

行业研究

2022：破而后立，晓喻新生

——房地产（地产开发）2022年投资策略

要点

政策面：破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨

从房地产政策演变趋势来看，我们认为防范房地产市场金融风险机制将持续运作，房企金融监管及楼市价格调控将常态化。针对当前部分房企金融风险突出及局部城市刚性购房需求受阻等现象，预期后续政策将重点监管整治行业资金挪用乱象，边际缓和居民刚需房屋按揭贷款的支持。聚焦2022年，我们认为后疫情时代楼市将重拾正轨，“房住不炒”主基调不变，因城施策防失速，加强住房保障体系建设”的整体框架可能会维持较长一段时间。

资金面：边际宽松信号释放，行业整体金融风险可控

7月降准提升银行整体可贷资金规模，已释放流动性边际宽松信号；9月单月居民长短贷边际均现改善迹象。结合当前央行货币政策委员会明确提出要保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，展望后续，我们预计房贷利率整体水平有望逐步见顶，部分额度较紧的核心城市或就“刚需和首套”出现窗口指导。

于“三道红线”及银行“两个上限”监管下，房企融资环境维持收紧态势；同时，2021H2房企境内外债务到期规模快速下降，一方面体现房企由融资驱动向经营驱动转变，另一方面受表内存量土储下降影响，市场整体供应能力边际走弱。

以上半年销售排行榜40强房企来看，绿档、黄档、橙档、红档房企为18家、16家、5家、1家；分别较年初新增3家、1家、5家及0家，整体财务状况进一步优化。纵观行业整体金融风险并不显著，房企在投资方面愈发谨慎，稳健型房企有息负债仍有序扩张，且多数房企2021H1融资成本较2020年有所改善。

行业面：晓喻新生，房企寻破局路径

与市场“房企回归地产主业”观点不同，我们认为“做强主业”与“多元开花”并不冲突。不可否认第二曲线长周期培育下部分房企多元化业务拓展热情衰减，但商业地产（从“产销”到“资管”，金融化趋势明显；预期我国购物中心商业面积饱和值于中性情况下可达51651.6万平，对应购物中心潜在增量空间约967个）、长租公寓（迎政策春风；消费升级倾向下预期房企系长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势）、物流地产（一线城市物流地产整体投资回报率较高；强者恒强格局或难以撼动）等地产+行业仍具备较大市场空间，此外房企地产基因自带产业链上下游拓展优势，同时多元赛道为房企有效开拓业务、融资等渠道。在当前国内房地产行业增量开发规模逐步见顶的趋势下，预期先发布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间。

投资建议：纵观行业整体金融风险并不显著，本轮调控周期下房企流动性危机属于个别企业被动暴露风险，行业加速出清下楼市重拾正轨，稳健型房企有息负债仍有序扩张，行业集中度持续提升，房企短期业绩兑现和中长期盈利能力都将加剧分化。首次对地产开发子行业予以评级为“增持”。伴随着房地产行业逐渐迈入存量时代，同时考虑到租赁住房及REITs等关注度提升，一定程度缓和市场主体下行趋势，龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。重点推荐经营能力、品牌优势、信用优势、产品美誉等综合实力较强的龙头房企，如万科A/万科企业，保利发展、中国金茂；同时考虑到先发布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间，建议关注金地集团、龙湖集团、融创中国、旭辉控股集团、华润置地、中国海外发展、新城控股、金科股份等。

风险分析：利率上行风险，中美贸易摩擦风险，房企信用风险等。

房地产（地产开发） 增持（首次）

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemiannan@ebsecn.com

联系人：周卓君

021-52523855

zhouzj@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

万科物流增资引入新投资人，资本运作可能性进一步提升——万科（000002.SZ、2202.HK）动态跟踪（2021-09-26）

倚REITs之势，仓储物流公募REITs正扬帆起航——海外典型物流地产REITs产品及国内品牌物流地产专题报告（2021-09-21）

基本面数据仍走弱，按揭边际改善或持续——房地产行业统计局数据月度跟踪报告（2021-09-16）

需求侧中长贷单月边际改善，供给侧地产债单月缩量明显——光大房地产行业流动性跟踪报告（2021-09-13）

1-8月百城土地成交缩量20%，8月单月流拍率持续走高——百城土地成交月度跟踪报告（2021-09-12）

投资聚焦

我们在 2018 年提出“千钧将一羽，轻重在平衡”，由于 R&D 基础研究耗时/新动能尚弱，短期内旧动能无法说去就去；同时资产泡沫和居民杠杆又限制了居民信贷大幅扩张的空间。我们认为当前“约束中求平衡，房住不炒是底线，因城施策防失速”的整体框架可能会维持较长一段时间。（详见《2019：千钧将一羽——光大证券房地产行业 2019 年投资策略》）

聚焦 2021，当前金融监管政策围绕落实稳地价、稳房价、稳预期的房地产长效机制运行，虽对房地产企业经营状况造成一定压力，但财务指标的动态测评有效暴露部分房企潜在风险，倒逼激进房企由高速扩张转向保障现金流安全。

纵观行业整体金融风险并不显著，本轮调控周期下房企流动性危机属于个别企业被动暴露风险，行业加速出清下楼市重拾正轨，稳健型房企有息负债仍有序扩张，预期行业集中度持续提升，房企短期业绩兑现和中长期盈利能力都将加剧分化。

我们区别于市场的观点

1) 政策面：从房地产政策演变趋势来看，我们认为防范房地产市场金融风险机制将持续运作，房企金融监管及楼市价格调控将常态化。针对当前部分房企金融风险突出及局部城市刚性购房需求受阻等现象，预期后续政策将重点监管整治行业资金挪用乱象，边际缓和居民刚需房屋按揭贷款的支持。聚焦 2022 年，我们认为后疫情时代楼市将重拾正轨，“房住不炒主基调不变，因城施策防失速，加强住房保障体系建设”的整体框架可能会维持较长一段时间。

2) 行业面：与市场“房企回归地产主业”观点不同，我们认为“做强主业”与“多元开花”并不冲突。不可否认第二曲线长周期培育下部分房企多元化业务拓展热情衰减，但商业地产（从“产销”到“资管”，金融化趋势明显；预期我国购物中心商业面积饱和值于中性情况下可达 51651.6 万平，对应购物中心潜在增量空间约 967 个）、长租公寓（迎政策春风；消费升级倾向下预期房企系长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势）、物流地产（一线城市物流地产整体投资回报率较高；强者恒强格局或难以撼动）等地产+行业仍具备较大市场空间，此外房企地产基因自带产业链上下游拓展优势，同时多元赛道为房企有效开拓业务、融资等渠道。在当前国内房地产行业增量开发规模逐步见顶的趋势下，预期先发布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间。

投资观点

伴随着房地产行业逐渐迈入存量时代，同时考虑到租赁住房及 REITs 等关注度提升，一定程度缓和市场整体下行趋势，龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。

重点推荐经营能力、品牌优势、信用优势、产品美誉等综合实力较强的龙头房企，如万科 A/万科企业，保利发展、中国金茂；同时考虑到在当前国内房地产行业增量开发规模逐步见顶的趋势下，先发布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间，建议关注金地集团、龙湖集团、融创中国、旭辉控股集团、华润置地、中国海外发展、新城控股、金科股份等。

目 录

1、破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨	6
1.1、政策总览：“房住不炒”主基调不变，央行“双维护”修复市场情绪.....	6
1.2、需求侧流动性：边际宽松信号释放，8月单月居民信贷现改善迹象.....	9
1.3、供给侧流动性：传统融资渠道持续收紧，非标融资延续压降态势.....	12
1.4、三道红线：稳健经营为房企重心，行业整体金融风险可控.....	14
2、晓喻新生，房企探寻多元化破局之路	16
2.1、商业地产：规模仍有增量空间，探索轻资产模式.....	16
2.2、长租公寓：迎政策“春风”，房企系长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势.....	19
2.3、物流地产：疫情下仓储物流缺口逐渐暴露，强者恒强格局或难以撼动.....	21
3、重点关注房企的多元化业务介绍	23
3.1、龙湖集团(0960.HK)：龙湖天街商业翘楚，冠寓长租盈利可期.....	23
3.2、华润置地(1109.HK)：购物中心收入破百亿，未来两三年仍是新建购物中心投入运营高峰期.....	25
3.3、新城控股(601155.SH)：填补三四线商业空白，吾悦广场步入百店时代.....	27
3.4、万科 A/万科企业(000002.SZ、2202.HK)：国内集中式长租公寓房源第一，物流资本运作可能性提升.....	29
3.5、旭辉控股集团(0884.HK)：规模进一步发力，坚持“轻重并举”.....	31
4、投资建议	32
4.1、万科 A/万科企业(000002.SZ、2202.HK)：当期住宅开发盈利承压，长期看好多元板块价值.....	33
4.2、保利发展(600048.SH)：增持彰显管理层发展信心，投资兼顾资源获取与利润保障.....	33
4.3、中国金茂(0817.HK)：全年结算大幅提升，金茂物业高端领先.....	34
5、风险分析	35
6、附录：重点公司盈利预测与估值表	36

图目录

图 1: 2021 年全国房地产行业重点调控措施	7
图 2: 2021 年重点城市楼市调控政策 (类型) 统计.....	7
图 3: 22 城首批土拍成交、中止、流拍宗数	8
图 4: 22 城首批土拍成交建面及金额	8
图 5: 22 城第一、二批集中供地土拍规则	9
图 6: 房地产贷款余额同比增速 (季度数据)	10
图 7: 新增房地产贷款占新增贷款比重.....	10
图 8: 居民/企业部门新增人民币贷款单月值	10
图 9: 居民/企业部门新增人民币贷款累计值	10
图 10: 居民部门新增短贷/长贷当月值	11
图 11: 居民部门新增短贷/长贷当月同比	11
图 12: 全国首、二套房贷平均利率 (%)	11
图 13: 房企境内债券单月发行/到期/净融资	12
图 14: 房企境内债券累计发行/到期/净融资	12
图 15: 内房境内债按类型拆分	12
图 16: 内房海外债券单月发行/到期/净融资	12
图 17: 房企单季境内发债、海外发债、境内到期、海外到期金额.....	13
图 18: 房地产集合信托单月成立规模及同比增速	13
图 19: 房地产集合信托累计成立规模及同比增速	13
图 20: 2021H1 中国房地产企业销售榜 Top40 (全口径金额排名) 三道红线达标情况统计.....	14
图 21: 2018-2021E 年我国购物中心实际及计划增量	17
图 22: 2020 年各月我国购物中心开业数量 (座)	17
图 23: 2017-2021E 年我国购物中心增量各城市线级占比.....	17
图 24: 2017-2021E 年我国购物中心增量项目体量区间占比	17
图 25: 近 10 年中国购物中心存量及增量表现.....	18
图 26: 近 10 年中国购物中心“增量/存量”指标	18
图 27: 中国主要物流地产商市场份额占比	21
图 28: 物流地产、办公楼、5 年期国债收益率比较.....	22
图 29: 物流地产占中国大宗物业成交比重攀升	22
图 30: 人均营业性通用仓库面积.....	22
图 31: 2020 年我国人均仓储面积与美国、日本对比.....	22
图 32: 龙湖商业资本回报率及借贷成本	23
图 33: 龙湖商业分线城市布局	23
图 34: 龙湖商业历年租金收入及出租率	24
图 35: 龙湖商业历年销售额及客流	24
图 36: 冠寓累计开业间数及出租率	24
图 37: 冠寓营业收入及同比	24
图 38: 龙湖冠寓城市能级分布	25
图 39: 龙湖冠寓区域分布.....	25

图 40: 华润置地商业地产总建面及营收	26
图 41: 华润置地购物中心数量及 GFA	26
图 42: 华润置地购物中心租金收入及同店增速	26
图 43: 华润置地购物中心月均销售额坪效及出租率	26
图 44: 华润置地购物中心公允价值	26
图 45: 华润置地购物中心回报率 EBITDA/Cost	26
图 46: 华润置地购物中心个数城市能级分布	27
图 47: 华润置地购物中心个数区域分布	27
图 48: 吾悦广场开业情况	28
图 49: 吾悦广场新开业广场/已开业广场数量 (个) 及占比	28
图 50: 吾悦广场租金收入情况	28
图 51: 吾悦广场月单位租金	28
图 52: 泊寓核心八城各租金段 (元/月) 产品分布情况	29
图 53: 泊寓核心八城开业规模市占率	29
图 54: 2015-2020 年万纬物流累计管理项目个数	30
图 55: 2017-2020 年万纬物流稳定期高标仓出租率	30
图 56: 万纬物流营业收入	31
图 57: 万纬物流营业收入拆分	31

表目录

表 1: 2021H1 40 家房企三条红线指标情况	15
表 2: 2021H1 各梯队房企平均三条红线指标情况	15
表 3: 各梯队房企总有息负债情况	16
表 4: 各梯队房企平均融资成本情况	16
表 5: 2021 年 22 城首批集中出让涉租赁地块成交情况	20
表 6: 旭辉瓏寓产品线	31
表 7: 万科 A/万科企业(000002.SZ、2202.HK)盈利预测与估值简表	33
表 8: 保利发展(600048.SH)盈利预测与估值简表	34
表 9: 中国金茂(0817.HK)盈利预测与估值简表	35
表 10: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	36

1、破而后立，后疫情时代楼市重拾正轨

1.1、政策总览：“房住不炒”主基调不变，央行“双维护”修复市场情绪

我们在 2018 年提出“千钧将一羽，轻重在平衡”，由于 R&D 基础研究耗时/新动能尚弱，短期内旧动能无法说去就去；同时资产泡沫和居民杠杆又限制了居民信贷大幅扩张的空间。我们认为“约束中求平衡，房住不炒是底线，因城施策防失速”的整体框架在当时可能会维持较长一段时间。（详见《2019：千钧将一羽——光大证券房地产行业 2019 年投资策略》）

聚焦 2021 年，上半年房地产金融政策维持连续性、一致性、稳定性，于“房住不炒”主基调下对经营贷、消费贷等进行全面排查，防范信贷资金违规流入楼市；对房地产企业的贷款集中度、“三道红线”财务指标严格监管。在双向收紧的背景下，房地产金融领域风险得到一定程度控制，但部分房企现金流紧张，面临较大财务压力。

9 月 27 日，央行货币政策委员会明确提出，要维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益。在需求侧及供给侧双紧背景下，“两维护”定调有助于缓解四季度行业流动性紧张情况，修复资本市场对房地产行业的过度悲观预期，利于后疫情时代楼市重拾正轨，推动优质房企市占率的进一步提升。

综合来看，当前金融监管政策围绕落实“稳地价、稳房价、稳预期”的房地产长效机制运行，虽对房地产企业经营状况造成一定压力，但财务指标的动态测评机制有效暴露部分房企潜在风险，倒逼激进房企由高速扩张转向保障现金流安全。

纵观行业整体金融风险并不显著，本轮调控周期下房企流动性危机属于个别企业被动暴露风险，稳健型房企有息负债仍有序扩张。供需角度来看，土拍规则优化下预期市场供给将边际回升；当前需求端仍具备较强韧性，央行“两维护”合理保障刚性购房权益，利于加速推进供需两端双平衡，进而促进房地产市场稳定发展。此外，保障性住房及 REITs 关注度提升，为行业孕育新机遇。

从房地产政策演变趋势来看，我们认为防范房地产市场金融风险机制将持续运作，房企金融监管及楼市价格调控将常态化。针对当前部分房企金融风险突出及局部城市刚性购房需求受阻等现象，预期后续政策将重点监管整治行业资金挪用乱象，边际缓和对居民“刚需和首套”房屋按揭贷款的支持。聚焦 2022 年，我们认为后疫情时代楼市将重拾正轨，“房住不炒主基调不变，因城施策防失速，加强住房保障体系建设”的整体框架可能会维持较长一段时间。

图 1：2021 年全国房地产行业重点调控措施

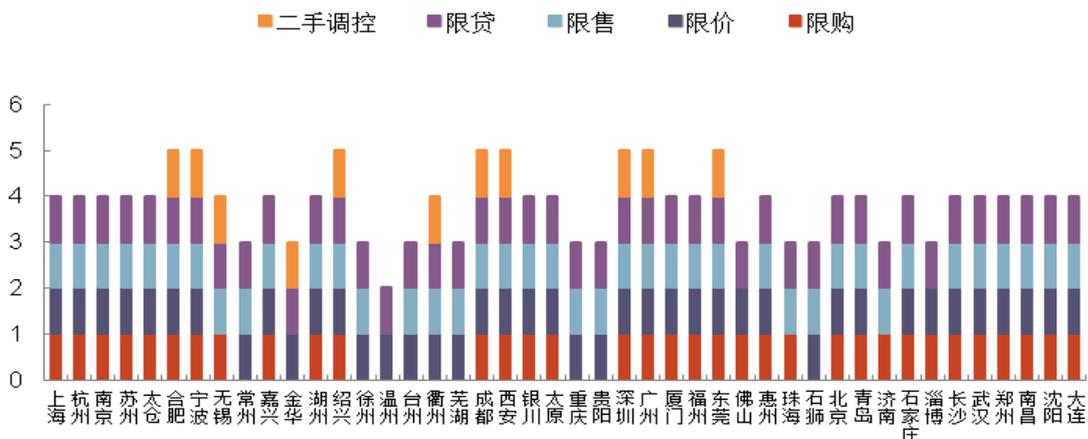


资料来源：根据证监会、住建部、发改委、国务院等文件整理，光大证券研究所

纵向来看，2021 年楼市调控于因城施策下呈现范围广、维度多、频次高等特征。2021 年春节后房企推盘节奏加快，市场供应增加，随后 2-4 月调控密集出台，5-6 月楼市指导政策趋于城市分化、供需双限，精细调控下进一步封堵政策漏洞。

具体来看，全国热点城市新房价格逐步收紧，其中上海、深圳严格限价，杭州、南京等二线城市仍保留一定弹性空间。同时，深圳、广州、东莞、成都、西安、宁波、无锡、合肥、三亚、绍兴、衢州、金华 12 城陆续发布二手房参考价机制，引导房价涨幅较大的热点区域理性交易，维稳房价预期。此外，7 月上海市房管局在已实施房源挂牌核验的基础上新增二手房价格信息核验机制；9 月，北京海淀区房地产经纪协会就价格涨幅大、成交量大的 29 个小区发布二手房交易指导价，供中介机构参考。

图 2：2021 年重点城市楼市调控政策（类型）统计



资料来源：根据各地政府文件等整理，光大证券研究所。注：数据截至 2021-9-30，或因统计口径不同出现偏差；纵坐标为调控类型个数，不等同于调控次数。

保障性住房及 REITs 关注度提升，“三稳”长效机制践行下边际改善孕育新生
2021 年中央针对保障性租赁住房建设力度加大，3 月“十四五”规划纲要提及加快完善长租房政策、扩大保障性租赁住房供给。同时，住房保障司司长曹金彪先生表示“新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的大城市，在“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到 30%以上”，各省市随之把租赁住房建设作为“十四五”规划的重要内容。5 月住房和城乡建设部及 7 月国务院常务会议聚焦新市民、青年人住房困难问题；7 月，国务院办公厅印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，引导多方参与，提升供需匹配度。

2021 年 6 月 21 日，我国首批 9 支基础设施 REITs 试点项目在沪、深两地交易所挂牌上市，国内公募 REITs 正式落地。首批 REITs 产品发售规模超 300 亿元，主要投向基础设施项目，包括仓储物流、收费公路、信息网络、产业园区等。2021 年 7 月 2 日，958 号文针对此前 2020 年 8 月公布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》以来的基础设施 REITs 试点实操经验进行扩充与完善，将公募 REITs 试点范围拓展至保障性租赁住房等基础设施领域，同时非试点范围删除“公寓、住宅”表述。

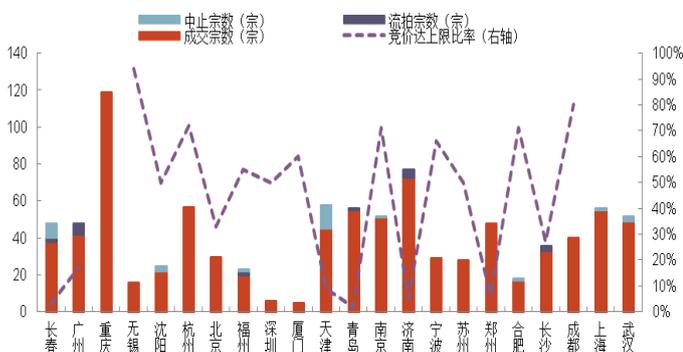
保障性住房及 REITs 试点的有序推进利于房企探索“地产+”赛道，在有限的资金条件下盘活更多存量资产、促进房地产市场健康发展；同时有助于重塑房地产及 REITs 二级市场估值，对整体房地产市场起正面导向作用。

2021H1 宅地“两集中”影响房企投资、推盘节奏，H2 多地竞价规则优化

当前，房地产行业增量开发规模逐步见顶，人口和资源向大都市圈聚集的趋势已较为明确。房企在生存和发展压力下，对热点城市优质土地资源的争夺格外激烈，部分房企出现“无视正常利润率，盲目抬价，无序竞争，高溢价拿地”的情况。优质土地资源的恶性竞争，对房地产行业平稳健康发展的伤害较大，影响了行业整体利润水平。受资本市场悲观情绪过度发酵影响，近期地产股遭到抛售，基金持仓降至较低水平，反过来影响龙头房企的发展积极性，间接影响了房地产行业朝着“利润合理化、管理精细化，产品优质化，施工绿色化”升级迭代的节奏。

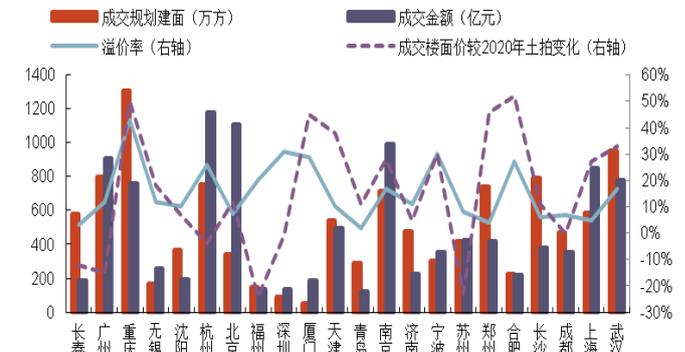
2021 上半年 22 城土拍热度内部分化加剧。受疫情、供地质量及“限价+限贷”等政策影响，部分城市如长春、天津等首轮土拍遇冷；反观深圳、杭州、厦门、重庆等城因人口强流入支撑购房需求，房企参拍热情高涨，土地成交平均溢价率均高于 25%，“封顶+竞配建”屡见不鲜。截至 6 月 29 日，22 城首轮集中供地合计成交住宅用地 878 宗，成交规划建筑面积 11126 万方，成交金额 10690 亿元，整体成交楼面均价约 9591 元/平，除福州、苏州等城外成交均价皆较 2020 年土拍有所提升（中指数据），首批集中供地未达稳地价预期。

图 3：22 城首批土拍成交、中止、流拍宗数



资料来源：中指数据库，光大证券研究所
注：或因统计口径不同出现偏差

图 4：22 城首批土拍成交建面及金额

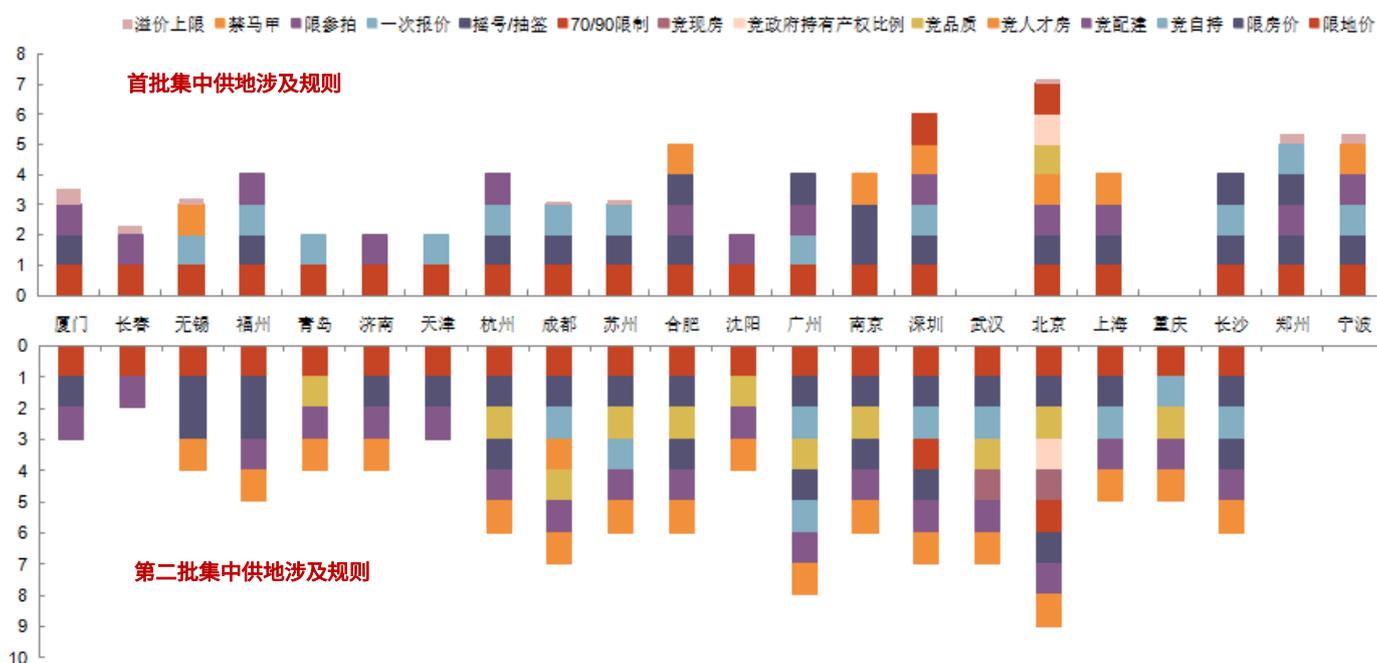


资料来源：中指数据库，光大证券研究所
注：或因统计口径不同出现偏差

下半年开始，部分地方政府优化了第二批集中出让地块的竞价规则，如设定地价上限、竞共有产权份额、竞品质、竞自持房屋比例、执行差异化税收信贷优惠政策、制定优先购房顺序等，遏制非理性拿地行为，坚决稳地价、稳房价、稳预期。近期全国土地市场降温明显，高信用民企及资金充裕央企国企为拿地主流。1-8月，全国土地购置面积 10733 万平方米，累计同比-10.2%；其中 8 月单月土地购置面积 1969 万平方米，单月同比-13.9%；9 月开启的二次集中供地的成交溢价率出现明显下降；9 月 24 日央行定调“双维护”后土拍边际回暖，当月 28 日深圳二次集中供地 22 块，收金 453 亿元（其中 18 块达到地价封顶）。

房企自 2020 年下半年以来拿地下行，同时今年土地市场供给节奏调整进一步向商品房销售市场传导“房住不炒”信号，房企信用无序扩张得以遏制。但利润压缩下房地产企业投资观望情绪上升，新开工面积持续走弱，长久来看热点城市供需失衡将愈发凸显。我们认为当前土拍规则的优化或一定程度提升房企利润空间，进而缓解流拍扩散带来的房地产开发投资下行风险，但未来短期内利好预期相对有限的背景下，自身造血能力及产品溢价才是房企立身根本。

图 5：22 城第一、二批集中供地土拍规则



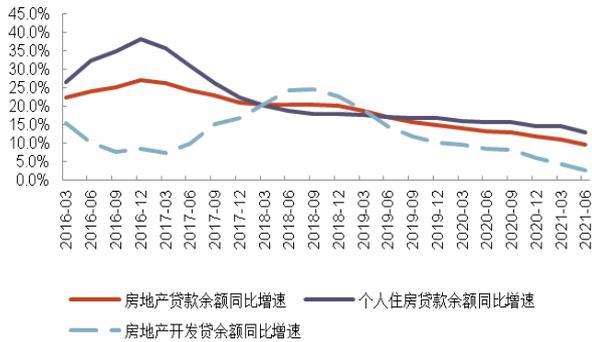
资料来源：中指研究院，光大证券研究所

注：数据截至 2021-9-20，或因统计口径不同出现偏差；郑州及宁波暂未挂盘；纵坐标为调控类型个数，不等同于调控次数。

1.2、需求侧流动性：边际宽松信号释放，8 月单月居民信贷现改善迹象

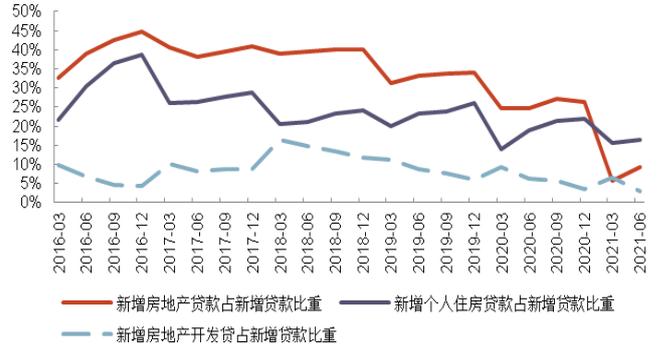
截至 2021 年 6 月末（季度数据），金融机构人民币各项贷款余额（185.5 万亿元）同比增速达 12.3%，同期房地产贷款总额（50.8 万亿元）增速降至 9.5%，低于总贷款增速。此外，新增房地产贷款、个人住房贷款及开发贷占新增贷款比重呈下滑趋势，6 月末分别录得 9%、16%及 3%。

图 6：房地产贷款余额同比增速（季度数据）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：新增房地产贷款占新增贷款比重

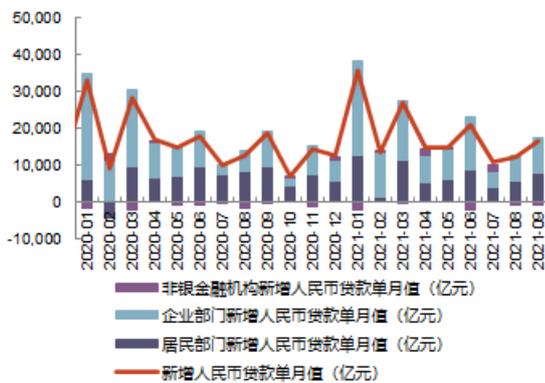


资料来源：Wind，光大证券研究所

7月9日，央行宣布从7月15日起普降存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元。7月降准提升银行整体可贷资金规模，已释放流动性边际宽松信号。我们在前期报告中提出“在落实房地产行业贷款集中度管理时，现有房地产贷款的占比将下降，利于商业银行完成央行的房地产贷款集中度管理指标，也利于在指标允许的范围内，继续对“刚需和首套”的房屋按揭贷款进行支持”。9月24日，货币政策委员会2021年第三季度例会召开，会议提出：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

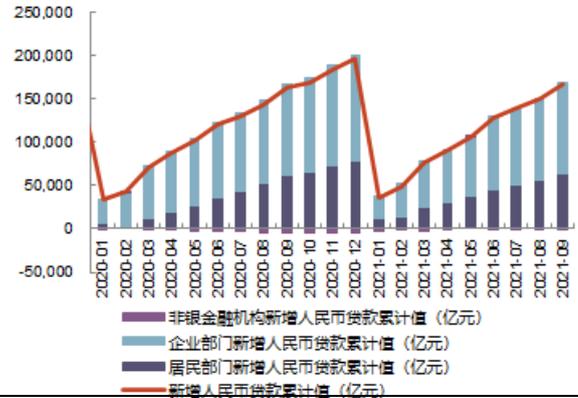
从月度数据来看，2021年1-9月，新增人民币贷款16.72万亿元，同比增长2.8%（2020年全年+16.8%）。其中居民部门累计新增6.35万亿，同比增长3.8%（2020年全年+5.9%），占比38.0%（2020年全年为40.1%）。具体拆分居民部门信贷数据，2021年1-9月，居民短贷累计新增16,300亿元，同比+6.5%；累计新增居民中长贷4.72万亿，同比+2.6%。9月单月新增居民短贷3,219亿元，同比少增175亿元（-5.2%），环比多增2,840亿元（+40.8%）；9月单月新增居民中长贷4,667亿元，同比少增1,695亿元（-26.6%），环比多增408亿元（+9.6%）。9月单月居民长短贷边际均现改善迹象。

图 8：居民/企业部门新增人民币贷款单月值



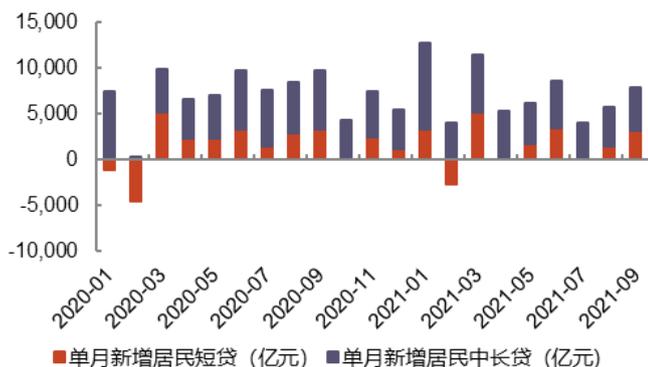
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：居民/企业部门新增人民币贷款累计值



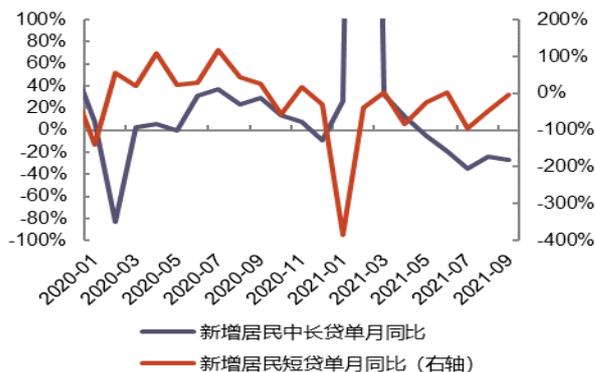
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10: 居民部门新增短贷/长贷当月值



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 11: 居民部门新增短贷/长贷当月同比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

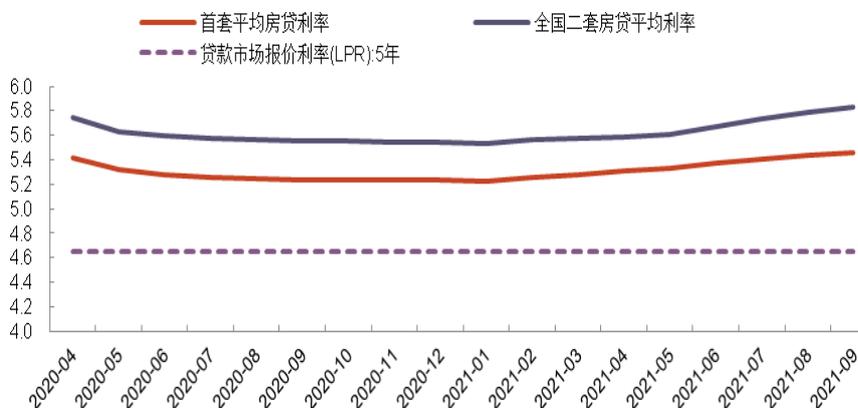
按揭利率: 房贷利率高位, 2-4 个月有望触顶回落

自 2020 年 4 月 20 日起 LPR 已连续 17 个月维持不变, 当前 1 年期 LPR 3.85%, 5 年期 LPR 4.65%。

根据融 360、cric 监测情况, LPR 虽维持不变, 但受购房贷款政策持续收紧影响, 房贷利率、放贷周期整体呈上升、拉长趋势。2021 年 9 月 (cric 数据), 全国首套房平均房贷利率 5.46%, 较 2020 年底上涨 23BP; 二套房贷款平均利率 5.83%, 较 2020 年底上涨 29BP; 部分热点地区房贷利率突破 6%。

信贷收紧一方面压缩投资客炒房空间, 引导资金向创新发展企业和新型产业经济体转移; 另一方面间接提高刚需购房者门槛, 影响合理购房需求, 同时对房企资金回笼造成冲击。结合当前央行货币政策委员会明确提出要保持流动性合理充裕, 增强信贷总量增长的稳定性, 展望后续, 我们预计房贷利率整体水平有望逐步见顶, 部分额度较紧的核心城市或就“刚需和首套”出现窗口指导。

图 12: 全国首、二套房贷平均利率 (%)



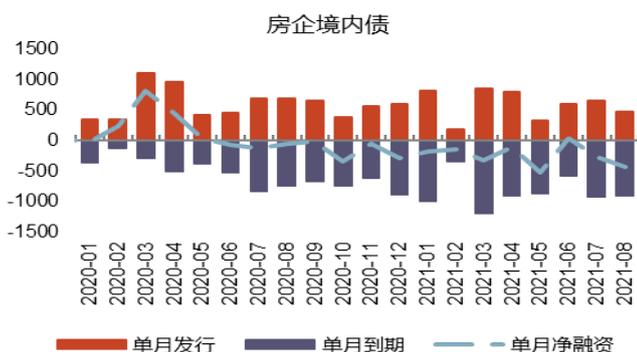
资料来源: 融 360, cric, 光大证券研究所

1.3、 供给侧流动性：传统融资渠道持续收紧，非标融资延续压降态势

境内外债券：传统融资渠道缩量明显，2021H2 债务到期规模收缩

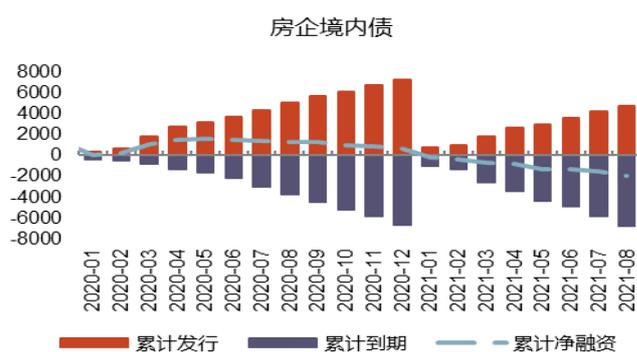
于“三道红线”及银行“两个上限”监管下，房企融资环境维持收紧态势。2021年1-8月，房企境内累计发债金额4726亿元，同比下降6.7%；计入到期金额后，1-8月房企境内债券累计净融资-1964亿元，对比去年同期累计净融资1320亿元缩量明显。

图 13：房企境内债券单月发行/到期/净融资



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

图 14：房企境内债券累计发行/到期/净融资

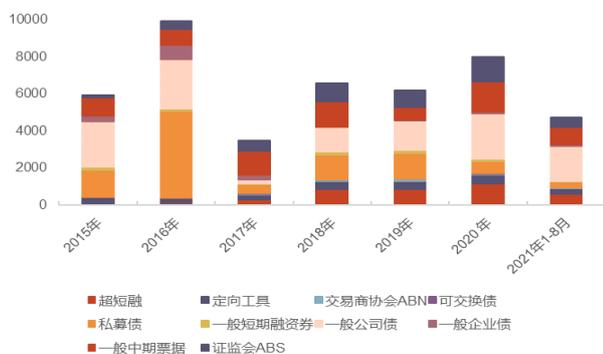


资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

从房企境内发债类型来看，2021年1-8月，公司债、中期票据、超短融、ABS规模居前，金额分别为1888亿元、968亿元、598亿元、512亿元；占比分别为40.0%、20.5%、12.6%、10.8%。

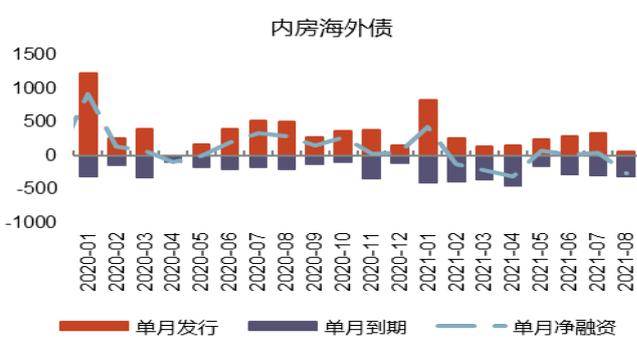
2021年1-8月，内房海外债累计发行2281亿元，同比下降34.2%；计入到期金额后，1-8月内房海外债累计净融资-365亿元，对比去年同期累计净融资1856亿元。

图 15：内房境内债按类型拆分



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

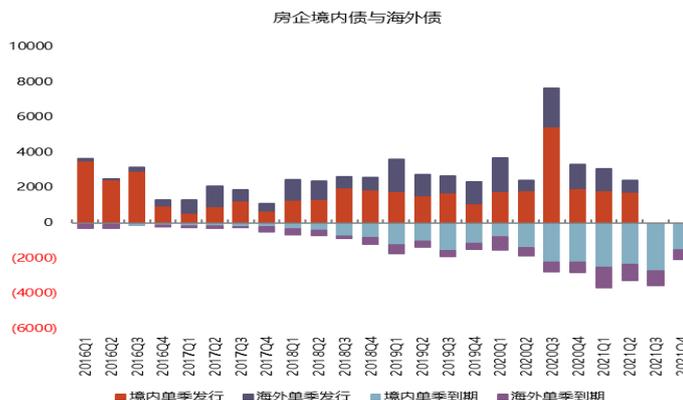
图 16：内房海外债券单月发行/到期/净融资



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

截止 2021 年 8 月，不计入回售影响，2021 年房企债券合计到期规模约 12504 亿元（2020 年为 8936 亿元），其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别到期 3671 亿元、3238 亿元、3540 亿元、2055 亿元。2021H2 房企境内外债务到期规模快速下降，一方面体现房企由融资驱动向经营驱动转变，另一方面受表内存量土储下降影响，市场整体供应能力边际走弱。

图 17：房企单季境内发债、海外发债、境内到期、海外到期金额



资料来源：Wind，光大证券研究所；单位：亿元

房地产信托：非标融资延续压降态势

用益信托网数据显示，2021 年 8 月房地产集合信托单月募集 285 亿元，同比下降 60.4%，环比下降 29.0%，占当月集合信托发行规模比重 26.3%（上月占比 28.8%）。2021 年 1-8 月，房地产集合信托累计成立 3868 亿元，同比下降 28.9%，占 1-8 月集合信托整体成立规模的比重 31.3%。

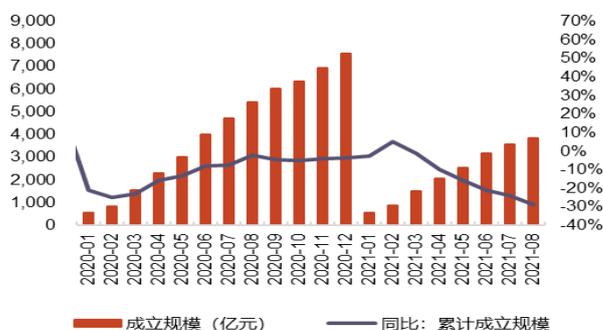
随着资管新规过渡期临近结束，信托业的业务转型已取得一定成效，融资类与通道业务继续压缩，房地产信托规模得到有力管控。截至 2021 年 2 季度末(季度数据)，投向房地产业的资金信托余额为 2.08 万亿元，同比下降 16.9%，环比下降 4.4%；房地产业信托占信托余额比重降至 13.0%，同比降低 1.2pct，环比降低 0.6 pct。

图 18：房地产集合信托单月成立规模及同比增速



资料来源：用益信托网，光大证券研究所；单位：亿元

图 19：房地产集合信托累计成立规模及同比增速



资料来源：用益信托网，光大证券研究所；单位：亿元

1.4、三道红线：稳健经营为房企重心，行业整体金融风险可控

以上半年销售排行榜 40 强房企（房企销售排名参考克而瑞 2021H1 销售榜单，且剔除未上市房企，详见图 20）来看，绿档、黄档、橙档、红档房企为 18 家、16 家、5 家、1 家；分别较年初新增 3 家、1 家、5 家及 0 家，整体财务状况进一步优化。

图 20：2021H1 中国房地产企业销售榜 Top40（全口径金额排名） 三道红线达标情况统计

2021H1中国房地产企业销售榜Top40（全口径金额排名） 三道红线达标情况统计															
排名	企业简称	剔除预收账款的资产负债率		净负债率		现金短债比（宽口径）		现金短债比（窄口径）		有息负债			融资成本		性质
		2021H1	环比	2021H1	环比	2021H1	环比	2021H1	环比	2021H1	同比	环比	2021H1	环比	
			PCT		PCT		PCT		PCT	亿元				BP	
1	碧桂园	78.5%	-2.0	49.7%	-5.9	1.9	19.7	0.5	1.4	3242.4	-5.2%	-0.7%	5.4%	-17.0	民企
2	中国恒大	81.0%	-2.4	99.8%	-53.1	0.4	-11.2	0.4	9.0	5717.8	-31.6%	-20.5%	9.0%	-47.0	民企
3	万科A	69.7%	-0.7	20.2%	2.1	2.2	-2.0	0.5	-17.5	2717.3	-1.4%	4.0%	4.3%	-	国企
4	融创中国	76.4%	-2.3	86.2%	-9.8	1.1	3.4	0.7	-19.9	3035.3	-5.2%	0.0%	-	-	民企
5	保利发展	66.2%	-2.5	58.6%	2.0	2.6	34.9	1.0	-3.6	3341.1	10.6%	12.6%	4.7%	-7.0	央企
6	中国海外发展	53.4%	0.1	28.7%	2.5	3.1	-83.8	2.4	-24.6	2284.5	9.5%	7.3%	3.6%	-20.0	央企
7	招商蛇口	57.3%	1.3	30.7%	2.9	1.7	22.5	0.9	-8.4	1650.8	12.2%	5.9%	4.6%	-10.0	央企
8	华润置地	60.9%	1.1	28.5%	-2.1	2.3	-19.4	1.1	-9.4	1367.0	-0.7%	-0.8%	3.9%	-20.0	央企
9	绿地控股	81.9%	-1.4	115.2%	-19.1	1.1	23.0	-0.1	-22.4	2817.3	-14.6%	-10.1%	5.6%	-3.0	国企
10	金地集团	69.4%	0.8	65.5%	9.4	1.3	-1.3	0.9	3.5	1231.0	19.9%	13.2%	4.7%	-9.0	国企
11	世茂集团	68.2%	-0.2	49.4%	0.1	1.7	0.4	1.3	-1.9	1645.1	16.5%	13.3%	5.6%	0.0	民企
12	龙湖集团	68.3%	1.4	46.0%	-0.4	5.5	125.7	2.8	57.3	1739.8	16.7%	16.5%	4.2%	-18.0	民企
13	绿城中国	72.6%	0.7	71.9%	-5.6	1.9	53.4	1.1	9.9	961.6	29.8%	10.0%	4.6%	-30.0	国企
14	旭辉控股集团	71.7%	-0.8	59.2%	-4.8	2.7	-5.7	1.7	-10.2	1107.5	5.2%	5.8%	5.1%	-30.0	民企
15	中国金茂	67.9%	1.4	47.2%	9.7	1.3	-50.6	0.8	-52.4	978.3	-0.8%	-1.9%	4.0%	-41.0	央企
16	新城控股	75.4%	1.6	52.9%	21.2	2.0	-78.5	0.5	-38.0	1063.0	35.1%	16.0%	6.6%	-12.0	民企
17	中南建设	77.4%	-1.3	94.9%	-2.3	1.0	-0.5	-0.1	-33.9	767.6	-1.8%	-3.9%	-	-	民企
18	金科股份	69.5%	0.1	73.7%	0.6	1.4	4.7	0.3	-20.1	950.0	-13.9%	-3.3%	-	-	民企
19	阳光城	78.2%	-0.4	89.1%	-2.1	1.3	-2.2	0.9	-21.0	953.2	-15.0%	-10.1%	7.5%	6.0	民企
20	中梁控股	79.3%	-0.5	56.1%	-9.7	1.2	11.1	0.4	-0.5	546.0	3.4%	0.9%	8.3%	-20.0	民企
21	建发国际集团	76.4%	8.2	108.7%	41.2	5.0	-340.6	1.6	-290.9	731.6	37.6%	37.5%	4.5%	-50.0	国企
22	龙光集团	69.0%	-0.8	47.3%	-6.1	3.5	141.4	2.3	70.0	738.9	12.5%	0.3%	5.4%	-20.0	民企
23	滨江集团	69.0%	-0.7	91.2%	7.7	1.6	-6.8	0.0	-22.5	461.1	20.2%	0.0%	4.9%	-30.0	民企
24	正荣地产	72.4%	-4.2	37.0%	-27.6	2.2	37.0	1.8	30.1	713.4	12.2%	6.0%	6.4%	-15.0	民企
25	融信中国	69.7%	-0.2	86.9%	4.1	0.8	-23.0	0.5	-21.7	719.6	4.4%	0.1%	6.5%	-3.0	民企
26	美的置业	76.1%	-1.5	58.2%	-21.0	2.2	68.7	1.0	47.0	571.2	1.8%	-2.6%	4.9%	-41.0	民企
27	佳兆业集团	69.9%	-0.2	92.3%	-5.4	1.8	4.2	1.3	0.2	1237.8	1.7%	1.9%	-	-	民企
28	雅居乐集团	68.6%	-3.6	45.0%	-16.0	1.2	9.1	1.0	8.6	979.0	-1.1%	0.1%	6.0%	-60.0	民企
29	中国铁建	72.2%	1.0	36.9%	29.0	1.2	-105.2	0.9	-75.7	2599.7	12.3%	20.6%	-	-	国企
30	中国奥园	78.9%	0.1	77.5%	-3.6	1.2	18.4	0.9	0.0	1113.1	8.0%	-3.1%	7.0%	-20.0	民企
31	富力地产	74.9%	-1.8	123.5%	-11.0	0.2	-13.3	0.3	-5.0	1451.4	-23.7%	-10.4%	7.7%	77.0	民企
32	华发股份	74.8%	-1.3	124.5%	-34.2	1.5	60.7	1.0	40.1	1421.9	32.2%	3.7%	5.9%	-28.0	国企
33	首开股份	73.8%	0.0	142.0%	-11.2	1.4	7.7	0.9	18.0	1417.9	5.8%	5.9%	-	-	国企
34	荣盛发展	70.8%	-3.0	66.5%	-13.7	1.0	-4.7	0.4	-10.8	649.8	-3.4%	-6.5%	7.8%	-2.0	民企
35	中骏集团控股	69.5%	0.9	77.9%	18.8	1.2	-10.5	0.8	-22.4	505.5	11.1%	8.6%	6.3%	-20.0	民企
36	合景泰富	71.8%	-3.3	54.1%	-7.6	1.8	20.4	1.3	16.5	807.9	-0.6%	3.8%	6.1%	-10.0	民企
37	宝龙地产	69.9%	-0.1	77.4%	7.0	1.1	-22.2	0.9	-11.3	714.0	20.5%	7.3%	6.4%	-1.0	民企
38	越秀地产	69.4%	0.2	49.8%	2.7	1.3	-41.2	1.2	-33.6	747.2	4.6%	10.1%	4.5%	-17.0	国企
39	时代中国控股	76.6%	-1.9	70.8%	5.5	1.9	7.7	1.5	16.3	557.5	-7.0%	-10.8%	7.0%	-40.0	民企
40	华侨城A	69.0%	-0.9	74.3%	-0.4	3.3	104.2	1.8	29.7	1385.8	-3.6%	-2.0%	4.4%	-10.0	央企

资料来源：wind，各房企年报，光大证券研究所

注：剔除预收账款的资产负债率=(总负债-预收款)/(总资产-预收款)；净负债率=(总有息负债-货币资金)/净资产；现金短债比(宽口径)=现金及现金等价物/短期有息债务；现金短债比(窄口径)=(货币资金-max(货币资金/3, 预收款*20%))/短期有息债务；房企排名参考克而瑞 2021H1 销售榜单，且剔除未上市房企；或因统计口径不同出现偏差。

从房企类型来看，40强房企中的25家民企中仅有9家位于绿档（占比36%），14家位于黄档，（占比56%），另外各有1家房企位于橙档及红档；分别较年初新进2家、1家、1家及0家。（央）国企方面，40强内央企均位于绿档；而绿档、黄档和橙档国企分别为3家、2家及4家，较年初共新进1家绿档国企和4家橙档国企。

截至2021H1，40家上市房企总有息负债规模达57641亿元人民币，同比下降1.68%，规模较期初基本持平。各梯队房企有息负债增速分化，其中TOP10房企受碧桂园、中国恒大、华润置地和绿地控股债务收缩影响，整体有息负债水平较去年同期下降8.69%至27405亿元。同时，TOP11-25房企有息负债增幅较大，由2020H1的12901亿元提升9.11%至2021H1的14077亿元，过往财务稳健房企如建发、龙湖、新城等皆有一定加杠杆空间。

此外，40家房企融资成本均值由2020年末的5.90%下滑22bp至2021H1的5.68%。具体来看，21家房企融资成本低于6%，12家房企融资成本位于6%-9%的区间。央企中海、保利、华润及金茂表现优异，同时民企中的龙湖、滨江、美的、旭辉等展现出较强融资优势。

我们认为三道红线虽对房地产企业经营状况施加一定压力，但财务指标的动态测评有效暴露部分房企风险，倒逼激进房企由高速扩张转向保障现金流安全（较难达标的“剔除预收款后的资产负债率”推动房企加速竣工回流资金）；而纵观行业整体金融风险并不显著，房企在投资方面愈发谨慎，稳健型房企有息负债仍有序扩张，且多数房企2021H1融资成本较2020年有所改善。

表 1：2021H1 40 家房企三条红线指标情况

2021 年中期 40 家房企三条红线指标情况				
指标	剔除预收款项的资产负债率	净负债率	现金短债比（宽口径）	现金短债比（窄口径）
40 家平均值	71.65%	69.13%	1.83	0.98
40 家中位数	71.27%	65.98%	1.58	0.90
绿档标准	≤70%	≤100%	≥1	≥1

资料来源：wind，光大证券研究所

注：40 家房企参考克而瑞 2021H1 销售榜单 40 强，且剔除未上市房企。

表 2：2021H1 各梯队房企平均三条红线指标情况

2021 年中期各梯队房企平均三条红线指标情况				
梯队	剔除预收款项的资产负债率	净负债率	短债比（宽口径）	现金短债比（窄口径）
TOP10	69.46%	58.31%	1.77	0.83
TOP11-25	72.35%	67.44%	2.20	1.06
TOP26-40	72.42%	78.04%	1.49	1.02
绿档标准	≤70%	≤100%	≥1	≥1

资料来源：wind，光大证券研究所

注：40 家房企参考克而瑞 2021H1 销售榜单 40 强，且剔除未上市房企。

表 3：各梯队房企总有息负债情况

各梯队房企总有息负债情况（单位：亿人民币）					
梯队	2021H1	2020A	2020H1	同比变化	环比变化
TOP10	27405	28356	30013	-8.69%	-3.36%
TOP11-25	14077	13284	12901	9.11%	5.97%
TOP26-40	16160	15736	15714	2.83%	2.69%
合计	57641	57376	58628	-1.68%	0.46%

资料来源：wind，光大证券研究所

注：40 家房企参考克而瑞 2021H1 销售榜单 40 强，且剔除未上市房企。

表 4：各梯队房企平均融资成本情况

各梯队房企平均融资成本情况			
梯队	2021H1	2020A	变化
TOP10	5.08%	5.35%	-27 bp
TOP11-25	5.66%	5.86%	-20 bp
TOP26-40	6.16%	6.30%	-14 bp
40 家平均	5.68%	5.90%	-22 bp

资料来源：wind，光大证券研究所

注：40 家房企参考克而瑞 2021H1 销售榜单 40 强，且剔除未上市房企。

2、晓喻新生，房企探寻多元化破局之路

伴随着房地产行业逐渐迈入存量时代，同时考虑到市场整体经济环境下行、房地产长效机制逐步落实，部分房企如万科、龙湖等将发展战略倾向存量不动产的发展和运营，与主业协同并贡献新增长极；同时部分本身具备多元化基因房企如保利发展（母公司保利集团）、华润置地（母公司华润集团）等以母公司多元赛道拓展“地产+”业务。

当前房企多元业务探索以“物业、商业、公寓”为主流，除开辟新赛道外，房企倾向于拆分成熟业务板块同时进行资本化操作。尽管房企多元化布局已成发展趋势，但新入局房企仍受规模、资金、团队等限制，利润释放仍需一定时间。

与市场“房企回归地产主业”观点不同，我们认为“做强主业”与“多元开花”并不冲突。不可否认第二曲线长周期培育下部分房企多元化业务拓展热情衰减，但商业、长租公寓等地产+行业仍具备较大市场空间，此外房企地产基因自带产业链上下游拓展优势，同时多元赛道为房企有效开拓业务、融资等渠道。在当前国内房地产行业增量开发规模逐步见顶的趋势下，预期先发布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间。

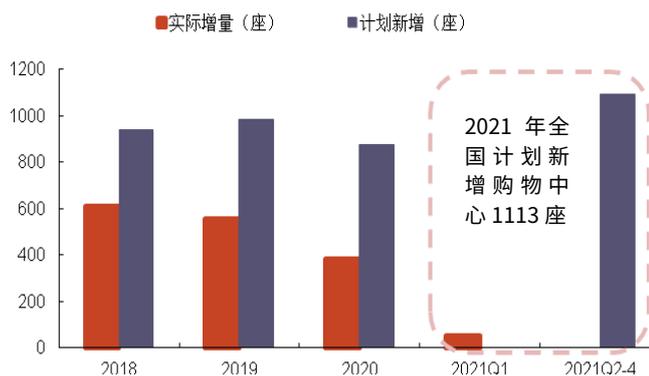
2.1、商业地产：规模仍有增量空间，探索轻资产模式

1) 疫情加速商业地产在轻资产运营模式上的探索

据赢商网数据，2020 年我国拟开业购物中心¹数为 874 座；实际开业 383 座，较 2019 年下滑 31.2%；对应实际开业体量 3489 万平，单位开业体量约 9.1 万平，同比提升 3.1%；开业率 43.8%。

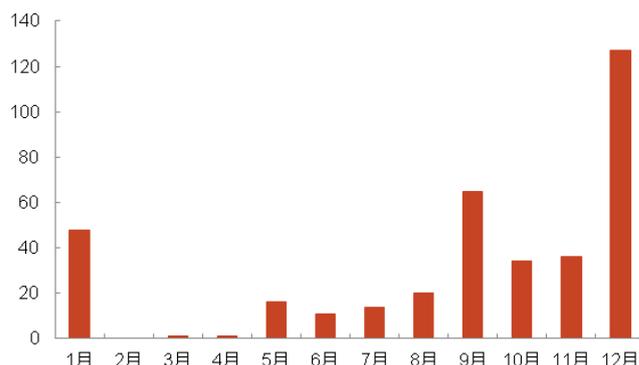
据赢商网数据，2021 年我国拟开业购物中心达 1113 座，同比+27.3%；开业数量大增主要因：1、2020 年部分项目延期开业；2、存量改造项目重新开业量逐年增加，进而提升拟开业总量。据赢商网不完全统计数据，2020 年存量改造项目约 37 个，为 2018 年存量改造项目近 2 倍。

图 21：2018-2021E 年我国购物中心实际及计划增量



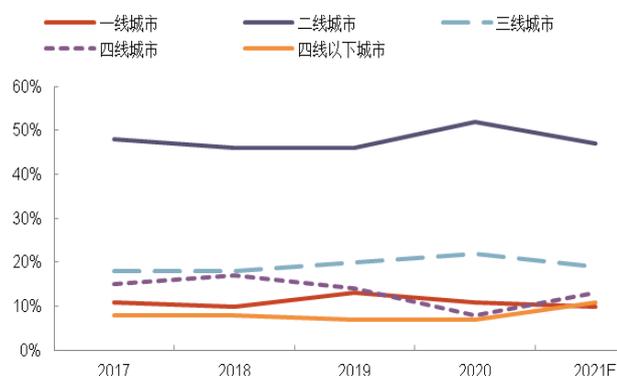
资料来源：赢商网，光大证券研究所
注：2021 年全国计划新增购物中心数量为赢商网预测值。

图 22：2020 年各月我国购物中心开业数量 (座)



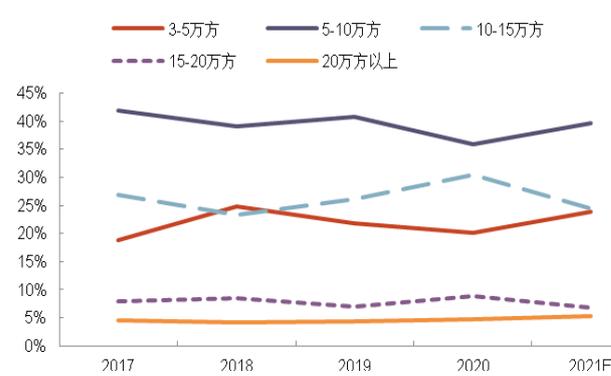
资料来源：赢商网，光大证券研究所

图 23：2017-2021E 年我国购物中心增量各城市线级占比



资料来源：赢商网，光大证券研究所。注：2021E 各城市线级占比为赢商网预测值。

图 24：2017-2021E 年我国购物中心增量项目体量区间占比



资料来源：赢商网，光大证券研究所。注：2021E 各体量区间占比为赢商网预测值。

项目体量来看：1、近五年 5-10 万平²中小型购物中心开业个数占比较高，在 40% 左右浮动。目前国内大多数商业品牌均有开发此类体量购物中心，一般对标区域商业或开放式街区，主打餐饮和生活休闲业态。2、10-15 万平城市级综合体及 3-5 万平社区型购物中心开业项目数次之，占比均 2 成以上且波动较大。3、此外，15 万平及以上购物中心因运营壁垒较高，历年开业占比约一成以上。

¹统计全国 367 个城市（不含港澳台）管辖行政区内商业建筑面积 3 万平及以上购物中心

² 单期商业项目体量

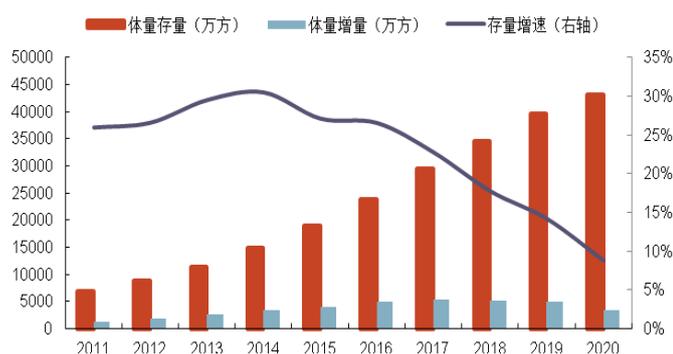
从管理模式来看，疫情加速商业地产在轻资产运营模式上的探索。2020年，多数商企开始尝试或加速获取轻资产项目，通过品牌输出扩张规模的同时保持现金流稳定；同时市场上诸多存量商业项目也希望通过引入优质商管公司进而提升竞争力。据赢商网数据(不完全统计结果)，截止到2020年9月底，29个涉及轻资产输出业务(总在管面积≥10万平)的商企在管轻资产项目合计287个(开业时间截至2023年)。

我国商业地产行业正从“产销模式”向“资管模式”转变，地产金融化趋势明显。2020年受三道红线等政策影响，主流商企多运用资产证券化作为重要融资拓展手段。行业竞争日趋激烈下，商企加速启动轻资产模式。同时我们注意到，部分商企或面临产品线金字塔问题，因自身项目配置要求较高而导致轻资产向下拓展的条件弹性较小。

2) 我国购物中心在填补县域商业空白及城镇存量改造上仍有一定增量空间

随着生活水平的不断提高，居民消费升级趋势近年显著加速，消费对我国经济的支撑作用也愈发明显，我们认为我国购物中心在填补县域商业空白及城镇存量改造上仍有较大增量空间。

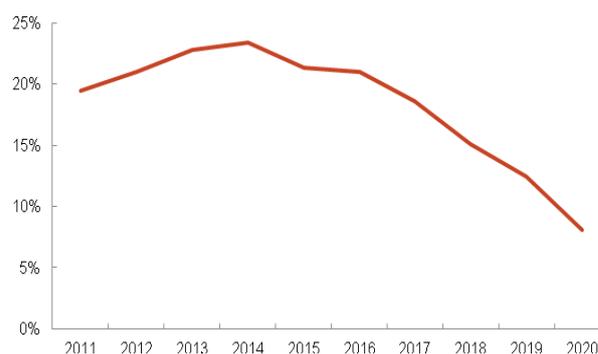
图 25：近 10 年中国购物中心存量及增量表现



资料来源：赢商网，光大证券研究所。

注：数据统计范围为体量 3 万平（含）以上的购物中心；数据统计时间为 2021 年 1 月 3 日，因数据更新，不同时间统计数量存在小幅差异。

图 26：近 10 年中国购物中心“增量/存量”指标



资料来源：赢商网，光大证券研究所。

注：数据统计范围为体量 3 万平（含）以上的购物中心；数据统计时间为 2021 年 1 月 3 日，因数据更新，不同时间统计数量存在小幅差异。

公式：全国购物中心商业面积=城镇人口峰值*人均商业面积

1、当前我国人均购物中心面积约=43046 万平/90199 万人=0.48 平/人

注：2020 年底我国存量商业租赁³面积 43046 万平（赢商网数据）。此外，根据光大证券研究所宏观团队预测，中性情景下，我国人口将于 2026 年达到峰值 14.19 亿人；同时参考十四五规划“2025 年，常住人口城镇化率目标提高到 65%”，推算我国城镇人口峰值约 92235 万人，较我国当前 90199 万城镇人口（2020，国家统计局数据）提升 2.3%。

2、预计我国购物中心商业面积饱和值可达：92235 万人*（1.4*40%）平/人=51651.6 万平，为当前存量的 1.2 倍

³统计全国 366 个城市（不含港澳台）管辖行政区内商业建筑面积 3 万平及以上购物中心

预计我国购物中心商业面积潜在增长空间为：51651.6 万平-43046 万平=8605.6 万平

预计我国购物中心数量潜在增长空间为：8605.6 万平/8.9 万平=967 个

注：参考海外主流国家人均商业面积（约在 1.2-1.7 平方米左右）⁴、结合我国人均可支配收入推测我国合理人均商业面积（净零售营业面积）范围应在 1.2-1.4 平/人区间⁵。参考美、澳及英国，假设成熟市场下，我国人均购物中心面积可达人均商业面积近 40%。此外，参考 2020 年底我国存量购物中心单位体量均值约 8.9 万平。

综上，通过人均商业面积法推测我国购物中心商业面积于中性情况下可达 51651.6 万平，对应购物中心潜在增量空间约 967 个。

2.2、长租公寓：迎政策“春风”，房企系长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势

1) 我国租赁房源供给缺口较大

从需求端来看：1.城镇化进程衍生大量流动人口，进而催生刚性租赁需求；2.热点城市高房价及限购限贷等政策衍生外溢需求；3.家庭结构变化间接增加租赁需求:如晚婚致置业年龄延迟因而延长个体租赁消费周期；人口单身化趋势加剧带来独居率提升等。**从供给端来看：**1.租赁房源供给缺口较大；2.部分区域租赁市场不规范，行政监管及立法存在滞后或缺位现象。

据链家数据，截至 2020 年末，我国租赁人口接近 2.3 亿人，住房租赁市场租金 GMV（Gross Merchandise Volume，年交易总额）超 1 万亿元；预期 2030 年，我国租赁人口或接近 3 亿人，租金 GMV 对标 4.6 万亿元。目前我国住房租赁市场租金 GMV 仅为美国（租赁人口超 1 亿人，租金 GMV 超 3 万亿元）三分之一。综合来看，基于人口规模及结构，可以预见我国租赁市场提升空间较大。

2) 目前我国租赁行业主要以市场化供应为主、政府为辅的供应结构，考虑到当前市场需求及消费升级倾向，我们认为房企系长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势：

1. 租赁用地供给显著增加，房企系持续发力住房租赁市场。当前我国政府多次提及大力发展租赁住房，保障性住房建设目标也随之列入各地“十四五”规划。从 2021 年 22 城首批土地集中出让成交情况来看，总涉租赁地块数量受“竞配建，竞自持”及纯租赁住房用地供给增加影响而大幅提升，达 247 宗；成交建面达 394.4 万平方米，预计将增加租赁住房 65735 套。当前半数百强房企已入局长租公寓，市场参与度不断提升。

2. 租赁需求及消费升级下，市场化租赁房源供应倾向品牌化、专业化。目前国内租赁物业供给仍为买方需求驱动为主，供给侧房源绝大部分来自个人业主，市场效率低下。而形成品牌效应的房企系长租公寓以集中式物业为主，相对规范化、专业化。

⁴人均商业面积是指一个国家或地区的零售面积的总和除以这个国家或地区的人口后所得出的数据。包括购物中心、百货、超市和街铺的全部面积。

⁵参考王玮商业地产研究“中外购物中心发展回顾和模式对比——在中国购物中心与连锁品牌发展峰会的发言”

表 5：2021 年 22 城首批集中出让涉租赁地块成交情况

城市	成交涉宅地块 (宗)	涉宅总成交建面 (万方)	涉租赁地块数量 (宗)	租赁建筑面积 (万方)	租赁建面占比
杭州	57	756.9	50	111.1	14.7%
成都	40	469.1	35	81.3	17.3%
上海	55	585.7	12	33.7	5.8%
合肥	17	272.3	12	31.6	11.6%
北京	30	345.0	13	22.6	6.5%
无锡	16	170.0	13	19.1	11.2%
青岛	56	294.1	23	16.9	5.8%
长沙	33	804.1	11	13.0	1.6%
南京	51	716.1	14	12.6	1.8%
广州	42	799.2	8	12.4	1.6%
宁波	29	302.6	18	12.4	4.1%
济南	66	408.6	16	10.4	2.6%
沈阳	22	364.7	11	9.0	2.5%
深圳	6	91.0	2	4.2	4.6%
福州	23	157.5	6	3.4	2.1%
长春	38	573.9	1	0.4	0.1%
天津	45	536.3	2	0.4	0.1%
重庆	46	695.0	0	0.0	0.0%
厦门	5	53.1	0	0.0	0.0%
苏州	28	442.2	0	0.0	0.0%
郑州	48	739.5	0	0.0	0.0%
武汉	49	953.6	-	-	-
合计	802	10530.3	247	394.4	-

资料来源：cric，光大证券研究所。注：数据截至 2021-6-29，或因统计口径不同出现偏差。

3) 针对长租公寓“融资成本高、税收负担重，盈利能力低”的行业痛点，我们认为：

1. 租赁市场趋于规范化，底层资产盈利能力提升。长租公寓爆雷后市场曾一度低迷，但随着行业监管政策升级及国企参与度提升，租赁市场逐渐驱逐“劣币”。此外，审批优化、税收优惠等政策的陆续出台为长租企业提供良好的生长土壤。疫后主流长租公寓在政策利好背景下凭借规模化效应及母公司支持得以提升盈利能力。以龙湖冠寓为例，上海开业半年以上的成熟冠寓于 2021H1 出租率达 90%以上，基本实现盈亏平衡。

2. 降税导向利于推动长租公寓健康发展。近日财政部、税务总局和住房城乡建设部发布《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》，就住房租赁企业增值税等进行减负。长租公寓企业税费负担降低的导向有利于租赁行业改善成本，进一步提升盈利空间。

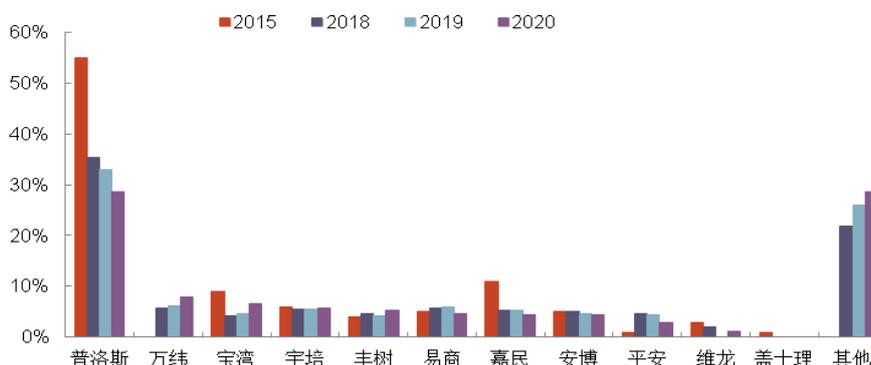
3. 后续融资大方向 REITs 的放开利于盘活存量资产，促进租赁住房规模化发展。当前我国租赁行业融资产品多以住房租赁专项债及资产证券化产品为主，且发行主体以头部企业居多，部分第三方租赁服务机构面临融资难、融资贵等问题；此外叠加疫情影响，中小型长租公寓资金链断裂风险加剧。反观长租公寓当前处于政策红利时期，供给需求错位下未来现金流可期，优质物业具备规模性、运营力和现金流三大特征，公募 REITs 的开放利于企业在有限的资金条件下盘活更多存量资产，促进租赁住房规模化发展，有效提升市场租赁物业供给量。

2.3、 物流地产：疫情下仓储物流缺口逐渐暴露，强者恒强格局或难以撼动

1) 受全球化浪潮、消费市场提质升级、电子商务稳步拓展等多重影响，我国物流地产市场蓬勃发展

一方面我国物流地产行业常年呈一超多强格局，近三年头部地产商如万纬、宇培、丰树等整合度逐年提升；另一方面国家队伍、物流商亦看好物流地产发展前景而加速布局，如 2020 年深国际、外高桥、乐歌市占率分别提升至 2.4%、1.3%及 1.2%。

图 27：中国主要物流地产商市场份额占比



资料来源：戴德梁行、中商产业研究院等，光大证券研究所

注：易商（又为 ESR），不排除各年份及各物流地产商市占率数据或因统计口径不同而出现较小偏差。

我国一线城市物流地产整体投资回报率较高

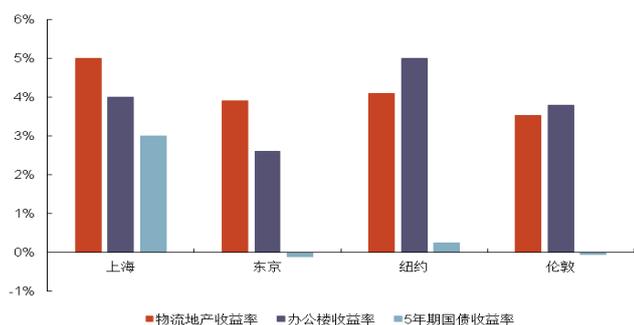
物流地产收入主要来源于资产租金（仓库、设备、房屋等租金及停车场收费、物业管理费）、服务管理费（信息服务及培训服务等）、土地增值、项目投资业务（投资项目增值、增资扩股及二级市场盈利等）及其他收入。此外，物流地产具备租户组合及租金收入相对稳定、土地价格较低等特点。

据仲量联行评估咨询服务部统计数据，国际主要城市物流地产投资收益表现普遍优于办公楼物业和 5 年期国债，进而吸引大量国家主权基金、养老基金以及保险资金等长期资本入局。

我国一线城市物流地产整体投资回报率（6%-8%⁶）也较购物中心（4%-6%）、长租公寓（2%-3%）等资产更高，并在疫情影响下展现出较强韧性及抗风险能力。以上海为例，过去五年（2016-2020 年）上海优质物流仓储市场租金年复合增长率达 5.8%；优质物流园区空置率仅 9.1%。

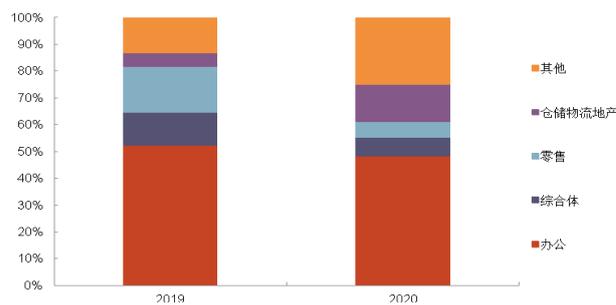
⁶ 世邦魏理仕数据

图 28：物流地产、办公楼、5 年期国债收益率比较



资料来源：仲量联行评估咨询服务部，光大证券研究所
注：数据截至 2020 年第三季度。

图 29：物流地产占中国大宗物业成交比重攀升



资料来源：仲量联行评估咨询服务部，光大证券研究所
注：数据截至 2020 年第三季度。

2) 相较于强劲市场需求，我国物流地产发展现状仍具备较大提升空间：

1.当前我国已具备一定规模的工业仓储用地与仓库设施，但物流地产结构性问题凸显，人均仓储面积尤其现代化仓储面积仍较海外发达国家有一定差距。

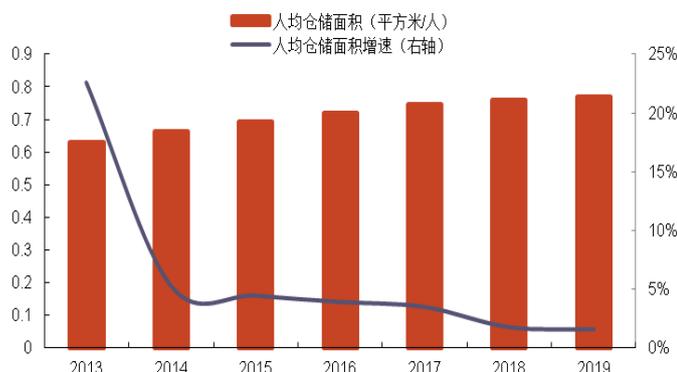
据中国仓储与配送协会、CBRE 世邦魏理仕等数据：

①2020 年末我国营业性仓储（常温）占地面积超 10.9 亿平方米，总量居世界第二；对应人均营业性通用仓库面积不到 1 平方米/人，与美国（5.4 平方米/人）、日本（4.0 平方米/人）等发达经济体相差较大。

②此外，消费变革浪潮及疫情催化的生鲜、医疗用品运输需求正加速传统仓库向现代化仓储设施（高标仓）及冷链物流、传统物流园区向智慧物流园区升级转型。截至 2020 年底，全国通用仓库中高标仓（高标准仓储物流设备）占比约 30%，不达 1 亿平方米；而据戴德梁行统计，2020 年中国高标仓需求缺口约 1 亿平方米左右。

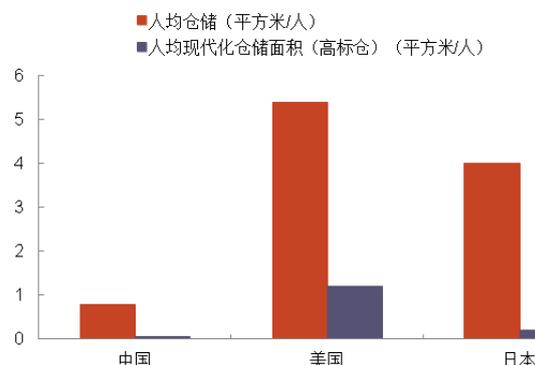
同时，我国冷链物流行业市场集中度偏低，行业内缺乏主导企业。2019 年我国冷库总量约 6053 万吨⁷，新增库容 814.5 万吨，同比增长 15.6%；冷链物流行业约有 1890 家企业，百强市占率仅为 16.2%，总营收为 549.7 亿元，面临散、小、杂特点。

图 30：人均营业性通用仓库面积



资料来源：中国仓储与配送协会，光大证券研究所
注：2020 年人均仓储面积精确数据未披露

图 31：2020 年我国人均仓储面积与美国、日本对比



资料来源：中国仓储与配送协会、CIA The World Factbook、CBRE 等，光大证券研究所
注：2020 年我国人均仓储面积为根据过往数据的推算值，或存在一定误差。

⁷ 2021 年中国冷链物流行业研究报告

2.先入局仓储物流企业享优质地块先发布局优势

①物流地产获地方式包括招拍挂（主要）、协议出让、划拨转让（一般为国有企业利用现有厂区改造为物流园区）等。而因仓储物流自身属性，其对地方税收及就业带动作用较小，因此地方政府在仓储物流用地供应上较为保守。一线城市来看，据《上海 2017-2035 年城市总体规划》及《北京 2016-2035 年城市总体规划》，预计上海、北京 2035 年产业用地（包括仓储物流用地）占城乡建设用地比例分别下降至 10%-15%及 20%以内。

②新入局企业不具备先发优势，优质地块稀缺；新增物流用地因附加条件较多（投资强度、税收贡献、容积率、土地使用年限等）面临开发成本上升风险。此外城市扩容改造下原有物流用地受拆迁影响加速缩减，土地置换时间成本较大；同时低标仓升级改造受限于规模面积及规划审批效率。

3、重点关注房企的多元化业务介绍

3.1、龙湖集团(0960.HK)：龙湖天街商业翘楚，冠寓长租盈利可期

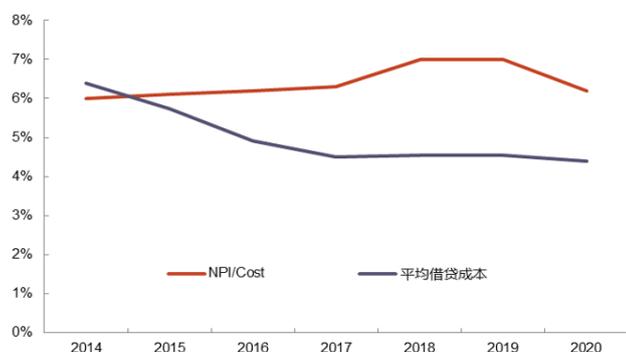
商业地产_龙湖天街

2011 年起龙湖开启全国化布局，2015 年前后每年开业项目约 3-5 个，近两年提速到每年开业 10 个项目左右。2020 年在疫情强烈冲击下，龙湖商业板块完成预定开业计划：新开商场 10 座，开业总建面 104 万平，年末整体出租率达 96.9%。截至 2021 年 6 月底，龙湖于全国开业商场数达 54 座，累计开业总建面 547 万平；业务布局全国 27 城，覆盖华西、华东、环渤海、华南、华中五大区域，在手项目突破百个。

从布局理念来看，龙湖商业板块坚持一二线网格化布局策略，除却大本营西南片区外极少布局城市核心商圈。主要原因为：1.顶级商圈培育成本较高，此外高端客群的稀缺性致核心城市顶端购物中心已相对饱和；2.于国内一二线城市人口不断外溢、新城区逐渐崛起的背景下，龙湖项目选址多为核心城市中重要轨道交通节点（TOD 模式），通过依托公共交通进行网格化布局，对标刚需高频人群。

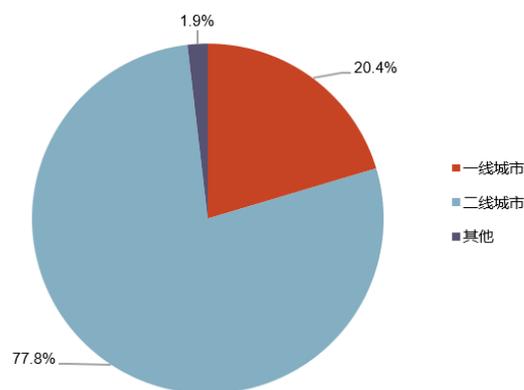
截至 2021 年 6 月底，龙湖已进入 27 个有地铁规划批准的城市（总计 44 个），并于其中 14 城开业。此外，近两年龙湖先后开发出成都一环内首个双地铁 TOD 项目——成都上城天街及全国首个商圈高铁 TOD 项目——重庆金沙天街。

图 32：龙湖商业资本回报率及借贷成本



资料来源：公司官网，CRIC，光大证券研究所

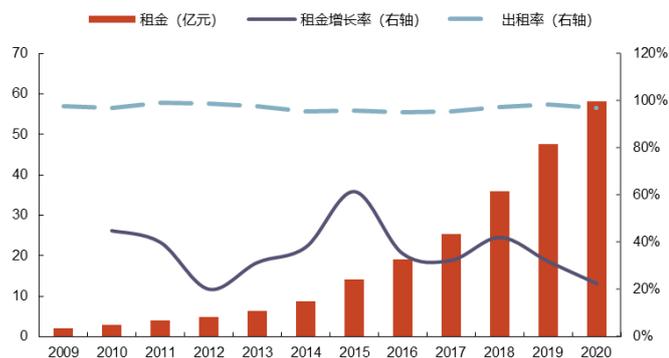
图 33：龙湖商业分线城市布局



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

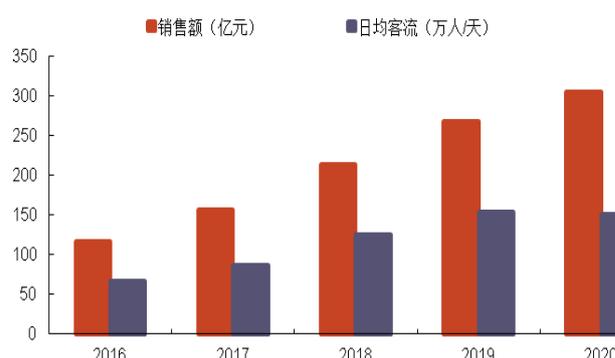
从运营数据来看，龙湖各商场出租率常年保持于 95%以上。同时，龙湖商业业绩目标为每年租金增长 30%，2009-2020 年龙湖商业租金 CAGR 达 36%，符合公司预期。纵向来看，剔除疫情影响，龙湖商业板块仅 2012 年租金增长率低于 30%目标值（录得 20.5%增长），主要因当年仅新开业 1 家商场。2015 年，北京长楹天街项目的成功运营（通过配置全北京购物中心中最大的餐饮区域吸引客流）再度推高租金增长率，当年长楹天街对总租金收入贡献度达 12.6%。2015 年后，龙湖加快扩张节奏，新开业项目一定程度上稀释租金增长率。因疫情影响，龙湖于 2020 年 1 月 25 日至 3 月 31 日期间对所有商户实行租金费用（含物管费、推广费）减半政策，因而影响租金增幅。

图 34：龙湖商业历年租金收入及出租率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 35：龙湖商业历年销售额及客流



资料来源：公司年报，光大证券研究所

长租公寓_冠寓

2016 年龙湖集团开始涉足租赁住房业务；2017 年，作为业内首个将长租公寓提升到战略级板块的公司，龙湖实现冠寓首个公寓项目落地，同年完成一线城市全覆盖。2020 年冠寓完成布局 30+ 城，开业公寓数达 9 万间，实现年租金收入 18.1 亿元，同比+55%，4 年 CAGR 达 221%。此外，龙湖集团首席执行官邵明晓先生表示 2021 年冠寓实现盈利可期，营收预期约 25 亿元，开业间数预期 11 万间。

图 36：冠寓累计开业间数及出租率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

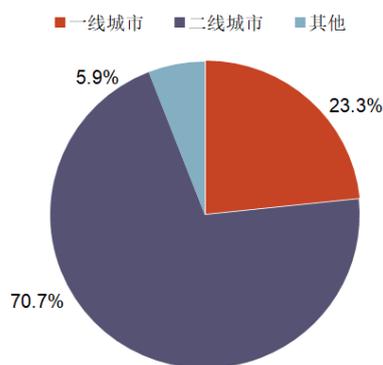
图 37：冠寓营业收入及同比



资料来源：公司年报，光大证券研究所

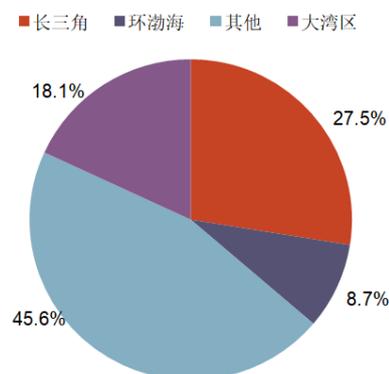
从开业项目个数的城市能级分布来看，冠寓主要布局于全国一二线城市，占比分别达 23.3%及 70.7%；从区域分别来看，冠寓于全国各区域布局较为均衡，其中长三角项目个数占比达 27.5%，抗风险能力较强。产品线来看，冠寓包括“核桃（服务式公寓）、松果（青年社区）及豆豆（蓝领公寓）”三大系列，对标各细分市场。

图 38：龙湖冠寓城市能级分布



资料来源：公司冠寓 app，光大证券研究所。数据截至 2021-08-01。

图 39：龙湖冠寓区域分布



资料来源：公司冠寓 app，光大证券研究所。数据截至 2021-08-01。

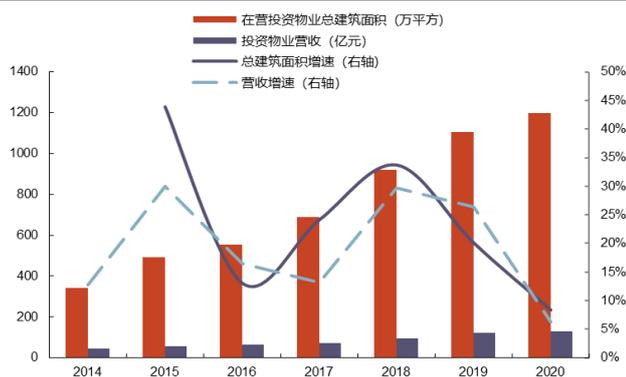
3.2、 华润置地(1109.HK)：购物中心收入破百亿，未来两三年仍是新建购物中心投入运营高峰期

商业地产_万象城

1994 年，华润入股华远后开始接触商业地产开发。2004 年，深圳万象城的开业奠定了华润置地在商业地产领域的领先地位。2005 年，华润置地启动建设深圳君悦，入局酒店业务。2017 年，华润置地将其旗下商业地产事业部调整为一级组织部门，自此商业地产发展与住宅开发两大业务平行发展。2020 年，华润分拆商业运营和物业管理业务，成立华润万象生活有限公司，并在香港联合交易所主板挂牌上市。

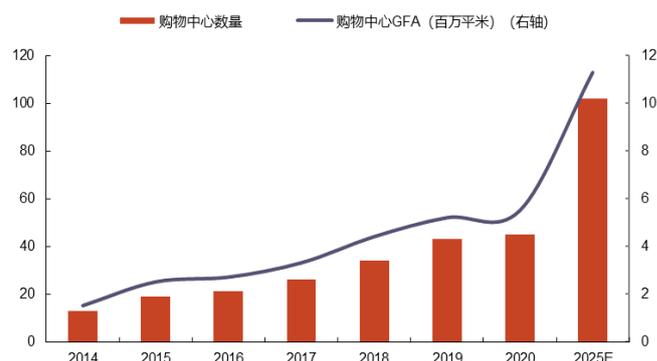
截至 2020 年末，包括购物中心、大厦、写字楼、酒店等在内，华润商业地产共实现租金收入 127.8 亿元，在营商业地产总建面 1198 万平方米。公司旗下在营购物中心 65 座，以自营自建可提供长期稳定现金流的重资产项目为主（轻重比约 3：7）。公司商业自持项目合计 45 座，对应总建面约 550 万平方米。据华润购物中心开业计划，预计 2025 年在营自持购物中心将达 102 座，总面积达 1130 万平方米。

图 40: 华润置地商业地产总建面及营收



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 41: 华润置地购物中心数量及 GFA



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2020 年华润商业板块 45 个核心购物中心租金收入同比增长 7.5% 至 100 亿元, 4 年 CAGR 达 25.0%, 成为除万达外, 第二家购物中心租金收入破百亿的内地房企。当前疫情影响逐渐淡化, 叠加储备项目加速投入运营, 预计短期内华润购物中心租金仍有较大增长空间。

据公司业绩报, 华润购物中心 (含在建) 公允价值呈稳健增长态势, 2020 年达 1365 亿元, 同比增长 21.5%, 4 年 CAGR 近 17.6%。此外, 华润 EBITDA/cost 自 2017 年后维持正增长, 反映出较强的投资管理能力。

图 42: 华润置地购物中心租金收入及同店增速



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 43: 华润置地购物中心月均销售额坪效及出租率



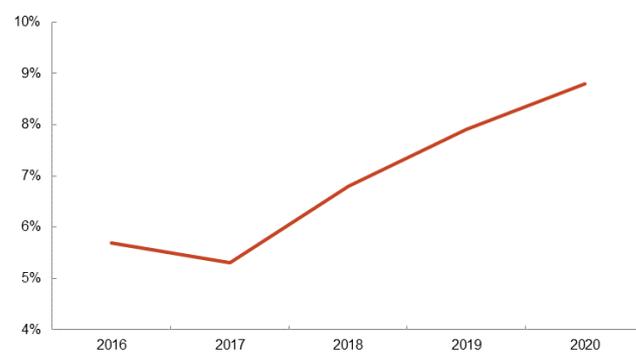
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 44: 华润置地购物中心公允价值



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

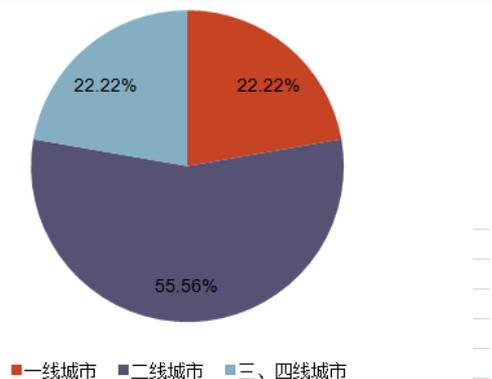
图 45: 华润置地购物中心回报率 EBITDA/Cost



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

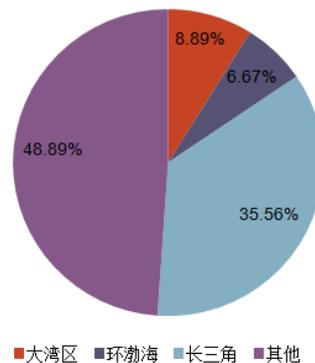
从城市能级分布来看，华润在营购物中心主要布局于全国一二线城市，占比分别达 22.2%及 55.6%，租金增长和资产升值空间较高；从区域分布来看，在营购物中心全国各区域布局较为均衡，其中长三角地区项目个数占比达 35.6%，抗风险能力较强。

图 46：华润置地购物中心个数城市能级分布



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

图 47：华润置地购物中心个数区域分布



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

3.3、新城控股(601155.SH)：填补三四线商业空白，吾悦广场步入百店时代

商业地产_吾悦广场

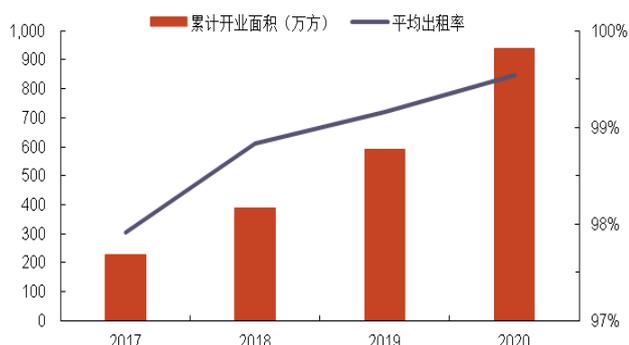
2008 年新城以“新城上街项目”入局商业地产开发领域。2012 年，首家吾悦广场于常州开业，宣告“吾悦”品牌的正式诞生。2015 年，新城公布住宅地产与商业地产双轮驱动战略，商业地产地位得以进一步提升。此后，公司坚持“1+3”⁸全国化战略布局，不断赋能商业综合体品牌，实现租金收入与覆盖城市数量的跨越式发展。2020 年，第一百家居悦广场在温州开业，“吾悦”品牌自此进入百店时代。2021 年，新城公告称正筹划将境外控股子公司间接持有的 9 个商业物业作为底层资产于新加坡设立 REITs 上市。

自 2017 年以来，新城新开业广场/已开业广场数量占比维持在 30%以上，扩张动能强劲；2020 年公司新开吾悦广场达 38 座。截至 2020 年末，公司持有已开业吾悦广场 93 座，管理输出吾悦广场 2 座（此外，新签约但未纳入业绩 5 座）；开业、在建及拟建吾悦广场已进驻全国 118 个城市，总数量达 156 座。

2020 年，公司将发展轻资产商业项目作为集团战略的重要组成部分，并推行轻重并举的发展战略。2021 年公司加快推进轻资产规模化进程，预计新开业吾悦广场数量 30 座，计划新开工商业综合体项目面积 884.14 万平，其中轻资产项目占比预期超 50%。

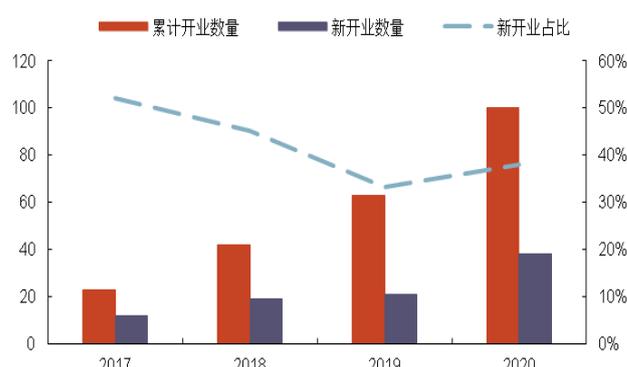
⁸ 以长三角区域为“1”，环渤海、中西部及珠三角区域为“3”

图 48: 吾悦广场开业情况



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 49: 吾悦广场新开业广场/已开业广场数量 (个) 及占比



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

从城市能级分布来看, 截至 2020 年底, 吾悦广场于一线、二线、三线及三线以下城市开业项目分别为 1 个、36 个、39 个及 29 个; 录得租金分别为 0.9、22.9、20.5 及 8.8 亿元。公司精准布局三四线城市及一二线城市副中心区位, 以向低能级城市下沉发展思路填补区域性购物中心空缺。

公司兼顾商业地产规模扩张及运营效益的提升。2020 年吾悦广场销售总额达 319 亿元, 同比增长 20%; 客流总量达 6.55 亿人次, 同比增长 13%。公司购物中心出租率也实现稳步提升, 在 2020 年度已披露的 96 座吾悦广场中, 78 座实现满铺运营, 平均出租率达 99.5%, 招商及运营实力突出。

公司租管费近年增速表现优异, 疫情不改上升趋势; 租金收入由 2017 年的 10.2 亿元上升至 2020 年的 56.7 亿元, 三年复合增长率约 77.14%。2020H1 受疫情影响, 公司暂缓吾悦广场开业步伐, 并对旗下自营吾悦广场商户实施为期 67 天的租金减半政策。得益于下半年疫情形势好转, 公司吾悦广场项目进入密集开业期, 9-12 月共开业项目 32 个, 拉动全年租金实现 39% 的增长。

图 50: 吾悦广场租金收入情况



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 51: 吾悦广场月单位租金



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

3.4、 万科 A/万科企业(000002.SZ、 2202.HK): 国内集中式长租公寓房源第一， 物流资本运作可能性提升

长租公寓_泊寓

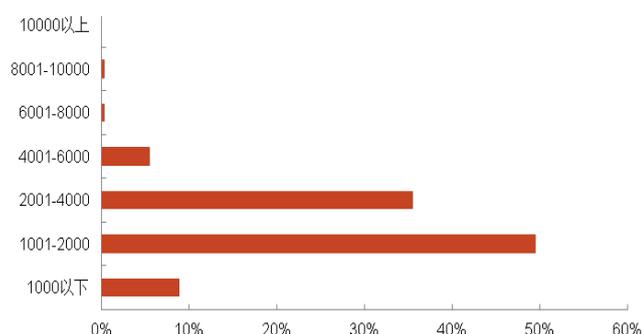
万科为中国最早进入租赁住房市场的房地产开发商，其第一个租赁物业也是国内第一个中低收入家庭宜居租赁住宅示范项目“万汇楼”于 2008 年开业。2014 年后万科大规模推广租赁住房自有品牌“泊寓”；2018 年，万科将租赁住房业务作为集团核心主航道业务之一，战略定位进一步提升；2019 年，万科成立独立事业部，租赁住房板块自此在架构上平行于新房事业部，拥有较高自主决策权。

除长租公寓品牌“泊寓”外，万科还将招拍挂获取项目的自持部分通过轻资产与中资产模式辅助运营。如，万科与项目持有方或经营方签订房屋租赁合同，泊寓负责项目装修改革与运营。

2020 年万科在深圳、天津、北京、珠海、济南、西安、成都、厦门、广州等 9 城新开业 3.3 万间长租公寓。截至 2020 年底，万科完成全国 33 城布局，聚焦深圳、北京、广州等核心城市；运营管理长租公寓达 18.4 万间，累计开业 14.2 万间，为国内集中式长租公寓管理房源第一；已开业项目整体出租率超 95%；当期长租公寓板块实现营业收入 25.40 亿元，同比增长 72.33%。

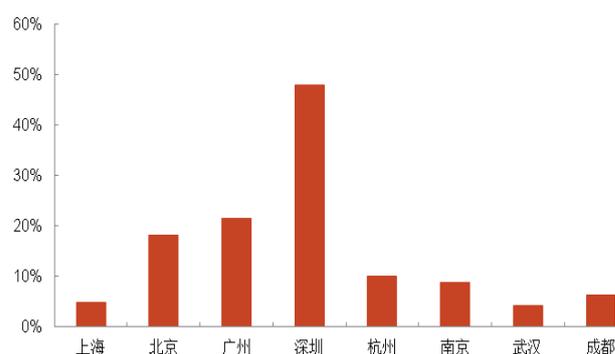
据克而瑞数据，2020 年万科泊寓于八大布局核心城市呈以下特点：1.产品租金以 1000-2000 元/月的价格段占比最高，达 49.8%。租金较低主要因泊寓对标年轻客群，产品结构以中端为主；叠加深圳城中村项目较多，拉低平均租金。2. 核心布局城市的市占率较高，其中深圳市场份额超 67%，具备一定规模效应。

图 52：泊寓核心八城各租金段（元/月）产品分布情况



资料来源：CRIC 城市租售系统，光大证券研究所。数据截至 2020-12-31。

图 53：泊寓核心八城开业规模市占率



资料来源：CRIC 城市租售系统，光大证券研究所。数据截至 2020-12-31。

物流地产_万纬物流

万科为较早涉足物流地产领域的房企之一，2015 年万科正式推出万纬物流，近六年来公司加速扩张，已发展为物流地产行业本土龙头企业。

纵向来看，2017年7月，万科出资168亿元参与收购新加坡物流巨头普洛斯，占股21.4%（此外，厚朴投资占股21.3%、高瓴资本占股21.2%、中银集团投资有限公司占股15%、普洛斯管理层占股21.2%）。同年7月，万科成立万纬冷链平台，并于次年收购英国太古集团在中国的7座冷库资产，进一步完善一线城市及内陆核心港口城市仓储布局。

2020年，万纬物流与新加坡政府投资公司（GIC）签署合作协议，共同成立中外合资公司作为投资平台。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资本市场认可。

2021年4月3日，万科发布公告称拟将万科物流发展有限公司63.2亿元的股东借款转为其股权出资；增资完成后，万科物流注册资本由181亿元增加至244.2亿元。同年9月15日，万科物流发生股东变更，引入5位新投资人；增资完成后，万科物流注册资本由244.2亿元提升至359.68亿元，万科持股比例由100%下降至75%。万科陆续通过债转股、拓展战略合作、引入新投资人等方式，加强物流板块竞争力，或有进一步谋求万科物流资本运作的可能性。

万纬物流聚焦高标仓及冷链物流两大核心业务。2018年7月，万纬并购太古旗下冷链物流资产包，包括位于上海、广州、南京、成都、厦门、廊坊、宁波在内的7座冷库资产。并购完成后，万纬冷链为中国规模最大的冷链物流综合服务商，全国在建及运营冷链项目达25个。

2021年上半年万纬物流新开业仓储98万平方米，累计开业项目建筑面积达797万平方米，其中高标库开业756万平方米，稳定期出租率约94%；冷库开业41万平方米，稳定期使用率约68%。

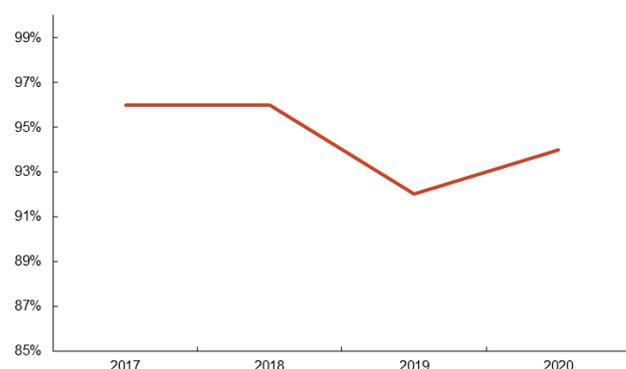
截至2021H1，万纬物流于44城累计管理148个项目，可租赁建筑面积达1149万平方米。其中，高标库126个，可租赁建筑面积1056万平方米；冷库22个，可租赁建筑面积93万平方米。

图 54：2015-2020 年万纬物流累计管理项目个数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 55：2017-2020 年万纬物流稳定期高标仓出租率



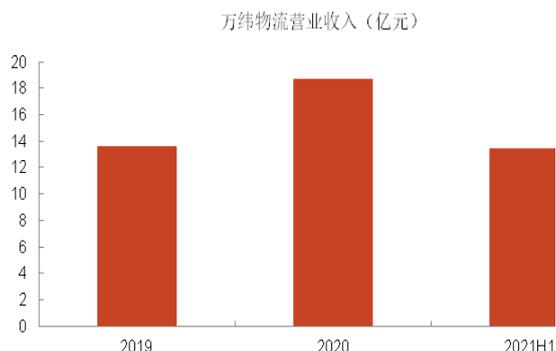
资料来源：戴德梁行，光大证券研究所
备注：按已建仓储面积占比计算，数据截至2020年末。

疫情防控要求下，社会及消费者对于食品安全的重视度有所提升，生鲜新零售的加速涌现及餐饮消费的恢复推动冷链市场需求持续释放。2020年万纬物流管理项目（含非并表项目）实现营业收入18.7亿元，同比增长37%。其中高标库营

业收入约 12.9 亿元，同比增长 29%；冷库营业收入 5.8 亿元，同比增长 60%。营收高增下万纬物流市占率也由 2018 年的 5.7% 提升至 2020 年的 8%。

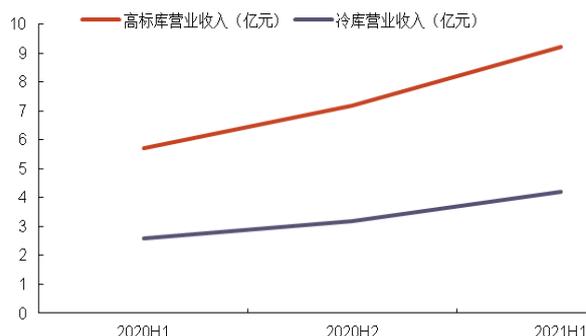
2021 年 H1，万纬物流营收增速持续向好，管理项目（含非并表项目）实现营业收入 13.4 亿元，同比增长 64%；其中高标库营业收入 9.2 亿元，冷库营业收入 4.2 亿元。

图 56：万纬物流营业收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 57：万纬物流营业收入拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所
注：2020H2 为当期数据，不包含 2020H1 营收

3.5、旭辉控股集团(0884.HK)：规模进一步发力，坚持“轻重并举”

长租公寓_瓓寓

旭辉瓓寓成立于 2016 年 7 月，次年首批公寓示范区亮相。2018 年旭辉涉足资管模式，成功发行国内民企首单长租公寓储架式权益类 REITs。上述瓓寓类 REITs 储架注册规模 30 亿，底标项目为已实现经营现金流入的上海浦江国际博乐诗服务公寓及上海浦江国际柚米国际社区；首期发行规模 2.5 亿元，为 3+2 年期，利率 6.5%；投资人面向招商银行、中信银行、建信养老保险。

瓓寓在创立伊始根据租房场景细分目标客群，设置“菁社”“柚米社区”和“博乐诗”三大产品线。其中，“柚米社区”主打独栋式集中租赁公寓，“菁社”针对追求性价比的青年客群，“博乐诗”对标中高端改善客群。

表 6：旭辉瓓寓产品线

产品名称	博乐诗服务公寓	柚米国际社区	菁社青年公寓
产品定位	长短租结合的酒店式公寓	白领公寓	蓝领公寓/共享宿舍
产品特点	品质套间+商务公共空间	舒适套房+多功能公共社交空间	共享房型+多功能公共社交空间
城市选择	一线城市为主以及二线核心城市	一线城市为主以及二线核心城市	一线城市为主以及二线核心城市
位置选择	核心城市核心地段国家级工业园区	轨道交通 1km 周边和园区	轨道交通 1km 周边和园区+高校周边
客群描述	对居住和服务有高品质要求的外企高管和商务白领	有一定经济能力但尚无购房能力，看中环境、社交等附加功能的企业白领	支付能力一般，对租房安全、便捷性价比要求的社会新人

客群定位	高端商旅+异地赴任企业管理者+专业精英	职场白领+新兴自由职业者+独立创业者	毕业生+职场小白+服务业人员
租金区间（梯度）	6000-15000 元/月	2000-6000 元/月	500-2000 元/月
未来品牌占比	10%	70%	20%

资料来源：公司官网，光大证券研究所。

截至 2020 年底，旭辉瓴寓已布局近 20 座城市，已拓房源超 74400 间，开业房源 28730 间。从分布来看，瓴寓柚米寓产品线主要集中于上海、杭州及成都地区；博乐诗开业项目个数较少，已入驻上海、杭州、苏州、天津及郑州；菁社青年公寓目前仅于深圳布局。

瓴寓自 2019 年实施“轻重结合、委托+自持双轮驱动”战略，并将重点由单一楼栋式集中租赁转为综合型租赁社区（千套房源）业务。2020 年 9 月开业的上海浦江华侨城柚米社区为瓴寓转型后首个成功落地项目，该社区占地总面积超 6.3 万平，总房源体量超 1800 套，其中旭辉自持公寓楼 5 栋，出租率超 92%。

此外，2021 年瓴寓推出与张江集团合作的轻资产管理项目“张江纳仕国际社区”（上海首个 R4 地块委托管理合作项目）。张江纳仕国际社区分三期建设，总占地面积约 20 万平，对应建筑面积 53 万平，预计提供近 4000 套租赁住房。其中一期项目毗邻中环线申江路段，占地约 6.5 万平，总建面约 19 万平，定位中高端居住社区，目前近 1300 套已启动供应。

4、投资建议

当前金融监管政策围绕落实稳地价、稳房价、稳预期的房地产长效机制运行，虽对房地产企业经营状况造成一定压力，但财务指标的动态测评有效暴露部分房企潜在风险，倒逼激进房企由高速扩张转向保障现金流安全。纵观地产开发行业整体金融风险并不显著，本轮调控周期下房企流动性危机属于个别企业被动暴露风险，行业加速出清下稳健型房企有息负债仍有序扩张，行业集中度持续提升，房企短期业绩兑现和中长期盈利能力都将加剧分化。

展望后续，我们认为防范房地产市场金融风险机制将持续运作，房企金融监管及楼市价格调控将常态化。针对当前部分房企金融风险突出及局部城市刚性购房需求受阻等现象，预期后续政策将重点监管整治行业资金挪用乱象，边际缓和居民刚需房屋按揭贷款的支持。聚焦 2022 年，我们认为后疫情时代地产开发行业将重拾正轨，“房住不炒主基调不变，因城施策防失速，加强住房保障体系建设”的整体框架可能会维持较长一段时间。首次对地产开发子行业予以评级为“增持”。

伴随着房地产行业逐渐迈入存量时代，同时考虑到租赁住房及 REITs 等关注度提升，一定程度缓和和市场整体下行趋势，龙头房企收入端弹性确定，业绩增速相对稳定，估值具有较强防御性，股息率相对较高，对于考核周期较长的大资金具备配置吸引力。

重点推荐经营能力、品牌优势、信用优势、产品美誉等综合实力较强的龙头房企，如万科 A/万科企业，保利发展、中国金茂；

同时考虑到在当前国内房地产行业增量开发规模逐步见顶的趋势下，先布局多元赛道、注重运营升维的房企于营收端仍有一定提升空间，建议关注金地集团、龙湖集团、融创中国、旭辉控股集团、华润置地、中国海外发展、新城控股、金科股份等。

4.1、 万科 A/万科企业(000002.SZ、2202.HK)：当期住宅开发盈利承压，长期看好多元板块价值

2021H1 公司开发业务实现合同销售额 3544.3 亿元，同比增长 10.6%。当期开发业务结算面积 1115.4 万平，结算收入 1443.3 亿元（占比 86.4%），分别同比增长 6.2%及 11.9%；房地产开发业务受限价等政策影响录得结算毛利率 18.0%，较 2020 年同期下降 6.0pct。上半年公司新获取项目 95 个，对应建面 1505.9 万平、地价约 1126.3 亿元，其中 92%（按地价）位于一二线城市，拿地金额占销售金额比重约 31.8%。

三道红线回归并保持“绿档”，各项财务指标持续优化。截至 2021 上半年末，公司持有货币现金 1952.2 亿元，扣除监管及受限资金的现金短债比约 1.7 倍；净负债率 20.2%；剔除后资产负债率 69.7%。截至 6 月底，公司综合融资成本同比下降 32 个基点至 4.27%，同时维持行业领先信用评级。

基本盘稳健及财务审慎纪律为公司主业及多元化拓展打下坚实基础。上半年房地产开发项目利润率下滑拖累公司当期盈利，但公司多元化探索已取得一定成就，长期来看利润增长动力充足。公司陆续通过增资、战略合作等方式加强物流板块竞争力，或有进一步谋求万科物流资本运作的可能性。维持公司 2021-2023 年预测归母净利润 401.03 亿元、462.77 亿元、534.75 亿元；当前 A 股股价对应 2021-2023 年预测 PE 估值分别为 5.8/5.0/4.3 倍，H 股股价对应 2021-2023 年预测 PE 估值分别为 5.0/4.3/3.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：多元化经营业务或由于竞争激烈而不及预期，行业调控政策不及预期。

表 7：万科 A/万科企业(000002.SZ、2202.HK)盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	367,894	419,112	488,305	567,159	656,125
营业收入增长率	23.59%	13.92%	16.51%	16.15%	15.69%
净利润（百万元）	38,872	41,516	40,103	46,277	53,475
净利润增长率	15.10%	6.80%	-3.40%	15.40%	15.55%
EPS（元）	3.44	3.57	3.45	3.98	4.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	20.67%	18.49%	16.03%	16.39%	16.73%
P/E（A 股）	5.8	5.6	5.8	5.0	4.3
P/E（H 股）	5.0	4.8	5.0	4.3	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20。汇率参考 1 港元兑人民币 0.8219 元。

4.2、 保利发展(600048.SH)：增持彰显管理层发展信心，投资兼顾资源获取与利润保障

2021H1 公司开发业务实现合同销售额 2851.9 亿元，同比增长 27.0%；其中珠三角与长三角区域合计销售额占比达 53%，与去年基本持平。2021H1 实现公司

签约面积 1671.3 万平，同比增长 12.0%；对应销售均价 17064 元/平，同比增长 15.7%。

当期公司销售回款约 2556 亿元，对应回款率达 89.6%。高回款为公司土地投资提供较强保障，2021H1 公司新获取项目 84 个，对应建面 1651 万平（同比增长 67.8%）、地价约 963 亿元（同比增长 17.4%）。公司适度增加核心城市群辐射范围内潜力三线城市的布局力度，当期一二线城市拿地金额占比同比下滑 14pct 至 69%，布局下沉致拿地楼面价优化至 5833 元/平（同比减少 30%）。

2021H1 公司实现营收 899.1 亿元，同比上升 22.0%；归母净利润 103.0 亿元，同比上升 1.7%；扣非净利润 100.5 亿元，同比上升 3.4%。当期毛利率同比下降 3.2pct 至 32.5%、净利率同比下降 1.8pct 至 16.3%，虽小幅下滑但仍处于行业相对高位。

截至 2021H1，公司三道红线指标维持绿档，分别为：现金短债比 1.9X，净负债率 58.7%，剔除预后资产负债率 66.2%。此外公司短债占比下降 3.3pct 至 18.0%；有息负债综合融资成本约 4.7%，较去年末下降 7bp，持续保持业内领先优势。

2021 年 8 月 4 日，公司实控人保利集团增持 50 万股，并拟在 6 个月内继续增持不超过公司总股本 2%，充分显示实控人对公司稳健基本面、未来发展前景及长期投资价值的认可。截至 2021 年 8 月 30 日，公司董事长刘平先生在内的公司相关增持主体累计增持金额已超过计划增持金额区间下限的 50%，累计增持金额达 501.49 万元。

公司业绩稳健增长，盈利能力保持行业相对高位，两翼业务规模持续扩大，我们维持 2021-2023 年预测归母净利润 308.42 亿、339.74 亿、383.58 亿；当前股价对应 2021-2023 年预测 PE 估值为 5.0/4.5/4.0 倍，估值具备较强吸引力，实控人增持彰显信心，维持“买入”评级。

风险提示：房地产行业调控政策严厉程度和持续时间或超预期；销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；项目施工和结算进度或不及预期。

表 8：保利发展(600048.SH)盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	235,934	243,095	272,488	306,360	345,631
营业收入增长率	21.29%	3.04%	12.09%	12.43%	12.82%
净利润（百万元）	27,959	28,948	30,842	33,974	38,358
净利润增长率	47.90%	3.54%	6.54%	10.15%	12.91%
EPS（元）	2.34	2.42	2.58	2.84	3.20
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.92%	16.06%	15.25%	14.88%	14.88%
P/E	5.4	5.3	5.0	4.5	4.0
P/B	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20。

4.3、中国金茂(0817.HK)：全年结算大幅提升，金茂物业高端领先

2021 年上半年公司销售金额 1302 亿元，同比增长 27%（回款率约为 94.5%，较 2020 年同期提升约 5.5 个 pct）；2021 年上半年，公司营收约 285 亿元，同比大幅提升 135%，其中城市与物业开发板块营收约 249 亿元，同比大幅提升 151%；展望全年，我们认为公司前期强势销售将有力支撑全年的结算数据，预

测公司 2021 年全年营收增速约为 72%，其中城市及物业开发板块的全年增速约为 75%。

随着 2017-2018 年高价土地项目逐步进入结算周期，叠加当前严厉的调控政策和限价政策，短期遏制行业整体盈利水平，公司 2021 上半年的毛利率水平仍处于磨底过程中，2021 年上半年整体毛利率为 20.29%（对比 2020 全年约为 20.63%）；展望后续，我们认为随着高地价项目逐步结算完毕，以及城市运营拿地项目占比逐步提升（公司已累计锁定或获取 30 个城市运营项目），毛利率水平有望企稳回升。

截止 2021 年中期，公司剔除预收资产负债率为 68.9%，净负债率为 51.6%，现金短债比为 1.26，“三道红线”绿档；上半年公司平均借贷成本仅 4.01%（对比 2020 年 4.42%，2019 年 4.92%），信用优势明显；金茂物业高端品质领先，在管面积中一二线城市占比约 84%，荣获 2021 年度中国高端物业服务力企业 TOP1、2021 年度中国物业服务百强企业 TOP17 等多项荣誉。

我们维持盈利预测，2021-2023 年预测基本 EPS 为 0.50 元、0.70 元、0.87 元；当前股价低估明显，如按 2020 年派息金额（26 港仙）计算，股息率已超过 10%。公司品牌力和美誉度均较好，销售持续强势，结算大幅提升，下属金茂物业高端服务力显著，估值和股息率具备较强吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：城市运营项目获取不及预期；销售进度受限于银行贷款集中度管理或不及预期；项目施工和结算进度或不及预期。

表 9：中国金茂(0817.HK)盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营收(百万元, 人民币)	43,356	60,054	103,057	125,132	147,778
收入增长率	11.9%	38.5%	71.6%	21.4%	18.1%
归母净利润(基本)(百万元, 人民币)	6,452	3,881	6,360	8,896	11,032
归母净利润(基本)增长率	23.8%	-39.8%	63.9%	39.9%	24.0%
基本 EPS(元, 人民币)	0.51	0.31	0.50	0.70	0.87
核心 EPS(元, 人民币)	0.48	0.56	0.56	0.61	0.77
P/E(基本)	4.0	6.6	4.0	2.9	2.3
P/E(核心)	4.2	3.6	3.6	3.3	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-20。汇率参考 1 港元兑人民币 0.8219 元。

5、风险分析

利率上行风险：全球通胀预期和大宗商品上涨或导致利率有上行压力，或对资金密集型的地产开发造成潜在影响；

中美贸易摩擦风险：新冠疫情和中美贸易摩擦或导致国内部分行业发展和就业情况不及预期，进而影响居民收入和信贷扩张；

房企信用风险：房企“三道红线”叠加债务集中偿还期，部分房企或出现信用违约；

需求不及预期风险：就业情况恶化或导致居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，有导致零售物业出租率及租金不及预期的可能；

政策调控风险：银行贷款集中度管理或导致房地产信贷规模受限等风险。

6、附录：重点公司盈利预测与估值表

表 10：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价	EPS(元)				三年	P/E(x)				投资评级	
		(元)	20A	21E	22E	23E	CAGR	20A	21E	22E	23E	本次	变动
000002.SZ	万科 A*	20.0	3.57	3.45	3.98	4.60	8.8%	5.6	5.8	5.0	4.3	买入	维持
2202.HK	万科企业*	17.2	3.57	3.45	3.98	4.60	8.8%	4.8	5.0	4.3	3.7	买入	维持
600048.SH	保利发展*	12.8	2.42	2.58	2.84	3.20	9.8%	5.3	5.0	4.5	4.0	买入	维持
0817.HK	中国金茂*	2.0	0.31	0.50	0.70	0.87	41.1%	6.6	4.0	2.9	2.3	买入	维持
600383.SH	金地集团	10.4	2.30	2.49	2.74	3.03	9.6%	4.5	4.2	3.8	3.4	-	-
0960.HK	龙湖集团	28.6	3.03	4.18	4.92	5.73	23.6%	9.4	6.8	5.8	5.0	-	-
1918.HK	融创中国	13.6	5.73	7.48	8.31	9.44	18.1%	2.4	1.8	1.6	1.4	-	-
0884.HK	旭辉控股集团	3.8	0.80	1.10	1.23	1.39	20.0%	4.7	3.5	3.1	2.7	-	-
1109.HK	华润置地	25.9	3.85	4.45	4.96	5.57	13.1%	6.7	5.8	5.2	4.6	-	-
0688.HK	中国海外发展	14.3	3.73	4.21	4.60	5.18	11.6%	3.8	3.4	3.1	2.8	-	-
601155.SH	新城控股	34.5	6.75	8.16	9.34	10.49	15.8%	5.1	4.2	3.7	3.3	-	-
000656.SZ	金科股份	4.6	1.32	1.48	1.69	1.92	13.4%	3.5	3.1	2.8	2.4	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所。股价时间为 2021-10-20，汇率参考 1 港元兑人民币 0.8219 元。

注：*为光大证券研究所预测，其余为 wind 一致预期。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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 15%；
	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE