

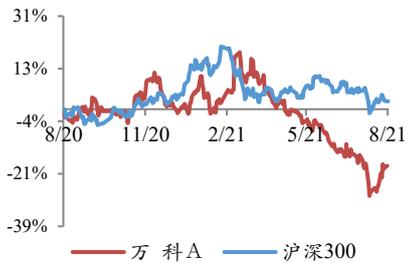
# 千岩万转路未不定，大道当然再显峥嵘

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-08-17

收盘价（元）	22.96
近 12 个月最高/最低（元）	33.50/20.16
总股本（百万股）	11,618
流通股本（百万股）	9,718
流通股比例（%）	83.64
总市值（亿元）	2,667
流通市值（亿元）	2,231

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

### 相关报告

## 主要观点：

### ● 行业“变”中切换模式，公司“不变”彰显格局

中央继续坚持“房住不炒、因城施策”政策主基调，在行业增速预期放缓大前提下，政策调控方式进入“高频微调”常态期，重点在土地和金融两个工具上发力，并逐步向长效机制过渡：a) “两集中”土拍新政熨平地产传统周期以达“三稳”预期；b) “三条红线”相当于对房企负债进行全方位审查，压制公司风险，利好稳健经营及合理多元化企业。万科在此限制下，可以依托出色的经营状况、业务布局、及稳健的财务条件跳脱桎梏，“以不变应万变”。在自身拿地、销售、业务布局等方面更加“自有”，同时也避免疲于应对“政策补丁”而频繁改变经营策略，保持战略定力方可抓住新机遇，凝心聚力行稳致远。

### ● 主营业务稳居第一梯队，“软实力”接棒“硬实力”延续领跑

行业在“三条红线”和“两集中”政策推出后基本消灭了弯道超车的“黑马”现象，马太效应凸显。**a) 土储端：**2020年，公司新增总建面 3366.5 万方，权益比约 61%。其中，86.6% 投资额位于重点城市群，在建及规划项目可保障未来 2~3 年销售；提前布局 TOD+ 城市更新，拓展土地获取渠道，做到“手里有粮，心中不慌”，可从容应对“两集中”供地白热化局面。**b) 销售端：**2020 年在 43 个城市的销售金额位列前三，市场占有率达 4.03%，在上海、北京、杭州、成都、武汉等多个热点城市彰显“统治力”。**c) 财务端：**截至 2020 年末，公司净负债率降至 18.1%，有息负债 2585.3 亿元，占总资产的 13.8%；货币资金短债比（非受限）提升至 1.8；剔除预收款项后的资产负债率降至 70.4%。相较“三条红线”要求，公司已符合净负债率和现金短债比两条要求，资产负债率较绿档仅差 0.4%。总体杠杆水平处在行业低位水平，主要得益于行业领先的信用评级和极低的融资成本。

### ● 经营城市战略深化，多元化与主业协同实现“聚是火，散是星”

万科战略升级，从“城市配套服务商”到“城乡建设与生活服务商”，落点从偏“硬实力”的“配套服务”转向偏“软实力”的“生活服务”。前瞻性布局多元化业务让万科有了第二赛道的选择，物业、商业和物流凭借开发业务优势打造护城河，皆位于各赛道领先地位，分别给予 1104.5 亿元、316.0 亿元、460.9 亿元乐观估值，1092.7 亿元、277.0 亿元、425.4 亿元保守估值。长租公寓业务受短期重磅政策利好，给予乐观估值 53.7 亿元，保守估值 34.6 亿元。综上，结合主营开发业务 NAV 估值测算，公司合理估值在 5011.7~5451.1 亿元之间。

### ● 投资建议

公司坚持“城乡建设与生活服务商”战略转型，土储资源充裕且结构合理，提前布局 TOD 和城市更新赛道，以应对土地市场的波动。国企背景+行业龙头双重属性，助力公司融资成本处于行业较优水平。在行业增速放缓的大背景下，公司凭借多元化业务与主营业务联动，协同效应实现

稳步增长并逐步进入回报期。据我们保守估算，公司合理市值约 5012 亿元，对应当前每股股价折让 47%，安全边际高。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 3.81/4.11/4.45 元/股，对应当前股价 PE 分别为 6.03/5.58/5.16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

房地产调控政策趋严，资金面大幅收紧，房地产销售及销售回款不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	419112	454801	500724	540723
收入同比 (%)	13.9%	8.5%	10.1%	8.0%
归属母公司净利润	41516	44217	47767	51738
净利润同比 (%)	6.8%	6.5%	8.0%	8.3%
毛利率 (%)	29.2%	28.3%	27.3%	27.3%
ROE (%)	18.5%	16.5%	15.1%	14.1%
每股收益 (元)	3.62	3.81	4.11	4.45
P/E	8.03	6.03	5.58	5.16
P/B	1.49	0.99	0.84	0.72
EV/EBITDA	5.40	3.73	2.92	2.01

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 开发端业绩承压领跑，前三阵营保持稳中有升 .....	8
1.1 营收：规模稳增，基本面向好，前瞻深耕四大城市群 .....	8
1.2 销售：疫后韧性超预期，行业集中度加速提升 .....	10
1.3 利润：承压领跑行业，“内外兼修”或持续恢复 .....	14
2 土储“广积粮、高筑墙”，“两集中”竞争加剧 .....	16
2.1 土储质与量齐头并进，兼并重组抄底机会重现 .....	16
2.2 “两集中”加速洗牌，弱化行业周期波动 .....	20
3 降杠杆稳扎稳打，“三条红线”转绿可期 .....	27
4 地产+业务专注“城市运营”，TOD+城市更新双赛道抢占先机 .....	32
4.1 TOD 模式助推战略升级，“轨交+物业”案例裂变落地 .....	32
4.2 抢占机遇加码城市更新，竞逐万亿级黄金赛道 .....	35
5 万物云存量深化，定位“空间科技服务商” .....	42
5.1 物业政策筑底后向上延伸，行业深度整合平台化延展 .....	42
5.2 “社区+商企+城市”并驾齐驱，城市运营成新风口 .....	46
5.3 科技赋能深挖增值服务，转变思路成就平台孵化器 .....	54
6 万科商业与印力整合深化，打造头部商开与运营平台 .....	58
6.1 居民消费扩容空间可观，印力规模和区位优势明显 .....	58
6.2 商管正处结构性增长期，轻资产运营模式开拓新赛道 .....	63
6.3 CMBS 发行与项目退出并举，借存量资产扩充资金储备 .....	68
7 万纬物流借普洛斯东风，高标仓、冷链业务稳筑护城河 .....	71
7.1 万纬物流营收维持高增速，成为本土龙头一哥 .....	71
7.2 物流行业迎来高速发展期，企业跨行进入明显 .....	75
7.3 物流行业回报持续增长，疫情抓住发展机遇 .....	79
8 长租公寓更迭模式，进入关键“攻城”阶段 .....	84
8.1 政策规范下行业洗牌，万科泊寓稳居长租公寓头部交椅 .....	84
8.2 长租公寓盈利模式破局何在？泊寓行远自迩，踵事增华 .....	89
9 分部估值：多元化业务价值修复 .....	93
9.1 开发业务利润链条重构，前瞻性布局多元化业务价值修复 .....	93
9.2 开发业务：NAV 乐观估值 3516 亿元 .....	94
9.3 万物云：相对估值算法得乐观估值 1104.5 亿元 .....	95
9.4 商业：印力及万科商业乐观估值为 316 亿元 .....	96
9.5 物流：万纬物流及普洛斯股权乐观估值为 460.9 亿元 .....	97
9.6 长租公寓：政策加持下乐观估值为 53.7 亿元 .....	98
风险提示： .....	98
财务报表与盈利预测 .....	99

## 图表目录

图表 1 万科营业总收入及同比增速 (亿元, %)	8
图表 2 公司收入贡献构成 (按业务占比)	8
图表 3 十年营业收入 (亿元): 万科 VS. 行业平均	8
图表 4 公司营收同比增速: 万科 VS. 行业平均	9
图表 5 国内新冠肺炎疫情发展时间表 (截至 2020 年 4 月)	9
图表 6 公司 2020 年在重点城市销售额 (亿元)	10
图表 7 公司 2019 年在重点城市销售额 (亿元)	10
图表 8 近五年市占率 (%): 万科 VS. 行业	11
图表 9 2018 年-2020 年万科在各重点城市中的市占率	11
图表 10 2020 年主流房企在各城市中的市占率排名及同比变动	12
图表 11 主流房企 2021 年销售目标增速	13
图表 12 2020 年房企销售权益比: 万科 VS. 行业 TOP3	13
图表 13 万科已售未结合同金额及同比增速 (亿元, %)	14
图表 14 归母净利、净利润、毛利 (亿元): 万科 VS. 行业	14
图表 15 毛利率、净利率 (%): 万科 VS. 行业	14
图表 16 公司房地产业务毛利与毛利率	15
图表 17 公司物业管理业务毛利与毛利率	15
图表 18 2020 年粤港澳大湾区拿地金额 TOP10 房企	16
图表 19 2020 年长三角拿地金额 TOP10 房企	16
图表 20 2020 年京津冀拿地金额 TOP10 房企	16
图表 21 2020 年中西部拿地金额 TOP10 房企	16
图表 22 近 5 年公司新增计容建面及同比增速	17
图表 23 近 5 年公司新增土储金额及同比增速	17
图表 24 2020 年年末土地储备量 (平方米)	17
图表 25 2020 年各经济体或跨境地区排名 TOP5 的科学技术集群	17
图表 26 万科 2020 年粤港澳大湾区区域部分城市开发情况 (平方米)	18
图表 27 万科 2020 年长三角区域部分城市开发情况 (平方米)	18
图表 28 2020 年 1-12 月贝壳 35 城景气指数及不同城市群近期指数变化	19
图表 29 万科 2021 年收购部分资产包详情	20
图表 30 调控政策作用下万科当月新增计容建面和土地总价走势 (万平, 亿元)	20
图表 31 首轮“两集中”供地 22 城政策梳理	22
图表 32 房企在 22 城首轮“两集中”供地表现	23
图表 33 首批“两集中”供地万科落子情况 (金额, 亿元)	24
图表 34 典型房企 22 城“两集中”供地拿地金额与 2021 年 H1 销售金额比值 (%)	24
图表 35 各房企在 22 城拿地金额统计	26
图表 36 “三条红线”财务指标的调整对应开发链条的操作	27
图表 37 “三条红线”财务指标扩展版本	28
图表 38 2020 年代表房企应付票据规模	28
图表 39 近 5 年公司“三条红线”情况	29
图表 40 2020 年部分规模化房企投销比 (%)	30

图表 41 近 5 年公司有息负债规模 (亿元)	30
图表 42 公司 2020 年有息负债结构占比 (%)	30
图表 43 主流房企预收款项与合同负债 (亿元)	31
图表 44 2020 年主流房企毛利率、净利率、少数股东权益、有息负债	31
图表 45 TOD 模式及特征示意图	32
图表 46 各大城市轨道交通投融资政策	33
图表 47 国内 TOD 项目常见合作模式比较	34
图表 48 万科 TOD 部分项目概况	34
图表 49 城市更新政策历史演变四阶段	36
图表 50 一线城市城市更新相关主要政策梳理	37
图表 51 上海市中心城区 2016~2022 年城市更新计划和实施情况 (万平米)	38
图表 52 上生新所城市更新案例	39
图表 53 上生新所城市更新项目平面示意图	40
图表 54 哥伦比亚乡村俱乐部“修旧如旧”	40
图表 55 海军俱乐部中游泳池改建前后	40
图表 56 万科城市更新项目分类	41
图表 57 物管行业全国性利好政策梳理	42
图表 58 物业管理上市公司统计 (截止 2021 年 7 月 20 日)	45
图表 59 物业管理上市公司市值涨跌幅统计 (截止 2021 年 7 月 23 日)	45
图表 60 万物云发展历程	46
图表 61 万物云组织架构联系	47
图表 62 2020 年中国物业服务企业在管面积及合约规模 (万平米)	47
图表 63 2020 年中国物业服务企业总营业收入 (亿元)	48
图表 64 物业 TOP10 企业在管面积及市占率	48
图表 65 物管公司营业收入构成占比趋势	48
图表 66 万物云组织架构联系	49
图表 67 全国甲级办公楼重点城市租金和同比涨幅	49
图表 68 部分物业服务企业推出商办子品牌	50
图表 69 全国甲级办公楼重点城市总体量 (万平米)	51
图表 70 北京甲级办公需求行业分布 (2020 年)	52
图表 71 上海甲级办公需求行业分布 (2020 年)	52
图表 72 深圳甲级办公需求行业分布 (2020 年)	52
图表 73 广州甲级办公需求行业分布 (2020 年)	52
图表 74 万物云城运营逻辑示意图	53
图表 75 2019 年 500 强企业的业态管理面积占比	54
图表 76 科技应用为物企赋能	54
图表 77 智慧物业的应用价值	55
图表 78 部分更换成万物云旗下物业小区及房价涨幅	55
图表 79 升龙集团在广州市内在手的 9 项城市更新项目	56
图表 80 未来社区“139”顶层设计	57
图表 81 浙江省各地级市未来社区规划数量及部分地块交易信息	57
图表 82 居民消费总量与占比	58
图表 83 2018~2020 年万科与印力的商业开发与运营发展	59
图表 84 万科城市商业公司分布	59

图表 85 2018~2020 年万科与印力的商业开发与运营发展 .....	60
图表 86 购物中心运营商发展指数 2021 年 1~5 月排名前 10 名 .....	60
图表 87 近 5 年公司新增计容建面及同比增速 .....	61
图表 88 近 5 年公司新增土储金额及同比增速 .....	61
图表 89 印象城典型项目区位 .....	62
图表 90 2013~2023 购物中心总数及同比 .....	63
图表 91 2014~2024 购物中心在管建筑面积及同比 .....	63
图表 92 2014~2024 购物中心运营服务市场规模及同比 .....	64
图表 93 商管服务市场准入门槛 .....	64
图表 94 印力总部标准化、模块化推进流程 .....	65
图表 95 印力上海所管理的上海/环上海项目与类型 .....	65
图表 96 对标企业住宅物管与商管毛利率对比 .....	65
图表 97 印力从 B2B2C 向 B2C2B 商业模式的转变 .....	66
图表 98 上海南翔印象城 MEGA-生态植物园 .....	66
图表 99 武汉青山印象城-巨物雕塑广场 .....	66
图表 100 印力数字化发展历程 .....	67
图表 101 运营端数字化转型成果 .....	67
图表 102 CMBS 发行流程 .....	68
图表 103 2018~2020 年万科与印力的商业开发与运营发展 .....	68
图表 104 “中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划”主要发行条款 .....	69
图表 105 “中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划”季度还本计划 .....	69
图表 106 三林印象城投融管退时间线 .....	70
图表 107 万纬物流发展历程 .....	71
图表 108 万纬物流全国布局 (截至 2021.6) .....	72
图表 109 万纬物流可租赁建筑面积 (万平方米) .....	72
图表 110 万纬物流 2019 年市场占有率 .....	72
图表 111 万纬物流市场占有率 (截至 2020 年末) .....	72
图表 112 高标仓和普通仓的主要差异 .....	73
图表 113 非高标仓升级的需求类别 .....	73
图表 114 万纬物流高标仓储城市布局 (万平方米) .....	74
图表 115 万科高标库数量与高标库市场存量 (万平方米) .....	74
图表 116 万纬物流科技与一站式供应链服务 .....	74
图表 117 万纬物流冷链园区城市布局 (万平方米) .....	75
图表 118 社会物流总费用及占 GDP 的百分比 .....	75
图表 119 2010-2020 年物流保管费用及同比 (万亿, %) .....	75
图表 120 2012-2020 年仓储业固定资产投资完成额及同比 (亿元, %) .....	76
图表 121 工矿仓储用地供应及占建设用地供应总量比重 .....	76
图表 122 物流地产、办公楼、5 年期国债收益率的比较 (截至 2020 年 Q3) .....	76
图表 123 物流地产行业发展历程 .....	77
图表 124 物流地产相关发展政策 .....	77
图表 125 国内仓储物流资产证券化产品 .....	78
图表 126 公募 REITs 的结构 .....	79
图表 127 快消品零售代运营企业供应链网络布局 .....	80
图表 128 疫苗概况及储存条件 .....	81

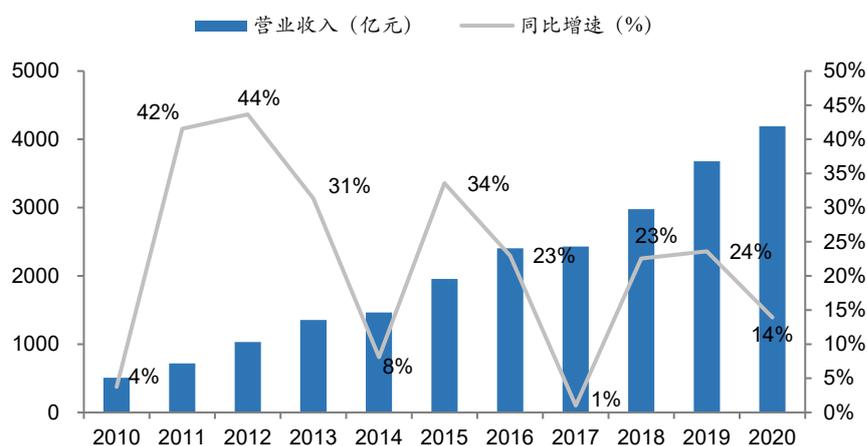
图表 129 疫苗运输过程及运输量 .....	81
图表 130 快消品零售代运营企业供应链网络布局 .....	82
图表 131 部分国家总量与人均仓储物流设施库存 (亿平方米, 平方米/人) .....	82
图表 132 2015~2020 年消费品网上零售额、同比及占社会消费品总额比重 (万亿, %) .....	83
图表 133 2015~2019 年冷链物流市场规模及同比 (亿元, %) .....	83
图表 134 万科集团持有及管理的公寓项目情况 .....	84
图表 135 万科长租公寓发展时间线 .....	85
图表 136 集中式公寓管理规模排行榜 .....	85
图表 137 集中式公寓开业规模排行榜 .....	85
图表 138 2021 年上半年长租公寓品牌传播力榜单前 10 名 .....	85
图表 139 2021 年上半年长租公寓发展指数前 10 名 .....	86
图表 140 长租公寓品牌背景分类 .....	87
图表 141 2020 年与 2019 年相比, 毕业生能接受租金范围的比例变化 .....	87
图表 142 疫情期间租客对租住空间不满意的地方 .....	87
图表 143 某长租公寓企业某项目的开发成本构成 .....	88
图表 144 某长租公寓企业某项目装修成本构成 .....	88
图表 145 某长租公寓企业某两个项目的改造成本构成 .....	88
图表 146 万科基于采筑平台解决供应链痛点 .....	89
图表 147 万科泊寓标志性产品线 .....	90
图表 148 典型项目发展模式与特点 .....	90
图表 149 深圳南头古城改造平面 .....	91
图表 150 深圳南头古城泊寓 .....	91
图表 151 北京成寿寺泊寓集体土地出租模式 .....	91
图表 152 成寿寺泊寓项目平面图 .....	92
图表 153 社区空间 (城市客厅) 各模块分布 .....	92
图表 154 万科战略转变意义 .....	93
图表 155 国内房地产行业演变历程及典型优势企业 .....	94
图表 156 万物云股权结构 .....	95
图表 157 万物云对标头部上市物企经营情况 .....	95
图表 158 万物云对标头部上市物企估值表 .....	96
图表 159 万科商业及印力板块盈利预测及估值 .....	97
图表 160 万纬物流盈利预测及估值 .....	98

# 1 开发端业绩承压领跑，前三阵营保持稳中有升

## 1.1 营收：规模稳增，基本面向好，前瞻深耕四大城市群

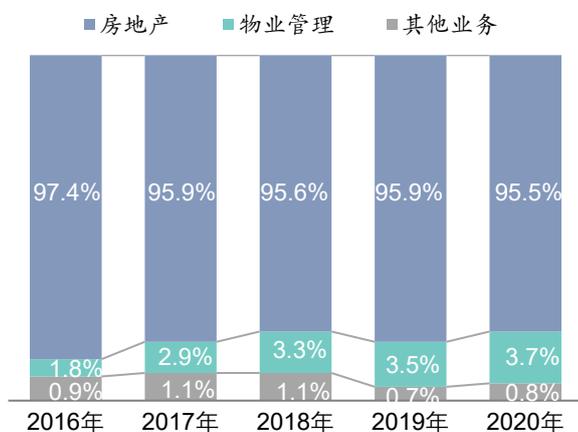
**公司整体业绩基本面向好，营收增速连续三年稳健增长。**公司自2016年首次跻身《财富》“世界500强”榜单，已经连续6年上榜，2020年位列第160位，此前分别位列榜单第356、307、332、254、208位。公司2020年营业收入4191.1亿元，同比增长13.92%，相对于2014年和2017年的两次营收增速低谷，2020年遭受新冠肺炎疫情下营收增速回调幅度较小，反映了公司稳健的经营风格。在公司收入贡献构成中，开发业务占比仍居首位达95.5%，物业部分较往年稳步提升至3.7%；其他业务占比为0.8%，与2018年相比有所下降，原因在于万科2019年开始“收敛聚焦，巩固提升基本盘”。值得注意的是，2020年开发业务仍然实现了销售金额7041.5亿元，同比增长了11.6%，疫情期间仍保持两位数增长实属不易。

图表 1 万科营业总收入及同比增速 (亿元, %)



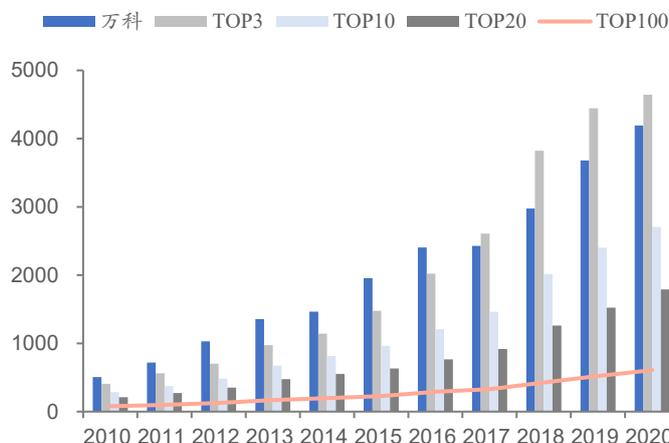
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司收入贡献构成 (按业务占比)



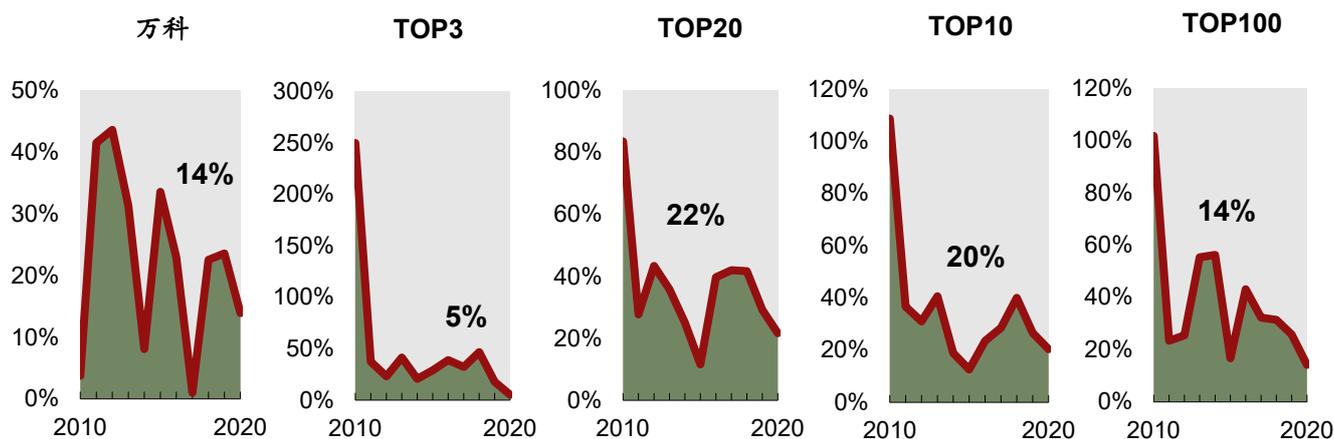
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 十年营业收入 (亿元)：万科 VS. 行业平均



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司营收同比增速：万科 VS.行业平均

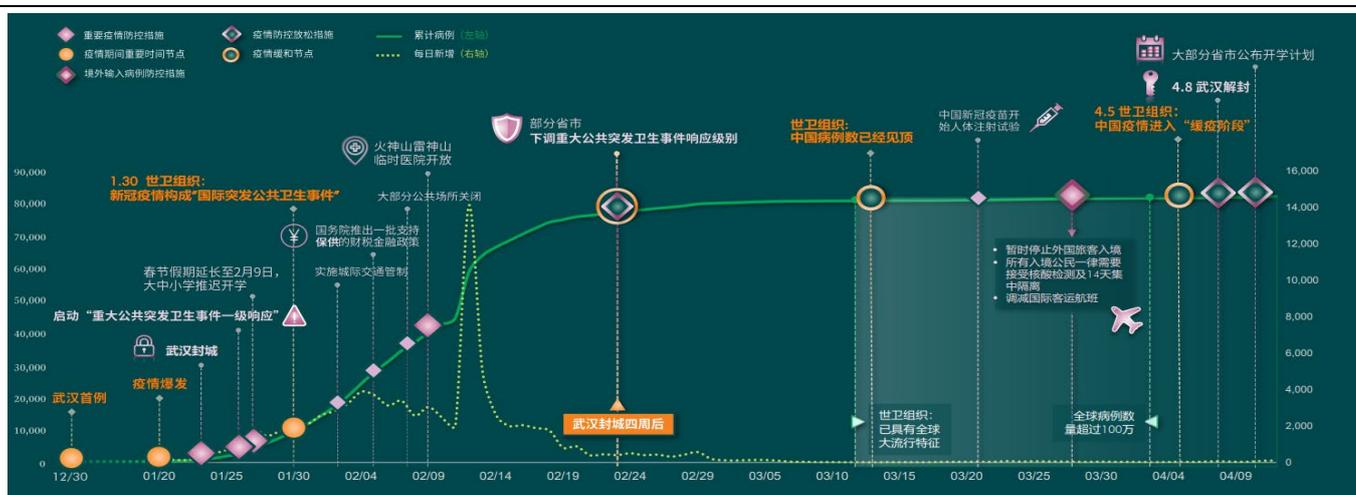


资料来源：wind，华安证券研究所

备注：图中红色增速为2020年营收同比增速；TOP3、TOP10、TOP20和TOP100营收同比增速均为平均值

**抗击新冠病毒卓有成效，房地产行业表现强劲韧性。**2020年中国成为全球唯一实现正增长的主要经济体。在全年社会消费品零售总额下降3.9%的前提下，固定资产投资增长2.9%，其中房地产开发投资增长7%，其占固定资产投资比重升至27.3%的历史高位。出于疫情防控需求，居民在住所，包括自有住房和租赁住房，所停留的时间占比最高的一年，随之催化出全新的“居住刚需”，如居家办公的需求、对品质物业的需求、社区1km内的社交、零售需求、对大健康的需求，新冠肺炎疫情的发生将这些之前被市场忽略的需求从幕后走到台前。对于“一根筋”去做好产品、好服务的万科而言是利好消息，万科产品竞争力、对客群的分析 and 敏锐度都处于行业前列。如万科2020年业绩交流会中，董事长郁亮分享了万科对客群口味变化的调研。结果显示，7%客户认为在家时间变长，因而对居住空间的需求有较大变化；90%客户存在居家办公的需求，所以对家里的空间安排和布置提出了新的要求；74%客户有在家健身的需求，83%的客户希望社区里有健身步道和运动设施；58%的客户认为社区1公里的配套成为基本需求，社区商业配套的重要性超过户型的南北通透。

图表 5 国内新冠肺炎疫情发展时间表（截至2020年4月）



资料来源：世邦魏理仕研究部，wind，华安证券研究所

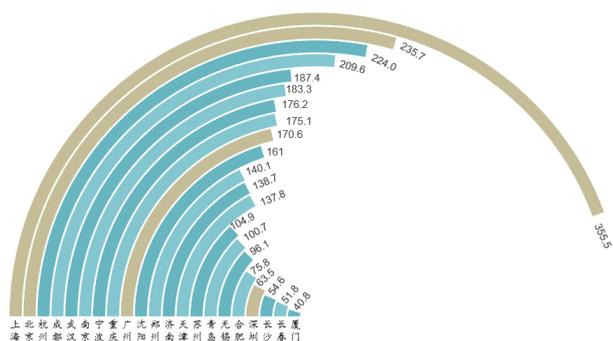
## 1.2 销售：疫后韧性超预期，行业集中度加速提升

**疫后房企销售超预期，行业集中度加速提升。**2020年万科在全国商品房市场的份额约4.03%，多年保持稳健水平，行业TOP20集中度从2016年25.2%提升至2020年41.0%。在市场扩容的前提下，万科稳居前三阵营，主要得益于之前累积的规模优势、品牌认可度和注重科学管理与时俱进。

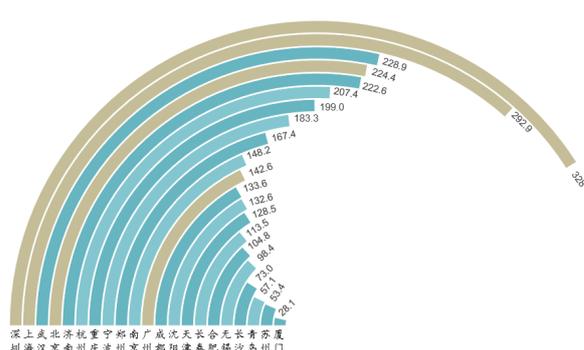
**从重点城市销售额来说，万科占据行业龙头优势不变。**1) 总体实力前列，在43个城市的销售金额位列前三，市场占有率达4.03%。2) 龙头城市拉开差距，万科在23个城市销售市占率达第一位，其中包括上海、成都、苏州、西安、合肥、福州、南昌、沈阳、长春、大连、东莞、中山等重点城市；在14个城市销售市占率排第二位，其中包括天津、南京、宁波、郑州、无锡、昆明等重点二线城市；在6个城市市占率排名第三位，其中包括北京、杭州、广州、重庆、贵阳和漳州。在个别城市万科展现出绝对统治力，如上海2020年销售额达355.5亿元，较2019年328亿元的销售量仍有8.4%的增速，在房地产一线调控政策收紧和新冠疫情影响的背景下实属不易。

**分城市能级来说，万科仍在多个城市具有“统治力”。**受2020年疫情和政策调控影响，万科在一线城市里仅上海保持了市占率上升，北京市占率有所下降但是排名同比2019年上升了3位进入TOP4。深圳是排名下滑比较严重的，全口径销售额从2019年328亿缩水成2020年63.5亿。**万科一线市占率总体缩水主要原因在于：**a) 2019年是货值消化大年，导致2020年供应量不足；b) 2020年货值结构有所调整，因为限购等原因万科转向培养去化率高且政策没有那么严苛的二线城市，如成都、沈阳市占率上升至首位，苏州2020年市占率排位上升了12位，长沙市占率上升7位，青岛市占率上升至前4位。其他TOP10房企采取的策略也类似于万科，如2020年融创和保利在北京的市占率排名分别下滑6名和11名，在苏州的市占率排名都有大幅提升，名次都上升了20名及以上；除中海以外，本文统计的万科、融创、保利、华润和金地都在环长三角的二线城市区域守住了基本盘，且在个别城市市占率名次较2019年都有较明显的提升。

图表 6 公司 2020 年在重点城市销售额 (亿元)



图表 7 公司 2019 年在重点城市销售额 (亿元)



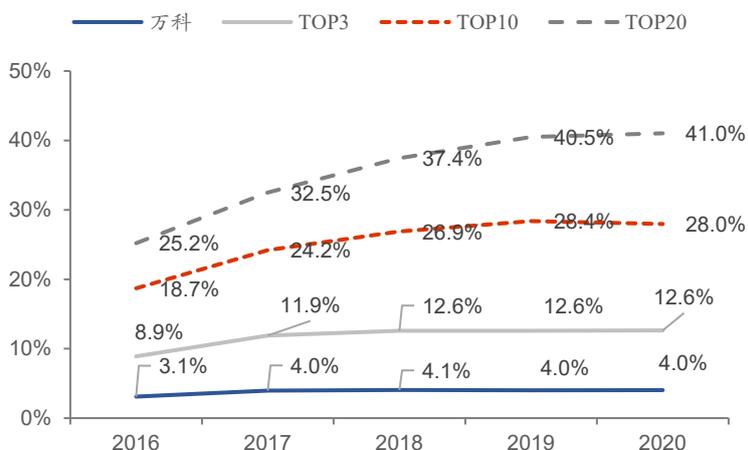
资料来源：克而瑞，wind，华安证券研究所

备注：上述 21 城销售额统计口径统一为全口径（仅苏州为权益口径）；仅统计商品房销售数据，其中包括普通住宅和酒店式公寓，不包含商业、办公、安置房等；无锡商品房住宅备案数据不包括江阴、宜兴和未备案数据；重庆仅统计主城九区

资料来源：克而瑞，wind，华安证券研究所

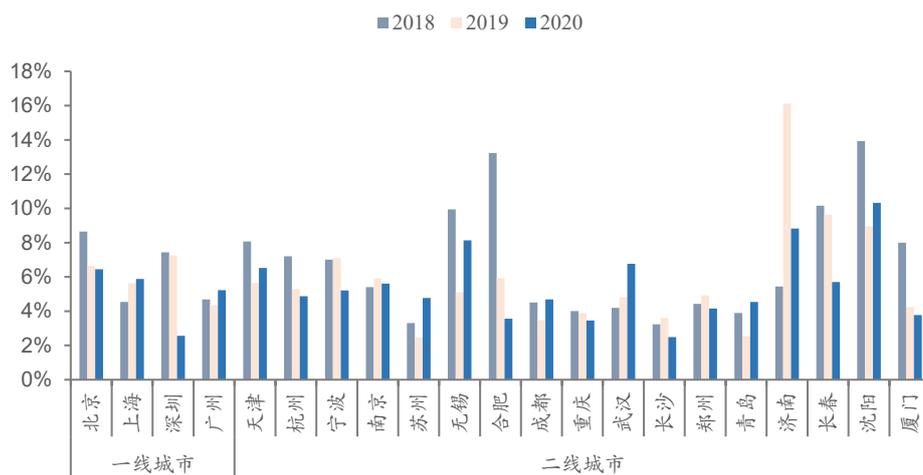
备注：上述 21 城销售额统计口径统一为全口径（仅苏州为权益口径）；仅统计商品房销售数据，其中包括普通住宅和酒店式公寓，不包含商业、办公、安置房等；无锡商品房住宅备案数据不包括江阴、宜兴和未备案数据；重庆仅统计主城九区

图表 8 近五年市占率 (%)：万科 VS. 行业



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 2018 年~2020 年万科在各重点城市中的市占率



资料来源：wind，CRIC，华安证券研究所

备注：城市选取的是供地“两集中”的城市名单，其中福州的数据缺失，故统计 21 城数据；仅统计商品房销售数据，其中包括普通住宅和酒店式公寓，不包含商业、办公、安置房等；仅苏州是销售权益口径，其余城市都是销售全口径计算市占率；无锡商品房住宅备案数据不包括江阴、宜兴和未备案数据；重庆仅统计主城九区

图表 10 2020 年主流房企在各城市中的市占率排名及同比变动

城市	万科	融创	保利	华润	金地	中海
北京	4 ↑3	24 ↓6	16 ↓11	5 ↑3	7 ↑7	2 =
上海	1 ↑1	3 ↓1	7 ↑5	10 ↑13	6 =	4 ↓1
深圳	16 ↓15	>20	>20 =	2 ↓1	>20 =	5 ↑15+
广州	4 ↓2	10 ↑	1 =	20 =	>20 ↓10+	9 ↓5
天津	2 =	1 =	5 =	>20 =	10 =	8 =
杭州	4 ↓1	2 ↑2	8 ↓2	>10 =	>10 ↓3+	>10 =
宁波	2 ↓1	10 ↓1	16 ↑5+	15 ↑6+	19 ↑2+	>20 ↓18+
南京	2 =	10 ↑10+	5 ↑5	>10 ↓	1 ↑3	>10 ↓10+
苏州	8 ↑12	4 ↑20	10 ↑20+	>10 =	>10 =	9 ↓2
无锡	2 =	1 =	>10 =	5 ↓1	>10 =	10 ↑1+
合肥	7 ↓6	4 ↓2	6 ↑1	>10 =	>10 =	>10 =
成都	1 ↑1	9 ↓5	2 ↑5	>10 =	>10 =	5 ↑4
重庆	4 =	1 =	16 ↓9	17 =	18 ↓1	25 ↑6+
武汉	3 ↓1	1 ↑10+	4 ↓3	5 ↓1	>10 =	>10 =
长沙	12 ↑7	15 =	4 ↓2	>30 =	28 =	3 ↑8+
郑州	2 =	5 =	9 ↓2+	>10 =	>10 =	>10 ↓3+
青岛	4 ↑2	1 =	>10 =	>10 ↓	>10 =	>10 =
济南	3 ↓1	1 =	>10 =	6 ↑2	>10 =	2 ↑1
厦门	10 ↓3	>10 ↓1+	4 =	>10 =	>10 =	7 ↑4+
长春	3 ↓2	4 ↓5	5 ↓3	13 ↓9	6 ↑5+	2 ↑1
沈阳	1 ↑1	>10 ↓5+	7 ↓1	4 ↓1	5 =	6 ↓5

资料来源：克而瑞，wind，华安证券研究所

备注：城市选取的是供地“两集中”的城市名单，其中福州的数据缺失，故统计 21 城数据；仅统计商品房销售数据，其中包括普通住宅和酒店式公寓，不包含商业、办公、安置房等；仅苏州是销售权益口径，其余城市都是销售全口径计算市占率；无锡商品房住宅备案数据不包括江阴、宜兴和未备案数据；重庆仅统计主城九区；排名中 >10 或者 >20 位次的，如无超过 5 名次变化都记为“=”

**往后看，由于政府坚持“房住不炒”及“稳房价、稳地价、稳预期”的态度不变，头部房企对 2021 年的销售预期都比较保守，万科目标增速 12.7% 相对亮眼。**从统计的各主流房企在公司年报及公司公告中提及的销售目标增速可知，**1) 国进民退现象显著**，以万科、中海、华润、招商蛇口、金茂为代表的央企国企背景的开发商普遍对 2021 年增速预期较乐观 (>10%)，招商蛇口甚至给出了 18.7% 的销售目标增速。相比较而言，民企对销售目标增速整体中性偏悲观，规模较大的民企相对较为乐观，新锐民企则相对悲观。譬如和万科同列 TOP3 的恒大目标增速为 6.6%、碧桂园 9.35% (权益口径)。而前几年排名突飞猛进的闽系代表阳光城 2021 年目标增速仅为 0.9%，有着“小碧桂园”之称的中梁目标增速为 6.6%。**2) 较早切入多元化业务赛道的民企对销售目标增速的预期相差较大**，如较为乐观的龙湖给出了 14.6% 的目标增速，富力给出了 8.1% 的目标增速，但是新城控股仅仅给出了 3.1% 的目标增速。

图表 11 主流房企 2021 年销售目标增速

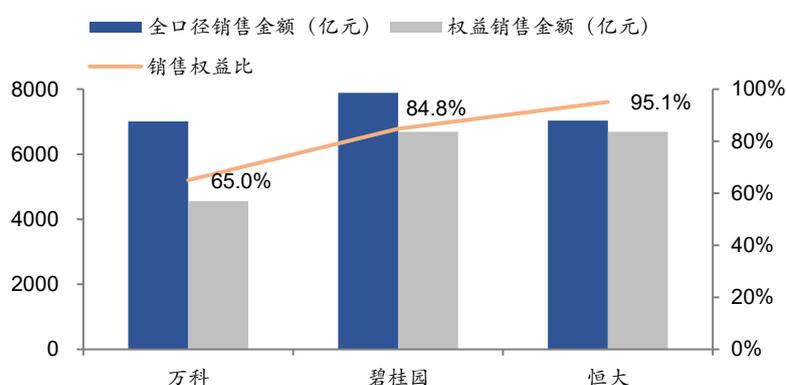
公司名称	2020 销售金额 (亿元)	2021 销售目标 (亿元)	目标增速 (%)
万科	7011	7900	12.7
中国恒大	7035	7500	6.6
碧桂园 (权益)	5706.6	6240	9.35
中国海外发展	3634	—	≥10
融创中国	5750	6400	11.3
龙湖集团	2706	3100	14.6
华润置地	2850	3150	10.5
世茂集团	3003	3300	9.9
新城控股	2522	2600	3.1
招商蛇口	2780	3300	18.7
富力地产 (权益)	1388	1500	8.1
旭辉控股集团	2310	2650	14.7
阳光城	2180	2200	0.9
金地集团	2426	2800	15.4
中南建设	2232	2500	12.0
中国金茂	2237	2500	11.8
中梁控股	1688	1800	6.6
金科股份	2235	2500	11.9
蓝光发展	1036	1150	11.0

资料来源：公司年报，公司公告，克而瑞，华安证券研究所

备注：除碧桂园和富力地口径是权益口径，其他公司都是全口径；中国海外发展仅在年报中提及超过 10% 的目标增速

**在房企销售权益比持续下降趋势下万科反升，权益利润改善可期。**万科、碧桂园、恒大 2020 年年内合同销售金额权益占比分别为 65%、85%、95%。在头部房企中，万科在销售权益比这部分的提升空间较大，且因万科并不存在通过合作项目间接降低表内负债以满足“三条红线”的刚需，因而可判断在未来越来越难获得较为优质土储的前提下，万科会减少合作项目比例，从而提高权益比。

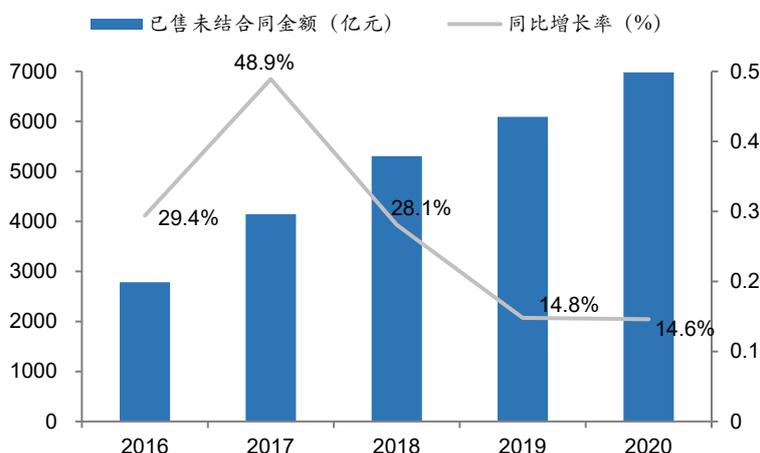
图表 12 2020 年房企销售权益比：万科 VS. 行业 TOP3



资料来源：wind，华安证券研究所

**未结算项目占比大，未来业绩确定性高。**2020 万科合并报表范围内有 4918.6 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约 6981.5 亿元，较上年末分别增长 14.7%和 14.6%。

图表 13 万科已售未结合合同金额及同比增速 (亿元, %)

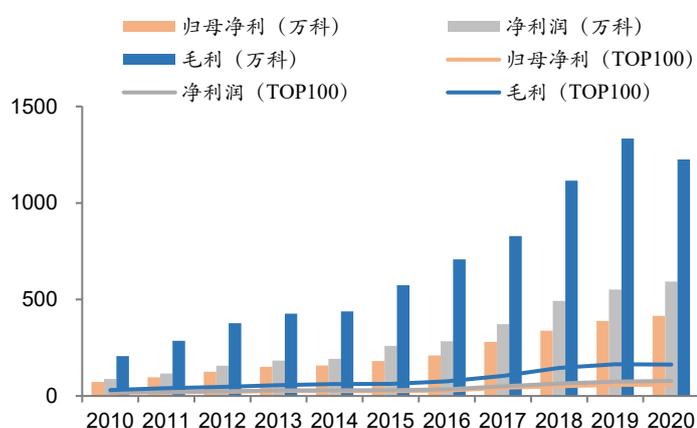


资料来源: wind, 华安证券研究所

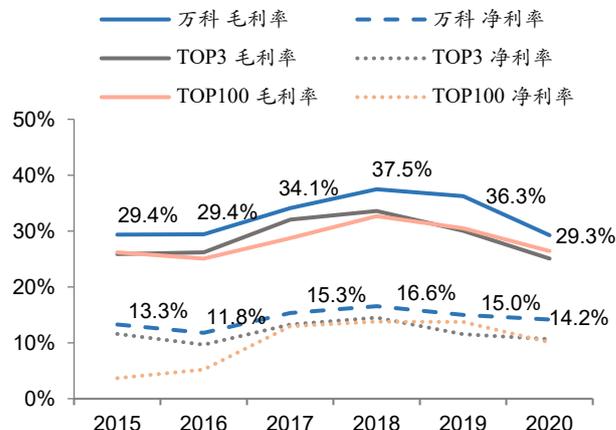
### 1.3 利润：承压领跑行业，“内外兼修”或持续恢复

**行业毛利率探底，后期万科净利率有望得到修复。**2020 年万科总体毛利率 29.3%，净利率 14.2%，分别同比下降 7.0 pct 及 0.8 pct。万科房地产相关业务的毛利率为 22.6%，同比下降 4.6 pct。公司全面摊薄净资产收益率为 18.5%，较 2019 年下降 2.2 pct。开发业务毛利率水平与 TOP50 房企的平均值基本持平，下降主要原因在于：1) 宏观环境导致地产开发业务成本大幅上升，同比增长 26.2%，大幅超过地产开发收入 13.8%的增速；2) 2017 年~2018 年由于市场热情高涨，土地溢价率高企，该阶段获得的土地转化货值集中在 2020 年进入结算周期，恰逢多地刚好执行限价调控政策，因而面粉价格逼近面包价格，导致毛利空间缩减。

图表 14 归母净利、净利润、毛利 (亿元)：万科 VS.行业 图表 15 毛利率、净利率 (%)：万科 VS.行业



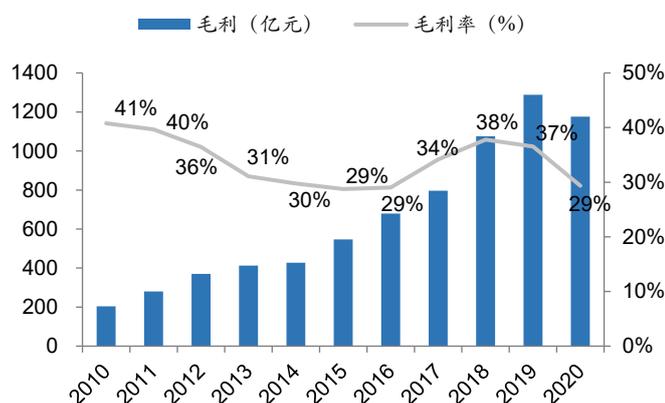
资料来源: wind, 华安证券研究所



资料来源: wind, 华安证券研究所

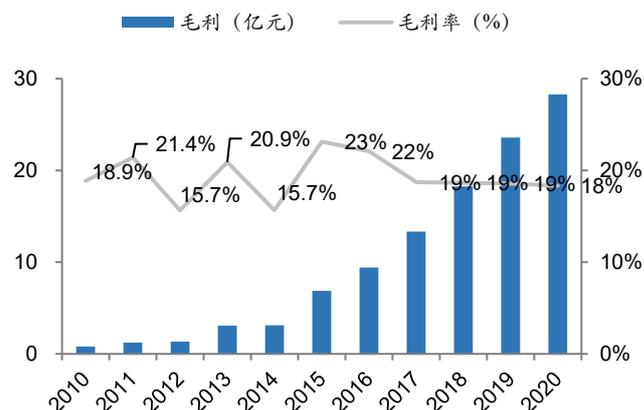
**往后看, 万科总体净利率有望得到修复**, 原因在于: 1) 疫后销售费用有望降低。由于新冠疫情因素, “三费”中销售费用同比增长 17.6%, 因疫情催化各家头部开发商开始大笔投入扩大网络销售渠道, 如各类营销类 APP 和小程序来获取私域流量。根据乐居财经估计, 30% 成为线上营销天花板, 私域流量达到 30% 临界点后需要从公域流量中引流, 之后获取流量的成本将呈几何级增长。以万科的 e 选房为例, 2018 年上线, 兼有 app 和微信端口, 2020 年趋于完善因此在此基础上可推断万科 2021 年销售费用有望下降。2) 2019 年土地市场热度下降明显, 土地底价成交和流拍现象明显增加, Q4 住宅类用地平均溢价率下降至 8.6%。根据结转周期推算, 2021 年将有一部分地价较低的住宅入市, 且 2021 年万科重仓的一二线城市及各大城市带的外溢三四线城市一手房销售较为火爆, 这部分去化率高, 回款速度可以有保证, 因而开发业务毛利率会得到修复。3) 随着开发业务竣工交付量上升, 物业管理业务因规模效应带来的降本效应增加, 加之科技加持在降本基础上增效, 会使得这一部分毛利有望提升。

图表 16 公司房地产业务毛利与毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司物业管理业务毛利与毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 土储“广积粮、高筑墙”，“两集中”竞争加剧

### 2.1 土储质与量齐头并进，兼并重组抄底机会重现

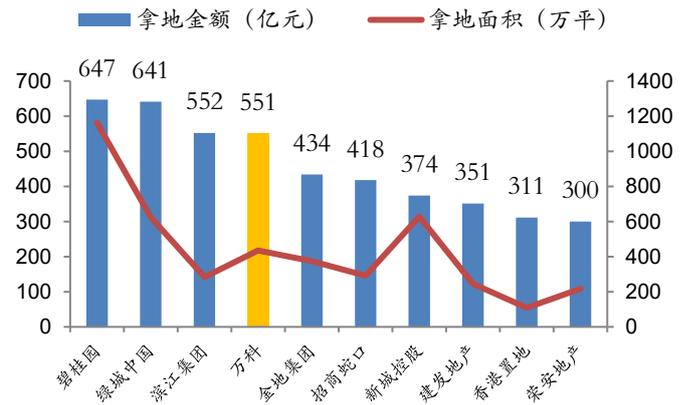
**万科土储呈现质、量俱优，分布较为集中的特点。**1) **在手资源丰富，可满足未来三年发展需求。**新获取项目总规划建面达 3366.5 万平方米，其中权益规划建面为 2058.8 万平方米，权益地价总额为 1381.5 亿元，占销售金额比例约为 20%，权益比例达到 63%；新获取的项目的平均地价是 6710 元每平方米，占销售均价比例约为 44%。分区域的权益拿地金额，由高到低排序，分别是上海区域 35%、南方区域 14%、北方区域 20%、中西部区域 14%、西北区域 7%。2) **布局重点城市群，**万科 2020 年新获取的项目 86.6% 位于重点城市群。从四大城市群分布来说，万科在除京津冀以外的三大城市群 2020 年新增土储货值都进了前十，其中粤港澳大湾区拿地金额 302 亿元，仅次于保利屈居第二位；长三角地区拿地金额 551 亿，位居第四；中西部地区拿地金额 280，位居第 9 位。3) **从历史看新增土储增速放缓，**土储新增计容面积从 2019 年高点 3323 万平米回落至 2020 年 2364 万平米，同时货值 2020 年同比仅有 0.5% 增长。平均地价有所提高并非来自土地市场的火爆，而是万科主动改善了土地布局，加码重点城市群比例。

图表 18 2020 年粤港澳大湾区拿地金额 TOP10 房企



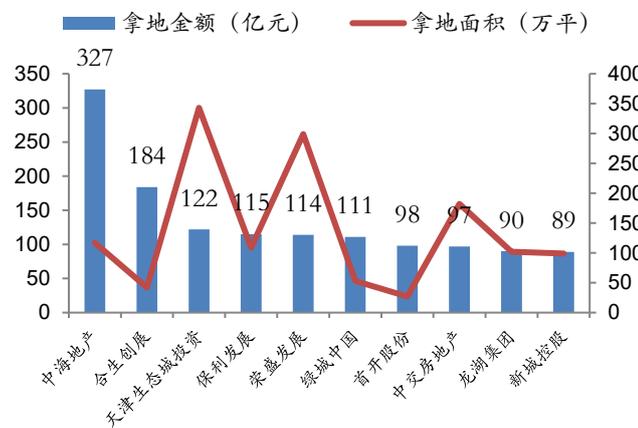
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 19 2020 年长三角拿地金额 TOP10 房企



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 20 2020 年京津冀拿地金额 TOP10 房企



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 21 2020 年中西部拿地金额 TOP10 房企



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 22 近 5 年公司新增计容建面及同比增速



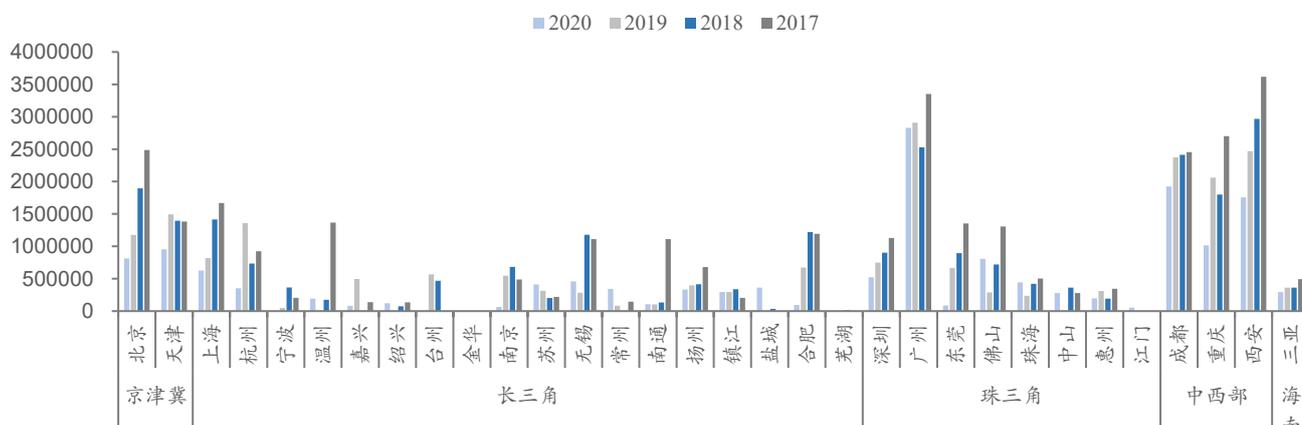
资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 23 近 5 年公司新增土储金额及同比增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 24 2020 年年末土地储备量 (平方米)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

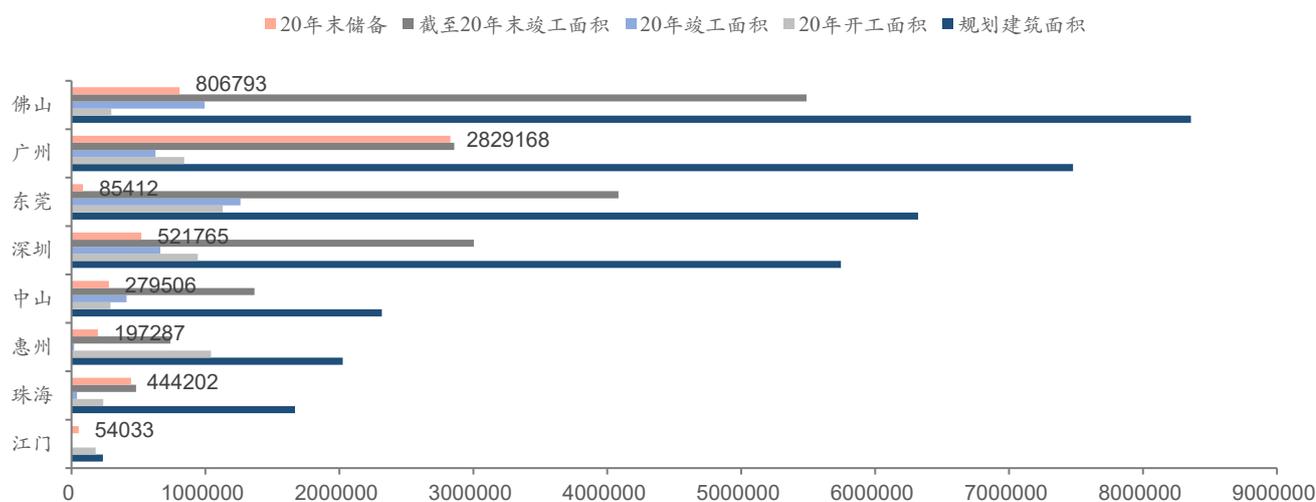
**《粤港澳大湾区发展规划纲要》落地，万科重仓广州、佛山、东莞、深圳。**2020 年《全球创新指数报告》首次将深圳、广州与香港合并形成“深圳—香港—广州创新集群”，在以 PCT 国际专利申请量和科学出版物为核心评价指标的科技集群中排名全球第二。《粤港澳大湾区发展规划纲要》的发布，也极大刺激各房企拿地积极性。2020 年大湾区内地城市共成交 7838 万平方米土地，同比增长 41.1%，其中万科拿地 278 万平方米，占比 3.55%。截至 2020 年末，万科在大湾区各城市规划计容建面排序分别为：佛山 835.8 万平方米、广州 747.7 万平方米、东莞 632.15 万平方米、深圳 574.4 万平方米、中山 231.7 万平方米、惠州 202.5 万平方米、珠海 166.9 万平方米及江门 23.4 万平方米。

图表 25 2020 年各经济体或跨境地区排名 TOP5 的科学技术集群

GII 集群排名	集群名称	经济体	与 2019 年比较名次变化
1	东京—横滨	日本	0
2	深圳—香港—广州	中国	—
3	首尔	韩国	0
4	北京	中国	0
5	加利福尼亚圣何塞—旧金山	美国	0

资料来源：《2020 年全球创新指数》(GII 2020)，华安证券研究所

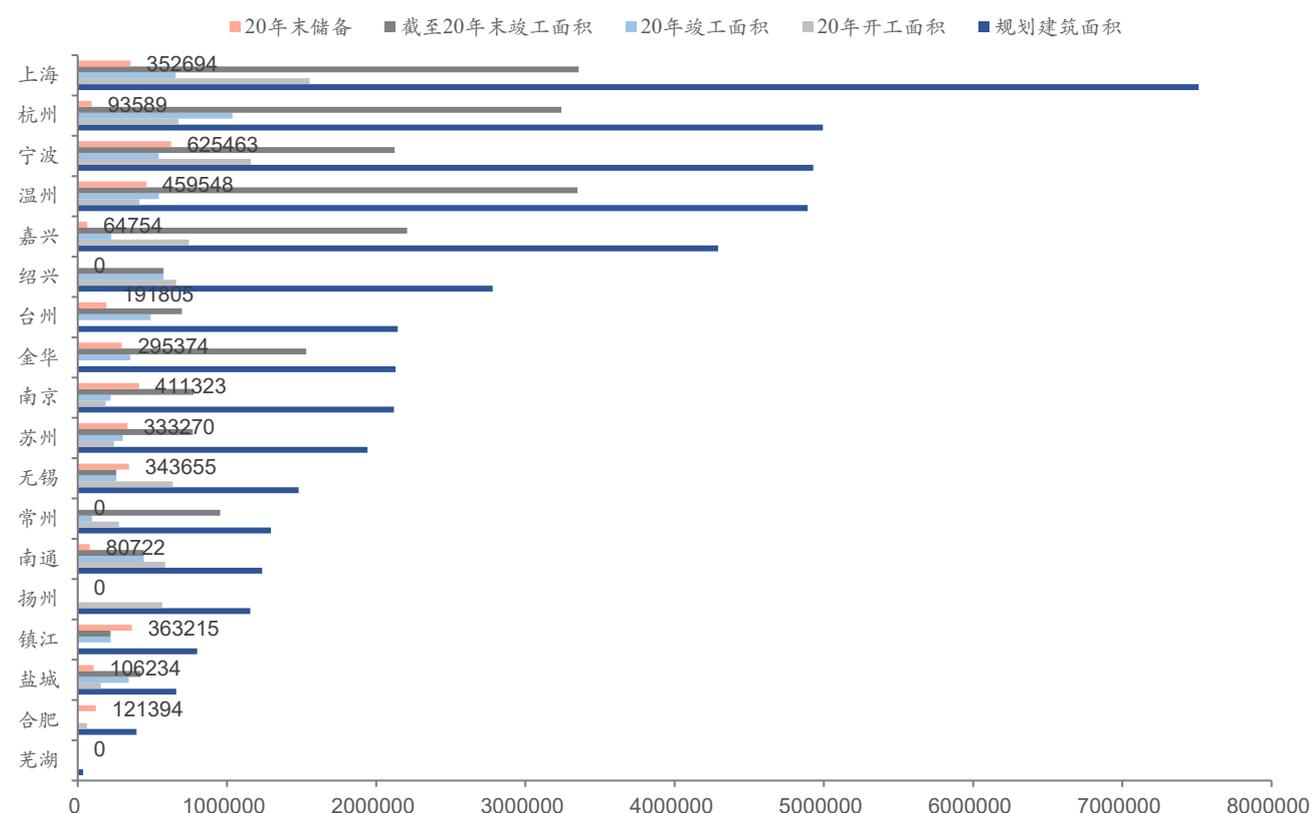
图表 26 万科 2020 年粤港澳大湾区区域部分城市开发情况 (平方米)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

备注：排序根据各城市规划建筑面积，其中江门 20 年竣工面积及截止 20 年末竣工面积为 0

图表 27 万科 2020 年长三角区域部分城市开发情况 (平方米)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

备注：排序根据各城市规划建筑面积，其中绍兴和常州 20 年末储备为 0，金华和台州 20 年开工面积为 0，合肥 20 年竣工面积和截止 20 年末竣工面积为 0，扬州和芜湖 20 年竣工面积、截至 20 年末竣工面积和 20 年末储备都为 0

**长三角区域一体化稳健加速，万科开发投资节奏稳健，坚持以上海为核心，围绕大都市圈空间圈层城市体系进行重点布局。**2020 年长三角区域疫情防控和经济社会发展卓有成效，在国内经济大循环和国内国际双循环的增长引擎作用下进一步发挥区域优势。2020 年长三角“一市三省”共完成房地产开发投资 3.63 万亿元，占全国总投资额 25.7%。其中以上海、杭州、南京、合肥为代表的核心城市及以宁波、徐州、无锡、扬州代表的二线城市在 2020 年下半年强势复苏。截止 2020 年末，万科在长三角区域各城市规划计容建面排序分别为：上海 751.1 万平方米、杭州 499.4 万平方米、宁波 492.9 万平方米、温州 489.1 万平方米、嘉兴 429.2 万平方米、绍兴 278.1 万平方米、台州 214.5 万平方米、金华 212.9 万平方米、南京 211.9 万平方米、苏州 194.2 万平方米、无锡 148.1 万平方米、常州 129.4 万平方米、南通 123.6 万平方米、镇江 80.1 万平方米、盐城 66.1 万平方米及合肥 39.4 万平方米。

基于贝壳研究院的预测，2021 年全国存量房市场整体成交套数接近 2020 年水平，成交金额同比小幅增长，受政策调控影响，价格同比涨幅从 7% 收窄到 5% 左右。分不同城市群看，珠三角和长三角区域仍然是“当红炸子鸡”，2020 年 12 月珠三角、长三角城市群景气指数分别为 47、46，代表市场景气；同时成渝及京津冀城市群景气指数分别为 19、16，代表市场低迷。**综上万科现有土储重仓的粤港澳大湾区和长三角城市群市场热度保持高昂，向后看虽然可能存在政策收紧收窄房价涨幅的预期，但是这一区域的去化率是非常可观，在 2021 年城市内部市场分化及存量化程度加深背景下，万科将获得足够优势**

图表 28 2020 年 1~12 月贝壳 35 城景气指数及不同城市群近期指数变化

日期	35 城景气指数	珠三角城市群	长三角城市群	成渝城市群	京津冀城市群
2020 年 1 月	28	46	31	20	14
2020 年 2 月	24	41	25	21	10
2020 年 3 月	28	45	32	20	13
2020 年 4 月	29	44	33	19	16
2020 年 5 月	27	41	31	20	17
2020 年 6 月	26	43	30	20	14
2020 年 7 月	27	49	31	20	13
2020 年 8 月	26	44	32	21	13
2020 年 9 月	25	41	31	20	12
2020 年 10 月	26	40	33	18	12
2020 年 11 月	28	43	37	18	13
2020 年 12 月	33	47	46	19	16

资料来源：贝壳研究院，华安证券研究所

备注：贝壳 35 城包括：北京、上海、广州、深圳、成都、大连、东莞、佛山、杭州、合肥、济南、南京、青岛、厦门、沈阳、石家庄、苏州、天津、无锡、武汉、西安、烟台、长沙、郑州、重庆、长春、昆明、南昌、宁波、哈尔滨、南通、惠州、廊坊、中山、太原；景气指数 < 20 代表市场景气度为低迷，景气指数 20~40 代表市场景气度为平稳，景气指数 > 40 代表市场景气度为景气

**行业出清时期，借高杠杆房企债务危机，万科充当白衣骑士低价收购资产包达成双赢。**继 2017 年收购广信 551 亿资产包和 2020 年 7 月战略投资泰禾后，万科在 2021 年上半年相继收购多个蓝光地产优质项目和华夏幸福位于南京的项目。其中蓝光成都天府黑钻项目是定位天府新区的 TOP 系列产品，华夏幸福的“孔雀城上元府”是 2016 年南京地王项目，处于基本竣工未售阶段。这些项目区位极佳，能保证销售去化率和回款速度，因而属于成功的“抄底”。

图表 29 万科 2021 年收购部分资产包详情

资产包 出让方	公司主体	收购项目	项目建筑面积 (万平方米)	项目进程	收购权益	收购时间
蓝光发展	无锡和骏房地产有限公司	常州牡丹蓝光晶曜	20.47	已售	34.3%	2021.5.27
	无锡和骏房地产有限公司	常州蓝光黑钻	22.68	在售	26.8%	2021.6.26
	温州新蓝置业有限公司	温州蓝光·月映澜堂项目	11.60	已售	100.0%	2021.7.2
	成都鼎骏置业有限公司	四川天府黑钻项目	6.69	未售	100.0%	2021.7.12
	石家庄蓝光雍锦房地产开发有限公司	石家庄雍锦府建设项目	12.49	未售	100.0%	2021.6.3
华夏幸福	南京裕融置业有限公司	南京孔雀城上元府	34.45	未售	100.0%	2021.7.21

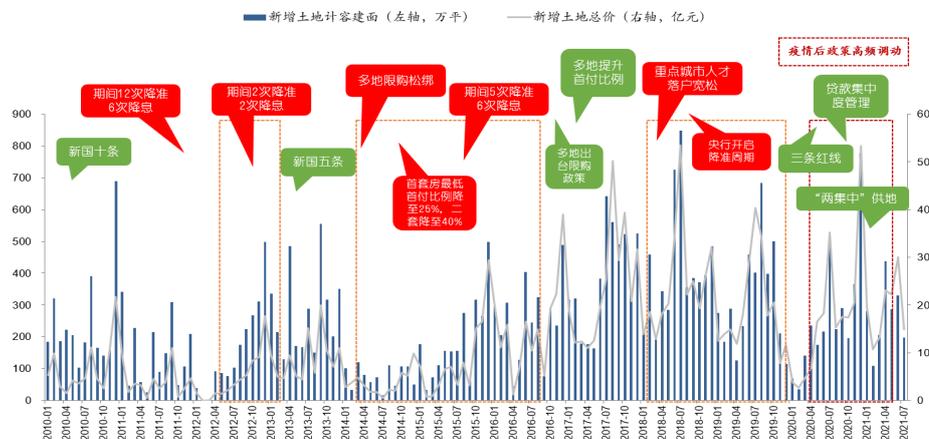
资料来源：wind，地方公共资源交易服务中心，地方自然资源规划局，安居客，企查查，华安证券研究所

## 2.2 “两集中”加速洗牌，弱化行业周期波动

**供地“两集中”政策出台背景是：**1) 党的十九届五中全会和中央经济工作会议对住宅用地供应工作提出明确要求，并特别强调要做好租赁住房用地保障工作；2) 自然资源部党组书记陆昊亲自部署贯彻落实措施，提出住宅用地信息公开、增加租赁住房用地、“两集中”同步出让等措施；3) 《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》指出“房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给，完善土地出让收入分配机制，探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房，完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。”

**“两集中”政策具体指：**针对 22 个重点城市实施“两集中”同步公开出让，1) **集中发布出让公告：**原则上发布出让公告全年不得超过 3 次，时间间隔和地块数量要相对均衡。首次公告时，应公布年度公告的发布时序安排；2) **集中组织出让活动：**同批次公告出让的土地以挂牌方式交易的，应确定共同的挂牌起止日期；以拍卖方式交易的，应连续集中完成拍卖活动。

图表 30 调控政策作用下万科当月新增计容建面和土地总价走势 (万平, 亿元)



资料来源：wind，各级政府官网，华安证券研究所

**房地产业发展周期受政策影响显著，但纵观历次周期均有差异之处，当前政策高频调整以致熨平周期，具体表现为：**1) 短期管控重点是“降杠杆”，包括从需求端及房企端两方面入手控制杠杆，相应政策包括“三条红线”“贷款集中度管理”和“四限”政策等等；2) 从长效机制来看会增加热点城市的土地供应量同时出台更合理的土拍政策对土地市场降温来“稳预期”。

为了更好区分两集中供地 22 城特点，本文根据“四限”等政策的严苛程度将 22 城分为刚性限价城市和弹性限价城市。其中北京、上海、深圳、杭州、南京、宁波、成都、郑州、长沙、济南和厦门属于刚性限价城市，天津、苏州、无锡、合肥、重庆、武汉、青岛、福州、沈阳和长春属于弹性限价城市。

首批“两集中”供地二十二城政策梳理见图表 31，值得关注的为以下四点：

- 1) **各城市实行的土拍新规延续“因城施策，一城一策”的风格**，时间排序在后面的城市倾向于学习优秀城市的土拍新规，非二十二城的热门城市也存在“抄作业”现象，如西安“330”新政中明确提到，“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”，首轮供地共成交 20 宗土地，包括 9 宗安置房用地、1 宗共有产权房用地、1 宗商服用地，2 宗用地须配建公租房，纯宅地较少。
- 2) **竞配建成“标配”**，除重庆、沈阳、武汉、青岛外所有城市都提到了竞配建规定，如杭州规定“除人才租赁用地外，均设置最高地价，触顶后竞配建与养老服务用地”；**“两集中”土拍新政趋严**，以土拍时间靠后的上海为例：a) 在限价竞价基础上添加“一次报价规则”：设置地块起始价、中止价和最高报价。b) 在延续原有自有资金证明基础上强调“同一申请人”规则：同一申请人只能进行一次交易申请(含联合申请)，堵上了房企套用马甲参与土拍的漏洞。c) 加强出让履约监管，防止“围标”现象。
- 3) **刚性限价城市的土拍新规普遍比弹性限价城市严格，刚性城市更关注“限价”，弹性城市则更专注竞买人门槛、保证金缴纳等细节**。譬如弹性限价城市中的长春则是唯一一个规定竞买人须为 2020 年《财富》杂志世界前 500 强前 100 强排行榜企业或拥有实际控制权的企业；刚性限价城市中的北京是九城中最为严苛的城市，北京首次引入房屋销售价格引导机制，出让地块全部限制价格天花板。
- 4) **其余政策配合“两集中”土拍新规形成组合拳，基本形成了以“三稳”为目标，以住宅、土地、金融、财税政策和市场行为规制为政策工具的房地产调控长效机制**：a) **“四限”普及，即限购、限价、限售、限贷**，作为楼市调控常见基础手段，上海、西安、合肥等 24 城市相继实行“四限”；b) **二手房指导价政策的普及**，作为楼市调控进阶手段，以北京、上海、成都为代表的七城开启二手房指导价；c) **共有产权房政策的普及和规则细化**，2021 年 7 月 10 日《南京市共有产权性住房交易实施细则》落地，规定共有产权人自首次购买产权满 5 年可入市交易，共有产权房作为作为楼市调控补充手段，一般与经适房、人才房等保障房搭配使用，其中成都把经适房与限价房将并轨管理，统一为共有产权房；d) **各大银行因贷款集中度管理下半年针对二手房的贷款门槛变高**，事实上银行没有暂停或停止二手房的房贷，而是因贷款额度紧张，导致房贷资格获取难度增大，以及部分房贷审核时间延长。作为楼市调控杀手锏，直接锁住了二手房交易流动性。

图表 31 首轮“两集中”供地 22 城政策梳理

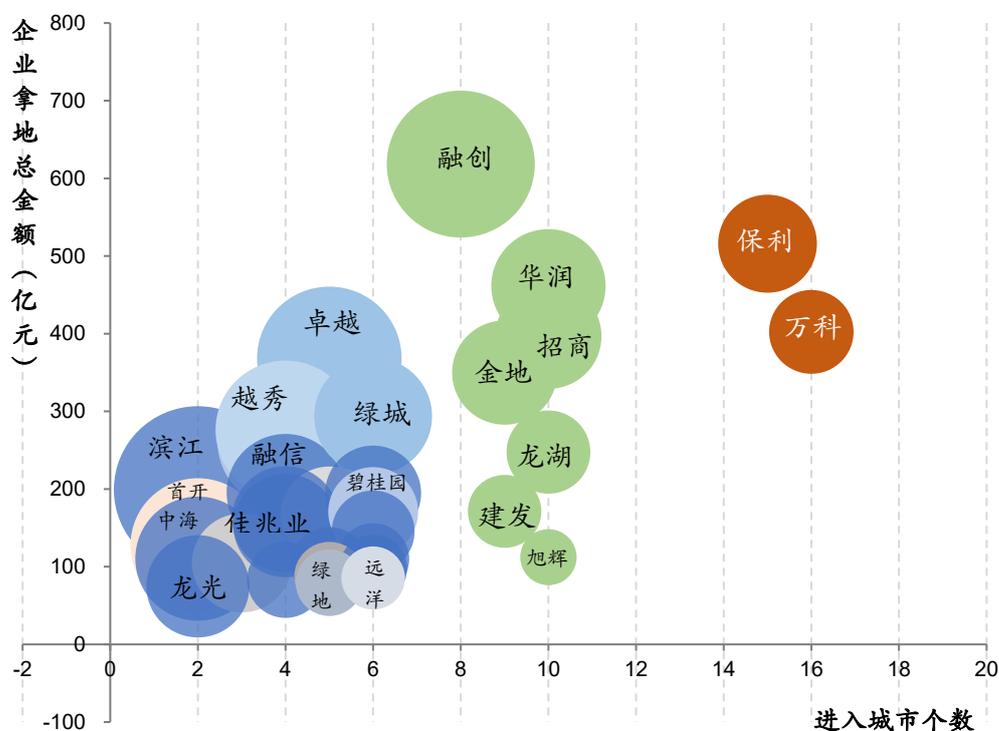
城市	土拍新规	最高溢价率	提出时间
长春	设置最高限价+竞配建租赁住房	——	2021/3/15
广州	最高限制地价，当报价达到最高限制地价后，竞买方式转为竞配建政府性房源（公共租赁住房），当有两个或两个以上竞买人报出竞配建政府性房源建筑面积 7200 平方米后，停止网上竞价，改为摇号确定竞得人	——	2021/3/30
无锡	一家房企(母公司其他下属控股子公司)只能报名一块地，如有违反，将取消拍地资格一年；触顶后摇号或者竞配租赁住房；最高限价+限制竞拍次数	——	2021/3/5; 2021/3/29
重庆	土地溢价率 50% 以上，1 个半月内付清全款；50% 以下，3 个月内付清全款(基于资金端把控，限制土地出让的资金回笼时间)；竞买保证金不得低于土地出让起始价的 20%	——	2021/4/21
杭州	溢价率达到 30% 时锁定限价，转入竞报自持比例（之前是 50%）；限房价、竞自持、竞配建	30%	2021/2/28
北京	6 宗地被设置“政府持有商品住宅产权份额 20%”竞拍规则；首次引入房屋销售价格引导机制（出让地块全部限制价格天花板）；根据地块优质程度一地一策、个性化调整；限房价，竞高标准商品住宅建设方案，部分地块竞报政府持有商品住宅产权份额、公共租赁住房面积；16 宗宅地“套内 7090”	——	2021/3/31
天津	限地价，竞自持租赁面积	50%	2021/3/31
深圳	除南山宗地外，采取 限地价、限房价、竞地价、竞配建“双限双竞”；增加公共住房配建的比例和要求	45%	2021/4/14
福州	13 幅宅地均采用“限地价、控房价”；部分地价达到最高限价后将进行竞自持社会租赁住房建筑面积；销售指导价	——	2021/4/15
青岛	达到最高限价后竞自持	——	2021/5/11
厦门	2 宗限房价、限地价、竞配建；3 宗限地价、竞配建；限竞拍次数	——	2021/4/23
南京	有最高限价；毛坯限价最高上涨幅度高达 3000 元/㎡；摇号地块的预售条件提高至工程总投资的 50%	——	2021/4/9
济南	限地价、竞配建	——	2021/4/23
宁波	首次出让未来社区、现房销售和配建租赁住房地块；竞价方式首次推出“限房价、限地价、竞自持租赁住房”；实现市区涉宅地块双限出让全覆盖（新包含奉化）	——	2021/4/29
长沙	取消熔断后简单抽签；土地限价地块达到最高限价，不限价地块溢价率达到 30% 时停止竞价，自动转为竞自持租赁住房建筑面积竞买；方式一：“限房价、限地价、摇号”；方式二：“限房价、限地价、竞自持、摇号”；	30%	2020/9/25; 2021/4/30
郑州	住宅用地可采用“限地价、竞自持”方式出让或熔断后摇号确定竞得人，报(竞)价首次达到出让起始价的 120%~130% 时熔断	20%~30%	2021/1/8
苏州	同一控制主体的公司不得同时参拍同一地块；土地资金来源必须为自有资金；限制严重失信企业参与土拍；一次报价	——	2021/5/21; 2021/4/27
上海	在限价竞价基础上添加“一次报价规则”：设置地块起始价、中止价和最高报价；在延续原有自有资金证明基础上强调“同一申请人”规则，同一申请人只能进行一次交易申请（含联合申请）；加强出让履约监管，防止“围标”现象	10%	2021/4/30
合肥	2021 年住宅用地公告供应量不得低于近五年平均完成交易量；年度计划中单列租赁住房用地，占比一般不低于 10%；价高者得+最高限价时转竞配建租赁住房+摇号；	——	2021/3/12; 2021/5/11
成都	所有宗地块都设置清水最高限价；房源无精装房或成品房发售；此前成都土拍规则多为价格触顶后，竞无偿配建，而本次集中土拍采用限房价，竞地价，多数竞自持（40 宗内仅 2 宗未设置竞自持）的方式出让；同时踩中“三条红线”或有严重失信情形的开发企业纳入竞拍黑名单。	——	2021/5/9; 2021/6/9

资料来源：各城市自然资源与规划局官网，华安证券研究所

备注：沈阳和武汉在首轮两集中供地中无推出新规

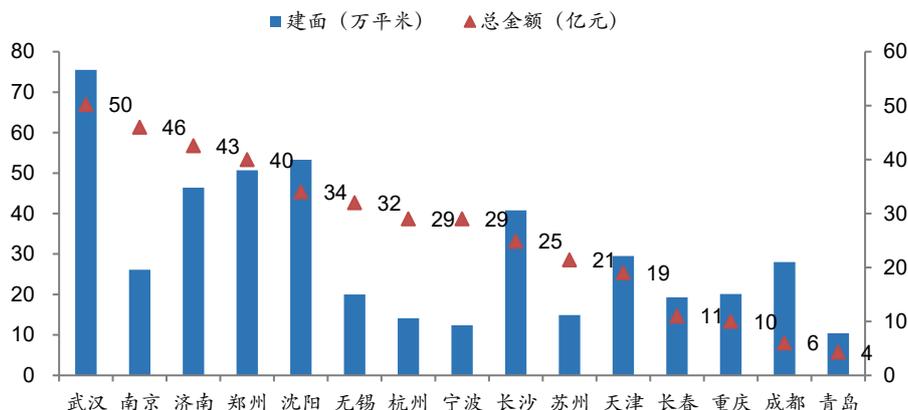
**万科在首轮“两集中”供地中的表现亮眼：拿地建面达 465 万平方米，排名第二，出让金总额达 402 亿，排名第四。**万科在多个城市均有落子，平均每城的投资额在 25 亿左右。此次首轮两集中供地中，超过 10 城及以上均有布局的均是头部企业，如保利布局 15 城，华润、招商蛇口、龙湖和旭辉都有 10 城布局。不同于某些地方性企业在“两集中”供地中被迫选择孤注一掷的策略，因万科有并购、城市更新等其他方式选择，所以可以做到保证项目有足够利润率情况下才做拿地决策，更加游刃有余。万科在首轮“两集中”拿地宗金额排序前五的城市分别为武汉 50 亿元、南京 46 亿元、济南 43 亿元、郑州 40 亿元和沈阳 34 亿元。万科巧妙地避开了北京、上海、广州、深圳四大一线城市及合肥、厦门两个热门城市，底气主要来自于之前质、量并举的土储和多元化拿地方式。

图表 32 房企在 22 城首轮“两集中”供地表现



资料来源：各城市自然资源与规划局官网，华安证券研究所  
备注：气泡大小代表房企首轮两集中拿地平均每城的投资额

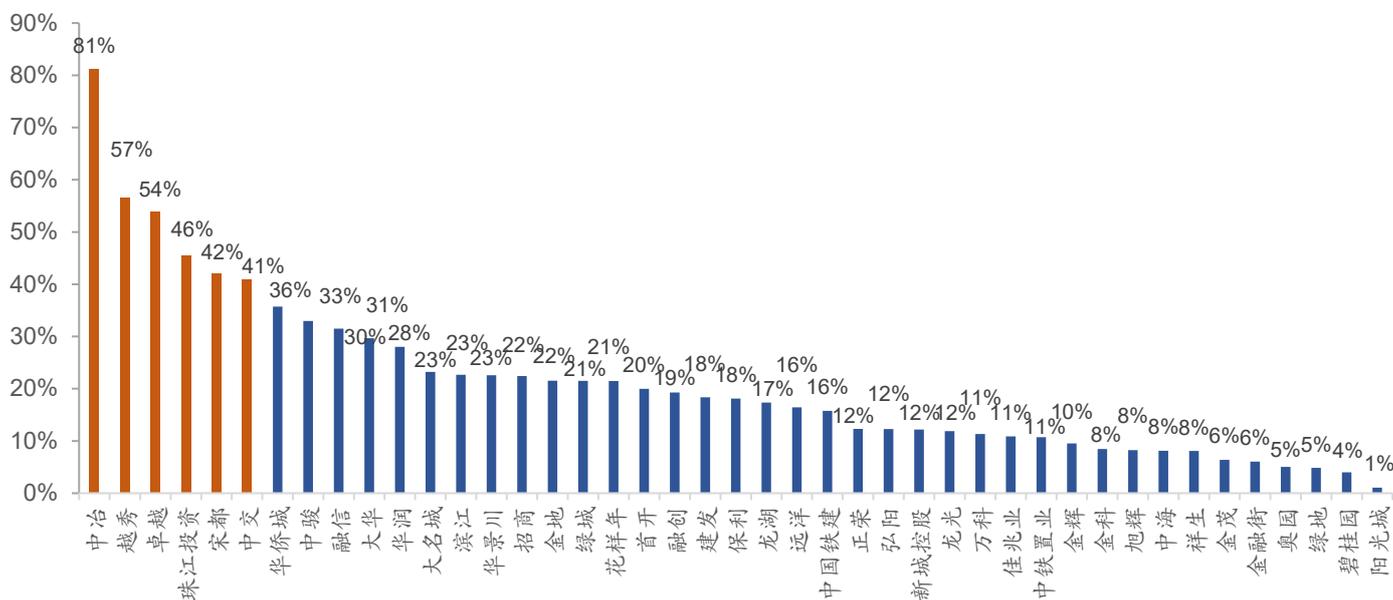
图表 33 首批“两集中”供地万科落地情况 (金额, 亿元)



资料来源：地方政府官网整理，华安证券研究所

备注：首批两集中供地中万科未在北京、上海、广州、深圳、厦门和合肥拿地；排序按照总金额降序排序

图表 34 典型房企 22 城“两集中”供地拿地金额与 2021 年 H1 销售金额比值 (%)



资料来源：克而瑞，华安证券研究所

备注：拿地金额为全口径金额，2021 年 H1 销售金额为全口径；拿地金额采用土地成交公告口径，排序按房企拿地金额总额降序；21 年 H1 销售额数据来自克而瑞

经过对首轮两集中供地典型项目测算后，可得出以下判断：

**1) 土拍新政效果显著，刚弹性限价城市利润空间缩减。**2021年“两集中”政策实施后，50%的城市利润空间急剧缩减，因而更考验房企运营能力、品牌溢价率、高周转速度、资金成本等综合实力，如万科这种规模化头部房企对原本在此地区布局的中小型房企有明显“挤出效应”。

**2) 政府让利稳地价，沪苏“一次熔断”增加拿地不确定性。**沪、苏两市在土拍中规定了封顶溢价率，并“一次熔断”按最接近平均价原则确定土地归属。上海、苏州代表项目净利润率测算值分别为24.6%和12.4%，远大于竞拍规则不受限或只转入“竞自持”的城市，可见这种方法实质上是政府主动让利稳地价的行為。截止8月12日，已有深圳、天津、青岛三个集中供地城市紧急公告，第二批次“两集中”供地中止或延期，多城对土拍政策进行“打补丁”，强调更细致深化房地联动调控机制，给房企留出合理利润空间，同时也增加了拿地的不确定性。

**3) 房企转向“以销定投”模式，部分高增长房企发展被迫按下“暂停键”。**在首轮两集中拿地较为猛烈的中冶、越秀、卓越等房企在接下来两轮集中供地中需要满足监管部门投销比不得超过40%的规定。以往房企追求高周转不惜一切代价拿地的现象会发生改变，在投销比限制下，房企拿地节奏由“快”转向“稳”，因而下半年土地市场会逐步转向理性。这一点也是利好头部房企万科。

**4) 近期调控仍然秉持“紧中带松”风格，招拍挂利润空间缩减已成定局，但是房企可以寻求多元化拿地手段补充土地储备或者转向管控暂时较松的城市。**对于万科而言，多元化业务的开展有助于多元化“勾地”，且万科在城市更新方面已经提前布局，因此更有利于其巩固热点城市的基本盘甚至是“恢复失地”、“开疆拓土”。

图表 35 各房企在 22 城拿地金额统计

排名	公司	北京	广州	深圳	杭州	天津	沈阳	长春	无锡	重庆	上海	南京	宁波	郑州	长沙	厦门	济南	成都	苏州	青岛	合肥	武汉	福州	总金额 (亿元)
1	融创	149	75	0	127	73	0	0	65	99	0	0	0	25	0	0	0	0	6	0	0	0	618	
2	保利	97	15	0	20	0	31	10	0	42	123	24	10	20	56	0	0	0	18	10	0	15	24	516
3	华润	82	21	0	112	0	41	9	50	0	0	71	0	68	0	0	0	7	0	1	0	0	0	462
4	万科	0	0	0	29	19	34	11	32	10	0	46	29	40	25	0	43	6	21	4	0	50	3	402
5	招商	42	41	0	0	30	0	0	12	36	22	148	0	9	0	0	0	0	0	0	0	58	0	397
6	卓越	187	30	0	0	0	0	0	0	0	99	44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8	368
7	金地	128	59	0	0	19	0	0	0	0	69	10	0	0	0	0	9	2	0	14	0	40	0	348
8	绿城	68	0	0	0	43	0	0	0	0	0	0	98	0	59	0	0	0	20	6	0	0	0	294
9	越秀	46	178	0	0	0	0	0	0	0	0	41	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	276
10	融信	0	0	0	229	0	0	0	0	0	0	0	0	8	0	0	0	4	0	0	0	0	21	261
11	龙湖	0	0	0	53	0	17	0	0	97	0	7	29	0	22	0	8	8	0	2	0	0	6	248
12	滨江	0	0	0	183	0	0	0	0	0	0	0	17	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	199
13	中交	86	0	0	0	53	0	0	0	48	0	0	8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	196
14	中骏	45	0	0	91	8	0	0	0	0	17	0	0	0	0	0	0	4	0	0	29	0	0	195
15	碧桂园	41	4	0	0	0	0	0	0	0	95	0	0	19	4	0	0	0	0	0	0	8	0	171
16	建发	0	20	0	16	0	0	0	5	0	6	0	0	0	15	26	15	0	0	0	47	0	21	171
17	中海	0	0	0	0	26	0	0	0	0	0	22	0	0	0	92	16	0	10	0	0	0	0	167
18	华侨城	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	19	29	0	0	0	0	0	85	0	28	0	0	161
19	中建	0	0	0	0	0	0	0	0	0	77	0	0	0	5	0	0	0	24	0	0	47	0	153
20	新城	0	0	0	0	31	0	0	0	0	0	94	0	4	0	0	0	0	0	0	0	7	8	145
21	首开	118	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	128
22	旭辉	17	0	0	0	22	20	0	0	19	0	15	0	0	1	0	10	4	7	0	8	0	0	122
23	中冶	85	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	110
24	中国铁建	0	41	0	0	6	0	0	0	29	25	0	0	0	5	0	4	0	0	0	0	0	0	110
25	正荣	0	36	0	9	7	0	0	0	0	0	32	0	0	0	19	0	0	0	0	0	0	0	102
26	大华	0	0	0	33	16	0	0	0	0	15	17	0	0	0	0	14	0	0	0	0	3	0	98
27	龙光	0	0	80	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	0	0	7	0	0	0	0	0	105
28	佳兆业	0	0	25	0	0	16	0	0	19	0	0	0	0	0	0	0	3	0	0	23	0	0	87
29	远洋	0	0	0	0	24	3	0	0	0	0	0	0	0	0	26	0	4	0	0	0	29	0	86
30	金茂	37	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32	13	0	0	0	1	0	0	0	0	83
31	金科	0	0	0	0	17	0	0	0	36	0	21	0	5	0	0	7	0	0	0	0	0	0	86
32	绿地	0	0	0	0	0	0	0	12	18	0	0	8	0	27	0	14	0	0	0	0	0	0	79
33	中铁置业	0	0	0	0	0	0	44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	0	75

资料来源：各城市自然资源与规划局官网，华安证券研究所

备注：均为全口径金额，单位：亿元

### 3 降杠杆稳扎稳打，“三条红线”转绿可期

“三条红线”指的是监管层收紧房企融资较为清晰的三条标准，要求控制房地产行业的有息债务增长，于2020年8月28日发布并于2021年1月1日正式推行。首先假设行业大环境在未来2~3年由基本面惯性推动前行，不出现重大的突发事件，且公司不存在主观逆规则操作的情况，若要调整指标，则对应开发链条操作如下图36所示：

**(1) 剔除预收账款的资产负债率：**有望带动竣工交付的强化，报表中反映为将预收账款确认为收入，因其涉及调整的因子较多，对于高周转房企来说这一条最难达标；

**(2) 净负债率：**有望加速销售并强化回款及加强竣工交付来调整（此处需考虑施工强度变化对应的资金量），报表中反映为货币资金的提升及所有者权益的增厚，难度适中；

**(3) 现金短债比：**除调整长短期债务结构外，有望加速销售并强化回款来增加在手资金规模，多数房企通过将短期债务置换成长期债务等措施实现，因此改善难度最小。

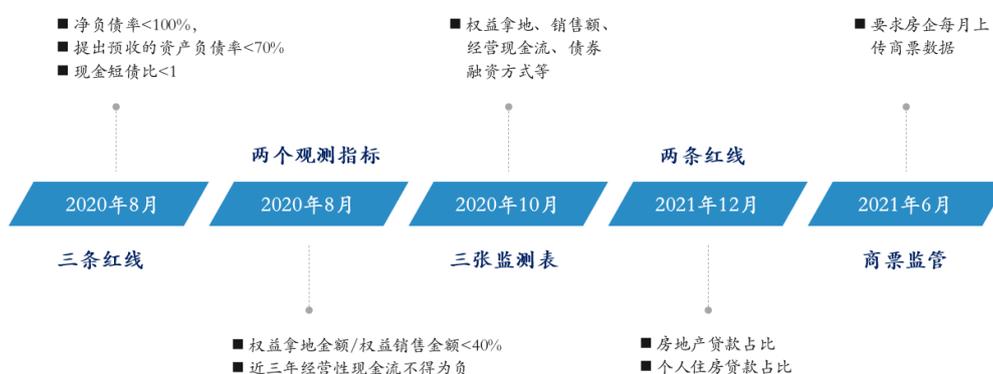
图表 36 “三条红线”财务指标的调整对应开发链条的操作

	剔除预收账款的资产负债率	净负债率	现金短债比
	$= \frac{\text{总负债}-\text{预收账款}}{\text{总资产}-\text{预收账款}} = \frac{A-B}{C-B}$	$= \frac{\text{有息负债}-\text{货币资金}}{\text{所有者权益}} = \frac{D-E}{F}$	$= \frac{\text{货币资金}}{\text{短期借款}+\text{一年内到期非流动负债}} = \frac{E}{M+N}$
拿地 (负债)	$= \frac{A\uparrow - \overline{B}}{C\uparrow - \overline{B}} = \frac{A+\Delta - B}{C+\Delta - B} \uparrow$	$= \frac{D\uparrow - E\downarrow}{F} \uparrow$	$= \frac{E\downarrow}{(M+N)\uparrow} \downarrow$
	若上下同加 $\Delta$ 则指标 <b>上升</b> ，但需考虑前期杠杆水平	指标 <b>上升</b> ，净负债率有所提升	$(M+N)$ 可能上升，指标整体 <b>下降</b>
开工			
销售 (预收+货币)	$= \frac{(A+\Delta) - (B+\Delta)}{(C+\Delta) - (B+\Delta)} = \frac{A-B}{C-B}$	$= \frac{\overline{D} - E\uparrow}{F} \downarrow$	$= \frac{E\uparrow}{(M+N)} \uparrow$
	加大销售力度使负债端预收和资产端货币均增加 $\Delta$ ，剔除预收账款影响后，指标 <b>不变</b> ，但需考虑现房&期房的区别	指标 <b>下降</b> ，净负债率有所改善	指标 <b>上升</b> ，现金短债比有所改善
竣工 (交付结算)	$= \frac{\overline{A-B}}{(C-B)\uparrow} \downarrow$	$= \frac{\overline{D-E}}{F\uparrow} \downarrow$	$= \frac{\overline{E}}{M+N}$
	结算实质增加所有者权益，结构型可变相认为 $B\downarrow$ ，指标 <b>下降</b> ，有所改善	指标 <b>下降</b> ，净负债率有所改善	指标 <b>不变</b>

资料来源：wind，华安证券研究所

备注：此处对于竣工节点，以加强销售及回款为前提。因此，对资金端假设施工强度的变化有缓冲效应，假设不会以牺牲后两个指标来满足剔除预收账款的要求

图表 37 “三条红线”财务指标扩展版本



资料来源：各级政府官网，华安证券研究所

图表 38 2020 年代表房企应付票据规模

企业名称	2020 年应付票据 (亿元)	应付票据/有息负债 (总负债)
万科	6.07	0.23%
碧桂园	4606	26.19%
中国恒大	8385	117.03%
融创中国	228	2.45%
保利发展	149	1.51%
华润置地	272	4.44%
中海地产	762	35.78%
绿城中国	466.10	14.14%
世茂集团	1025	23.44%
中国金茂	1048.02	36.65%
绿地控股	255.79	2.06%
新城控股	67.85	1.49%
旭辉集团	583.39	19.73%
中南置地	107.72	13.48%
金科集团	56.95	17.52%
阳光城	56.33	5.31%
雅居乐	795.14	33.58%
龙光集团	404.63	22.13%
奥园集团	0.85	1.25%
佳兆业	0.36	0.02%

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

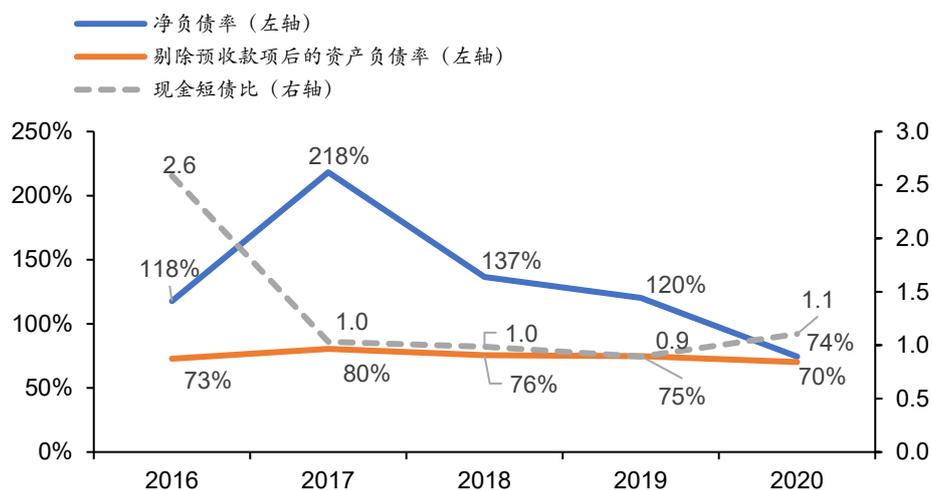
备注：使用应付账款及应付票据的房企有：恒大、碧桂园、世茂、祥生、绿城、旭辉、雅居乐、中国金茂、龙光集团，未提及的皆使用流动及非流动负债中的应付票据；使用总负债为分母的房企有：华润置地、绿地、融创、碧桂园、世茂、保利、祥生、佳兆业、奥园、新城、绿城、绿城、旭辉、雅居乐、中国金茂、龙光集团

**“三条红线”相当于对房企负债进行全方位审查，剔除预收账款、净负债率、现金短债比三项指标严格压制企业风险，对于靠高杠杆处于飞速成长期的企业来说是利空，对于稳居龙头位置的万科是利好，因为该政策落地必将会限制企业规模成长速度，万科在此限制下可以依托良好的财务状况和充裕现金流打满增速。**多数房企在 2020 年末通过减少拿地、降低权益比等牺牲发展优势的方式实现“快速降档”，然而这一方式是不可持续的。政策补丁一直在路上，譬如在推出“三条红线”后马上设置了两个观测指标，其中拿地投销比不超过 40% 纳入强制指标。这一指标在上文“两集中”供地中已经提过，直接导致影响就是房地产拿地节奏由“快”转“稳”，部分资金紧张的房企会选择持观望态度，优先开发原有储备土地。对于万科而言，由于土储数量可观且大多存在于热点城市群，因而可以“稳坐钓鱼台”，寻求更好方式来获取土地。

2021 年 6 月，央行正式将“三条红线”试点房企的商票纳入监控范围，要求房企在每月上报“三条红线”数据同时上报商票数据。商票属于应付负债，因此可在不占用授信额度上缓解流动性压力，绕开“三条红线”指标进行融资。从上表中可知，万科 2020 年应付票据仅为 6.07 亿元，仅占有息负债的 0.23%，与其他规模化房企相比优势突出。同为 TOP3 的碧桂园和恒大 2020 年应付票据规模分别达 4606、8385 亿元。

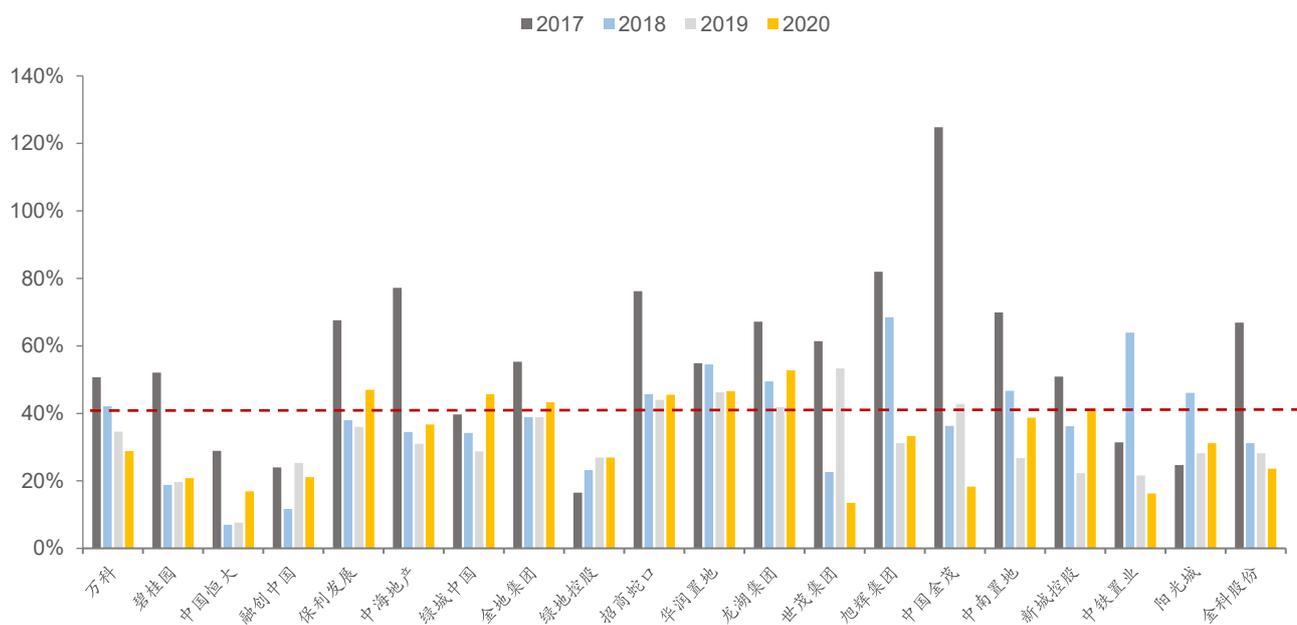
截至 2020 年末，万科净负债率降至 18.1% (2019、2020H2 分别为 34%、35%)；有息负债 2585.3 亿元，占总资产的 13.8%，同比增速仅为 4.1%，在头部房企中表现优异；货币资金短债比（非受限）提升至 1.8；剔除预收款项后的资产负债率降至 70.4%。公司杠杆水平处在低位，主要得益于行业领先的信用评级、极低的融资成本和土储结构良好三方面。相较“三条红线”的要求，目前已满足两条（净负债率、现金短债比），资产负债率较绿档仅差 0.4%。往前看，自 2017 年以来，万科就一直在改善自身的负债情况，净负债率从高点 218% 逐步降到 2020 年末的 74%，这得益于万科一贯保持稳健的财务策略，回款能力进一步强化。

图表 39 近 5 年公司“三条红线”情况



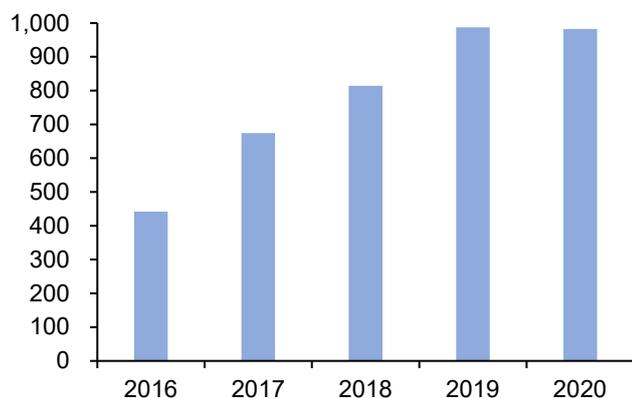
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 40 2020 年部分规模化房企投销比 (%)



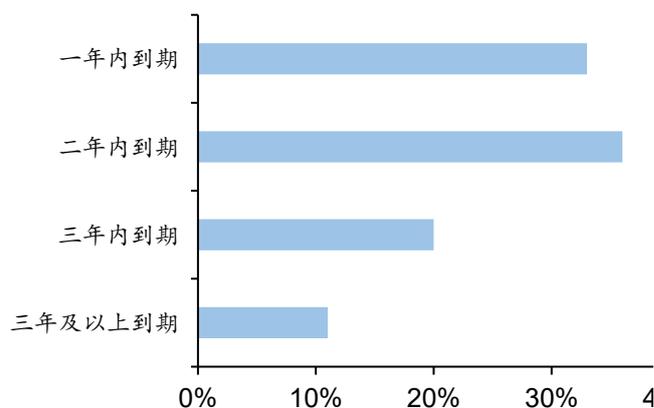
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 41 近 5 年公司有息负债规模 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 42 公司 2020 年有息负债结构占比 (%)



资料来源: 公司 2020 年度业绩交流会, 华安证券研究所

图表 43 主流房企预收款项与合同负债 (亿元)

公司名称	2016年		2017年		2018年		2019年		2020年	
	预收 账款	合同 负债								
万科	2746	—	4077	—	3	5047	8	5770	9	6307
保利地产	1555	—	2253	—	2998	—	3278	9	9	3656
新城控股	298	—	508	—	3	1182	6	1977	6	2022
招商蛇口	525	—	551	—	605	149	835	143	14	1297
阳光城	178	—	402	—	621	—	801	—	—	689
金地集团	275	—	579	—	697	—	840	—	2	945
中南建设	400	—	684	—	1101	—	1234	—	—	1203
荣盛发展	433	—	670	—	870	—	890	—	6	832
绿地控股	1688	—	2374	—	3382	—	3811	—	2	4214
金科股份	263	—	429	—	763	—	1147	—	—	1346

资料来源：公司公告，华安证券研究所

备注：2018年起按照新会计准则，预售房地产项目收取的款项列为合同负债

图表 44 2020 年主流房企毛利率、净利率、少数股东权益、有息负债

公司名称	毛利率			净利率			少数股东权益		有息负债			
	(%)	同比(%)		(%)	同比(%)		(亿元)	同比(%)	(亿元)	同比(%)		
万科	29.4	-19.6	↓	14.1	-5.6	↓	1253.3	51.9	↑	15194.0	4.1	↑
中国恒大	24.2	-13.2	↓	6.2	-12.1	↓	2035.3	-4.4	↓	19507.3	5.6	↑
碧桂园	21.8	-16.4	↓	11.7	-7.2	↓	819.0	22.8	↑	17588.1	4.2	↑
中国海外发展	30.0	-10.7	↓	25.5	-2.0	↓	142.0	66.3	↑	4953.1	13.9	↑
融创中国	21.0	-14.2	↓	17.0	3.7	↑	522.0	68.3	↑	9305.7	9.9	↑
保利地产	33.5	-5.4	↓	16.5	3.5	↑	864.1	17.6	↑	9847.4	22.5	↑
龙湖集团	29.3	-13.0	↓	15.6	-11.1	↓	843.8	16.0	↑	5724.3	17.9	↑
华润置地	30.9	-18.6	↓	18.9	-18.4	↓	527.8	-11.9	↓	6128.0	15.9	↑
世茂集团	29.3	-4.2	↓	14.4	-2.2	↓	644.9	27.8	↑	4372.6	23.3	↑
绿地控股	14.4	-6.8	↓	4.6	-5.3	↓	705.0	34.3	↑	12420.6	22.5	↑
新城控股	23.5	-28.0	↓	11.3	-27.1	↓	315.5	34.2	↑	4556.1	13.9	↑
招商蛇口	28.7	-17.2	↓	13.0	-32.4	↓	1519.9	14.7	↑	4838.0	24.0	↑
富力地产	23.7	-27.6	↓	10.6	-4.1	↓	25.1	2.7	↑	3501.8	0.8	↑
旭辉控股	21.7	-13.4	↓	16.5	0.4	↑	475.9	28.4	↑	2956.6	15.7	↑
阳光城	18.9	-26.0	↓	6.7	-5.6	↓	285.6	18.3	↑	2930.4	14.2	↑
金地集团	33.6	-18.7	↓	18.2	-25.7	↓	365.6	29.3	↑	3075.9	21.8	↑
中南建设	19.1	6.7	↑	9.9	54.3	↑	196.6	265.2	↑	3108.9	17.9	↑
中国金茂	20.2	-31.5	↓	10.3	-47.8	↓	550.7	18.5	↑	2859.3	19.0	↑
中梁控股	21.0	-9.7	↓	10.0	-9.9	↓	192.8	58.7	↑	2406.5	18.2	↑
正荣地产	19.1	-4.2	↓	9.8	3.7	↑	180.3	22.9	↑	1837.8	33.0	↑
金科股份	23.2	-19.7	↓	11.1	18.0	↑	365.8	47.6	↑	3076.6	14.2	↑
荣盛发展	28.6	-3.1	↓	10.9	-19.7	↓	54.2	43.3	↑	2368.5	12.8	↑
蓝光发展	22.6	-20.3	↓	8.6	-19.4	↓	278.6	40.0	↑	2118.7	30.2	↑

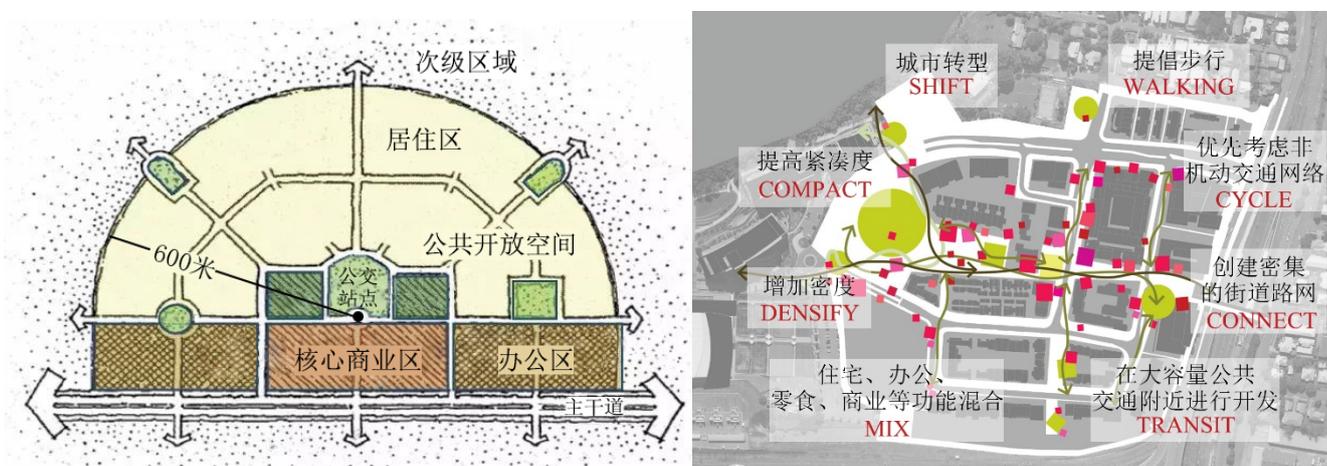
资料来源：wind，华安证券研究所

## 4 地产+业务专注“城市运营”，TOD+城市更新双赛道抢占先机

### 4.1 TOD 模式助推战略升级，“轨交+物业”案例裂变落地

TOD 模式以公共交通为导向的开发模式，涉及高速铁路、城际轨道、城市轨道交通、BRT、城市公交等不同类型轨道公交沿线及站点地区的开发建设。20 世纪 90 年代彼得·卡尔索尔普在著作《下一代美国大都市地区：生态、社区和美国之梦》首次提出 TOD 模式，并倡导“高效、混合”的用地模式。而后 TOD 发展为以公共交通枢纽、车站、车辆段等为核心，在 400~800m 半径内建立工作、商业、居住用地与公共交通体系复合的空间结构，从而实现各个城市组团紧凑开发的有机协调模式，见图表 45 所示。

图表 45 TOD 模式及特征示意图



资料来源：《下一代美国大都市地区：生态、社区和美国之梦》，华安证券研究所

1) 对政府而言，TOD 项目开发能够促进轨道交通设施与城市功能的有机结合、创新土地节约利用，并利用土地出让金、土地二级开发溢价收益等平衡轨道交通建设与运营的资金投入；2) 对房企而言，具备运作 TOD 项目的能力可以更易向政府“勾地”，更易获取有区位优势的土地，且因项目具备轨交、商业等便捷因素，住宅和类住宅项目毛利较高。在一二线核心城市跟进“两集中”土地新政后，TOD 项目相对优势凸显；3) 对万科而言，TOD 项目的大量复制推广不但保障了获取优质土储渠道，而且建立成熟的可快速复制推广的“轨交+物业”经营模式，有利于推动公司战略升级“城乡建设与生活服务商”，TOD 所涉及的除住宅之外的商办、商业等综合体项目正是万科近几年从“配套服务”升级到“生活服务”定位后所侧重的“多元化”经营主体，以此打造“理想城市单元”。

当前存在的轨交投融资模式包括：a) 政府包揽投融资及后续经营，譬如纽约、柏林及国内早期轨交项目如北京一二号线、上海一、五号线。其特点在于政府向项目公司注入财政资金作为建设项目自有资金，资金缺口由政府作为信贷担保人，以公司名义向银行贷款和进行其他融资活动；b) 半市场化运作，政府融资但是由企业负责运营管理，譬如新加坡地铁由新加坡国土运输局建设完后交付运营公司使用；c) 政府监督下的市场化运作，一是政府和企业共同出资建立地铁公司负责地铁的投资、建设和运营；二是政府仅提供税收优惠等政策，但是投资和运营均由私人集团承担。国内常见的是属于第一下面的公私合营 (PPP) 模式和 BOT 模式，上海、北京、深圳部分轨交采取这类模式。

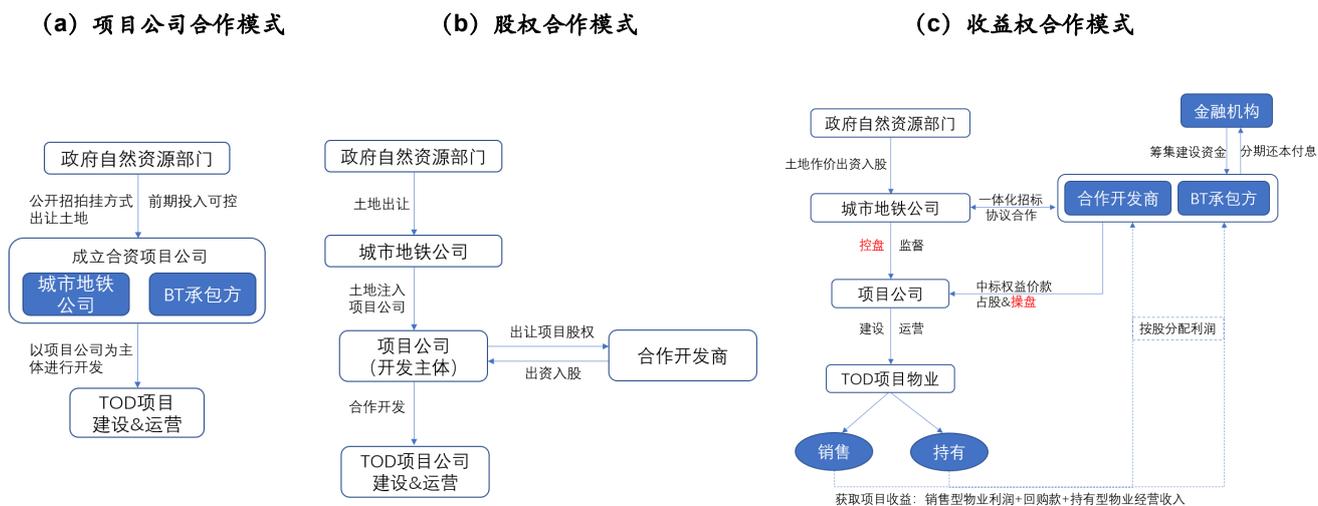
图表 46 各大城市轨道交通投融资政策

城市	政府投资	社会融资	特点
纽约	承担 100% 建设投资和运营投入	—	—
巴黎	政府投资 80%	企业负责运营投入和新线建设投资	政府对票价进行补贴
香港	上市前政府全额投入建设和运营； 上市后政府先期的投入折成股本，约占总股本 76%，其余由企业负责	企业负责运营投入和新线建设投资	沿线物业发展支持企业高额盈利，从而引入更多社会资本
东京	中央和地方政府共同承担 100% 建设投资，另有财政补贴	企业负责运营投入	隧道、轨道、车站等资产作为市政道 理类资产，不计入企业资产和计提折 旧
首尔	早年承担 100% 投资，包括承担还本付息的 贷款；近年投资新线承担 80%	后期引入私营机构承担，占总投 资 20%	政府对运营亏损进行补贴
新加坡	上市前承担 100% 建设投资；上市后向公众 出让 33.7% 股权	企业负责运营投入	以其他公交盈利弥补运营亏损

资料来源：《基于 TOD 的城市轨道交通可持续发展研究》，华安证券研究所

目前房地产开发企业参与 TOD 主要分为三种模式，**a) 项目公司合作模式**，房企和地铁公司成立项目公司，再合作开发拿地，特点在于合作双方按照股权比例自筹资金，前期成本得到分担，也是 TOD 开发前期比较常见的合作方式。**b) 股权合作模式**，地铁公司拿地后，房企通过股权收购项目权益参与开发。由于股权合作方式前期由地铁公司承担全部出资，其实是减轻了房企前期拿地的风险。这一模式比较成熟，也是现阶段最为常见的合作模式，典型案例有上海万科天空之城项目。**c) 收益权合作模式**，房地产根据投标获取收益权比例，项目资金来源于 BT 融资，该模式是股权合作模式受限的情况下的一种创新。譬如深圳万科红树湾 BOT 项目，位于深圳湾超级总部基地西侧，总占地 6.83 万方，计容总建面约为 41.9 万方。万科以 45.3 亿中标深圳地铁公开招标的红树湾开发项目及 BT 融资建设标书，权益按约定深圳地铁占 51%、万科占 49%。另根据协议，商务公寓和办公物业等可销售物业销售后，按权益比例分配税后利润；未销售的商业和酒店等由招标人和牵头方即万科共同持有；双方共同组建项目管理经营公司负责项目开发建设工作，负责全部持有型物业的后续经营管理工作。

图表 47 国内 TOD 项目常见合作模式比较



资料来源：《房企 TOD 项目发展现状及开发模式研究》，CRIC，华安证券研究所

**因存在前期投入多、开发周期长、设计难度高、工程与地铁建设时序匹配等问题，后期地铁物业高效开发还需拓展外部合作渠道，城市地铁集团下属的项目公司较为看重合作地产开发商处理复杂工程与多业态开发运营的能力。**万科自 2015 年开始通过公开招拍挂、股权合作和收购转让等方式获取 TOD 项目，合作方不乏各城市地铁集团和轨交集团，如 2015 年 9 月联合上海申通地铁集团打造“万科上海天空之城”，该项目是上海第一个 TOD 车辆段上盖商住办项目（上海 17 号线徐盈站）；2017 年 4 月与杭州地铁置业合作“杭行路天马”项目，此项目是杭州地铁和万科合作开发的第一个商办 TOD 综合体（杭州地铁 10 号线祥园路站）；2017 年 6 月深圳地铁成为万科第一大股东后加速了两者在“轨交+物业”项目上的合作，如 2017 年 12 月的“万科深圳臻湾汇”，该项目位于南山区深圳湾超级总部基地，有深圳 2 号、9 号、11 号 3 条地铁线汇聚。

图表 48 万科 TOD 部分项目概况

城市	TOD 项目名称	拿地时间	拿地方式	权益比	计容建面 (规划)	备注
武汉	万科金域国际	2015.4	招拍挂	92.9%	569843	万科、中恒合作
珠海	珠海万科城	2015.9	招拍挂	46.7%	625358	竞配建 30 万 m <sup>2</sup> 住房和 11060 m <sup>2</sup> 的公共配套建筑
上海	万科上海天空之城	2015.9	股权合作	49.8%	455248	万科联合上海申通地铁集团
南昌	南昌天空之城	2016.1	招拍挂	21.3%	622317	江西科鸿置业，其控股股东为万科
杭州	杭州杭行路天马	2017.4	股权合作	80.0%	68263	与杭州地铁置业有限公司合作
重庆	万科重庆天地	2017.5	收购转让	38.6%	1259300	万科以 41.33 亿收购瑞安房地产项目 79.2% 权益
深圳	万科深圳臻湾汇	2017.12	招拍挂	24.0%	419000	与深圳地铁集团合作
长沙	万科金色梦想	2018.9	招拍挂	99.5%	517107	万科、麓谷合作
温州	温州 TOD 国际新城	2019.7	招拍挂	16.6%	433411	万科、金茂、融创、旭辉和滨江联合打造
佛山	佛山万科南海天空之城	2020.4	招拍挂	50.8%	480816	与深圳地铁置业合作
宁波	宁波三堂馆 TOD 地块	2021.1	招拍挂	51.0%	20551	与宁波轨道交通集团合作（项目处于前期）

资料来源：公司公告，公司年报，华安证券研究所

## 4.2 抢占机遇加码城市更新，竞逐万亿级黄金赛道

**核心城市迈入存量时代，城市更新政策持续加码。**改革开放以来，中国城市化进程快速增长，2020年末我国常住人口城镇化率超过60%，标志着从增量时代转向存量时代的城市化新时期的来临。**一二线刚性限价城市核心区域土地开发趋近饱和、土地供应日益紧张，城市更新有助于盘活存量用地，推动空间转型升级，满足城市经济社会发展需要，逐渐成为城市发展的新常态。**中央城市更新相关政策密集出台，随着“十四五”规划明确提出实施城市更新行动，城市更新已上升为国家战略。2021年4月12日，发改委官网发布了《关于印发<2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务>的通知》，通知第十七条规定，“实施城市更新行动。在老城区推进以老旧小区、老旧厂区、老旧街区、城中村等‘三区一村’改造为主要内容的城市更新行动。加快推进老旧小区改造，2021年新开工改造5.3万个，有条件的可同步开展建筑节能改造。在城市群、都市圈和大城市等经济发展优势地区，探索老旧厂区和大型老旧街区改造。因地制宜将一批城中村改造为城市社区或其他空间。”**全面贯彻2021年3月12日发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》中对城市更新的定位，城市更新作为中国城市发展新思路的战略目标之一将从2021年开始正式全面推开。**近年来，城市更新政策频出，各地纷纷加大对城市更新重视程度。得益于较高的城镇化水平与开放成熟的市场环境，我国城市更新项目早期多在珠三角深圳、广州等地开展试点。深圳城市更新相关政策最为密集、完善，2009年发布全国首部城市更新办法——《深圳城市更新办法》，2021年发布全国首部城市更新条例——《深圳经济特区城市更新条例》。值得关注的是8月10日，**住建部就《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知（征求意见稿）》公开征求意见，其宗旨是指导各地积极稳妥实施城市更新行动，防止沿用过度房地产化的开发建设方式，大拆大建，急功近利等问题。**文中重点提到“四项底线”：a) 拆旧比例不应高于20%；b) 拆建比不宜大于2；c) 就近安置率不宜低于50%；d) 住房租金年度涨幅不超过5%。**更为严苛的拆建比其实是限制了高毛利的旧村整拆整建类更新项目，对地产通过后期运营得到增益提出了较高要求，即允许多个项目整体达到自平衡。**地产方前期介入城市更新项目时往往需要投入大量资金，也十分考验企业本身获取多样化融资渠道的能力。

根据戴德梁行大中华区城市更新平台研究发现，2013年至今，中国一线城市的城市更新已经逐步进入4.0进化期，具体表现在：1) 更新内容方面，由之前简单粗暴的“推到重建”“大拆大建”转变为有机城市更新“**片区统筹、产业赋能、政企联动、文化保育、生态智慧**”；2) 参与主体方面，由之前的政府、大型国企和国有事业单位为主逐步转变为政府和各类房企之间的联动，政府和企业建立协同合作的良性发展机制，兼顾公共利益平衡；3) 规划特点方面，由之前的“土地财政”导向的棚改逐步演化为整治存量资源为主，以建立智慧城市为目的的“城市提升”，因而特别强调与产业紧密结合、与消费升级紧密结合及与文化传承紧密结合，如北上广的历史建筑、风貌区等城市文化遗产的保护、修复和焕发新生工程正在紧锣密鼓进行中。下文将以上海城市更新进程为主，展开论述。

图表 49 城市更新政策历史演变四阶段

	1.0萌芽期	2.0提速期	3.0探索期	4.0进化期
 时间	1970-1980年	1990-2000年	2000-2013年	2013年至今
 参与主体	政府、大型国企 国有事业单位	政府、大型国企	政府、国企、房企	政府、国企、房企
 重点工程	职工建房 小规模单体住宅改造	大型综合体 大型社区	物业产品 城市配套服务	文化保育 生态智慧服务
 主要内容	“推倒重建” 生活空间扩容	硬环境更新 旧城改造	软环境更新 产业重构	有机城市更新 “片区统筹、产业赋能”
 规划特点	“多快好省” 大干快上	“土地财政”导向 大规模开发	规划先行 改善人居环境 丰富城市形态	整治存量资源 智慧城市 可持续发展

资料来源：《佳兆业集团控股战略研究院 2020 年房地产行业白皮书》，《城市远见：更唱迭和，晓喻新生——佳兆业 2021 年全国城市更新行业报告》，华安证券研究所

图表 50 一线城市城市更新相关主要政策梳理

地区	时间	政策/法规
全国	2021	住建部就《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知（征求意见稿）》公开征求意见
	2021	国家发改委印发《2021 年新型城镇化城乡融合发展重点任务》的通知
	2021	“十四五”规划明确提出实施城市更新行动，“城市更新”首次写入政府工作报告
	2020	全国住房和城乡建设工作会议首先提出，全力实施城市更新行动，推动城市高质量发展
	2020	将城镇老旧小区改造纳入专项债券支持范围，鼓励房地产开发企业参与老旧小区改造
	2019	中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程”
	2019	中央经济工作会议提出“加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房”
	2015	《国土资源部关于进一步做好棚户区改造工作有关问题的通知》
北京	2021	《关于实施城市更新行动的指导意见》
	2021	《2021 年北京市老旧小区综合整治工作方案》
	2021	《北京市城市更新行动计划（2021-2025）》
	2020	《北京市老旧小区综合整治工作手册》
	2020	《北京市人民政府关于实施城市更新行动的指导意见》
	2018	《老旧小区综合整治工作方案（2018-2020 年）》
	2016	《关于进一步加快推进棚户区和城乡危房改造及陪同基础设施建设的意见》
上海	2021	上海城市更新基金成立，总规模约 800 亿元
	2017	《关于深化城市有机更新促进历史风貌保护工作的若干意见》
	2016	《关于本市盘活存量工业用地的实施办法》
广州	2021	《广州市城市更新条例（征求意见稿）》
	2021	天河区发布十四五规划和 2035 年远景规划纲要，城市更新项目合计 87 个；产业储备项目重点提及天河中央商务区等片区
	2018	《关于促进资源高效率配置推动产业高质量发展的若干意见》
	2017	《广州市人民政府关于提升城市更新水平促进节约集约用地的实施意见》
	2015	《广州市城市更新实施办法》
	2015	《广州市城市更新办法》
	2012	《广州市人民政府关于加快推进三旧改造工作的补充意见》
2009	《广州市人民政府关于加快推进三旧改造工作的意见》	
深圳	2021	《深圳经济特区城市更新条例》施行
	2021	《深圳市住房发展 2021 年度实施计划》计划更新整备用地 91 公顷；旧住宅区拆除改造（棚户区改造）用地 81 公顷
	2020	《深圳经济特区城市更新条例》通过
	2019	《关于深入推进城市更新工作促进城市高质量发展的若干措施》
	2018	《深圳市城中村（旧村）总体规划（2018-2025）》
	2018	《深圳市综合整治类旧工业区升级改造操作指引（试行）》
	2016	《深圳市棚户区改造项目界定标准》
	2016	《深圳市人民政府令（第 290 号）深圳市城市更新办法》
	2016	《深圳市人民政府关于农村城市化历史遗留产业类和公共配套类违法建筑的处理办法》
	2016	《深圳城市更新十三五规划》
	2016	《深圳市城市更新项目创新型产业用房配建规定》
	2012	《深圳市城市更新办法实施细则》
	2009	《深圳市人民政府令（第 211 号）深圳市城市更新办法》
	2008	《关于推进深圳市工业区升级改造试点项目的意见》
	2004	《深圳城中村（旧村）改造暂行规定》

资料来源：各城市自然资源与规划局官网，城市更新网——粤港澳大湾区三旧改造助推平台，华安证券研究所

**上海政策先行，大力引入社会资本，“政企合作、市区联手、以区为主”定基调；万科抢先落子，上生新所项目备受好评，重度参与上海城市更新基金迎发展。**2015年4月《上海市城市更新实施办法》推出，明确上海已进入存量开发为主的内涵增长、创新发展阶段，城市更新将成为资源紧约束条件下上海城市可持续发展的主要方式。2019年黄浦区乔家路地块首次采取“政企合作、市区联手、以区为主”的新模式，由黄浦区和上海地产集团合作进行旧改，自此后城市更新项目由区政府组织公开遴选市场主体实施更新改造，如无特殊情况，选定改造主体后由区政府和城市更新主体共同成立合资公司实施，政府负责征收土地后采取协议出让和招拍挂并举的模式出让给企业。2021年12月上海在《“十四五”规划和2035年远景目标》中提出加快形成“中心辐射、两翼齐飞、新城发力、南北转型的空间新格局……构建中心城、中环经济发展带，以主城区为中心提升服务能级，提高中心城经济密度，推进城市更新”。2020年6月2日，上海城市更新基金正式成立，总规模约800亿元，为目前全国落地规模最大的城市更新基金，将定向用于投资旧区改造和城市更新项目，**参与战略合作的首批开发商上海地产、万科、保利、中交、招商以及险资国寿投资、中国太保、中保投资均有望通过这一基金在上海城市更新市场分一杯羹**

图表 51 上海市中心城区 2016~2022 年城市更新计划和实施情况 (万平方米)



资料来源：克尔瑞，华安证券研究所

**万科在上海的标杆项目上生新所（哥伦比亚公园）更新项目，采用土地混合发展模式基础，在开发内容上采取“空间”、“文化”和“内容”三个维度再生策略，在建筑形态上以传承历史文化建筑遗产为主，在文化形态上致力于提升新华路文化街区影响力，在运营上打造国际文化艺术街区，为上海乃至全国提供了一个优秀的范例。**上生新所，位于延安西路1262号，地处享有“上海第一花园马路”盛名的新华路历史风貌区。主要由孙科别墅、哥伦比亚乡村俱乐部、海军俱乐部3处历史建筑、11栋贯穿新中国成长的工业改造建筑、4栋风格鲜明的当代建筑组成。上世纪20年代由美国建筑师哈沙德设计的“哥伦比亚乡村俱乐部”是在华外侨的核心活动场所之一，1951年哥伦比亚俱乐部与相邻的孙科故居为上海生物制品研究所接管征用，2016年上生所进行搬迁，随后万科中标此地块的城市更新项目，2018年上生新所正式对外开放，改建后总建筑面积达4.9万平方米，其中办公面积3.6万平方米、商业面积1.3万平方米。

**万科对这一历史文化街区的整体更新是基于万科“尊重历史文脉、延续城市肌理”的更新理念，致力于实现“历史建筑保护+文创产业聚集+存量资产增值”三重目标，**主要将

建筑群分为以下 4 个区域分别进行重塑：**1) 适宜修缮保留的建筑**，基本上依照历史建筑“修旧如旧”原则进行修缮，如哥伦比亚乡村俱乐部与孙科住宅，对建筑的立面与空间进行修复，最大化还原建筑原貌，提升建筑安全性；**2) 保存不佳但有一定历史渊源的建筑**，处理方法是在妥善保留部分历史遗存基础上进行商业改造，如覆盖休闲商业和文化展览等。如海军俱乐部游泳池是上海为数不多保留至今的英制马赛克贴面泳池，改建后曾作为 Adidas 的新品发布会使用，泳池周边 20 世纪 80 年代改建的二层配套用房也被继续保留下来改建为水岸餐饮休闲店铺使用，前二者的保护、再利用符合“尊重历史文脉”原则；**3) 状况一般的厂房、办公等建筑**，主要是上海生物制品研究所遗留的工业建筑，主要根据建筑自身特色，结合功能通过局部新材料的植入、再装饰，赋予建筑新面貌。如麻腮风大楼改建中，保留现代主义简洁的外观和水刷石外墙饰面，底层局部架空并插入全新的“玻璃盒子”空间来满足商业需要，控压泵房改造则用镜面不锈钢包裹外立面，与历史建筑群共同围合成一个历史感与现代感穿插的公共广场；**4) 保存价值不大，进行拆除的建筑**，如储运仓库，集中在整个改建区域外围，或重建或退让给绿地、广场等。原址作为研究所空间，呈现封闭内向的特征，但是改建后的创意园区，需体现“开放、共享”的特点，打通周围居民区形成互动通道以提升街区活力。因此对工业建筑的改造及外围保存意义不大的建筑进行拆除、重建也符合“延续城市肌理”原则。

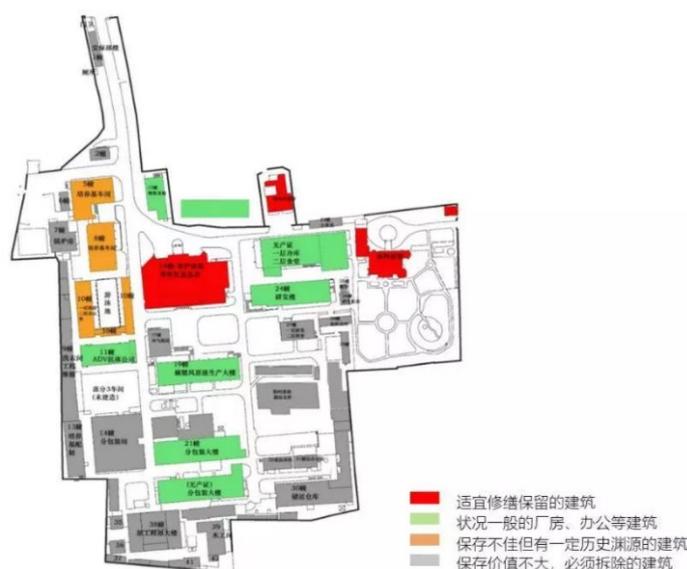
上生新所引入多业态，是集创意办公室、酒店、活动空间、文化场地、零售空间和餐厅为一体的综合性社区。其中有 NEVER'SFAMILY 与 Seesaw Coffee 联手打造 Seesaw 奈娃联名主题快闪店、国际一线设计师事务所 AAI、IDEO 和上海首家茑屋书店

图表 52 上生新所城市更新案例



资料来源：佳兆业，华安证券研究所

图表 53 上生新所城市更新项目平面示意图



资料来源：北京清大文创，上海闵行规划，华安证券研究所

图表 54 哥伦比亚乡村俱乐部“修旧如旧”



资料来源：建筑联盟，华安证券研究所

图表 55 海军俱乐部中游泳池改建前后

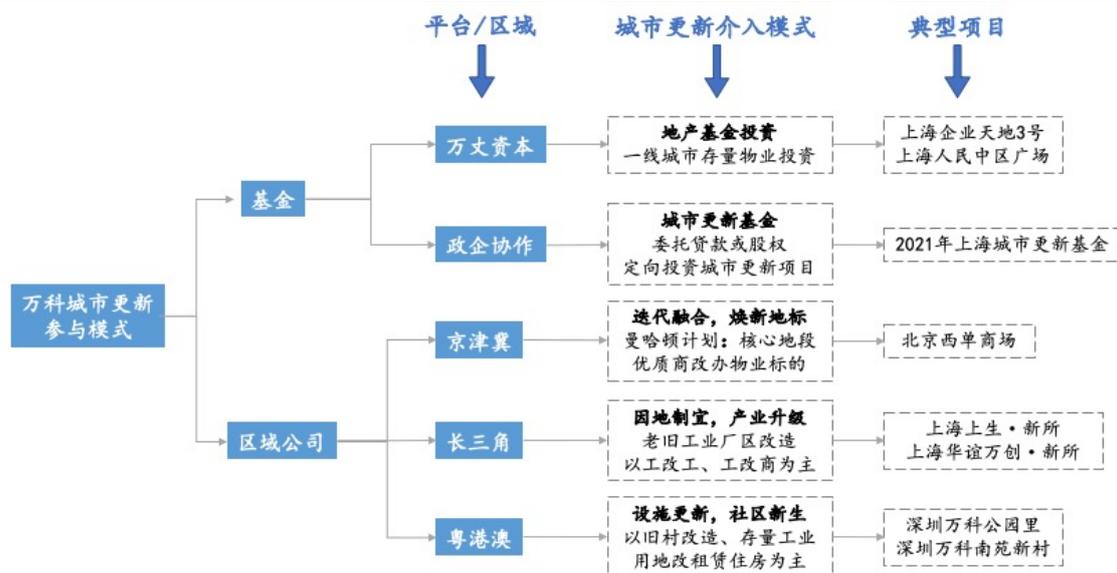


资料来源：建筑联盟，华安证券研究所

万科城市更新参与模式主要分基金平台投资和区域公司操盘两大类，其中基金平台主要依靠：1) 万丈资本，万科集团全资直属的存量资产管理平台，主要任务是探索“金融和城市存量资产收购改造”，参与的典型城市更新项目包括上海企业天地 3 号、上海人民中区广场等；2) 政企协作模式下的城市更新基金，2021 年 6 月上海总规模达 800 亿的城市更新基金正式成立，将定向用于投资旧区改造和城市更新项目，首批战略合作名单中就有城市更新“后起之秀”万科。

万科区域公司落地项目主要分四类：1) **修旧如旧焕发新生：历史文化建筑群修复保护**，代表项目有上述分析的上海上生新所、广州永庆坊、深圳南头古城、福州烟台山历史风貌区等；2) **迭代融合重塑地标：老旧街区业态焕新升级**，代表项目有苏州淮海街等；3) **因地制宜产业升级：老旧工业厂区改造**，代表项目有华谊万创新所、南京悦动新门西、成都猛追湾等；4) **消除隐患舒心环境：老旧小区单元微更新**，代表项目有宝山路街道 257 街坊等。

图表 56 万科城市更新项目分类



资料来源：公司官网，华安证券研究所

对于城市更新，万科优势在于：**1) 作为头部房企资金雄厚**，城市更新项目改造资金压力大，周期比普通住宅项目长，十分考验开发商的资金实力；**2) 综合多业态开发能力强**，万科是国内较早开展多元化业务的开发商，更新项目多涉及历史风貌保护和综合开发，需要引入商业商办等业态，十分考验开发商后期运营能力，万科在商业商办、物业、长租公寓和文旅方面均有布局，部分历史街区更新改造有些还涉及文旅等小众业态，万科无论是从项目经验还是人员储备上都有优势；**3) 政企关系良好**，城市更新项目依托于政府和企业建立协同合作的良性发展机制，现正当政策扶持窗口期，有良好合作关系的企业更有机会拿到优质项目；**4) 过往成绩有保证，标杆“网红”项目亮眼**，2021年6月10日在澎湃城市更新大会上，上海上生新所和北京万科时代中心望京小街被评选为“城市更新最佳活力街区”。除此之外，万科在多个核心城市实施了不同类别的城市更新，陆续改造了广州永庆坊、深圳南头古城、南京悦动新门西、苏州淮海街等一系列地标项目，推动城市空间结构优化和品质提升。

## 5 万物云存量深化，定位“空间科技服务商”

### 5.1 物业政策筑底后向上延伸，行业深度整合平台化延展

最新十四五规划中，物业迎来政策筑底，同时与旧改、社区商业、电商流量的嫁接，给物业服务行业带来无限想象空间。中国房地产协会原副会长兼秘书长朱中一表示，在有关政策和居民需求的推动下，物业管理及相关领域发展广阔已成为各界普遍共识。

往前看，2020年是物管行业利好频出的一年，也是政策的分水岭。全国人大、国务院办公厅及住建部等部门相继出台了各类利好政策。2020年之前的全国性政策主要落在“夯基础”：**1) 转变政府职能，将审批制改为鼓励型**，取消物业服务企业一级及二级的资质核定（2017年），转为鼓励性项目（2019年）。**2) 制定行业标准加强监管，及时“打补丁”**，住房城乡建设部要研究制定物业服务标准规范，通过建立黑名单制度、信息公开、推动行业自律等方式，加强事中事后监管（2017）。**3) 吸引物管行业参与主体**，如鼓励有条件的房地产企业向综合服务商转型。往后看，自2020年开始政策的着力点在“上层结构”：**1) 构建智慧物业管理服务平台，提高服务质量和标准化水平**。多次提出加强智慧物业管理服务能力建设。**2) 构建社区微单元，与养老、托幼、家政等延伸服务打包**。人口老龄化趋势严重，包括后续推出的“三胎”政策，关键在于配套措施的完善和落实，而推进物业服务包括推进共建共治共享，都是属于直接解决当下痛点的手段。**3) 创建优胜劣汰的公平竞争环境**，其中包括法律层面上的明晰权利和义务，民法典中直接将业主权利明确化，增加业主对重要事项表决通过的难度，降低解聘物企的难度等。**4) 配合城市更新组合拳，纳入基层治理体系**。如《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》就这一主题做了详细指引，城市更新项目的成功落地不仅仅在于硬件的更新，更是后续软件（服务）的完善。此外新冠疫情推动了物业纳入基层治理体系的步伐。

图表 57 物管行业全国性利好政策梳理

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2021.7	住建部等八部门	《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》	<b>因城施策突出整治重点：</b> 1.未按照物业服务合同约定内容和标准提供服务；2.未按规定公示物业服务收费项目标准、业主共有部分的经营与收益情况、维修资金使用等相关信息；3.超出合同约定或公示收费项目标准收取费用；4.擅自利用业主共有部分开展经营活动，侵占、挪用业主共有部分经营收益；5.物业服务合同依法解除或者终止后，无正当理由拒不退出物业服务项目。
2021.3	全国人大	“十四五”规划	1.加快发展现代服务业，推动生活性服务业向高品质和多样化升级。2.推进监管能力现代化，推进线上线下一体化监管。 <b>3.提高城市治理水平，加强物业服务监管，提高物业服务覆盖率、服务质量和标准化水平。</b> 4.健全社区管理和服务机制，完善城市社区居委会职能，督促业委会和物业服务企业履行职责，改进社区物业服务管理。
2021.1	住建部等十部门	《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	1.坚持和加强党对物业管理工作的领导，推动物业管理融入基层社会治理体系。2.健全业主委员会治理结构，鼓励“两代表一委员”参选业主委员会成员。3.落实物业服务企业服务质量主体责任。 <b>4.加强智慧物业管理服务能力建设，促进线上线下服务融合发展，鼓励物业服务企业开展养老、托幼、家政等延伸服务，探索“物业服务+生活服务”模式。</b> 5.规范维修资金使用和管理，加大维修资金归集力度，优化维修资金使用流程。 <b>6.建立物业服务信息公开制度和物业服务企业信用管理制度，完善物业管理招标投标制度，强化市场退出机制，推动形成优胜劣汰的市场环境。</b>
2020.12	住建部等六部门	《关于推动物业服务企业加快发展线上线下生活服务的意见》	构建智慧物业管理服务平台，全域全量采集数据，推进物业管理智能化，融合线上线下服务，推进共建共治共享，加强领导统筹推进。

意见》

2020.12	住建部等六部门	《关于推动物业服务企业发展居家社区养老服务的意见》	补齐居家社区养老服务设施短板， <b>推行“物业服务+养老服务”居家社区养老模式，丰富居家社区养老服务内容，积极推进智慧居家社区养老服务，完善养老服务监督管理和激励扶持措施。</b> 1.结合改造工作同步建立健全基层党组织领导，社区居民委员会配合，业主委员会、物业服务企业等参与的联席会议机制，引导居民协商确定改造后小区的管理模式、管理规约及业主议事规则，共同维护改造成果。建立健全城镇老旧小区住宅专项维修资金归集、使用、续筹机制，促进小区改造后维护更新进入良性轨道。 <b>2.健全动员居民参与机制。城镇老旧小区改造要与加强基层党组织建设、居民自治机制建设、社区服务体系建设有机结合。</b> 建立和完善党建引领城市基层治理机制，充分发挥社区党组织的领导作用，统筹协调社区居民委员会、业主委员会、产权单位、物业服务企业等共同推进改造。 <b>1.业主权利明确化。</b> 原先由《物权法》规定的“业主的建筑物区分所有权”被纳入《民法典》，并新增了部分内容。行政法规、司法解释中关于“物业服务合同”的规定被纳入《民法典》，法律效力层级上升。 <b>2.重要事项表决通过难度增大。</b> 业主共同决定事项应当由专有部分面积占比三分之二以上的业主且人数占比三分之二以上的业主参与表决。 <b>3.物企运营透明化。</b> 物业服务人员应当定期将服务的事项、服务人员、质量要求、收费项目、收费标准、履行情况，以及维修资金使用情况、业主共有部分的经营与收益情况等以合理方式向业主公开并向业主大会、业主委员会报告。 <b>4.解聘物企更容易。</b> 业主依照法定程序共同决定解聘物业服务人的，可以解除物业服务合同。约定解聘的，应当提前六十日书面通知物业服务人，但合同对通知期限另有约定的除外。解除合同造成物业服务人损失的，除不可归责于业主的事由外，业主应当赔偿损失。 将物业管理行业列为鼓励性项目。
2020.7	国务院办公厅	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	废止《物业服务企业资质管理》（建设部令第164号），取消物管企业资质等级划分。
2020.5	全国人大	《中华人民共和国民法典》	
2019.11	发改委	《产业结构调整指导目录》	
2018.3	住建部	《住房城乡建设部关于废止〈物业服务企业资质管理〉办法的决定》	
2017.9	发改委	《服务业创新发展大纲（2017-2025年）》	1.鼓励有条件的房地产企业向综合服务商转型。积极推进社区适老化改造。2.提升物业服务水平。 取消物业服务企业一级资质核定。取消审批后，住房城乡建设部通过以下措施加强事中事后监管：1. 加快完善物业服务标准和规范。2. 充分发挥物业服务行业组织自律作用。3. 指导地方加强对物业服务企业的监管，畅通投诉举报渠道，推行“双随机、一公开”抽查，及时查处违法违规行为。4. <b>建立物业服务企业“黑名单”制度，推动对失信者实行联合惩戒。</b> 5. 推动与相关政府部门的信息共享，加强企业信息备案管理。
2017.9	国务院	《国务院关于取消一批行政许可事项的决定》（国发〔2017〕46号）	因地制宜，多举措探索改进社区物业服务管理的方法。
2017.6	国务院	《中共中央国务院关于加强和完善城乡社区治理的意见》	
2017.1	国务院	《国务院关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》	取消物业服务企业二级及以下资质认定。取消审批后， <b>住房城乡建设部要研究制定物业服务标准规范</b> ，通过建立黑名单制度、信息公开、推动行业自律等方式，加强事中事后监管。

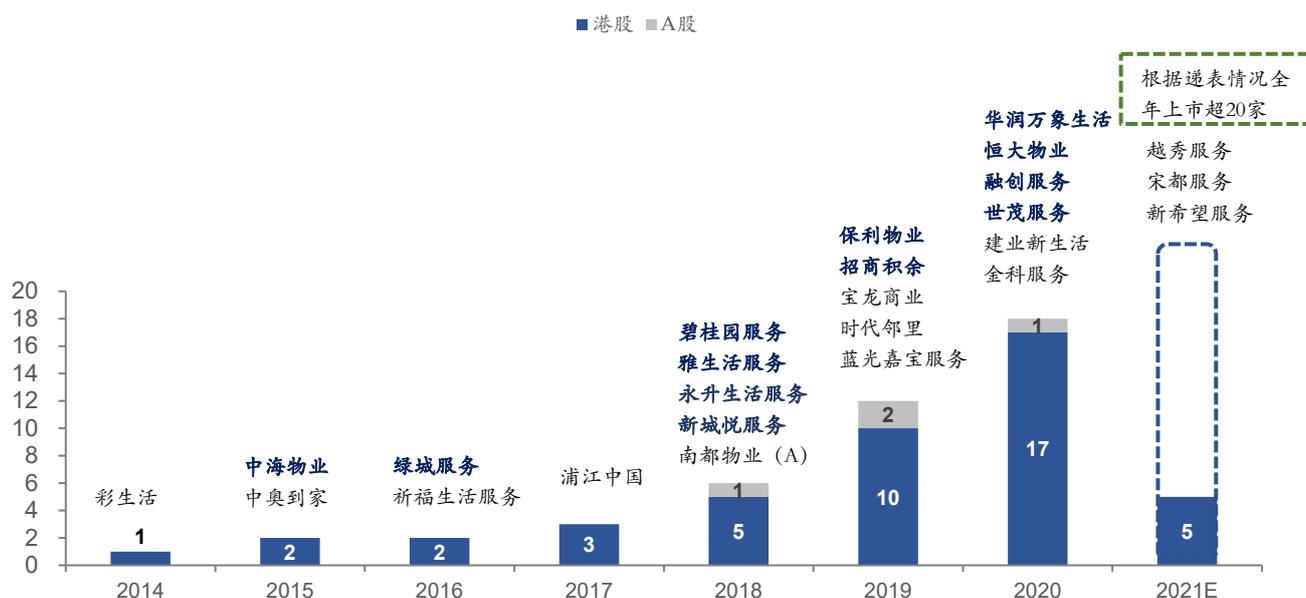
资料来源：各级政府官网，华安证券研究所

**物管行业平台化延展与集中度提升成为双轮发展趋势。**一方面行业暂时处于高度分散格局，另一方面随头部物管企业加速全国化拓展，行业集中度正处于快速提升时期。面临人工成本上升，行业竞争加剧等挑战，物管行业也进行多元化发展探索，以助力物企在这一关键时期开疆拓土。结合《新经济环境下我国住宅物管行业多元化发展的现状与对策》一文，将国内物管行业多元化发展趋势分为以下几类：**1) 横向增值业务平台化**

**延展。**物管行业可持续享受高估值的逻辑在于，前期高速增长有业绩确定性及发展成熟期可以依靠增值服务扩容，毛利率有进一步的提升空间。**即在行业发展下半场，增值服务赋予了物管公司类消费的行业属性，因而在基础服务上开通更多“第二业务线”，专注于提高增值服务的转化率是每个物企打通“任督二脉”的关键。**比较常见的有：a) 与物管本身业务比较相近的家政服务，譬如提供清洁服务、儿童代接送、快递收发等；b) 基于房产本身的服务，譬如提供租赁中介服务及装修、房屋保险服务等，经纪业务的代表有万物云旗下的“朴邻租房”、绿城服务旗下的“绿城置换”、碧桂园服务旗下的“有瓦”和龙湖智慧服务旗下的“塘鹅”等；c) 基于用户通道类的服务，譬如社交、资产管理、保险理财、社区团购、宠物服务等。**2) 物管企业对外进行资源整合，对内明确权责降本提效。**物管公司收并购从主要围绕扩展管理规模、完善区域布局展开扩展到增值服务领域及行业上下游。根据中物协数据，2020 年物管行业投资交易总额 94 亿元，同比增长 47%，交易数量 54 笔，同比增长 54%，其中基础服务领域的交易额占比从 2019 年的 93% 持续下降至 2020 年的 49%，基础服务占比的迅速下降主要源于专业服务、增值服务领域交易规模的迅速崛起，2020 年交易额分别为 31 亿元、16 亿元，占比 33%、17%。物管行业是典型的“劳动密集型”行业，只有在精细化管理基础上才可以做到人尽其能、物尽其用，从而提升经济效益，反过来也可以依靠相对低的价格抢占市场。**3) 纵向业态向“城市运营”转型。**城市发展曾是行政力量在主导，当市场力量渗透入这一领域，“城市运营”的概念应运而生。**自万科 2018 年高喊转型定位“城市运营服务商”开始，各大开发商和地方政府也频频提及“城市运营”，**关注点在：a) 前几年大跃进式的城镇化缺乏科学规划，产业过于集中，核心与各组团间无法协调，城市的各个组件不能过于畸形无序发展；b) 之前过于注重城市硬件的更新，重建设轻运营，重短期效果轻长期运营回报，非常多花重金打造的公共建筑后续利用率低甚至因缺乏后续维修导致部分功能丧失而被闲置；c) 未妥善保存城市文化脉络，非常多的历史文化建筑和风俗老街区或被强制“更新”，或与周围新建建筑群格格不入，消损了城市独特的文化感染力。**因此作为城市运营市场化的操盘手，以万科为代表的房企落脚绿色、智慧、人文、共享，通过整合优质资源，不断为城市赋予活力和生命力。**

**物业行业前景向阳而生，分拆上市渐成潮流。**自 2018 年起，主流开发商将物业拆分赴港上市成潮流。2018 年之前巨头中仅有绿城和中海将物业分拆上市，2018 年当年碧桂园旗下碧桂园服务、雅居乐旗下雅生活、旭辉旗下永升生活服务和新城旗下新城悦服务相继上市，2019 年~2020 年保利旗下保利物业、招商蛇口旗下招商积余、华润旗下华润万象生活、恒大旗下恒大物业、融创旗下融创服务和世茂旗下世茂服务接连上市。本文选取 2020 年 1 月 1 日之前上市的 6 家背靠母公司房开巨头的港股上市物管公司，以 2020 年 1 月 3 日收盘价为基准，统计市值涨跌幅与恒生指数涨跌幅进行对比，可见所有物管公司市值涨跌幅都跑赢恒生指数，其中股价表现得最好的是旭辉旗下的永升生活服务，其次是碧桂园服务。**物业服务企业通过城市共生突破服务边界迈向多业态服务，智慧科技 AIOT 加持于社区的智能与效率、多元化经营的社区增值服务持续创收，使得相关企业赢得了资本市场的青睐和高估值。**这一趋势在近年上市物管企业改名中可见一斑，如 2020 年雅生活将公司名称从“雅居乐雅生活服务股份有限公司”变更为“雅生活智慧城市服务股份有限公司”，并成立城市服务产业，作为其第五大业务板块；2021 上市的东原物业更名为“东原仁知城市运营服务集团”赴港 IPO。

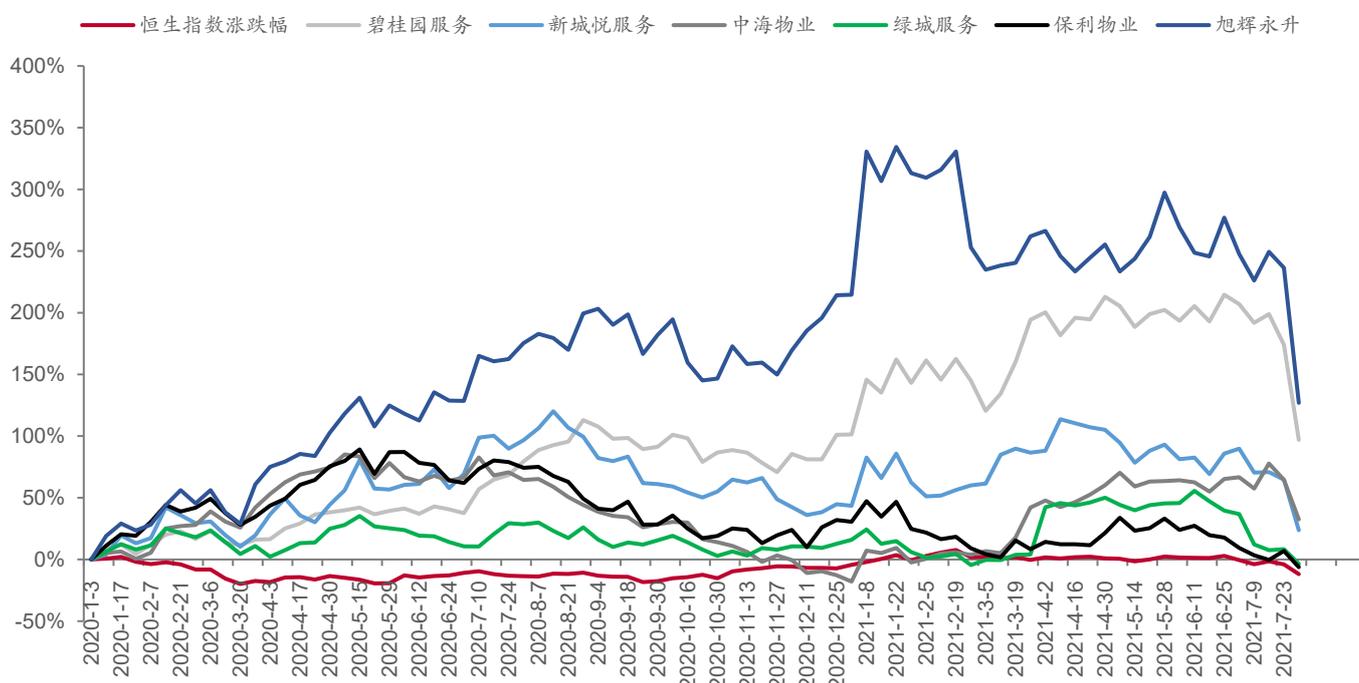
图表 58 物业管理上市公司统计 (截止 2021 年 7 月 20 日)



资料来源: wind, 华安证券研究所

备注: 图中的物管公司是选取当年上市公司的典型代表

图表 59 物业管理上市公司市值涨跌幅统计 (截止 2021 年 7 月 23 日)



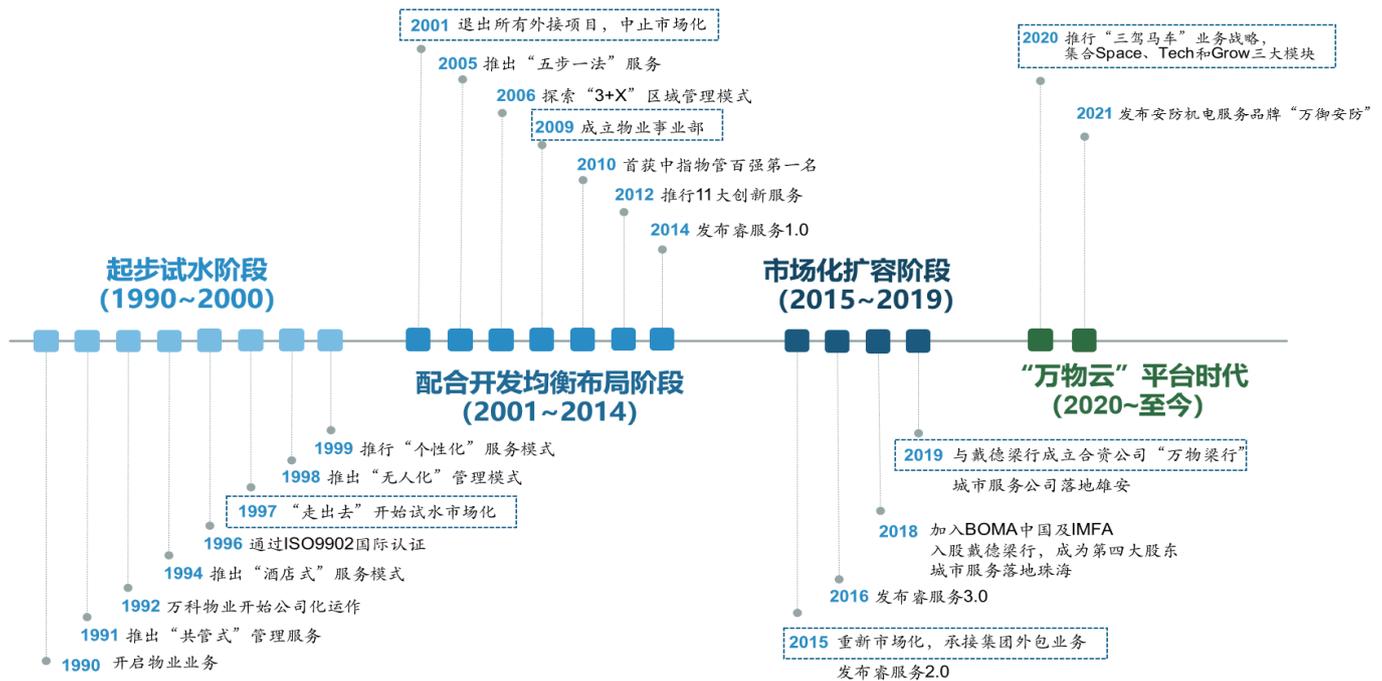
资料来源: wind, 华安证券研究所

备注: 各港股上市物企及恒生指数涨跌幅皆是参考 2020.1.3 日收盘价为基准, 因此选取的 6 家背靠母公司房企的物管公司都是 2020 年之前上市

## 5.2 “社区+商企+城市”并驾齐驱，城市运营成新风口

公司发展历程可以大致分为三个阶段：**1) 起步试水阶段 (1990~2000)**，万科在此阶段尝试过“走出去”试水市场化，在此阶段的特征是万科物业开始公司化运作，且于1996年通过ISO9902国际认证；**2) 配合开发均衡布局阶段 (2001~2014)**，万科2001年退出所有外管项目，只专注负责万科地产项目，此阶段的特征是随着开发项目进行全国密布，万科物业因无成本压力，也随之进行了均衡布局；**3) 市场化扩容阶段 (2015~2019)**，2015年万科物业开始承接集团外项目，并陆续发布睿服务2.0和3.0版本，此外2018年入股戴德梁行，2019年与戴德梁行成立合资公司万物梁行，拓展了公司在商管；**4) “万物云”平台时代 (2020~至今)**，转型为以空间科技为先导，以空间服务为根基，以成长型生态链为助力的城市空间科技服务平台型公司，并推出“三架马车”业务战略，万科品牌树包括Space、Tech和Grow三大模块。Space模块中含：a) 社区空间服务，包括万科物业、朴邻发展；b) 商企空间服务，包括万物梁行；c) 城市空间服务，包括万物云城；Tech模块包括万睿科技、第五空间，分别提供软硬件服务能力、数字运营和行业人工智能服务、搭建社区住户&商户线上服务平台；Grow模块包括万物成长，意在推动更多优质业务完善空间服务。

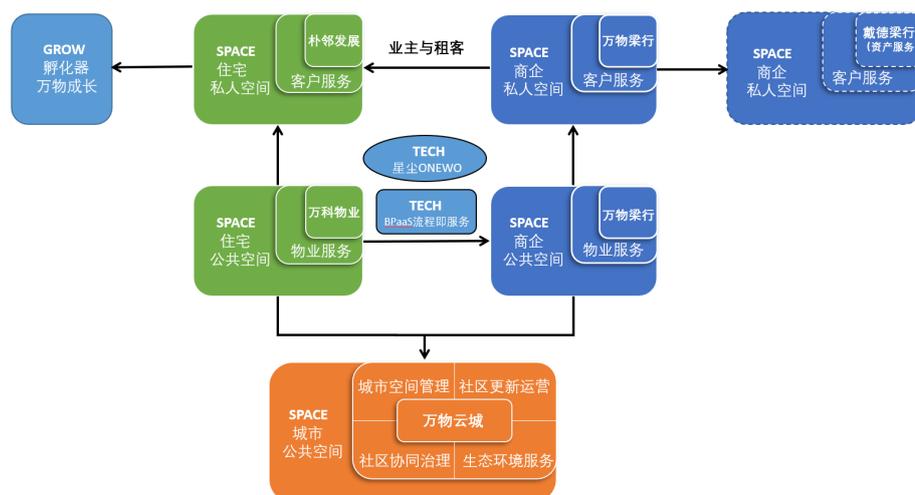
图表 60 万物云发展历程



资料来源：公司官网整理，华安证券研究所

**“万物云”平台时代，万科在整合自身社区服务和商企服务基础上向“城市运营”延展。**2020年万科年报显示，万物云实现总营业收入182.04亿元；其中，住宅物业的营收100.52亿元，而城市服务营收9.91亿元，占总收入的5.4%，与住宅物业收入相差超10倍。虽然在万科内部已经达成共识，万物云将以“城市服务商”概念上市，郁亮和万物云CEO朱保全相继在公开场合强调万物云不以物业公司的概念上市，但是目前万物云中城市服务营收占比过低，只能依靠长期积淀的物管服务体系和利用科技打造开放式物管赋能平台，等待各项模块孵化成熟，打通各个业务链条，秣厉马以待上市。

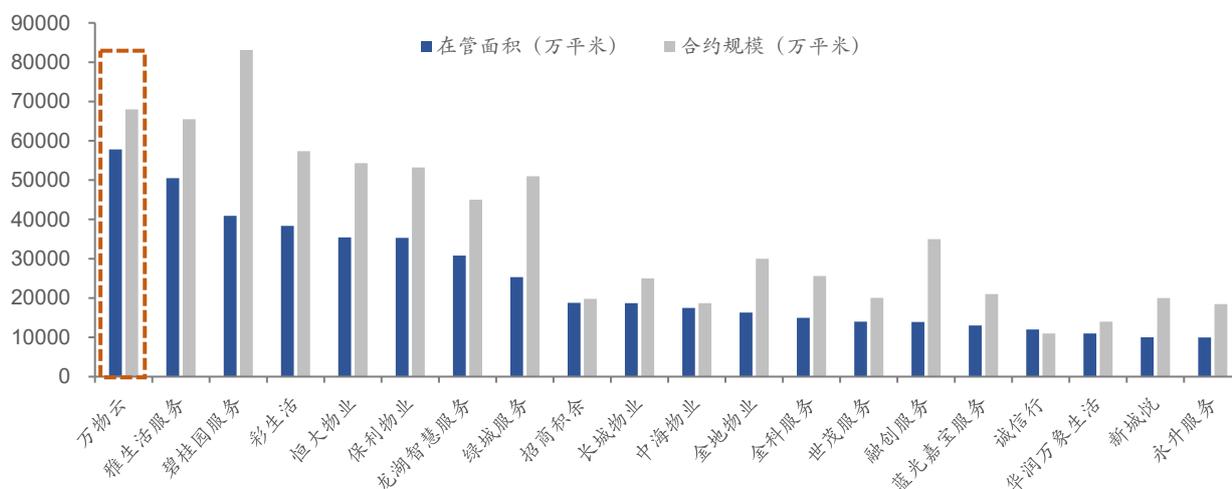
图表 61 万物云组织架构联系



资料来源：朱保全公开演讲整理，华安证券研究所

**1) 社区服务方面，万科物业在背靠母公司获得确定性在管面积拓展基础上，加强了“第二业务线”增值服务能力。**根据 公司官网及克尔瑞统计，2020 年万物云在管面积 57800 万平米（涉及 3051 个住宅项目），在国内居于首位；合约规模 68000 万平米，仅次于碧桂园服务位居第二。国内物管公司中在管面积排名 TOP10 的仅有万物云和龙湖智慧服务还未上市。根据公司公告，万物云 2020 年总营收 182 亿元，位居各物企榜首；营收过百亿的仅有万物云、碧桂园服务、恒大物业、绿城服务和雅生活服务 5 家。从中物研协统计的物管行业近 4 年营业收入构成中可知：a) 物业管理服务费占比趋小，2018 年物业管理费占比 65.4%，2020 年占比仅 60.2%，而万科 2020 年报数据显示仅占 55.2%；b) 万科与行业平均水平比，在非主业增值服务占比这一块优势很大（29.2% vs 18.6%）；c) 万科比较弱势的是社区增值服务占比，仅占 5.4%，行业水平为 13.5%。万科通过推行“第五食堂”、幸福驿站、万物仓、双管家模式等来提升社区增值服务品质。

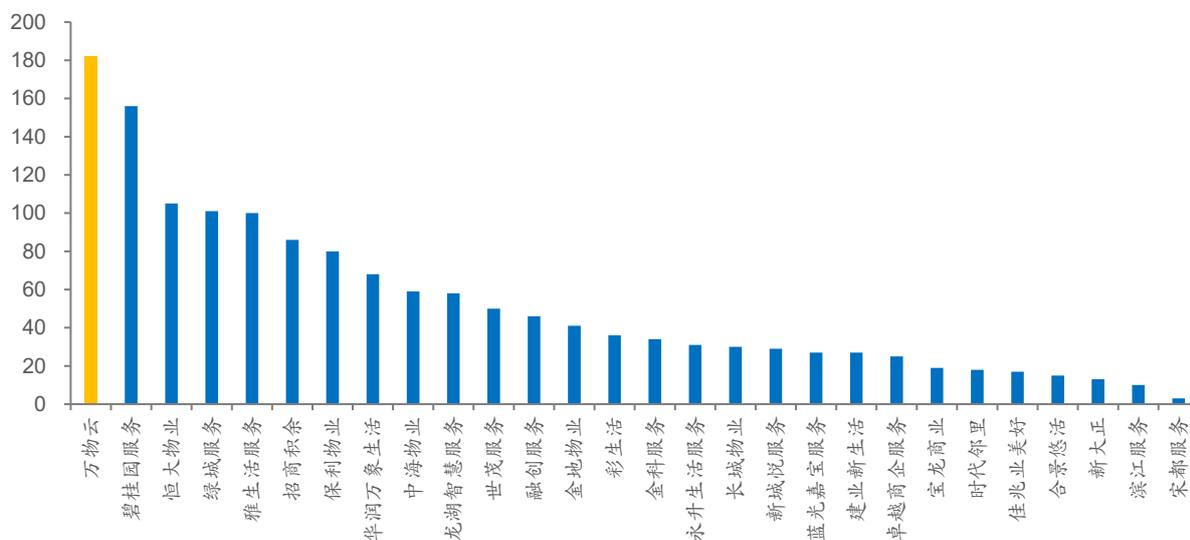
图表 62 2020 年中国物业服务企业在管面积及合约规模（万平米）



资料来源：公司官网，克尔瑞，华安证券研究所

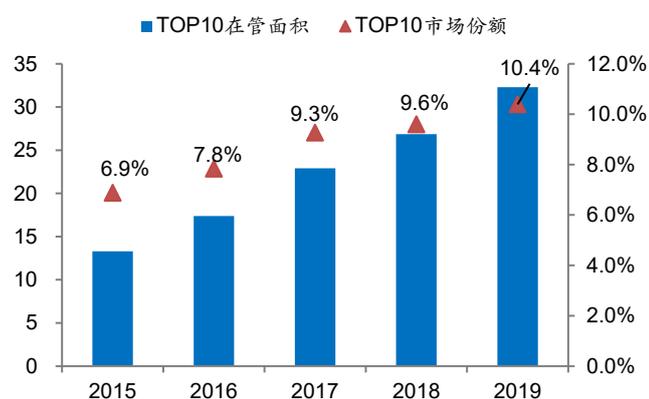
备注：按照在管面积排名

图表 63 2020 年中国物业服务企业总营业收入 (亿元)



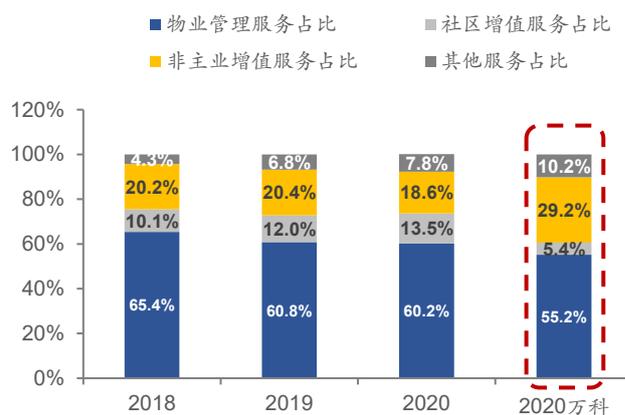
资料来源：公司公告，公司招股书，华安证券研究所

图表 64 物业 top10 企业在管面积及市占率



资料来源：公司公告，中物协研，华安证券研究所

图表 65 物管公司营业收入构成占比趋势



资料来源：公司年报，中物研协，华安证券研究所

**万物云社区增值服务正迎头赶上。万科物业分为美居中心、社区资源、友邻集市、社区 mall 四大板块。**“第五食堂”是万科推出的社区餐饮食堂，为业主提供吃得放心，经济实惠的三餐，提供除学校、单位、社会餐饮、自家以外第五个就餐空间。“幸福驿站”是万科推出的社区服务机构，提供包括快递自提、家政上门、孩子托管、老年活动中心以及生鲜配送等服务。“万物仓”是万科为业主提供的自助型小型储物柜。“双管家服务模式”基于高净值人群对健康的诉求，其业务模式分为业务管家中心与健康管家中心：“健康管家”服务人员必须具备健康管理专业能力，为小区业主建立健康档案，提供健康提醒及查询、慢性疾病管理、定期体检、健康管理等服务；“业务管家”则在传统的万科物业管家的基础上，除了协调传统的房屋维保工作、优化小区的生活娱乐氛围外，还将着眼于提高业主的生活品质。

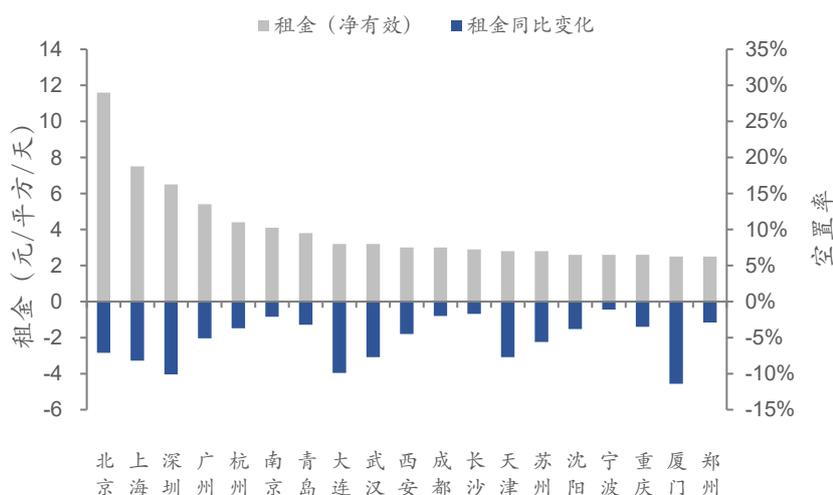
图表 66 万物云组织架构联系



资料来源: 万科物业官网, 华安证券研究所

**2) 商企服务方面, 万科 2019 年与戴德梁行成立合资公司万物梁行, 除了在商企方面的份额跃居国内首位, 重要的是在大宗资产交易、工程管理、城市开发咨询等方面获取经验和人才。**万物梁行主要业务为商业物业及资产管理与综合设施管理, 目前在重点拓展超高层综合体、头部企业总部和海外市场板块, 2020 年新签约的合作中包括美团、饿了么、快手、海康威视、爱尔眼科等企业总部项目, 以及武汉恒隆广场、长春海容广场、重庆陆海天地等超高层综合体。万物梁行针对主流机构的服务大致可以分为以下三类: 1) 普通商管服务, 如腾讯位于深圳的滨海总部、位于广州的微信总部、小米、海康威视、字节跳动总部及其他银行、地产等机构由万物梁行提供相应服务; 2) 奢侈品旗舰店办公区的管理服务, 如爱马仕、保时捷、香奈儿等外资客户; 3) 科技板块的支持, 万物梁行为阿里巴巴 51 个项目提供服务, 是阿里巴巴行政品类最丰富、BU 服务最全的供应商; 4) 其他业态的服务支持, 如沃尔玛在中国的冷链物流业务等。

图表 67 全国甲级办公楼重点城市租金和同比涨幅



资料来源: 《中国办公楼租赁指南》, 仲量联行, 华安证券研究所

**商业办公物业以其相对较高价格、高收缴率、较高提价空间、市场空间大等诸多优势受到物企公司的青睐。**以疫情之前的 2019 年为例，商业、办公物业管理项目平均物业费分别为 6.28 元/平方米/月、6.99 元/平方米/月，远高于行业 3.86 元/平方米/月的平均水平；由于办公商业大多是 TO B，所以在收缴率方面会优于 TO C 的住宅，2019 年商业和办公物业的收缴率分别为 97.50%、93.3%，收缴率高于住宅物业收缴率 91.63%。与之伴随的是高要求，商办物业服务内容更加复杂，对物管公司提出的综合管理能力更高。在后疫情时代，尤其是面对每日上下班高峰期流动的大厦工作人员和访客，如何在保证安全情况下导流，消毒和保证复杂的需求，对数字化运营能力提出了非常高的要求。除万科旗下的万物梁行外，其他头部企业都在自己的物管公司下推出商办领域的服务子品牌，如绿城服务旗下的绿城云享等。**万物梁行作为国内商办服务品牌领跑者，其竞争优势在于：1) 服务业态丰富，少部分业态进入门槛高，母公司多元化发展恰好可以输送一批优质物业“练兵”，为外拓奠定基础。**万物梁行对接的业态包括企业总部、政府机构、商务写字楼、城市综合体、产业园、物流冷链等。万科在购物中心、商办、物流、酒店等领域皆有涉及，其中在多数领域相较其他开发商有明显优势。**2) 善用科技改造传统服务业，对不同客户提供不同的解决方案：**为自用型物业提供 FM 服务，助力企业客户聚焦核心业务发展；为运营型物业提供 PM 服务，提升不动产全生命周期的资产价值。

图表 68 部分物业服务企业推出商办子品牌

公司名称	推出时间	商办子品牌
万物云	2020 年	万物梁行
绿城服务	2019 年	绿城云享
保利物业	2018 年	星云企服
中海物业	2019 年	海纳万商
旭辉永升服务	2018 年	悦泽商办
富力物业	2020 年	富物商企
正荣服务	2020 年	荣企

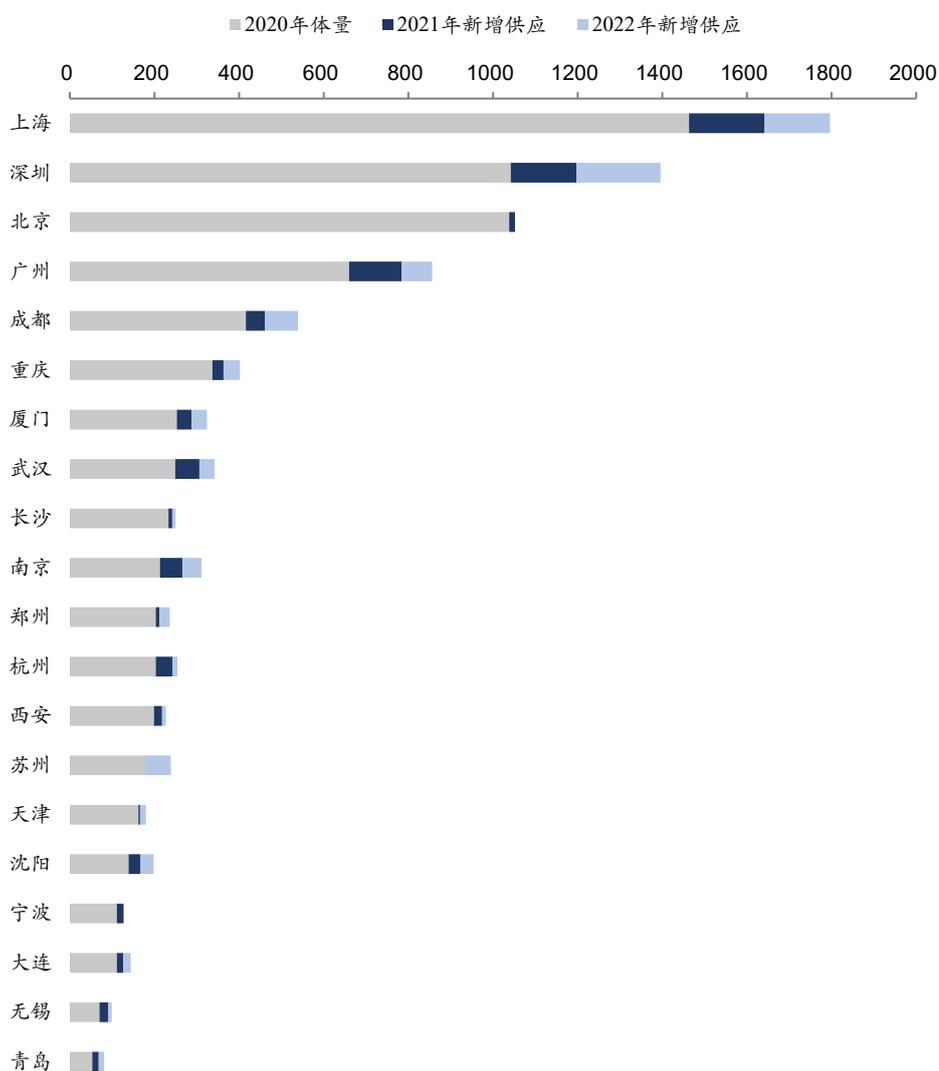
资料来源：中指物业研究，华安证券研究所

备注：万科物业首次推出“万物商企”子品牌是 2018 年 10 月，表中时间为万科物业与戴德梁行成立合资公司万物梁行的时间

**万物梁行商管类物业涉及到的业务多为国内甲级办公楼及超甲级办公楼。目前甲级办公楼的市场呈现以下特点：1) 北京、上海、苏州等城市已显示跌幅放缓信号，但是包括深圳在内的多数市场仍处于租金下行通道，甲级办公需求科技新媒体行业成“新贵”。**2020 年，全国 20 个重点城市的甲级办公楼租金均有约 5~10% 的下跌。其中一线城市平均租金为 7.9 元/平方米/月，同比下降 7.9%；二线城市平均租金为 3.0 元/平方米/月，同比下降 4.6%。进入 2020 年下半年，中国主要办公楼市场租金降幅全面收窄。杭州、成都等城市的租金降幅已经收窄至每季度 1% 以内，基本与上季度租金保持同样水平。从总存量和行业分布上看，万物梁行的主要客户来自北上广深，值得注意的是在这四座一线城市中科技新媒体行业成为租赁甲级办公楼的“新贵”，除上海外，科技新媒体行业打败其他行业位居甲级办公需求首位。**2) 自 2020 年下半年起，因疫情控制得当，更多的企业重启了办公楼租赁计划，大部分城市吸纳量转正，空置率也普遍有所回落。在节约成本的大背景下，成本管控成为了多数租户搬迁时的首要考虑因素。**仲量联行预计未来两年 20 个城市合计每年将有 700~800 万平方米的新增供应，约占目前总体量的 12%。其中，深圳、上海、广州、成都的未来供应量较为显著，而北京、长沙、西安、天津、

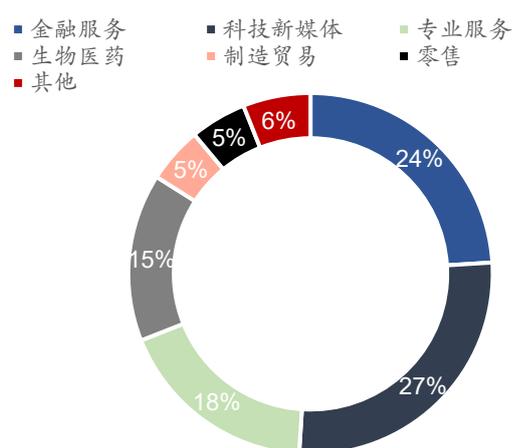
宁波的未来供应量较为有限。万物梁行善于以科技赋能，降本提效，受到了大多数租户的欢迎。譬如针对北京北京凤凰中心能耗过高的问题，搭建 IOT（物联网）收集设备运营数据，打通 IOT 与工单管理系统的连接，以使用量触发工单代替常规人工巡检。此举在提升客户体验感的同时实现了降本增效，使北京凤凰中心夏季能耗降低 50%，并助力凤凰中心高分获得 LEED EB 铂金级认证。上海徐汇万科中心，总面积 50 万平方米，位于上海南站附近。使用科技使得项目的供暖空调的能耗降低幅度达 15%，高效水冷离心机和螺杆机 COP 较规范值提升了 6%，锅炉的热效率是 92%，并采用了一级节水器具，卫生器具的用水量较一般的商办项目降低了 23%。上海徐汇万科中心最终获得了绿色建筑三星和 LEED CS 金级认证，也为行业树立了一个绿色建筑的典范。

图表 69 全国甲级办公楼重点城市总体量（万平方米）



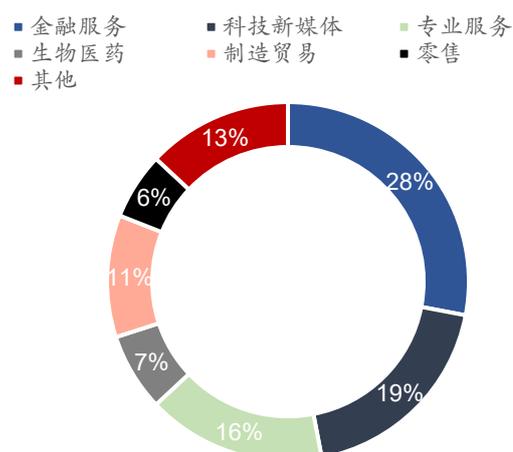
资料来源：《中国办公楼租赁指南》，仲量联行，华安证券研究所

图表 70 北京甲级办公需求行业分布 (2020 年)



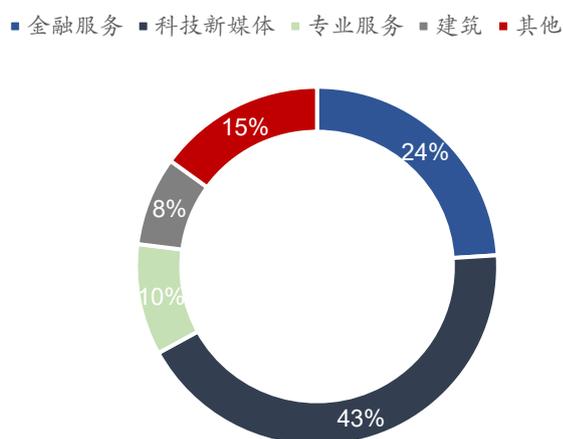
资料来源：仲量联行，华安证券研究所

图表 71 上海甲级办公需求行业分布 (2020 年)



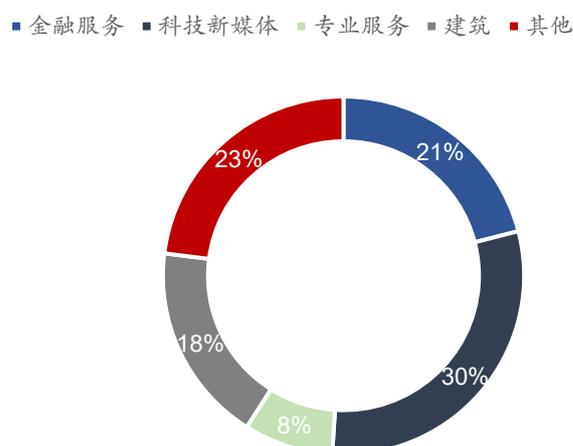
资料来源：仲量联行，华安证券研究所

图表 72 深圳甲级办公需求行业分布 (2020 年)



资料来源：仲量联行，华安证券研究所

图表 73 广州甲级办公需求行业分布 (2020 年)



资料来源：仲量联行，华安证券研究所

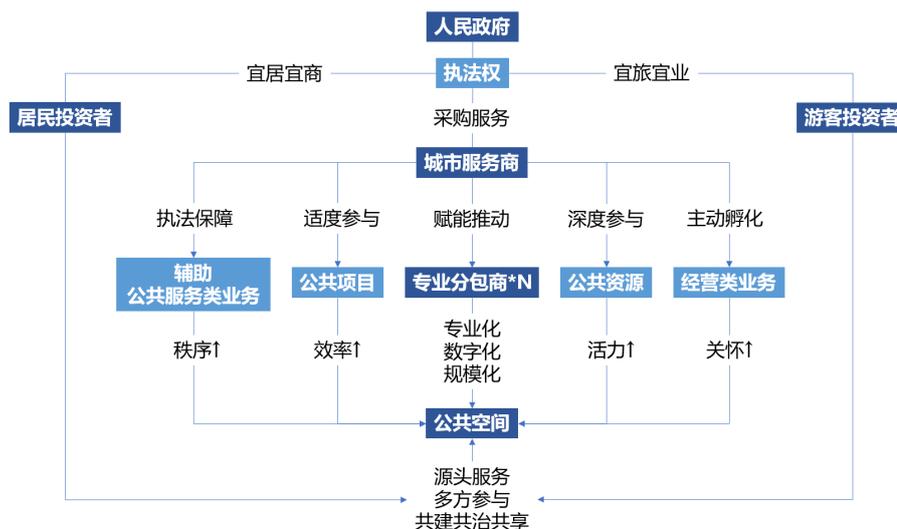
**万物云城运营新逻辑：承接放管服改革，用企业效率推动城市管理迈向城市服务。**在城市管理领域，万科基于在城市服务领域的专项实践基础，梳理出“**基础设施管养**”、“**生态环境服务**”、“**社区协同治理、居民公共服务**”及“**城市微更新**”四类产品解决方案，基本满足城市主要基础服务需求场景，挖掘城市“造血细胞”，发挥精细化专业化优势，协助政府在部分公共服务领域的短缺，通过市场化盘活闲置城市资源，提高中心城市的综合承载力，从而让城市自我进化、有机生长。

2020 年 10 月 24 日，在万科集团中西部区域媒体交流会上，万科集团物业 BG 推出了国内第一个以城市服务为定位的全新品牌——“万物云城”。据万科 2020 年业绩会交流内容可知，万科自 2017 年开始城市服务计划，已完成 10 个城市包含 16 个项目的探索，包括珠海横琴、雄安新区、广州白云区、成都高新区、青岛动车小镇、厦门鼓浪屿、武汉江汉区、江门人才岛、郑州二七区等。

**“横琴模式”广受好评，市场化机制运营城市。**珠海大横琴城资是横琴新区国资委直属企业珠海大横琴投资公司和万科物业混改之后的合资公司，由万科物业操盘。以珠海大横琴城资为载体，万科对环卫、道路桥隧管理、垃圾清理等城市管理业务统筹。类比

建筑工程项目中的“总包模式”，万科将各个业务进行分包，这样平台公司只负责专业化、数字化和规模化更迭，不会囿于最基础的“四保工作”，而且可以腾出手来推进城市管理服务精细化发展。除此之外，万物云城的管理平台还把以客户为中心的理念带入城市治理中，与以往传统的城市治理只偏重不出错、安全为工作目标不同，“横琴模式”更注重市民和企业的体验，一旦有诉求，平台都会设法去满足，扭转了过往政府粗放管理的局面。通过精细化管理降本提效，在满足各方管理需求基础上，“横琴模式”中政府方投入逐年下降5%，这也是其他城市效仿将城市运营业务外包给物业管理公司的动力所在。

图表 74 万物云城运营逻辑示意图



资料来源：朱保全公开演讲整理，华安证券研究所

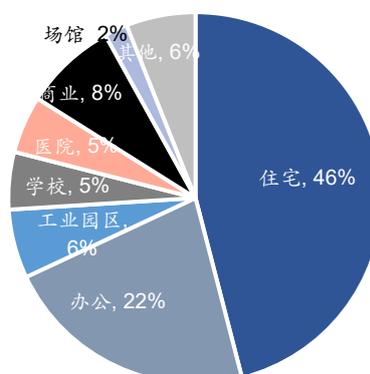
**多业态管理成为城市运营准入门槛，后疫情时代带来挑战与机遇。**如果将物管公司经验转嫁到城市范围内，无论从体量和能力上来说都是极大的挑战。且城市管理会涉及到很多物管公司很少接触到的业态，如门槛较高的工业园区、医院、机场等。根据《2020年物业服务企业综合实力测评报告》，2019年500强企业非住宅物业管理面积为53.54亿平方米，占500强总在管面积的40.03%，相比2018年增加3.81个百分点；非住宅物业服务收入为1442.39亿元，占500强物业费总收入的54.21%，相比2018年增加1.83个百分点。从业态上分，大多数物管公司接触最多的业态是住宅，占比46%；其次是办公，占比22%；商业占比8%；工业园区占比6%；学校和医院各占比5%。

**住宅物业成防控主力，万物云深入参与基层群防群控群治。**2020年春节期间，疫情在全国多地爆发，多城市实行社区封闭管理，甚至有部分地方政府直接要求物业承担小区的疫情防控主体，如1)小区出入管理，如对出入人员进行体温测量、检查健康码，车辆核查登记等；2)公共区域防疫，如高频消杀、设置废弃口罩专用回收垃圾桶等；3)疫情防控宣传，譬如传达政府防疫通知和对业主进行疫情防控科普等；4)配合基层治理，如陪同街道进行上门排查等。

**万物云并购填补机场业务短板，机场接触人、货复杂，人员密集流动性大，对防疫提出新挑战。**从2021年7月南京禄口机场和8月海口美兰机场新冠疫情传播事件的教训可知，在做好与新冠疫情做长期抗争的后疫情时代，知晓如何处理复杂业态也是万物云从头部物企中出挑的优势所在。万科在原有业态基础上，7月3日接手了深圳机场航空城发展有限公司转让的深圳市机场物业服务有限公司61%股份，标志着万物云在多业

态上补充最后一块短板。

图表 75 2019 年 500 强企业的业态管理面积占比



资料来源：《2020 年物业服务企业综合实力测评报告》，中物研协，华安证券研究所

### 5.3 科技赋能深挖增值服务，转变思路成就平台孵化器

**科技赋能多场景，驱动深挖增值服务。**智慧城市、智慧社区等概念的普及加上科技的不断发展，越来越多的物业服务企业投入科技化、智能化改造。如万物云深入实施“沃土计划”，进行数字化转型；碧桂园推出物业数字化服务品牌“天石云”；旭辉永升服务首发“AITCH”和智慧服务科技品牌霖久科技。

传统的物管行业一直和快递业等行业一样被视为劳动密集型行业，因此人力成本一旦上调，会直接导致物企运营成本飙升。在物企行业中，科技应用不仅仅是“锦上添花”，而是“雪中送炭”，甚至是行业发展下半场的关键所在。利用互联网、物联网、大数据科技、人工智能等手段，在针对保洁、绿化、保安、维修等基础物业服务时可以做到降本增效，提高人均管理面积和产出；针对增值服务方面的社区生活服务平台方面，可以增加增值服务渗透率，利用好社区流量入口，从而获得更高毛利。根据中物研协调研，百强物企 2014~2019 年，百强人均管理面积从 3439.39 平方米提升至 6496.41 平方米，上涨幅度达 88.90%；人均产值从 8.92 万元提升至 15.53 万元，涨幅为 74.10%。

图表 76 科技应用为物企赋能



资料来源：《2021 中国新物业服务发展白皮书》，中物研协，华安证券研究所

在外拓过程中，万物云也保持相对优势。从部分更换成万科物业和万物梁行的小区例子可知，由于万物云的品牌效应，更换后小区房价超额涨幅最高达 16.7%；深圳山湖居小区更换前后物业费涨幅达 137%，说明一线城市中存在大量旧业主希望通过更换品牌物业达到房产增值的效果，对物业费提价的接受度较高。

图表 77 智慧物业的应用价值



资料来源：《物企如何持续并创新性满足客户需求》，华安证券研究所

图表 78 部分更换成万物云旗下物业小区及房价涨幅

小区	更换物业管理公司	前物业管理公司	更换后物业费 (平方米/月)	更换前物业费 (平方米/月)	房价超额涨幅 (%)
深圳山湖居	万科物业	深圳彩生活物业	4.5	1.98	2.6%
武汉金湖天地	万科物业	武汉兴业物业	2.2~2.9	1.5	7.3%
天津云锦蓝庭	万科物业	街道办事处(居委会) 代管物业	1.5~2.2	1.5	2.1%
成都华熙 528 艺术村锦都	万物梁行	华熙鑫安成都物业	2.8~2.9	2.03	16.7%
杭州国信嘉园	万科物业	上海上房物业	2	1.3-2.5	5.7%
上海春申锦城湖滨城韵	万科物业	上海协沁物业	2.75~2.85	1.65-1.78	7.3%

资料来源：《2021 中国新物业服务发展白皮书》，中物研协，华安证券研究所

备注：房价超额涨幅为更换物业前后房价数据的涨幅高于所在城市房价涨幅的部分

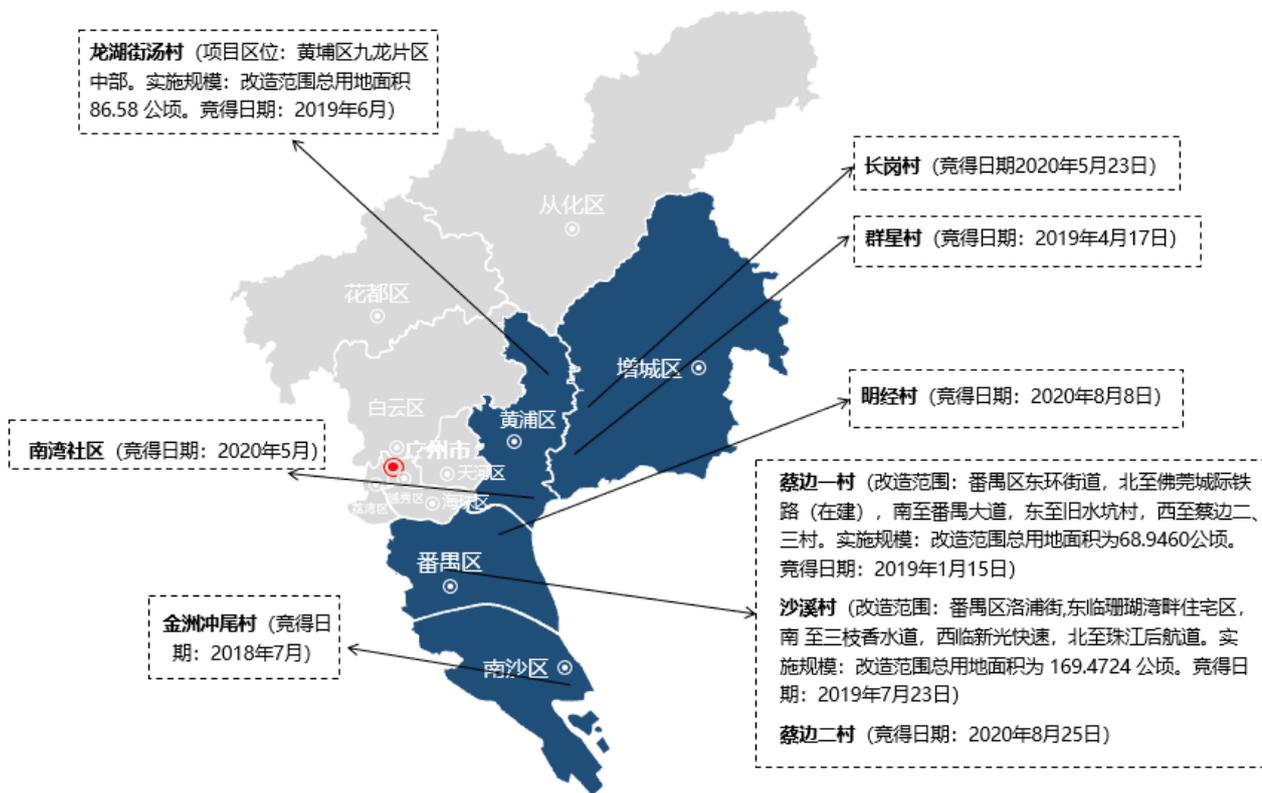
**万物云转变思路建立睿联盟合作平台，利用自身科技服务商优势支持合资物企上市。**

2020 年 10 月，万物云和上海升龙投资集团有限公司达成战略合作，成立物业合资公司——升龙物业加入万物云睿联盟合作平台：1) 万物云作为战略股东，不但“出钱”进行财务投资以期得到丰厚回报，而且可以“出力”，提供上市意见、梳理物管流程等；2) 升龙物业借助万物云在科技方面的基础完善服务，针对体量不大的物业公司，可能无法承担自建现进科技系统的成本，这部分可外包给万物云。同时万物云可以借助平台模式带来的规模化效应，进一步抢占市场和降低成本。同时，万物云服务客群人数的增加也给科技系统的底层设计提出新的挑战，即便战略投资上市的物企公司快速成长后自建科技服务系统，万物云也相较于其他头部规模物企获得了先发优势，在未来集中度提升的行业前景下，“加盟商”模式可以让系统提前预演，并针对外拓市场采取相关措施。

**万物云选取投资标的的标准，主要是：1) 优先投资已出具规模的地方性物业公司，**

如升龙除了在大本营广州以外，在郑州、上海、南京、福州等已具有一定的体量。**2) 投资的物企有成长性，最好是母公司有可观且结构良好的土储，可以保证在低杠杆运作模式下可以持续获得土储。**升龙未来有接近万亿元的货值可以持续转化，这比一般的开发商成长性要好。同时，升龙低负债率，保持稳健健康的发展模式。资金渠道通畅，升龙集团是广东华兴银行前十大股东，与建设银行、农商银行、广州银行等签约展开三旧改造合作等。**3) 投资标的有“特色性”即在某一方面有较深护城河。**如升龙被誉为广州的“城市更新”专家，累计完成 20 多个旧改项目，总计容面积超过 3000 万平方米。且在“三条红线”“两集中”政策强压下，城市更新方式持续获取土地的确定性更高，而且城市更新还会给企业带来针对旧改这块的服务升级的“外拓”项目。升龙在广州市有 9 个旧村改造项目，分别为南沙区的金洲冲围村、番禺区的明经村、蔡边一村、蔡边二村、沙溪村，增城区的群星村、长岗村，黄浦区的南湾社区和龙湖街汤村。

图表 79 升龙集团在广州市内在手的 9 项城市更新项目



资料来源: 广州市各级人民政府网站, 升龙集团官网, 华安证券研究所

备注: 项目统计截止 2021 年 8 月 1 日

**浙江“未来社区”概念落地，万物云抓住机遇助力亚运。**2019 年浙江启动“未来社区”建设，首次提出以“139”为核心内涵，旨在以“人民美好生活”为核心，以“人本化、生态化、数字化”为价值坐标，打造覆盖九大生活场景的新型城市功能单元。2021 年 7 月“浙江未来社区基金”成立，基金规模 30.07 亿元，其中浙江省建设投资集团出资 10 亿元。

未来社区可以理解成浙江特色版的“城市更新”项目，不同的是浙江省将搭建数字化平台，利用“数字经济”赋能未来社区的多种生活场景。**在“新型城市功能单元概念”和“长三角一体化战略”指导下，万物云可以凭借自身科技优势切入赛道，落地“未来社区”示范区，通过“数字化”平台的打造，连接邻里、教育、健康、服务、治理等多种场景。**针对

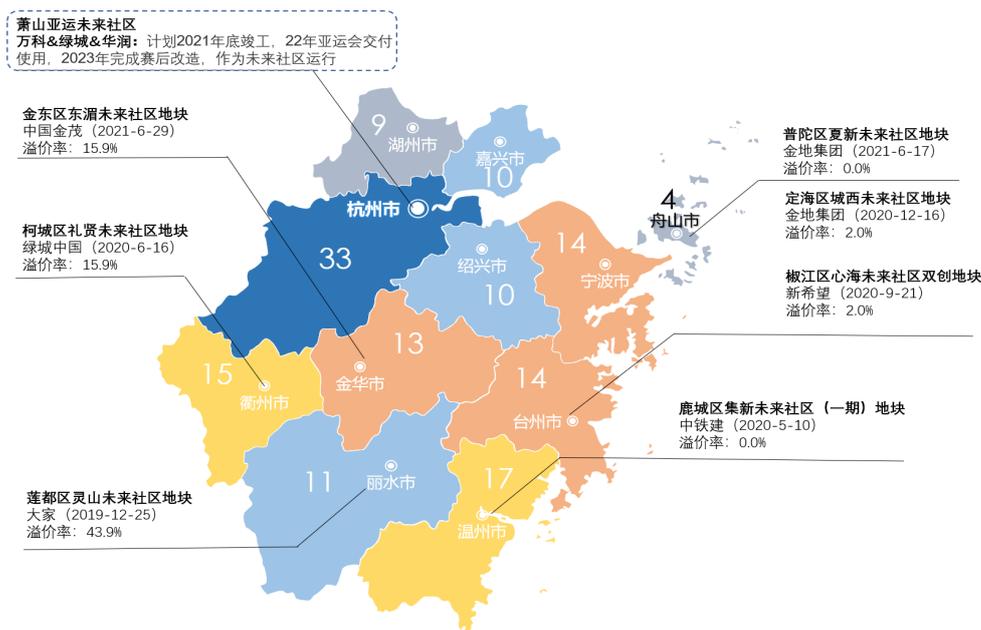
老旧小区物业服务不足，收费与服务品质不匹配等问题，“未来社区”推出“平台+管家”模式、“无盲区”安全服务网、“便民惠民”社区服务体系，全面提升物业服务质量。针对社区医疗匮乏，养老设施缺失等问题，“未来社区”构建“5分钟”健康服务推送圈。得益于万科之前在大健康产业的布局，在康养方面积累一定先发优势。

图表 80 未来社区“139”顶层设计



资料来源：浙江省发改委，CRIC，华安证券研究所

图表 81 浙江省各地级市未来社区规划数量及部分地块交易信息



资料来源：浙江省各级政府官网，CRIC，华安证券研究所

备注：数字为浙江省每个地级市未来社区规划数量，统计截止 2021 年 7 月 1 日；所选地块为部分非集中供地地块

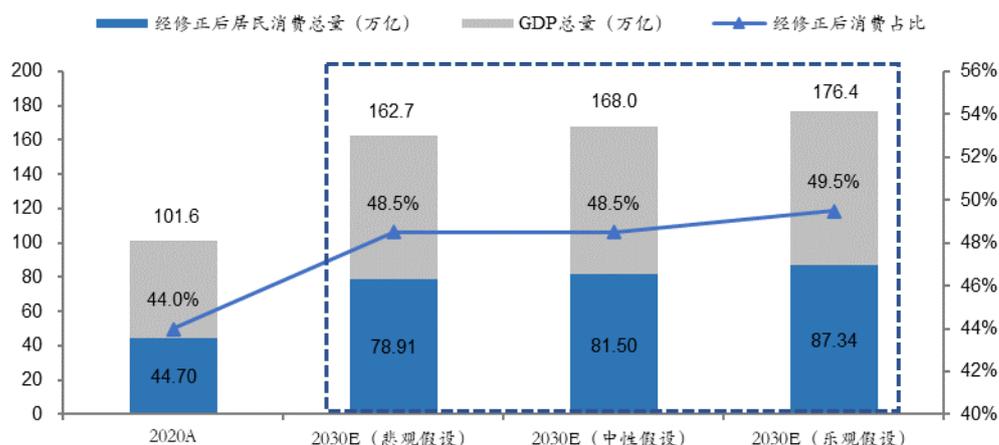
## 6 万科商业与印力整合深化，打造头部商开与运营平台

### 6.1 居民消费扩容空间可观，印力规模和区位优势明显

中国居民消费维持高增速发展，万科商业和印力集团整合优势显著，打造国内领先的商业运营平台。根据印力研究院的分析，我国最终消费支出占 GDP 比重经修正后约为 44%，显著低于发达国家和地区，随着供给侧结构性改革的深入，我国居民消费总量将稳步发展，预计年化增速在 6% 左右，预计到 2030 年，居民消费支出规模将在 80 万亿人民币左右，相比 2020 年增长 80% 左右；届时面积 3 万方以上的购物中心销售规模将达到 7.5 万亿，租金收入规模将达到 1.12 万亿，相比 2020 年增长约 70%。

2016 万科与合作方联合收购印力集团 96.55% 股权，随后以印力集团作为商业开发与运营平台。截止 2020 年末，万科新开业商业面积 128.9 万方，累计开业的商业面积 989.8 万方，2020 年商业项目营收 63.22 亿元，规划中及在建商业建筑面积 435.4 万方；其中印力 2020 年商业营收 42.22 亿元；万科年度营收前十的商业项目中有 9 个由印力集团运营管理。

图表 82 居民消费总量与占比



资料来源：国家统计局，《公平改革为何重于结构再平衡？》，印力研究院，华安证券研究所

备注：1) 修正后的消费占比是指，根据《公平改革为何重于结构再平衡？》，考虑居民实际的居住消费、由公司账户支付的私人消费，以及高消费收入人群样本不具代表性等因素，在 2019 年 39% 的基础上取为 44%；2) 根据印力研究院的假定，疫后的 2021GDP 采用 IMF 的预测值，悲观假设是指 GDP 增长疲软程度超预期，2022~2030 年平均增速 4.3%，居民消费支出占比增长到 48.5%；中性假设是指 GDP 在 2022~2030 按照 5.5% 和 4.5% 的两阶段增速增长，居民消费支出占比增长到 48.5%；乐观假设是指 GDP 在 2022~2030 按照 6% 和 5% 的两阶段增速增长，居民消费支出占比增长到 49.5%

项目布局全国重点城市，稳步扩张凸显规模效应。根据公司年报披露，自万科收购印力以来，印力管理项目的数量与规模经历一段时间精简后，目前处于稳步扩张状态。据官网信息与统计，截至目前，印力集团布局北京、上海、杭州、深圳、武汉、成都、西安、南京、南昌、沈阳十大城市核心区域，自持商业项目 76 个。根据官网和年报有限公开资料，本文预估公司累计开业面积约 700 万方，预计 2021 年度新开业超过 110

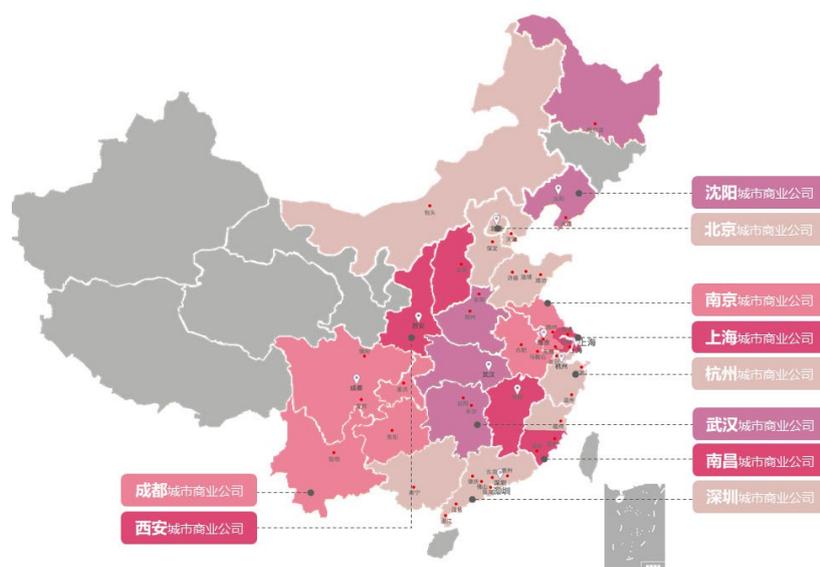
万方;持有与管理的商业项目 110 余个,管理总面积超 950 万方,管理规模居全国第二。

图表 83 2018~2020 年万科与印力的商业开发与运营发展

公布来源	万科	印力
2018 年半年报	未提及。	共管理 126 个项目,总建筑面积 915 万平方米,自持项目已开业 79 个,包括 53 个购物中心。
2018 年年报	管理商业项目共计 210 余个,总建筑面积超过 1300 万平方米。	运营项目逾 120 个,遍布国内 50 多个城市,管理面积近 1000 万平米。
2019 年半年报	管理商业项目总建筑面积超过 1,350 万平方米。	管理商业项目 110 个,管理面积 915 万平方米,已开业面积为 643 万平方米 (90%为购物中心)。
2019 年年报	未提及。	运营管理项目 108 个,覆盖 50 多个城市,管理面积近 900 万平方米,已开业面积为 644 万平方米。
2020 年半年报	累计开业的商业项目面积 836 万平方米,同比增加 11.1%; 2020 年上半年开业 16.63 万方,包含 1 个购物中心和 4 个社区商业,规划中和在建商业建筑面积 543 万平方米; 2020 年上半年商业营收 30.5 亿元,同比增长 0.3%; 整体出租率 90.6%,其中开业 3 年以上的商业项目出租率 91.8%。	未单独提及。
2020 年年报	累计开业的商业面积 989.8 万平方米; 2020 年全年新开业商业面积 128.9 万平方米,包含 3 个购物中心和 20 个社区商业,规划中和在建商业建筑面积为 435.4 万平方米; 2020 年全年商业营收 63.22 亿元,同比增长 4.33%; 已开业项目整体出租率 87.4%,其中稳定发展期 (开业 3 年以上) 的商业项目出租率 92.0%。	商业项目营业收入 42.22 亿元,同比下降 1.62%。

资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 84 万科城市商业公司分布



资料来源:公司官网,华安证券研究所

**聚焦“印象系”品牌力，因地制宜打造全线产品矩阵，构筑强势运营管理能力。**印力以“印象系”品牌为核心，根据项目体量与商业定位，构筑了包括“印象城”、“印象汇”、“印象里”、“印象城 MEGA”的全线产品矩阵，分别打造区域型、片区型、社区型、超大型商业/购物中心，凭借全国近 700 万方的“印象系”购物中心，年服务超 6 亿消费者，形成品牌的区域与行业口碑效应。同时，印力通过整合万科旗下商业品牌，接管了部分万科广场，聚焦家庭型购物中心。在观点指数的中国商业地产 TOP100 榜单中，印力集团连续 4 年稳居第 3~4 名；在购物中心运营商发展指数排名中，2021 年上半年印力集团稳居 TOP5，依托 76 个品牌项目的规模优势，已然位居国内商业地产管理运营第一梯队。

图表 85 2018~2020 年万科与印力的商业开发与运营发展

排名	2017	2018	2019	2020
1	华润置地	华润置地商业地产事业部	凯德集团	华润万象生活
2	恒隆地产	凯德集团	华润置地商业地产事业部	凯德集团
3	印力集团	印力集团	恒隆地产	印力集团
4	万达商管集团	龙湖集团	印力集团	恒隆地产
5	龙湖地产	恒隆地产	龙湖集团	龙湖集团
6	凯德集团	九龙仓集团	九龙仓集团	万达商管集团
7	新鸿基地产	新鸿基地产	新鸿基地产	太古地产
8	太古地产	万达商管集团	万达商管集团	中海商业
9	大悦城地产	大悦城地产	中海商业	九龙仓集团
10	九龙仓集团	中海商业	碧桂园文商旅集团	大悦城控股

资料来源：观点指数，华安证券研究所

图表 86 购物中心运营商发展指数 2021 年 1~5 月排名前 10 名

排名	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
1	万达商管集团	华润万象生活	华润万象生活	华润万象生活	华润万象生活
2	华润万象生活	万达商管集团	恒隆地产	万达商管集团	万达商管集团
3	恒隆地产	恒隆地产	万达商管集团	龙湖集团	印力集团
4	龙湖集团	印力集团	龙湖集团	印力集团	龙湖集团
5	印力集团	龙湖集团	印力集团	恒隆地产	新城控股
6	太古地产	太古地产	新城控股	新城控股	恒隆地产
7	九龙仓集团	九龙仓集团	凯德集团	太古地产	九龙仓集团
8	凯德集团	新城控股	太古地产	九龙仓集团	太古地产
9	新城控股	凯德集团	九龙仓集团	凯德集团	宝龙地产
10	宝龙地产	宝龙地产	宝龙地产	宝龙地产	凯德集团

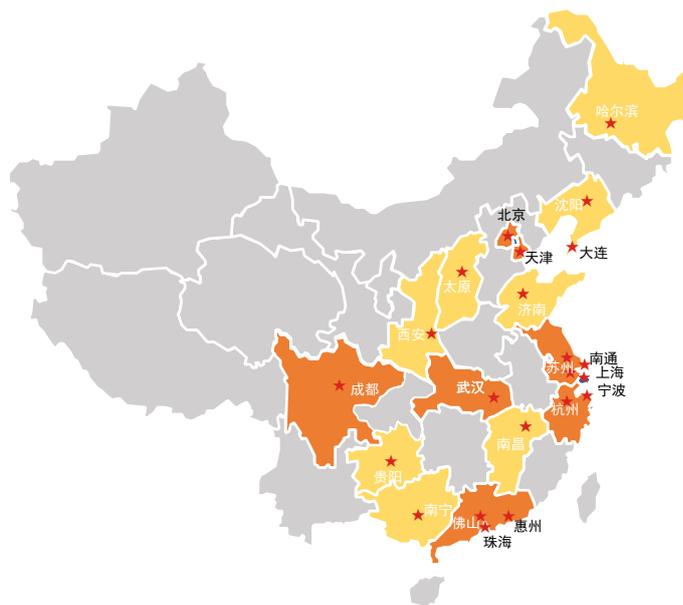
资料来源：观点指数，华安证券研究所

图表 87 近 5 年公司新增计容建面及同比增速



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 88 近 5 年公司新增土储金额及同比增速

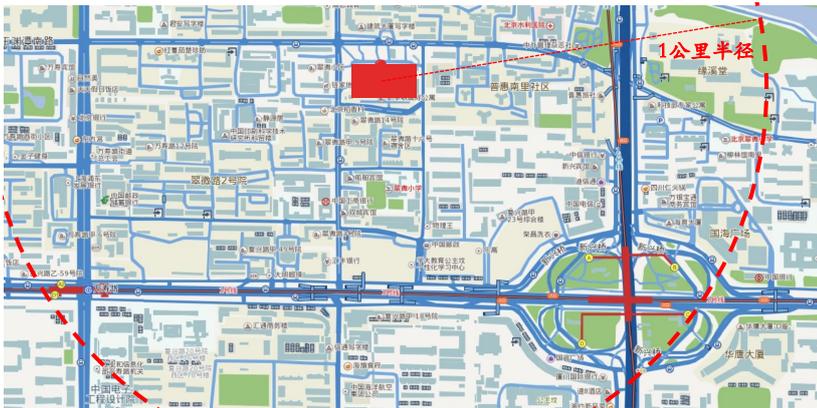


资料来源：公司官网，华安证券研究所

**印力品牌影响力结合区位优势，享受城市发展红利，挖掘项目的潜在价值。**印象城作为印象系主打品牌，定位中高端购物中心，布局全国一二线城市，重点布局高能级城市，以及如长三角、珠三角等四大城市群外溢区域；同时抢占城市的核心与交通枢纽区位，尽享区位优势与流量红利，巩固印象系品牌形象。根据赢商网报道，截至 2020 年中，万科已累计获取了 49 个 TOD 项目，总建面达 1803 万平方米。根据赢商网统计，万科 TOD 项目自 2019 年起进入密集开业期。TOD 项目的充足储备，给万科及印力集团未来占据排他性的潜力。

**主打品牌印象城购物中心占据城市 CBD 与交通干线位置，引流效果明显：**北京印象城位处海淀区公主坟商圈，毗邻地铁 1 号线和 10 号线，半径 1 公里内覆盖近 20 万常住和办公人口；苏州印象城作为苏州首家一站式购物中心，毗邻地铁 1 号线中央公园站，并位于现代大道与苏嘉杭高速交汇处，连接苏州古城和金鸡湖 CBD，尽享苏州城市多核心发展的红利；杭州金沙印象城是印力首个 TOD 模式项目，与杭州地铁 1 号线高沙路站无缝连接，直达高铁东站/客运中心站、萧山机场，同时拥有 4 条城市快速路，20 分钟直达钱江新城、萧山、乔司、海宁、大江东；2020 年开业的太原印象城毗邻太原南站和在建的地铁 1 号线，距离机场约 4 公里，随着太原城市建设的推进与附近交通枢纽功能的形成，太原印象城商业影响范围将迎来大幅度的提升。主打品牌印象城购物中心作为城市或区域性的标杆项目，通过聚焦城市核心与交通干线吸引大量客流，而区位红利随着城市发展愈显稀缺，占据发展先机，确立竞争优势。

图表 89 印象城典型项目区位



**北京印象城 (7万方)**

地址：海淀区翠微路  
 开业时间：2010-04  
 一公里内常住人口：10万  
 一公里内办公人口：9万  
 一公里内公交线路：22条  
 一公里内地铁站：2个  
 房租均价 周边/全市：1.17



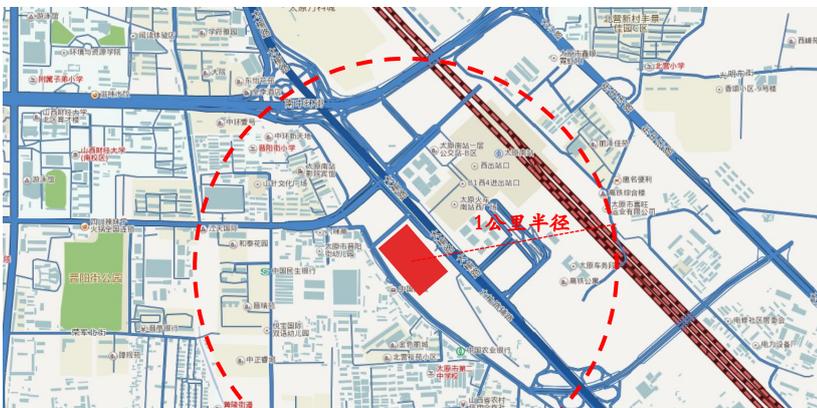
**苏州印象城 (14万方)**

地址：苏州工业园区  
 开业时间：2009-09  
 一公里内常住人口：8.7万  
 一公里内办公人口：5万  
 一公里内公交线路：42条  
 一公里内地铁站：2个  
 房租均价 周边/全市：1.15



**杭州金沙印象城 (18万方)**

地址：下沙金沙大道  
 开业时间：2019-06  
 一公里内常住人口：14.9万  
 一公里内办公人口：8.3万  
 一公里内公交线路：72条  
 一公里内地铁站：1个 (TOD)  
 房租均价 周边/全市：1.23



**太原印象城 (10万方)**

地址：小店区太榆路  
 开业时间：2020-05  
 一公里内常住人口：3.8万  
 一公里内办公人口：2.3万  
 一公里内公交线路：35条  
 距离太原南站约500米  
 距离太原机场约4公里

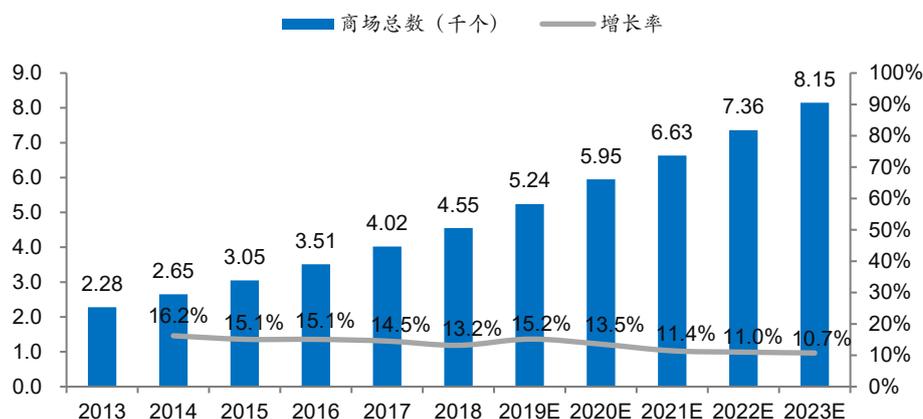
资料来源：公司官网，赢商大数据，百度地图，华安证券研究所

## 6.2 商管正处结构性增长期，轻资产运营模式开拓新赛道

**商业管理运营服务市场持续扩容，低集中度市场有利于万科抢占红利发展先机，在接下来的增量博弈阶段大放异彩。**在轻资产模式下，商管团队向商业项目输出管理运营服务，不进行投资开发业务，可有效缓解资金压力，获得更高的利润率。

根据宝龙商业招股书，全国商场总数在 2013~2023 年期间复合增长率 13.5%，2023 年将达到约 8150 个；而根据华润万象生活招股书，购物中心运营市场的总在管建筑面积在 2014~2019 年期间，复合年增长率为 13.4%，2019 年为 534.6 百万方，预计 2019~2024 年期间复合年增长率为 7.1%，2024 年将达到 753.7 百万方；购物中心运营服务的市场规模在 2014~2019 年期间，复合增长率为 14.4%，2019 年达到 1739 亿元，受益于国家构建国内国外双循环格局，以及随之出台的消费促进政策，预计 2019 年~2024 年期间购物中心运营服务市场将以 9.9% 的复合年增长率增长，2024 年将达到 2789 亿元。

图表 90 2013~2023 购物中心总数及同比



资料来源：宝龙商业招股书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 91 2014~2024 购物中心在管建筑面积及同比



资料来源：华润万象生活招股书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 92 2014~2024 购物中心运营服务市场规模及同比



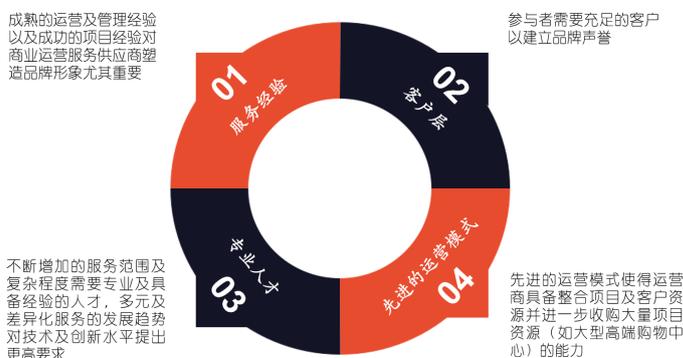
资料来源：华润万象生活招股书，弗若斯特沙利文，华安证券研究所

**目前商管运营服务市场集中度极低，市场细分领域较多：**根据弗若斯特沙利文的统计，2020 年上半年购物中心运营服务市场的集中率 CR5（即前五大运营服务提供商的市场份额之和）约为 7.3%，随着我国商业项目业态更改或提升需求进一步释放，商管服务市场竞争日趋激烈。

**商管运营服务行业“马太效应”将趋于明显，印力“抢跑”优势明显：**由于商管运营在服务、客户、人才、运营四个方面的高门槛，背靠印力的万科商业早早入场，凭借既有的项目规模体量，已具备覆盖各种商业类型的成熟团队与商开运营经验，有望占据更多市场份额。

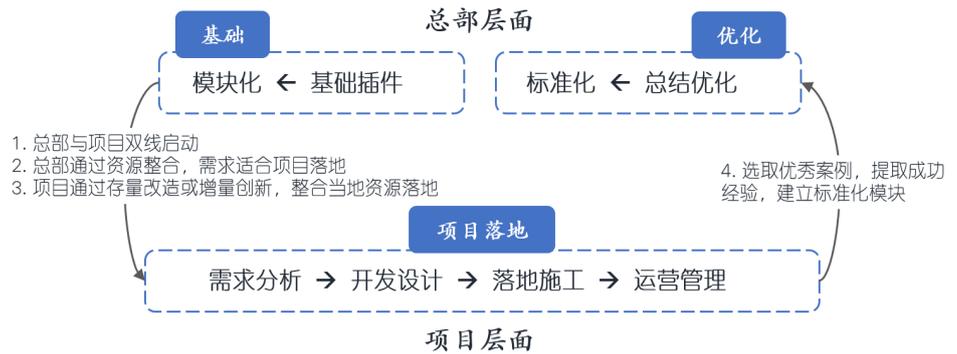
**印力具备可复制模块化流程管理机制，可迅速扩大自身管理经营优势：**根据印力内刊介绍，印力总部在项目规划统筹、品牌建设和管理方面积极推进流程管理，将可单独提供完整服务的最小独立单元视为“插件”，通过收集、完善优化既有项目的插件，形成模块化、标准化插件以便在后续项目推广，在商管服务市场兼具规模优势与可复制性，有望把握市场发展的红利期，进一步提高占有率，高筑行业护城河，未来发展预期可观。

图表 93 商管服务市场准入门槛



资料来源：宝龙商业公司公告，华安证券研究所

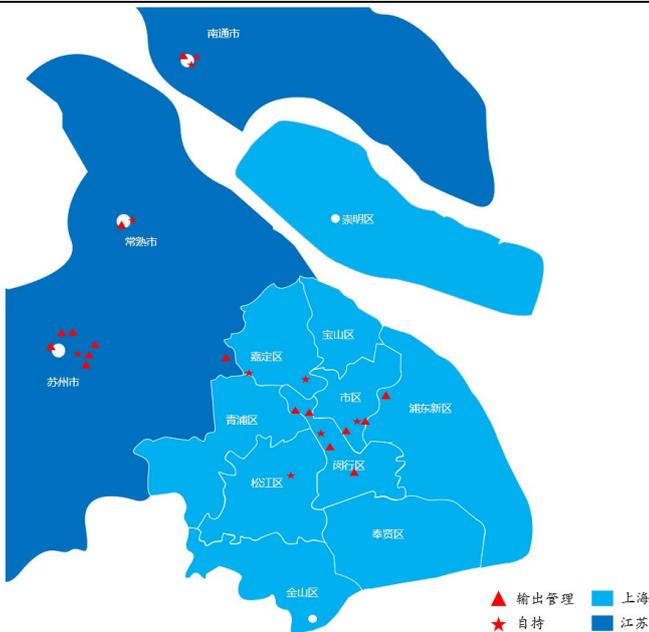
图表 94 印力总部标准化、模块化推进流程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

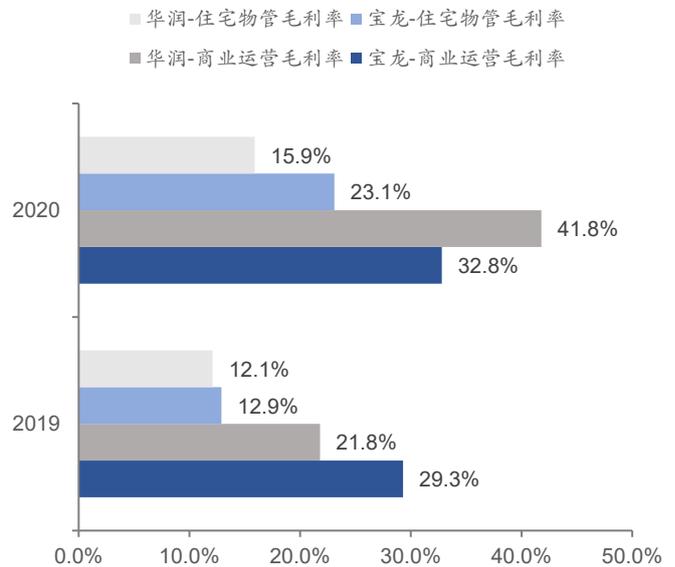
**规模效应降低商管成本，服务输出领域开拓新赛道。**不同于传统开发业务，商管服务业务较易复制与扩张。目前印力利用自持项目的运营管理经验与成熟管理团队，积极采用轻资产模式，向外提供商管服务。以印力上海公司所运营的海上/环上海商业项目为例：上海范围内超过一半的项目、苏州范围内除苏州与常熟印象城外的项目，均采用印力输出管理的模式运营。在区域密集布局与项目标准化、模块化推进的背景下，运营管理团队经验可被充分共享与复制，配合近年印力向 B2C2B 的商业模式转变与数字化升级等手段，与之相关的消费者洞察研究、数字化系统开发、统一招标采购运营的成本将进一步摊派；相较于住宅开发和物管业务，本是高毛利的商管服务利润率仍有进一步增长的空间，作为新赛道的管理服务输出领域增长潜力巨大。

图表 95 印力上海所管理的上海/环上海项目与类型



资料来源：公司官网，华安证券研究所

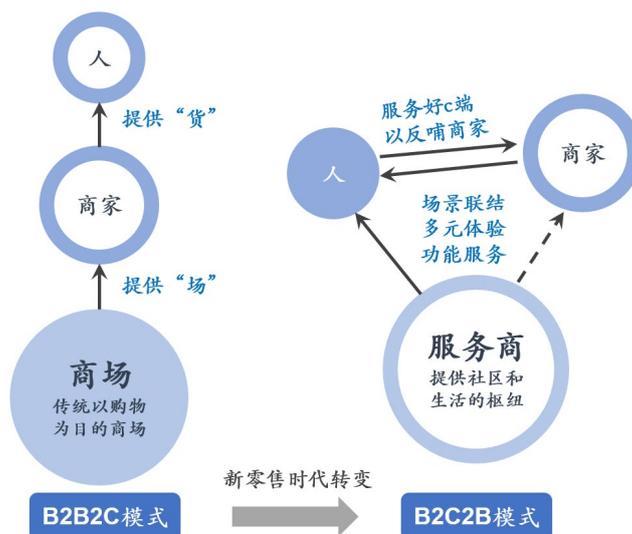
图表 96 对标企业住宅物管与商管毛利率对比



资料来源：公司官网，wind，华安证券研究所

**“三维度”打造城市/社区生活枢纽，成功输出可复制案例抢占市场。**根据印力内刊介绍，目前印力专注于从单一空间场景、单一商品陈列的内容、单一的商业活动载体的 B2B2C 商业模式，转型到 B2C2B 的商业模式，即采用多场景联接、多元体验内容，成为城市服务功能的载体；同时重视消费者的触点，通过服务好 C 端来更好的服务 B 端客户；进而在空间场景、内容创新、服务体系三个维度，将项目打造成城市/社区功能载体的生活枢纽。与此同时，每个维度又可打磨提炼成独立的模块化插件，供印力其他项目复制、参考并进一步迭代，目前已有多个成功案例。

图表 97 印力从 B2B2C 向 B2C2B 商业模式的转变



资料来源：公司官网，Brookfield，华安证券研究所

图表 98 上海南翔印象城 MEGA-生态植物园



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 99 武汉青山印象城-巨物雕塑广场

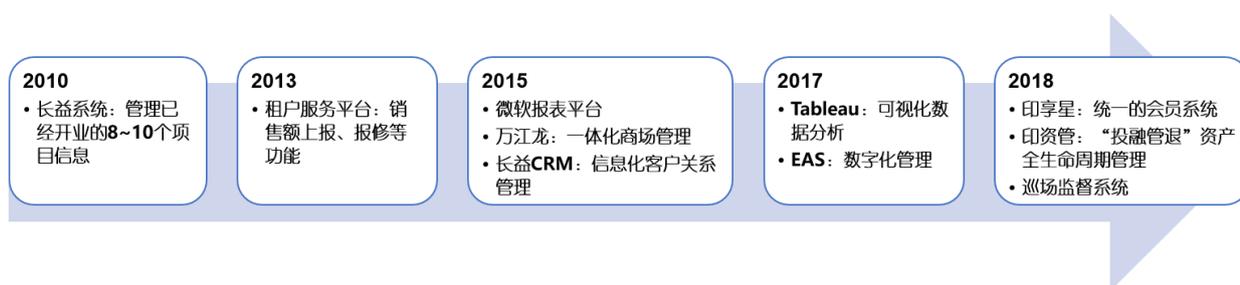


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**数字化上下游一体建设，规模优势加持下点燃新的利润增长点。**早在 2010 年印力涉足商业管理之时，便积极采用数字化系统进行项目管理，随着近些年技术的不断进步，积极在运营端推动从消费者、商家、商场角度进行数字化转型，相继推出了面向商家和消费者的服务平台；如统一会员系统“印享星”，在兼顾会员服务、提高用户黏度的同时，首创基于场景触发的营销方式，在遍及全国、超过 800 万用户规模的加持下，摊派平台开发成本，提高服务与运营效率，进一步提高利润水平。

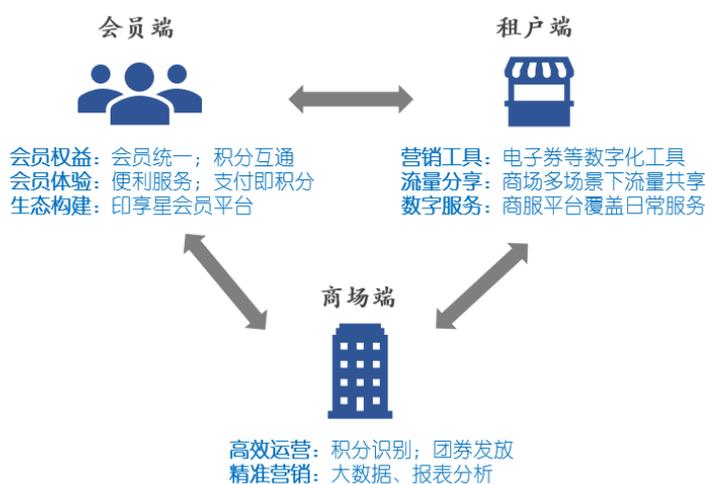
此外**在集团层面，印力还搭建“投融管退”资产全生命周期管理平台“印资管”，实现项目全流程追踪、一体化管理；搭建大数据分析平台，参与日常决策运营。**基于项目技术规模与运营团队优势，全方位数字化转型和科学决策方法将会是未来新的增长点。

图表 100 印力数字化发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 101 运营端数字化转型成果



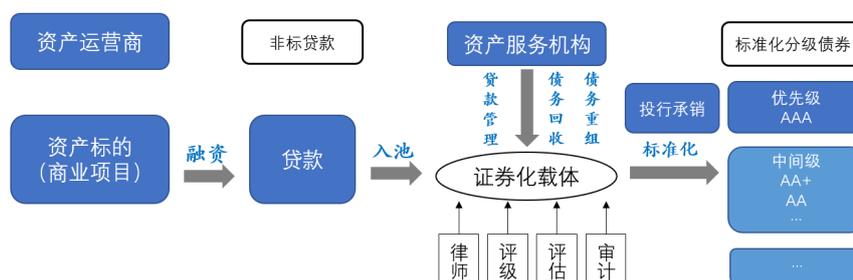
资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 6.3 CMBS 发行与项目退出并举，借存量资产扩充资金储备

**运营能力为王，印力借优质项目盘活存量资产。**相较于传统的住宅开发业务，商业地产的杠杆率更低、资金占用率更高的同时，还要通过稳定的运营才能持续收获现金流。在当前政策收紧的背景下，从事商开业务的企业资金端承受着巨大压力，限制了扩张发展速度。印力一方面通过输出商管服务，进行轻资产模式运营；另一方面利用金融工具将存量资产重新周转起来，从而突破自身资金端的限制。**盘活存量的核心在于运营，商业地产需以来良好的运营能力提供稳定持续的现金流，才可通过合理的金融手段进行盘活，而良好的运营能力则必须靠专业团队才能实现。**印力正是凭借自身成熟的运营团队和强大的运营能力，在盘活存量资产的道路上渐入佳境。

**推动优质资产证券化，为后续发展储备资金。**商业房地产抵押贷款支持证券（Commercial Mortgage-Backed Securities, CMBS）是指以商业地产项目为抵押进行融资，以相关商业地产持续现金流（如租金、物业管理费等）为偿债来源的一种资产证券化方式，相较于传统的融资方式，能实现较高抵押率与较长融资期限。截止目前，印力集团已成功发行了 6 只资产证券化产品，另有 1 只即将发行，其中除了“中信金石-深圳龙岗万科广场资产支持专项计划”作为类 REITs，其他均为 CMBS。将深圳印力中心在内的超过 9 个优质项目作为资产标的，**资产证券化产品总发行规模达 180 亿元的同时，印力 CMBS 发行利率通常为同期同评级产品的低值，极大降低了融资成本与现金流压力，为集团后续发展扩张储备了充足资金。**

图表 102 CMBS 发行流程



资料来源：《CMBS 国际经验和中国实践》，高和资本，华安证券研究所

图表 103 2018~2020 年万科与印力的商业开发与运营发展

资产支持专项计划名称	时间	总规模 (亿元)	资产标的	利率
中金-印力深国投广场信托受益权	2017/10/20	37.89	深圳深国投广场	优先级: 5.49% 次级: 6.50%
中金印力-印象 1 号	2019/01/17	21.06	南京江北印象汇、天津印象城	5.40%
中信金石-深圳龙岗万科广场	2019/03/01	21.16	深圳龙岗万科广场	类 REITs: 收益来自净租金现金流
中信证券印力-印象 2 号	2020/04/23	33.7	杭州西溪印象城、宁波鄞州印象城	3.80%
中金-印力深圳印力中心第二期	2020/10/23	40	深圳印力中心	4.40%
南方资本印力-印象 3 号	2021/03/08	15.79	西安龙首印象城、常熟印象城	4.60%
中信证券印力-印象 4 号	尚未发行	10.58	/	/

资料来源：腾讯网，赢商网，万科官网，印力官网，华安证券研究所

图表 104 “中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划”主要发行条款

目标物业	深国投广场（商业+办公）		
总规模	37.89 亿元		
产品分层	优先级 A	优先级 B	次级
分层规模	25.96 亿元	10.04 亿元	1.89 亿元
评级	AA+	AA	—
期限	3+3+3+3 年，累计 12 年		—
利率类型	5.49%	6.50%	由借款人自行认购
付息频率	每季度付息，利率每 3 年重设		—
还本计划	12 年内摊还完优先 A 全部本金，到期一 次性偿还优先 B 本金		分配日剩余资金作为收益分配

资料来源：《中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划推介材料》，华安证券研究所

图表 105 “中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划”季度还本计划

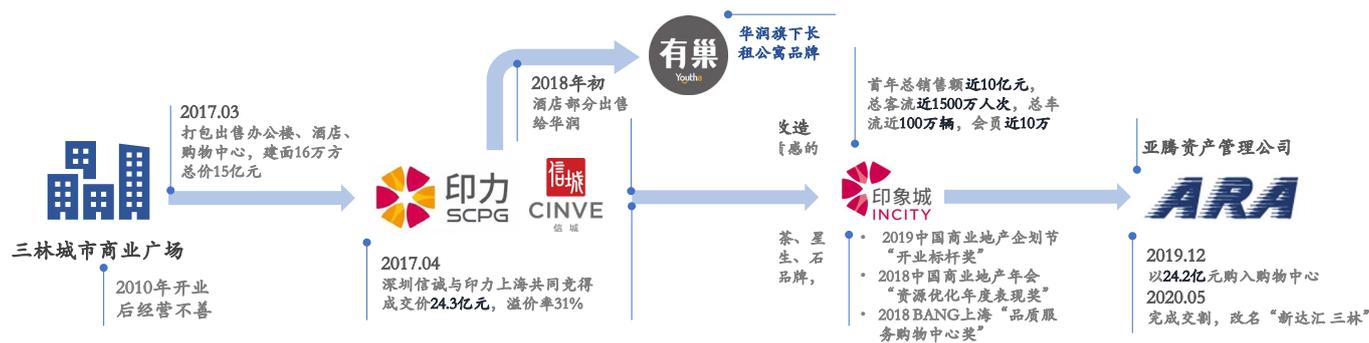
周期/季度	还本安排（优先 A，万元）	周期/季度	还本安排（优先 A，万元）
1	900	25	5200
2	900	26	5300
3	1800	27	5700
4	1900	28	5800
5	1900	29	5900
6	1900	30	6000
7	2900	31	6500
8	2900	32	6600
9	3000	33	6700
10	3000	34	6800
11	3300	35	7300
12	3400	36	7400
13	3400	37	7500
14	3500	38	7600
15	3900	39	8100
16	3900	40	8200
17	4000	41	8400
18	4100	42	8500
19	4400	43	9000
20	4500	44	9100
21	4600	45	9300
22	4700	46	9500
23	5100	47	10000
24	5200	48	129400

资料来源：《中金-印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划推介材料》，华安证券研究所

备注：第 48 期应当偿还 129400 万元包括优先级 A 剩余金额 10100 万元，优先级 B 剩余 100400 万元，次级 18900 万元。

**打造商业地产“投融管退”闭环，全生命周期管理促进资产增值。**印力联合深圳信城收购三林城市商业广场项目，对其中购物中心进行改造升级，以三林印象城为名重新开业，并在开业一年后整体退出项目。凭借自身强大的品牌影响力与商业运营能力，通过对自持商业项目实现资产增值后的退出，形成商业地产“投融管退”闭环，进而实现资本循环。同时根据印力内刊介绍，还通过搭建自主的资产全生命周期管理平台“印资管”，对项目的“目标、预算、运营”进行三位一体数字化联动与全流程打通，助力“投融管退”的资产增值模式。

图表 106 三林印象城投融管退时间线



资料来源：赢商网，新达汇 三林（原三林印象城）微信公众号，华安证券研究所

## 7 万纬物流借普洛斯东风，高标仓、冷链业务稳筑护城河

### 7.1 万纬物流营收维持高增速，成为本土龙头一哥

**物流地产高速发展，万科具备先发优势。**随着国民经济水平不断提高、消费市场不断发展、新零售模式兴起以及电商的成长与渗透，物流地产行业高速发展。企业和消费者对于货物配送时效性有了更高要求，在许多核心物流枢纽城市，物流地产市场依然面临供不应求的局面。

万科进入物流地产较早，于2015年推出万纬物流。2017年万科联合厚朴投资、高瓴资本、中银等机构对物流地产行业龙头普洛斯进行私有化，成为其最大股东。2018年万科并购太古实业旗下太古冷链物流资产平台，拓展冷链业务版图。近年来万纬物流实现快速扩张，已然成为物流地产行业本土龙头。

万纬物流竞争优势在于：**1) 品牌优势**，万科集团作为地产行业领跑者，具有品牌优势，受到政府和市场的信赖。万纬物流背靠万科信用背书，更受政府信任，拿地和招商难度更低。**2) 开发优势**，在仓储行业中万纬物流属于物流地产，其实是偏向于“仓”，即着重点在于仓库的选址、类型选择，制定建设标准、配套设施等等，是典型的重资产行业，开发优势在于万科在房地产开发领域多年的丰富经验及对供应链的议价权。依托万科集团，万纬物流能够在物流地产领域快速扩张，持续收购、投资、建设物流地产项目。**3) 经营优势**，万科是地产行业龙头中较早开展经营性业务的房企之一，拥有经验丰富的专业管理经营团队，对政策风向和市场痛点把握能力强。近几年万科引进了大量物流地产行业成熟团队，且通过入股普洛斯学习其经验管理模式，扩大了万纬物流的经营优势。

图表 107 万纬物流发展历程

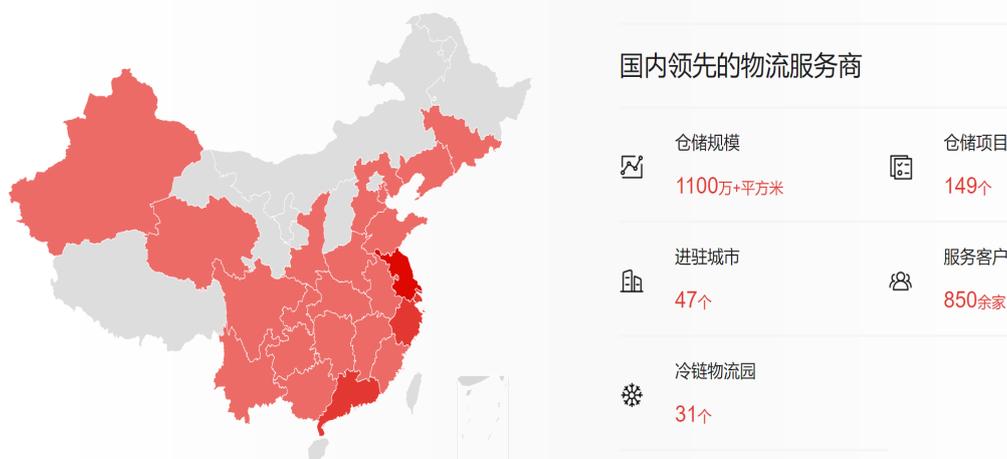


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**万纬物流聚焦发展高标仓储和冷链物流两大核心业务。**万科2020年业绩报显示，2020年万纬物流新获取管理项目10个，可租赁建筑面积75万平方米，在44个城市累计管理148个项目，可租赁建筑面积1148万平方米。所管理的项目中，高标库128个，可租赁建筑面积1062万平方米，冷库20个，可租赁建筑面积86万平方米。

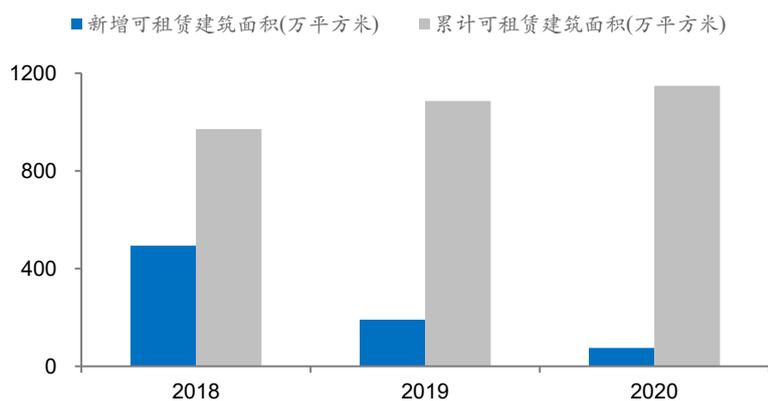
**万纬物流营收维持高增速，市场占有率稳步提升。**2020年万纬物流管理项目(含非并表项目)的营业收入18.7亿元，同比增长37%，其中高标库营业收入12.9亿元，同比增长29%；冷库营业收入5.8亿元，同比增长60%。根据戴德梁行统计显示，2019年，万科持有已建成仓储面积占全国物流地产行业总建筑面积的7.3%，截至2020年末市占率升至8.0%，位列行业第二，仅次于普洛斯。国内物流地产行业整体呈现出一超多强的企业竞争格局，万纬位居第二梯队龙头位置。

图表 108 万纬物流全国布局 (截至 2021.6)



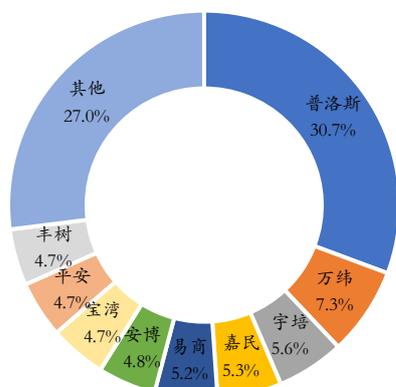
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

图表 109 万纬物流可租赁建筑面积 (万平方米)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

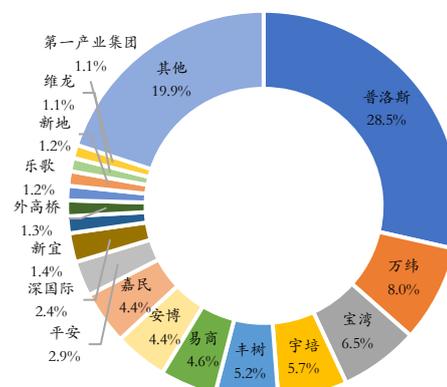
图表 110 万纬物流 2019 年市场占有率



资料来源: 戴德梁行, 华安证券研究所

备注: 按已建仓储面积占比计算, 上述存量未包含电商自建仓库

图表 111 万纬物流市场占有率 (截至 2020 年末)



资料来源: 戴德梁行, 华安证券研究所

备注: 按已建仓储面积占比计算, 上述存量未包含电商自建仓库

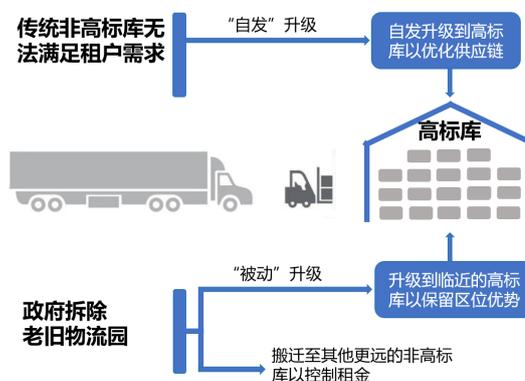
**高标仓储需求旺盛，万纬物流构建全国性高标仓储网络。**1) **高标仓市场供给量不足。**高标仓，即高标准仓储物流设备，在中国目前尚无官方统一定义，行业内通常认为仓库手续齐全、净空高度不低于9米、设有标准装卸平台与升降平台、设备齐全且消防设施齐全的仓储建筑可以称之为高标仓储。**相比传统仓储，高标仓储具有空间利用率高、自动化水平先进和合规属性强等特点，能有效提升供应链效率，因而广受市场欢迎。**仲量联行研究部发现当传统非高标库无法满足租户日益增长的需求时，一部分非高标库会自发升级到高标库达到“自我进化”，另一部分因政府拆除老旧物流园，被动升级到高标库。根据物联云仓统计的覆盖中国32个省份，219个城市，7187个园区的仓库资源数据，截至2020年底，全国通用仓库总面积超3亿平方米，目前高标仓约占通用仓库总面积的30%，总量仍然不足。2) **万纬物流在布局高标仓方面已得先手。**万纬物流高标仓储业务布局全国47城，在国内核心物流节点城市已形成全国性高标仓储网络，可为客户提供高端、标准化物流仓储设施。万纬物流重点布局长三角、珠三角等城市群，其经济、产业基础扎实，交通条件优越，可以有效支撑高标仓需求。根据戴德梁行统计显示，2020年，万科持有的高标库占全国高标库市场存量的14.2%。

图表 112 高标仓和普通仓的主要差异

特征	高标准物流仓储设施	普通物流仓储设施
总建筑面积	独栋一般不小于1万平方米； 园区一般不小于5万平方米	<8,000 平方米
层高	单层库≥9米；多层库首层≥8米	4米至7米
承载力	1层：≥3吨/平方米； 2层：≥2吨/平方米	1层：<3吨/平方米； 其他楼层：<2吨/平方米
立柱间距	≥12米	<12米
消防等级	丙二类及以上	丙二类以下
消防设施	消防栓、灭火器、火灾警报装置、自动防火喷淋	消防栓
监控系统	24小时安保及集中监控服务	保卫室或无线设备
其他	卸货平台每层高度1.3米；雨棚悬挑宽度6米或8米， 高度不低于4.5米；盘道按40尺集卡荷载	/

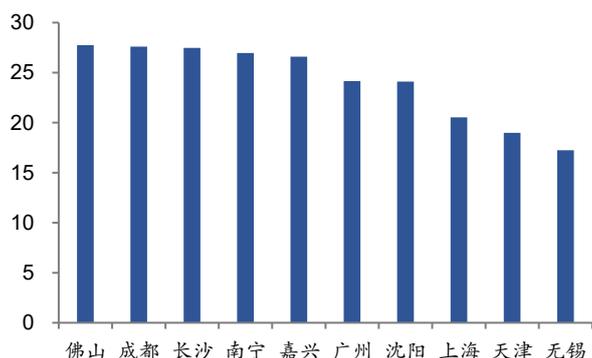
资料来源：红土创新盐田港仓储物流REITs招募说明书，华安证券研究所

图表 113 非高标仓升级的需求类别



资料来源：仲量联行研究部，华安证券研究所

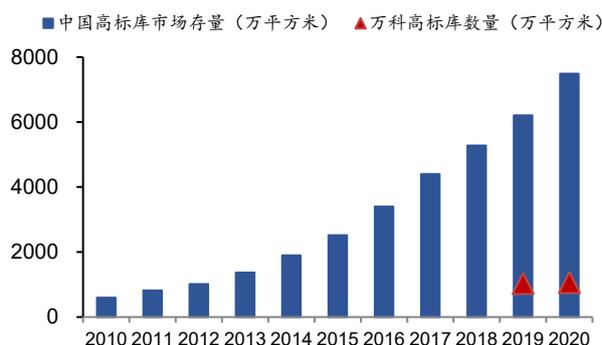
图表 114 万纬物流高标仓储城市布局 (万平方米)



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

备注: 仅统计前十城市高标仓面积

图表 115 万科高标库数量与高标库市场存量 (万平方米)

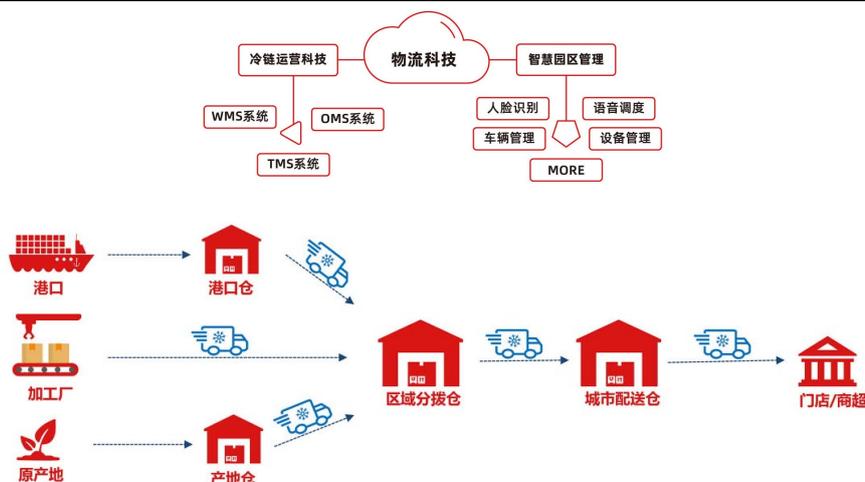


资料来源: 戴德梁行, 华安证券研究所

备注: 上述存量未包含电商自建仓库

**“服务+科技”双轮驱动，一站式供应链服务降本提效。**万纬物流致力于建设 OTWB 体系 (O 订单管理-T 运输管理-W 仓储管理-B 计费管理)，同时建立标准化客户服务体系，不断提升科技手段在服务标准流程中的应用，以“服务+科技”的经营策略推动业务发展，并通过与微软、杉数科技等国内外顶尖科技公司的战略合作实现园区管理、仓库管理智能化，提升管理效率，为客户提供更优质的服务。

图表 116 万纬物流科技与一站式供应链服务



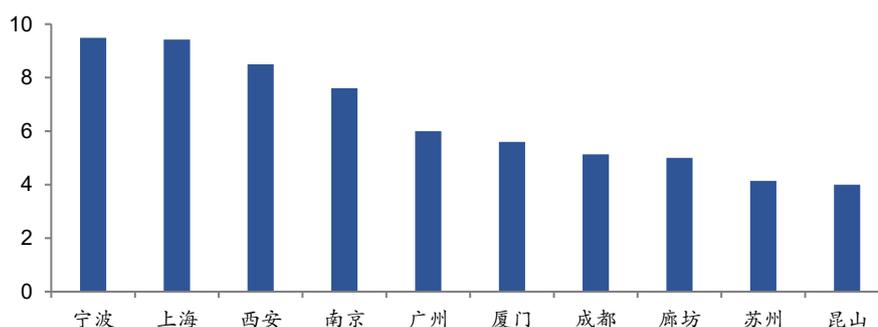
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

**并购太古冷链加快布局，冷库规模已成行业第一。**万纬冷链采用国际先进的仓库设计及制冷工程技术，具备全国性、一站式的仓储、干线、配送等专业服务能力，为客户提供最高标准的冷链物流保障。2020 年国际冷藏库协会 (IARW) 公布的全球温控仓储服务商榜单上万纬物流排名第 11 位，是国内唯一上榜企业。2018 年万科并购太古实业旗下太古冷链物流资产平台，以仓储量计算，太古冷链为美国第三大冷链物流运营商，且太古冷链的基础设施、质量标准、人才与管理等也极具优势。并购完成后，万科物流旗下的冷链物流项目，覆盖国内一线城市及内陆核心港口城市，具备全国性、一站式的仓储、干线、配送等专业服务能力。以万纬上海海港冷链物流园为例，园区距上海南港仅 9 公里，周边交通便捷，是世界范围内第一个获得 LEED 铂金级认证的冷库类项目，拥有 28 个全封闭式装卸平台，可与冷藏车无缝

对接，确保温度不流失，在与佳沛奇异果合作以来，累计处理超过 2 亿个奇异果，为客户提供了优质的冷链服务。

公司官网显示，2021 年 5 月，万纬物流首批快建项目上海松江新桥冷链园区、新浜冷链园区正式开业，顺利实现“开业即满仓”。2021 年 6 月，万纬物流迎来冷链项目密集交付期，嘉兴平湖、西安高新、苏州望亭、杭州帝通、南京栖霞二期、济南高新二期、成都龙泉等 7 个冷链园区即将开仓，进一步加快万纬全国冷链物流布局 and 提效升级。

图表 117 万纬物流冷链园区城市布局 (万平方米)



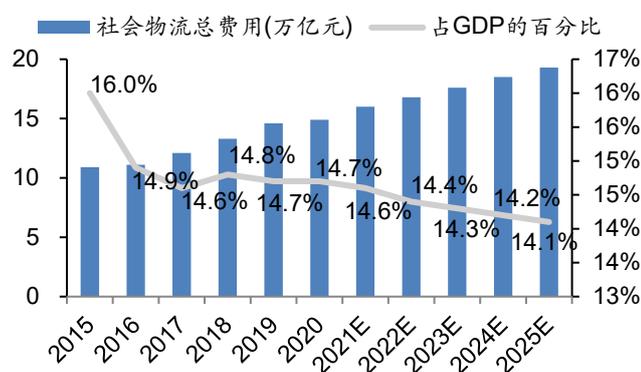
资料来源：公司官网，华安证券研究所

备注：仅统计前十城市冷链园区面积

## 7.2 物流行业迎来高速发展期，企业跨行进入明显

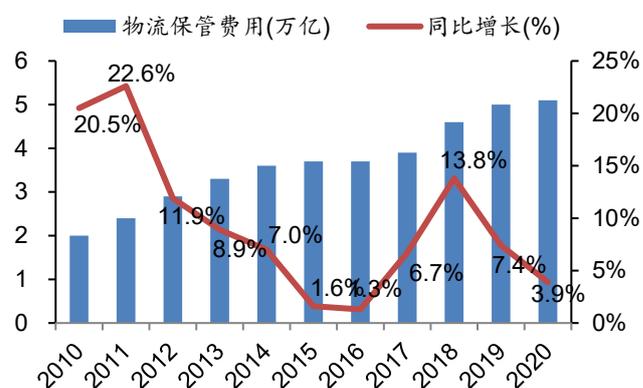
**国内消费市场规模持续增长，物流仓储行业高速发展。**近几年国内物流行业的发展拉动物流仓储费用逐年提升，根据灼识咨询统计显示，按社会物流总费用计，中国是世界最大的物流市场。2020 年中国社会物流总费用规模为 14.9 万亿，占 GDP 的 14.7%。2010~2020 年物流保管费用保持持续增长态势，2020 年中国物流保管费用达到 5.1 万亿元，同比增长 3.9%。2012~2016 年仓储固定资产投资完成额保持高速增长趋势，但从 2017 年开始国内仓储固定资产投资完成额下降明显，主要是因中国经济增长放缓以及工矿仓储用地供应日趋紧张所导致，2020 年有所回升。随着国内消费及贸易活动持续增长，市场对仓储的需求持续上升，行业仍有较大的发展空间。

图表 118 社会物流总费用及占 GDP 的百分比



资料来源：京东物流 IPO 招股书，华安证券研究所

图表 119 2010-2020 年物流保管费用及同比 (万亿, %)



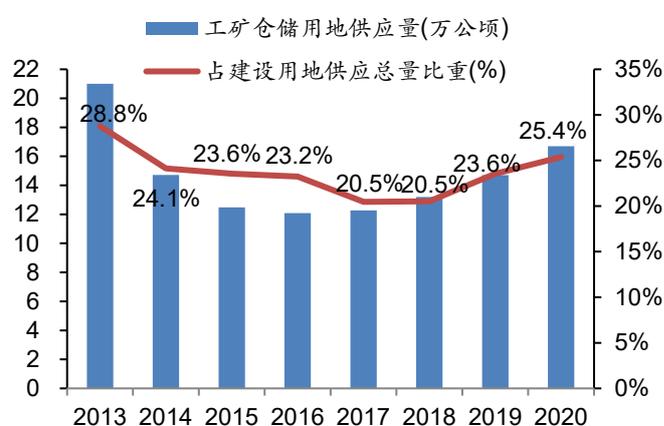
资料来源：国家发展和改革委员会，华安证券研究所

图表 120 2012-2020 年仓储业固定资产投资完成额及同比 (亿元, %)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

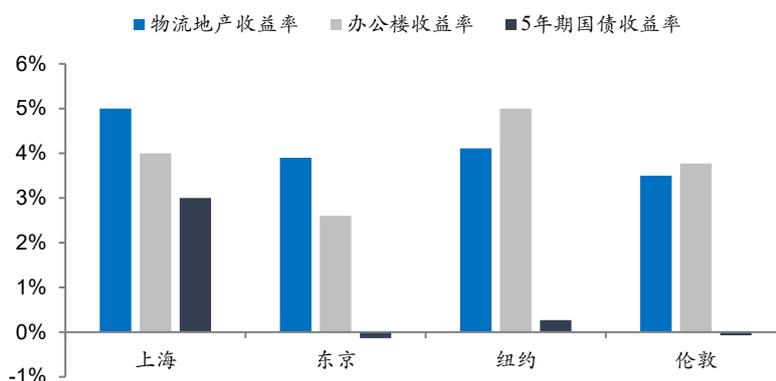
图表 121 工矿仓储用地供应及占建设用地供应总量比重 (万公顷, %)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

**通常物流地产的投资回报率高于其他商业地产资产, 因此一直吸引着国家主权基金、养老基金和保险资金等长期资本的青睐。**根据仲量联行统计显示, 在国际主要城市, 物流地产的资本化率表现均优于办公楼物业和无风险投资收益。

图表 122 物流地产、办公楼、5 年期国债收益率的比较 (截至 2020 年 Q3)

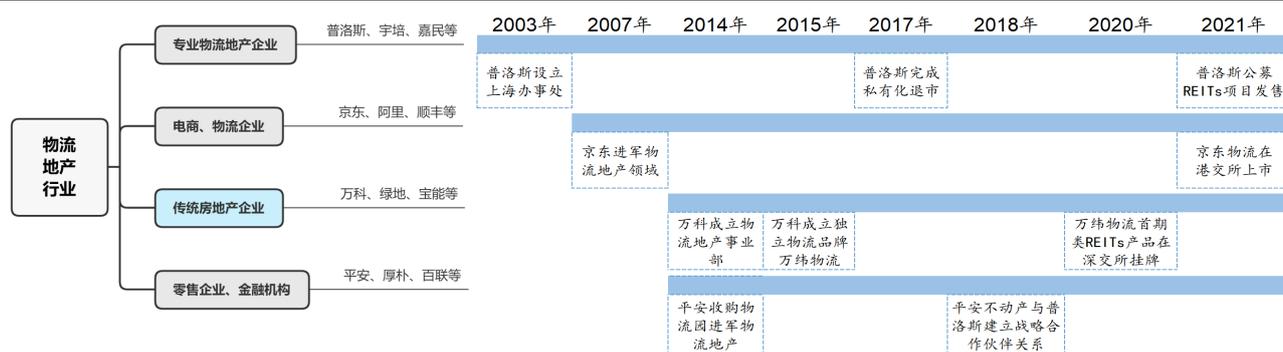


资料来源: 仲量联行, 华安证券研究所

**物流地产行业发展前景良好, 企业跨行进入明显。**1) **外资专业物流企业代表普洛斯破冰。**2001 年中国加入 WTO 后大量外资企业进入中国, 提出“物流地产”概念的普洛斯于 2003 年进入中国, 同时将仓储物流设施的国际标准带入国内。2) **国内电商与物流等供应链上游企业入局。**随着电商与快递物流的发展, 电商与物流企业纷纷进入物流地产行业, 2007 年京东正式进军物流地产领域并于 2021 年在港交所上市。电商与物流企业自身拥有业务需求与物流技术, 布局物流地产可以在实现产业协同的同时享受物流地产的收益。3) **房地产企业凭借开发经验与优势介入。**2014 年万科成立物流地产事业部, 并于 2015 年推出万纬物流。2014 年是许多房地产企业思考多元化转型的元年, 彼时信贷环境仍较为宽松, 地产企业有着强大的资金优势。物流地产本质依然是地产, 地块的位置及拿地价格很大程度上决定了后续的投资回报率。拥有地产开发经验与优势的房地产企业更容易拿到位置佳且价格低的用地, 意味着能以更低的成本完成招商, 达到更高的投资回报率。因此, 资金充足、

实力强劲的房地产企业能够快速进入扩张的良性循环。**4) 金融机构携资本进入。**2014 年平安通过收购成都新地空港物流园进军物流地产。物流地产行业特征与险资的投资特点非常匹配, 险资可投资规模大、周期长, 方式灵活, 物流地产虽然年化回报率高于其他类型的地产, 但所需的时间周期长。平安等资金雄厚且成本低廉的金融机构, 注重资金的安全性和长期回报率, 对物流地产这类回报率和稳定性高的项目青睐有加。如今的物流地产行业正处于参与者众多、多样化竞争的阶段, 行业良好的发展前景吸引了房地产、电商、零售、金融等多个行业中的资本和企业进入, 也进一步推动了行业的发展。

图表 123 物流地产行业发展历程



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**政策“催化”物流仓储行业规范发展。**目前国内对于物流地产相关的政策规划主要聚焦在仓储设施建设方面, 围绕仓储行业发展水平难以满足日益增长的需求这一矛盾, 让国内仓储行业走上更为规范、快速的发展道路, 为行业发展营造较好的政策环境。2012 年商务部发布《关于促进仓储业转型升级的指导意见》, 指导仓储业加快推进传统仓储向现代物流转型升级。2017 年国务院发布《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》, 进一步推进物流降本增效, 着力营造物流业良好发展环境, 提升物流业发展水平。2020 年以来的疫情对物流行业尤其是冷链物流提出了新的要求。

图表 124 物流地产相关发展政策

时间	政策名称
2012.12	《关于促进仓储业转型升级的指导意见》
2013.10	《全国物流园区发展规划 (2013-2020 年)》
2014.10	《物流业发展中长期规划 (2014-2020 年)》
2016.07	《“互联网+”高效物流实施意见》
2017.08	《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》
2018.01	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》
2018.05	《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》
2018.06	《关于物流企业承租用于大宗商品仓储设施的土地城镇土地使用税优惠政策的通知》
2018.12	《国家物流枢纽布局和建设规划》
2019.03	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》
2020.04	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》
2020.05	《关于进一步降低物流成本实施意见的通知》
2020.08	《推动物流业制造业深度融合创新发展实施方案》
2020.11	《关于印发进口冷链食品预防性全面消毒工作方案的通知》

资料来源: 政府公告, 华安证券研究所

**物流地产资产证券化提高流动性，公募 REITs 带来新机遇。**在物流地产项目的长期运营中，通过收取租金的回本时间较长，无法通过类似房产销售的方式实现资金的快速回笼，因此催生了 ABS、类 REITs 等资产证券化产品的出现。2016 年，中信华夏苏宁云享资产支持专项计划推出，是国内资本市场上第一支物流仓储类 REITs 产品，以权益型 REITs 的模式展示了物流地产的投资价值，受到了投资者的广泛认可。2020 年 6 月，万纬物流首期类 REITs 产品“万纬物流-易方达资产-物流仓储 1 期资产支持专项计划”在深圳证券交易所挂牌，资产及经营管理能力获得资本市场认可。资产证券化提高了物流地产的流动性，加速了资产和现金的循环，这些类 REITs 产品的实践虽然距离成熟市场还有一定差距，但仍是十分行之有效的尝试，为国内市场积累了诸多交易设计与商业运营层面的经验。

**国内公募 REITs 政策落地则带来了新机遇，**2020 年 4 月《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》政策的出台，明确规范了国内物流地产 REITs 产品的合规性，也为物流地产规模化发展提供了明确的方向。2021 年 6 月，上海市政府常务会议审议通过了《关于上海加快打造具有国际竞争力的不动产投资信托基金（REITs）发展新高地的实施意见》，提出了设立专项资金、支持上交所开展业务、支持公募基金管理人开展业务、扩大产品投资者、发展专业服务、加强配套政策支持等政策。

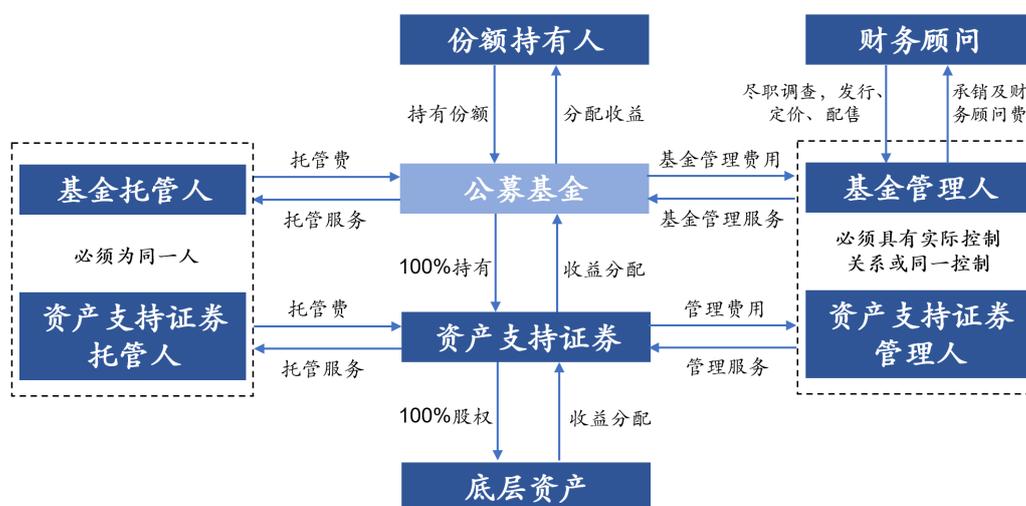
**基础设施公募 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效。**基础设施领域不动产的盈利模式明确，现金流相对稳定，符合发行公募 REITs 的条件，仓储物流则是基础设施中优质的底层资产。2021 年 5 月，普洛斯申报的基础设施公募 REITs 项目“中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金”经上交所审核通过后，获得中国证监会准予注册的批复，正式进入公开募集发售阶段。公募 REITs 的正式落地将会丰富物流地产的退出渠道，形成“投资、建设、运营、退出”的可持续性闭环。对于资产持有人快速回笼资金，实现项目融资有着非常重要的作用，有助于物流地产长期价值的发现。

图表 125 国内仓储物流资产证券化产品

发行年份	产品全称
2020	华泰佳越-宝湾物流一期资产支持专项计划
2020	华泰佳越-顺丰产业园一期第 3 号资产支持专项计划
2020	深创投中金-苏宁云享仓储物流设施资产支持专项计划（疫情防控）
2020	万纬物流-易方达资产-物流仓储 1 期资产支持专项计划
2020	菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划（扩募）
2019	华泰佳越-顺丰产业园一期第 2 号资产支持专项计划
2019	菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划
2018	华泰佳越-顺丰产业园一期第 1 号资产支持专项计划
2016	中信华夏苏宁云享资产支持专项计划

资料来源：CNABS，wind，华安证券研究所

图表 126 公募 REITs 的结构



资料来源：上海证券交易所，华安证券研究所

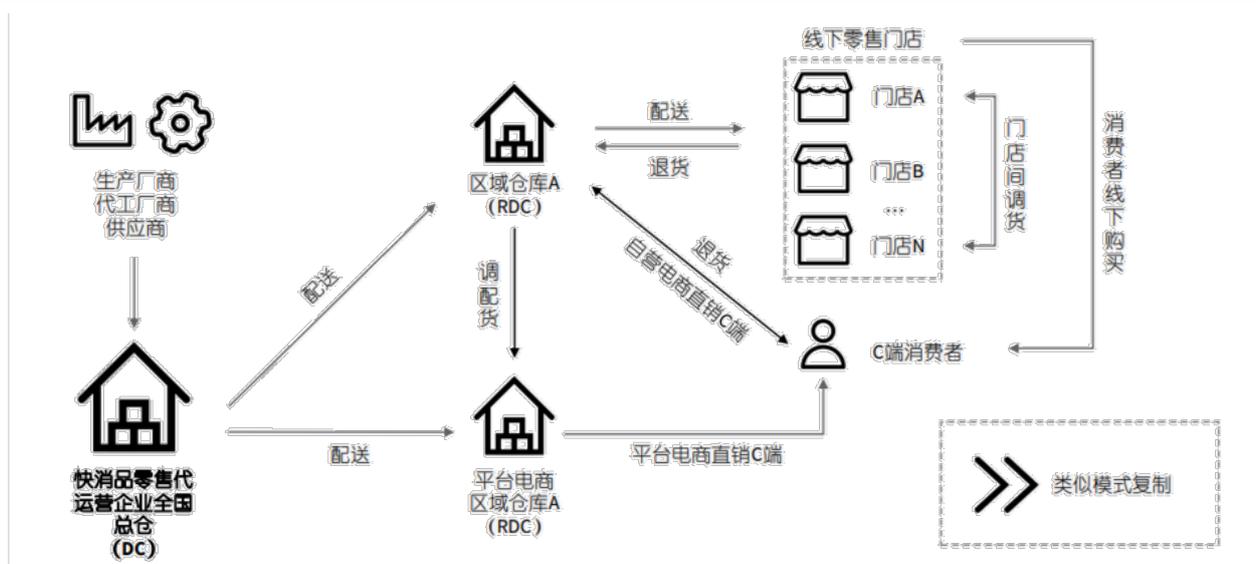
### 7.3 物流行业回报持续增长，疫情抓住发展机遇

**零售消费提质扩容，新冠疫情推高冷链和高标库需求。**在中国消费市场提质扩容的大背景之下，叠加新冠肺炎疫情的推动，物流地产行业衍生出了新兴驱动力。根据仲量联行资料显示，2018年国内人均仓储面积为0.7平方米/人，远远低于日本的4.0平方米/人和美国的3.8平方米/人，国内仓储物流还有很大的市场拓展空间。

**1) “宅经济”、直播带货风口拓展物流仓储需求。**近年来，电子商务的不断拓展推动了物流地产行业的发展。此外，新冠肺炎疫情之后线上直播带货服务迅速拓展，进一步提升了对物流地产的需求。消费品网上零售额在2020年达到了11.8万亿元，同比增长10.9%，占社会消费品总额30%。物流地产作为零售供应链中的重要一环，在提升零售企业物流配送效率，提升消费体验等方面有着重要的作用，因此消费需求的拓展将会持续推动物流地产的需求。随着电商愈加重视供应链的效率及稳定，对物流地产配备的设施提出更高要求，高标库的市场将进一步扩大。根据仲量联行《供应链流通视角，透视中国商流之变革》白皮书统计，以日化品货品为例，仓库硬件主要需满足以下要求，按照优先级分别为：a) 对仓库的消防等级有较高要求。日化品中部分铝罐装喷雾，含水溶性溶剂和脂溶性溶剂的化妆品中酒精的含量普遍在60%以上。b) 因日化品有明确保质期，要求较宽的装卸货门及合理的进出库动线，方便货品快速进出库。c) 因化妆品消费频次高及SKU数量多，要求更高的仓库层高，以满足自动化设备的安装以提高货品周转率。d) 恒温、避光、通风、防潮，这一点仍然比较重要，基本上市面上的仓库皆可以满足，故放在最后。

**科技赋能将成为物流企业降本增效的助推器，自动化和智能化的物流科技可以有效提升高标库的空间利用率和作业效率。**

图表 127 快消品零售代运营企业供应链网络布局



资料来源：仲量联行研究部，华安证券研究所

**2) 疫情期间，医药（疫苗）需求扩大，推动冷链物流发展。**新冠肺炎疫情的爆发为中国物流地产市场施加了阶段性挑战，但同时也为物流行业发展带来了新的机会。疫情严防严控下，物流仓储业在支持中国经济社会正常运转以及疫苗等医药的存储运输中的重要作用得到了体现。根据2020年9月DHL与麦肯锡联合发布的疫苗供应链白皮书（《Delivering pandemic resilience: how to secure stable supply chains for vaccines and medical goods during the COVID-19 crisis and future health emergencies》）显示，预计新冠疫苗问世后，全球范围内的需求将超过100亿剂，这需要约20万次托盘装运、约1500万次冷却箱运送。美国辉瑞公司表示该公司生产的mRNA核酸疫苗在零下70°C的情况下可保存6个月，在-25°C~-15°C的保温运输箱中可保存15天，在2~8°C的冷藏条件下可保存5天。中国国药、科兴生物等公司生产的灭活病毒疫苗储存温度是常规的2~8°C。新冠疫苗的运输对冷链和深度冷链设备提出了较高的要求和巨大的挑战。本次疫情可能加速医疗行业发展，保障医药和医疗器械的物流仓储需求以及完善医药（疫苗）供应链的重要性将受到更多关注。

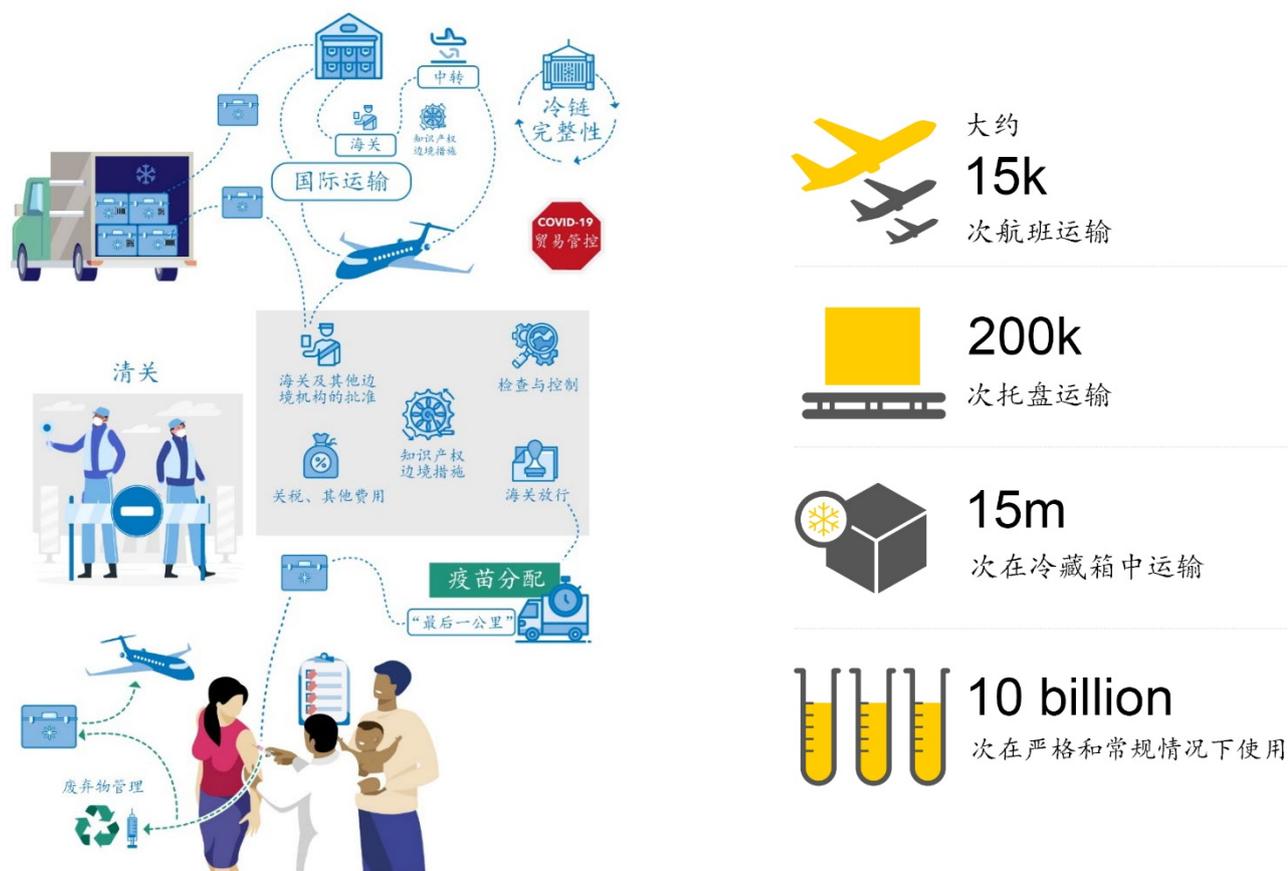
**3) 疫情期间，生鲜平台获流量红利崛起，冷链基础设施服务商或成最大赢家。**在疫情爆发前，生鲜电商已经崭露头角，并扮演着越来越重要的角色。疫情期间消费者对生鲜食品刚需的存在将数以百万计的流量导向生鲜电商，叮咚买菜、盒马、每日优鲜等多家生鲜电商平台业务激增，疫情一定程度上为生鲜食品和相关仓储配送行业的加速发展创造了新的机遇，冷链基础设施服务商迎来广阔市场。根据中物联冷链委公开资料显示，中国冷链物流市场规模持续扩大，2019年冷链物流行业的市场规模达到3391亿元，同比增长17.5%。线上生鲜消费的增长将推动整个物流业加大对冷链运输与仓储的投入，冷链行业有望继续保持快速发展。

图表 128 疫苗概况及储存条件

国家	疫苗名称	研发机构	技术路线	储存条件	接种程序
中国	新型冠状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞)	国药北京/武汉	灭活病毒疫苗	温度 2~8℃ 冷藏	2 剂, 间隔 3 周
	克尔来福 (Vero 细胞)	科兴生物	灭活病毒疫苗	温度 2~8℃ 冷藏	2 剂, 间隔 2 周
	重组新型冠状病毒疫苗 (5 型腺病毒载体) Ad5-nCoV	康希诺与陈薇团队	腺病毒载体疫苗	温度 2~8℃, 冷藏 3 个月	1 剂
	重组新型冠状病毒疫苗 (CHO 细胞)	智飞生物与中科院微生物研究所高福团队	重组蛋白疫苗	温度 2~8℃ 冷藏	2 剂, 间隔 1 月
美国、德国	BNT162b2	辉瑞和 BioNTech	mRNA 核酸疫苗	温度 -25℃~-15℃, 冷冻 2 周	2 剂, 间隔 3 周
	JNJ-78436735	强生	非复制型病毒载体疫苗	温度 -20℃, 冷冻 2 年; 2~8℃ 冷藏 3 个月	1 剂
美国	mRNA-1273	莫德纳与美国国家过敏症和传染病研究所	mRNA 核酸疫苗	温度 -20℃, 冷冻 6 个月	2 剂, 间隔 4 周
	NVX-CoV2373	Novavax	重组蛋白疫苗	温度 2~8℃ 冷藏	2 剂, 间隔 3 周
英国、瑞典	Vaxzevria	牛津大学和 AstraZeneca 公司	非复制型病毒载体疫苗	冷藏 6 个月	2 剂, 间隔 4 周

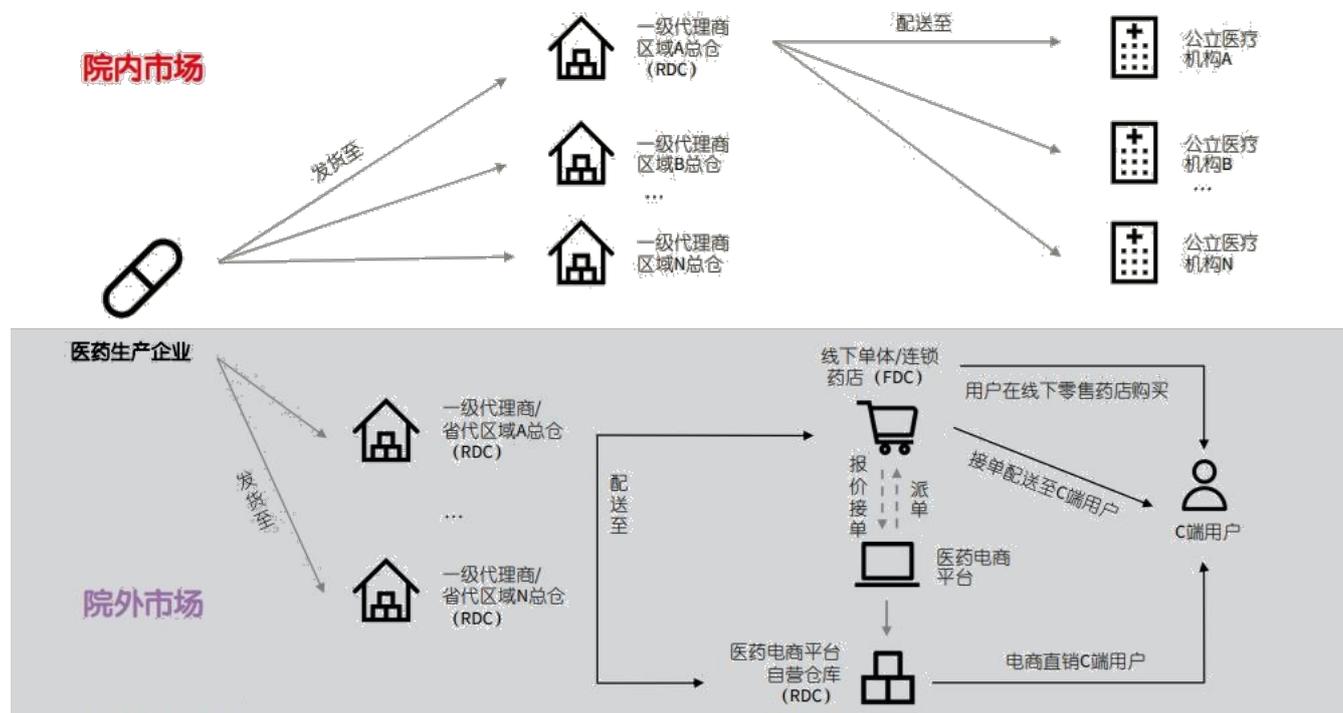
数据来源: 中国疾病预防控制中心, Duke Global Health Innovation Center, New York Times, 华安证券研究所

图表 129 疫苗运输过程及运输量



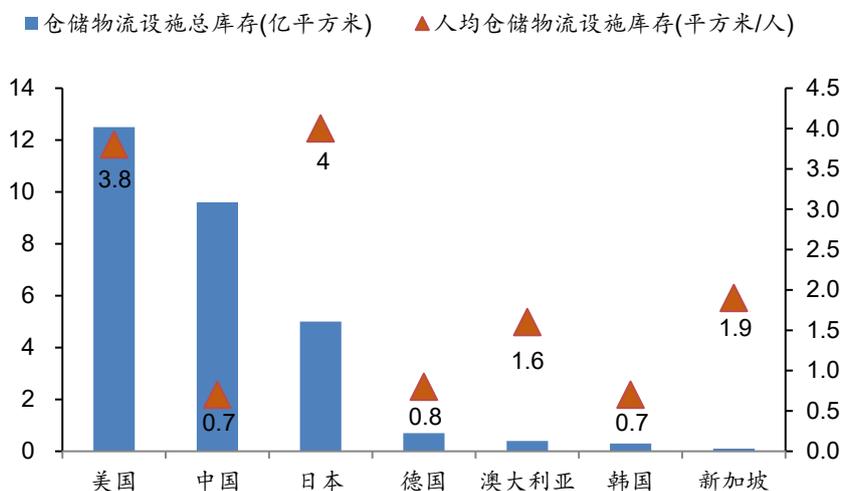
资料来源: DHL, WTO, 华安证券研究所

图表 130 快消品零售代运营企业供应链网络布局



资料来源：仲量联行研究部，华安证券研究所

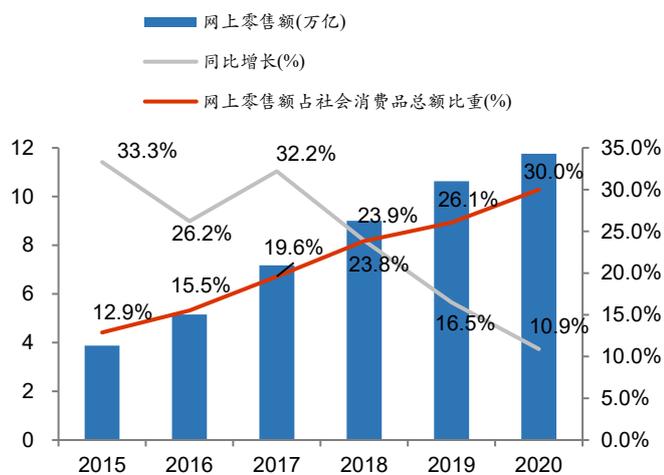
图表 131 部分国家总量与人均仓储物流设施库存 (亿平方米, 平方米/人)



资料来源：仲量联行，华安证券研究所

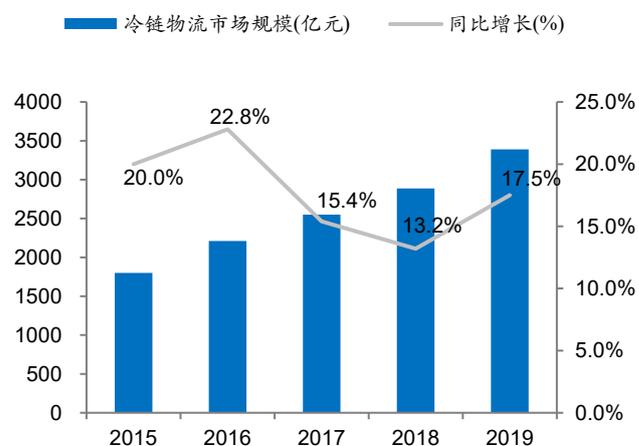
备注：日本、韩国和中国为 2018 年数据；美国、新加坡、澳大利亚和德国为 2019 年数据；人均仓储物流设施库存为仲量联行估算值。

图表 132 2015~2020 年消费品网上零售额、同比及占社会消费品总额比重 (万亿, %)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

图表 133 2015~2019 年冷链物流市场规模及同比 (亿元, %)



资料来源: 中物联冷链委, 华安证券研究所

## 8 长租公寓更迭模式，进入关键“攻城”阶段

### 8.1 政策规范下行业洗牌，万科泊寓稳居长租公寓头部交椅

**租赁政策出台规范长租市场，部分品牌资金承压，行业迎来洗牌。**2020年受疫情影响，长租市场增速放缓、租金与出租率下降，靠着“高收低租”走轻资产模式而疯狂扩张的长租品牌，财务状况迅速恶化，随着巢客、岚越等长租公寓品牌相继暴雷，中央和地方迅速出台有关政策规范市场。例如：2020年9月，住建部对《住房租赁条例（征求意见稿）》（以下称《条例》）进行了公开的意见征询，《条例》对租赁企业的市场行为和经营活动、租金监管等方面作出规定，针对长租市场的乱象进行有针对性的整治，保障市场的稳健运作。原本充当二房东的轻资产运营品牌在资金端承压，经历行业大洗牌。

**背靠自持资产，泊寓新开业与营收逆势上涨。**行业洗牌的大背景下，依托自持资产与自主开发，万科泊寓逆势发展；根据万科年报显示，截止2020年底，集团运营长租公寓18.44万间，累计开业14.24万间，年内新开3.3万间；项目遍及全国33个城市，已开业项目的整体出租率超过95%；2020年营收25.40亿元，同比增长72.33%。

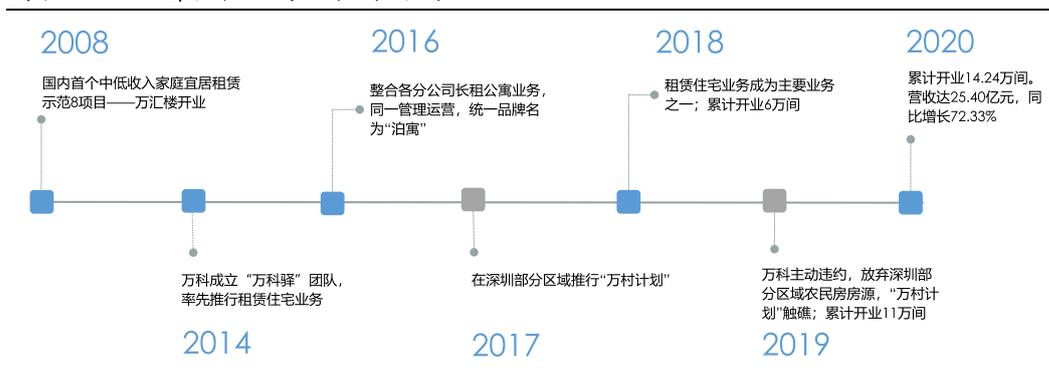
图表 134 万科集团持有及管理的公寓项目情况

城市	项目数量	总房间数量（万间）	已开业间数（万间）
深圳	148	7.58	7.09
北京	16	2.53	0.37
广州	33	1.18	0.95
天津	15	0.75	0.61
西安	11	0.65	0.58
上海	17	0.64	0.32
济南	12	0.54	0.43
厦门	16	0.53	0.53
杭州	16	0.47	0.42
宁波	8	0.43	0.24
大连	18	0.41	0.23
成都	10	0.36	0.30
佛山	7	0.29	0.29
合肥	6	0.24	0.18
长春	13	0.23	0.21
沈阳	9	0.23	0.19
珠海	7	0.21	0.18
东莞	7	0.18	0.14
青岛	6	0.15	0.15
福州	7	0.14	0.14
武汉	3	0.13	0.13
南京	5	0.12	0.11
长沙	5	0.12	0.12
其他城市	18	0.33	0.33
总计	413	18.44	14.24

资料来源：万科年报，华安证券研究所

**国内租赁市场先行者，十多年耕耘沉淀项目经验。**作为全国最早布局租赁市场的地产开发商，万科早在 2008 年便试水国内第一个面向中低收入家庭的租赁住宅项目万汇楼；在 2014 年成立“万科驿”团队开展租赁业务；到 2016 年整合各分公司长租公寓业务，统一为泊寓品牌纳入管理运营；再到 2018 年半年报中，将租赁业务确立为核心业务。期间虽经历了诸如“万村计划”夭折等事件，但租赁市场十多年的探索与耕耘，无疑为整个团队积累了丰富的项目经验。

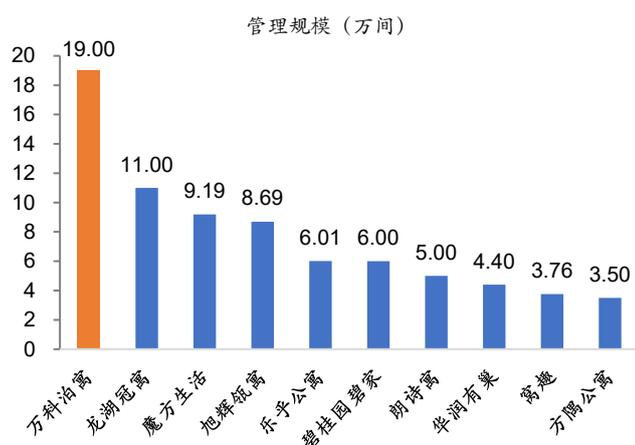
图表 135 万科长租公寓发展时间线



资料来源：克而瑞，观点指数，万科年报，华安证券研究所

**泊寓稳居集中式长租公寓规模第一，品牌发展与影响力全行业领先。**随着市场刚性需求的不断扩大，以及凭借着早年布局的先发优势和沉淀，泊寓自 2016 年品牌创建之初不到 6 万间的规模迅速增长。根据克而瑞租售统计，截止 2021 年年中，万科泊寓累计开业 14.7 万间，占集中式长租公寓 TOP20 企业开业总规模的 22.3%；同时管理规模达 19.0 万间，规模稳居第一，并且远超其他品牌。根据克而瑞租售建立的品牌传播力模型，在所有长租公寓品牌中，2021 年上半年万科泊寓多排名前 6；而根据观点指数对于长租公寓发展报告，万科泊寓在上半年稳居发展指数 2~4 名。随着长租公寓市场增速放缓，万科泊寓依托先发优势与规模优势，将持续作为行业领导者，引领市场良性发展。

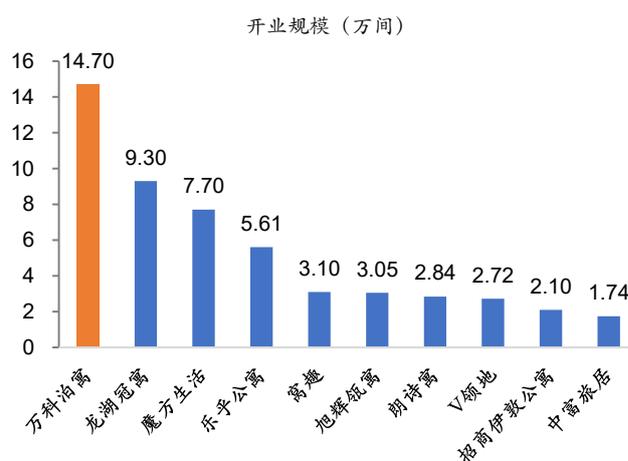
图表 136 集中式公寓管理规模排行榜



资料来源：克而瑞租售，华安证券研究所

备注：统计时间截至 2021 年 6 月 30 日

图表 137 集中式公寓开业规模排行榜



资料来源：克而瑞租售，华安证券研究所

备注：统计时间截至 2021 年 6 月 30 日

图表 138 2021 年上半年长租公寓品牌传播力榜单前 10 名

排名	1-2月	3月	4月	5月	6月
1	自如	自如	自如	自如	自如
2	雅诗阁	龙湖冠寓	雅诗阁	龙湖冠寓	龙湖冠寓
3	龙湖冠寓	旭辉瓴寓	龙湖冠寓	雅诗阁	雅诗阁
4	旭辉瓴寓	万科泊寓	万科泊寓	旭辉瓴寓	旭辉瓴寓
5	城家公寓	雅诗阁	乐乎公寓	城家公寓	万科泊寓
6	万科泊寓	城家公寓	城家公寓	窝趣	城家公寓
7	金地草莓社区	金地草莓社区	乐璟生活	乐乎公寓	优客逸家
8	乐乎公寓	辉盛国际	美丽屋	辉盛国际	新派公寓
9	招商公寓	魔方生活	魔方生活	招商公寓	乐乎公寓
10	美丽屋	美丽屋	金地草莓社区	魔方生活	窝趣

资料来源：克而瑞租售，华安证券研究所

备注：1) 克而瑞租售的长租公寓品牌传播力榜主要是从官媒运营、品牌推广、曝光度、搜索指数及舆情监测内外五个维度进行月度品牌监测，按照权益比重计算分数进行排名；2) 5月份万科泊寓排名第14

图表 139 2021 年上半年长租公寓发展指数前 10 名

排名	1月	2月	3月	4月	5月	6月
1	自如	自如	自如	自如	自如	自如
2	万科泊寓	相寓	万科泊寓	相寓	万科泊寓	万科泊寓
3	龙湖冠寓	龙湖冠寓	相寓	万科泊寓	相寓	相寓
4	相寓	万科泊寓	龙湖冠寓	安歆公寓	安歆公寓	龙湖冠寓
5	魔方公寓	安歆公寓	安歆公寓	龙湖冠寓	龙湖冠寓	安歆公寓
6	安歆公寓	青客公寓	乐乎公寓	乐乎公寓	魔方公寓	魔方公寓
7	乐乎公寓	魔方公寓	魔方公寓	魔方公寓	青客公寓	乐乎公寓
8	旭辉瓴寓	旭辉瓴寓	青客公寓	旭辉瓴寓	乐乎公寓	青客公寓
9	朗诗寓	乐乎公寓	旭辉瓴寓	招商公寓	旭辉瓴寓	旭辉瓴寓
10	窝趣	窝趣	窝趣	青客公寓	窝趣	招商伊敦

资料来源：观点指数，华安证券研究所

**政策与土地端持续推进，房产系长租公寓品牌更受利好。**长租公寓品牌按照品牌背景可简单划分为房产系、中介系、酒店系、创业系（互联网品牌）四个类型。对于中介系和创业系品牌，通过包租后再转租的轻资产运营模式，前些年扩张迅速，但由于自身并不持有资产，故是近年长租公寓暴雷的重灾区，而受到一定程度的限制。而对于房产系品牌采取的重资产集中式公寓模式，市场进入门槛相对较高，项目难度更大，因而前些年的发展扩张速度较慢。根据克而瑞租售的统计，2020 年全国重点城市租赁土地共成交 56 宗，总建筑面积约 365 万方。截至 2020 年底，累计共推出租赁土地 235 块，规划建筑面积超 1502 万方；一方面新的租赁土地持续推向市场，另一方面政策端对自持租赁住房的供应与建设、租购同权的推进持续加码，房产系品牌未来无疑将更受政策青睐，收获更多的发展机遇。

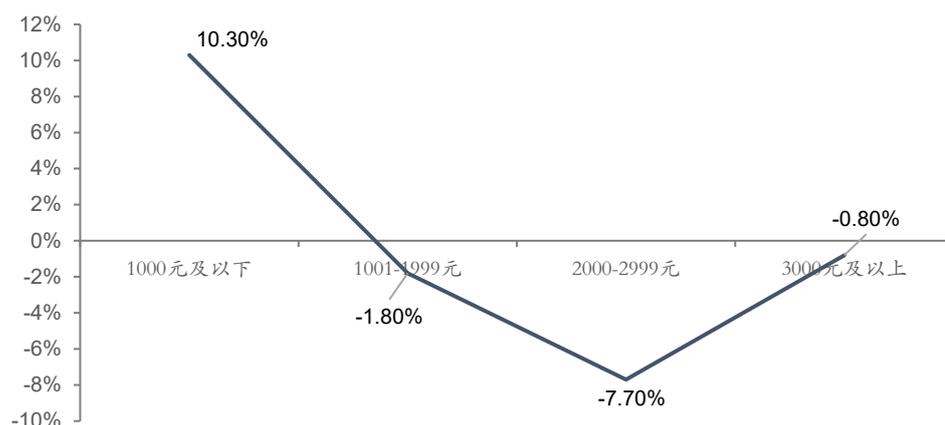
图表 140 长租公寓品牌背景分类

房产系	中介系	酒店系	创业系
万科泊寓	链家 自如寓	华住 城家公寓	魔方公寓
旭辉瓴寓	世联行 红璞公寓	铂涛 寓趣公寓	乐乎公寓
龙湖冠寓	我爱我家 相寓	如家 逗号公寓	寓见公寓
朗诗寓			青客公寓

资料来源：《基于价值链的长租公寓商业模式研究》，华安证券研究所

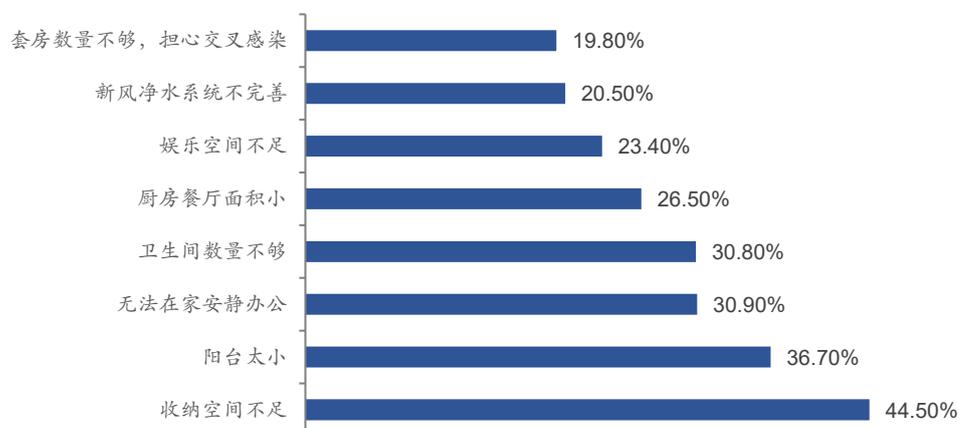
**后疫情时代的需求变动对成本控制提出更高要求，租赁市场得定价权者得天下。**根据人民网舆情数据中心携手蛋壳公寓发布的《2020 大学毕业生租住蓝皮书》的研究，受到疫情对于毕业与就业的影响，相较于 2019 年，2020 年毕业生对于租金承受范围出现明显的下降；而由于居家时间的增加，租客对于居住空间和环境提出了更高的要求。后疫情时代的租赁市场上，更好租住条件与更低租金水平这对矛盾的需求，对于企业成本控制提出了更为严苛的要求，势必需要企业拥有更为高效的运营与供应链管理能力和对定价权拥有控制力的企业，才能在频繁波动的长租市场保持长期平稳地发展。

图表 141 2020 年与 2019 年相比，毕业生能接受租金范围的比例变化



资料来源：2020 大学毕业生租住蓝皮书，华安证券研究所

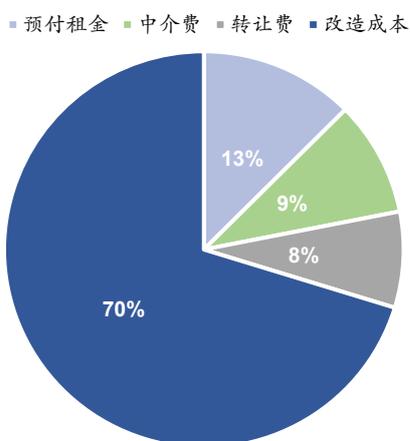
图表 142 疫情期间租客对租住空间不满意的地方



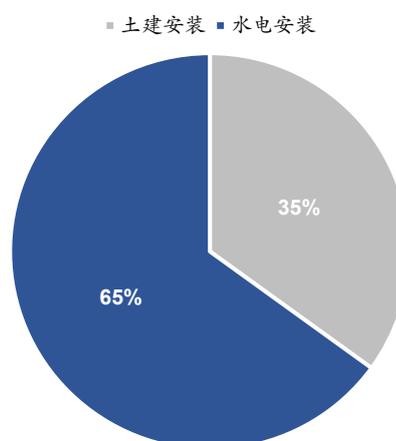
资料来源：2020 大学毕业生租住蓝皮书，BigData，华安证券研究所

**改造成本占前期总开发成本大头，成本端发力逆转盈利困境。**由于前期开发成本巨大以及租金回款慢，盈利周期长一直以来是长租公寓市场的痛点所在。通过对某长租公寓企业某一项目的开发成本进行解构，可以看到前期投入的大头在于对房源进行改造产生的成本，占比 70%；对比另外两个项目可以看到，对于改造成本单价在 2600-2700 元/平米的项目，装修装饰项(约 66%)、电器设备项(13.18%和 9.06%)、家具类(10.94%和 13.24%) 三项又占据改造成本的绝对比例，接近 90%；而在装修装饰成本中，土建安装成本又占据约 2/3 的比例。通过上述成本构成的分析可以看到，控制改造成本，缩减装修装饰、电器设备和家具是缩短长租公寓盈利周期，提高盈利水平的关键所在。

图表 143 某长租公寓企业某项目的开发成本构成



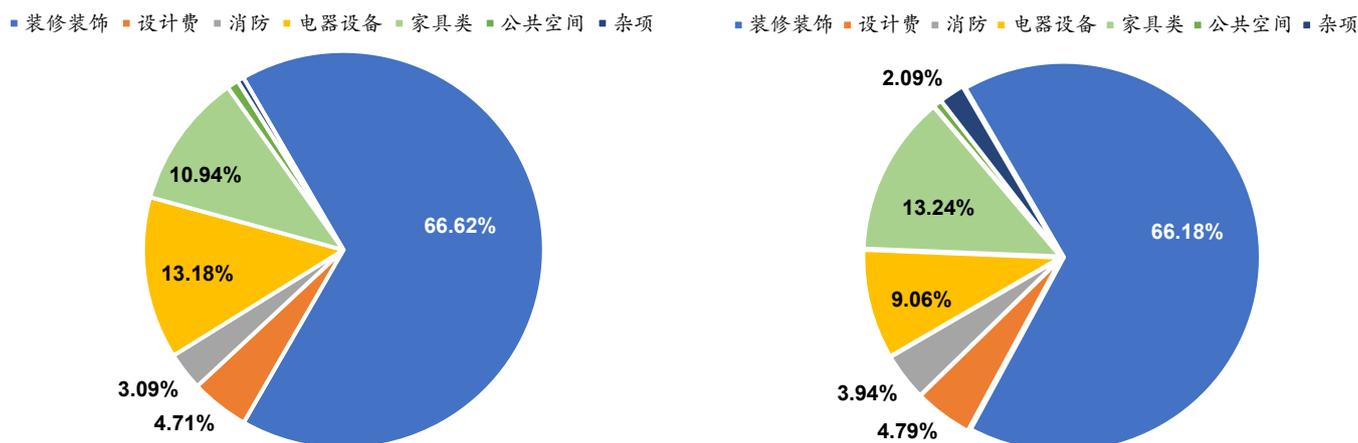
图表 144 某长租公寓企业某项目装修成本构成



资料来源：《供应链管理视角下长租公寓项目开发管理研究》，华安证券研究所

备注：上述项目建筑面积 4500 平米，总房间数量 100 间，前期总投入 1597 万元

图表 145 某长租公寓企业某两个项目的改造成本构成



资料来源：《供应链管理视角下长租公寓项目开发管理研究》，华安证券研究所

备注：上述项目改造成本单价分别为 2698.5 元/平米和 2611.5 元/平米

**借力采筑的平台优势，发挥供应链规模效益，万科泊寓正占据并将长期占据长租公寓开发的领导者地位。**2017年11月，万科、中城投资、中天集团等共同发起并成立建材B2B第三方采购交易平台“采筑”电商平台。作为万科唯一的采购渠道，采筑致力于共享行业领先企业供应链成果，对供应链降低成本、控制质量、提高效率等方面进行优化。自成立以来，已拥有超过3000优秀供应商，20万优秀商品与1000亿交易金额。随着今年以来防水材料、装饰涂料、玻璃、塑料管材与五金件等建材价格上涨，建筑装饰行业在供应端承受着巨大压力。而泊寓依靠万科搭建的采筑平台，在长租公寓开发中的装饰装修、电器设备、家具等重要环节近水楼台先得月，牢牢把握着联合集中采购带来的规模效应，降低了成本的同时，也极大地提高了采购管理与质量控制的效率，泊寓得以把握着上下游定价权而快速扩张。而随着供应链进一步整合与优化，其盈利能力在未来不可小觑。

图表 146 万科基于采筑平台解决供应链痛点



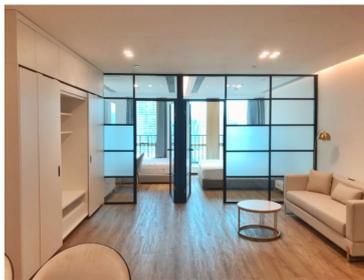
资料来源：采筑官网，华安证券研究所

## 8.2 长租公寓盈利模式破局何在？泊寓行远自迩，踵事增华

**开发优势辐射长租板块，运营为王打造极致管理效率。**作为头部房地产开发企业，一方面在开发过程中，**凭借着万科丰富的拿地与政府合作经验，泊寓在自持项目与政府合作项目开发中享尽平台红利**；另一方面在长租业务中，**通过万科标准化的开发链条、成熟的供应链与运营体系，可以极大地降低装修和运营成本**。根据泊寓微信服务号介绍，目前泊寓在产品研发、建造工艺、运营管理、智慧科技、品牌口碑和员工培训方面，均占据优势，以运营管理为例，1:130的人房比领先全行业，彰显极致的管理效率。

**租购同权政策呼之欲出，完善产品线契合市场大势。**目前泊寓主打万村泊寓、城市泊寓、中高端泊寓三条产品线，分别定位刚参与工作的新人、一段工作年限的群体以及较高品质需求群体，以迎合不同市场需求。从泊寓官网来看，泊寓定位中高端的长租产品，户型扩展至两室两厅，面积超过130平米。在租购同权政策不断完善和年轻人观念相继改变的大背景下，长租市场需求有望从单身群体逐步扩展至家庭，完善的产品线覆盖不同需求不同类型的群里，契合市场大势。

图表 147 万科泊寓标志性产品线

品牌	万村泊寓	城市泊寓	中高端泊寓
示例图			
特征	舒适、平价、安全、拎包入住	品质、精致、年轻、社群的租住生活	高品质、好服务、私密空间
主力客群	适合已工作 0~2 年的职场新锐	适合面向已工作 2~5 年的白领、创业者、及长期外派出差的群体	适合对生活品质、服务品质、社交圈层有较高要求的群体
硬件与服务配比	基本家电及公区配置	基本家电及主流公区配置	主流配置基础上加大会客空间和户外空间
产品	15-25 一室户为主，部分有两室及 LOFT 房型，有公区保洁等基本服务		
物业	万科自有物业统一管理		

资料来源：泊寓官微，克而瑞租售，CRIC 城市租售系统，华安证券研究所

**多种开发模式并举，探寻长租公寓盈利模式最优解。**一直以来，长租公寓的盈利能力备受市场质疑，高昂的房源成本与前期装修投入，即使能保证较高的出租率，企业仍保持着高位的现金流压力，同时市场也在寻找长租公寓盈利能力的破局方法。自 2019 年“万村计划”宣告搁浅后，泊寓汲取其中的失败经验，近些年积极采用不同的合作发展模式，接受市场反馈，探寻长租公寓盈利模式最优解。根据泊寓微信服务号介绍，目前泊寓的发展模式包含集体用地、资产收购、合资经营、城市更新和老旧小区改造、人才房定制、全流程管理输出服务六种主要模式。

图表 148 典型项目发展模式与特点

典型项目	业务发展模式	地址	特点
北京成寿寺泊寓 院儿	集体合作开发经营模式	北京市丰台区南三环方庄桥南	全国首个入市集体土地租赁住房项目；五大主题房，商业配套
深圳云城泊寓旗舰店	重资产模式：自持用地租赁住房建设	深圳市南山区留新一路	主要群体为毕业不久的大学生；4813 间大型租赁社区管理标杆
深圳南头古城泊寓	城市更新和微改造模式：城中村联营改造运营	深圳市南山区南头街道中山南街	面向青年租客；老旧小区微改样本
济南丁家庄泊寓 Plus 人才公寓	人才房定制模式：政府租赁住房代建代管	济南市历下区奥体西路	人才房定制，需济南市保障性住房服务中心和人才就业企业对接入住
武汉 CCB 建融家园泊寓	全流程输出管理服务模式	武汉市江岸区澳门路	设计、改造、运营全流程输出管理

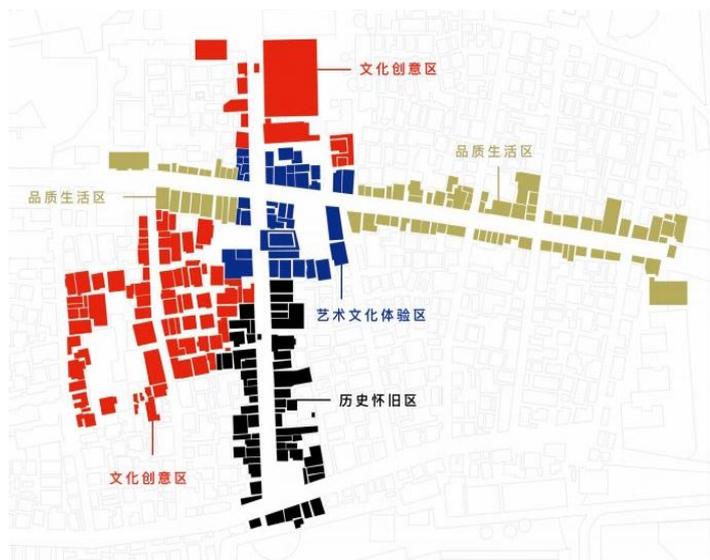
资料来源：泊寓官微，华安证券研究所

随着 2021 年政府工作报告强调“切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难”，长租公寓市场的良性发展对此发挥着关键性作用。长租公寓盈利模式破局何在？泊寓追溯既有项目的经验、踵事增华，未来盈利或迎来变局：

1) 结合城市更新、“商改租”扩充租赁住房来源，政策扶持下减少房源成本

以深圳南头古城泊寓为例，在城市更新与文化传承的需求下，深圳南山区委区政府在 2019 年 3 月成立了南头古城保护与利用工作小组，通过政府主导、企业实施、村民参与的三方模式，对整个古城区域实施统一回租建筑与改造的运营策略。城市更新大背景下政府协同城区规划与房源回收，加强了万科泊寓对于房源的控制与议价能力，减少了房源成本。

图表 149 深圳南头古城改造平面



图表 150 深圳南头古城泊寓



资料来源：敦雅创意官微，华安证券研究所

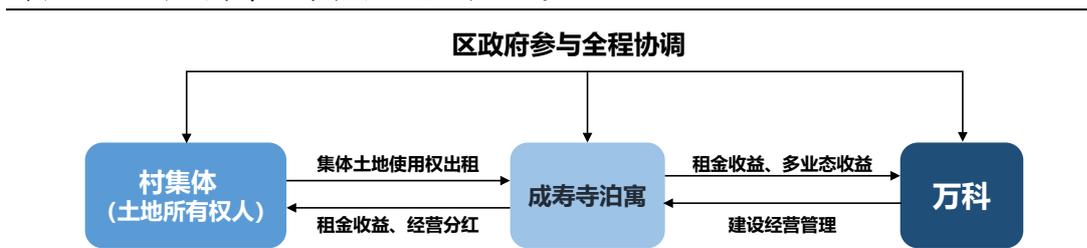
资料来源：敦雅创意官微，华安证券研究所

而在当前“商改租”政策引导与支持下，通过对低效商业项目的租赁用房改造，扩充租赁住房来源的同时，有效盘活低效资产，降低了租赁房源的获取成本。

2) 集体土地开发模式下扩充土地来源，从源头控制土地成本

随着 2017 年北京印发《关于进一步加强利用集体土地建设租赁住房工作的有关意见》，计划 5 年供应 1000 公顷集体土地，全国 18 座城市相继出台政策加码集体用地供应。成寿寺泊寓由北京万科与丰台区南苑乡合作建设，是全国首个集体土地租赁住房项目。通过采用合作模式，村集体出租集体土地经营权，北京万科负责所有建设成本投入，并获得项目 45 年经营权。村集体长期获得稳定租金收益、并享受超额经营分红；北京万科专注于产品打造和服务运营，追求长期可持续的发展。基于集体土地使用权出租的合作模式，从源头上缓解了前期土地成本过大带来的现金流压力。

图表 151 北京成寿寺泊寓集体土地出租模式



资料来源：克而瑞租售，华安证券研究所

**3) 长租公寓作为引流入口，商业联动形成聚力效益，打造新的盈利模式**

成寿寺泊寓项目整体规划 901 间长租公寓的同时，还打造了作为社区空间的 500 方共享城市客厅，提供图书、咖啡、简餐、影音、桌游、健身、艺术展览等空间功能；此外配置的 3800 方社区商业空间，包含了餐饮、潮流、文化艺术等多种业态。以长租公寓作为流量入口，结合万科自身强大的商业运营能力，形成住宅与商业联动发挥聚力效应，形成新的商业模式，尽享流量红利。

图表 152 成寿寺泊寓项目平面图



资料来源：北京万科设计 VA，华安证券研究所

图表 153 社区空间（城市客厅）各模块分布



资料来源：北京万科设计 VA，华安证券研究所

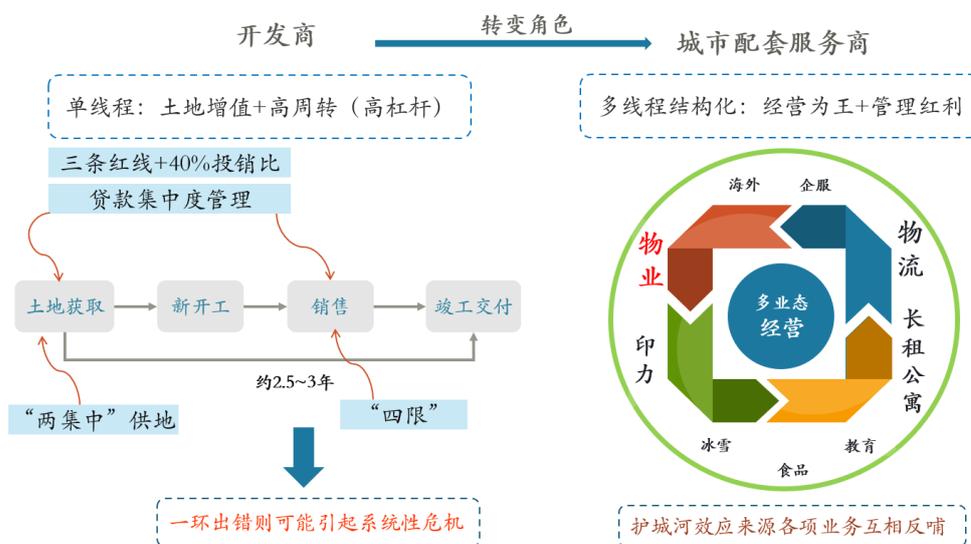
## 9 分部估值：多元化业务价值修复

### 9.1 开发业务利润链条重构，前瞻性布局多元化业务价值修复

由于商品房采取预售制的方式，对整个开发链条的影响体现在以下两方面：1) 拿地后需通过开工达到预售条件，方可取预售证进行销售（采取快周转的项目在开发链条前半程对应的时间会缩短）；2) 销售后，再经历一段施工期达到竣工条件后，方可进行交付。因此，保守估计，行业从拿地到竣工交付普遍存在 2.5~3 年的传导期。施工强度成为开工向竣工传导过程中的重要影响因素（这里采取开工向竣工的传导分析，而非拿地到竣工，出于对过去“囤地模式”的考虑）；而对于整个链条起始点的“拿地”似乎受到融资环境的扰动更为明显。

**在行业增速预期放缓大前提下，政策调控方式进入“高频微调”常态化，开发业务利润链条重构。**“三条红线”、“两集中”供地、贷款集中度管理、“四限”等一系列政策直接对土地获取环节和销售环节进行限制，加上后续“政策补丁”影响，对开发业务利润链条影响显著。因而在土地获取端，万科凭借自身优势，提前下注 TOD 和城市更新赛道，这部分内容详细见本文第四章。促销售及回款是基于销售端的限制，由于万科货值结构占优，以深耕四大城市群为主，尤其大手笔布局粤港澳大湾区和长三角区域核心城市，可保证一定的去化速度，这部分内容详细见本文第一章。

图表 154 万科战略转变意义



资料来源：公司官网，华安证券研究所

备注：右图仅物业是BG（事业集团），其余业态都属于BU（事业单元）

**从国内房地产行业演变历程看，主要划分为五部分，**1) 1980~1990 年国家队试水期，主要代表企业为中房集团。2) 1990~1998 年民营企业本地起步期，主要代表即为万科、华南五虎（碧桂园、恒大、富力、雅居乐和合生创展）和大连起家的万达，这些民营企业都是享受了当地的区域红利。3) 1998~2014 年房企全国扩张期，代表房企为“招保万金”。4) 2014~2018 年这一阶段的显著特征即是“高杠杆、高周转”，万科、碧桂园、恒大、融创各领风骚，另外这一发展时期以旭辉、泰禾、阳光城和融信为代表的“闽系”企业也走到了台前。5) 2018 年至今，这一时期有两个关键词，一

一个是“国进民退”，另一个是“经营城市”。前者代表了央企国企背景的保利地产、华润置地、招商蛇口等企业重新获得土地端和融资端优势的较大优势，后者代表了各房企开始寻找“第二赛道”突围的紧迫心理。

在上述阶段，**万科自加入房地产行业后从未掉队，随着国内城市化进程的发展，独领风骚三十年，其优势在于以下几点：1) 对城市化进程和城市群发展具有前瞻性**，万科布局四大城市群，重仓粤港澳大湾区和长三角区域城市群，提前布局城市更新业务，正是基于了解城市化发展政策，在区域城市化发展的布局中寻找空间的佐证。**2) 较强的社会责任感**，万科是最早提出要做“城市运营商”的房地产开发商，而城市运营商不仅要以市场化的操作手法实现利益最大化，更要在城市可持续发展的大前提下，兼顾社会利益和公平，从而体现企业自身的社会价值。**3) 需要有极强的整合资源和运营多元化业务的能力**。万科因前瞻性大力发展物业板块中的“城市业务”、商业地产及切入物流仓储等业务，因社会责任感介入长租公寓、养老等业务，最终都需要极强的资源整合能力既获得应有的收益，又可以协助政府实现城市综合基建和软实力的提升，达到共赢局面，这也是万科一直所秉持的“城乡建设与生活服务商”战略定位的印证。

图表 155 国内房地产行业演变历程及典型优势企业



资料来源：恒大研究院，wind，华安证券研究所

## 9.2 开发业务：NAV 乐观估值 3516 亿元

房地产公司的最大特点是以项目为基础，项目开发的周期较长导致房地产公司短时期业绩波动较大，以项目为基础的业绩不具有连续性，因此通常所用市盈率等方法对公司未来价值的判断有所欠缺。NAV 估值法是国际上较为通用的房地产企业资产评估计算方法。NAV 估值法，即净资产价值法，是指在一定销售价格、开发速度和折现率的假设下，地产企业当前储备项目的现金流折现价值剔除负债后，即为净资产价值。具体来说，开发业务的净资产值，等于现有开发项目以及土地储备项目在未来销售过程中形成的净现金流折现值减负债。

**基于以下假设对万科房地产开发业务进行 NAV 估值：**房地产项目基于公司 2020 年年报披露数据，房价基于 2020 年水平，公司房地产项目未来四年结算完毕。经过测算，在乐观假设下，权益未结算货值对应的权益净利润约 1271 亿元，加上 2020

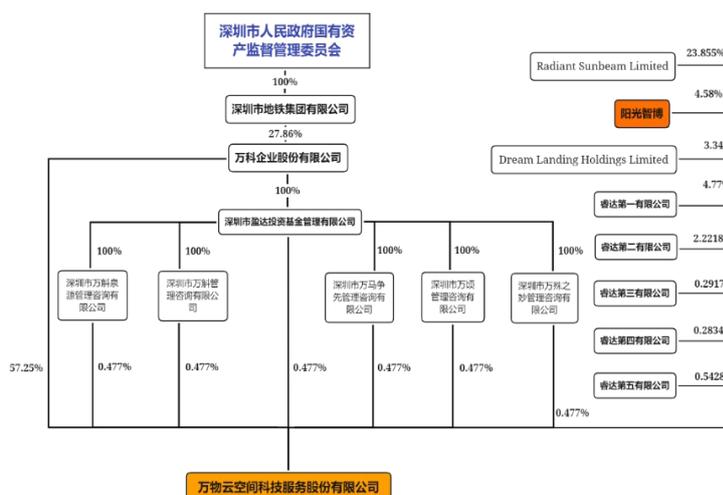
年底归母净资产 2245 亿元，得出万科房地产开发业务的 NAV 为 3516 亿元。在保守假设下，权益未结算货值对应的权益净利润约 937 亿元，加上 2020 年底归母净资产 2245 亿元，得出万科房地产开发业务的 NAV 为 3182 亿元。

### 9.3 万物云：相对估值算法得乐观估值 1104.5 亿元

因物业业绩确定性较强，根据公司年报数据，未来三年万物云在管面积增量是基于母公司 2021 年~2023 年竣工量作折算估计，同时假定未来三年“内生”与“外拓”比例不变，增值服务比例乐观按照年增长 2 pct，保守按照增值服务比例不变来估值。

采用相对估值算法对万物云市值进行估算，万物云 2020 年实现总营业收入 182.04 亿元。将对标物企 PE 和净利率取平均值。选取在管业态分布相似的头部上市物企作为对标企业，分别为碧桂园服务、永升生活服务、华润万象生活和宝龙商业。由于万物云是行业龙头企业，具有较好的盈利能力，PE、净利率均宜在此基础上适当取高，分别为 50，18%；此外近期万物云以定增 4.8% 股份换取阳光智博 100% 股权，故在万物云估值时加入阳光智博市值，其净利润取招股书披露值，PE 取同样经历被收购事件的蓝光嘉宝作为对标企业，测算市值 31.2 亿元。考虑到近期可能出现收购事件，取 1.05 利好系数；万科 A 持股万物云比例为 63%。综上得到万物云乐观估值 1104.5 亿元。

图表 156 万物云股权结构



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 157 万物云对标头部上市物企经营情况

公司	净利率	PE	营收 (亿元)	在管面积 (万平)
碧桂园服务	17.83%	42.2	156.00	46250
旭辉永升服务	14.19%	37.2	31.20	10160
华润万象生活	12.06%	57.2	67.79	10660
宝龙商业	16.00%	28.3	19.21	2300
平均	15.02%	41.2	68.55	17343

资料来源：wind，公司年报，华安证券研究所

图表 158 万物云对标头部上市物企估值表

公司名称	代码	总市值/估值 (亿元)	营业收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
碧桂园服务	6098.HK	1174.3	156.00	240.99	352.35	510.38	26.86	40.82	61.95	91.13
旭辉永升服务	1995.HK	164.8	31.20	48.85	72.05	101.80	3.90	6.21	9.25	13.08
华润万象生活	1209.HK	468.1	67.79	96.67	129.01	169.81	8.18	15.04	20.74	27.94
宝龙商业	9909.HK	86.8	19.21	26.74	35.88	48.12	3.05	4.45	6.24	8.64

资料来源: wind, 公司年报, 华安证券研究所

备注: 可比公司盈利预测来自万得一致预期

## 9.4 商业: 印力及万科商业乐观估值为 316 亿元

**营收假设: 1) 开业面积设定:** 2020 年末万科集团 (含印力集团) 累计开业商业面积 989.8 万平方米, 规划中和在建商业建筑面积 435.4 万平方米, 整体出租率 87.4%。根据万科商业与印力营收占比初步推测, 2020 年万科商业累计开业商业面积 328.8 万平方米, 印力累计开业商业面积 661 万平方米。**2) 出租率设定:** 假定万科储备商场在未来 4 年均匀开业, 且万科目前出租率偏低 (华润、宝龙、龙湖、新城出租率分别为 94.70%、89.90%、96.90%、99.54%), 预计当前开业项目在未来 3 年内以出租率每年提升 1.5 pct 稳定发展, 在此前提下对万科进行收入测算。**3) 租金假设:** 用万科商业总营收及 2020 年在管面积估算每平月租金 60~62 元, 保守估计以后每年租金以 3% 增速上调。**4) 最终测算:** a) 在保守情况下, 仅考虑万科自持的储备商场新增开业面积, 不考虑印力外拓的轻资产项目增长, 仍按照万科商业与印力营收占比推测各自每年新增开业面积, 以每年年初和年末累计开业面积的平均值作为当年的可收租商业面积, 据此测算出万科商业及印力未来三年租金收入。b) 在乐观情况下, 在上文基础上考虑印力外拓项目增长, 假设印力轻资产率 2020~2023 年稳步提升, 分别为 15%、16%、17%、18%, 据此测算出乐观情况下万科商业及印力未来三年租金收入。

**盈利假设:** 不考虑 2020 年疫情对商业运营的影响, 2020 年以前一般商业收租类公司的平均净利润率在 30% 左右 (2019 年华润、龙湖、大悦城、宝龙净利率分别为 42%、31%、26%、24%, 不扣折旧、不含税), 据此估计保守假设下万科商业及印力未来三年的净利润。

**估值计算:** 1) 在保守情况下, 不考虑市场给予商业运营轻资产部分的高估值, 根据对典型以房地产开发和商业收租为主业公司的测算, 其自持商业收租分部的 PE 在 14~20x 之间, 我们给予 18x 估值, 根据 2021 年 7 月万科 A 董秘在公开投资者关系平台上的发言, 拟定万科在印力的权益占比为 62%, 据此测算 2021 年万科商业+印力对应总估值分别为 277 亿。2) 在乐观情况下, 考虑市场给予商业运营轻资产部分的高估值 (一般商业轻资产运营公司的 PE 在 35~40x), 拟定轻资产部分 PE 为 37, 分别以预计的轻资产率 16% (2021 年)、17% (2022 年)、18% (2023 年) 推算印力每年估值, 考虑 62% 的归母权益占比, 据此测算 2021 年万科商业+印力对应乐观估值为 316 亿。

**综上, 万科商业部分乐观估值 316 亿元, 保守估值 277 亿元。**

图表 159 万科商业及印力板块盈利预测及估值

估值假设	平台	净利润 (亿元)			PE		2021E (亿元)
		2021E	2022E	2023E	自持	代运营	
保守	万科商业	6.86	7.93	9.09	18	—	277
	印力	13.79	15.95	18.28	18	37	
乐观	万科商业	7.09	8.20	9.40	18	—	316
	印力	14.48	17.21	20.21	18	37	

资料来源: wind, 公司年报, 华安证券研究所

## 9.5 物流: 万纬物流及普洛斯股权乐观估值为 460.9 亿元

**营收假设:** 营收为可租赁面积、稳定出租比例和租金相乘。1) **可租赁面积设定:** 公司近几年大举扩张, 18 年新获取可租赁面积 494 万平方米, 年末累计约 971 万平方米。19 年新获取可租赁物业的建筑面积 191 万平方米, 年末累计约 1086 万平方米, 其中高标库 123 个 (估计为 1020 万平方米), 冷库 15 个 (估计为 64.5 万平方米)。20 年新增可租赁面积 62 万平米, 截至 20 年末, 可租赁建筑面积 1148 万平方米, 其中高标库 128 个, 可租赁面积 1062 万平方米 (平均 8.3 万平米/个); 冷库 20 个, 可租赁建筑面积 86 万平方米 (平均 4.3 万平米/个)。2) **出租率设定:** 对于高标仓租赁业务, 过往三年的稳定使用率稳定在 92%~96%, 我们取 94%, 与 20 年保持不变。对于冷库租赁业务, 公司 18 年开始运营冷库租赁, 20、19 年的使用率为 77%、82%。保守预计, 之后疫情加重, 21 年出租率仅为 75%; 乐观预计, 随着疫情好转, 出租率恢复至 79%。3) **租金假设:** 虽然疫情对物流行业有所提升, 但存在专项补贴情况, 因此本文假定仓位物流的费用不变。4) **最终测算:** 根据冷库 18~19 年年末年中冷库在建工程账面价值, 21 年该数据高达 8 亿, 而 19、18 年年末分别为 1 亿, 2.2 亿, 据此测算: a) 保守预计 21 年冷库和高标准可租赁面积增长会是 20 年的 2 倍。冷库可租赁面积增加 43 万平方米, 增长 50%, 高标仓可租赁面积增长 84 万平方米, 增长 7.73%; 高标仓可租赁面积增长 84 万平方米, 增长 7.73%; b) 乐观预计冷库和高标准可租赁面积增长会是 20 年增长面积的 3 倍。冷库可租赁面积增加 64.5 万平方米, 增长 75%, 高标仓可租赁面积增长 126 万平方米, 增长 11.6%。

**盈利假设:** 物流公司的净利润在 30% 以上 (普洛斯、ESR 的 2020 年税后净利率分别为 36.9%、76.6%), 但部分企业因为其他支出, 造成龙头物流公司净利润低 (京东物流、顺丰控股 2020 年的税后净利率分别为 -0.7%、4.5%)。为保守起见, 我们对四家公司净利润取平均, 得到万纬物流预计净利润率 29.3%。

**估值计算:** 结合其他的物流企业的估值情况, 如普洛斯、顺丰控股分别为 19x、29x, 因此给万纬物流的 24 倍 PE 估值。1) 在乐观情况下, 假定 29.3% 的净利润, 得到万纬物流预计市值 241.7 亿元。2) 在保守情况下, 万纬物流预计市值 217.8 亿元。

万科 18 年收购普洛斯 21.4% 股权。截至 21 年 8 月 12 日, 普洛斯市值为 975.7 亿元。在乐观情况下, 结合其近五年 15% 营业收入增速, 我们估计其年末市值达到 1024.5 亿元, 万科权益市值 219.2 亿。在保守情况下, 我们预计其市值仅为 970.0 亿元, 万科权益市值 207.6 亿元。综上, 合计万纬物流及普洛斯股权乐观估值为 460.9 亿元, 保守估值 425.4 亿元。

图表 160 万纬物流盈利预测及估值

时间	预测态度	出租比率		可租赁面积 (万平方米)		权益市值		合计
		冷库	高标仓	冷库	高标仓	冷库	高标仓	
2020A	—	77%	94%	86	1062	56.4	125.5	181.9
2021E	乐观	79%	94%	151	1188	101.3	140.4	241.7
	保守	75%	94%	129	1146	82.4	135.4	217.8
2022E	乐观	82%	94%	194	1272	135.5	150.3	—
	保守	78%	94%	151	1188	100.3	140.4	—
2023E	乐观	85%	94%	215	1356	155.7	160.2	—
	保守	82%	94%	151	1230	105.5	145.3	—

资料来源: wind, 公司年报, 华安证券研究所

## 9.6 长租公寓: 政策加持下乐观估值为 53.7 亿元

**长租公寓板块自 2020 年下半年蛋壳公寓暴雷以后处于估值低谷, 受近期重磅利好政策影响, 该板块迎来估值修复:** 1) 2020 年 6 月 29 日, 发改委出台《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点工作的通知》, 其中明确提出基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点行业中包括保障性租赁住房, 为租赁住房企业进入公募 REITs 的赛道提供可能性。2) 2020 年 7 月 2 日, 国务院办公厅印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》, 从“全渠道增加保障性租赁住房用地的供给”及“给企业减负”两个方向鼓励企业参与。

**营收假设:** 万科泊寓 2020 年累计开业 14.24 万间, 租金收入为 26.4 亿元, 整体出租率超 95%, 在 2019 年、2020 年及 2021 上半年均为克而瑞租售发布的《中国住房租赁企业规模排行榜》中开业规模及管理规模的榜首, 龙头效应明显; 加之长租公寓行业近年来加速出清, 行业集中度有所提升, 假设未来三年出租率分别为 96%, 96.5%, 97%。

**盈利假设:** 虽然赴美上市的国内长租公寓企业青客公寓净利润不及预期, 需综合考虑以下因素: 1) 美国 EQR、AVALONBAY、和日本 LEOPALACE 公司的运营模式, 受疫情影响下 2020 年净利润率分别为 35.5%、36.0%和-5.8%。2) 近期国内大力推动“住房租赁专项债”及后续 REITs 落地带来的积极影响, 如 7 月 29 日万科发布的 2021 年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券 (第三期) 总额共计 30 亿元, 票面利率为 3.19%和 3.49%, 融资成本较 2018 年以来逐步降低, 且比同期境内债加权平均融资成本低了 0.5 个 pct 以上, 有明显融资优势; 3) 国内市场、政策因素及泊寓集中式公寓的优势龙头地位加成; 4) 客观考虑长租公寓初始投资过高、回报周期过长的不利影响, 及万科 2020 年并未完成 2017 年对 2018 年长租公寓的管理规模预期目标, 开业间数做保守估计。

**估值计算:** 假定乐观情况下, 万科泊寓净利率达 10%, 万科长租公寓板块 3 年营收预测分别为 35.8 亿元、40.2 亿元、45.1 亿元, 给予万科长租公寓 53.7 亿元的乐观估值。假定保守情况下, 万科泊寓净利率仅为 7%, 万科长租公寓板块 3 年营收预测分别为 33.0 亿元、35.6 亿元和 38.4 亿元, 给予万科长租公寓 34.6 亿元的保守估值。

**综上, 合计万科长租公寓板块乐观估值为 53.7 亿元, 保守估值 34.6 亿元。**

## 风险提示:

房地产调控政策趋严, 资金面大幅收紧, 房地产销售及销售回款不及预期等。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1547387	1873931	2069388	2260714	<b>营业收入</b>	419112	454801	500724	540723
现金	195231	254247	304463	366103	营业成本	296541	326195	364033	393156
应收账款	2992	2847	3210	3505	营业税金及附加	27237	29107	30043	31362
其他应收款	249499	294616	314957	340466	销售费用	10637	10915	11767	12707
预付账款	62248	101759	107550	112715	管理费用	10288	10915	11767	12707
存货	1002063	1186152	1303953	1402107	财务费用	5145	5007	5048	4732
其他流动资产	35355	34310	35255	35818	资产减值损失	-1981	0	0	0
<b>非流动资产</b>	321790	324508	325781	327123	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	141895	141895	141895	141895	投资净收益	13512	14099	15522	15140
固定资产	12577	14877	16230	17703	<b>营业利润</b>	79959	86050	92812	100373
无形资产	6088	7428	8424	9505	营业外收入	999	0	0	0
其他非流动资产	161230	160308	159232	158020	营业外支出	1282	0	0	0
<b>资产总计</b>	1869177	2198439	2395169	2587837	<b>利润总额</b>	79676	86050	92812	100373
<b>流动负债</b>	1317493	1583598	1712101	1830869	所得税	20378	22893	24585	26474
短期借款	25112	25112	25112	25112	<b>净利润</b>	59298	63157	68227	73900
应付账款	295685	340740	374505	406539	少数股东损益	17783	18940	20460	22161
其他流动负债	996697	1217747	1312485	1399219	<b>归属母公司净利润</b>	41516	44217	47767	51738
<b>非流动负债</b>	201840	201840	201840	201840	EBITDA	78519	79989	85026	92681
长期借款	132037	132037	132037	132037	EPS (元)	3.62	3.81	4.11	4.45
其他非流动负债	69803	69803	69803	69803					
<b>负债合计</b>	1519333	1785438	1913941	2032709	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	125334	144273	164734	186895	<b>会计年度</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	11618	11618	11618	11618	<b>成长能力</b>				
资本公积	18554	18554	18554	18554	营业收入	13.9%	8.5%	10.1%	8.0%
留存收益	194339	238556	286323	338061	营业利润	4.4%	7.6%	7.9%	8.1%
归属母公司股东权	224511	268728	316495	368233	归属于母公司净利	6.8%	6.5%	8.0%	8.3%
<b>负债和股东权益</b>	1869177	2198439	2395169	2587837	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	29.2%	28.3%	27.3%	27.3%
					净利率 (%)	9.9%	9.7%	9.5%	9.6%
					ROE (%)	18.5%	16.5%	15.1%	14.1%
					ROIC (%)	8.6%	8.1%	7.9%	7.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	81.3%	81.2%	79.9%	78.5%
					净负债比率 (%)	434.3%	432.3%	397.7%	366.2%
					流动比率	1.17	1.18	1.21	1.23
					速动比率	0.36	0.36	0.38	0.40
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.22	0.21	0.21	0.21
					应收账款周转率	140.06	159.76	156.00	154.28
					应付账款周转率	1.00	0.96	0.97	0.97
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	3.62	3.81	4.11	4.45
					每股经营现金流(薄)	4.58	5.07	4.03	5.06
					每股净资产	19.32	23.13	27.24	31.70
					<b>估值比率</b>				
					P/E	8.03	6.03	5.58	5.16
					P/B	1.49	0.99	0.84	0.72
					EV/EBITDA	5.40	3.73	2.92	2.01

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

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