

## 开发看安全性，服务看品牌力

我们认为，市场可能高估了房地产行业全局利润率下降的程度，销售毛利率已然处于筑底过程，同时应关注房企信用风险带来的冲击以及可能的逆周期政策波动。物业服务长期要看品牌力，流量变现、城市服务等正朝着更深的方向演进，平台化战略大有可为。商业资产两级分化加大，资产本身难度很大；由于存量资产庞大，优秀的商管能力稀缺。

## 核心观点

- **房地产：销售毛利率已基本企稳，地价和信用风险释放是两个核心观察点。**市场可能高估了集中供地对全局毛利率的影响。首轮集中供地热点城市毛利率恶化，但实际上仍好于 16-18 年大量因“算错账”而错拿的负毛利项目。同时，考虑到热点城市主城区占全国金额仅 20%，以及近年来房企非公开市场拿地占比提升，预计其对全国销售毛利率影响力相对有限。北京供地模式效果较好，预计向全国推广，有望成为边际改善的因素。融资环境收紧，信用风险暴露，民营高负债房企融资难度大幅提升，财务安全性成为首要选股指标。部分开发商抛售资产，三四线城市房价短期内承压。行业中短期观察点是第二批集中供地和部分房企信用风险释放。
- **物业管理：业务边界持续扩张，长期要看品牌力。**①**住宅物管：**核心是物业管家与业主之间建立的信任感。信任感本质是公司品牌力，是一切增值业务的基础，经营好信任感，成为业主需求的发包方是变现途径。②**商写物管：**标准化、利润高，服务内容的升级空间大。尽管之前一直是由外资定价的蓝海，但随着高端客户逐渐增多，国内头部企业仍有大量机会。未来将服务内容将从以楼宇为中心升级到以企业需求为中心。③**城市服务：**创造真实价值，将灰色交易变成阳光交易，粗放管理变成精细管理。本质是政府寻求一体化解决方案和物企拓展业务边界相互匹配的结果，其社会价值在于提高运营效率，减少跑冒滴漏。物业公司成为政府需求的发包方，变现手段既体现在品类扩张，也可以通过与母公司协同。④**平台化战略：**物管行业人效仍然较低，有潜力通过重新组织产业，扩张业务边界，激发劳动力效率，最终成为产能持续扩大，效率不降低的平台型企业。
- **商管服务：存量时代，优秀的商管品牌和能力是稀缺资源。**商业资产两级分化加大，大部分资产没有前景。存量购物中心资产数量庞大，面临激烈竞争，优秀的商管公司获业主追捧。

## 投资建议与投资标的

- 房地产行业销售毛利率已处于筑底阶段，行业正在经历黎明前的黑暗，投资者近期应紧扣两个观察点。物管行业规模高速扩张的同时，流量变现、城市服务等朝着更深的方向演进，有望出现平台型企业，品质和战略格局最重要。存量时代下优秀商管能力是稀缺资源，轻资产输出前景广阔。重点推荐标的：万科 A(000002, 买入)、保利地产(600048, 买入)、碧桂园服务(06098, 买入)、旭辉永升服务(01995, 买入)、宝龙商业(09909, 买入)；建议关注：华润万象生活(01209, 未评级)、星盛商业(06668, 未评级)。

## 风险提示

- 信用风险不可控、销售毛利率进一步恶化；物管务外拓竞争加大。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
 行业 房地产行业  
 报告发布日期 2021年08月10日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵旭翔

zhaoxuxiang@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860521070001

证券分析师 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn  
 执业证书编号：S0860520020003  
 香港证监会牌照：BQJ931

联系人 苏若琳

suruolin@orientsec.com.cn

联系人 吴圣染

wuchenran@orientsec.com.cn

## 相关报告

销售继续回落，多城发布第二轮集中供地计划：——2021年第31周地产周报 2021-08-02  
 销售继续下滑，上海楼市调控再加码：——2021年第30周地产周报 2021-07-26  
 销售回落趋势明显，共有产权房迎政策利好：——2021年第29周地产周报 2021-07-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

# 目录

1. 房地产：第二批集中供地及信用风险释放是近期观察点 .....	5
1.1 行业指数表现不佳，核心关注销售毛利率能否筑底企稳 .....	5
1.2 22 城首批集中供地竞争激烈，项目利润率低于预期 .....	5
1.3 市场对热点城市竞争激烈过度关注可能放大了焦虑情绪 .....	9
1.4 一线城市供地模式的推广可能成为边际改善因素 .....	10
1.5 热点城市核心区限价，但郊区房价难以预测，或许可以更加乐观 .....	13
1.6 信用风险暴露，高负债房企融资成本抬高，三四线城市资产价格承压 .....	14
1.7 培育综合能力降低拿地成本，同时做适当下沉 .....	17
1.8 投资建议 .....	17
万科 A：经营稳健，兼顾增长，持有型资产质量有望改善 .....	17
保利地产：头部央企，资债稳健，实控人增持彰显信心 .....	18
金地集团：增长再发力，行稳致远 .....	18
招商蛇口：坐拥大湾区优质土储，具备孕育核心资产能力 .....	19
2. 物管：品质和战略格局最重要，业务边界持续扩张 .....	19
2.1 万亿规模、永续经营、具备消费升级潜力 .....	19
2.2 政策支持市场化发展，客户为服务付费的意愿逐渐提升 .....	20
2.3 全年业绩释放无虞，更看好潜在储备充足的标的 .....	21
2.4 社区服务想象空间巨大，供给瓶颈或依赖资源整合 .....	23
2.5 商写物管和城市服务蓬勃发展，服务持续升级 .....	25
2.6 平台化战略-1：“合纵连横”，以公司联盟方式做大做强 .....	26
2.7 平台化战略-2：重新组织产业，提升供给效率，扩张业务边界 .....	27
2.8 投资建议 .....	28
碧桂园服务：规模和利润领先，全产业链延伸业务 .....	29
融创服务：后来居上，成长性确定性俱佳 .....	29
旭辉永升服务：内生外拓四轮驱动，最具潜力的中型物管公司 .....	30
3. 商管：资产两极分化，优秀管理能力稀缺 .....	32
3.1 资产端：存量时代，供给过剩，资产本身难度很大 .....	32
3.2 商管服务：赛道好，存量规模大，而优秀的管理能力稀缺 .....	32
3.3 商管业务的壁垒：项目定位、经营能力、历史业绩 .....	33
3.4 投资建议 .....	34
华润万象生活：“物管+商管”综合服务能力，商管领域标杆 .....	34

星盛商业：能力突出的湾区商业专家	35
宝龙商业：长三角商管领头企业，未来增长可期	35
4. 风险提示	36

## 图表目录

图 1：技术平移后全国房价地价比（样本统计），房价地价比自 2018 年年中起开始出现明显下降	5
图 2：22 城首批“两集中”住宅用地成交情况汇总	6
图 3：热点城市项目溢价率高于 2020 年平均水平（%）	6
图 4：部分城市非主城区溢价率高于主城区（%）	7
图 5：22 城首批集中供地，热点城市住宅用地竞争激烈，地价房价比压力大	7
图 6：以限价项目为样本计算 12 城平均地价房价比	8
图 7：相比于 2020 年，22 城中的热点城市地价房价比上升较为明显	8
图 8：Top50 房企集中供地拿地面积占比	9
图 9：Top50 房企集中供地拿地金额占比	9
图 10：2017-2019 年，22 城占全国商品房销售面积 25%，销售金额 40%	9
图 11：2020 年，22 城中主城区商品住宅销售金额占比为 51%	9
图 12：万科、保利和泰禾拿错地导致近两年存货减值损失都明显增加（万元）	10
图 13：北京供地模式效果较好，溢价率水平整体较低	11
图 14：上海集中供地有效抑制地价，毛利率改善	12
图 15：上海集中供地模式说明	12
图 16：深圳市各区域新房住宅成交均价显示，郊区房价上涨“迟到”但不会“缺席”（元/平方米）	14
图 17：2021 年以来中国三四线城市二手房涨跌不均	15
图 18：2020 年以来恒大月度销售均价持续下降（元/平米）	15
图 19：房企资金来源中开发贷款占比减小	16
图 20：2016 年以来中资地产债信用利差变化（bps）	16
图 21：2018-2021 年中国三四线城市二手房涨幅情况	16
图 22：物业市场规模已有万亿，至 2030 年行业总规模约 2.5 万亿	20
图 23：2021 年 1 月 5 日，住房和城乡建设部等十部委联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	21
图 24：绿城服务项目提价情况	21
图 25：绿城服务基础服务毛利率水平	21

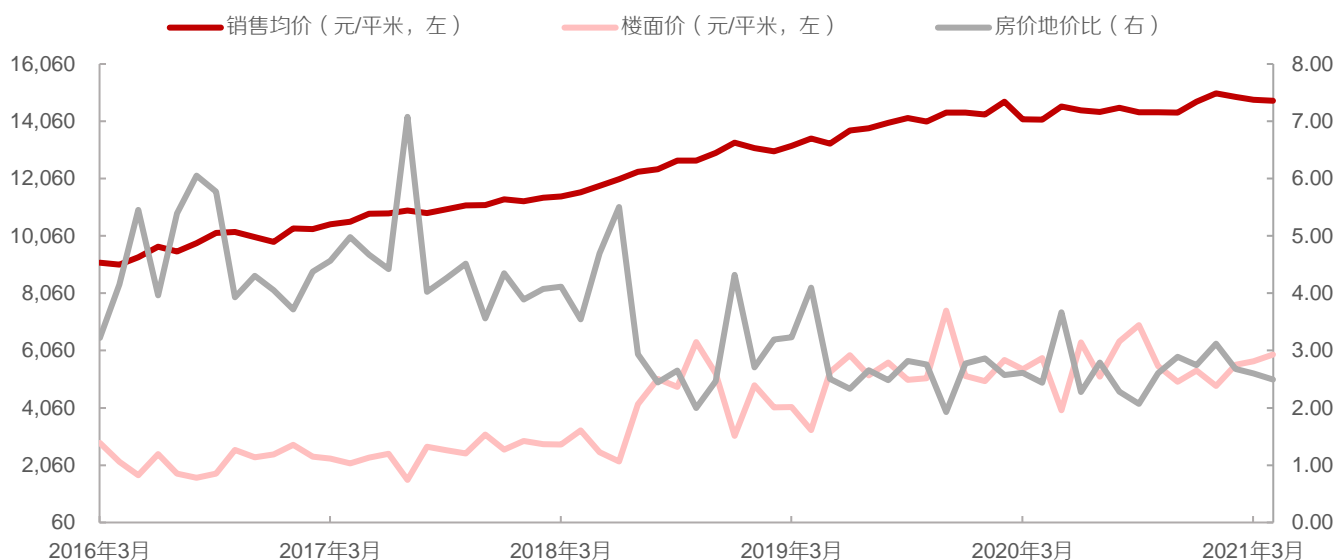
图 26: 竣工加速上行兑现逻辑, 全年业绩释放无虞 .....	22
图 27: 2020 年末重点物业公司合约面积和在管面积比值 .....	22
图 28: 2020 年末母公司和物业子公司市占率的倍数差距越大, 成长的确性越强 .....	23
图 29: 社区增值服务产业链 .....	24
图 30: 物业公司社区增值服务营收和毛利占比 .....	24
图 31: 物业公司增值服务毛利率水平 .....	24
图 32: 基于物业管家与业主之间的信赖感的自循环增长模型 .....	25
图 33: 2019-2024 年, 商写市场预计年化增长 9.7% .....	25
图 34: 2020 年商写市场单方物业费较高, 高端物业尤甚 .....	25
图 35: 万科珠海横琴城市服务项目收入情况 .....	26
图 36: 2020 年基层员工数量比较 (单位: 万人) .....	27
图 37: 2020 年基层员工薪资比较 (单位: 万元/年) .....	27
图 38: 平台化战略的目标: 实现业务无边界, 产能无瓶颈 .....	28
图 39: 收入总额持续快速增长 .....	29
图 40: 多元化赛道发力, 社区增值、城市服务同比高增 .....	29
图 41: 空间运营服务快速增长 .....	30
图 42: 房产经纪服务持续增长 .....	30
图 43: 美居服务快速增长 .....	30
图 44: 便民服务迅猛增长 .....	30
图 45: 第三方在管面积持续扩大 .....	31
图 46: 社区增值服务保持高增 .....	31
图 47: 2019 vs. 2020 年上海购物中心销售额分布 (亿元) .....	32
图 48: 2019 年全国购物中心销售额分布比较 (亿元) .....	33
图 49: 商业运营的壁垒 .....	34

## 1. 房地产：第二批集中供地及信用风险释放是近期观察点

### 1.1 行业指数表现不佳，核心关注销售毛利率能否筑底企稳

2020 年以来房地产行业指数表现不佳，为结算毛利率出现重大向下拐点所致。实质上源自于 2018 年中期以来行业销售毛利率下滑的影响。我们以合同销售时间轴为依据，将地价数据平移两年处理，同时考虑公开市场土地出让竞买自持规则等因素的影响逐渐扩大，对地价做修正处理。根据平移对应后的房价地价关系，合同销售毛利率 2018 年中期开始明显下降。我们认为，当前应该从两个维度来看行业。对于一二线城市核心区域，由于房价被控制，重点看地价的变化；一二线城市郊区及三四线城市则主要看房价弹性。整体而言，无论看地价还是房价，核心看销售毛利率能否够筑底企稳。

图 1：技术平移后全国房价地价比（样本统计），房价地价比自 2018 年年中起开始出现明显下降



注：考虑到开发商倾向于推迟高价地项目的开发时点，而 2016-2017 年地价整体都较高，所以我们做了两年的平移处理。

数据来源：中指院、东方证券研究所

### 1.2 22 城首批集中供地竞争激烈，项目利润率低于预期

**首批集中供地落幕，政策效果不佳。**此前市场预期土地集中出让将对地方政府供地行为形成约束，有助于增加供地数量，同时更加考验房企的资金腾挪能力，进而能够在一定程度上平抑地价。但就首轮供地的结果来看，效果并不理想，热点城市热点区域竞争甚至更为激烈，预期项目利润水平进一步下滑，销售毛利率再承压。具体分析来看：

**供应与成交量符合预期，结构性因素推高楼面均价。**本轮 22 城集中供地合计供应 927 宗住宅用地，共计成交 878 宗，占 2020 年比例为 26%；成交建面 1.11 亿平，占 2020 年比例为 28%；土地出让金共计 1.07 万亿，占 2020 年比例为 38%。楼面均价 9600 元/平米，较 2020 年上涨 39%，

但存在结构性因素，即本轮 22 城集中供地中，主城区的成交建面占比高达 50%；而 2020 年全年主城区成交建面占比约为 37%。

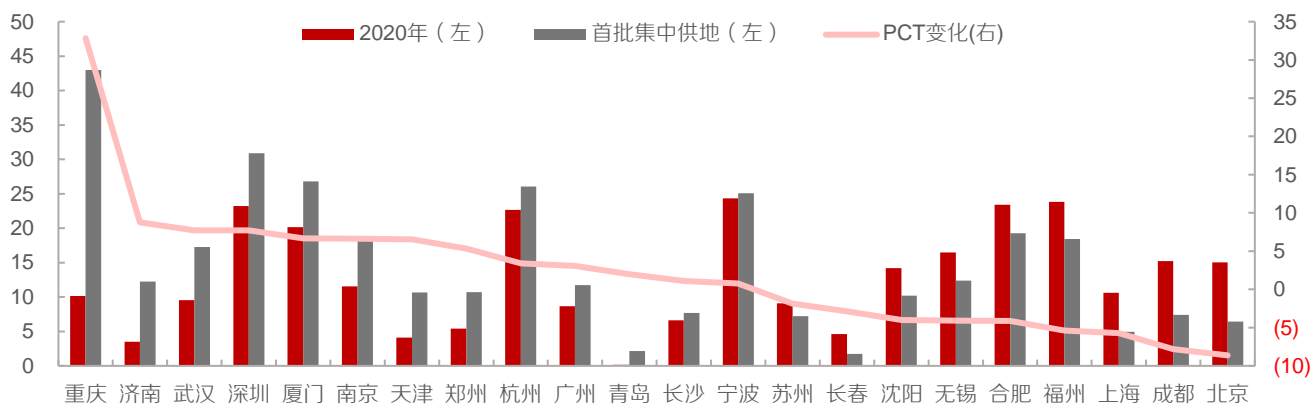
图 2：22 城首批“两集中”住宅用地成交情况汇总

用地性质	成交宗数			成交建面(万平)			土地出让金(亿元)			楼面均价(万元/平米)		
	首批集中供地	2020年	占20年比例	首批集中供地	2020年	占20年比例	首批集中供地	2020年	占20年比例	首批集中供地	2020年	同比
北京市	30	48	63%	345	603	57%	1,110	1,738	64%	3.22	2.88	12%
天津市	45	113	40%	542	1,369	40%	499	923	54%	0.92	0.67	37%
沈阳市	22	93	24%	366	1,348	27%	197	595	33%	0.54	0.44	22%
长春市	38	212	18%	578	2,398	24%	189	679	28%	0.33	0.28	15%
上海市	55	156	35%	586	1,491	39%	852	2,314	37%	1.45	1.55	-6%
南京市	51	137	37%	716	1,750	41%	993	1,891	52%	1.39	1.08	28%
无锡市	16	113	14%	170	1,187	14%	256	1,038	25%	1.51	0.87	72%
苏州市	28	227	12%	420	2,178	19%	424	1,813	23%	1.01	0.83	21%
杭州市	57	158	36%	757	1,707	44%	1,178	2,338	50%	1.56	1.37	14%
宁波市	29	177	16%	303	1,822	17%	358	1,664	22%	1.18	0.91	30%
合肥市	17	78	22%	225	1,049	21%	221	553	40%	0.90	0.53	70%
福州市	20	141	14%	146	1,399	10%	135	1,121	12%	0.93	0.80	16%
厦门市	5	23	22%	53	284	19%	190	594	32%	3.58	2.09	71%
济南市	73	165	44%	477	1,282	37%	229	562	41%	0.48	0.44	9%
青岛市	55	278	20%	292	2,174	13%	121	722	17%	0.41	0.33	24%
郑州市	48	324	15%	739	3,104	24%	418	908	46%	0.57	0.29	93%
长沙市	33	198	17%	791	2,735	29%	381	838	45%	0.48	0.31	57%
广州市	42	85	49%	799	1,536	52%	906	2,045	44%	1.13	1.33	-15%
深圳市	6	31	19%	91	537	17%	138	801	17%	1.52	1.49	2%
重庆市	119	446	27%	1,309	5,240	25%	763	1,650	46%	0.58	0.31	85%
成都市	40	187	21%	469	2,092	22%	355	1,304	27%	0.76	0.62	21%
武汉市	49	119	41%	953	2,911	33%	778	1,788	44%	0.82	0.61	33%
合计	878	3,509	25%	11,126	40,193	28%	10,690	27,879	38%	0.96	0.69	39%

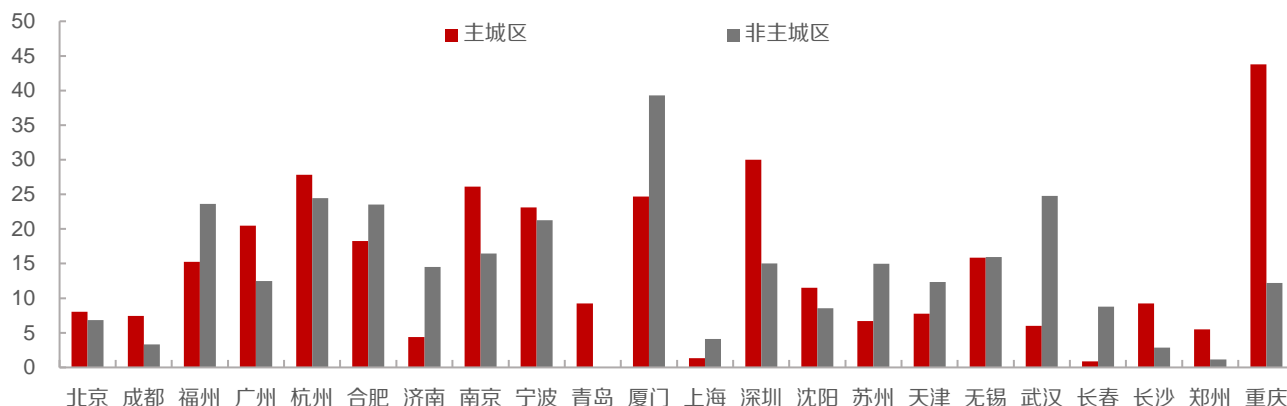
数据来源：中指院、东方证券研究所

溢价率整体略高于 2020 年，部分城市非主城区热度更高。根据中指数据，首轮集中供地平均溢价率为 14.8%，较 2020 年全年上升 2pcts。所有城市中，共 13 城溢价率水平高于 2020 年全年水平，其中以重庆、杭州、宁波、厦门等城市最高。总体上主城区的溢价率高于非主城区，但部分城市如上海、福州、合肥、武汉、厦门和苏州等，非主城区的溢价率较高。考虑到本轮集中供地存在较多竞自持/竞配建限制，我们仅以可售住宅面积为基础（剔除自持、配建、商业/写字楼等），来估算可售住宅项目占比变化对溢价率的影响。测算显示首轮集中供地可售住宅比例为 87.6%，较 2020 年 91.0% 下降 3.4pcts，因此可比口径下，可售住宅溢价率~15.5%。

图 3：热点城市项目溢价率高于 2020 年平均水平 (%)

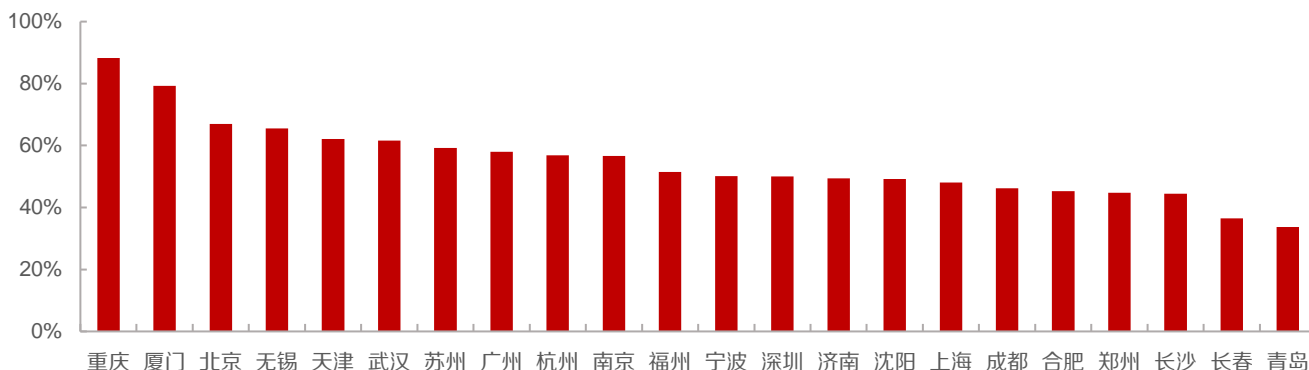


数据来源：中指院、东方证券研究所

**图 4：部分城市非主城区溢价率高于主城区（%）**


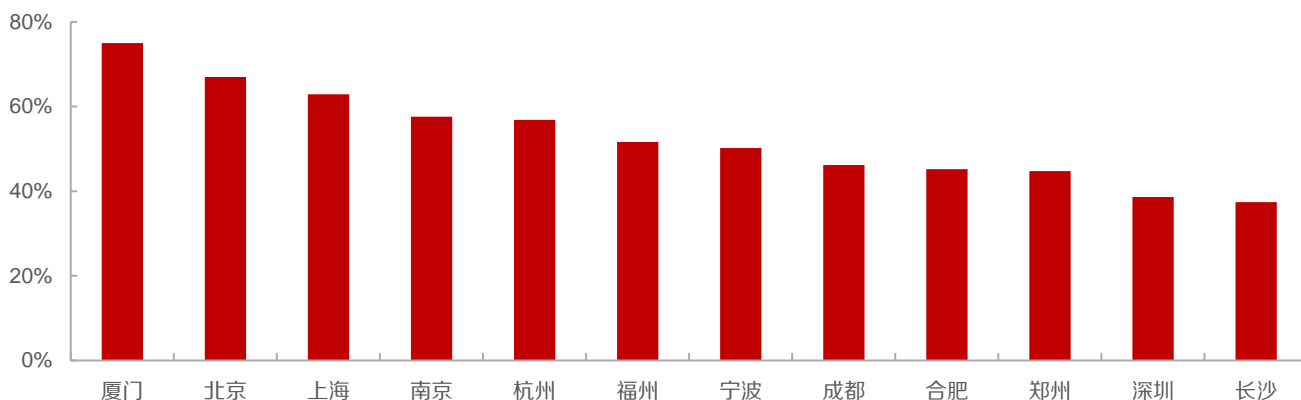
数据来源：中指院、克而瑞、东方证券研究所

**22 城热点城市地价房价比上升，非热点城市较为平稳。**我们采用最严格的口径，将拿地成本全额摊销至可售住宅计算楼面均价，同时将项目限价/周边售价/板块均价/区域均价作为预计销售均价，来计算地价房价比（样子数约 680 个）。整体而言，首轮集中供地地价房价比较高的城市分别为重庆、厦门、无锡等城市。另外，若以相同的方式计算 2020 年地价房价低比（样本数约 1900 个）进行比较，可以发现 22 城中的热点城市在本轮集中供地中的利润率下行压力较大，而其余的非热点城市并无显著变化。（需要注意的，该地价房价比采用最严格的口径，因此绝对数值的要高于一般情况）

**图 5：22 城首批集中供地，热点城市住宅用地竞争激烈，地价房价比压力大**


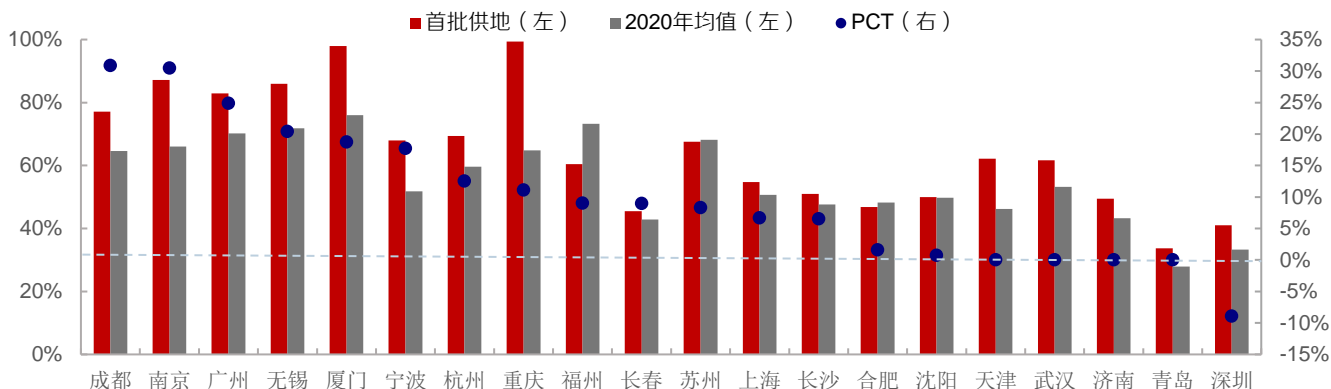
注：地价房价比=可售住宅楼面均价/销售均价，样本约 680 个，销售均价根据数据可得性依次取新房限价、周边均价、板块均价和区域均价。

数据来源：中指院、克而瑞、东方证券研究所

**图 6：以限价项目为样本计算 12 城平均地价房价比**


注：地价房价比=可售住宅楼面均价/销售均价，样本约 280 个，仅包含限价房项目，同时对部分城市引入精装修限价的假设。

数据来源：中指院、克而瑞、东方证券研究所

**图 7：相比于 2020 年，22 城中的热点城市地价房价比上升较为明显**


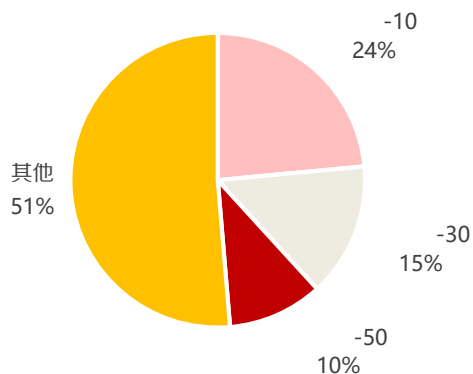
注：地价房价比=可售住宅楼面均价/销售均价，销售均价取自于板块均价和区域均价，2020 年可用样本项目约 1890 个。

数据来源：中指院、克而瑞、东方证券研究所

**央企和国企优势明显，拿地仍然集中于头部房企。**从企业性质来看，央企、地方国企和民企占成交建面比例分别为 18%、26%和 56%；成交金额比例分别为 22%、23%和 55%；拿地溢价率分别为 14.4%、8.7%和 15.0%。央企资金实力更为雄厚，但地方国企拿地溢价率更低。从房企的排名来看，Top1-10、Top11-30 和 Top31-50 房企成交建面占比分别为 24%、15%和 10%；成交金额占比分别为 28%、18%和 15%。Top50 企业拿地建面占比为 49%，拿地金额占比为 61%。拿地仍然集中于头部企业（2020 年 Top50 房企合约销售额占全国销售额的比例为 61%）

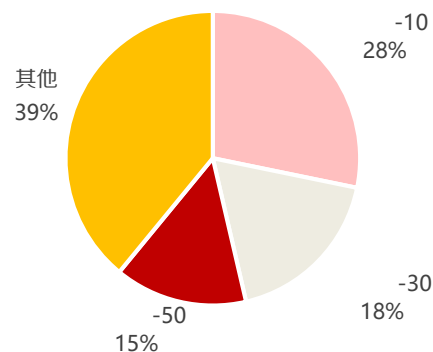


图 8: Top50 房企集中供地拿地面积占比



数据来源: 中指院、克而瑞、东方证券研究所

图 9: Top50 房企集中供地拿地金额占比

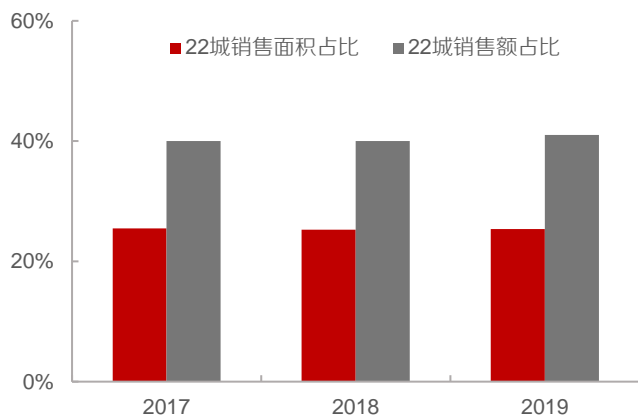


数据来源: 中指院、克而瑞、东方证券研究所

### 1.3 市场对热点城市竞争激烈过度关注可能放大了焦虑情绪

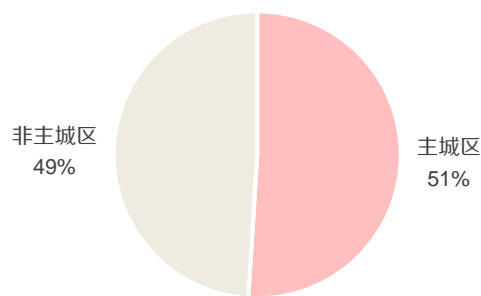
市场可能对于首批集中供地对全国平均毛利率所造成的影响过度悲观。尽管统计局数显示 22 城占全国商品房销售额的比重较大，达到 40%，但我们统计的主城区商品住宅销售额与非主城区比例约为 1: 1。据此我们推算 22 城主城区占全国商品房销售金额比例约为 20%。考虑到并非所有主城区都受到限价调控，22 城中部分非热点城市的主城区竞争并不激烈，我们预计热点区域实际销售额占比理应更低，因此对全国商品房销售毛利率的影响程度相对有限。

图 10: 2017-2019 年，22 城占全国商品房销售面积 25%，销售金额 40%



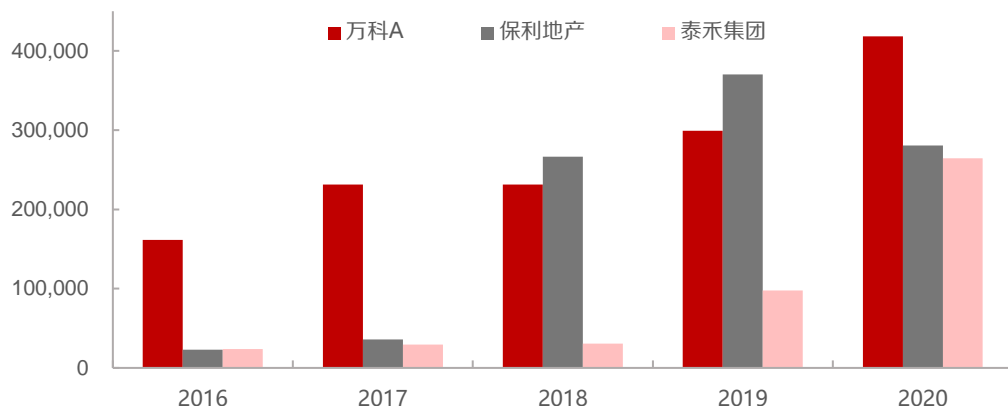
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 11: 2020 年，22 城中主城区商品住宅销售金额占比为 51%



数据来源: 中指院、东方证券研究所

对热点城市竞争激烈过度关注，可能放大了焦虑情绪。回顾历史，与 2016-2018 年开发商因错估政府房价调控决心，拿了许多“算错账”的负利率项目相比，当前新拿项目毛利率虽低，但亏钱概率小，面临更多的问题是利润空间小，实则已经更优。此外，近几年房企为压缩拿地成本，逐渐提高非公开市场拿地占比，这个因素也可能导致全局的实际销售毛利率好于预期，因此热点城市公开市场毛利率低并不代表全局的拿地毛利率创新低。

**图 12：万科、保利和泰禾拿地导致近两年存货减值损失都明显增加（万元）**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

#### 1.4 一线城市供地模式的推广可能成为边际改善因素

北京首批集中供地涉及 30 宗涉宅地块，规划建面 345 万平，楼面均价 3.22 万/平米，土地成交总金额 1109 亿元；其中 1 宗协议转让，4 宗提前底价成交，25 宗进入拍卖阶段，全部触及地价上限；8 宗触及竞政府持有/公租房/人才房上限后转入投报高标准商品住宅建设方案。首批供地宗数占 2020 年全年比例 70%，建筑面积占比 57%，供地数量让开发商和购房者有了合理的预期。

**拿地利润率有所改善，预计成为全国城市模板。**首批集中供地平均土地溢价率 6.4%，高溢价消失，没有地王，多数地块能保持利润，效果较好。7 月 22 日，住建部房地产市场监管司司长张其光明确表示：“还要着力建立房地联动机制，推广北京市的做法，限房价、控地价、提品质，建立购地企业资格审查制度，建立购地资金审查和清退机制。”，预计接下来北京市的做法将在全国范围内推广。本轮北京供地模式遵循“房地联动、一地一策”，结合每块土地其所在区位位置、土地成本和周边房价等因素，“量身定制”了不同的土地竞买条件和房屋销售条件等，利润率较过去限竞房模式下有所修复。具体的模式如下：

- **地价仍设置上限，但大致可测算地价范围。**竞拍达到地价上限后，转为竞政府持有比例，竞配建公租房面积、人才房面积，触及竞配建上限的，进入投报高标准商品住宅建设方案环节。通过这样的设置，在维持低溢价率的同时，确保拿地企业对地价形成较明确预期。
- **确定未来售价指导价。**每宗土地的出让条件中附带房屋销售指导价，竞得地块的企业需要签署承诺书，产品上市时不得高于该指导价。**与此前限竞房售价不同的是，本次指导价是参考地块周边过去三年在售商品住宅售价综合制定的，而此前限竞房的销售限价低于周边新房和二手房价格。**限竞房模式下售价本就偏低，开发商由于土地竞价进一步压缩了利润空间，最终影响到住宅品质。
- **竞商品住房品质。**达到地价上限，同时超过竞配建上限的，进入投报高标准商品住宅建设方案环节，经过专家组评定胜出的方案才能中标，这样可以保障该项目的商品住房品质。

**图 13：北京供地模式效果较好，溢价率水平整体较低**

土地名称	土地属性	区域	占地面积 (万平方米)	规划总建面 (万平方米)	出让底价 (亿元)	成交总价 (亿元)	溢价率 (%)	成交楼面均价 (元/平方米)	可售楼面均价 (元/平方米)	新房限价 (元/平方米)	地价房价比	受让企业
京土整储挂(延)[2021]028号	纯住宅	延庆区	1.69	3.20	3.81	4.19	10	13,074	13,074	28,000	62%	北京住总
京土整储挂(通)[2021]019号	纯住宅	通州区	10.50	17.73	44.70	45.16	1	25,477	25,477	45,000	57%	金地集团
京土整储挂(通)[2021]020号	纯住宅	通州区	4.45	9.59	17.92	22.40	25	23,350	29,197	70,000	42%	北京城建、阳光城
京土整储挂(通)[2021]021号	纯住宅	通州区	12.41	24.07	35.80	41.15	15	17,099	24,985	38,000	66%	碧桂园
京土整储挂(石)[2021]016号	纯住宅	石景山区	4.16	11.08	61.60	64.40	5	58,116	58,116	79,500	73%	融创中国、石泰
京土整储挂(密)[2021]026号	纯住宅	密云区	5.84	11.67	15.12	17.38	15	14,893	14,893	28,000	53%	首开股份、花样年、旭辉集团、北京住总
京土整储挂(门)[2021]025号	纯住宅	门头沟区	5.29	5.19	15.30	15.30	-	29,458	29,458	63,000	47%	雅居乐
京土整储挂(怀)[2021]027号	纯住宅	怀柔区	11.55	21.17	45.70	45.70	-	21,585	21,585	40,000	54%	天恒置业、越秀地产
京土整储挂(海)[2021]013号	纯住宅	海淀区	5.70	9.24	62.10	63.70	3	68,961	86,174	112,000	77%	融创中国
京土整储挂(海)[2021]012号	纯住宅	海淀区	5.27	8.32	55.90	57.30	3	68,903	86,088	112,000	77%	融创中国
京土整储挂(丰)[2021]015号	纯住宅	丰台区	9.01	12.61	36.70	37.10	1	29,417	29,417	60,000	49%	中国金茂
京土整储挂(丰)[2021]014号	纯住宅	丰台区	7.44	17.11	59.00	62.00	5	36,232	44,733	68,000	66%	首开股份、卓越集团
京土整储招(房)[2021]029号	综合	房山区	4.05	9.27	-	7.50	-	8,093	11,211	27,000	42%	首开股份
京土整储挂(兴)[2021]017号	纯住宅	大兴区	10.82	26.24	45.20	45.20	-	17,228	17,228	59,000	29%	金辉集团、中骏集团
京土整储挂(兴)[2021]030号	纯住宅	大兴区	9.50	19.29	59.50	62.50	5	32,400	32,400	57,000	57%	中冶置业
京土整储挂(兴)[2021]018号	纯住宅	大兴区	4.84	9.68	14.58	14.58	-	15,060	15,060	25,000	60%	保利发展、新航城建设实业、首开股份
京土整储挂(开)[2021]31号	综合	大兴区	3.86	8.26	14.20	16.30	15	19,740	59,226	70,000	85%	首开股份、北京住总
京土整储挂(朝)[2021]006号	综合	朝阳区	4.88	12.20	51.90	54.50	5	44,664	55,840	70,000	80%	北京城建、招商蛇口、五矿地产
京土整储挂(朝)[2021]004号	综合	朝阳区	3.24	8.10	30.00	31.50	5	38,911	46,945	68,000	69%	保利发展、华润置地、金地集团
京土整储挂(朝)[2021]005号	综合	朝阳区	3.27	7.30	29.45	30.95	5	42,388	52,280	71,000	74%	鲁能集团
京土整储挂(朝)[2021]002号	综合	朝阳区	5.70	7.41	37.80	39.27	4	52,988	66,245	76,000	87%	卓越集团
京土整储挂(朝)[2021]003号	综合	朝阳区	3.90	5.06	25.83	26.83	4	52,983	62,381	76,000	82%	融创中国
京土整储挂(朝)[2021]011号	综合	朝阳区	8.51	24.24	59.30	68.20	15	28,133	32,109	39,000	82%	绿城中国
京土整储挂(朝)[2021]010号	综合	朝阳区	1.71	4.79	21.70	22.80	5	47,612	60,158	75,000	80%	中冶置业
京土整储挂(朝)[2021]007号	综合	朝阳区	4.12	10.30	44.30	50.94	15	49,472	62,889	76,000	83%	保利发展、华润置地、金地集团
京土整储挂(朝)[2021]008号	综合	朝阳区	3.41	8.53	36.70	42.20	15	49,474	64,625	76,000	85%	北京城建、招商蛇口
京土整储挂(朝)[2021]009号	综合	朝阳区	2.35	7.04	24.35	28.00	15	39,764	49,716	76,000	65%	建发房产
京土整储挂(昌)[2021]023号	纯住宅	昌平区	6.76	14.90	47.50	49.90	5	33,484	47,343	62,000	76%	中交地产、卓越集团
京土整储挂(昌)[2021]024号	纯住宅	昌平区	3.15	8.83	34.30	36.10	5	40,881	52,855	63,000	84%	中交地产、卓越集团
京土整储挂(昌)[2021]022号	纯住宅	昌平区	1.60	2.56	5.55	6.66	20	25,970	44,400	60,000	74%	天时汤山

数据来源：中指院、克而瑞、东方证券研究所

上海模式有效平抑了地价水平，对开发商更友好。本轮上海首批集中供地成交 55 宗，成交建面 585 万平，楼面均价 1.46 万/平米，成交金额 852 亿元；其中 31 宗涉宅地块，成交建面 394 万平，楼面均价 1.86 万/平米，成交金额 734 亿元。首批集中供地平均土地溢价率 4.9%，涉宅地块基本不超过 10%，多数能有中个位数以上净利率，部分能达到 10%以上，项目利润情况相对较好。具体的模式如下：

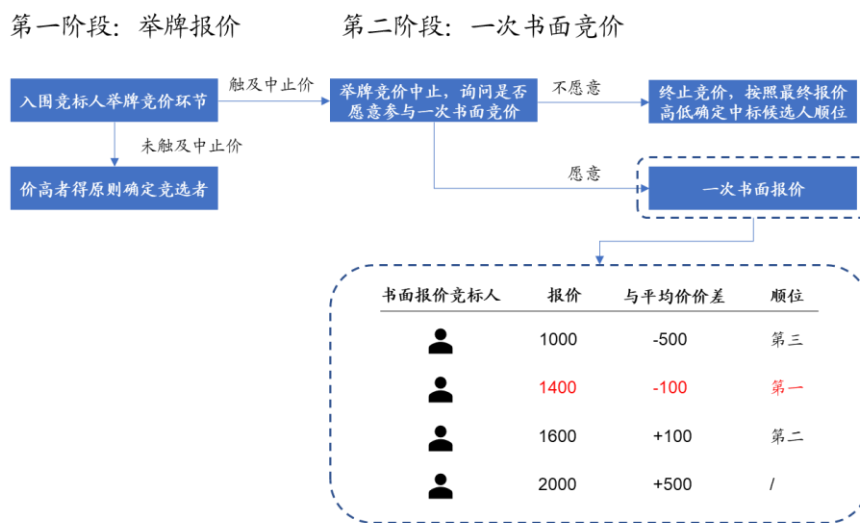
**招挂复合，135 打分制。**“竞价招标出让”和“挂牌出让”相结合，先通过招标筛选出有能力的竞买者，然后再通过竞价，确定竞得者。在报名竞拍者不足 7 人时直接挂牌出让，报名竞拍者超过 7 人时就先招标。用 135 分制打分，选择一定数量的竞拍者入围最后竞价。打分模式分为四个模块，其中经济实力占 32 分，技术资质 17 分，项目经验 41 分，受让管理 45 分。经济实力为难度较大板块，取近三年滚动数据；受让管理为扣分项，其占总分最高，即房企每受让一块土地扣除 15 分，对于联合拿地的多家房企，每家都要扣 15 分，很大程度减少了通过组成土拍联合体去提高出价能力的可能性。此外，规范“同一申请人”概念，合理确定投资决策主体、加强出让履约监管等，杜绝马甲抢地。积分规则整体上利好大型开发商，但受让管理模块的存在一定程度上照顾了中小开发商。

**“举牌竞价+一次书面报价”。**竞价阶段设置起始价、中止价和最高价。首先进行举牌竞价，竞价未触及中止价的，以价高者得原则确定竞得人；当竞价触及中止价后，进入一次书面报价。一次书面报价不得超过最高报价，并以最接近一次书面报价均价的原则确定竞得人（绝对值相同时，取较低者）。限定最高报价溢价率不超过 10%。

**图 14：上海集中供地有效抑制地价，毛利率改善**

土地编号	区域	土地属性	竞得单位	占地面积 (平方米)	容积率	规划总建面 (平方米)	可售住宅面积 (平方米)	出让底价 (万元)	成交总价 (万元)	成交楼面均价 (元/平方米)	可售楼面均价 (元/平方米)	溢价率 (%)	新房限价 (元/平方米)	预估毛利率 (扣除土增税)
202105301	杨浦区	住宅用地	杨浦城市建设	8,760	2.5	21,901	20,805	128,425	140,250	64,040	67,412	9.2%	108,000	17.8%
202105327	徐汇区	综合用地	豫园股份	39,062	3.1	119,920	34,177	515,950	517,050	43,116	151,284	0.2%	131,000	N/A
202105305	松江区	住宅用地	金地集团	93,786	1.4	134,167	127,459	205,275	224,730	16,750	17,632	9.5%	36,600	22.4%
202105304	松江区	住宅用地	雅居乐	88,442	1.2	101,708	96,623	233,930	256,100	25,180	26,505	9.5%	51,759	22.9%
202105306	松江区	综合用地	首创置业	57,581	2.2	126,678	60,172	196,730	213,495	16,853	35,481	8.5%	58,130	15.2%
202105307	松江区	综合用地	中骏集团	47,022	2.2	103,448	49,138	160,655	174,300	16,849	35,472	8.5%	58,130	15.2%
202105313	青浦区	住宅用地	中国铁建	77,963	1.3	101,352	96,284	228,045	248,220	24,491	25,780	8.8%	52,000	24.0%
202105314	青浦区	综合用地	首创置业	30,555	2.0	61,110	49,346	113,054	123,200	20,160	24,966	9.0%	43,000	15.2%
202105001	青浦区	住宅用地	上海新徐	23,862	2.3	54,881	52,137	153,669	153,669	28,000	29,474	0.0%	60,000	25.1%
202105311	青浦区	住宅用地	宝业集团	22,309	2.0	44,618	42,387	52,650	52,860	11,847	12,471	0.4%	27,000	20.5%
202105328	普陀区	综合用地	卓越置业	147,870	2.2	322,864	90,600	991,000	991,000	30,694	109,382	0.0%	96,000	N/A
202105318	浦东新区	住宅用地	光明房地产	139,323	2.3	320,443	155,430	190,998	190,998	5,960	12,288	0.0%	25,000	15.9%
202105321	浦东新区	综合用地	中国中建	115,735	2.3	266,030	214,309	213,945	213,945	8,042	9,983	0.0%	32,000	32.3%
202105319	浦东新区	住宅用地	卓越置业	98,473	2.3	222,142	107,628	131,421	131,421	5,916	12,211	0.0%	25,000	16.2%
202105316	浦东新区	综合用地	鹏瑞地产	96,738	2.2	214,409	173,131	173,762	173,762	8,104	10,036	0.0%	32,000	32.3%
202105320	浦东新区	综合用地	中国建筑	88,576	2.3	199,768	160,213	160,018	160,018	8,010	9,988	0.0%	32,000	32.3%
202105315	浦东新区	综合用地	招商蛇口	68,057	2.4	163,781	47,955	208,040	218,600	13,347	45,584	5.1%	45,000	N/A
202105302	闵行区	住宅用地	碧桂园	65,791	1.8	118,424	100,660	342,245	372,850	31,484	37,040	8.9%	65,079	20.3%
202105317	静安区	综合用地	保利发展	71,019	2.9	203,320	134,733	969,905	1,051,310	51,707	78,029	8.4%	105,000	5.4%
202105323	嘉定区	住宅用地	碧桂园	65,618	1.2	78,742	74,805	224,416	245,670	31,200	32,841	9.5%	62,500	23.0%
202105322	嘉定区	住宅用地	金地集团	56,147	1.8	101,065	96,011	192,024	209,700	20,749	21,841	9.2%	45,200	23.9%
202105303	嘉定区	住宅用地	金地集团	43,659	2.5	109,148	103,690	229,210	250,920	22,989	24,199	9.5%	48,100	23.0%
202105308	奉贤区	住宅用地	中国建筑	85,235	1.6	136,376	129,557	286,390	313,500	22,988	24,198	9.5%	41,000	13.7%
202105310	奉贤区	住宅用地	上海大名城	54,861	1.8	98,750	93,812	115,538	125,920	12,751	13,423	9.0%	30,000	22.9%
202105004	奉贤区	综合用地	上海肖塘	54,027	3.4	183,691	52,352	125,921	125,921	6,855	24,053	0.0%	38,300	8.9%
202105309	奉贤区	住宅用地	金融街	32,617	2.2	71,757	68,170	118,401	129,020	17,980	18,926	9.0%	35,000	16.6%
202105324	崇明区	住宅用地	建发房地产	43,009	1.0	43,439	41,267	55,481	62,630	14,418	15,177	12.9%	31,400	20.9%
202105006	宝山区	综合用地	大华集团	20,181	2.5	50,452	42,884	136,419	136,419	27,039	31,811	0.0%	57,000	20.4%

数据来源：中指院、克而瑞、东方证券研究所

**图 15：上海集中供地模式说明**


数据来源：地方政府网站，东方证券研究所

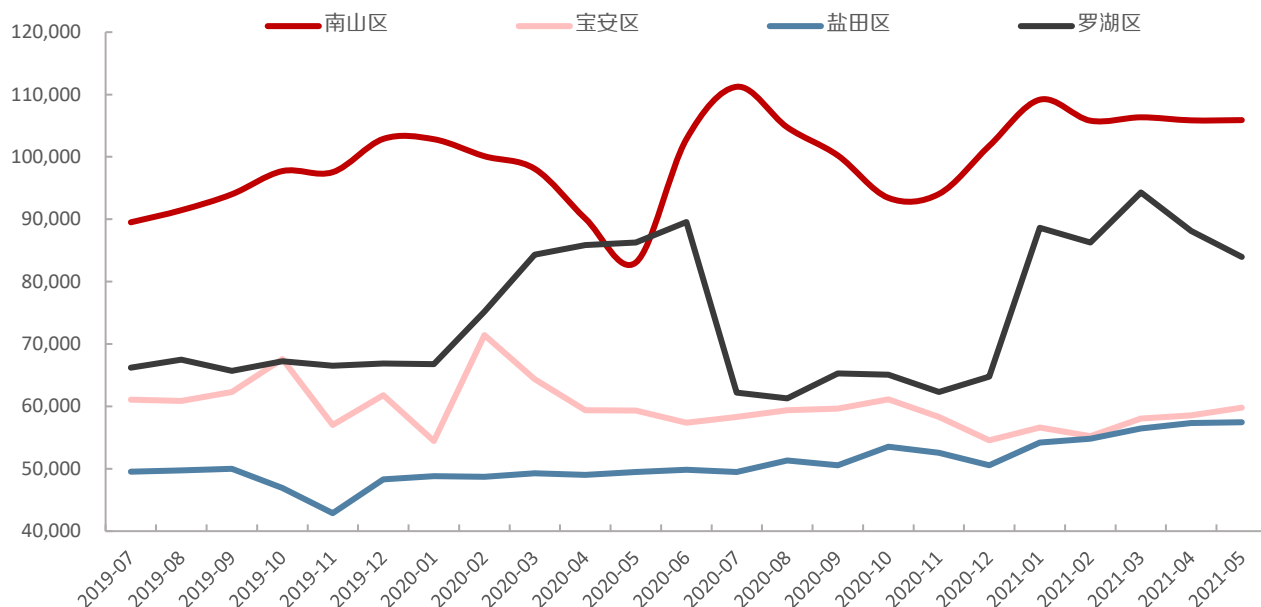
杭州第二轮集中供地规则与北京模式更相似。7月30日，杭州市发布了2021年第二批住宅用地集中出让公告，涉及上城、拱墅、萧山、余杭、临平、钱塘等区域的31宗，总起拍金额634亿元，供应建面466万平。31宗供地中，9宗位于主城区，21宗位于“九大星城”，供地面积向星城倾斜。杭州第二轮集中供地模式和北京模式较为类似，北京采取先竞地价，再竞品质，而杭州先竞品质，再竞地价。整体上，规则较首轮供地有明显变化，主要体现在：

- **试点“竞品质”、现房销售。**第二轮集中供地推出 10 宗“竞品质”政策试点地块，十区各有一宗。在前期“竞品质”方案阶段得分最高的建设品质标准表，将作为之后“竞地价”阶段的报价依据及土地竞得后的项目建设标准。同时，为最大程度把控好住宅品质，采取“禁商墅”保障完善的配建，要求试点地块全部实施现房销售。现房销售对于资金实力的要求极高，将极大影响高周转房企的决策。
- **调整竞价规则。**①**提升保证金要求，提高竞拍门槛。**首轮供地“预申请”制度下，单地块勾地保证金最高 5000 万，且无需再次缴纳正式竞拍保证金。而第二轮供地要求开拍前缴纳竞买保证金，比例为 20%。②**降低封顶溢价率。**溢价率上限由 30%调整为 20%，其中“竞品质”试点地块的溢价率上限为 10%。③**将封顶后“竞自持”调整为“竞配建”。**出让地块被拍到上限价格后，取消竞自持，改为竞无偿移交政策性租赁住房。“竞自持”对于很多房企而言较为棘手，大部分对于自持部分的盈利模式与退出路径并不清晰。而改为“竞配建”后，房企算账逻辑将会进一步明确，选择拿地与否比拼的就是对项目的利润要求。

我们认为，无论是北京、上海还是杭州的模式，都遵循了房地联动机制，同时对房价和地价进行限制，土拍的“拍卖”本质已经消失。热点城市及核心地区由于房子不愁卖，没有风险，理论上对应极低收益，未来房企的利润空间更大程度上取决于政府的决策。

## 1.5 热点城市核心区限价，但郊区房价难以预测，或许可以更加乐观

房价涨跌很难预测，最典型的例子是 2016-2017 年预测房价上涨，结果留下了大量负毛利项目。我们认为，核心城市房价上涨总体是公平的。郊区房价不存在价格天花板，价格通常在不知不觉中启动。以过去两年深圳房价上涨案例为例，2019 年中至 2020 年 7 月前，主要为西部南山区和宝安区涨幅较大，区间内新房销售均价最高涨幅分别为 24%和 52%；2020 年的 7 月深圳住建局地产调控落地后，热点区域新房价格得到抑制甚至出现小幅下降，但非热点区域如罗湖区和盐田区房价开始上涨，截至 2021 年 5 月，涨幅分别为 35%、16%。

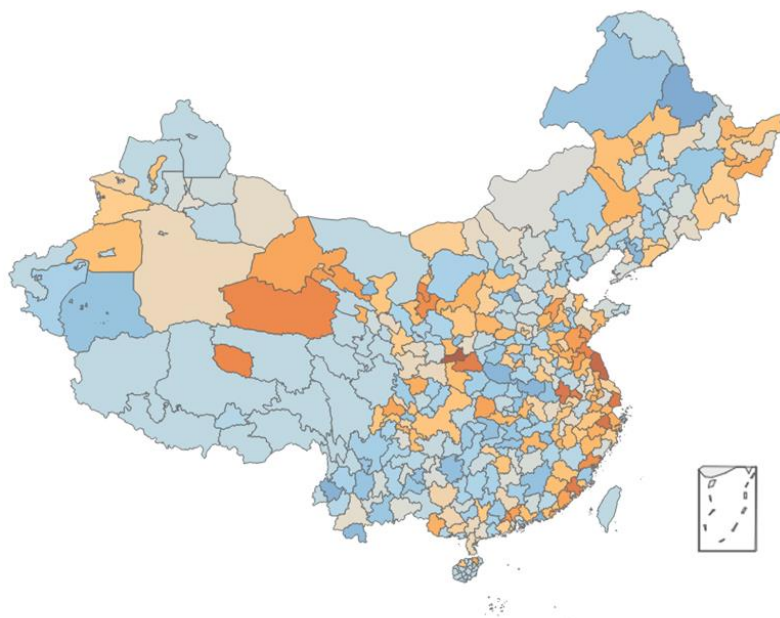
**图 16：深圳市各区域新房住宅成交均价显示，郊区房价上涨“迟到”但不会“缺席”（元/平方米）**


数据来源：中指院、克而瑞、东方证券研究所

## 1.6 信用风险暴露，高负债房企融资成本抬高，三四线城市资产价格承压

今年以来，三四线城市房价表现不佳。根据中国房地产协会数据，上半年除长三角、东南沿海以及中西部部分三四线城市，二手房价格表现不佳。我们以半年涨幅低于 1.5% 作为中心，涨幅高于 1.5% 的区域并不多，可能一定程度上受到部分大型开发商抛售楼盘的影响。

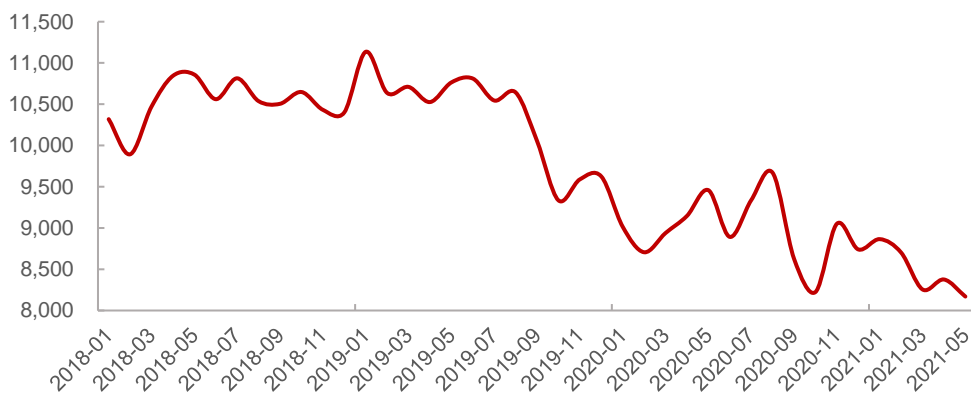
图 17：2021 年以来中国三四线城市二手房涨跌不均



注：统计 2020 年底至 2021 年中的三四线房价涨幅，低于 1.5%为蓝色，高于 1.5%为橙色。

数据来源：中国房地产协会、东方证券研究所

图 18：2020 年以来恒大月度销售均价持续下降（元/平米）

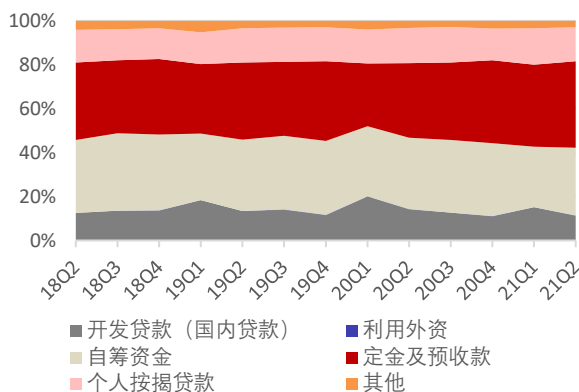


数据来源：公司公告、东方证券研究所

三四线市场开发商通常“高周转、高杠杆”，然而高杠杆水平容易受到融资调控的影响。2018 年下半年以来，国内金融机构对开发商的支持力度持续降低，体现在房地产开发资金来源中，开发贷款占比整体呈下降趋势，而销售回款相关的定金及预收款、个人按揭贷款的比重在增加。2020 年下半年出台的“三条红线”等供给侧调控政策进一步收紧了信用，恶化了高负债房企融资环境，恒大、富力、华夏幸福、蓝光等头部房企年底以来接连“暴雷”，这些房企的债券价格暴跌，高

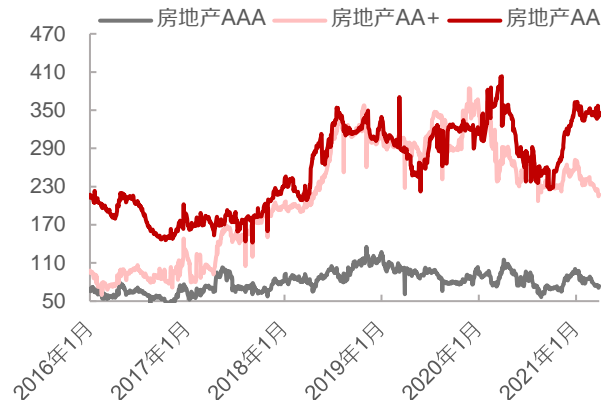
收益地产债信用利差明显扩大。融资紧缩影响了市场风险偏好，增加了融资难度、抬高了融资成本，而高负债房企在应对去杠杆和现金流压力时，更多只能依靠抛售资产，使得资产价格承压。

图 19: 房企资金来源中开发贷款占比减小



数据来源: Wind、东方证券研究所

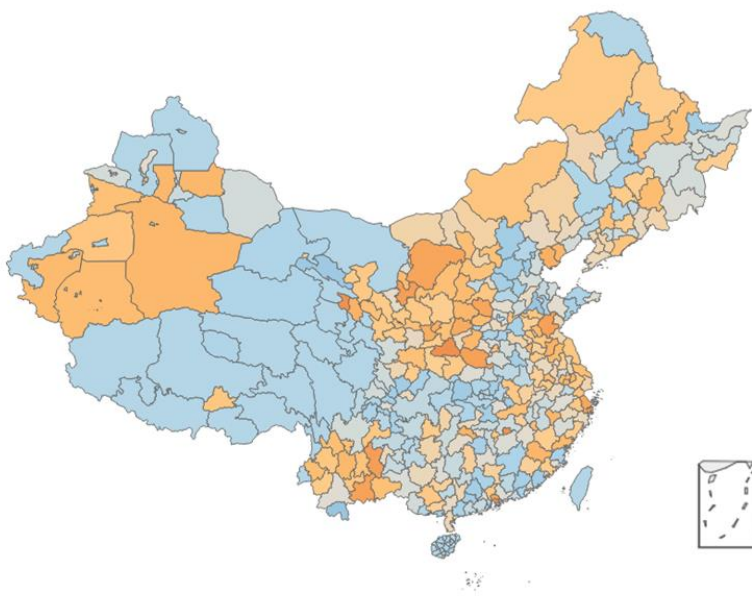
图 20: 2016 年以来中资地产债信用利差变化 (bps)



数据来源: Wind、东方证券研究所

短期来看，尽管三四线城市房价承压，但我们认为待到抛售结束，开发商现金流企稳，库存减少将使得供需结构再度改善。长期来看，市场仍然有结构性机会。过去几年，我们统计的 2018-2021 年全国约 270 个地级市的二手房价涨幅来看，三四线城市房价涨幅呈现结构性分化，其中以长三角、西南地区和西北地区整体涨幅更好，而华南地区的三四线城市涨幅并不如通常认知中好。三四线城市长期仍有机会，只是人口的流向变化将加剧城市间房价分化。

图 21: 2018-2021 年中国三四线城市二手房涨幅情况



注: 统计 2018 年中期至 2020 年底的全国房价涨幅，低于 7.5%为蓝色，高于 7.5%为橙色。

数据来源: 中国房地产协会、东方证券研究所



## 1.7 培育综合能力降低拿地成本，同时做适当下沉

**要想降低核心城市拿地成本，房企应该培育多元化综合能力，建立拿地抓手。综合体开发：**核心是培育各类持有型资产的管理运营能力。商业和产业勾地是综合体开发的最早形态，如今更流行的 TOD 地铁上盖本质也相同。政策支持下，经济、产业、人口等向城市群和都市圈集聚已成大势所趋，TOD 为代表的综合体提高了中心城市和城市群综合承载能力，创造了真实创造价值，是开发商提高利润的有效途径。**城市更新：**开发周期长、规划难度高、涉及复杂关系协调，需要长时间能力的沉淀。随着旧城老化，三旧改造成为新蓝海，以广深为代表的大湾区城市通过旧改拿地已成为主流。旧改要求开发商围绕“产、城、人”融合，平衡政府、社区、村民、合作方、实际权利人等多方利益，操作难度高、因此往往能够获得更多溢价。

**进行适当下沉，获得更高的利润弹性。**热门城市热点区域存在“价格天花板”，一二手房价格倒挂，降低了项目出售难度，加快了回款速度，实际上已经无风险，开发利润率被极大压低。为了获得更高的利润弹性，高线城市开发商应该做好城市研究，探索一定力度的市场下沉。

## 1.8 投资建议

**销售毛利率已经基本企稳，市场可能高估了集中供地对全局毛利率的影响。**热点城市毛利率恶化，实际上仍好于 2016-2018 年大量因“算错账”而错拿的负毛利项目。同时，由于热点城市的主城区占全国金额的比例仅 20%，以及近年来开发商非公开市场拿地占比提升，我们预计其对全国销售毛利率影响力相对有限。此外，北京和上海的供地模式均有效平抑了地价，一旦在全国范围内推广，则可能成为销售毛利率边际改善的重要因素。

**看中标的安全性，风险可控变得很重要。**当前行业融资环境仍然较为严峻，高杠杆企业面临现金流压力大，预计下半年行业信用风险暴露可能更加突出，标的安全性变得尤为重要。

短期内，高负债开发商因融资环境收紧而抛售资产，使得三四线城市房价短期承压。但整体上，待到抛售结束，开发商现金流企稳，库存减少将使得供需结构再度改善。长期来看，尽管未来三四线城市市场表现将逐渐分化，但总体上仍有机会。

1-2 季度的中短期内，第二批集中供地和部分房企信用风险释放是核心观察点。

### 万科 A：经营稳健，兼顾增长，持有型资产质量有望改善

**万科开发业务效率领先，作为高周转模式的开创者，深刻理解杜邦分解中高周转和杠杆的重要性，经修正后的总资产周转率和经营杠杆水平名列前茅。**

**头部房企地位，开发安全性高，兼顾规模增长。**三条红线等供给侧政策出台后，房企融资环境恶化，融资难度提高，规模增长受限。万科作为地产龙头企业，一直以来高度重视风险，在房地产行业受到全面管控背景下，其周转运营高效，资债指标稳健，受影响较小，同时仍能够兼顾增长。

**万科物业服务是公认行业一哥。**万物云品牌力强，战略格局远大，持续引领行业发展，有望成为物管行业平台型企业。

**战略调整，看好持有型资产经营质量持续改善。**持有型物业投入早，存量，预计权益投资额在 1000-2000 亿元，但由于经营效率不出众，导致这部分资产的价值没有在市值中体现出来。但近

期集团 COO 王海武调任印力总裁，推动“开发经营服务并重”的战略调整，表明集团突破商业业务的决心，随着资产经营效率提高，可推动市值提升。

### 保利地产：头部央企，资债稳健，实控人增持彰显信心

**保利是规模最大、周转效率最高的央企开发商：**①2021H1 销售额 2850 亿元，排名行业第四、央企第一，得益于城市布局广，货值分布好，产品聚焦刚需刚改；②高周转且兼具稳定性安全性，经抗风险及盈利能力调整后的总资产周转率排名第 1。

**拿地优势明显，未来可能进一步放大：**①低成本土储保障高利润率；②持续拿地且拿地节奏好，土地成本总体可控且不容易拿错地；③央企背景，融资成本先天占优。公司央企身份在过去和现在的拿地优势都较为明显，预计未来可能进一步放大。

**资债指标历来稳健，融资端监管加强对公司无影响，未来在经营杠杆的使用上有提升空间：**①资债指标一直低于监管要求，未来在经营杠杆的使用上有提升空间；②行业趋势将更有利于公司发展，包括政策端、需求端，保利市占率将提升。

**土储充足，满足未来 4-5 年开发需求；项目质地优良，多渠道拿地：**①2020 年底土储 1.7 亿方；②项目质地优良，38 个核心城市占比 83%，可通过旧城改造、产业拓展、兼并收购等方式低成本拿地。③广东省销售占比高，省内深耕各线城市。

**保利物业(06049, 买入)在港股上市，其价值可充分释放：**①公司积极通过资本化手段表达业务价值，保利物业在港股上市。保利物业 2020 年合约面积 4.98 亿方，排名第 4；②保利地产的交付为保利物业提供了持续增长的保障，且公司的外拓比例也在增加。

**持有型业务占比小，开发业务弹性大。**公司持有型物业投资额较少，对资产周转的拖累较小。在行业政策边际改善的情况下，开发业务具备更大的弹性。

**实控人和高管增持，彰显信心。**公司实际控制人和高管团队宣布增持计划，高管增值价格不超过 15.06 元/股，远高于当前股价，暗示公司股价严重偏离内在价值，看好公司长期投资价值。

### 金地集团：增长再发力，行稳致远

**投资再发力，重回高增长。**作为昔日“招保万金”之一，2010-2015 年经历了管理上的调整。2017 年再提规模目标，拿地强度明显增大，2017-2020 年全口径拿地金额分别为 1,004 亿、1,000 亿、1,200 亿和 1,350 亿，对应拿地强度分别为 71%、62%、57%和 56%。高强度拿地为未来几年合约销售和结算收入高增长奠定基础。

**行业供给侧改革下，稳健经营头部房企获益。**“加杠杆、高周转、冲规模”时代，热衷于加杠杆的房企获得更高的成长性。但当前政策从房企、银行和土地端对行业进行全方位侧改革，杠杆受限，低杠杆低成本成本的头部企业反而迎来更为公平的竞争环境，优势明显。作为绿档公司，金地集团融资、投资、销售成长方面优势将逐渐显现。

**少数股东权益问题不再扩大，两个平台协同发展。**由于险资举牌等历史原因，金地集团和金地商置之间的关系在市场上存在争议。数据显示，近几年核心管理层薪酬激励重心逐渐从金地商置转向金地集团，同时管理层在两方平台均有持股。管理层与大股东之间关系稳定，问题扩大的概率

较小。目前，两个平台的分工较为明确，商置主要承接综合体项目开发，平台利益趋于一致，将持续协同发展。

**持有型物业所造成的资金沉淀较少。**公司对持有型业务的开拓较为谨慎，截至 2020 年在运营资产仅 160 万方，在建资产规模亦不大。持有型资产对资金沉淀较少，避免了大量低效资产占用对周转形成拖累，反而是有利因素。同时，相比于其他开发商，公司持有型资产主要聚焦核心城市，资质优秀。

## 招商蛇口：坐拥大湾区优质土储，具备孕育核心资产能力

**坐拥大湾区核心土储，地段为王，深圳前海蛇口片区土储价值丰厚：**公司在前海、蛇口、太子湾的大规模土储具备不可复制的核心优势。公司自改革开放以来就作为主力建设蛇口片区，目前在深圳前海蛇口片区拥有土储 583 万方，估算 NAV 增厚达 600 亿元。早期获取土地成本低，土储重估价值高，升值空间大。对标世界级湾区，前海作为粤港澳大湾区驱动引擎，深圳的核心发展片区，拥有优越的经济、人口和交通条件，公司在该片区丰厚的土储具备孕育核心持有型资产能力，价值静待释放。

**资源型央企，具备多元化低成本拿地，低成本融资优势：**背靠招商局集团，公司已通过与政企合作获取多个项目。在招拍挂拿地难度提升，一二线城市供地紧张的市场背景下，优势明显。央企背景，融资成本先天占优，2020 公司融资成本仅为 4.7%。

**销售规模稳步增长，具有市占率提升潜力：**目前已进入城市超过 60 个，集中于一二线城市。2020 合约销售额 1107 亿元，排名第 10。资债指标稳健，均处于三条红线以下，在监管趋严利好国企开发商的大背景下，公司可按照自身节奏，销售规模将持续增长。

**持有型业务地段核心，资产升值空间大；积极释放物业服务价值：**持有型物业大都处于一二线城市核心地段，平均单体面积 5.53 万方，建筑高档，经营能力强。公司物业质量较高，租金收入可观，同时积极通过资本化手段表达业务价值，如在香港上市 REITs。收购中航善达（后改名招商积余）积极推动物业服务上市，未来利润释放空间大。

## 2. 物管：品质和战略格局最重要，业务边界持续扩张

在经历 2020 年四季度物业公司上市潮的短暂冲击后，物业公司用业绩打消了资本市场的疑虑。2021 年上半年物管行业韧性依旧，这得益于行业坚实的基本面和上市公司对于业务持续的挖掘，物业这一朝阳行业依然蓬勃发展、欣欣向荣。尽管行业仍有诸多商业逻辑等待验证，在竣工周期的推动下，我们在对行业长期乐观的基础上，对于短期业绩的增长也充满信心，对于龙头公司实现超预期发展，亦充满期待。

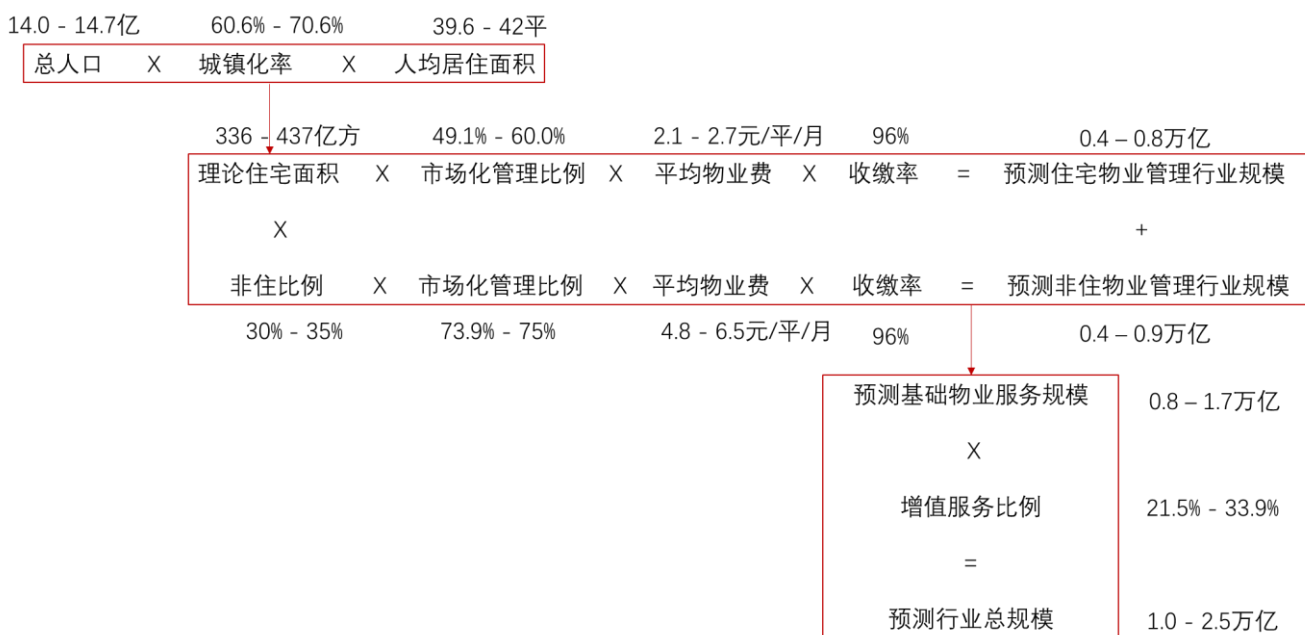
### 2.1 万亿规模、永续经营、具备消费升级潜力

**万亿市场规模，行业空间持续扩大。**我们在 2020 年 11 月 9 日发布的深度报告《重读物管行业：物业的价值创造，过去、现在和未来》一文中对物业行业的市场空间做了详细的测算和预测，2019 年行业规模预计已经超过万亿（含增值服务）。根据我们测算，到 2030 年，物管行业管理面积将达到约 369 亿平米，基础物管物业市场规模达 1.7 万亿，行业总规模（基础服务+增值服务）

超过 2.5 万亿。在未来十年，在具有万亿市场规模的行业中，物业是一个少有的市场空间能够保持长期稳定增长的明珠。

市场弹性来自于市场化管理比例的提升、物业费的市场化定价和增值服务的拓展。根据我们的测算，当前物业管理行业市场化比例很低，住宅物业市场化管理比例不到 50%，非住物业市场化管理比例刚刚七成，这意味存量规模巨大，且诸多业务商业模式并未定型。我们在 2020 年 7 月 28 日发布的深度报告《消费属性重塑物管行业中长期维度估值体系》一文中写到，**由于物管行业具有消费属性，中长期来看，物业的估值锚是比较清晰的。抗经济周期，具备消费升级的潜力，是物业行业的另一大发展特征。**

图 22：物业市场规模已有万亿，至 2030 年行业总规模约 2.5 万亿



数据来源：中指院、统计局、东方证券研究所

## 2.2 政策支持市场化发展，客户为服务付费的意愿逐渐提升

物业费提价仍是行业一大痛点，但疫情和政策将加速行业定价的市场化。经过多年的市场培育，在短期我们仍然很难看到物业公司在提价方面的明显突破，但在长期消费升级背景下，虽然集体决策困难，但最终不管是政策上，还是客户意识上，总会缓慢朝着愿意为服务付费这个方向推进。

**长期政策支持市场化发展。**在物业的上游地产开发受到来自宏观和行业多方政策调控甚至打压的情况下，政策对物业行业的支持是根本性的。2021 年 1 月 5 日，住房和城乡建设部等十部委联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》（以下简称《通知》），《通知》肯定了物业公司对于社区基层管理的重要意义，对物业行业的未来发展一个基本基调是**推动管理规模化、服务品质化、价格市场化和人员专业化**，毫无疑问，这些政策对于物业行业的健康稳定发展的意义是不言而喻的。

疫情后，客户为好服务长期付费的意愿提升具有确定性。疫情暴露了基层社区治理的诸多问题，也大大提高了业主对于好的物业服务的依赖程度。以绿城服务(02869, 未评级)为例，根据公司

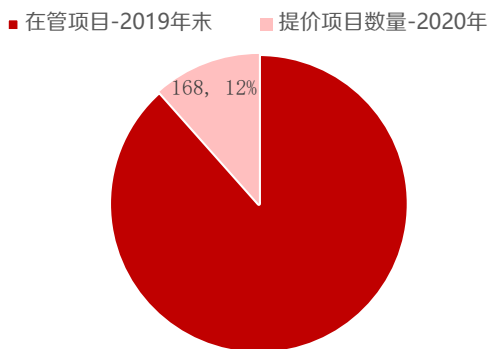
2020 年年报，绿城服务实现了 168 个项目成功提价，以 2020 年初 1454 个在管项目为基数，提价比率达到了 12%，这大大超过了行业平均 3%-5%的提价率，受此影响，绿城服务毛利率也提升 1.4 个百分点，我们认为疫情将加速品牌物业公司对于存量项目收购和提价的话语权，改善利润率水平。

图 23：2021 年 1 月 5 日，住房和城乡建设部等十部委联合印发《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》



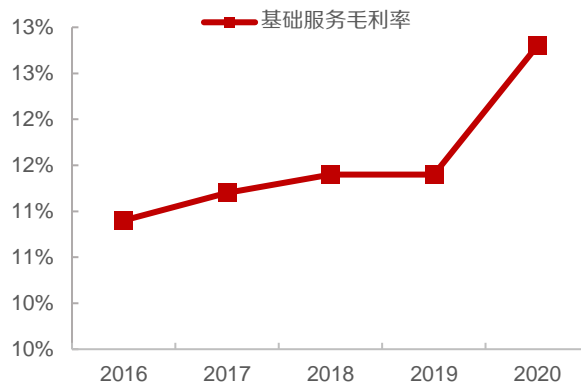
数据来源：政府官网, 东方证券研究所

图 24：绿城服务项目提价情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

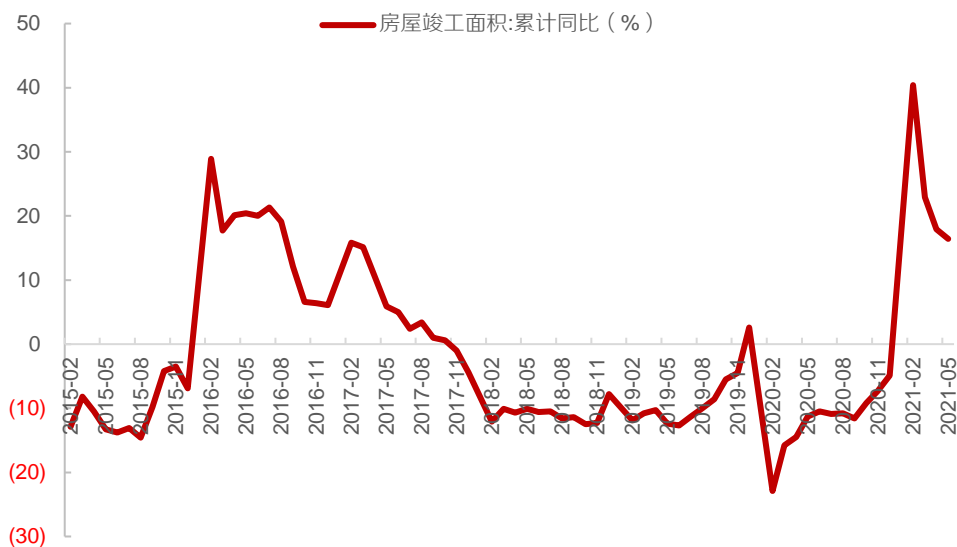
图 25：绿城服务基础服务毛利率水平



数据来源：公司公告、东方证券研究所

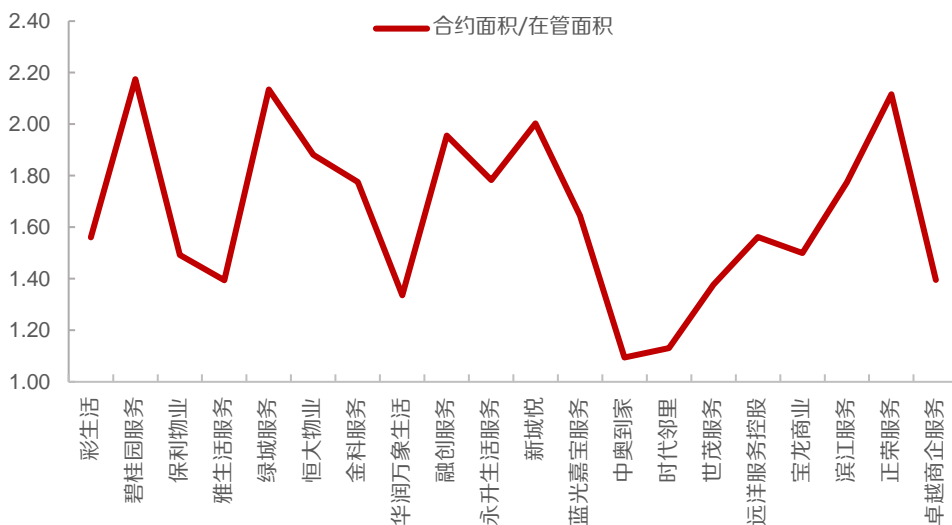
### 2.3 全年业绩释放无虞，更看好潜在储备充足的标的

**竣工加速上行兑现逻辑，全年业绩释放无虞。**考虑到物业公司收入的实际节点是竣工交付后，故物业公司的业绩与竣工周期息息相关。2021 年 1-5 月，累计竣工面积 2.8 亿方，同比增长 16.4%，且高于 2019 年同期，全年预计竣工面积超 10 亿方；竣工提速有利于签约面积转化为在管面积，释放利润，物管公司 2020 全年业绩无虞。

**图 26：竣工加速上行兑现逻辑，全年业绩释放无虞**


数据来源：Wind、东方证券研究所

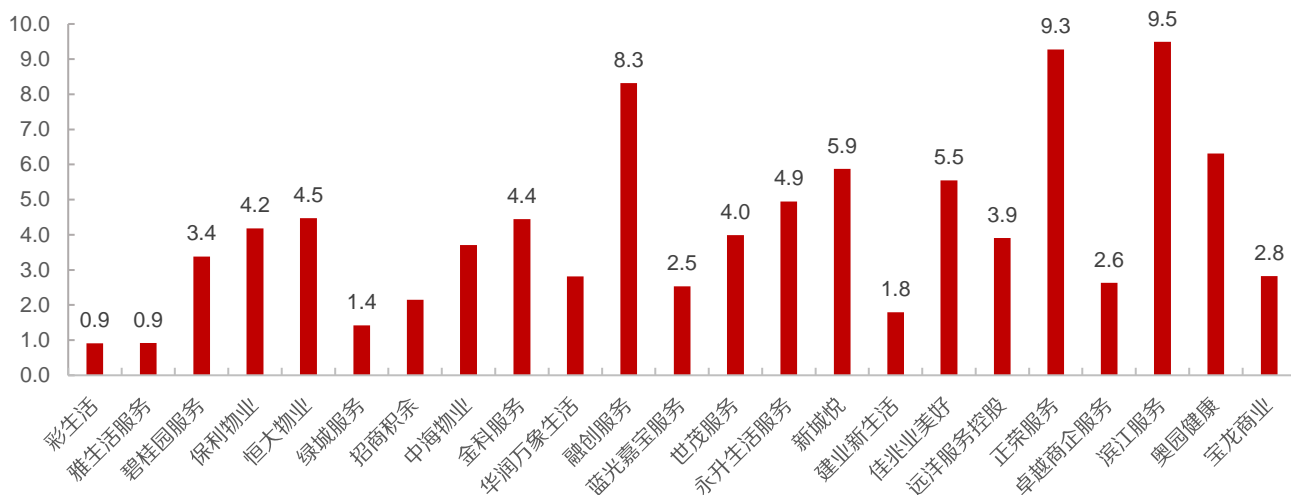
从合约在管面积比例来看，物业中期业绩依然具有保障。地产公司长期处于低估值一定程度上推动其做多物业公司利润，使得中短期内利润高增长有保障。我们认为，合约面积和在管面积的比例仍然是预测物业中期业绩的核心指标。从现阶段来看，物业公司管理面积的扩大仍然是业绩增长最大确定性来源。但需要注意的是，随着现有利润基数或管理面积的扩大，母公司后续交付对增长的贡献会下降，利润保持高增长的难度将逐渐增大。同时，尽管可以通过收并购快速提升业绩，但当前并购市场火热，估值高，会形成比较大的商誉问题。

**图 27：2020 年末重点物业公司合约面积和在管面积比值**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

母公司和物业子公司市占率差距越大，成长的确定性越强。物业公司短期增速的来源是竣工周期带来的行业贝塔，更长期来看，由于物业行业增长的主要来源依然是新房市场，物业子公司最稳定的增量来源也是母公司交付的项目，这意味着物业行业的集中度会向上游开发行业的集中度收敛，对应到个体来说，物业子公司的市占率会向母公司的市占率逐渐收敛。尽管由于物业行业的特殊性，会存在着大量小而美的公司，但是母公司的禀赋确实极大程度上决定了物业公司规模的上限，母公司和物业子公司市占率差距越大，意味着物业公司可以保持较快增速的时间越长。

图 28：2020 年末母公司和物业子公司市占率的倍数差距越大，成长的确定性越强



注：计算公式为地产母公司市占率/物业公司市占率

数据来源：克而瑞、Wind、东方证券研究所

## 2.4 社区服务想象空间巨大，供给瓶颈或依赖资源整合

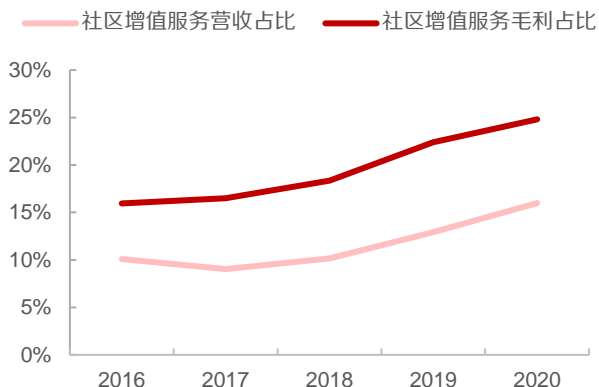
社区服务想象空间巨大，但物业公司自身供给能力有限。社区增值服务围绕业主开展，涉及的领域包括零售、家政、维修、租售、养老、教育等诸多社区消费场景，也是物业公司消费属性的主要来源。早期的增速服务以人员复用为核心，强调以现有人力资源，依托信息技术手段，挖掘业主的消费需求，表现出高增长、高毛利的特征。尽管社区增值服务的营收和毛利占比在不断提升，但随着社区服务场景的复杂化，现有的人力的专业度逐渐不能满足社区服务的需要，必然要配置新的人力和专业化设备，我们认为许多头部物业公司面临供给瓶颈，增值服务利润率下滑的局面。

图 29：社区增值服务产业链



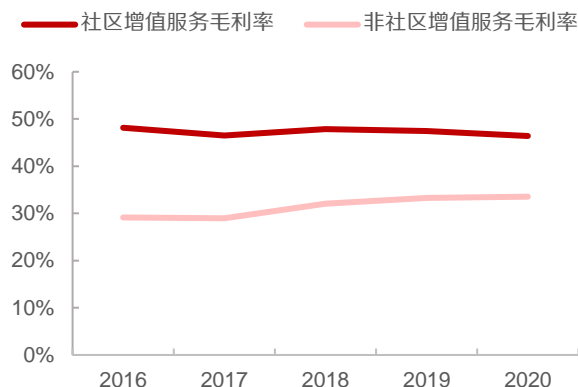
数据来源：公开资料、东方证券研究所

图 30：物业公司社区增值服务营收和毛利占比



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 31：物业公司增值服务毛利率水平



数据来源：公司公告、东方证券研究所

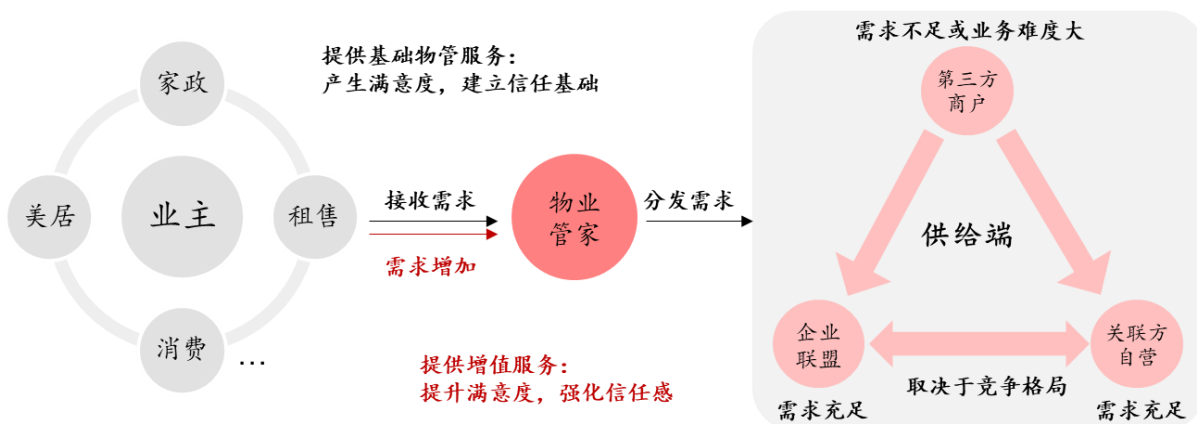
我们认为，信任感是一切增值业务的基础。住宅物业的价值最终体现在用户的价值上，而管家是实现用户价值变现的核心环节。基于此，我们提出了基于物业管家与业主之间的信赖感的自循环增长模型。核心逻辑是，通过管家长期专业且耐心的服务获取客户满意度，经营好与业主之间的信赖关系，在信任的基础之上，管家可以成为接收和分发业主各类诉求的中心，通过整合供给端资源服务于业主，最后再次增强客户的满意度。

在资本的助推下，物业公司的规模蓬勃发展，许多物业公司已经积累了百万乃至千万级别的客户群体，潜在需求及其可观，但面临供给的瓶颈。我们认为有以下几种路径可帮助突破供给瓶颈，实现流量的变现：

- 1) 当需求不足时：**导流给第三方供应商，维持客户满意度，然后从中能够赚取导流费；
- 2) 当需求足够大时：**考虑以自营方式导流关联方；
- 3) 当需求足够大但自营存在难度时：**部分行业受制于竞争格局的制约，如房屋中介行业，成立联盟整合产业端资源或许是更为合适的模式，比如万科成立朴邻联盟，与更多房企合作做好供给。



图 32：基于物业管家与业主之间的信赖感的自循环增长模型



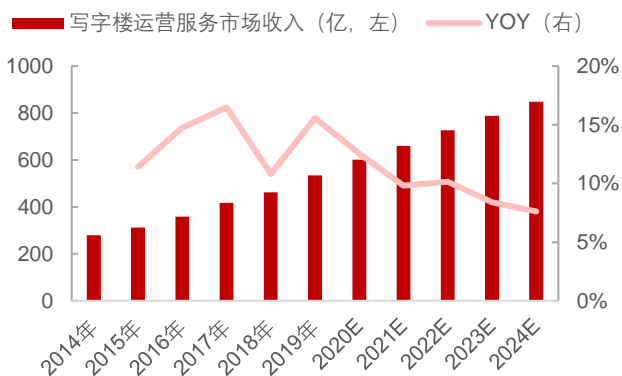
数据来源：公开资料、东方证券研究所

## 2.5 商写物管和城市服务蓬勃发展，服务持续升级

商写物管是长赛道，但是过去受重视程度较低。据弗若斯沙利文预测，2019-2024 年商写运营服务市场预计年化增长 9.7%，至 2024 年市场容量超过 800 亿，考虑到商写需求随着经济发展而增长，未来单一商写服务市场规模可达千亿。其商业模式有两大特点，一是作业标准化程度更高，容易复制；二是单方物业费较高，酬金制为主，利润率稳定。但过去受重视程度较低，主要由于高端市场主要是由外资定价，内资物业管理商提供服务较少，同时低端市场物业管理并非完全市场化，物业服务主要还是由开发商管理或者关联机构提供。不过，外资机构掌握定价权时代也为商写服务制定了良好的定价标准，我们认为随着中资机构逐渐渗透到高端客户市场，以及客户需求的稳定增长，未来大有可为。

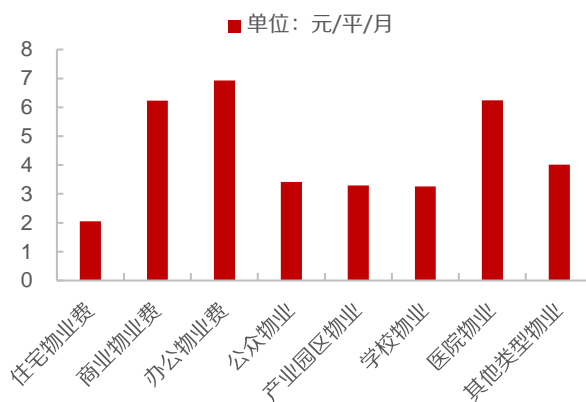
商写物管服务的内容升级空间大。未来的服务是从以楼宇为中心到以企业服务为中心。如果说 PM（物业服务）的起点是一栋楼宇的需求，那么 IFM（企业设施外包服务）的起点则是一家企业的需求，这是两种迥然不同的生长逻辑。

图 33：2019-2024 年，商写市场预计年化增长 9.7%



数据来源：公司公告、弗若斯沙利文、东方证券研究所

图 34：2020 年商写市场单方物业费较高，高端物业尤甚

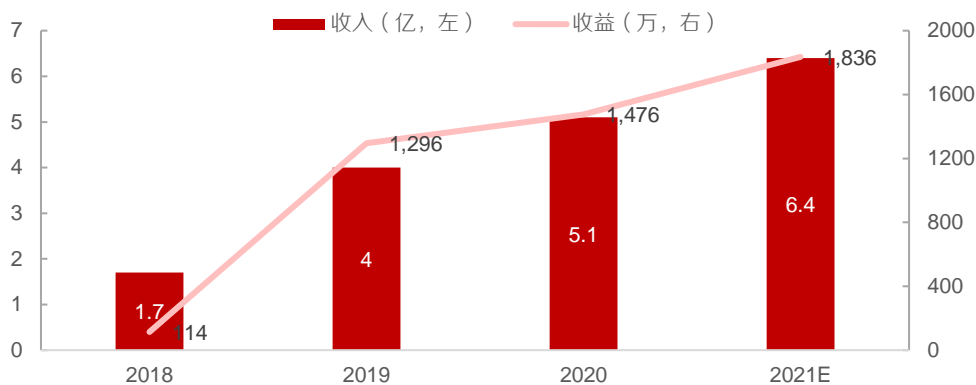


数据来源：中指院、东方证券研究所

**城市服务的兴起创造真实价值。**城市服务不仅仅是物业管理范围的延伸，更是政府寻求一体化解决方案和物管公司拓展业务边界相互匹配的结果。**我们认为，物管公司提供城市服务的核心价值在于，将灰色交易变成阳光交易，粗放管理变成精细管理。**相比较于由政府自己提供部分公共服务，第三方做城市服务的优势主要有两点：一是市场化运作，效率更高；二是企业管理机制灵活，减少跑冒滴漏。

**我们认为，城市服务业务变现的方式主要有两点：**1) 和住宅管家类似，成为政府需求的发包方，核心是服务政府客户，提高效率、解决问题，获得客户满意度。2) 通过地产业务变现，业务拓展与地方政府建立长久且稳定的合作关系，一定程度上助力母公司发展。此外，从已有的相对成熟的案例来看，尽管城市服务利润率不高，但是各个生态业务，实际上是未来承接各种政府项目（环卫、智慧城市等）的起点。

图 35：万科珠海横琴城市服务项目收入情况



数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 2.6 平台化战略-1：“合纵连横”，以公司联盟方式做大做强

8月6日，阳光城(000671, 买入)公告其控股子公司上海阳光智博生活服务集团股份有限公司全体股东，拟以其持有的阳光智博 100%股份战略投资万物云空间科技服务股份有限公司，获取万物云 4.8%的股份，即万物云在现有股权的基础上向阳光智博全体股东增发 4.8%的股份，阳光智博全体股东按照其在阳光智博的各自持股比例进行换股。

**物业行业首宗纯换股并购交易，强强联合开创行业整合新模式。**本次并购有两个显著特点，第一是并购发生在行业大中企业之间，并购标的阳光城物业 2020 年实现营收 13.7 亿元，实现净利润 1.7 亿元，具有上市的能力。并购方万物云 2020 年实现营收 182.0 亿元，如果按 7%左右净利润估算，净利润约在 13 亿左右，规模均较大；第二是交易方式的改变，过去物业行业的并购主要以现金交易为主，本次交易以换股的方式进行，且阳光城在交易完成的基础上可以继续增持万物云股份。

**头部房企之间估值分化拉大，龙头企业进入对行业赋能的平台化阶段。**今年物业行业并购的特点是出现头部企业之间的合并，背后是即使上市公司之间估值差异也迅速拉大。以本宗交易为例，两者之间在利润规模上差距在 8 倍左右，而在换股比例上的差异在 20 倍以上，这意味即使同为行

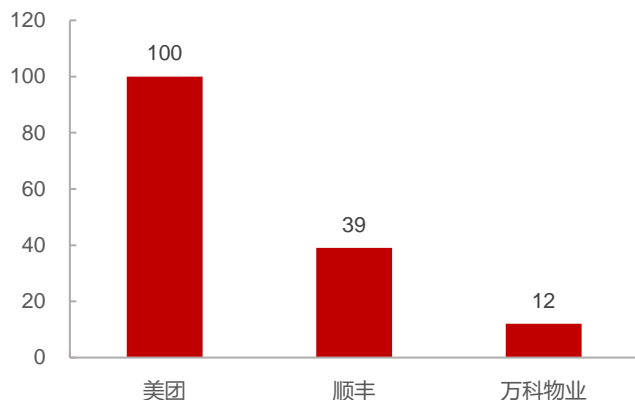
业头部企业，估值差异也有 2-3 倍左右，其背后的逻辑是行业真正龙头物管公司在组织架构、业务范围、数字化程度已经远远领先于二梯队物管公司，具备了对外输出的平台化能力。

**头部物管公司成立“联盟”平台，打开市占率快速提升的新道路。**本次交易阳光智博保留原有品牌，用于存量合约项目管理。万物云与阳光城将设立新公司承接未来新增的交付项目，可以共同设立新品牌，这标志着以“万物XX”命名的物业品牌联盟就此诞生。在新房交付下滑、增值服务发展进入深水区的背景下，突破组织和业务壁垒的头部企业的竞争优势正在持续放大。而随着资本市场的冷却和政策的不确定性，行业估值水平开始下滑，IPO 不再是中小物管公司最有吸引力的选择，企业联盟为中小物业企业提供一条新的成长或者退出道路。我们认为未来行业中将有更多类似于阳光智博的案例出现，物业行业的集中度将迅速提升，流量整合下产生的化学反应更加具有投资吸引力。

## 2.7 平台化战略-2：重新组织产业，提升供给效率，扩张业务边界

**与其他劳动力密集型服务行业跨界相比，物业公司的效率仍然偏低。**我们将物业公司与互联网平台骑手、物流公司快递员等服务业从业者简单做比较，尽管头部物业公司员工已经超过 10 万人，但是与同级别的互联网、物流等公司相比，物业公司基层员工管理规模依然较少（当然也有外包的因素在），同时人均薪酬偏低，这表明物业公司与头部服务企业相比经营效率还有差距，人均创收不高，在薪酬水平上也缺乏吸引力。

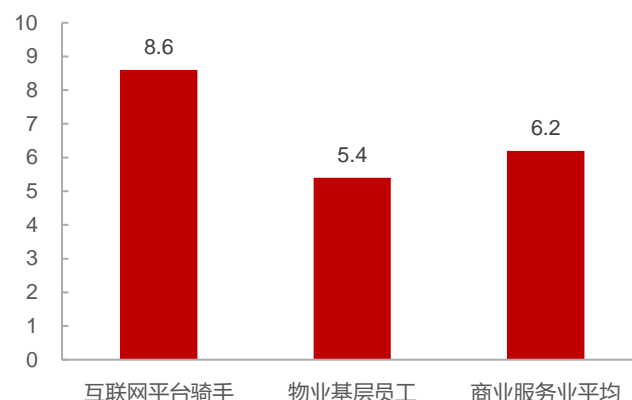
图 36：2020 年基层员工数量比较（单位：万人）



备注：员工数量来自于公司公告，美团员工包括活跃骑手数量

数据来源：公开资料、东方证券研究所

图 37：2020 年基层员工薪资比较（单位：万元/年）



备注：骑手工资根据美团和每日优鲜情况预估，物业基层员工基于《2018 物业服务行业薪酬报告》预估，商业服务业薪酬均值来自统计局

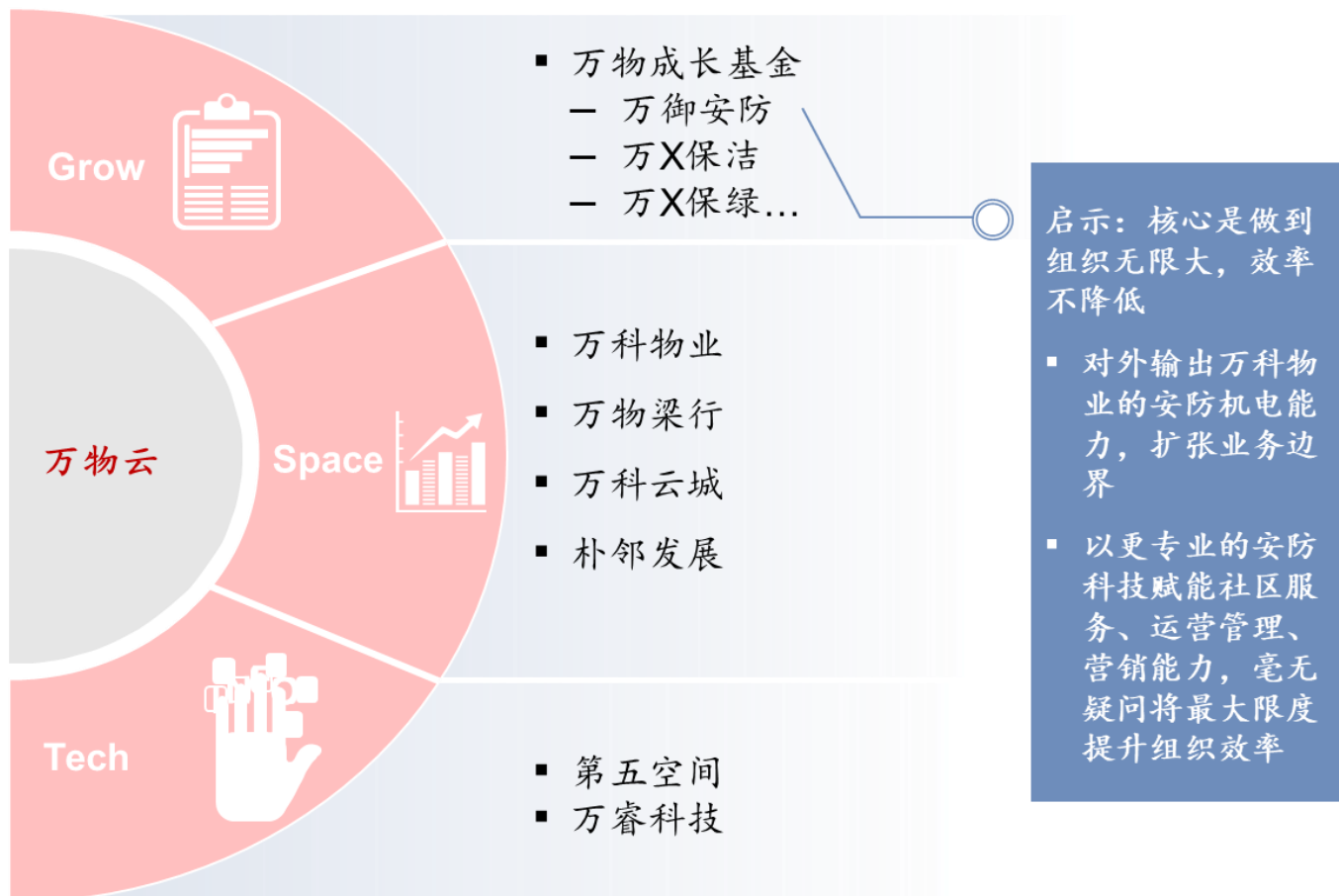
数据来源：公开资料、东方证券研究所

我们认为，头部物业公司有潜力通过平台化战略，将基础能力标准化对外输出，提升供给效率，扩张业务边界。①**激发劳动力效率。**传统住宅物管人员多但工资低，核心还是劳动力使用率低。经过产业重新组织后，将成本中心变成收入中心，市场化向外输出服务，使得劳动者从原来的岗位上释放出来，才可能进入高薪高强度的工作状态。②**打开扩张边界。**传统物业公司扩张的底层逻辑是通过招投标获取单个项目，我们认为，物业公司想要实现规模的迅速扩张，可以摆脱“全权拿下项目合约”才能扩张队伍的扩张方式，比如通过在细分领域成为他人的外包商，转变为

“拿下项目部分合约”，实现业务规模的快速复制和扩张。通过平台化战略，提高供给端效率，实现组织无限大，但效率不降低的目标，最终就可能实现业务无边界，产能无瓶颈。

目前头部物企已经在这方面进行了诸多尝试，比如 2021 年 5 月 25 日，万物云在海康威视杭州总部发布安防机电服务品牌“万御安防”。本次拆分，意味着万科将物业行业进一步垂直细分，将物业产业链中的底层能力进行标准化，再通过万物云把服务品质和管理经验向行业开放和分享。我们认为，这或许是一个改变整个行业发展路径的重要里程碑。

图 38：平台化战略的目标：实现业务无边界，产能无瓶颈



数据来源：公司官网、东方证券研究所

## 2.8 投资建议

短期来看，物管行业公司仍处于规模快速增长的阶段，同时政策支持市场化发展，客户为好服务付费的意愿缓将慢提升，我们看好行业高增长带来的投资红利。但长期来看，我们认为物管服务的本质在于品牌力。

在增值服务方面，社区服务需求持续扩张，其中管家是核心角色，通过好服务与客户之间建立信任感。因此信任感是一切增值服务的基础，其本质是物管公司的品牌力。经营好信任感，然后整合资源，突破供给瓶颈，提升客户满意度，流量变现是一个自然而然的结果。

**商写物管是个长赛道：**市场稳定增长，且单方物业费较高，尽管之前一直是由外资定价的蓝海，但随着高端客户逐渐增多，对于头部企业来说，拓展商写服务没有门槛。

**城市服务是政府寻求一体化解决方案和物企拓展业务边界相互匹配的结果。**社会价值在于提高运营效率，将粗放管理变成精细管理。由于其公共服务的属性较大，利润率不会很高，头部玩家将占据绝对市场份额，城市服务对物业公司的意义在于生态，变现手段既体现在品类扩张，也可以通过与母公司协同。

**平台化是物业公司的终极目标。**重新组织产业，扩张业务边界，激发劳动力效率，最终实现“业务无边界，产能无瓶颈”。

### 碧桂园服务：规模和利润领先，全产业链延伸业务

**高增长：**2020 年营收同比增长 62%，五年复合增速 CAGR56%，归母净利 CAGR61%。2021H1 营业收入和净利润增速超 50%。

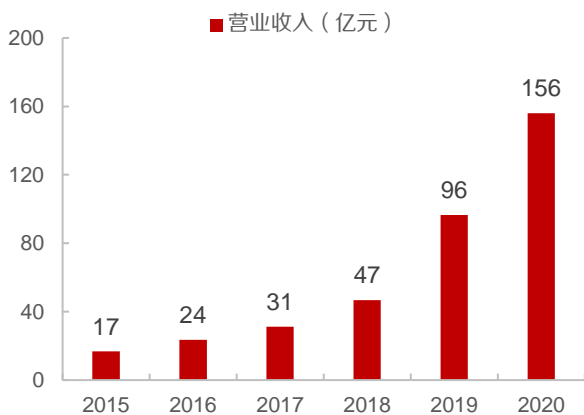
**高毛利：**布局低能级城市、较低的人工成本，带来高毛利，2020 年综合毛利率达到 34.0%，同比增长 2.4 个百分点，净利率达到 17.8%，领先同行

**厚储备：**在管面积 3.8 亿方，合约面积 8.2 亿方，另有三供一业物管 0.8 亿方、供热 0.4 亿方

**强并购：**横向纵向并购并举，并购城市纵横、满国康洁、蓝光嘉宝等

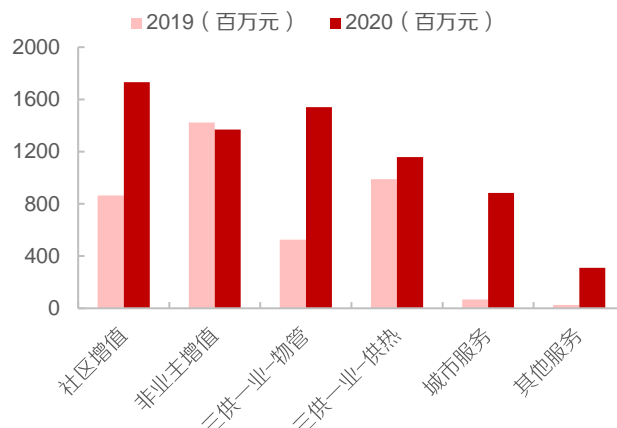
**拓边界：**布局增值创新、社区传媒、到家服务、家装服务、房屋租赁、园区空间等诸多增值服务

图 39：收入总额持续快速增长



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：多元化赛道发力，社区增值、城市服务同比高增



数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 融创服务：后来居上，成长性确定性俱佳

**高增长：**2020 年营收同比增长 64%，归母净利增长 130%。

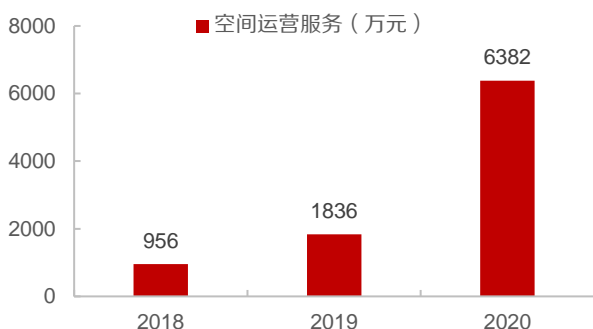
**利润持续改善：**毛利率上升 2.1 个百分点至 27.6%，净利率提升 4.0 个百分点至 13.5%

**母公司充分支持：**在管面积 1.4 亿方，合约面积 2.6 亿方，另有母公司未签约土储 1.3 亿方，未来增长有保障

**外拓补短板超预期：**1-4 月完成外拓 2500 万方，已完成全年外拓目标的一半

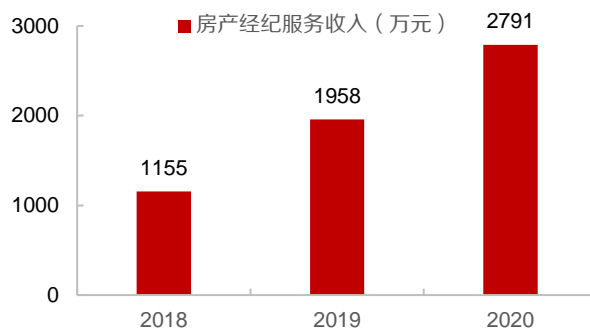
**增值服务有想象空间：**物业费单价 3 元/平/月，行业领先，但社区增值服务收入占比不足 4%，融创服务(01516，买入)未来增长空间很大。

图 41：空间运营服务快速增长



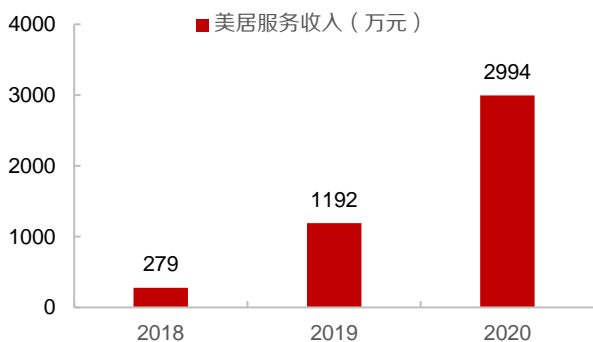
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 42：房地产经纪服务持续增长



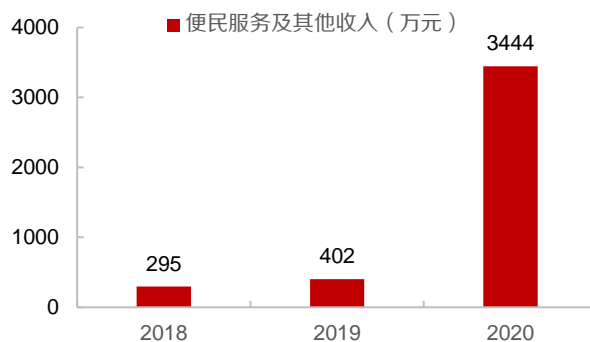
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 43：美居服务快速增长



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 44：便民服务迅猛增长



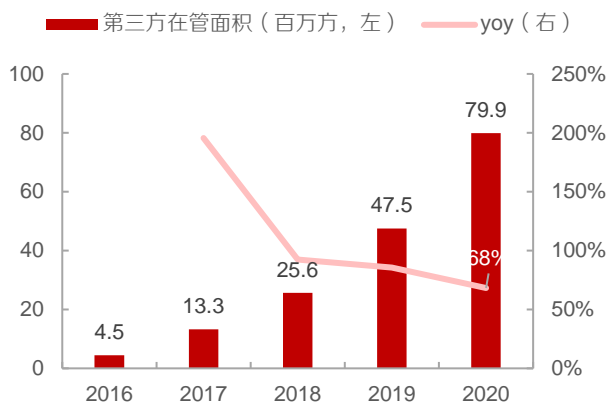
数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 旭辉永升服务：内生外拓四轮驱动，最具潜力的中型物管公司

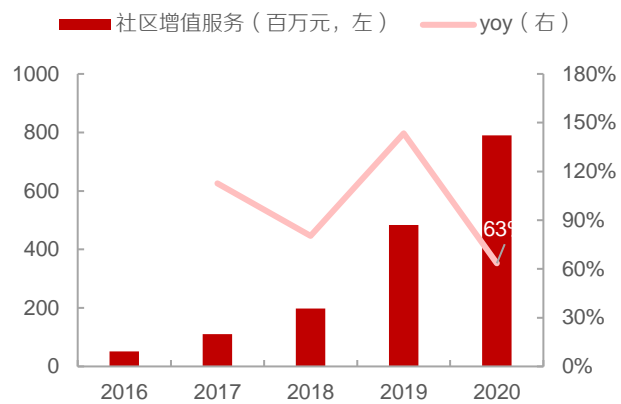
**高增长：**2020 年公司营业收入同比增长 66.1%，基本维持“六二二”格局（即基础服务占比六成、非业主增值服务和社区增值服务各占两成），其中物业基础服务营收增速 64.2%，非业主增值服务营收增速 76.1%，社区增值服务营收增速 63.5%

**四轮驱动：**提出“5（市场化招投标）:2（母公司）:2（合资公司）:1（并购）”的目标增长结构，超强的第三方外拓能力是公司的核心竞争力之一。

**增值服务占比不断提升：**增值服务收入占比已达四成，社区增值服务占比达到四分之一，居家、租售、美居、房修、工程等多个模块专业条线化。

**图 45：第三方在管面积持续扩大**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

**图 46：社区增值服务保持高增**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

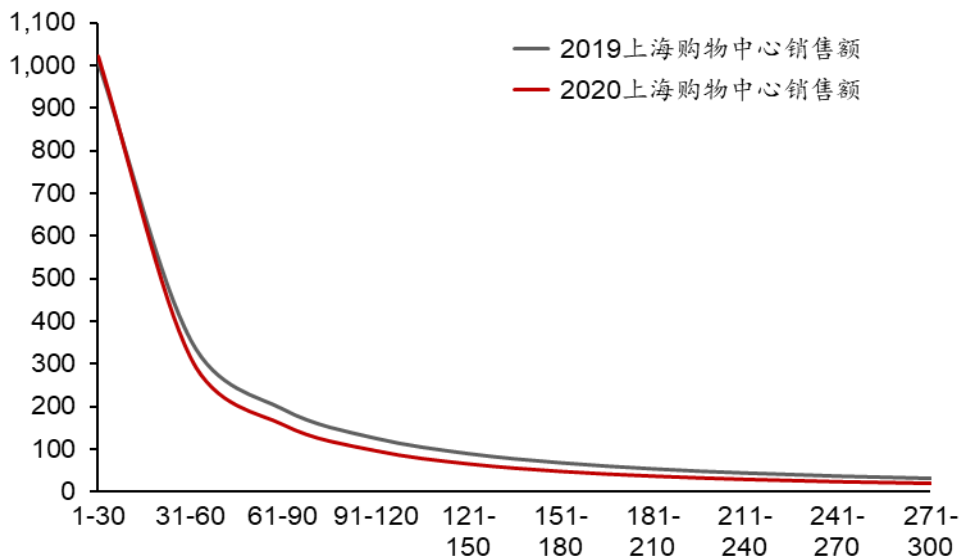
### 3. 商管：资产两极分化，优秀管理能力稀缺

#### 3.1 资产端：存量时代，供给过剩，资产本身难度很大

商业地产从“大开发时代”进入“存量管理”时代。过去二十年，地产行业享受城市化与人口增长的双重红利，实现飞速发展，但如今市场已逐渐显现存量时代特征，商场、写字楼酒店等不同类型资产，或面临供给过剩，或面临同质化问题，未来增长空间受挤压，而这些特征最终均指向：资产将两极分化。只有地段核心、投资规模更大、运营能力强，建造和设计标准高、定位高端的核心资产才能够赢得更高的回报率，这些资产也拥有更稳定的收益表现和抗风险能力。

我们以上海为例，分析新冠疫情对不同销售体量购物中心的影响。2020年，上海已开业购物中心约300个，实现销售额1815亿，同比去年下降9.7%。其中，销售体量Top30购物中心销售额1020亿，同比增长1.3%，Top31-60购物中心销售额314亿，同比下滑11.8%，增速低于行业增速；排名末30位的购物中心销售额下降程度最大，同比下滑36.1%（考虑到2019年上海合计只有290个商场，实际下滑程度超过数字所描述）。2020年Top30购物中心市占率提升至56%，相较2019年提升6pcts。疫情来临加剧了购物中心的表现分化，头部核心资产逆势增长，明显具备更强的抗风险能力。

图 47：2019 vs. 2020 年上海购物中心销售额分布（亿元）



注：横轴为购物中心名次

数据来源：国际购物中心协会亚太市场专委会、东方证券研究所

#### 3.2 商管服务：赛道好，存量规模大，而优秀的管理能力稀缺

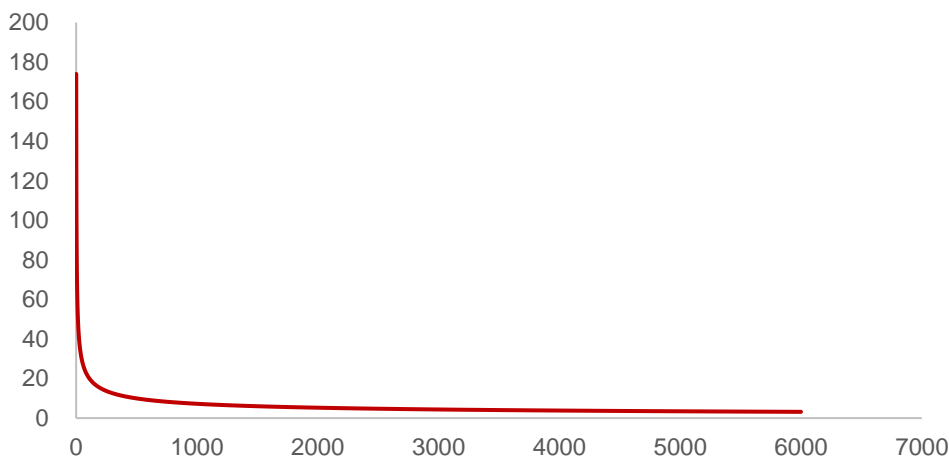
线上购物行为普及以及线下商场逐渐饱和的今天，购物中心“购物职能”被弱化，“体验与社交职能”被强化，实际上正在成为客户除办公室和家以外的第三生活空间，承担了客户打发消磨周末及休闲时光的功能，“购物中心”的称呼已经无法准确表达其全部功能定位。而行业过剩背景下，空间不再稀缺时，空间资源的重要性被内容超越，空间越来越依赖于优质内容引流，比如具备流量效应的头部连锁新零售或餐饮品牌成为购物中心争抢的对象。面对日益激烈的竞争，购物



中心业主对购物中心运营管理能力提出更高的要求，如出色项目定位能力、优质租户资源、高效运营管理等。产业出现结构性趋势，优质的商管能力成为稀缺资源，商管公司因此获得更多机会，可以通过轻资产输出去的方式盘活其他企业或者非专业运营方手中更困难的重资产。

目前全国存量购物中心约 6000 个，行业马太效应明显，大致遵循幂律分布。基于此，根据全国百强购物中心销售零数据，来模拟构建购物中心市场规模预测模型，推算 2019 年全国购物中心零售额接近 3.5 万亿。假设全国商场平均租售比为 15%，以“3-5%租金提成+5-8% EBITDA 提成”酬金制收费做估算，纯商管业务潜在市场规模约 520 亿元。而排名前 25%，预计约 1,500 个购物中心创造收入 250 亿元（单项目销售额高于 6 亿元），市占率 48%。

图 48：2019 年全国购物中心销售额分布比较（亿元）



注：考虑到 2020 年疫情影响因素，以 2019 年赢商网全国百强购物中心销售额数据为基础，模拟构建全国 6000 个购物中心对应的幂律函数。

数据来源：国际购物中心协会亚太市场专委会、东方证券研究所

商管服务属于“轻资产”技术输出，主要通过管理团队、技术团队的输出，为购物中心、写字楼等提供从前期定位设计、招商、筹备，到开业后租户、客户、营销等运营管理的全流程支持。其商业模式的优点在于：**1）避免资产价格波动所产生的影响。**商业资产价格存在明显的周期性波动，但商管以提供服务为主，能够有效避免资产价格波动的影响；经济下行时，商业地产零售额下降会对公司的收入造成影响，但损失相对可控。**2）业务扩张速度快，同时具备成长性。**轻资产输出投入低，复制相对容易，扩张速度较快，但前提是管理精力能够跟得上；此外，商管收入通常随着购物中心零售额的增长而增长，具备成长性，使其区别于写字楼等其他业态。

### 3.3 商管业务的壁垒：项目定位、经营能力、历史业绩




**项目定位是关键。**稀缺项目能够靠地段获利，但大部分项目的地理位置有瑕疵，这类项目的成功一半以上靠定位，需要对目标客群、产品形式、特点等细致分析，基于此完成设计和调改。因为前期定位一旦出错，后期将难以补救。

**经营能力：商业运营是一个持续且动态变化的过程，不同发展阶段面临的主要矛盾不同，需要经营者不断调整定位和策略，作出符合市场需求和项目要求的改动。具体而言：1）组合品牌：品**

牌同质化严重，购物中心需要基于相同的品牌，创造出优于竞争对手的“Portfolio”，保持业态和品牌要持续迭代，这往往是团队经验和灵感的结合。**2) 品牌招商：**建立多元化的商户品牌网络。租户资源优势是无形的护城河，例如商管公司可以通过引入头部连锁新零售或餐饮品牌，实现购物中心的品牌升级、吸引流量。但此类品牌通常迭代快，需要团队具备敏锐的嗅觉，紧跟消费品牌趋势和潮流的变化。**3) 数字化：**将成为未来商业竞争的核心。数字化经营赋能商业发展，例如跟踪购物中心消费轨迹建立客户画像，依据商场人流热力图分析商铺流量，动态监控商场设施设备运营等，以数据作为基础支持经营决策，不断优化运营结果，最终实现租金收入上涨的结果。

**历史业绩：**从品牌方角度来说，大多数城市的大多数项目同质性强，可做可不做，让其进驻的核心在于对商管公司和团队的信任感，而信任的积累来自于过往合作的业绩。同理，业主方选择适合己方的商管公司，很大程度上也依靠其对商管公司标杆项目的认知。

图 49：商业运营的壁垒

<p>项目定位</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>定位是关键：</b>稀缺项目靠地段获利，但大部分项目的地理位置有瑕疵，这类项目的成功一半以上靠定位，需要对目标客户、产品形式、特点等细致分析，前期定位一旦出错后期难以补救</li> </ul>
<p>经营能力</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>经营门槛：</b>品牌同质化严重，需要基于相同品牌创造出优于竞争对手的“Portfolio”，同时保持业态和品牌要持续迭代更新</li> <li>▪ <b>招商门槛：</b>头部连锁新零售或餐饮品牌具备流量效应，迭代和成长快，需要具备敏锐的嗅觉，紧跟趋势</li> <li>▪ <b>数字化...</b></li> </ul>
<p>历史业绩</p> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>与品牌建立信任：</b>多数城市的多数项目同质性强，品牌方可做可不做，让他进驻的核心在于其对公司和团队的信任感；</li> <li>▪ <b>与业主建立信任</b></li> </ul>

数据来源：东方证券研究所

### 3.4 投资建议

存量时代下，商业资产两级分化加大，并非所有的资产都有好的前景，资产本身质量很重要，能否顺利退出是资金模型的核心。由于购物中心存量资产数量庞大，面临激烈的竞争，优秀的管理能力变得稀缺，商管服务属于轻资产管理输出，是相当优秀的赛道。

**华润万象生活：“物管+商管”综合服务能力，商管领域标杆**

**“物管+商管”，竞争站位突出。**物业服务美誉度高，商管实力行业顶尖。依托于母公司华润置地强劲实力支持，以及轻资产商管能力输出。

**全业态综合服务标杆，商管能力数一数二。**区别于传统住宅物管企业，公司具备国内最高品质的综合体物管与商管运营服务能力。物管美誉度高，收缴率、单方收费等指标优秀。商管能力卓越，旗下万象城是唯一能与港资匹敌的内资品牌；手握广泛且高端的租户资源网络，为众多高标准严要求的国际奢侈品所认可。

**“十四五规划”：物管第一梯队，商管行业第一。**公司规划2025年物管在管面积达到4亿平米，较目前1.2亿平米（包含住宅及非住）增长2.8亿平；实现在管开业购物中心150个，较目前在管57个增加90余个。物管方面，计划4亿平米中50%由外拓实现。目前在管项目多依靠母公司交付。商管方面，华润置地旗下逾120个已开业及储备项目将全部交由华润万象生活管理。同时公司领先的综合体运营管理能力将对外输出。

### 星盛商业：能力突出的湾区商业专家

**湾区纯商管标杆。**始于深圳，专注商管，旗下COCO品牌定位“年轻、时尚、潮流、体验”，得市场广泛认可，标杆项目如福田CoCo Park在湾区享有盛名。截至2020年，合约管理项目53个，合约管理面积328万方（60%位于大湾区）；其中已开业项目22个，在管面积157万平。核心高管商业地产运营经验超20年，团队稳定、积淀深厚，在定位、研策、招商、经管等各环节都积累了丰富的经验。

**母公司储备充足且优质。**母公司星河控股土地储备约4000万方，其中约400万方为商业用地，且土储资质优质，多为大湾区中心区。公司为国内最早一批开展轻资产输出的企业，合约管理面积中第三方占比达到62%，以委托管理、品牌及管理输出、整体租赁三种模式持续推动市场化扩张，取得了良好口碑。

**扩张计划明确。**在保持大湾区行业领先地位前提下，公司将继续向长三角及中西部核心城市扩张，2021-2023年发展计划为“总合约面积不低于550万平米，开业面积不低于450万平米，出租率不低于95%”

### 宝龙商业：长三角商管领头企业，未来增长可期

**商业物管领头羊。**公司为港股首家上市商管公司，2020年实现营业收入19.2亿元，同比增速为18.8%；毛利润和净利润分别为5.9亿元、3.1亿元，同比增速分别为38.8%、72.1%，毛利率、净利率提升至30.9%、16.0%。商管和住宅物业两大业务中，商业运营服务营收占比超过8成，毛利占比接近9成，是绝对的主导业务。

**行业进入整合期，优秀公司输出的黄金时代。**商业地产总体过剩，但零售物业将领跑商业地产细分领域。未来三到五年，大量商业地产项目将面临运营困境，这意味优秀的商管公司，正在迎接轻资产输出的黄金时代。

**聚焦长三角，把握比较优势。**公司拥有宝龙一城、宝龙城、宝龙广场和宝龙天地四大产品线，具备多维度运营能力。分散发展期后，公司选择聚焦长三角，项目占比提升至71%。2020年7月，公司收购浙江星汇60%股权，预计21年业绩增厚10%，该平台也成为轻资产扩张桥头堡之一。

未来三年公司致力于**持续提升经营管理能力，树标杆、领行业**。母公司交付和外拓并举，目前商业在管面积 857 万方，住宅 1440 万方，预计三年规模翻番。2020 年 6 月，陈德力先生加盟出任总裁，全面统筹集团商业板块的运作，并建立梯度人才培养计划；公司联手腾讯打造“纽扣”计划，继续挖掘数字平台潜力。

## 4. 风险提示

**信用风险不可控、销售毛利率进一步恶化。**政府对房地产行业收紧程度超预期，公司融资环境恶化，信用风险暴露等。集中供地的结果持续低于预期，行业销售毛利率继续下行。

**物业服务外拓面积竞争加大。**外拓业务竞争激烈，进展不顺利，外拓项目侵蚀毛利率。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有万科 A(000002)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。  
截止本报告发布之日，东证资管仍持有保利地产(600048)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)