

# 政策回暖，期待更大力度需求端政策打破信用收缩负循环

——2022 年策略报告



东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **房地产：政策面触底，基本面下滑速度较快，若后续托底政策加码，行业将迎来转机。**恒大债务危机发生以来，行业面临销售下降、供应商账期收紧、预售资金监管加强、机构抽贷等局面，企业资金快速恶化，债务违约压力大增。9 月末后，在央行指导下，商行加大按揭、开发贷和并购贷等投放力度。虽然行业信贷环境在改善，但开发商仍面临六方信用中的多方主体收缩，所以偿债能力仍未好转。由于销售仍处于快速下降阶段，房产税试点会持续压制销售，所以对未来 1-2 个季度房企经营性现金流改善，不能预期过高。我们认为唯有更大力度的需求端政策才能使行业基本面明确反转，从而使其走出信用收缩的负循环。预计 Q1 房地产下行或将拖累经济，若后续托底政策逐步加码，Q1 末销售将明显回暖，带动行业其余指标回升。预计 22 年新开工面积同比-9.4%，投资完成额同比-2.6%，销售面积同比-5.3%，销售金额同比-6.9%，竣工面积同比-10%。
- **物业管理：地产下行风险外溢，行业估值转折，头部企业迎来更多机会。**21 年下半年开始地产下行周期下，开发商新开工和投资持续下降，甚至相对确定的竣工周期也被打断，物企新增签约面积以及签约转换周期放缓，营收占比较高的非业主增值服务也因此受到影响。地产行业经营困境催生了行业大量并购机会，头部企业面临更多机会逆势扩张。长期来看，看好头部企业平台化战略。物管行业人效仍较低，头部企业有望通过重新组织产业，扩张业务边界，激发劳动力效率，最终成为平台型企业。
- **商管：商业资产从“大开发时代”进入“存量竞争时代”，供给过剩，竞争激烈，挑战加大。**融资成本、经营能力和城市能级三个大要素是做好重资产商场的核心。当空间资源不再稀缺，业主对购物中心运营管理提出更高要求，优秀的商管能力成为稀缺资源。商管服务属于“轻资产”技术输出，商业模式好，能够有效避免资产价格波动的影响，实现更快速扩张，同时也具备成长性/抗通胀性。管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”。

## 投资建议与投资标的

- 虽然房地产信贷政策已经进入明显的回暖周期，但是我们仍然要指出，房企仍处于信用收缩的负循环状态，打破这个负循环的最重要条件就是良好的销售回款。地产下行将会严重拖累经济增速，我们认为后续托底政策有望加码，包括近期政治局会议也定调促进房地产业“良性循环”，行业将迎来政策面和基本面双重回升。考虑到政策出手时间偏晚，以及销售已经开始出现大幅下滑，重点推荐安全性高的稳健组合万科 A(000002, 买入)、保利发展(600048, 买入)、金地集团(600383, 买入)、旭辉控股集团(00884, 买入)；建议关注受益于政策刺激，基本面弹性较大的融创中国(01918, 未评级)、新城控股(601155, 未评级)、金科股份(000656, 未评级)。物管重点推荐头部企业碧桂园服务(06098, 买入)、旭辉永升服务(01995, 买入)、融创服务(01516, 买入)。商管重点推荐龙湖集团(00960, 买入)、宝龙商业(09909, 买入)、星盛商业(06668, 买入)，建议关注华润置地(01109, 未评级)、华润万象生活(01209, 未评级)。

## 风险提示

- 地产信用风险持续释放以及销售毛利率下降、地产风险外溢影响物管行业、商管管理能力摊薄导致运营效率下降、假设条件变化影响测算结果的风险。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

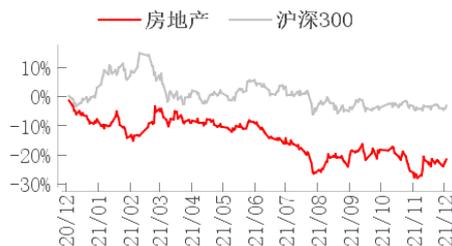
行业

房地产行业

报告发布日期

2021 年 12 月 08 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

赵旭翔

zhaoxuxiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070001

证券分析师

吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020003

香港证监会牌照：BQJ931

联系人

苏若琳

联系人

suruolin@orientsec.com.cn

吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

## 相关报告

第三批集中供地陆续开展，土拍热度仍然有限：——2021 年第 48 周地产周报 2021-11-29

政策回暖提振情绪，基本面改善仍待观察：——2021 年第 47 周地产周报 2021-11-23

基本面仍在下行，整体融资环境依然严峻：——10 月统计局房地产数据点评 2021-11-16

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

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

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

## 目 录

2021 年行业回顾：极热极冷倏忽转换，寻底之路漫漫 .....	6
<b>房地产：政策回暖与企业信用下降、销售下滑的赛跑 .....</b>	<b>9</b>
信贷环境正在逐步好转，但是金融机构投放资金的结构仍然明显 .....	9
房企面临整体信用环境收缩，债权人挤兑明显 .....	10
销售下滑持续压制基本面，房企未来 1-2 个季度的偿付压力不小 .....	12
为避免违约，民企拿地放缓，第二批集中供地遇冷 .....	16
估算房地产行业广义负债规模约五十万亿元 .....	18
未来半年是基本面和政策面反复博弈的过程 .....	19
21Q4 和 22Q1 基本面压力较大，但政策托底逐步加码，22Q2 后行业有望走出困境 .....	19
投资建议 .....	20
保利发展：头部央企，资债稳健，实控人增持彰显信心 .....	21
万科 A：经营稳健，兼顾增长，持有型资产质量有望改善 .....	21
金地集团：增长再发力，行稳致远 .....	22
旭辉控股集团：行而不辍，后来居上的优质民企 .....	22
<b>物管：上市热潮退去，行业估值转折 .....</b>	<b>23</b>
交付面临困难，盈利能力下滑 .....	23
优秀企业借机并购，扩展业务，甚至开展平台化 .....	24
商业模式或迎来重塑，供给瓶颈依赖资源整合 .....	25
疫情后商写物管和城市服务或迎来更大范围落地 .....	27
2022 年万物云或将正式上市，或重塑行业格局 .....	28
投资建议 .....	30
碧桂园服务：规模和利润领先，全产业链延伸业务 .....	30
融创服务：后来居上，成长性确定性俱佳 .....	31
旭辉永升服务：内生外拓四轮驱动，最具潜力的中型物管公司 .....	32
<b>商管：商业资产存量竞争，优质商管服务成稀缺资源 .....</b>	<b>33</b>
资产端：供给过剩，电商冲击，难以灵活应对变化 .....	33
融资成本、经营能力和城市能级三个大要素是做好重资产商场的核心 .....	36
纯购物中心的财务回报最困难，综合体成功条件略微宽松，但绝对难度仍不小 .....	36
看好两种类型商业资产的成功 .....	37
服务端：存量竞争时代，优秀的管理能力供不应求 .....	38

轻资产模式佳，但管理扩张有边界 .....	39
管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施” .....	40
投资建议 .....	41
华润置地：综合性地产开发商标杆，新时代下的领军者 .....	41
龙湖集团：稳健房企标杆，不动产运营典范 .....	41
华润万象生活：“物管+商管”综合服务能力，商管领域标杆 .....	41
星盛商业：能力优秀的湾区商业专家 .....	42
宝龙商业：长三角商管领头企业，未来增长可期 .....	42
风险提示 .....	43

## 图表目录

图 1: 房地产销售面积 10 月同比增速-21.7%，1-10 月累计增长 7.3%.....	6
图 2: 房地产新开工面积 10 月同比增速-33.1%，1-10 月累计增长-7.7%.....	6
图 3: 2021 年房企违约及负面事件汇总 .....	7
图 4: 历年物管公司上市数量 .....	8
图 5: 上市物管公司估值走势 .....	8
图 6: 月度网上商品和服务零售额及社会消费品零售额同比增速.....	8
图 7: 近期房地产新闻/政策汇总.....	9
图 8: 开发贷及个人住房贷款余额 .....	10
图 9: 商品房销售金额月度下滑明显（万亿） .....	10
图 10: 房企资金池模型及六方债权人示意图.....	11
图 11: 主流地产公司月度销售数据跟踪（9 月） .....	13
图 12: 主流地产公司月度销售数据跟踪（10 月） .....	13
图 13: 主流地产公司月度销售数据跟踪（11 月） .....	14
图 14: Top50 上市房企的现金流缺口估算.....	15
图 15: 22 城首批和第二批“两集中”住宅用地成交情况汇总 .....	16
图 16: 22 城首批和第二批“两集中”住宅用地地价房价比对比.....	17
图 17: 22 城首批和第二批“两集中”住宅用地预期毛利率对比.....	17
图 18: 一批次集中供地 Top50 房企拿地金额占比 .....	18
图 19: 二批次集中供地 Top50 房企拿地金额占比 .....	18
图 20: 一批次集中供地 Top50 房企中绿档拿地金额占比 .....	18
图 21: 二批次集中供地 Top50 房企中绿档拿地金额占比 .....	18
图 22: 投资完成额同比增速预测.....	20
图 23: 新开工面积同比增速预测.....	20
图 24: 销售面积同比增速预测 .....	20
图 25: 销售金额同比增速预测 .....	20
图 26: 地产投资下滑，新开工持续负增长，竣工增速下滑 .....	23
图 27: 非业主增值服务增速和毛利率.....	24
图 28: 非业主增值服务收入和毛利占比 .....	24
图 29: 历年物业行业收并购金额.....	25
图 30: 2021 年物业行业收并购企业类型分布 .....	25
图 31: 20 家典型物企商誉占总资产比值.....	26
图 32: 基于物业管家与业主之间的信赖感的自循环增长模型 .....	27
图 33: 2019-2024 年，商写市场预计年化增长 9.7% .....	27

图 34：2020 年商写市场单方物业费较高，高端物业尤甚 .....	27
图 35：万科珠海横琴城市服务项目收入情况 .....	28
图 36：2020 年基层员工数量比较（单位：万人） .....	29
图 37：2020 年基层员工薪资比较（单位：万元/年） .....	29
图 38：平台化战略的目标：实现业务无边界，产能无瓶颈 .....	30
图 39：收入总额持续快速增长 .....	31
图 40：多元化赛道发力，社区增值、城市服务同比高增 .....	31
图 41：空间运营服务快速增长 .....	32
图 42：房产经纪服务持续增长 .....	32
图 43：美居服务快速增长 .....	32
图 44：便民服务迅猛增长 .....	32
图 45：第三方在管面积持续扩大 .....	33
图 46：社区增值服务保持高增 .....	33
图 47：购物中心存量 .....	33
图 48：2009-2020 年商业营业用房新开工及竣工面积 .....	33
图 49：购物中心存量预测 .....	34
图 50：中国与发达国家人均购物中心面积比较 .....	34
图 51：线上零售逐渐抢占线下购物中心的份额 .....	35
图 52：不同类型购物中心初始总投入比较 .....	35
图 53：典型一二线城市商场的盈利测算 .....	36
图 54：典型三四线城市综合体的盈利测算 .....	37
图 55：看好两种类型的商业地产获得成功 .....	38
图 56：2019 年全国购物中心销售额分布比较（亿元） .....	39
图 57：管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”等方面 .....	40
表 1：待上市物企列表和进度 .....	24

## 2021 年行业回顾：极热极冷倏忽转换，寻底之路漫漫

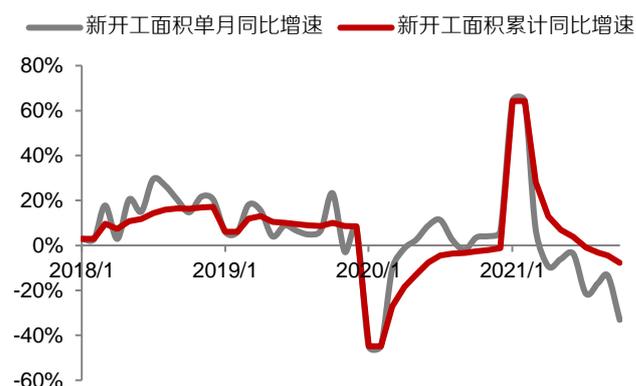
回顾 2021 年行业的走势，尽管从最终结果来看，行业的趋势大致符合我们的预期，但是我们也并未预料到整个市场会在半年内完成了一个极热和极冷的迅速切换。下半年以来，行业销售、开工全面下滑，从宏观经济的压舱石逐渐变为拖累项，并朝着迅速出清的方向演进。

**图 1：房地产销售面积 10 月同比增速-21.7%，1-10 月累计增长 7.3%**



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

**图 2：房地产新开工面积 10 月同比增速-33.1%，1-10 月累计增长-7.7%**



数据来源：Wind、东方证券研究所

2021 年以恒大为首的头部房企接连发生债务危机，行业面临销售下降、供应商收紧账期、地方政府加强预售资金监管力度、部分金融机构抽贷等局面。进入 9 月以来，销售降幅加大；万科 9 月销售同比下降 37%，10 月销售同比下降 31%；克而瑞百强房企汇总数据，9 月同比下降 36%，10 月同比下降 30%。销售下行的速度和幅度甚至超过 2008 年。房企违约事件数量以及违约房企的规模也史无前例。需要指出的是，尽管已经经历大幅的下滑，但是行业基本面尚未出现拐点，若无政策配合，则寻底之路漫漫。我们汇总 2021 年境内外违约及负面事件如下表：

**图 3：2021 年房企违约及负面事件汇总**
**境内债违约**

序号	房企名称	首次违约时间	首次违约债券	违约事件
1	华夏幸福	2021/2/27	17 幸福基业 MTN001	下属公司债券违约触发提前到期还款，持有人会议未形成豁免，到期违约
2	协信远创	2021/3/9	18 协信 01	18 协信 01 债券正式到期，构成实质性违约
3	蓝光集团	2021/7/12	19 蓝光 MTN001	发布公告称公司及下属子公司部分债务未能如期偿还
4	泛海控股	2021/8/30	18 泛海 MTN001	债券到期后没有付息也没有兑付资金，出现实质性违约

**美元债违约**

序号	房企名称	首次违约时间	首次违约债券	违约事件
1	阳光 100	2021/8/11	SUNCHN 6 1/2 08/11/21	5000 万美元债违约，触发其他 3 只美元债交叉违约
2	花样年	2021/10/4	FTHDGR 7 3/8 10/04/21	公告承认 2.06 亿美元票据逾期，且构成实质性违约。中资美元债市场自此遭遇重击，民营房企评级跳水
3	新力控股	2021/10/18	SINHLD 9.5 10/18/21	公告美元债及最后一期利息可能会违约，并有可能触发其他债券的交叉违约，股价大幅跳水
4	当代置业	2021/10/25	MOLAND 12.85 10/25/21	考虑“回购 35%、换新券 65%、8 亿股东贷款、延期 3 个月”，未成功展期后债券违约

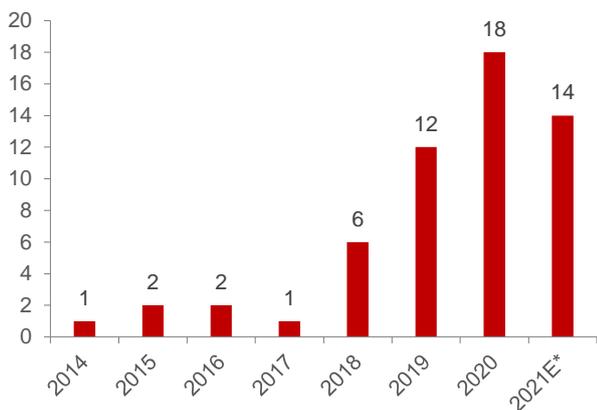
**负面事件**

序号	房企名称	首次展期时间	首次展期债券	负面事件
1	恒大	2021/9/23	EVERRE 8.25% 23/03/22，利息逾期，自此开启 30 天宽限期兑付模式	案件集中管辖、内一行三会紧急约谈、部理财产品违约、财务顾问团队入驻，债券兑付逾期，对供应商欠款违约
2	宝能	2021/10/22	“20 深钜 D1”，本息展期 6 个月 “20 深钜 D2”，本息展期 6 个月 “20 深钜 02”，利息展期 3 个月 “20 深钜 03”，利息展期 6 个月 “20 深钜 04”，利息展期 6 个月	9 月 30 日，10 月 22 日，宝能有两期债券到期未兑付，分别为“20 深钜 D1”、“20 深钜 D2”，逾期本息合计 20 亿；一个月的时间，大公将钜盛华的评级由 AA+ 下调至 BBB+
3	阳光城	2021/11/8	境外要约交换： SUNSHI 5.3 01/11/22 SUNSHI 10 1/4 03/18/22 SUNSHI 10 02/12/23 境内展期：20 阳光优 展期 1 年	三季报突发泰康系派驻的两名董事投反对票事件。阳光城紧急召开投资人会议，就第一笔即将到期的信托 ABS 与投资人磋商，最终展期方案获通过
4	佳兆业	2021/11/11	KAISAG 11.7 11/11/25 KAISAG 11.95 11/12/23 —— 利息到期未兑付，开启 30 天宽限期	美元债多，理财产品大规模违约引发投资者追债，财务危机引爆；公司称现金流紧张，丧失投资能力；美元债利息到期未兑付，自动触发 30 天宽限期

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

同时，房地产开发对物管行业的竞争格局也产生了深刻的影响。2018 年物业公司上市潮开启，并享受了资本市场的热烈追捧，此后三年上市物业公司规模依次递增，2020 年新上市物业公司数量达到了创纪录的 18 家。2021 年资本市场对物业的热度明显下降，尽管我们预计仍有 14 家物业公司上市，但主要集中在上半年，下半年物企上市进度明显放缓，由于地产公司的持续暴雷，引发了市场对物业公司持续经营能力的质疑。

与此同时，已上市物企的估值回调也非常明显。我们选取 20 家主流物管公司作为样本，可以看到全行业估值中枢在 2020 年年中到达高点后持续下滑，特别是在 2021 年下半年受到上游地产开发的风险传导，整体估值水平进一步下移，这也反应了市场对于物业公司增长前景的不确定性。

**图 4：历年物管公司上市数量**


备注：\*包括 13 家新上市公司和 1 家待上市交表公司

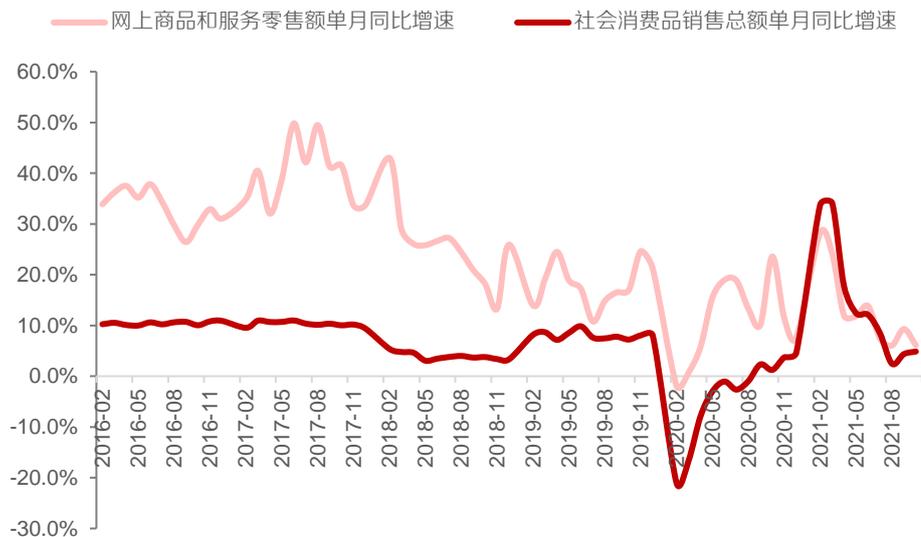
数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 5：上市物管公司估值走势**


备注：样本包括 20 家主流上市物业公司

数据来源：Wind、东方证券研究所

受疫情影响需求以及电商的影响，2021 年商业地产板块整体表现一般。可以看到 2021 年整体消费相对疲软，此外疫情后线上消费整体恢复速度要快于线下的消费，资产之间的分化更大，只有地段核心、投资规模更大、运营能力强，建造和设计标准高、定位高端的核心资产才能够赢得更高的回报率。与此同时，在供给过剩的大背景下，头部商管公司开始探索轻资产输出的道路，并看到部分项目落地，相比较容错率较低的重资产而言，商管服务属于轻资产管理输出，是相当优秀的赛道。

**图 6：月度网上商品和服务零售额及服务零售额同比增速**


数据来源：Wind、东方证券研究所

## 房地产：政策回暖与企业信用下降、销售下滑的赛跑

### 信贷环境正在逐步好转，但是金融机构投放资金的结构仍然明显

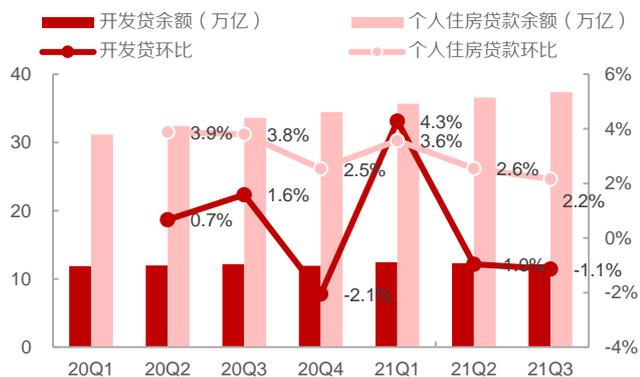
自 9 月末以来，在央行指导下，商业银行加大按揭、开发贷的投放力度。金融监管部门以及地方政府也在权限的范围内尽可能放松对房企的约束，以防范行业出现系统性风险。信用风险下，商业银行对开发贷的投放有很明显的结构性倾向，高评级主体更加容易获得新增信贷资源，而低评级主体则很难获得商业银行的主动支持。我们整理了 9 月以来，各监管部门及领导对房地产行业政策的变化及表态。

图 7：近期房地产新闻/政策汇总

时间	近期房地产新闻/政策汇总
9 月	2021/9/26 人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，要求金融机构要配合相关部门和地方共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。
10 月	2021/10/15 中房协召集了保利、中海、万科等 10 家房企负责人在京座谈，住建部官员也参与其中。
	2021/10/15 习主席《求是》杂志发表署名文章《扎实推动共同富裕》，提出积极稳妥推进房地产税立法和改革，做好试点工作。
	2021/10/15 央行第三季度金融统计数据新闻发布会，金融市场司司长邹澜表示部分金融机构对“三线四档”融资管理规则存在误解，房地产开发贷款增速出现较大幅度下滑。
	2021/10/16 住建部拟加强预售资金监管。
	2021/10/20 金融街论坛刘鹤副总理表示房企合理的资金需求正在得到满足。
	2021/10/23 全国人大授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。
11 月	2021/10/26 发改委召集了包括万科、世茂、建业等 8 家房企在京召开了中资房企外债专题座谈会。
	2021/11/8 国务院发展研究中心在深圳召开房地产形势座谈会。
	2021/11/9 中国银行间市场交易商协会举行房企代表座谈会，包括万科、佳兆业、卓越在内的代表性房地产企业、深圳房协以及多家金融机构代表参与。
	2021/11/12 银保监会党委扩大会议指出“稳地价、稳房价、稳预期，遏制房地产金融化泡沫化倾向，健全房地产调控长效机制，促进房地产业稳定健康发展。”
	2021/11/19 央行发布三季度货币政策执行报告，强调“房地产风险可控，坚决不将房地产作为短期刺激经济手段”。
	2021/11/24 刘鹤副总理人民日报发刊《必须实现高质量发展（学习贯彻党的十九大六中全会精神）》，强调“因城施策、分类指导”

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

更具体一点，若监管部门要求银行加大房地产开发贷投放，扭转房地产开发贷余额持续下滑态势，对于局面的缓解作用也有限。此前数据，Q3 末房地产开发贷余额约 12.16 万亿元，假设 Q4 未能够恢复至 Q1 的 12.34 万亿元（历史最高值），则意味着 Q4 开发贷净增加约 3000 亿元。但是如果考虑到销售下滑的局面，就不那么乐观。即使 Q4 整季度销售金额仅下滑 10%（实际可能更高），则对应销售金额下降的规模约为 4200 亿，开发贷净增加无法对冲销售金额下滑。

**图 8：开发贷及个人住房贷款余额**


数据来源：央行、东方证券研究所

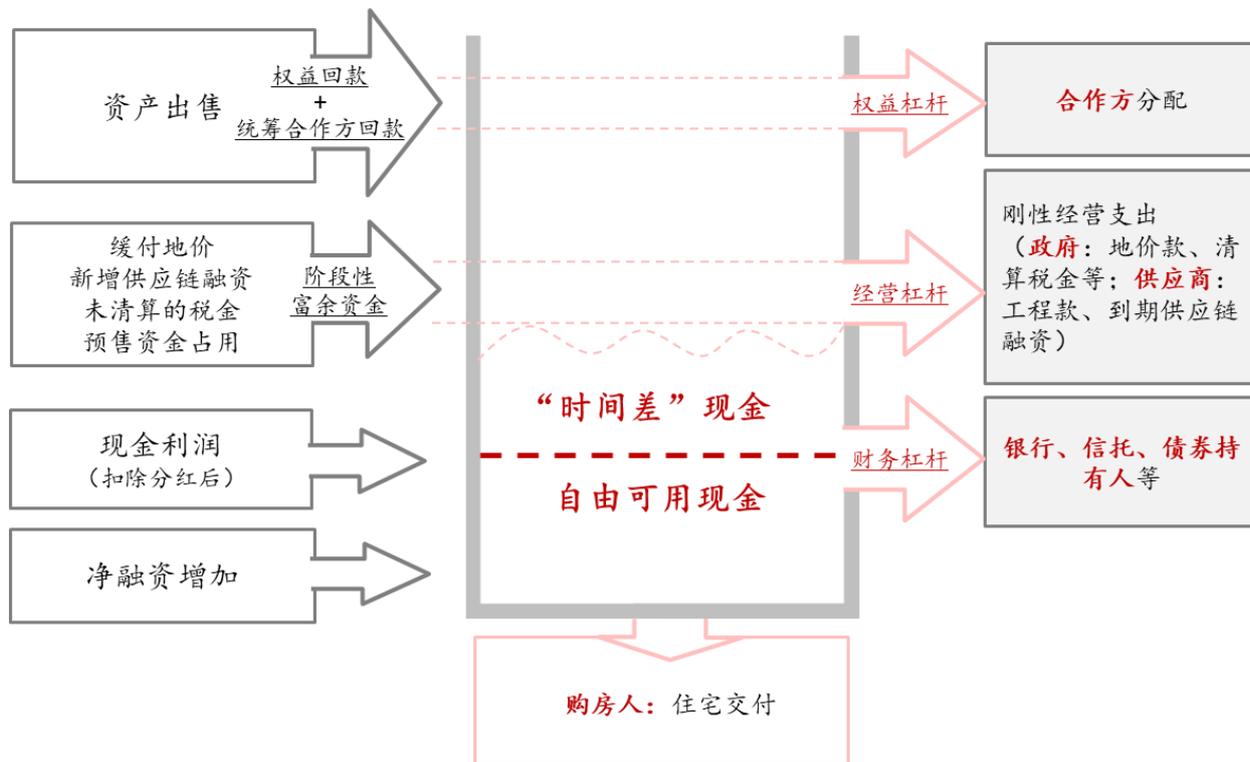
**图 9：商品房销售金额月度下滑明显（万亿）**


数据来源：Wind、东方证券研究所

## 房企面临整体信用环境收缩，债权人挤兑明显

虽然房地产信贷政策已经进入明显的回暖周期，但是我们仍然要指出，房企面临的整体信用环境仍处于收缩状态。房地产开发行业，不仅仅是通过有息负债扩张实现规模的扩张；无息负债（应付账款和合同负债）带来的经营杠杆是其高周转的核心要点。虽然央行在努力推动行业信贷环境的改善，但是开发商面临 6 方信用中至少有 4-5 方仍在收缩，所以开发商的偿债能力仍没有好转。

详细分析，开发商经营过程中至少同时面对了六方债权人，分别是银行、信托、债券持有人、供应商、购房人和地方政府。目前，尽管银行的按揭额度和进度有所放松，开发贷也在一定程度上有所缓和，但大部分房企，尤其是民营房企仍面临着多方主体同时“挤兑”的窘境。

**图 10：房企资金池模型及六方债权人示意图**


数据来源：东方证券研究所

具体来看：①**地方政府预售资金监管趋严**。尽管预售资金监管是行业惯例，但行业景气时，开发商凭借多样化金融工具和手段，能够做到阶段性提前支用。行业下行期，开发商信用受损，政府为了保证项目交付，更加强预售资金监管，冻结这部分资金对房企现金流正常运转产生了很大影响。②**供应商对开发商收缩信用**。恒大违约事件对供应商的伤害巨大，损坏了开发商与供应商之间的信任关系。相比于没有订单，不亏钱“活下去”对于供应商显然更为重要。供应商因此提高付款要求，供需双方博弈，过去开发商议价能力强的局面被扭转。③**市场趋冷带来销售压力以及购房者对房企信用进行甄别**，烂尾楼成为购房者担心的重要问题之一。④**信托机构对低评级民营房企收紧**。由于信托等非标通道在高杠杆房企的敞口较大，在目前的行业环境下，信托机构纷纷进入风险回避状态，到期不续做、提前收回资金或要求追加担保物的情况非常普遍。⑤**境内外公开债券市场**，大部分低评级债券下跌至 20-70 不等（面值 100），基本丧失借新还旧能力。2022 年是房企境外美元债的偿债高峰，公开市场信用收缩成为趋势。⑥**各商业银行在央行的指导下，对房企进行了逆势的信用支持**。但是监管部门指导商业银行对不同评级机构的支持力度有限，因此商业银行亦会选择性的更多支持国企、央企及其他高评级企业。

当前环境下，房企作为类银行的高杠杆存在，不论在经营性现金流还是融资性现金流，都不同程度受到债权人“挤兑”，仅商业银行对房企逆势信用支持。同时，由于市场下行，通过变卖资产偿还负债的难度也在增大，尤其开发项目背后复杂的股权和债权关系更是容易让交易对手望而却步。因此，我们看到房企正常的经营变得困难，现金流问题陷入了负向反馈，资金实力较弱的公司在较短的时间内爆发出各种问题。

近期放开并购贷有助于恢复并购市场。预计地方国企加更大的杠杆收购困难民企的项目会得到支持。保利、中海等央企的资产负债表扩张亦受到各种约束，因此我们预计未来市场将由更多的地方国企和城投平台占据，而非被我们耳熟能详的全国性国企大幅占据。

## 销售下滑持续压制基本面，房企未来 1-2 个季度的偿付压力不小

目前房地产行业销售持续下行，我们可以归结到两个原因：①各主要城市房地产调控框架已经完善，限购限贷严厉，假离婚、代持、经营贷等漏洞被封堵彻底。②房地产税试点的加快推进，很大程度影响居民的购房预期。从国研中心在深圳房企的调研纪要来看，各家企业对房地产税的试点都感到担忧。房地产税未落地时会对购房者造成心理压力，房地产税落地后税率如果较高，会对市场带来真实冲击。我们认为房地产税试点对行业销售的短期的负面影响至少需要 1-2 个季度才能消化。

而正如我们在本文前面部分所述，房企面临的是一个全面信用收缩负循环，打破这个负循环的最重要条件就是良好的销售回款。只有终端的销售恢复正常，供应商、地方政府、金融机构才会真正对低评级房企恢复信心。而目前销售状态不振，以及受房地产试点预期压制持续不振，这才是基本面难以恢复的根本原因。

**图 11：主流地产公司月度销售数据跟踪（9月）**

公司名称	9月销售金额 (亿元)	单月同比	累计销售金额 (亿元)	累计同比	9月销售面积 (万平)	单月同比	累计销售面积 (万平)	累计同比	2021年预期销 售额(亿元)	目标增速	目标完成度
碧桂园	567	-34%	6173	0%	688	-30%	7132	1%	8700	10%	71%
万科	360	-34%	4810	-2%	213	-51%	2951	-10%	7900	13%	61%
中国恒大	71	-91%	4440	-17%	160	-83%	5444	-7%	7500	7%	59%
融创中国	465	-33%	4616	21%	334	-33%	3189	17%	6300	10%	73%
保利地产	350	-34%	4092	11%	243	-31%	2511	3%	-	-	-
中海地产	200	-44%	2769	7%	110	-15%	1398	2%	4000	10%	69%
绿地控股	216	-55%	2302	6%	195	-51%	1861	7%	-	-	-
新城控股	188	-25%	1705	4%	196	-16%	1626	8%	2600	3%	66%
龙湖集团	202	-33%	2019	8%	117	-34%	1174	7%	3100	15%	65%
世茂集团	226	-30%	2215	19%	130	-30%	1249	9%	3300	10%	67%
华润置地	220	-24%	2300	20%	115	6%	1236	25%	3150	11%	73%
招商蛇口	238	-20%	2413	27%	96	-15%	1046	23%	3300	19%	73%
阳光城	210	11%	1539	5%	135	-2%	954	-16%	-	-	-
金地集团	212	-17%	2287	35%	100	-21%	1063	29%	2800	15%	82%
旭辉集团	160	-39%	1931	25%	91	-59%	1103	7%	2600	13%	74%
中南建设	127	-46%	1531	7%	91	-49%	1070	0%	2550	14%	60%
金科股份	163	-36%	1471	0%	197	-2%	1530	7%	2600	16%	57%
中国金茂	138	-14%	1758	9%	60	-29%	995	17%	2500	12%	70%
荣盛发展	117	3%	893	17%	104	28%	787	16%	-	-	-
龙光地产	102	-38%	1254	25%	51	-63%	667	-19%	1800	20%	70%
美的置业	79	-35%	1090	30%	74	-25%	929	26%	1500	19%	73%
TOP5	1813	-47%	24131	1%	1637	-49%	21227	-1%	-	-	-
TOP6-10	1087	-38%	12071	14%	827	-31%	7664	5%	-	-	-
TOP11-20	1788	-21%	17483	16%	977	-35%	10612	10%	-	-	-
TOP21-50	2403	-31%	27204	22%	1516	-37%	16086	5%	-	-	-
TOP51-100	1433	-40%	16994	15%	761	-55%	10219	5%	-	-	-

数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 12：主流地产公司月度销售数据跟踪（10月）**

公司名称	10月销售金额 (亿元)	单月同比	累计销售金额 (亿元)	累计同比	10月销售面积 (万平)	单月同比	累计销售面积 (万平)	累计同比	2021年预期销 售额(亿元)	目标增速	目标完成度
碧桂园	588	-22%	6761	-2%	758	-9%	7889	0%	8700	10%	78%
万科	371	-31%	5181	-5%	234	-31%	3186	-12%	7900	13%	66%
中国恒大	(12)	-101%	4428	-30%	(19)	-102%	5425	-23%	7500	7%	59%
融创中国	510	-28%	5126	14%	368	-28%	3557	10%	6300	10%	81%
保利地产	510	-7%	4602	9%	343	7%	2854	3%	-	-	-
中海地产	259	-7%	3028	6%	139	-15%	1537	0%	4000	10%	76%
绿地控股	210	-11%	2512	4%	106	-55%	1967	0%	-	-	-
新城控股	238	-10%	1944	2%	278	4%	1904	8%	2600	3%	75%
龙湖集团	260	-7%	2280	6%	161	-2%	1335	6%	3100	15%	74%
世茂集团	203	-32%	2418	5%	118	-31%	1367	4%	3300	10%	73%
华润置地	202	-22%	2502	15%	126	-28%	1362	17%	3150	11%	79%
招商蛇口	164	-37%	2577	19%	71	-23%	1117	19%	3300	19%	78%
阳光城	106	-54%	1645	-3%	49	-40%	1003	-17%	-	-	-
金地集团	164	-21%	2450	29%	76	-23%	1138	24%	2800	15%	88%
旭辉集团	162	-19%	2093	20%	101	-32%	1204	2%	2600	13%	80%
中南建设	163	-33%	1695	1%	137	-30%	1206	-5%	2550	14%	66%
金科股份	150	-40%	1622	-6%	189	-36%	1719	0%	2600	16%	62%
中国金茂	201	9%	1959	9%	98	13%	1093	16%	2500	12%	78%
荣盛发展	105	21%	998	18%	96	-3%	882	14%	-	-	-
龙光地产	139	11%	1393	24%	111	7%	778	-16%	1800	20%	77%
美的置业	102	-25%	1192	22%	100	-18%	1030	20%	1500	19%	79%
TOP5	1968	-45%	26098	-5%	1684	-47%	22911	-7%	-	-	-
TOP6-10	998	-25%	13069	10%	829	-20%	8494	2%	-	-	-
TOP11-20	1807	-21%	19290	11%	1065	-16%	11677	7%	-	-	-
TOP21-50	2767	-20%	29970	17%	1716	-24%	17802	2%	-	-	-
TOP51-100	1438	-35%	18432	9%	1031	-29%	11250	1%	-	-	-

数据来源：Wind、东方证券研究所

**图 13：主流地产公司月度销售数据跟踪（11 月）**

公司名称	11月销售金额 (亿元)	单月同比	累计销售金额 (亿元)	累计同比	11月销售面积 (万平)	单月同比	累计销售面积 (万平)	累计同比	2021年预期销 售额(亿元)	目标增速	目标完成度
碧桂园	529	-34%	7290	-5%	617	-38%	8507	-4%	8700	10%	84%
万科集团	560	0%	5741	-5%	345	-12%	3530	-12%	7900	13%	73%
中国恒大	0	-100%	4421	-36%	0	-100%	5416	-29%	7500	7%	59%
融创中国	369	-46%	5495	6%	265	-47%	3822	3%	6300	10%	87%
保利发展	380	-7%	4982	8%	244	-32%	3098	-1%	-	-	-
中海地产	277	-17%	3305	1%	128	-32%	1665	-3%	4000	10%	83%
绿地控股	155	-56%	2667	-3%	141	-55%	2108	-8%	-	-	-
新城控股	187	-37%	2130	-3%	197	-29%	2102	3%	2600	3%	82%
龙湖集团	225	-21%	2504	3%	120	-28%	1455	2%	3100	15%	81%
世茂集团	181	-43%	2599	-1%	107	-40%	1473	-2%	3300	10%	79%
华润置地	203	-30%	2705	10%	121	-27%	1483	12%	3150	11%	86%
招商蛇口	252	-14%	2828	13%	109	-22%	1226	14%	3300	19%	86%
阳光城	92	-49%	1737	-8%	56	-57%	1060	-21%	-	-	-
金地集团	173	15%	2623	28%	105	32%	1243	24%	2800	15%	94%
旭辉集团	165	-36%	2258	13%	96	-41%	1300	-3%	2600	13%	87%
中南建设	125	-53%	1820	-7%	105	-46%	1311	-10%	2550	14%	71%
金科股份	125	-47%	1747	-11%	148	-35%	1867	-4%	2600	16%	67%
中国金茂	177	-11%	2136	7%	89	16%	1182	16%	2500	12%	85%
荣盛发展	87	-46%	1085	8%	78	-55%	960	1%	-	-	-
龙光地产	133	-24%	1525	17%	109	-25%	887	-17%	1800	20%	85%
美的置业	81	-35%	1273	16%	77	-22%	1106	15%	1500	19%	85%
<b>TOP5</b>	1831	-39%	27929	-8%	1463	-47%	24374	-11%	-	-	-
<b>TOP6-10</b>	1059	-33%	14128	5%	731	-39%	9224	-3%	-	-	-
<b>TOP11-20</b>	1619	-30%	20910	7%	979	-34%	12656	2%	-	-	-
<b>TOP21-50</b>	2573	-41%	32543	8%	1511	-50%	19313	-6%	-	-	-
<b>TOP51-100</b>	1370	-50%	19802	1%	663	-59%	11912	-7%	-	-	-

数据来源：Wind、东方证券研究所

行业面临自发的全面信用收缩的背景下，仅有商业银行有选择性的对部分房企逆势进行信用支持，难以真正挽救低评级房企。如果看不到更大力度的政策，尤其是需求端的政策，我们认为低评级民企违约的现象仍有可能持续。但考虑到商业银行加大对开发贷、按揭贷款以及并购贷的投放力度，尤其是地方国企被支持进入并购市场充当白衣骑士，房企违约的速度有望较 10 月和 11 月减缓。

我们基于 21H1 表内财务数据，对 Top50 上市房企进行现金流压力测试，主要假设如下：1) 销售额：未来半年销售额相比 2020 年全年的一半下滑 25%，并表比例 70%，回款率 85%（考虑到预售资金监管愈发严厉，假设当前账上现金全部受限，未来销售回款全部为非受限）；2) 银行借款：未来半年应偿还有息负债占 21H1 的短期借款及长期借贷当期到期部分的 50%；3) 应付账款及应付税金：假设供应商账期为 1.5 年，未付土地款账期为半年，综合考虑后，假设未来半年偿还为 21H1 应付账款 40%。利息支出等不纳入计算。4) 测试企业未来半年均不拿地。需要说明的是，以上仅考虑了重大的影响房企现金流的科目，其他项目忽略不计；同时未来半年不拿地仅为极端情况下的假设，仅用于粗略地进行估算。

**图 14: Top50 上市房企的现金流缺口估算**

日期	2021/6/30
并表比例	70%
回款比例	85%
销售下滑幅度	25%

代码	企业简称	2020销售额	短期借款+年内到期有息负债	应付账款	应付税金	现金流缺口	预估21Q3现金余额
2007.HK	碧桂园	7,888	868	3,556	816	(423)	1,259
3333.HK	中国恒大	7,035	2,400	6,669	2,057	(3,121)	651
000002.SZ	万科	7,011	856	3,073	616	(339)	1,402
1918.HK	融创中国	5,750	910	1,306	537	91	758
600048.SH	保利发展	5,028	601	1,425	(153)	312	1,163
0688.HK	中海地产	3,634	322	762	362	201	878
600606.SH	绿地控股	3,567	658	3,368	345	(1,019)	518
0813.HK	世茂集团	3,003	444	874	421	(70)	561
1109.HK	华润置地	2,850	418	864	263	(24)	699
001979.SZ	招商蛇口	2,780	433	407	115	195	630
0960.HK	龙湖集团	2,706	181	971	359	(19)	742
601155.SH	新城控股	2,522	253	749	142	79	384
600383.SH	金地集团	2,426	399	313	14	211	396
0884.HK	旭辉集团	2,310	196	337	118	236	392
0817.HK	中国金茂	2,237	306	246	33	235	290
000656.SZ	金科集团	2,235	277	358	46	199	273
000961.SZ	中南置地	2,232	209	411	64	203	162
000671.SZ	阳光城	2,180	244	338	119	182	252
3900.HK	绿城中国	2,146	301	365	237	87	423
2772.HK	中梁控股	1,688	232	184	55	165	212
3301.HK	融信集团	1,552	251	114	129	124	160
6158.HK	正荣集团	1,530	203	226	49	130	262
3380.HK	龙光集团	1,497	115	233	91	146	303
2777.HK	富力地产	1,497	557	-	208	(28)	96
1638.HK	佳兆业	1,435	250	-	168	128	288
3383.HK	雅居乐	1,382	395	294	239	(102)	349
002244.SZ	滨江集团	1,364	77	41	12	245	135
002146.SZ	荣盛发展	1,358	223	326	72	33	196
3883.HK	奥园集团	1,330	522	208	178	(118)	345
2599.HK	祥生集团	1,306	222	74	21	143	57
1908.HK	建发房产	1,297	64	113	34	198	240
3990.HK	美的置业	1,261	106	342	88	56	175
600325.SH	华发股份	1,205	321	335	15	(32)	439
2103.HK	新力地产	1,196	134	83	74	137	105
3377.HK	远洋集团	1,183	203	199	145	25	246
1628.HK	禹洲集团	1,050	152	116	41	96	157
600466.SH	蓝光发展	1,036	354	237	62	(65)	70
1813.HK	合景泰富	1,036	235	128	127	12	320
1966.HK	中骏集团	1,015	125	139	43	91	115
600376.SH	首开股份	1,015	240	121	27	47	289
1233.HK	时代中国	1,004	117	223	97	38	166
0137.HK	金辉集团	972	6	0	0	214	3
0123.HK	越秀地产	970	222	20	101	57	218
600340.SH	华夏幸福	963	1,057	574	94	(580)	91
1996.HK	弘阳地产	865	104	72	30	100	105

数据来源：Wind、东方证券研究所

在上述假设下,未来半年表内负债明显有问题的房企仍有不少。我们并不清楚各家公司的表外情况,亦无法衡量每一家公司现金余额的质量;若非受限的现金余额较低,表外融资较大,仍有可能出现违约情况。

## 为避免违约，民企拿地放缓，第二批集中供地遇冷

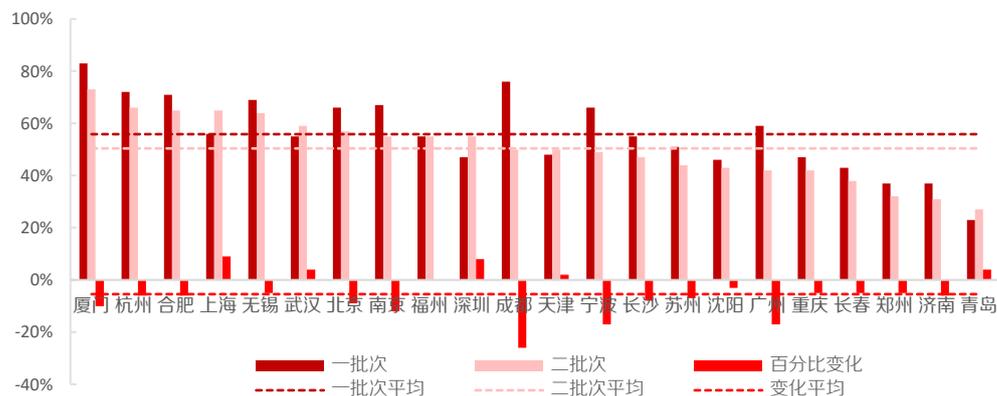
由于对未来半年的销售预期负面，为了应对债务到期的压力，和行业上下游挤兑的压力，民企开发商都纷纷选择了不拿地。大部分试点城市在 9-10 月陆续完成了二批次集中供地，本轮集中供地历经多次延期出让、政策调整、开拍前夕撤牌等坎坷，仍然表现出较冷态势，流拍、底价拍出和低溢价率成为关键词。22 城二次土拍平均流拍率达 32%，环比提高 30pcts，成交地块平均溢价率仅 4%，环比减少 10pcts，成交地块中以底价拍出的地块占比高达 66%，环比提高 28pcts。

图 15：22 城首批和第二批“两集中”住宅用地成交情况汇总

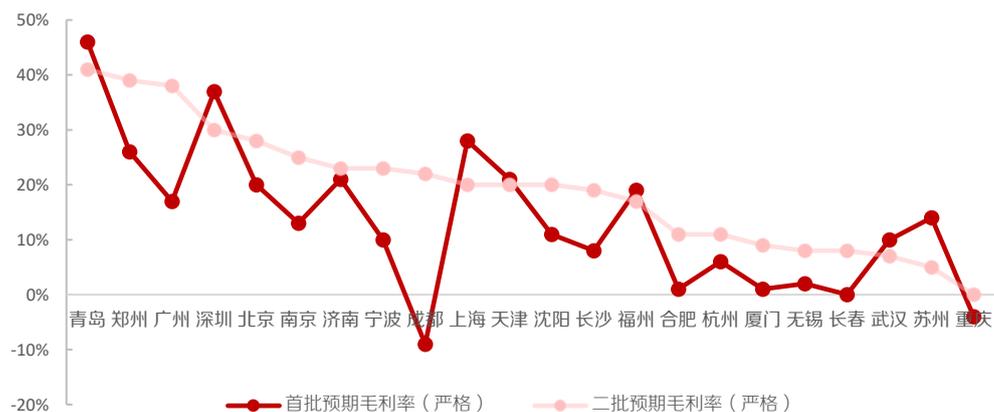
城市	成交宗数			成交建面 (万平)			土地出让金 (亿元)			成交楼面价 (万元/平米)			
	2021 首批	第二批	共占 20 年比例	2021 首批	第二批	共占 20 年比例	2021 首批	第二批	共占 20 年比例	2021 首批	第二批	同比	环比
北京市	30	17	88%	345	162	84%	1,110	513	83%	3.22	3.17	10%	-2%
天津市	45	40	75%	542	415	70%	499	330	50%	0.92	0.80	19%	-14%
沈阳市	22	19	44%	366	259	46%	197	139	56%	0.54	0.54	22%	0%
长春市	38	49	8%	578	780	57%	189	256	66%	0.33	0.33	17%	0%
上海市	55	41	62%	586	408	67%	852	538	60%	1.45	1.32	15%	-9%
南京市	51	41	67%	716	356	61%	993	507	79%	1.39	1.42	22%	3%
无锡市	16	22	34%	170	220	33%	256	262	50%	1.51	1.19	7%	-21%
苏州市	28	19	21%	420	229	30%	424	275	39%	1.01	1.20	5%	19%
杭州市	57	13	44%	757	170	54%	1,178	256	61%	1.56	1.51	10%	-3%
合肥市	17	12	37%	225	226	43%	221	192	75%	0.98	0.85	6%	-14%
福州市	20	13	23%	146	81	16%	135	75	19%	0.92	0.93	16%	0%
厦门市	5	11	70%	53	142	69%	190	344	80%	3.58	2.42	16%	-32%
济南市	73	35	65%	477	310	61%	229	124	63%	0.48	0.40	9%	-17%
青岛市	55	63	42%	292	503	37%	121	211	46%	0.41	0.42	27%	1%
长沙市	33	10	22%	791	209	37%	381	88	56%	0.48	0.42	6%	-13%
广州市	42	23	76%	799	357	75%	906	569	72%	1.13	1.59	20%	11%
深圳市	6	21	87%	91	263	66%	138	453	74%	1.52	1.72	16%	14%
重庆市	119	74	43%	1,309	717	39%	763	263	62%	0.58	0.37	18%	-37%
成都市	40	52	49%	469	490	46%	355	446	61%	0.76	0.91	7%	20%
武汉市	49	32	68%	953	519	51%	778	327	62%	0.82	0.63	3%	-23%
宁波市	29	28	32%	303	261	31%	358	175	32%	1.18	0.67	26%	-43%
郑州市	48	11	18%	739	106	27%	418	65	53%	0.57	0.61	11%	8%
合计	878	646	45%	11,127	7,183	46%	10,691	6,408	61%	0.96	0.89	9%	-7%

数据来源：中指院、东方证券研究所

土拍遇冷，拿地利润率自然有所提升。拿地利润率回升是投资者在上半年非常期望的观察点。看具体数据，22 城热点城市地价房价比较首批供地下降，非热点城市较为平稳。整体来看，第二轮集中供地地价房价相较于首轮集中供地出现平均下降 5pcts；成都、广州、南京和宁波的地价房价比下降最明显，均超过 10pcts。得益于地价房价比下降，二批集中供地预期毛利率环比一批有较大改善。

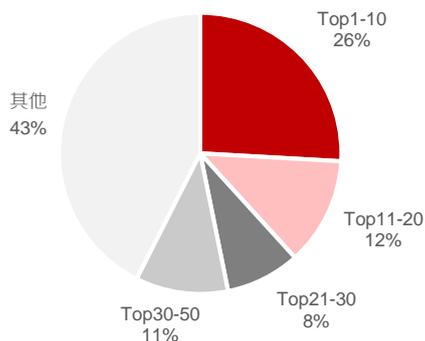
**图 16：22 城首批和第二批“两集中”住宅用地地价房价比对比**


数据来源：中指院、东方证券研究所

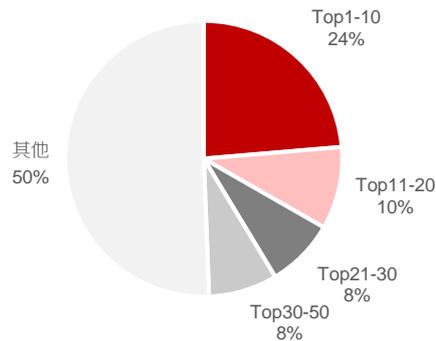
**图 17：22 城首批和第二批“两集中”住宅用地预期毛利率对比**


数据来源：中指院、东方证券研究所

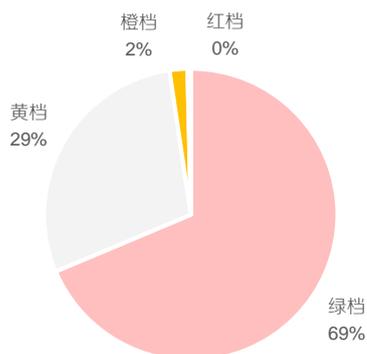
**TOP50 房企拿地金额占比下降，但 TOP50 绿档房企的拿地金额占比提升。**受制于现金流和企业杠杆率等因素，头部房企的拿地集中度有所下降。TOP50 房企拿地金额占比从一批次的 57% 降至二批次的 50%，下降了 7pcts，其中 Top20 房企下降了 4pcts。以央企/国企为主的绿档房企显现出明显拿地优势。Top50 房企中，绿档企业的拿地金额占比从一批次的 69% 提升至二批次的 83%（占 TOP50 比例），中海、龙湖、保利等财务评级较高的房企在本轮均表现亮眼。

**图 18：一批次集中供地 Top50 房企拿地金额占比**


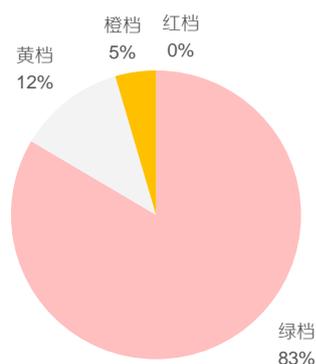
数据来源：中指院、东方证券研究所

**图 19：二批次集中供地 Top50 房企拿地金额占比**


数据来源：中指院、东方证券研究所

**图 20：一批次集中供地 Top50 房企中绿档拿地金额占比**


数据来源：中指院、东方证券研究所

**图 21：二批次集中供地 Top50 房企中绿档拿地金额占比**


数据来源：中指院、东方证券研究所

## 估算房地产行业广义负债规模约五十万亿元

我们将房企负债分为两大类：1) 面向金融机构的负债（如债券和信托等）；2) 面向非金融机构（客户、供应商、政府等）的应付款。同时，我们统计将分成广义和狭义两种口径，主要区别在于合同负债端。广义口径下，合同负债为房企对客户的总负债；但狭义口径下，开发商对客户的负债仅为预售为完成交房所需的支出。

**我们测算房企各类债券及信托的余额约 15 万亿元。**具体测算逻辑如下：①开发贷：根据央行《2021 年三季度金融机构贷款投向统计报告》，截至 21Q3，房地产开发贷余额 12.16 万亿元，其中保障性开发贷款余额 4.64 万亿，房企开发贷款余额 7.52 万亿元；其他房地产贷款为 1.87 万亿元，主要为与并购贷相关的房地产贷款；②境内债：根据万德资讯，截至 11 月 15 日，房企境内信用债规模约为 1.75 万亿元，中票规模约 0.36 万亿元，合计约 2.11 万亿元；③海外债：根据万德资讯，截至 11 月 15 日，境外地产债合计美元规模约 2209 亿美元，对应人民币约 1.39 万亿元；④信托债务：根据中国信托业协会，截至 21Q1，国内房地产信托余额为 2.17 万亿元。

我们估算房企各项应付款的余额约 16.5 万亿元。具体估算逻辑如下：①应付供应商欠款：国内近几年商品房销售额保持在 17 万亿元，假设建安成本占比为 40%（2020 年全国商品房销售均价约为 9860 元/平，主流开发商的建安成本 3500-4000 元左右），则建安成本为 6.8 万亿元。假设开发商欠供应商款项的账期为 1 年，因此应付账款余额约为 6.8 万亿元。②合同负债：商品房年度销售额 17 万亿元，假设房企合同负债规模约为销售额的 1.3 倍（预售至交付通常为 12-20 个月，取中值 16 个月），则对应合同负债约为 22 万亿元。假设建安成本占比为 40%，则对应合计 8.8 万亿元建安成本。考虑商品房销售前后房企已完成了一定比例投资额，假设该比例为 40%，则后期应付工程款为 5.3 万亿元。③应付土地出让款：2020 年全国土地出让金 8.4 万亿元，假设未付土地出让金占比为 40%，则未付款为 3.3 万亿元。④应付各项税金：根据财政部公布的数据，2020 年全国房地产相关税收约为 1.97 万亿元（契税、土地增值税、房产税、耕地占用税和城镇土地使用税，不考虑企业所得税）。假设未付税金占比 50%，预计应付税金约为 1 万亿元。

## 未来半年是基本面和政策面反复博弈的过程

**融资端政策：**如加速投放开发贷、按揭贷款和并购贷、鼓励高信用主体发债融资。目前正在实施，力度逐渐加强，作用大小需要观察投放力度，在中等强度下仅能延缓房企违约的速度。

**经营端政策：**如住建部牵头，规范各地预售监管账户的管理，杜绝矫枉过正；如各地政府牵头，协助停工项目的复工。目前也正在推进，但是受恒大债务危机的影响，各主体谨慎看待项目前景，适度收紧是大方向。即使政策可以从中协调，但也无法改变大的收紧趋势。

**需求端政策：**如放松主要城市限购、限贷政策，调整按揭贷款利率，调整 5 年期 LPR 利率以及房地产税试点的推迟。需求端的政策，目前还不明朗，第一个观察点在 12 月上旬的中央经济工作会议定调，第二个观察点在 2022 年一季度行业数据暴露的过程。

12 月 6 日，政治局召开会议分析研究 2022 年经济工作，提到“要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。“良性循环”一词被首次提及，表明决策层有决心打破信用收缩的负循环，重建良性循环。住房者的需求包括刚需和改善，结合银保监会 12 月 3 日的表述，我们认为后续政策可能在改善性住房方面有所调整。

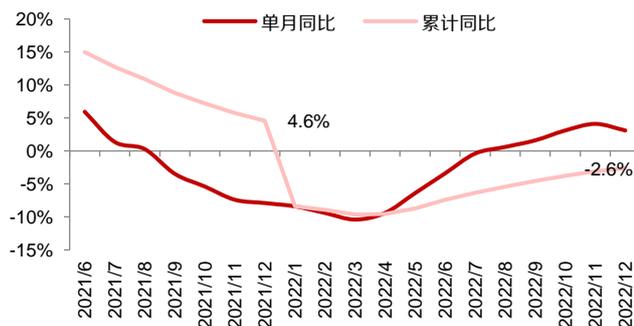
## 21Q4 和 22Q1 基本面压力较大，但政策托底逐步加码，22Q2 后行业有望走出困境

由于目前行业快速下行，今年四季度行业指标不容乐观，但全年累计值仍能维持正增长。①新开工面积：受集中供地、房企现金流压力以及其他限制性政策的影响，房企 21 年拿地节奏推后，强度下降，1-10 月累计土地出让同比下滑，新开工随之在下半年走弱。预计 Q4 新开工继续下行，但随着 5-6 月首批集中供地项目陆续开工，同时开发贷放松，短期内新开工可能反弹，降幅收窄，预计 Q4 新开工面积同比-21.8%，全年同比-9.4%。②投资完成额：房地产开发投资完成额受新开工和拿地趋弱的影响，亦将呈现下行趋势，但在建项目施工起到缓冲作用，整体下行幅度会弱于新开工面积。预计 Q4 投资额完成额同比-6.9%，但全年仍能保持小幅正增长，同比+4.6%。③销售面积和金额：市场疲弱，部分房企为加强销售回款可能降价出售，销售均价承压，因此销售金额的降幅将高于销售面积。由于上半年销售情况较好，基本能够抵消下半年销售下滑，因此全年销售面积及销售金额均能录得正增长。预计 Q4 销售面积同比-19.3%，销售金额同比-22.2%；全年销售面积同比+1.0%，销售金额同比+3.6%。④竣工：上半年竣工同比高增，但下半年以来竣工增速在下降，

房企受制于现金流等原因竣工速度在下降，预计全年竣工同比+7.0%。

**预计 22 年各指标同比负增长，Q1 指标全面大幅负增长，全年先低后高。**我们认为，在未见更大力度的需求侧政策托底前，销售下行趋势难以扭转，房企受制于现金流和信用环境的影响，拿地、新开工和投资恢复有限。预计 22Q1 同比去年高基数将出现较大幅度回落，新开工面积同比-18.2%，投资完成额同比-9.6%，销售面积同比-17.4%，销售金额同比-21.8%。我们预计，Q1 房地产大幅下行将拖累经济，但考虑到对冲政策已经逐步加码，Q1 末销售将明显回暖，带动行业其余指标回升。但以历史经验来看，需求端的政策并不会维持过长时间，即便出现短暂放松窗口，也可能于半年后再度收紧，因此我们预判年底各项指标或再度小幅回落。预计全年新开工面积同比-9.4%，投资完成额同比-2.6%，销售面积同比-5.3%，销售金额同比-6.9%，竣工同比-10%。整体来看，若需求端未出台政策，22 年房地产行业负增长，我们预计可能将对经济增速产生较大影响。

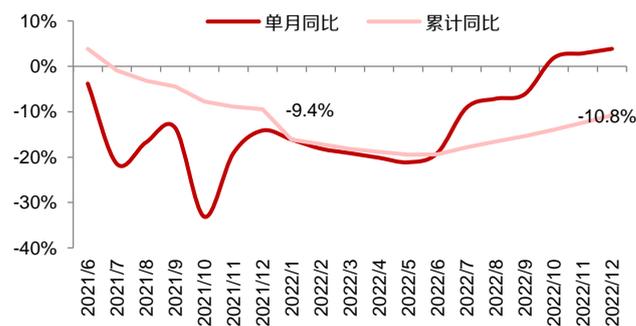
图 22：投资完成额同比增速预测



备注：21 年 12 月及以后为预测数据

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 23：新开工面积同比增速预测



备注：21 年 12 月及以后为预测数据

数据来源：Wind、东方证券研究所

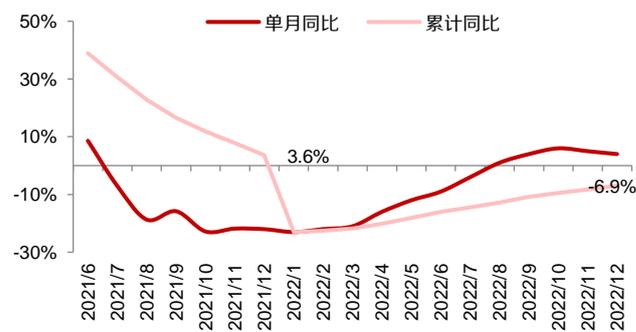
图 24：销售面积同比增速预测



备注：21 年 12 月及以后为预测数据

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 25：销售金额同比增速预测



备注：21 年 12 月及以后为预测数据

数据来源：Wind、东方证券研究所

## 投资建议

**行业洗牌速度快于预期，剩者为王。**行业环境下行，开发商面临多方挤兑，行业的洗牌速度快于预期。头部上市房企，尤其是绿档房企，资债指标稳健，具备信用和融资优势，下行趋势中比较优势

明显，也具备更强的并购整合能力。待到行业寒冬过去，环境稳定后，这些企业仍然具备机会，尽管每股收益高增长时代无法持续，但盈利的稳定性可能提升，未来整体估值将逐渐提升。

**房地产行业的小周期并未消失。**虽然房地产调控的长效机制逐步建立，中央及地方政府对于房地产调控的态度仍然坚定，但行业“基本面强则政策打压，基本面弱则政策托底”的小周期依然存在。此轮房地产调控持续时间长，调控的手段精准而和完备，高周转及高杠杆房企普遍出现了明显的经营困难，进而导致对各类债权人违约，行业销售、拿地、投资等各项指标全面下降。我们认为目前到 22Q1 是政策转折的临界点，并且也已经看到商业银行加大信贷投放等积极信号，后续随着基本面进一步下行，政策的托底力度将持续加大，看好可以熬过这轮下行周期的企业，稳健组合可以选择保利发展、万科 A、金地集团、旭辉控股集团等；弹性组合建议关注融创中国、新城控股和金科股份等。

### 保利发展：头部央企，资债稳健，实控人增持彰显信心

**保利是规模最大、周转率最高的央企开发商：**①:2021 年 1-10 月份销售全口径金额 4602 亿元，排名行业第四，央企第一，得益于城市布局广，货值分布好，产品聚焦刚需刚改；②高周转且兼具稳定性安全性，经抗风险及盈利能力调整后的总资产周转率排名第 1。

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

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

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

**保利物业(06049, 买入)在港股上市，其价值可充分释放：**①公司积极通过资本化手段表达业务价值，保利物业在港股上市。保利物业 2021H1 年合约面积 6.22 亿方，排名第 3；②保利发展的交付为保利物业提供了持续增长的保障，且公司的外拓比例也在增加。

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

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

### 万科 A：经营稳健，兼顾增长，持有型资产质量有望改善

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

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

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

**战略调整，看好持有型资产经营质量持续改善。**持有型物业投入早，存量较大，预计权益投资额在1000-2000亿元，但由于经营效率不出众，导致这部分资产的价值没有在中市值中体现出来。但近期集团COO王海武调任印力总裁，推动“开发经营服务并重”的战略调整，表明集团突破商业业务的决心，随着资产经营效率提高，可推动市值提升。

### 金地集团：增长再发力，行稳致远

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

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

**少数股东权益问题不再扩大，两个平台协同发展。**由于险资举牌等历史原因，金地集团和金地商置之间的关系在市场上存在争议。数据显示，近几年核心管理层薪酬激励重心逐渐从金地商置转向金地集团，同时管理层在两方平台均有持股。管理层与大股东之间关系稳定，问题扩大的概率较小。目前，两个平台的分工较为明确，商置主要承接综合体项目开发，平台利益趋于一致，将持续协同发展。

**持有型物业所造成的资金沉淀较少。**公司对持有型业务的开拓较为谨慎，截至2021Q3在运营资产仅170万方，在建资产规模亦不大。持有型资产对资金沉淀较少，避免了大量低效资产占用对周转形成拖累，反而是有利因素。同时，相比于其他开发商，公司持有型资产主要聚焦核心城市，资质优秀。

### 旭辉控股集团：行而不辍，后来居上的优质民企

**投资能力强，土地储备合理充沛：**上半年新增土储772万平，权益对价277亿元，其中一二线占比82%，平均地价6982元/平，对应地货比2.4，保证了合理的毛利率水平。截至2021年6月，公司土储为5841万平，土地储备合理充沛。

**销售规模稳步增长，合作能力出色：**2021年1-11月合约销售额2258亿元，排名第14，有望实现全年2650亿销售目标。公司擅长合作开发，尤其与地方国企建立了良好的合作关系，加上本身基数较小，销售规模有望实现持续增长。

**三道红线预计年内达标，融资成本持续下降：**2021年6月末公司净负债率60.4%，较2020年底下降3.6个百分点，保持在行业较低水平。报告期末公司现金短债比2.7，剔除预收款后的资产负债

债率 72.1%，三道红线满足两条，随着结算提速预计于 2021 年底进入绿档。受益于良好的财务表现，公司融资成本明显下降，2021 年上半年加权融资成本 5.1%，较去年年末下降 0.3 个百分点，在，民企中属于极低的融资成本。

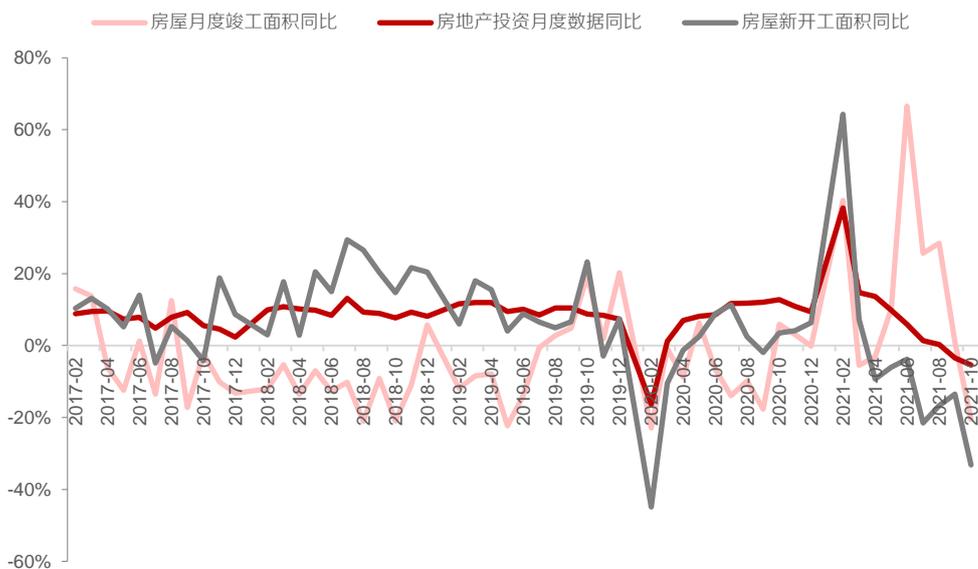
**擅长对标先进，多元化业务发展均衡：**公司已经孵化旭辉永升服务在港上市，估值位于行业前列，此外在商业地产等领域，公司对标先进取得稳步的进展，有望成长为新的重要玩家。

## 物管：上市热潮退去，行业估值转折

### 交付面临困难，盈利能力下滑

**地产下行周期对物业行业的影响初步显现。**随着物企独立上市运作以及物企逐渐开辟外生增长的模式，物业行业对地产的整体依赖程度有所降低，然而，作为地产产业链的一环，地产下行周期依然不可避免对物企的运营产生影响。具体来说，地产项目开工后到预售前即需寻找合适的物业公司签订合约，进入相关物业公司的合约面积中，随着竣工交付，合约面积转入在管形成实际经营收入。2021 年下半年开始的地产下行周期对地产投资产生了巨大的负面影响，开发商的经营风险正逐渐向产业链传递，新开工和投资持续下降，甚至相对确定的竣工周期也被打断。2022 年我们将看到物企新增签约面积以及签约转换周期放缓，内生增长的放缓必然对收入和利润增速产生负面影响。

图 26：地产投资下滑，新开工持续负增长，竣工增速下滑



数据来源：Wind、东方证券研究所

除了管理面积外，地产下行周期也会直接影响到物业公司非业主增值服务的开展。非业主增值服务是物业公司对地产公司开展的服务性支持工作，是物业公司由交付后管理向前端服务延伸的表现，一般包括案场协销管理、前期策划、车位代销、拎包入住等服务，因而这部分收入与整个地产

的销售和施工周期密切相关，并一度成为物业公司增长的支柱之一。随着开发行业整体进入高位盘整区域，非业主增值服务的增长放缓，地位有所下降，但从近几年物业公司的财务表现来看，非业主增值服务的营收依然占据总营收的约 1/4 左右，同时由于毛利率较高，对利润的贡献更大。如果地产开发规模出现大幅的下滑，则非业主增值服务的增速有可能出现负增长，拖累物业公司整体的业绩情况。

**图 27：非业主增值服务增速和毛利率**


备注：仅统计 20 家头部物业上市公司

数据来源：嘉和家业、公司公告、东方证券研究所

**图 28：非业主增值服务收入和毛利占比**


备注：仅统计 20 家头部物业上市公司

数据来源：嘉和家业、公司公告、东方证券研究所

## 优秀企业借机并购，扩展业务，甚至开展平台化

中小物业公司上市进程受阻，已上市物企先发优势明显。截止 2021 年 11 月，尽管排队上市的物业公司数量仍然超过 20 家，但由于港交所大幅上调了主板上市的盈利规定，以及上游地产母公司的风险暴露，部分企业上市进程受阻，中小物企的上市窗口正在逐渐缩小。我们认为随着行业逐渐走向成熟，物业公司高速增长期结束，以及上市门槛的提升，物企上市热潮将逐渐褪去，我们预计 2022 年物管公司上市数量将进一步缩水，且已经上市的物企和行业龙头的先发优势更加明显。

**表 1：待上市物企列表和进度**

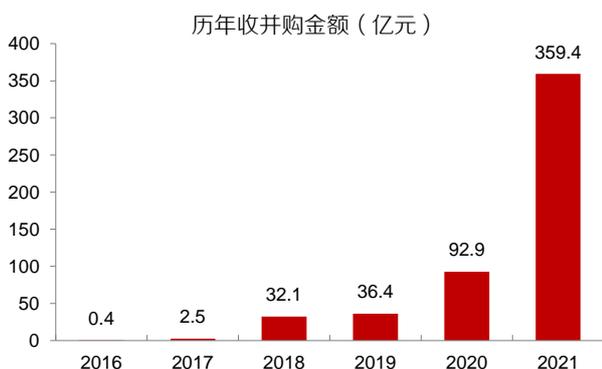
公司名称	挂牌交易所	关联开发商	递交招股书时间	目前状态
禹佳生活	香港	禹州集团	2020/12/11	二次交表
世纪金源服务	香港	世纪金源集团	2021/1/20	二次交表
新力服务	香港	新力控股	2021/3/4	失效
天誉青创	香港	天誉置业	2021/3/26	失效
中南服务	香港	中南建设	2021/3/29	二次交表
海悦生活	香港	海伦堡	2021/4/24	失效
富力物业	香港	富力地产	2021/4/26	出售、终止
明宇商服	香港	明宇实业	2021/4/28	失效
中梁百悦	香港	中梁控股	2021/4/29	失效
东原仁知	香港	迪马股份	2021/4/30	失效
德商产投服务	香港	德商集团	2021/5/25	
祥生活服务	香港	祥生控股集团	2021/5/28	
力高健康生活	香港	力高集团	2021/6/9	

阳光智博	香港	阳光城	2021/6/11	出售、终止
长城物业	香港	-	2021/6/16	
众安服务	香港	众安集团	2021/6/24	
俊发服务	香港	俊发集团	2021/6/27	
润华物业	香港	-	2021/6/29	
融汇悦物业	香港	融汇地产	2021/6/30	
珠江城市服务	香港	珠江股份	2021/6/30	
鲁商服务	香港	鲁商发展	2021/7/2	
苏新生活服务	香港	苏州高新	2021/8/30	
金茂物业	香港	中国金茂	2021/8/31	
瑞安新天地	香港	瑞安房地产	2021/9/13	

资料来源：Wind、东方证券研究所

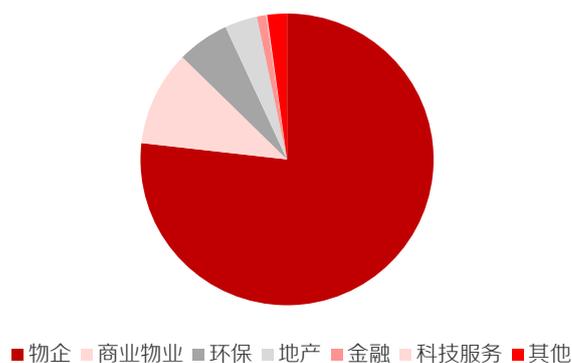
地产行业的压力催生了大量的物企的并购机会，优秀企业有望实现跨越式发展。由于地产行业融资收紧以及强监管导致的经营困境，物业公司作为多数地产公司名下最有价值最易变现的资产，催生了波澜壮阔的并购行情。据嘉和家业不完全统计，2021 年至今物管行业并购金额达到了 359.4 亿元（不包括未披露对价的交易），规模接近 2020 年的 4 倍，2019 年的 10 倍，也不乏通过换股形式达成的交易（如万物云和阳光智博）。并且可以看到，物业行业的并购从同业并购向上下游产业延伸，包括商业服务、环保、金融、科技服务等领域。随着规模和业务逐渐形成闭环，头部物业公司的平台化趋势不可阻挡。

图 29：历年物业行业收并购金额



数据来源：嘉和家业、公司公告、东方证券研究所

图 30：2021 年物业行业收并购企业类型分布



数据来源：嘉和家业、公司公告、东方证券研究所

## 商业模式或迎来重塑，供给瓶颈依赖资源整合

商誉的沉淀可能会影响物业公司后续盈利的稳定性。从现阶段来看，物业公司管理面积的扩大仍然是业绩增长最大确定性来源。但随着房地产开发量的下行以及现有基数的扩大，母公司后续交付对增长的贡献会下降，利润保持高增长的难度将逐渐增大，因此物业公司追求外生增长是必要的。从样本房企来看，20 家典型物企商誉占总资产比值的平均数和中位数在 2021 年 H1 分别达到 7.27% 和 4.51%，考虑到下半年的并购市场更加活跃，我们预计到年底商誉的占比还将继续提升。尽管可

以通过收并购快速提升业绩，但整体来说当前并购市场估值依然高，商誉的沉淀可能会影响物业公司后续盈利的稳定性。

图 31：20 家典型物企商誉占总资产比值



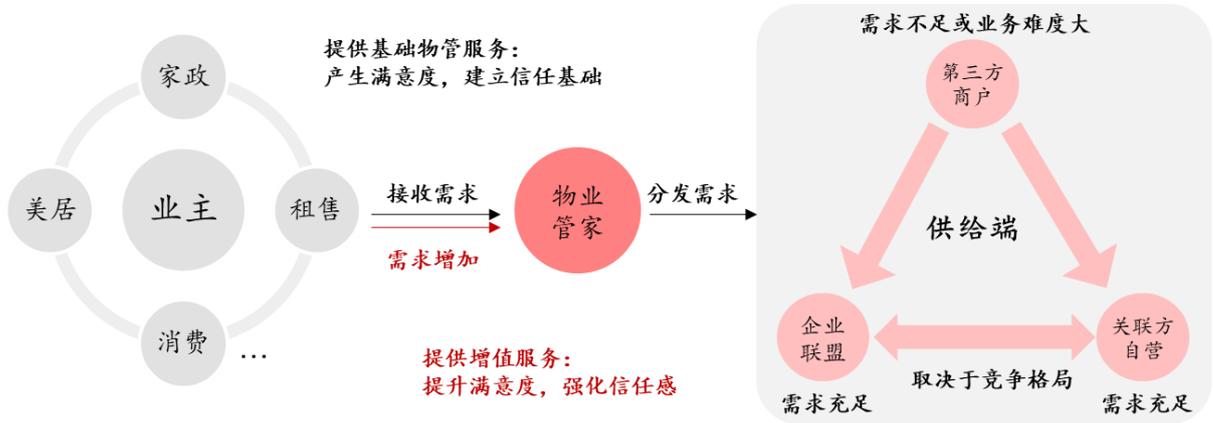
数据来源：Wind、东方证券研究所

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

**基于物业公司流量变现的方式，我们提出了基于物业管家与业主之间的信赖感的自循环增长模型。**核心逻辑是，通过管家长期专业且耐心的服务获取客户满意度，经营好与业主之间的信赖关系，在信任的基础之上，管家可以成为接收和分发业主各类诉求的中心，通过整合供给端资源服务于业主，最后再次增强客户的满意度。

**2022 年社区服务期待商业模式新的突破。**基于社区服务的前景以及上市物企的资金实力和能力建设，我们认为物业公司仍然是满足居民社区服务需求最有力的供应商。我们认为有以下几种路径可帮助突破供给瓶颈，实现流量的变现：**1) 流量抽成。当需求不足时：**导流给第三方供应商，维持客户满意度，然后从中能够赚取导流费；**2) 自营业务。当需求足够大时：**考虑以自营方式导流关联方；**3) 行业整合。当需求足够大但自营存在难度时：**部分行业受制于竞争格局的制约，如房屋中介行业，成立联盟整合产业端资源或许是更为合适的模式，比如万科成立朴邻联盟，与更多房企合作做好供给。

图 32：基于物业管家与业主之间的信赖感的自循环增长模型



数据来源：东方证券研究所

### 疫情后商写物管和城市服务或迎来更大范围落地

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

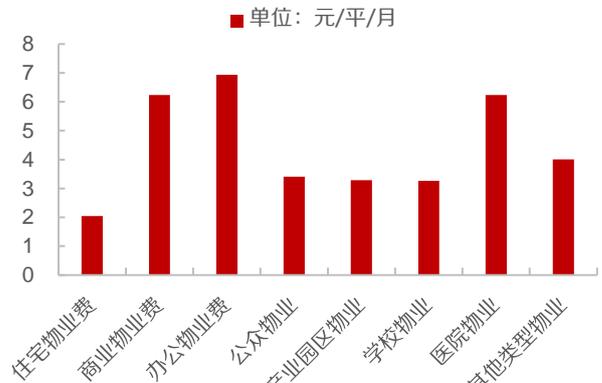
商写物管服务的内容升级空间大。未来的服务是从以楼宇为中心到以企业服务为中心。如果说 PM（物业服务）的起点是一栋楼宇的需求，那么 IFM（企业设施外包服务）的起点则是一家企业的需求，这是两种迥然不同的生长逻辑。

图 33：2019-2024 年，商写市场预计年化增长 9.7%



数据来源：公司公告、弗若斯沙利文、东方证券研究所

图 34：2020 年商写市场单方物业费较高，高端物业尤其甚



数据来源：中指院、东方证券研究所

**城市服务的兴起创造真实价值。**城市服务不仅仅是物业管理范围的延伸，更是政府寻求一体化解决方案和物管公司拓展业务边界相互匹配的结果。**我们认为，物管公司提供城市服务的核心价值在于，将支出透明化，粗放管理变成精细管理。**相比较于由政府自己提供部分公共服务，第三方做城市服务的优势主要有两点：一是市场化运作，效率更高；二是企业管理机制灵活，减少跑冒滴漏。**我们认为，城市管理市场化是大势所趋，但由于疫情影响，目前地方政府对委托第三方机构提供城市服务有一定抗性，我们预计疫情后城市管理逐渐常态化，届时会有更多项目落地。**

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

图 35：万科珠海横琴城市服务项目收入情况

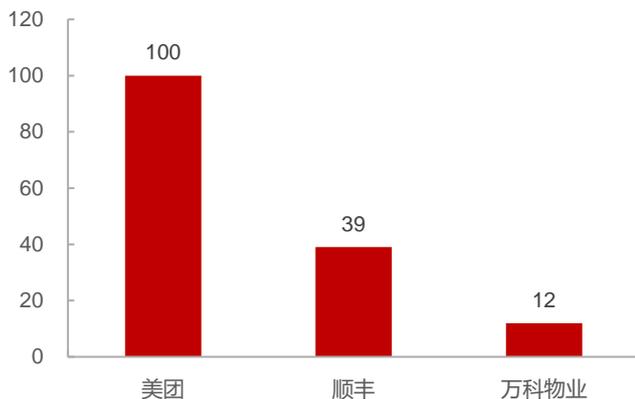


数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 2022 年万物云或将正式上市，或重塑行业格局

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

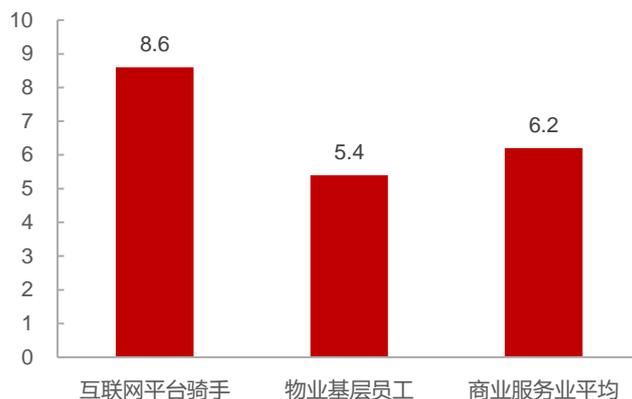
图 36：2020 年基层员工数量比较（单位：万人）



备注：员工数量来自于公司公告，美团员工包括活跃骑手数量

数据来源：公开资料、东方证券研究所

图 37：2020 年基层员工薪资比较（单位：万元/年）



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

数据来源：公开资料、东方证券研究所

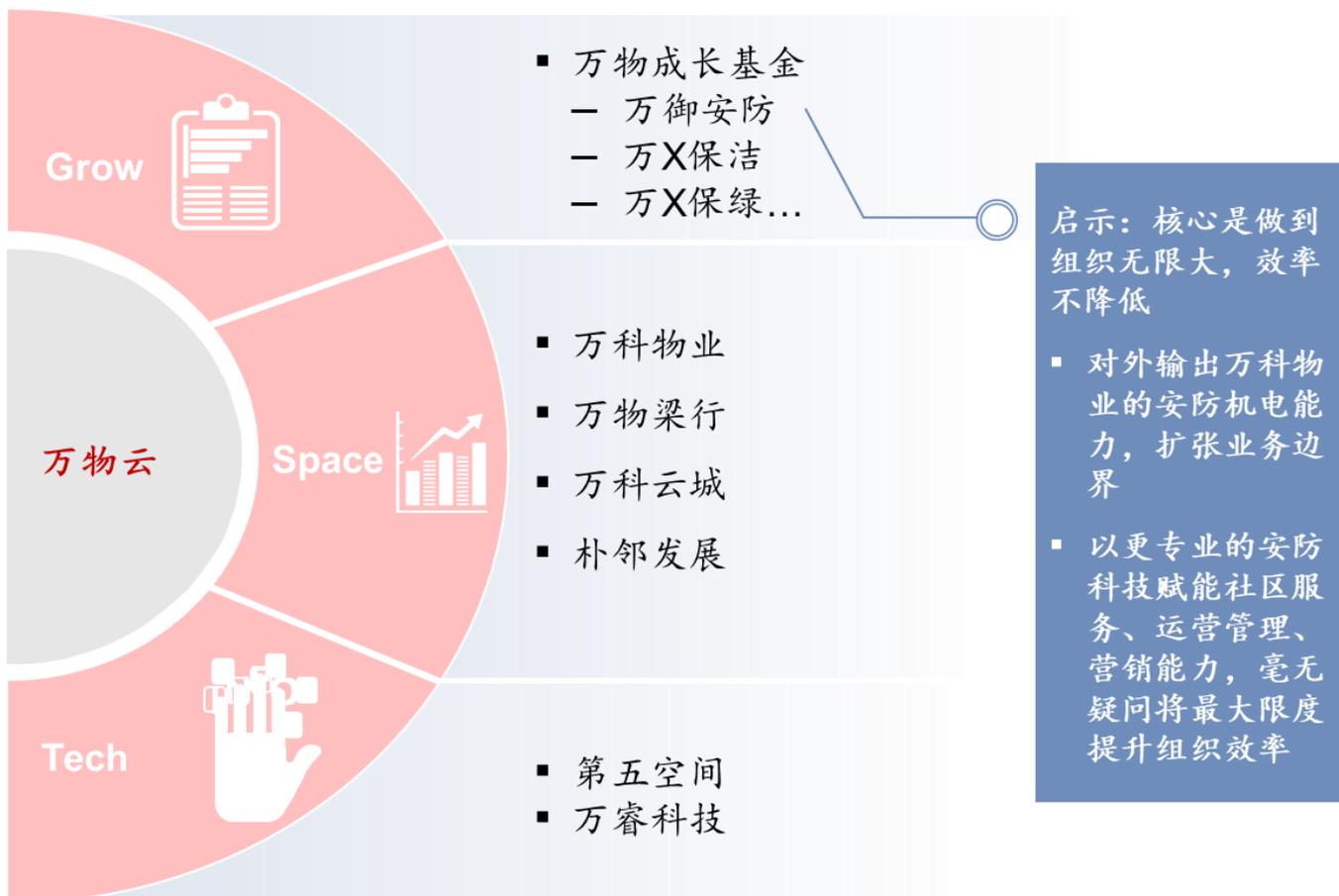
**2021 年万科集团发布公告称将拆分旗下物业公司万物云空间科技服务股份有限公司上市，我们预计 2022 年将正式落地。**此前，2021 年 8 月 6 日，万物云以换股的方式完成对阳光城旗下上海阳光智博生活服务的收购，系物业行业首宗纯换股并购交易。

头部物企之间估值分化拉大，龙头企业进入对行业赋能的平台化阶段。今年物业行业并购的特点是出现头部企业之间的合并，背后是即使上市公司之间估值差异也迅速拉大。即使同为行业头部企业，估值差异也有 2-3 倍左右，其背后的逻辑是行业真正龙头物管公司在组织架构、业务范围、数字化程度已经远远领先于二梯队物管公司，具备了对外输出的平台化能力。而随着资本市场的冷却和政策的不确定性，行业估值水平开始下滑，IPO 不再是中小物管公司最有吸引力的选择，企业联盟为中小物业企业提供一条新的成长或者退出道路。我们认为未来行业中将有更多类似于阳光智博的案例出现，物业行业的集中度将迅速提升，流量整合下产生的化学反应更加具有投资吸引力。

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

以万物云为例，2021 年 5 月 25 日，万物云在海康威视杭州总部发布安防机电服务品牌“万御安防”。本次拆分，意味着万科将物业行业进一步垂直细分，将物业产业链中的底层能力进行标准化，再通过万物云把服务品质和管理经验向行业开放和分享。我们认为，这或许是一个改变整个行业发展路径的重要里程碑。我们也期待万物云正式上市后对行业竞争格局的重塑。

图 38：平台化战略的目标：实现业务无边界，产能无瓶颈



数据来源：公司官网、东方证券研究所

## 投资建议

短期来看，由于地产开发基本面尚未见底，2021年下半年到2022年1季度，地产行业风险外溢仍然会主导物业公司的股市表现，预计震荡幅度较大。中期来看，物管行业公司仍处于规模快速增长的阶段，同时政策支持市场化发展，客户为好服务付费的意愿将缓慢提升，我们看好行业高增长带来的投资红利。长期来看，我们认为物管服务的本质在于品牌力。我们看好头部企业在增值服务和商写、城市服务等领域的开拓，以及对行业的整合和平台化的潜力。推荐碧桂园服务、旭辉永升服务、融创服务等。

### 碧桂园服务：规模和利润领先，全产业链延伸业务

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

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

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

**强并购：**横向纵向并购并举，并购城市纵横、满国康洁、蓝光嘉宝等

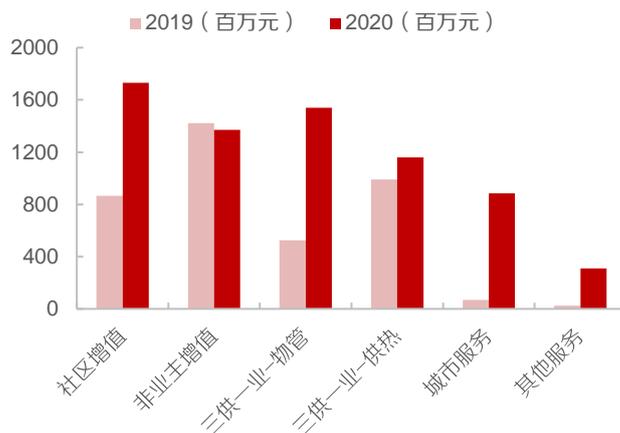
**拓边界：**布局增值创新、社区传媒、到家服务、家装服务、房屋租售、园区空间等诸多增值服务

图 39：收入总额持续快速增长



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 40：多元化赛道发力，社区增值、城市服务同比高增



数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 融创服务：后来居上，成长性确定性俱佳

**高增长：**2020 年营收同比增长 64%，归母净利增长 130%。

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

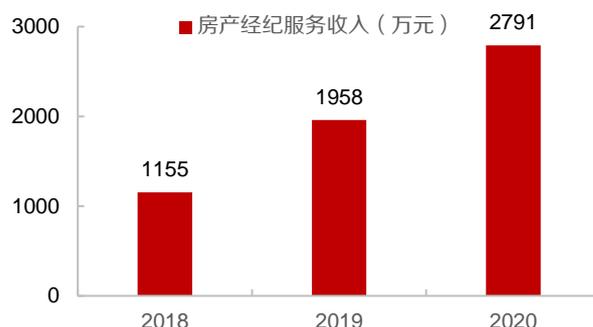
**母公司充分支持：**在管面积 1.4 亿方，合约面积 2.6 亿方，另有母公司未签约土储 1.3 亿方，未来增长有保障

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

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

**图 41：空间运营服务快速增长**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

**图 42：房产经纪服务持续增长**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

**图 43：美居服务快速增长**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

**图 44：便民服务迅猛增长**

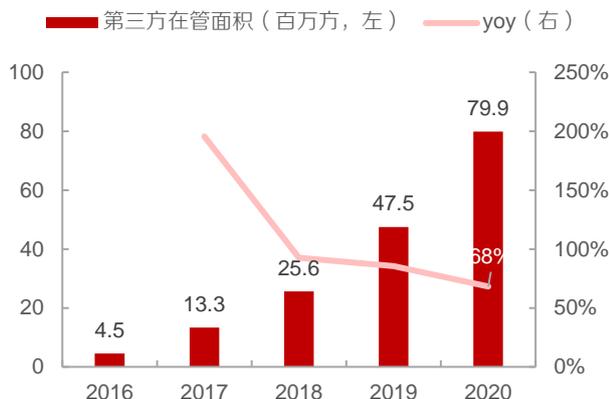

数据来源：公司公告、东方证券研究所

### 旭辉永升服务：内生外拓四轮驱动，最具潜力的中型物管公司

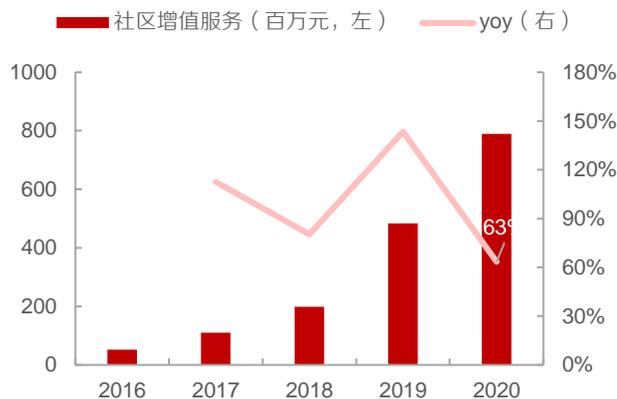
**高增长：**2020 年公司营业收入同比增长 66.1%，基本维持“六二二”格局（即基础服务占比六成、非业主增值服务和社区增值服务各占两成），其中物业基础服务营收增速 64.2%，非业主增值服务营收增速 76.1%，社区增值服务营收增速 63.5%。

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

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

**图 45：第三方在管面积持续扩大**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

**图 46：社区增值服务保持高增**


数据来源：公司公告、东方证券研究所

## 商管：商业资产存量竞争，优质商管服务成稀缺资源

### 资产端：供给过剩，电商冲击，难以灵活应对变化

近年来，我国商业新开工面积及竣工面积逐步减少，购物中心面积规模增速整体呈下降趋势，购物中心正逐步走向存量市场。截至 2020 年末，我国购物中心存量规模 4.4 亿平方米，逾 6000 个，人均购物中心面积虽然仅为 0.3 平方米，但城镇人口口径人均购物中心面积接近 0.5 平方米，与日本 2017 年同口径接近。

根据中性假设估算，未来 3-5 年市场供给延续相对高速增长，2025 年后逐步回落。至 2030 年 3 万方以上我国购物中心约 9500 个，规模约 7.4 亿方。届时，我国人均购物中心面积将超越日本，追赶澳洲。届时，10 年以上成熟资产面积约占 2/3，行业完全进入成熟市场。

**图 47：购物中心存量大**


数据来源：赢商大数据，中城商业研究院，东方证券研究所

**图 48：2009-2020 年商业营业用房新开工及竣工面积**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 49：购物中心存量预测**

	2020	2030		
		悲观假设	中性假设	乐观假设
购物中心个数（3 万方以上，个）	6000	8125	9500	11000
复合增速	-	2.8%	4.3%	5.7%
存量购物中心面积（3 万方以上，亿方）	4.4	5.9	7.4	8.7
人均购物中心面积（平方米）	0.31	0.42	0.53	0.62

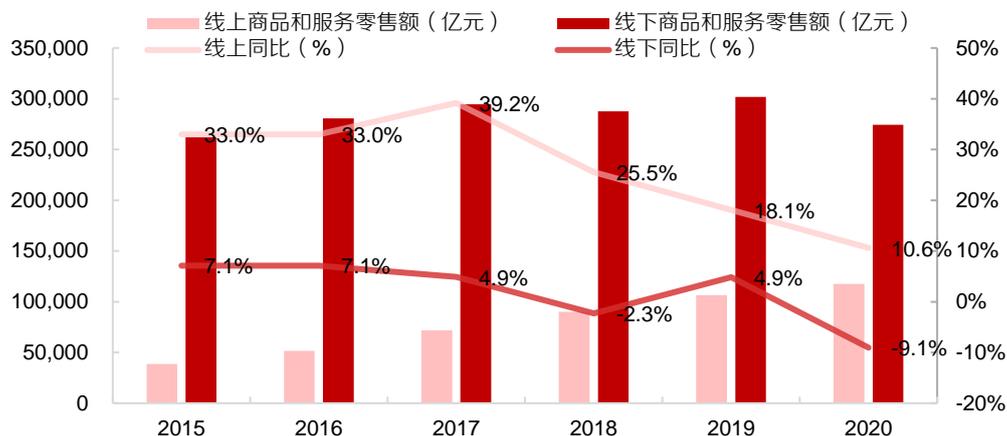
数据来源：《2020 中国购物中心租金趋势报告》，东方证券研究所

**图 50：中国与发达国家人均购物中心面积比较**

平米/人	2017	2018	2019
中国			0.31
中国（以城镇人口测算）			0.50
美国		2.18	
加拿大		1.56	
澳大利亚		1.04	
日本	0.41		

数据来源：赢商大数据，东方证券研究所

线下销售普遍受到电商冲击，购物中心“职能”悄然改变。2015-2020 年，我国线上商品及服务零售额 CAGR 25%，同期线下零售额仅为 1%；线上零售额占比由 2015 年 13% 提升至 2020 年 30%。受线上购物行为普及以及线下商场逐渐饱和的影响，线下零售日渐式微，购物中心的“购物职能”被弱化，“体验与社交职能”被强化，成为客户除办公室和家以外的打发休闲生活的第三生活空间。这样的趋势下，内容重要性逐渐超越空间资源，空间越来越依赖于优质内容引流，空间运营的难度越来越高，购物中心业主普遍存在流量焦虑。

**图 51：线上零售逐渐抢占线下购物中心的份额**


数据来源：Wind，东方证券研究所

购物中心初始投入大，但调整空间小，难以灵活应对变化。购物中心单项目体量大，项目建面从数万方到数十万方，项目投入重，从数亿到数十亿不等，越是大型项目，投入越高。同时，建筑体落成即定型，硬件方面很难大幅改动。这往往意味着，一旦客户消费审美偏好改变，则难以应对。例如 2015 年以来，大众线下消费需求往体验感倾斜，购物中心得以大行其道，以购物为主要职能的传统百货商场的生存空间明显受到较大挤压。

**图 52：不同类型购物中心初始总投入比较**

城市级购物中心	深圳万象城	北京西单大悦城	沈阳大悦城	天津大悦城	北京颐堤港	成都太古里	杭州金沙天街
开发商	华润	中粮	中粮	中粮	太古/远洋	太古/远洋	龙湖
总投资额 (亿人民币)	18.0	33.0	19.0	44.0	18.0	40.0	22.0
每平方米投资 (GFA)	11,000	25,000	8,000	28,000	21,000	34,000	15,000
每平方米投资 (LFA)	20,000	50,000	17,000	55,000	37,000	51,000	30,000
建面 (GFA)	159,585	132,352	225,654	160,552	85,566	119,077	151,135
经营面积 (LFA)	9,0871	66,176	112,827	80,276	48,112	78,746	75,568
开业年份	2004年	2007年	2010年	2011年	2012年	2015年	2015年

区域级购物中心	常州武进吾悦	北京五彩城	厦门湖里万达	泉州浦西万达	南京建邺万达	北京西直门
开发商	新城	华润	万达	万达	万达	凯德
总投资额 (亿人民币)	9.0	16.0	16.0	22.0	10.0	17.0
每平方米投资 (GFA)	6,600	14,000	9,500	8,100	4,700	20,000
每平方米投资 (LFA)	9,400	24,000	17,000	22,000	8,500	33,000
建面 (GFA)	142,226	115,900	174,000	270,000	213,900	83,075
经营面积 (LFA)	99,926	70,000	95,841	100,217	118,100	50,452
开业年份	2012年	2011年	2011年	2012年	2009年	2007年

数据来源：草根调研、东方证券研究所

## 融资成本、经营能力和城市能级三个大要素是做好重资产商场的核心

项目 NOI 大于融资成本是生存的基本条件。好的经营能力能确保租金持续增长，同时更加精细高效地管控费用。城市能级决定退出难度，是赚取资本增值的关键。我们认为，无可售的纯购物中心最难成功，需要同时具备三个条件，如华润置地融资成本低，运营能力强，同时拿地区位通常较好，才比较容易获得成功。而综合体勾地得益于“以售养租”，成功条件略微宽松，三者中往往只需具备两者即可能成功，如龙湖集团具备较低的融资成本和较高的运营水平。

## 纯购物中心的财务回报最困难，综合体成功条件略微宽松，但绝对难度仍不小

就现状而言，纯购物中心其实很难获得理想的回报。具体而言，由于当前我国高地价导致项目总投资通常较高，而项目销售额上限通常又取决于城市消费水平，商业资产的经营回报率（NOI 率）通常很难突破 10%。同时，项目增长潜力和达到稳态后的经营可持续性会对资产的估值水平产生很大影响，往往只有一二线城市的项目才具备更高的成长天花板和更强的经营可持续性，从而享受更高的退出估值。即便纯购物中心同时具备上述三大要素，往往也得 10-12 年的长周期才能实现退出，考虑了退出收益的无杠杆 IRR 很难超过 10%。

我们测算典型一二线城市纯购物中心的投资回报率。假设项目体量 10 万方，单方建安成本 10000 元/平，平均地价 4500 元/平，租金复合增速 0-3 年 10%，3-5 年 8%，5-10 年 5%，退出时资本化率 6.5%。则项目约在第 10 年才能达到 10% 左右 NOI 率。假设开发商融资成本 7.0%，自有出资占比 30%，则全生命周期的无杠杆 IRR 回报率仅为 6.9%。可以看出，面对这样的回报率，仅有极少数企业才能获得较好的财务回报，融资成本较高的普通开发商，经营利润甚至难以覆盖融资成本，带杠杆的 IRR 只会低于无杠杆 IRR。

图 53：典型一二线城市商场的盈利测算

一个典型一二线城市商场的盈利测算

假设：													
总建面（万方）	10	退出时资本化率	6.50%										
地下建面（万方）	2	租金增速假设	前三年年化10%，3-5年8%，5年以上5%										
地上（万方）	8	贷款比例假设	70%										
可租面积（万方）	6	加权融资成本	7.00%										
单方建安（元/平）	10,000	运营成本	40%										
分摊地价（元/平）	4,500	租金收入占比	75%										
总造价（万元）	145,000	租售比	15%										
现金流模拟：													
年份	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售坪效（元/月）				800	880	968	1,065	1,150	1,242	1,341	1,408	1,479	1,553
租金收入（万）				8,640	9,504	10,454	11,500	12,420	13,413	14,486	15,211	15,971	16,770
项目总收入（万）				11,520	12,672	13,939	15,333	16,560	17,885	19,315	20,281	21,295	22,360
(-) 运营成本				4,608	5,069	5,576	6,133	6,624	7,154	7,726	8,112	8,518	8,944
NOI(万)				6,912	7,603	8,364	9,200	9,936	10,731	11,589	12,169	12,777	13,416
NOI/总造价				4.8%	5.2%	5.8%	6.3%	6.9%	7.4%	8.0%	8.4%	8.8%	9.3%
退出时价值（NOI/Cap Rate）													206,399
自有资金投入（万）				43,500									
贷款（万）				101,500									
(-) 利息支出（万）					7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105
自有资金流：	(43,500)	(7,105)	(7,105)	(193)	498	1,259	2,095	2,831	3,626	4,484	5,064	5,672	92,790
不考虑资产退出现金流回正时间				10									
自有资金的IRR-带杠杆				6.8%									
自有资金的IRR-无杠杆				6.9%									

数据来源：东方证券研究所

综合体勾地受益于“以售养租”，成功条件略微宽松。我们测算典型三四线城市纯购物中心的投资回报率。假设项目体量 36 万方，其中住宅 27 万方，购物中心 9 万方。住宅部分，采取简化处理，假设单方销售均价 10000 元/平米，项目净利率 7%，测算销售利润。购物中心部分，单方建安成本 8000 元/平，平均地价 1500 元/平，租金复合增速 0-3 年 10%，3-5 年 7%，5-10 年 4%，退出时资本化率 8.0%。简单假设住宅的销售利润全部用于抵消购物中心的预计总投资（不考虑现金回款的周期），开发商融资成本 7.5%，自有出资占比 30%，则项目无杠杆回报率可以达到 10% 左右，显著高于纯购物中心项目。

但综合体的核心问题在于能否退出，绝对难度仍然不小。只有成功退出才能完成财务模型的闭环。而三四线的城市相较一二线城市，购物中心的发展潜力和经营的可持续性更弱，一方面较难寻得潜在买家，另一方面退出可能需要付出较高的估值折价。

图 54：典型三四线城市综合体的盈利测算

一个典型三四线城市综合体的盈利测算													
<b>假设：</b>													
<b>可售部分</b>													
总建筑面积 (万方)	36	项目净利率		7%									
销售均价 (元/平米)	10,000	销售利润		25,200									
<b>商场部分</b>													
总建筑面积 (万方)	9	退出时资本化率		9.00%									
地下建面 (万方)	1.8	租金增速假设		前三年年化10%，3-5年7%，5年以上4%									
地上 (万方)	7.2	贷款比例假设		70%									
可租面积 (万方)	5.4	加权融资成本		7.50%									
单方建安 (元/平)	8,000	运营成本		40%									
分摊地价 (元/平)	1,500	租金收入占比		75%									
总造价 (万元)	85,500	租售比		15%									
<b>现金流模拟 (不考虑可售部分)：</b>													
年份	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售绩效 (元/月)				600	660	726	777	831	864	899	935	972	1,011
租金收入(万)				5,832	6,415	7,057	7,762	8,383	9,054	9,778	10,267	10,781	11,320
项目总收入 (万)				7,776	8,554	9,409	10,350	11,178	12,072	13,038	13,690	14,374	15,093
(-) 运营成本				3,110	3,421	3,764	4,140	4,471	4,829	5,215	5,476	5,750	6,037
NOI(万)				4,666	5,132	5,645	6,210	6,707	7,243	7,823	8,214	8,625	9,056
NOI/总造价				5.5%	6.0%	6.6%	7.3%	7.8%	8.5%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
退出时价值 (NOI/Cap Rate)													100,620
自有资金投入(万)	25,650												
贷款投入(万)	59,850												(59,850)
(-) 利息支出 (万)		4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489
自有现金流 (万)：	(25,650)	(4,489)	(4,489)	177	643	1,157	1,721	2,218	2,754	3,334	3,725	4,136	40,801
不考虑资产退出现金流回正时间				10									
自有资金的IRR-带杠杆				5.6%									
自有资金的IRR-无杠杆				6.7%									
<b>现金流模拟 (考虑可售部分)：</b>													
年份	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售绩效 (元/月)				600	660	726	777	831	864	899	935	972	1,011
租金收入(万)				5,832	6,415	7,057	7,762	8,383	9,054	9,778	10,267	10,781	11,320
项目总收入 (万)				7,776	8,554	9,409	10,350	11,178	12,072	13,038	13,690	14,374	15,093
(-) 运营成本				3,110	3,421	3,764	4,140	4,471	4,829	5,215	5,476	5,750	6,037
NOI(万)				4,666	5,132	5,645	6,210	6,707	7,243	7,823	8,214	8,625	9,056
NOI/总造价				5.5%	6.0%	6.6%	7.3%	7.8%	8.5%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
退出时价值 (NOI/Cap Rate)													100,620
自有资金投入(万)	18,090												
贷款(万)	42,210												(42,210)
(-) 利息支出 (万)		3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166
自有现金流：	(18,090)	(3,166)	(3,166)	1,500	1,966	2,480	3,044	3,541	4,077	4,657	5,048	5,459	59,764
不考虑资产退出现金流回正时间				10									
自有资金的IRR-带杠杆				14.5%									
自有资金的IRR-无杠杆				10.7%									

数据来源：东方证券研究所

## 看好两种类型商业资产的成功

存量供过于求情况下，多数购物中心长期增长空间受到挤压，最终只有地段核心、投资规模更大、运营能力强，建造和设计标准高、定位高端的核心资产才能够赢得更高的回报率。相比于写字楼、物流仓储等资产的客户，购物中心客户对经营异质化的要求更高，客户对于商场本身的品牌重视度

更低，更看重空间的内容是否“好逛”。我们认为“核心空间资源+高端内容组合”能构建差异化竞争壁垒，更容易取得成功。

图 55：看好两种类型的商业地产获得成功

类型	地段	产品定位	成功要素	范例
核心城市 核心地段 中高端商场	一线或 强二线 城市核 心区位	城市级或区域级 高端及重奢购物 中心	地段好 建筑设计好 品牌力强 租户组合差异化	华润万象城/万象天地 新鸿基IFC 恒隆广场 九龙仓 太古
高能级城市 TOD项目	二线及 以上城 市，中 等以上 地段	城市级或区域级 高端及重奢购物 中心；车辆段上 盖	人流量汇集 综合体运营能力 轨交配合能力	龙湖天街 凯德广场 COCO Park

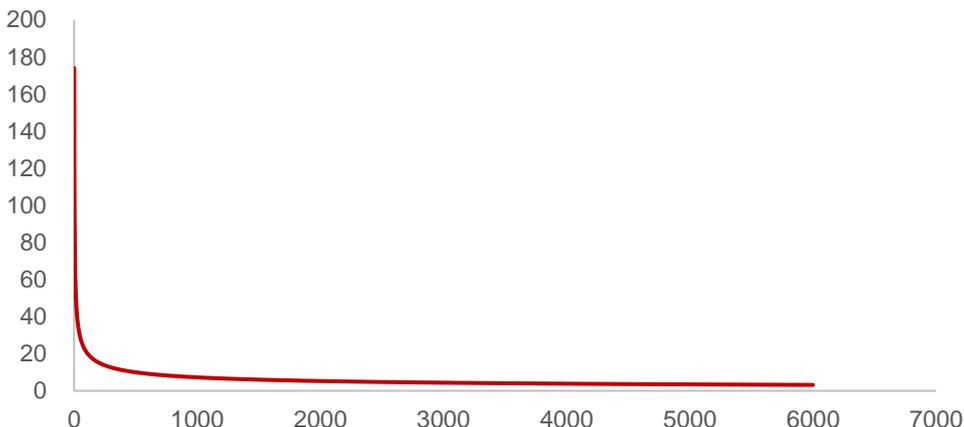
数据来源：东方证券研究所

## 服务端：存量竞争时代，优秀的管理能力供不应求

如前文所述，线上购物行为普及以及线下商场逐渐饱和的今天，购物中心“购物职能”被弱化，“体验与社交职能”被强化，实际上“购物中心”的称呼已经无法准确表达其全部功能定位，运营管理的复杂度提升。存量竞争时代，空间资源不再稀缺，内容竞争日益激烈，一切迫使业主对购物中心运营管理能力提出更高的要求，如出色项目定位能力、优质租户资源、非标化的品牌组合能力、高效运营管理等。优质的商管能力成为稀缺资源，优秀的商管公司因此获得更多机会，可以通过轻资产输出去的方式盘活其他企业或者非专业运营方手中更困难的资产。

当前行业两极分化，马太效应明显，我们认为其大致遵循幂律分布。基于此，根据全国百强购物中心销售零售数据，来模拟构建购物中心市场规模预测模型，推算 2019 年全国购物中心零售额接近 3.5 万亿。假设全国商场平均租售比为 15%，租金收入占项目总收入的 70%，单个项目 EBITDA 利润率 50%，商管公司单项目利润占 20% EBITDA 来计算，纯商管业务潜在市场规模约 750 亿元。而排名前 25%，预计约 1,500 个购物中心创造收入 360 亿元（单项目销售额高于 6 亿元），市占率 48%。同时，考虑到新增项目同样以每年数百个的速度在增加，行业的蛋糕正在变得越来越大。

图 56：2019 年全国购物中心销售额分布比较（亿元）



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

数据来源：国际购物中心协会亚太市场专委会、东方证券研究所

## 轻资产模式佳，但管理扩张有边界

商管服务属于“轻资产”技术输出，主要通过管理团队、技术团队的输出，为购物中心、写字楼等提供从前期定位设计、招商、筹备，到开业后租户、客户、营销等运营管理的全流程支持。其商业模式的优点在于：

- **避免资产价格波动所产生的影响。**商业资产价格存在明显的周期性波动，但商管以提供服务为主，能够有效避免资产价格波动的影响。经济下行时，商业地产零售额下降会对公司的收入造成影响，但损失相对可控。
- **业务扩张速度较快。**轻资产管理输出投入低，复制相对容易，扩张速度较快。但由于管理运营工作相对依赖于项目管理者的经验和专业能力，扩张速度过快会在一定程度上稀释管理能力，影响力项目管理质量。
- **具备成长性。**此外，商管收入通常与购物中心经营利润挂钩，在假设租售比和费用率一定的情况下，经营利润与购物中心零售额相关，随着零售额增长而增长。因此商管业务单项目的收入具备成长性，这是其区别于住宅、写字楼等其他业态的最大不同点。

资产“轻”则团队“重”，管理的扩张有边界。商管服务输出的是管理，因此管理人的项目经验、对内容 IP 的理解、对用户喜好的认知等能力，构成了其区别于竞争对手的核心优势。对外输出管理的过程中，丰富的租户资源、强大的中后台、先进的 IT 系统以及标杆项目所积累的声誉均属于“基础设施”，具备规模效应。但每个项目有其独特性，需要项目管理者量身定制运营策略，很多时候依靠管理者的经验与判断。而个人的管理半径总归有限，规模扩张摊薄管理能力，因此当规模扩张到一定程度后，人将成为制约规模扩张的因素，过快的扩张会影响品牌形象。当前行业仍处于高速扩张但管理能力未被稀释的阶段，长期看好能够平衡规模与品牌的公司。

## 管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”

**轻资产则重团队，人才是一切的核心。**本质上，商管服务输出的是管理，管理人才的经验 and 见识，对内容 IP 的理解，对用户偏好的认知是核心。开业前，准确的定位是决定项目成败的最重要因素之一，而做好定位靠团队。开业后，商业运营是一个持续且动态变化的过程，不同发展阶段面对的主要问题不同，需要经营者不断调整定位和策略，作出符合市场需求和项目要求的改动，考验的管理者基于相同的品牌，创造出优于竞争对手的“租户组合”，让客户选择自己而不是竞争对手。

**品牌力是品牌商和业主的信任感。**从品牌方角度来说，大多数城市的大多数项目同质性强，可做可不做，其进驻与否的核心在于对商管公司和团队的信任感，而信任形成于过往合作项目的业绩积淀，本质是公司的品牌力，而品牌力来自于一个个成功的标杆项目。同样的，业主方选择适合自己方的商管公司，很大程度上也依靠其对商管公司标杆项目的认知。

**“基础设施”具备规模效应。**商管公司的“基础设施”包括丰富的租户资源，强大的中后台支持，先进的数字化运营系统等。随着规模扩张，公司所积累的供应商资源会更多；中后台能力愈发成熟、制度更加健全；同时经过更多项目检验和迭代的数字化运营系统也更加完善，能够更好地支持经营决策。强大的“基础设施”支持公司不断优化运营结果，提升经营业绩，具备规模效应。

**管理的扩张有边界，质量重于规模。**尽管“基础设施”具备规模效应，同时优秀的人才可以扩大数倍的“AUM”，但个人的管理半径始终有限。公司扩张到一定规模后，人成为制约因素，强行扩张可能导致规模不经济，甚至影响品牌口碑。

图 57：管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”等方面



数据来源：东方证券研究所

## 投资建议

### 华润置地：综合性地产开发商标杆，新时代下的领军者

**深耕高能级城市，土储优质且充足。**坚持深耕高能级城市，截至 21H1 土储面积 7098 万平，权益土储面积 5116 万平，聚焦在粤港澳、长三角、京津冀、成渝经济圈四大区域以及九大国家中心城市等一二线城市。

**行业利润率下行，综合体拿地优势明显。**公司先于同行布局商业地产，成功转型综合性地产开发商。行业销售毛利率回归制造业属性趋势下，公司凭借国内最高品质的综合体开发运营能力，能够更低成本获取高能级城市土地，保持领先的盈利水平。21H1 新增项目 33 个（13 个为非公开市场拿地），全口径建面 838 万方，权益建面 714 万方。

**内资最具影响力的重奢购物中心品牌。**旗下万象城品牌是唯一能与港资匹敌的内资重奢品牌，多年来经营业绩出众、投资回报率远超同行、掌握广泛且高端的租户网络，为众多国际奢侈品所认可，管理能力行业数一数二。截至 21H1 累计租金收入 83 亿元，同比+63.4%。已开业万象系列购物中心 48 个（其中 8 个为重奢），储备项目约 60 个。

**新时代下央企竞争占优。**行业融资环境下行，房企信用利差扩张背景下，公司央企背景成本优势明显。截至 2020 年末，公司加权平均融资成本 4.08%，保持在行业低位。资债指标稳健，剔除资产负债率 59.7%，净负债率 33.3%，现金短债比 2.23，符合“三条红线”绿档标准。行业底层逻辑已经改变，稳健的头部央企更为有优势。

### 龙湖集团：稳健房企标杆，不动产运营典范

**稳健和平衡是公司的底色，追求更有质量的发展。**龙湖集团 90 年代创建于重庆，二十八载铸就稳健增长的标杆房企。2016 年至 2020 年，公司营业收入和归母净利润分别实现年均复合增速 27.5% 和 19.1% 的增长。龙湖保持财务长期稳健，截至 2020 年底，公司剔除预收账款的资产负债率为 67%，净负债率 46%，现金短债比为 4.2，平均融资成本仅 4.4%，属于绿档房企。

**战略和执行领先，十载探索终成六大航道全面扬帆。**地产扮演稳健增长角色，注重城市深耕，高端产品线具有溢价，预计继续保持 10-15% 的增长，2020 年销售 2700 亿，一二线占比达 97%，土地储备 7400 万方满足三年以上开发需求，通过综合开发和适度下沉控制拿地的地货比，未来毛利率大幅下滑的空间不大；商业是公司标签之一，开业提速预计租金保持 30-40% 的增长，2020 年公司实现租金收入 58.2 亿元，2010-2020 年 CAGR 达到 35.1%，整体出租率一直维持在 95% 以上。公司严格恪守投资纪律，以十年的战略定力和累计千亿计的销售量为机会成本，铸就了其在商业地产领域的核心能力。物业实现服务的闭环，储备深厚有望保持 40-50% 的增长，2020 年实现物业收入 58.4 亿元，近五年 CAGR 为 42%，同时具备了平台化输出的潜力。长租公寓 2021 年可能迎来盈利拐点。

**坚持长期主义，从优秀到胜利。**展望未来，龙湖在赛道选择、扎实经营和组织能力具备长期投资价值。公司牢牢把握 TOD 风口，综合开发能力一流。商业上公司因超低的融资成本、具有潜在退出能力建立竞争优势。龙湖擅长从客户出发，具有强大的客研能力。同时形成了年轻化数字化的氛围和具有凝聚力的文化确保公司发展后劲。

### 华润万象生活：“物管+商管”综合服务能力，商管领域标杆

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

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

**“十四五规划”：物管第一梯队，商管行业第一。**公司规划 2025 年物管在管面积达到 4 亿平米，较 21 年上半年 1.3 亿平米（包含住宅及非住）增长 2.7 亿平；实现在管开业购物中心 150 个，较目前在管 57 个增加 90 余个。物管方面，计划 4 亿平米中 50%由外拓实现，同时 50%以上为非住业态。商管方面，华润置地旗下逾 120 个已开业及储备项目将全部交由华润万象生活管理。

### 星盛商业：能力优秀的湾区商业专家

**商业地产从“大开发时代”进入“存量竞争时代”。**购物中心供过于求，同质化问题严重，竞争激烈。优秀的主动管理能力能够拉开资产差距，业主需求大，稀缺性凸显，轻资产管理能力输出空间巨大。

**湾区纯商管标杆，管理能力优秀。**公司始于深圳，专注商管服务，旗下 COCO 品牌美誉度高，定位年轻时尚，深受年轻人追捧，成功打造城市级地标如福田 COCO Park。坚持市场化和职业经理人化管理，核心团队能力出众，商业地产运营经验超 20 年，积淀深厚；团队稳定性高，星河体系内平均任职时间超 10 年。经过多年发展，公司在租户资源、IT 系统等“基础设施”已较为完善，形成规模效应。截至 21H1，合约管理项目 69 个，合约管理面积 348 万方，64%位于大湾区，聚焦高能级城市；其中已开业项目 22 个，在管面积 171 万平，我们认为其管理能力相对于当前的管理规模是超配的。

**母公司储备充足且优质；市场化程度高，三方外拓潜力大。**母公司星河控股土地储备约 4000 万方，其中约 400 万方为商业用地，且土储资质优质，多为大湾区中心区，为长期增长提供保障。公司坚持市场化路线，为国内最早一批开展轻资产输出的企业，合约管理面积中第三方占比达到 62%，远超同行，以委托管理、品牌及管理输出、整体租赁三种模式持续推动市场化扩张，取得了良好口碑，看好“增量项目+潮流高端品牌”组合外拓潜力。

**扩张目标明确，业绩增长指引五年五倍。**在保持大湾区行业领先地位前提下，公司将继续向长三角及中西部核心城市扩张，2021-2023 年发展计划为“总合约面积不低于 550 万平方米，开业面积不低于 450 万平方米，出租率不低于 95%”，同时核心净利润目标为五年五倍。

### 宝龙商业：长三角商管领头企业，未来增长可期

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

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

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

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

## 风险提示

**信用风险持续释放。**政府对房地产行业收紧程度超预期，行业现金流负反馈局面难以打破，房企信用风险持续释放。

**销售毛利率下降。**集中供地的结果持续低于预期，行业销售毛利率继续下行。

**地产风险外溢影响物管行业。**地产行业下行，项目交付进度不及预期，开发商关联业务收入降低等均会影响物管公司盈利增长。

**商管管理能力摊薄导致运营效率下降。**商管生意的核心在人，规模扩张过快可能导致管理精力被摊薄，项目的运营效率下降，影响品牌美誉度，同时也影响盈利水平。

**假设条件变化影响测算结果的风险。**文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

## 投资评级和相关定义

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

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

## 免责声明

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

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

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

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

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

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