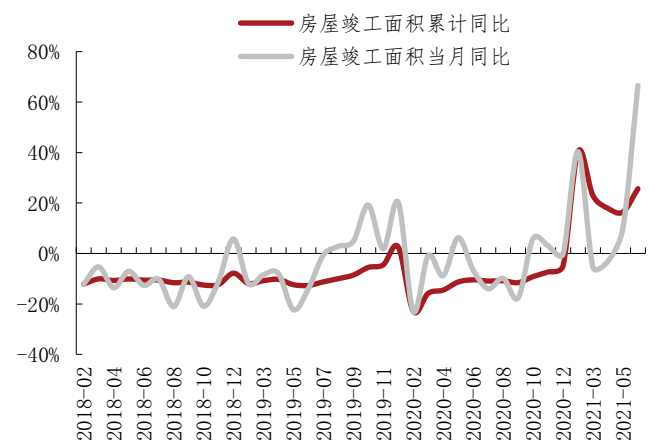
值得关注的是，6月单月新开工止跌，竣工加速修复。其中新开工面积同比降幅收窄、较2019年回正。我们预计，过去一年内成交的热点地块陆续开工入市下全国新开工规模如预期上升。竣工6月显著提速，单月竣工面积达8898万平方米，同比+67%，1-6月累计同比增速较1-5月扩大9.3pts至25.7%。既定“竣工大年”下，房屋后续竣工规模和增速将继续增长。

图 21：房屋新开工累计与当月同比



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 22：房屋竣工累计与当月同比



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

预计2021年新开工面积持平，竣工面积同比+10.0%。复盘房地产竣工面积累计同比增速和新开工面积累计同比增速，自2016年新开工面积陡增后，竣工和新开工3年的滞后关系被打破，施工周期有被拉长趋势，其主要或因：

- 1) 高周转策略下，房企压缩开工到达到预售标准时间，并拉长预售到再复工时间，干扰新开工对竣工的引导；
- 2) 三四线城市预售标准较低，干扰原本新开工对竣工的引导。
- 3) 受疫情影响，房企施工进度受到影响，2020年内仅5月和10月当月竣工面积同比为正。

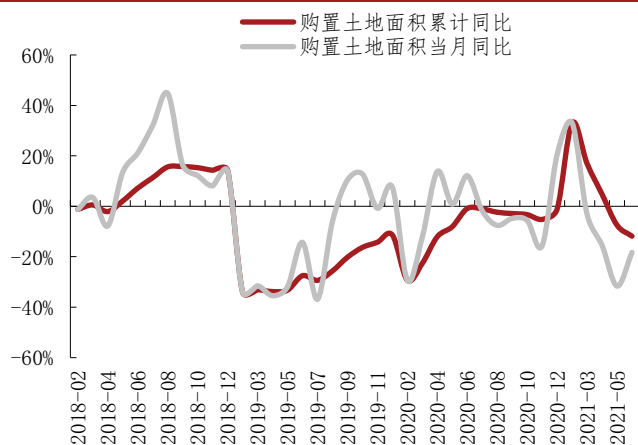
展望全年，我们认为，即使不考虑“三道红线”对行业融资的整体压制，短时间内的土地补充，无法完全对冲掉接近三年减速扩张导致的土储薄弱，因此，我们预计本年新开工增速与去年持平，不排除为负的可能。面对加大竣工压力及每年季节性年末强施工，我们预计今年竣工面积在低基数背景下竣工面积同比+10.0%。

### 2.3. 房地产投资增速趋稳，建安拉动下，预计全年增速7~8%

土地购置面积和金额保持低位。2021H1 房地产开发企业土地购置面积 7021 万平方米，同比-11.8%；土地成交价款 3808 亿元，同比-5.7%。二者较 1-5 月降幅分别扩大 4.4pts 和收窄 14.9pts。至 6 月末 22 个核心城市第一轮集中供地陆续结束，因此在核心城市土拍的促进下全国土地成交价款显著上升，并成为开发投资额部分支撑。但由于房企多将拿地重心优先聚焦于核心城市，因此全国整体土地购置面积继续保持低位，相较往年降幅一再扩大。

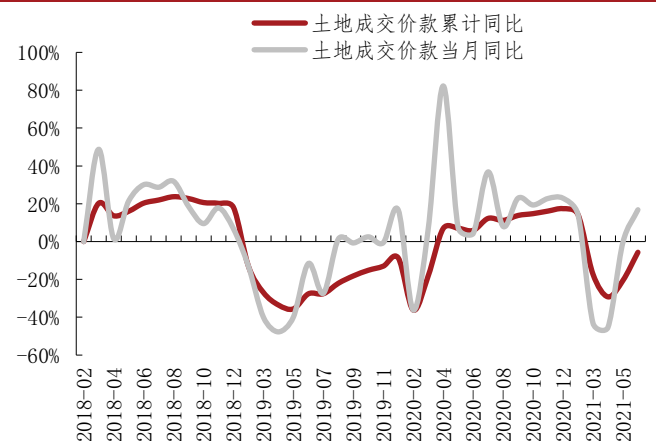
建安对于房地产投资的拉动作用凸显。上半年房地产投资全国房地产开发投资 72179 亿元，较 2020 年和 2019 年分别+15.0%和+17.2%。其中单 6 月开发投资额为 17861 亿元，较 2020 年和 2019 年分别+5.9%和+15%，绝对值创近五年新高。单月投资规模创新高主因是建安投资与土拓投资的双发力。正如上文分析，新开工以及竣工面积在 6 月显著提速提量带动建安投资规模激增。同时短期核心城市集中供地、土拍则使得土地成交价款带动土拓投资向上。但值得关注的是，6 月开发投资额同比增速及累计同比增速分别收窄 3.9pts 和 3.3pts。“规模新高而增速收窄”主要是由于上半年土拍与施工增长整体乏力仍在持续，投资增速维持高位主要依托建安的拉动。

图 23：土地购置面积当月与累计同比



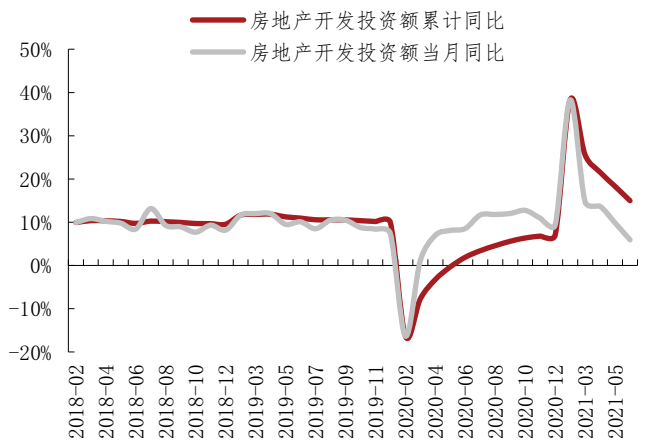
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 24：土地成交价款当月与累计同比



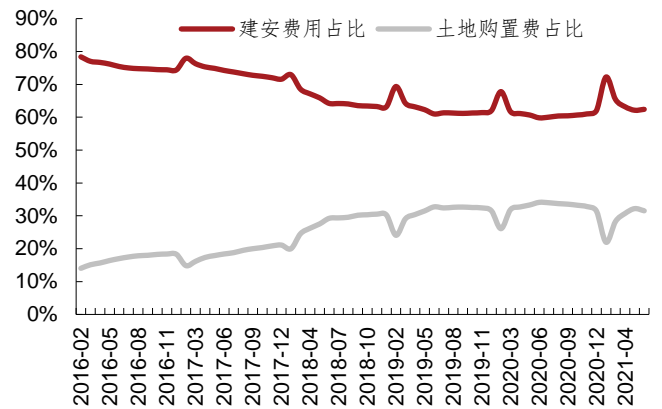
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 25: 房地产开发投资累计与当月同比



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

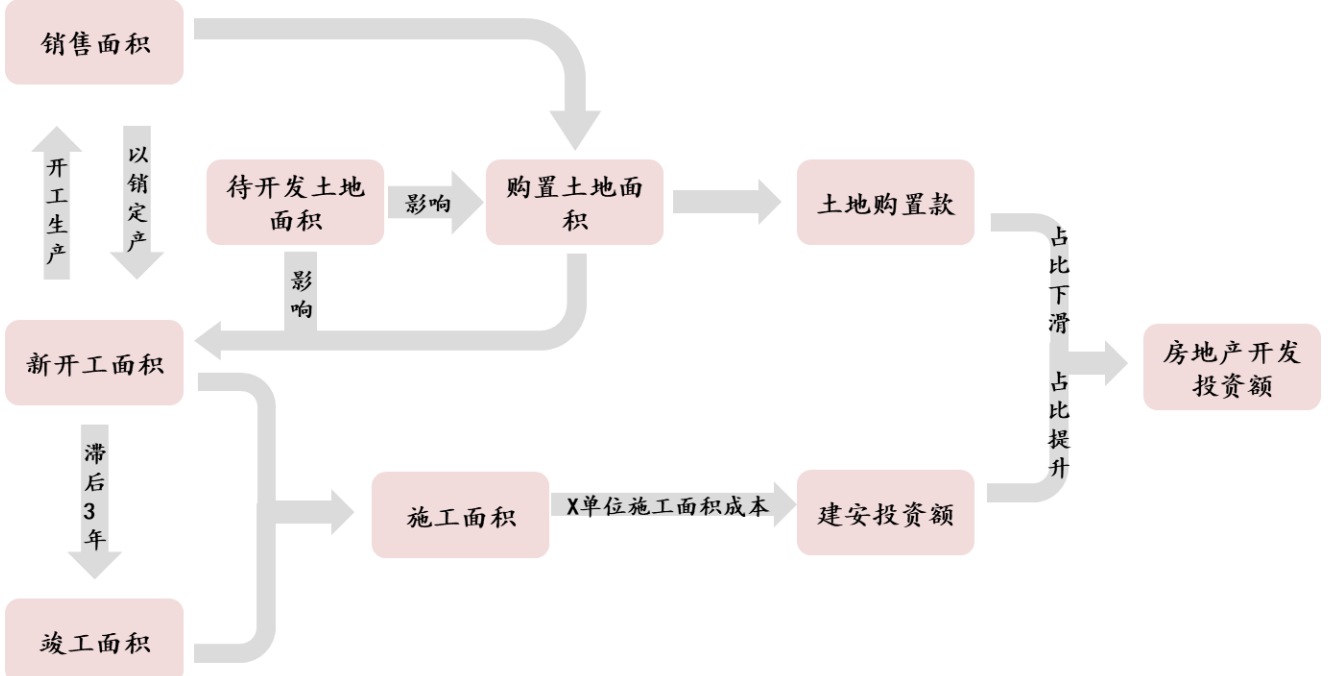
图 26: 建安与土地购置费占房地产开发投资比重



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

开工与土拍上半年乏力表现短期仍将对投资增速起到负面作用,随着建安投资对于房地产开发投资的拉动作用更为明显,预计开发投资规模在下半年将保持高位,全年增速在 7-8%左右。

图 27: 商品房开发投资额预测逻辑



数据来源: 克而瑞证券研究院

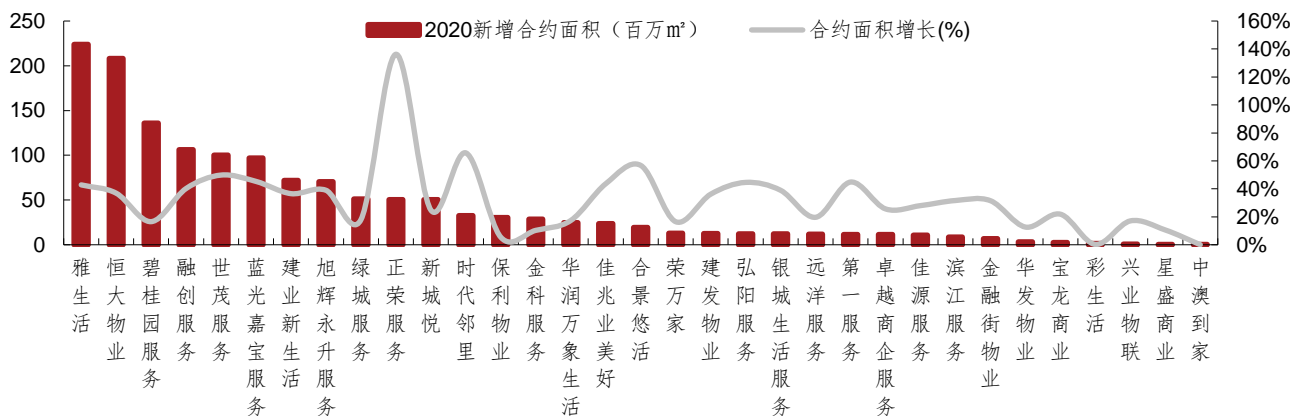
### 3. 从房地产走向不动产，行业长线价值静待兑现

主流房企已经基本完成多元化业务布局。根据克而瑞证券统计，目前主流房企在非住宅开发销售领域均有所涉及，其中物管、商业、长租、物流地产等已经形成较为稳定的行业格局。此外，在养老、教育、代建等子行业均快速发展。行业从房地产加速向不动产转型，从过往由住宅开发销售形成的规模驱动优势，逐渐转向开发、经营与服务兼具的特征。

#### 3.1. 物业管理：短期行业整合加剧，政策扶持下增值服务具备更大发展潜力。

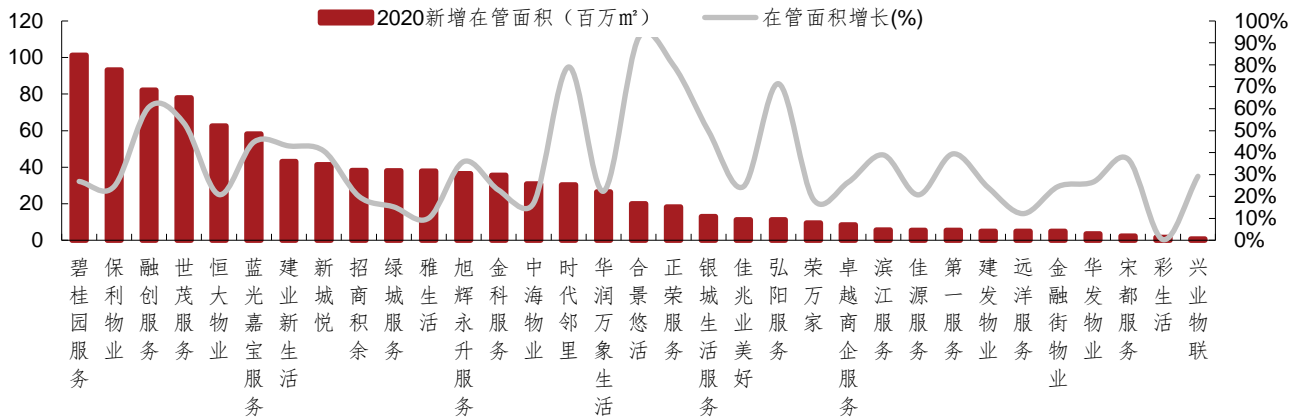
短期行业整合加速，头部房企优势明显，行业增长可支撑。据 2020 年物管上市公司年报数据，2020 年合约管理面积平均增长 4372.7 万平方米，合约管理面积平均增速高达 32.3%；在管面积平均增长 2922.1 万平方米，在管面积平均增速高达 34.9%。就合约管理面积增量而言，规模的快速扩张主要是缘于头部企业的收并购行为。与之对应的，中小型物企受限于自身的资金规模，在收并购方面难以发力，合约规模增长相对乏力。值得关注的是，房企面临着日益严苛的政策环境，部分大中型物企面临着母公司发展带来的不确定性，这也为大中型物企之间的联合提供了契机，今年以来就开始出现大型企业中对中型企业的收购连带的物业管理资源整合，比如碧桂园服务收购蓝光嘉宝服务，融创服务收购彰泰服务。

图 28：上市物管企业新增合约面积



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 29: 上市物管企业新增在管面积



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 10: 2021 年以来部分物业并购事件

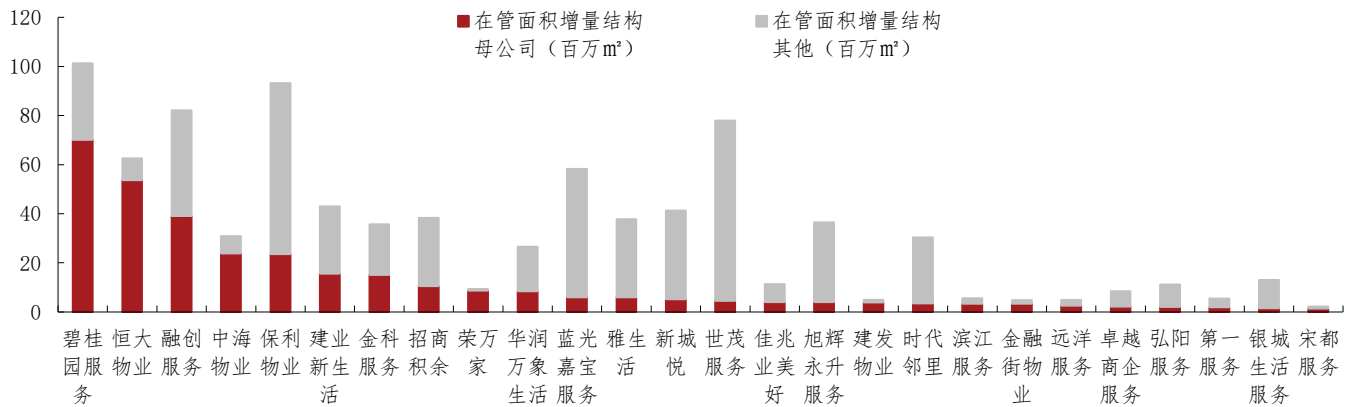
时间	收购方	被收购方	交易金额 (亿元)
2021 年 5 月	宝龙商业	上海悦商 8.3% 权益	0.5
2021 年 5 月	正荣服务	正荣商管 99% 股权	8.91
2021 年 5 月	海伦堡物业	浙江鲁商物业	0.002
2021 年 4 月	和泓服务	盘锦四季城物业 51% 股权	0.18
2021 年 4 月	恒大物业	恒大保险 100% 股权	0.39
2021 年 4 月	弘阳服务	江苏高力物业 80% 股权	0.74
2021 年 4 月	世茂服务	深圳深兄环境 67% 股权	5.06
2021 年 4 月	时代邻里	合达联行 31% 股权	1.94
2021 年 4 月	融创服务	彰泰服务 80% 股权	7.3
2021 年 4 月	佳源服务	上海保集物业	1.41
2021 年 4 月	卓越商企服务	环球财富物业 75% 股权	2.25
2021 年 3 月	第一服务	上诚物业 70% 股权	1.36
2021 年 3 月	雅生活	五家环卫公司	11.8
2021 年 3 月	第一服务	大连亚航物业 80% 股权	0.93
2021 年 3 月	龙湖嘉悦物业服务	亿达物业	12.73
2021 年 2 月	碧桂园服务	蓝光嘉宝服务 64.6% 股份	48.46
2021 年 2 月	和泓服务	江苏深华时代物业 51% 股权	0.41
2021 年 1 月	恒大物业	宁波亚太酒店物业	15
2021 年 1 月	合景悠活	雪松智联 80 股权	13.16

数据来源: CRIC, 克而瑞证券研究院

非住业态逐成行业收并购发力点。根据克而瑞物管统计,在今年上半年中共涉及 16 起以非住业态为主营业务的标的企业,其中,医院物业、酒店物业、公建物业、商业物业均有所涉及。有突出变化的是对环卫服务企业的收购数量明显提升,城市服务是企业新的开拓空间,整体运营的门槛相对较高,收购环卫服务获取相应服务能力及资质成为众多企业选择切入城市服务的方式。



图 30: 上市物企在管面积增量结构



数据来源: 公司公告, 克而瑞证券研究院

表 11: 21 年物企重大收并购事件

时间	企业	标的	合作方式	对价 (亿元)	权益比	类型	业务领域
2021年3月	雅生活	北京慧丰	收并购	2.81	0.51	环卫服务	—
2021年3月	雅生活	陕西明堂	收并购	1.44	0.6	环卫服务	—
2021年3月	雅生活	大连明日环卫	收并购	3	0.51	环卫服务	—
2021年3月	雅生活	安徽宇润	收并购	1.53	0.51	环卫服务	—
2021年3月	龙光智慧服务	宁波国力物业	收并购	—	0.6	基础物业	医院物业细分领域的专业服务商
2021年4月	新大正	四川民兴物业	收并购	0.97	1	基础物业	政府办公
2021年4月	卓越商企	环球财富物业	收并购	2.25	0.75	基础物业	商业物业
2021年4月	第一服务	上诚物业	收并购	1.36	1	基础物业	市政河流、学校、医院、银行及工业园区
2021年4月	世茂服务	深兄环境	收并购	5.06	0.67	环卫服务	城乡环卫一体化服务公司
2021年4月	龙光智慧服务	奇岭环境	收并购	—	0.7	环卫服务	城乡环卫一体化服务公司
2021年5月	财信智慧服务	创联物业	收并购	—	0.75	基础物业	酒店物业管理服务
2021年5月	融创服务	彰泰服务	收并购	7.3	0.8	基础物业	住宅、酒店、文旅、写字楼、商业综合体
2021年5月	京兴业物业	龙腾物业	收并购	—	0.7	基础物业	商办物业、产业园区、住宅物业、公建物业
2021年6月	彩生活	达尔文国际物业	收并购	—	0.49	基础物业	商业物业
2021年6月	合景悠活	上海申勤物业	收并购	4.98	0.8	基础物业	公共物业、学校物业及其他类型物业
2021年6月	金融街物业	株洲宏达物业	收并购	1.32	0.65	环卫服务	住宅物业

数据来源: CRIC, 克而瑞证券研究院

政策扶持下增值服务具备更大发展潜力。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业，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。本政策核心内容主要有提升业主参与度和鼓励增值服务两个方面，有利于具备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，在资本市场中获得更高溢价；同时增强对增值服务的探索，为平台带来更高附加值。

表 12: 主要物企覆盖领域

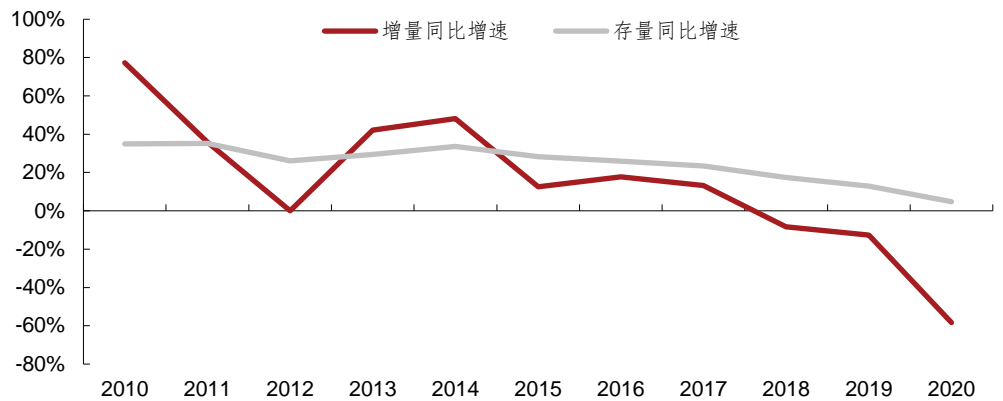
	房屋服务	场地运营	生活团购	汽车服务	房屋租赁	保险服务	房产咨询	车位代管	社区教育	旅游出行	金融服务	养老健康
碧桂园服务	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓					✓
恒大物业	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓		✓
融创服务	✓	✓	✓		✓					✓		✓
金科服务	✓	✓	✓		✓	✓			✓	✓		✓
雅生活服务	✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓		✓	
世茂服务	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓			✓
永升生活服务	✓	✓	✓		✓			✓				
绿城服务	✓	✓	✓		✓				✓			✓

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

### 3.2. 商业地产：疫情冲击尚未消弭，未来资源拓展与运营为王

购物中心供给逐年收缩，将步入存量时代。我国购物中心供应在 2013 年达到巅峰，同比增长 43.7%，之后随着住宅利润走低对商业地产支持下降以及部分开发商商场，购物中心开发趋于理性，新增供应增长率收窄，2018 年同比增长率转负为-1.7%，2019 年为-11.5%。从存量来看，2014 年同比增长 31.5%，之后增速逐年下滑，2019 年仅录得 13.7%，同比降低 4.6pct，未来将逐步进入存量时代。

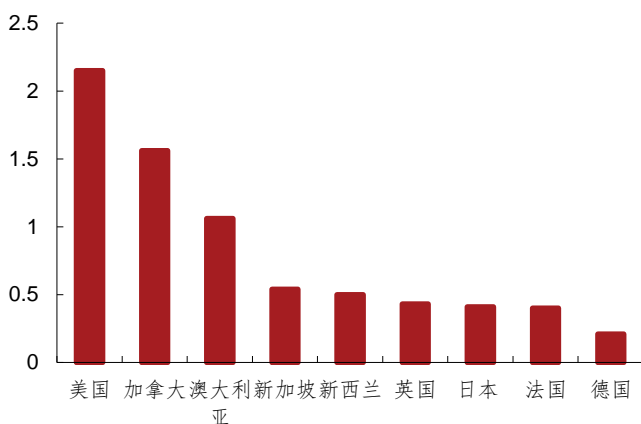
图 31: 全国购物中心面积同比增速 (%)



数据来源：赢商网，克而瑞证券研究院

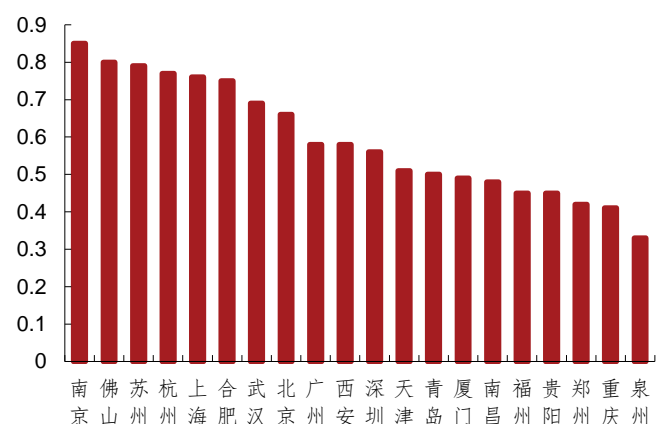
结构上，一二线进入存量时代，三四线具备增量空间。与发达国家相比，2018 年我国人均零售面积为 2.8 平方英尺（约 0.26 平方米），仅为美国的八分之一，与东亚国家相比，低于日本的 4.4（约 0.41 平方米），略高于韩国的 2.2（约 0.2 平方米），和成熟市场对比，我国购物中心仍有较大发展空间。分能级看，2019 年一线城市人均购物中心面积为 0.77 平方米，已经属于发达国家水平，二线城市中佛山、苏州均高于 1 平方米，而重庆、太原为 0.44 平方米，三线城市中位于长三角的常州有 0.7 平方米，珠三角的江门和华北的人口大市邯郸分别仅有 0.3、0.1 平方米。考虑经济实力差异，我国购物中心发展依旧不够均衡，一二线和强三线城市市场已进入存量时代，面临较高的空置率和较大比例的商业调改，而多数三四线城市缺少头部企业和头部品牌，商业业态落后，存在较大的增量空间。

图 32：2018 年典型国家人均零售面积（方）



数据来源：赢商网，克而瑞证券研究院

图 33：2021 年典型城市人均零售面积（方）



数据来源：赢商网，克而瑞证券研究院

商业企业核心竞争力可以从三方面来评判：项目获取能力是基础，融资能力是保障，项目运营能力是关键。商业企业可以分为核心利润型和规模扩张型两类：1) 核心利润型项目数量少，但都位于一二线城市中心区域，资产价值高，典型代表为港资企业，如恒隆、太古、九龙仓；2) 规模扩张型追求全国或者区域的全面覆盖，项目大多配有销售型物业用以平衡现金流，典型代表为万达、新城、宝龙。优质项目的获取是一切的开始，较低的融资成本和充足的现金流是企业与项目健康运营的保障，运营能力方面来看，1) 对于核心利润型企业，在运营方面需要做出品质，对周转速度要求低，而要求有强大的设计规划能力和招商运营能力。2) 对于规模扩张型企业，周转速度至关重要，包括开发建设速度，品牌落位速度，开业速度，销售物业回款速度，运营提速也是保障其现金流安全的重要措施。

图 34：商业企业核心三要素



数据来源：克而瑞证券研究院

表 13：轻重资产对比

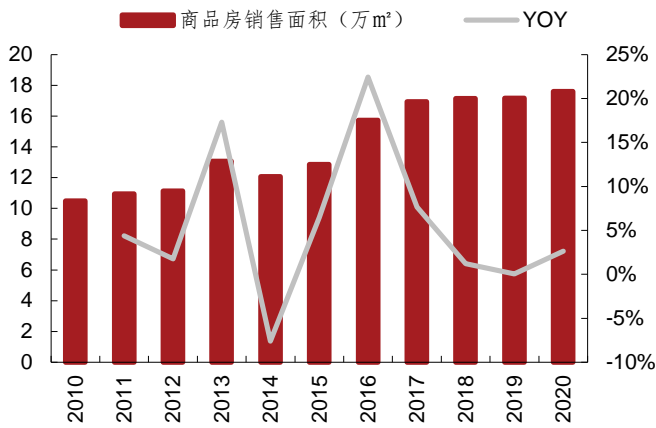
	轻资产	重资产
资金压力	资金压力较小	资金沉淀大
控制权	较弱	较强
收益权	较弱	较强
典型公司	万达商管	华润置地

数据来源：克而瑞证券研究院

### 3.3. 代建：符合行业发展趋势，未来增长潜力巨大。

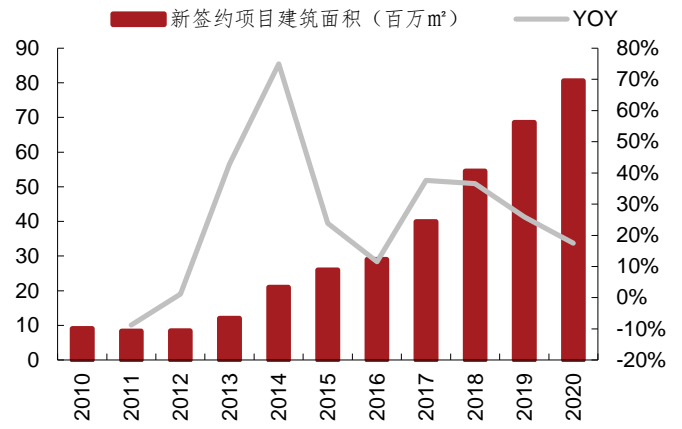
我国商品房销售面积总体呈增长态势，而代建行业方面，自 2010 年至 2019 年，新签约项目的总建筑面积以 25.0% 的复合年增长率增加，规模扩张迅速。随着房地产行业规模和利润率的逐步见顶，代建企业迎来发展机遇。

图 35: 商品房销售面积



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

图 36: 代建项目新签约面积



数据来源: Wind, 克而瑞证券研究院

代建业务占据地产开发价值链高利润环节。纵观地产开发价值链各环节，工程建造因要价低，人员密集，利润空间小；外部融资因行业筑顶，竞争加剧而分化，除头部房企外，融资成本高；土地投资受 2017-2018 年土地市场火热和稳房价政策影响，利润逐渐压缩。代建业务正剔除了上述三个利润被压缩的环节，占据剩余高利润环节，保障业务高收益率。

图 37: 地产开发价值链



数据来源: 克而瑞证券研究院

代建行业集中度较高，一超多强格局显现。2019 年，中国共有 28 家于房地产行业

承接项目的大型代建公司，其中已订约总建筑面积的 58.9%及 71.1%由代建行业 TOP5 及 TOP10 公司承揽。此外，TOP5 与 TOP10 代建公司的收入市场份额分别为 55.4%及 75.7%，龙头代建企业占据主要市场份额。龙头企业于品牌溢价上先发优势明显，结合轻资产运营具备较高利润率。从市场参与者来看，绿城历经十余年的发展，已成为全国最大的代建公司；千亿房企如建业、金地、滨江、雅居乐等也开始参与代建业务。随着房地产金融化属性凸显，短期市场金融机构参与者将增多。

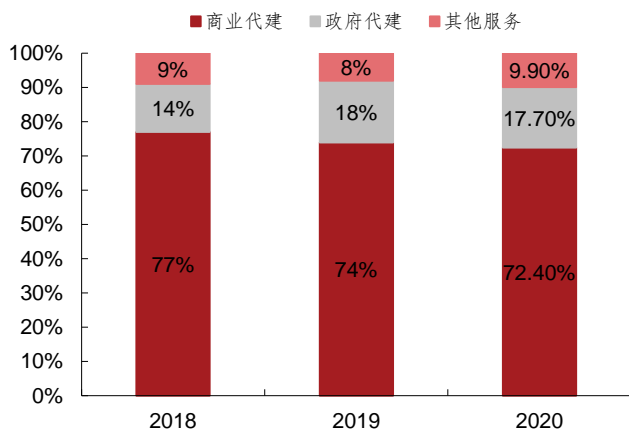
表 14: 代建行业 TOP5 市场份额

公司	已签约建面市场份额占比	公司	收入市场份额占比
绿城	23.70%	绿城	22%
TOP2	10.80%	TOP2	11.60%
TOP3	8.80%	TOP3	11.30%
TOP4	7.90%	TOP4	6.20%
TOP5	7.70%	TOP5	4.30%
合计	58.90%	合计	55.40%

数据来源：公开资料整理，克而瑞证券研究院

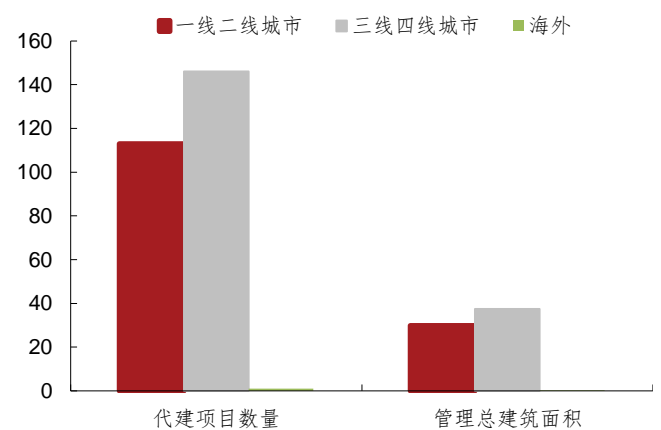
商业代建成市场主流，三四线城市代建需求旺盛。2017-2019 年代建行业头部企业绿城的代建新签约面积中，商业代建占 7 成以上，原因有二：1) 房地产企业普遍追求较高的代建管理费，更倾向于承接商业代建。2) 房地产行业处于下行周期，叠加融资监管，中小房企多处于竞争弱势，其寻求具有品牌优势的房地产公司代建或为项目解套的次优选择。从城市能级看，房地产代建项目主要分布在三四线城市，主要因对于在三四线城市拿地的中小企业来说，这些城市的库存压力普遍较大，导致其代建需求相对较高。规模房企可依托其运营能力与品牌优势，拓展三四线商业代建项目，完善城市布局，规避重资产风险，提高企业利润。

图 38: 绿城三种代建模式收入占比



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 39: 绿城代建项目分布



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 4. 投资建议

行业多维度量化调控加速行业供给侧改革，销售或已见顶的背景下，短期行业规模和利润率或难以迅速改善，短期下调行业至“中性”评级，持续看好存量地产相关业务的长期价值。

传统住宅开发销售领域，推荐【万科 A】、【龙湖集团】、【金地集团】、【旭辉控股集团】，财务稳健带给未来更大的规模增长空间，且多元化业务均已位居行业前列，长期价值值得期待。同时推荐经营稳健，旧改资源充沛，逐步完善全国化布局的【龙光集团】、【中国奥园】、【中骏集团控股】、【弘阳地产】等。

物管及商管领域，推荐：（1）有强大的母公司资源输入，业绩增长具备较强确定性的【碧桂园服务】、【旭辉永升生活】；（2）有独具优势在管业态，且规模稳定增长的【宝龙商业】，建议关注【华润万象生活】；（3）具备较强的资源整合逻辑，在非住领域快速拓展的【保利物业】、【招商积余】；（4）依托良好服务品质，在未来市场规模化竞争中具备优势的【绿城服务】等。

## 5. 风险提示

1. 新冠疫情尚存不确定性：2020 年 3 月以来，国内对疫情进一步扩散取得良好管控效果。但近期部分城市仍有部分新增确诊病例，给明年整体行业运行带来不确定性。
2. 房地产行业调控政策超预期：因城施策深化演绎，地方针对性调控持续落地。供给端在融资差异化调控之后，未来或有进一步降低开发商杠杆水平的长效机制落地。
3. 房地产行业基本面运行不及预期：在行业总量已经基本见顶的大环境下，未来城镇化推进速度、居民购房意愿、居民持续加杠杆能力或不及预期，造成行业销量等核心指标下滑。

## 评级指南及免责声明

### 行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

### 披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

### 免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人士，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文件或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或认购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。

本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财务状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。

本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。