

房地产行业观点：
行业复苏-经济的新引擎

地产研究团队

 摘要

房地产行业政策思路分析和展望

- **金融端**：通过梳理企业出险过程与政策发布情况，我们发现前期政策对企业信用风险改善的效果有限；部分不同信用级的企业被卷入市场预期实现，最终在低市场信心下陷入负反馈过程；而央行16条引领了一轮新的政策思路。
- **需求端**：我们提出了因城施策研究模型，将城市分为核心二线、普通二线和压力二线三类，分别分析政策效果。同时从购房行为发生所需的三大影响条件、政策作用的四个阶段出发对政策进行剖析和展望。

国央企投资板块分析

- **土地集中出让放松**：从政策端、企业端与融资端分别考察对央国企的利好作用与市场影响。
- **各类企业土地拓展受限**：从地方城投、民企和混合所有制企业的视角，阐明国央企的突出性优势。
- **市场化央国企或成复苏先锋**：从投销比、交付信心、融资渠道和营销举措等多维度发掘央国企的鲜明优势。

物管行业在当前阶段的发展机遇

- **城市发展与业主客群视角下的物业机会**：分析未来行业规模变化、不同业主客群的差异化与物企在其中的机会
- **物企业务端的机遇和风险**：从B端、G端等细分业务分析发展逻辑，并提出“宏观判大势，中观看城市，微观选公司”的投资分析思路。最后从业务与报表的角度分析物企业务的风险。

风险提示：调控政策收紧风险，预售模式变化风险，房价大幅下跌风险，土地价格上升风险，境外融资收紧风险，市场进一步下行风险



01

房地产行业政策思路分析和展望

02

国央企投资板块分析

03

物管行业在当前阶段的发展机遇

04

风险提示

CONTENTS

目录



01 房地产行业政策思路分析和展望

1.1 金融端

图表：金融端政策与企业出险梳理

政策发布时间和相关内容

2021.12.14 鼓励地方政府出手救助违约企业
2021.01.20 下调5年期以上LPR5个基点至4.6%
2021.03.01 房贷退税开始
2021.05.15 差异化住房信贷，首套房利率下调为不低于LPR减20基点
2021.08.20 下调5年期以上LPR15个基点至4.3%
2021.11.03 央行十六条
2021.12.20 鼓励央企并购，喊话市场化解决
2021.03.16 金融委表态。央行银保监接连表态
2021.05.20 下调5年期以上LPR15个基点至4.45%
2021.08.22 中债增信发债第一波开始
2021.11.23 中债增信发债第二波开始

华夏幸福 时间：2021.02 负债：2600亿	泰禾 时间：2021.07 负债：2000亿	宝能 时间：2021.08 负债：2600亿	恒大 时间：2021.09 负债：20000亿	当代置业 时间：2021.10 负债：800亿	中国奥园 时间：2021.10 负债：2500亿	富力 时间：2021.12 负债：3000亿	正荣 时间：2022.02 负债：2000亿	祥生 时间：2022.03 负债：1500亿	中梁 时间：2022.04 负债：2000亿	绿地 时间：2022.05 负债：11800亿	宝龙 时间：2022.07 负债：1800亿
				花样年 时间：2021.10 负债：600亿	佳兆业 时间：2021.10 负债：2300亿			大发 时间：2022.03 负债：300亿	俊发 时间：2022.04 负债：2000亿		
				新力 时间：2021.10 负债：10000亿	阳光城 时间：2021.11 负债：3500亿			禹州 时间：2022.03 负债：900亿			
								融创 时间：2022.03 负债：10000亿			
								世茂 时间：2022.03 负债：4000亿			
								龙光 时间：2022.03 负债：2000亿			

企业初次展期或违约时间

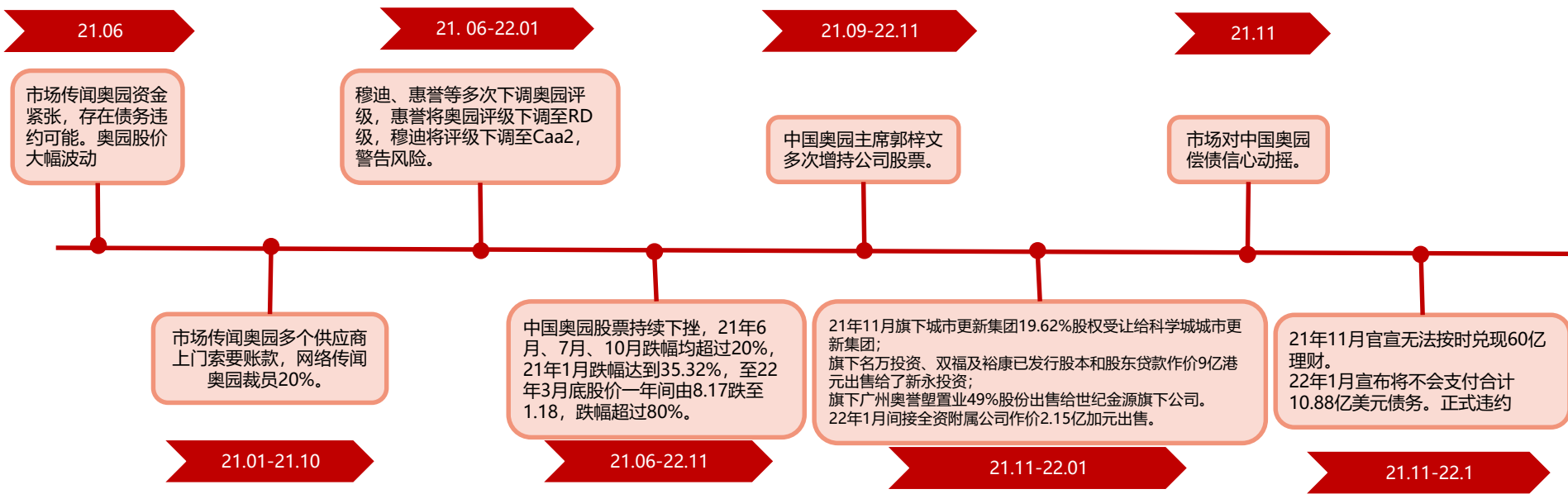
资料来源：中指研究院，民生证券研究院

1.1 金融端

➤ 企业信用危机演化过程

◆ 不同信用企业均被卷入市场预期实现

图表：中国奥园信用危机演化过程



资料来源：中指研究院，腾讯新闻，民生证券研究院

1.1

金融端

➤ 企业信用危机演化过程

◆ 不同信用企业均被卷入市场预期实现

图表：龙光集团信用危机演化过程



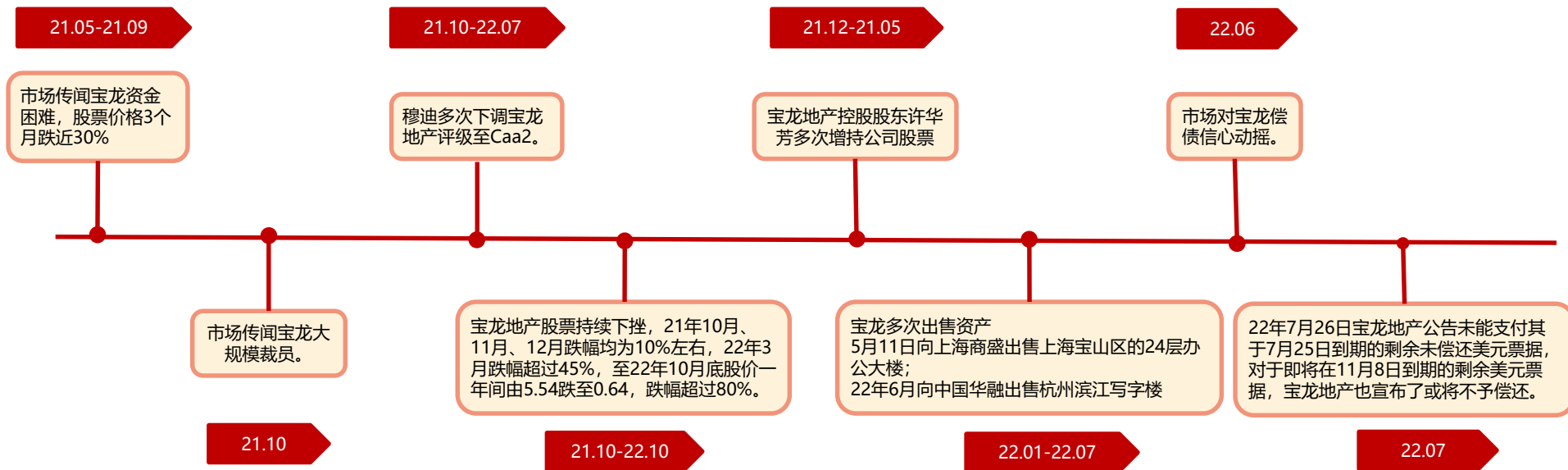
资料来源：中指研究院，腾讯新闻，民生证券研究院

1.1 金融端

➤ 企业信用危机演化过程

◆ 不同信用企业均被卷入市场预期实现

图表：宝龙地产信用危机演化过程



资料来源：中指研究院，腾讯新闻，民生证券研究院

1.1 金融端

➤ 企业信用危机演化过程

◆ 不同信用企业均被卷入市场预期实现

图表：旭辉控股集团信用危机演化过程



资料来源：中指研究院，腾讯新闻，民生证券研究院

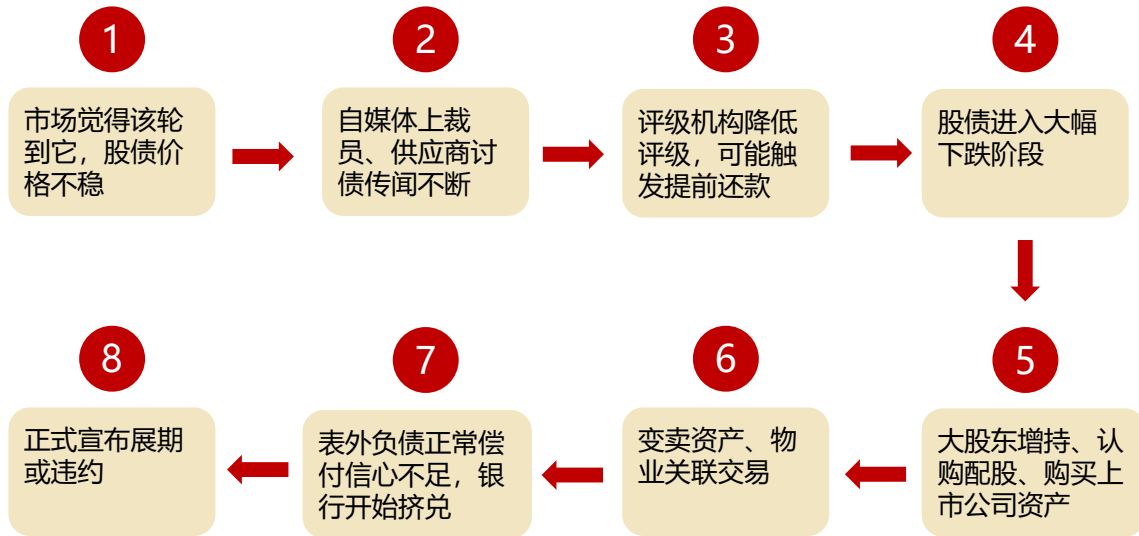
1.1 金融端

➤ 企业信用危机演化过程

◆ 低市场信心下，企业陷入负反馈过程

- 是企业本身资金链不够安全？还是市场对企业的负面预期最终自我实现？

图表：地产企业负反馈过程



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

1.1 金融端

➤ 央行16条引领的新一轮政策新思路

◆ 政策思路

- 最小化的成本/风险（真金白银托住样板企业），通过明确对地产支持态度、展示融资渠道通畅、大力宣传样板落地的方式，去撬动最大化的市场信心提升（防止挤兑和信用风险蔓延），为需求端的缓慢恢复留出时间，将整个市场预期自我实现从负向扭转至正向，其余问题企业市场化解决；
- 债券—框架发行
- 银行—可展期、授信、保函换预售资金
- 信托—16条里鼓励信托支持房地产融资
- 私募—私募股权基金备案
- 股权融资—定增通道开启

资料来源：政府官网，每日新闻，民生证券研究院

1.2 需求端

➤ 因城施策研究模型

◆ 样本

- 以二线为研究样本，每一类城市对相同政策的效果不同
- 核心二线：苏州、南京、杭州
- 普通二线：长沙、青岛、福州
- 压力二线：郑州、重庆、天津

◆ 三大因素

- 购房行为发生所需条件有三大因素
- **是否有购房资格**
- **是否有购房能力**
- **是否有购房意愿**

◆ 四大阶段

◆ 阶段一：放松刚需资格

- 落户政策
- 人才政策
- 取消外地人二手限购

◆ 阶段三：增加购房能力

- 降低首付比例

◆ 阶段二：放松改善资格

- 认房认贷调整
- 满足条件多买一套房

◆ 阶段四：提升购房意愿

- 明文取消或进一步放松限购

资料来源：泽铁咨询大宗商品俱乐部，民生证券研究院

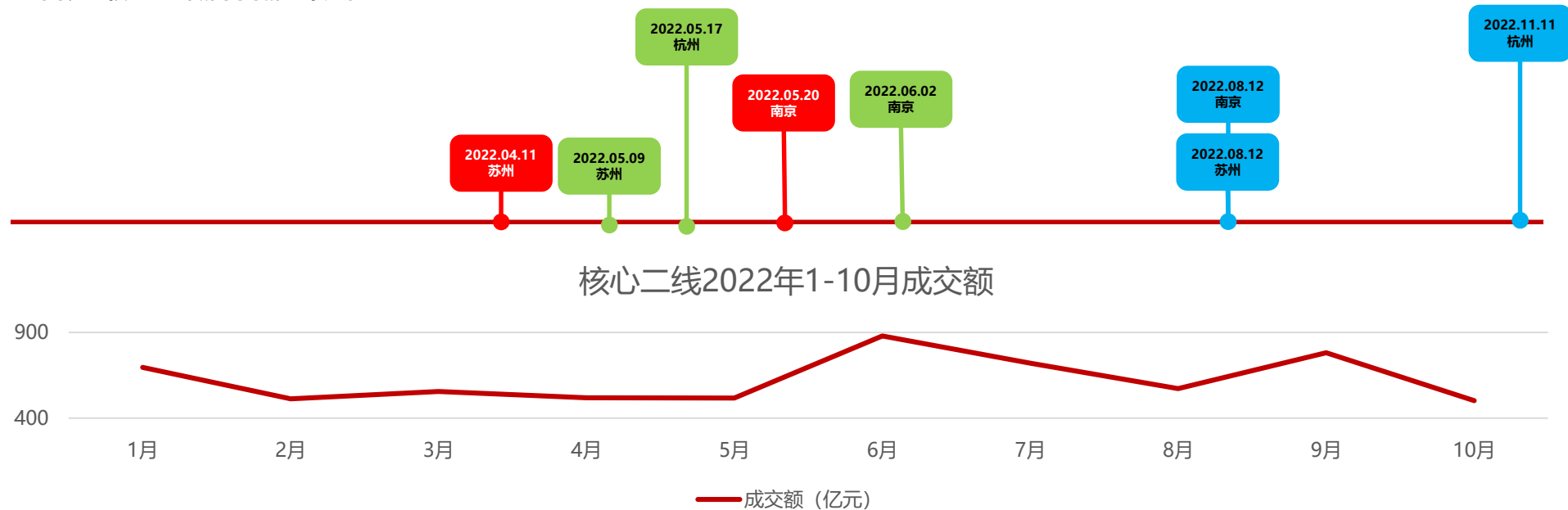
1.2 需求端

➤ 本轮因城施策规律研究

◆ 核心二线：苏州、南京、杭州

图表：核心二线城市因城施策过程

- 阶段一：●
- 阶段二：●
- 阶段三：●
- 阶段四：●



资料来源：中指研究院，腾讯新闻，民生证券研究院

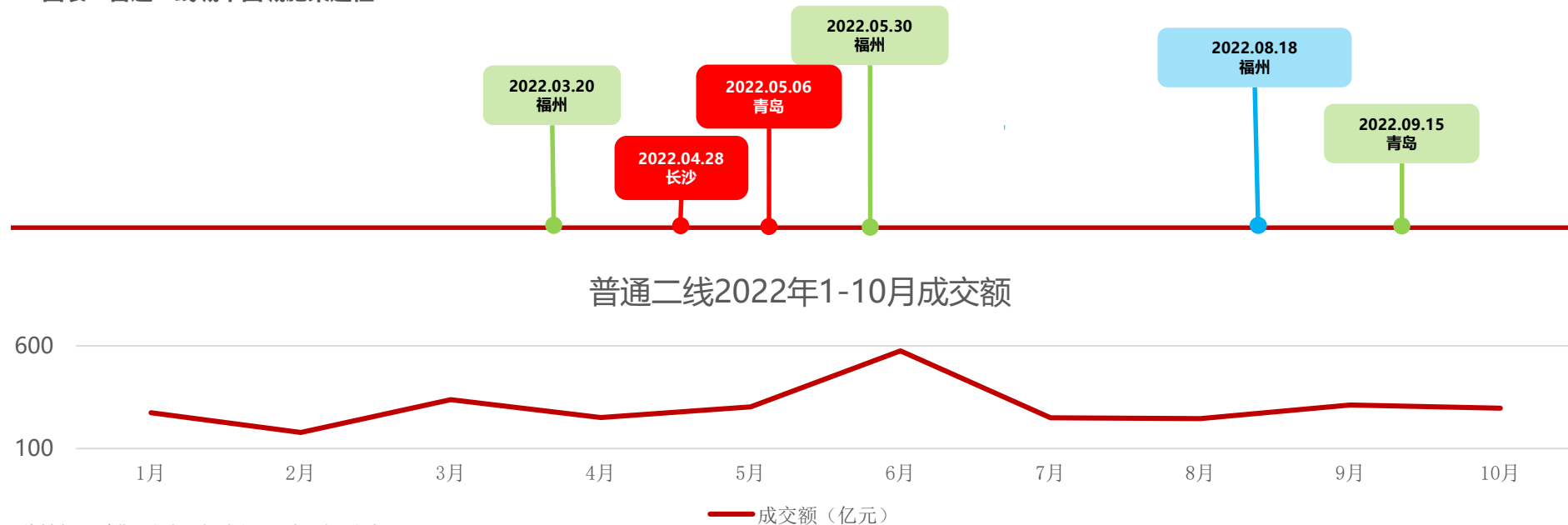
1.2 需求端

➤ 本轮因城施策规律研究

◆ 普通二线：长沙、青岛、福州

图表：普通二线城市因城施策过程

- 阶段一：●
- 阶段二：●
- 阶段三：●
- 阶段四：●



资料来源：中指研究院，腾讯新闻，民生证券研究院

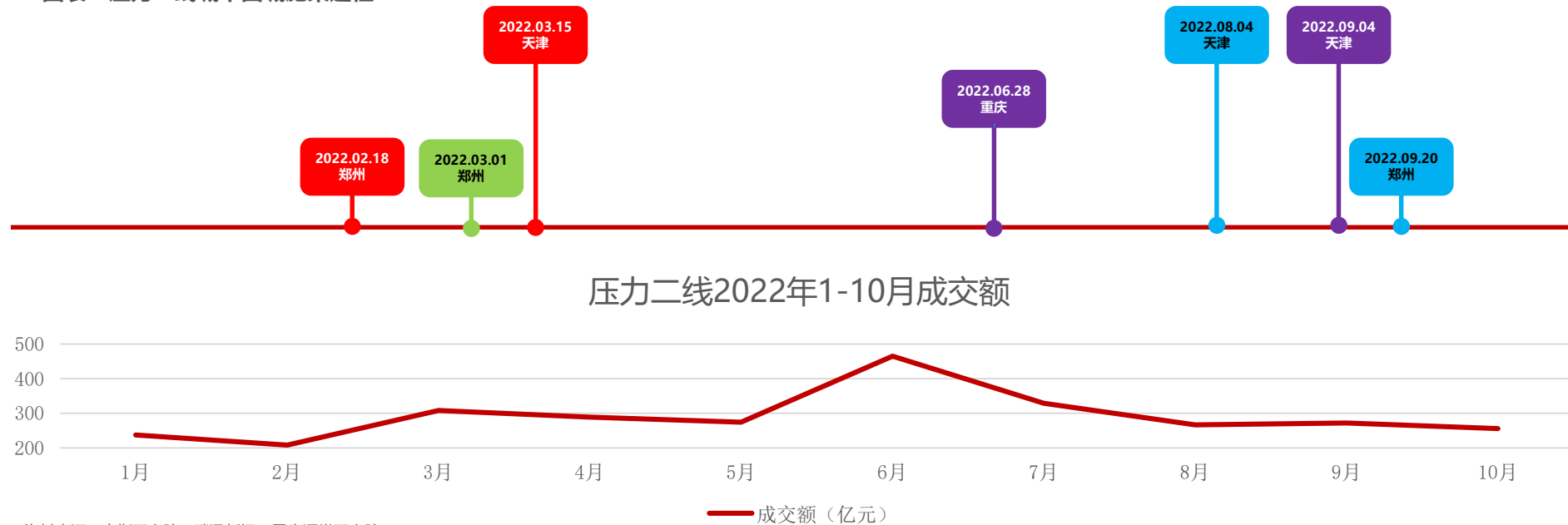
1.2 需求端

➤ 本轮因城施策规律研究

◆ 压力二线：郑州、重庆、天津

- 阶段一：●
- 阶段二：●
- 阶段三：●
- 阶段四：●

图表：压力二线城市因城施策过程



资料来源：中指研究院，腾讯新闻，民生证券研究院

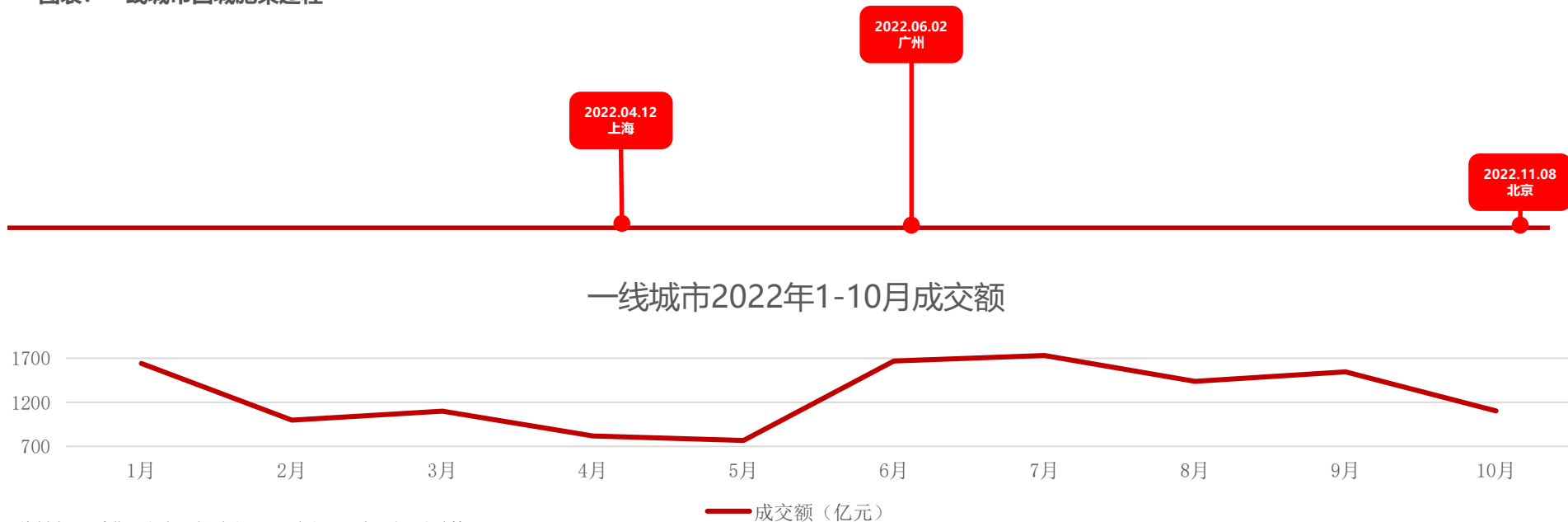
1.2 需求端

➤ 本轮因城施策规律研究

◆ 一线城市：北京、上海、广州、深圳

图表：一线城市因城施策过程

- 阶段一：●
- 阶段二：●
- 阶段三：●
- 阶段四：●



资料来源：中指研究院，腾讯新闻，网易新闻，民生证券研究院等

02 国央企投资板块分析

2.1

“两集中”政策端：出地次数松绑，减缓地方财政压力

2021年施行两集中政策的本意，是要控制地王频出，给行业降温。现在看来，开发商拿地逐渐变得更加理性，在这种调整下土地市场地王减少，非理性拿地迅速降温。

图表：多数城市已放松集中出让次数

城市	最近一次集中供地时间	第一次集中供地	第二次集中供地	第三次集中供地	第四次集中供地	第五次集中供地
苏州	2022年12月5日	√	√	√	√	已公告
无锡	2022年11月29日	√	√	√	√	√
武汉	2022年11月29日	√	√	√	√	
杭州	2022年11月29日	√	√	√	√	
北京	2022年11月28日	√	√	√	√	
深圳	2022年11月25日	√	√	√	√	
南京	2022年11月10日	√	√	√	√	
成都	2022年12月13日	√	√	√		已公告
青岛	2022年12月19日	√	√	√		已公告
上海	2022年12月9日	√	√	√		已公告
南昌	2022年10月28日	申请退出集中供地				
长沙	2022年9月23日	不再按年度批次推介土地，更改为常态化更新				

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

2.1

企业端：出地条件优化，开发商拓展意愿逐渐修复

去年下半年以来，土地市场和住宅销售市场下探，政府出台更多的刺激性政策来提高房企拿地的热情。

图表：2021-2022两集中土地出让条件对比

城市	2021年首次两集中出让条件统计	2022年首次两集中主要调整内容	调整方向
北京	配建保障房、竞品质；竞无偿移交商品房；竞现房销售	继续强化现房销售预期，有9宗地需要竞现房销售，仅4宗地竞配建保障性住房；从供地到拿证时间已缩短至55天	适度放松
上海	溢价不超过10%，达到竞价上限实行一次性报价（小于上限），接近平均价报价者为竞得人	“随机值”政策调整为所有竞拍人均可修改报价	适度放松
广州	配建公建配套；限低价、竞自持；摇号	取消销售价格；下调绿建星级标准；部分地块可分期付款；限价采取分级备案政策，豪宅限价政策将放松	放松
深圳	限房价、限地价、竞配建	部分地块销售限价上调5%-10%；溢价率上限15%；取消竞自持和竞配建租赁住房	放松
南京	限房价、限地价、摇号	集中取消了租赁住房的配建要求；保证金比例下调至起始总价的20%；优化调整了房价差保证预期利润；取消竞得地块数量的限制	放松
合肥	限房价、限地价、竞配建、摇号	多数地块取消或降低配建回购租赁住房要求；采取“竞品质”的竞价政策	放松
福州	限房价、限地价、竞自持、摇号	采用“限低价、竞首期付款比例、摇号”、“限地价、摇号”和“限地价、控房价、摇号”等多个政策	放松
青岛	限地价、竞自持	取消配建“人才住房”；集中供地计划由3次调整为4次	放松
武汉	价高者得	严控单宗住宅项目溢价率；采取熔断后摇号的方式确定竞得人；集中供地计划由3次调整为4次；保证金比例下调至总价的20%；取消“保障房”建设要求	放松
成都	限房价、限地价、竞自持	竞人才公寓、竞自持租赁、竞现房销售附加条件取消；集中供地计划由3次调整为4次；部分地块销售限价上调	放松
厦门	限房价、限地价、竞配建	沿用“限房价、限地价、定品质+摇号”的竞价方式；取消“保障房”建设要求	放松
重庆	价高者得	付款周期由3个月，最长延长至1年；集中供地计划由3次调整为4次	放松
长沙	限房价、限地价、竞自持、摇号	单宗住宅用地溢价率不超过15%；多宗地块不再设置最高限价	放松
杭州	限房价、限地价、竞自持、竞配建	一次性报价+以次高报价的原则确定竞得人；部分地块销售限价上调3%-5%	放松
苏州	竞地价、摇号	保证金比例下调至总价的20%；土地出让金缴纳时间延长；	放松
宁波	限房价、限地价、竞自持、竞配建	部分地块起拍楼面价降低；部分地块销售限价上调	放松

资料来源：CRIC，政府官网，民生证券研究院

2.1 融资端：出台多项金融政策，预期恢复作用较大

金融系统出台数条针对地产企业的支持政策，从实际效果来看主要利好央国企，对民企而言广泛落地难度大，但通过少数样板示范并大力宣传的方式对预期恢复有一定作用，遏制信用压力蔓延的思路是以最小的成本/风险为代价，并通过额度杠杆作用放大，撬动最大的市场信心提升。

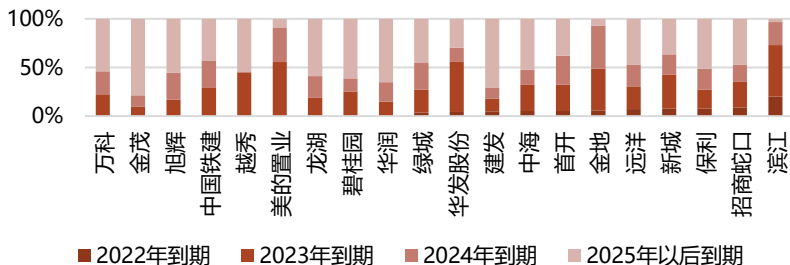
图表：交易商协会受理“第二支箭”支持企业发债进展

发债企业	企业性质	受理时间	发债方式	规模
龙湖	民企	2022.11.10	储架式注册发行	200亿元
美的置业	民企	2022.11.14	中期票据储架式注册发行	150亿元
新城	民企	2022.11.17	储架式注册发行	150亿元
万科	混合所有制	2022.11.22	储架式注册发行	280亿元
金地	混合所有制	2022.11.22	储架式注册发行	150亿元

图表：近期银行与房企签署合作协议授信

银行	签署日期	签署房企
中国银行	2022.11.23	万科（1000亿元意向性授信额度）
交通银行	2022.11.23	万科（1000亿元意向性综合授信额度） 美的置业（200亿元意向性综合授信额度）
农业银行	2022.11.23	中海、华润、万科、龙湖、金地
中国工商银行	2022.11.24	龙湖、碧桂园

图表：20家典型开发商到期债券余额占比



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

民企代表：滨江、美的置业短期债务偿还压力较大

美的置业截至2023年到期62亿元短期债务，占总债务的55%（储架式若能发行，企业还债风险基本没有）；

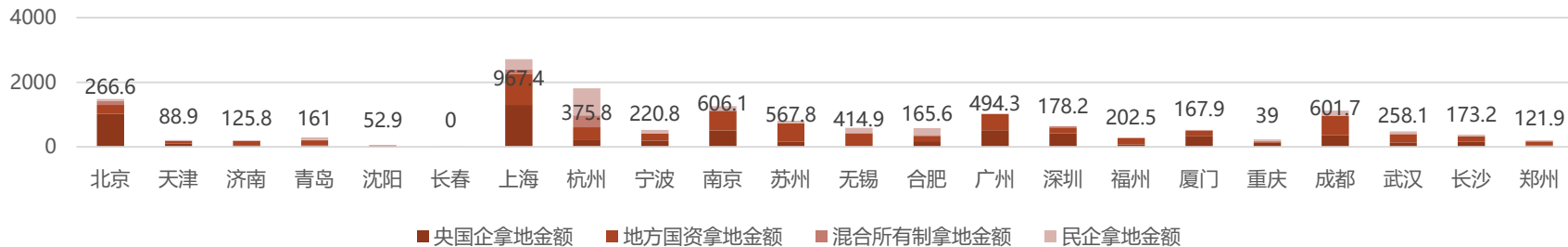
滨江截至2023年到期84亿元短期债务，占总债务的70%，但上半年公司销售回款322亿元，完全可以覆盖短期债务。

国央企债务结构健康，2025年以后偿还债务占比较大，因此申请到银行的授信，更可能投入到土地市场的拓展中去，成为投资端复苏的先行者。

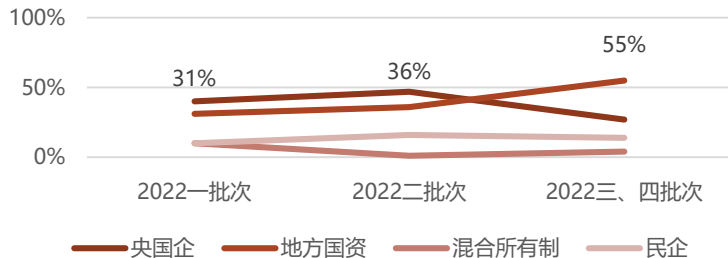
2.2 地方城投：举债虚增土地被禁止

财政部10月8日发布通知：严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口。地方平台现在：各地方城投加强与民企、央企合作；未来：不提升自我造血能力，独立开发地产项目。城投托底土地的行为未来或将逐渐减少。

图表：各地国资拿地比例仍处高位（亿元）（数据批注为国央企拿地金额）



图表：各类企业2022年集中出让拿地金额结构



2022年三批次地方国资进场托底

- 三、四批次地方国资大范围进场托底，拿地金额占比达55%；
- 地方国资全年累计拿地金额占比罕见登顶；
- 一旦国资托底土地受限，那么国央企或将重拾拓展大旗，加大土地获取。

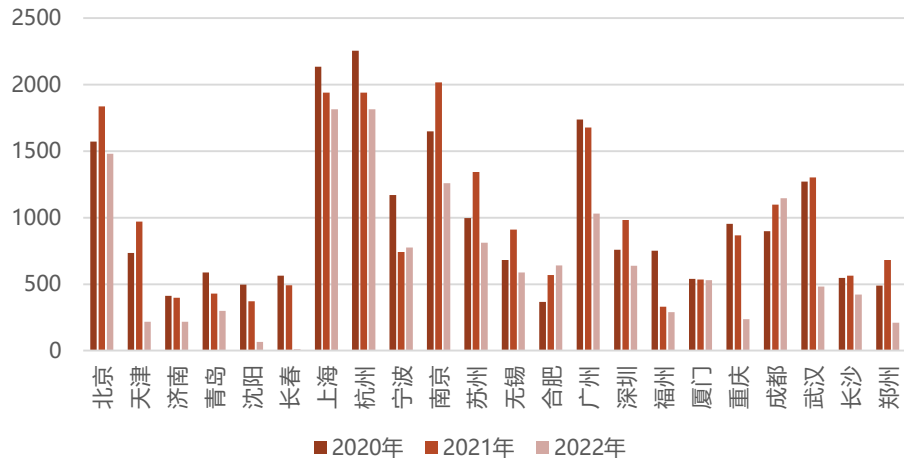
资料来源：中指研究院，民生证券研究院

2.2

地方城投：土地收入来源大幅减少，托底能力减弱

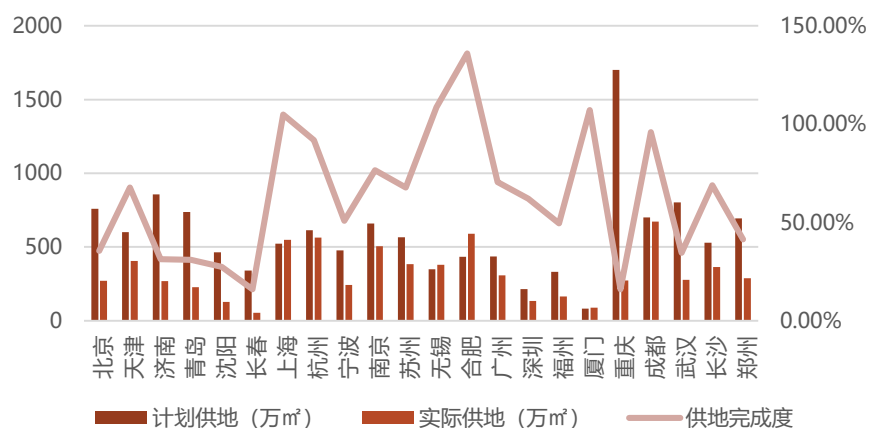
截至2022年11月平均供地计划完成率55%（尚未剔除综合用地中的非住宅部分），仅有上海、合肥、无锡、厦门完成了土地出让计划，杭州、成都、苏州、广州等城市勉强完成全年任务，长三角地区平均完成率89%，长春、重庆完成率仅16%。从地方土地出让金的情况来看，除上海、合肥、厦门、成都外，1-11月累计土地出让金均有所回落。土地出让收入的大幅减少，对于地方财政和城投平台都有不小的影响，未来城投的托底能力或将进一步减弱。

图表：2020-2022年1-11月重点监测城市土地出让金（亿元）



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

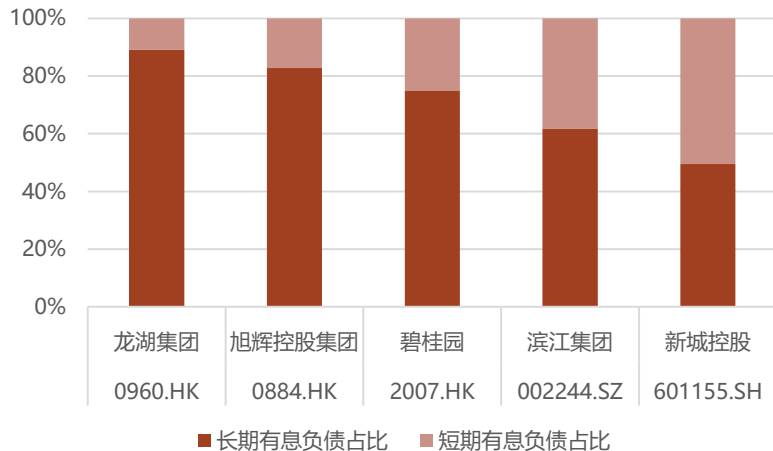
图表：重点关注城市土地出让完成度



2.2 民企：债务偿还压力大

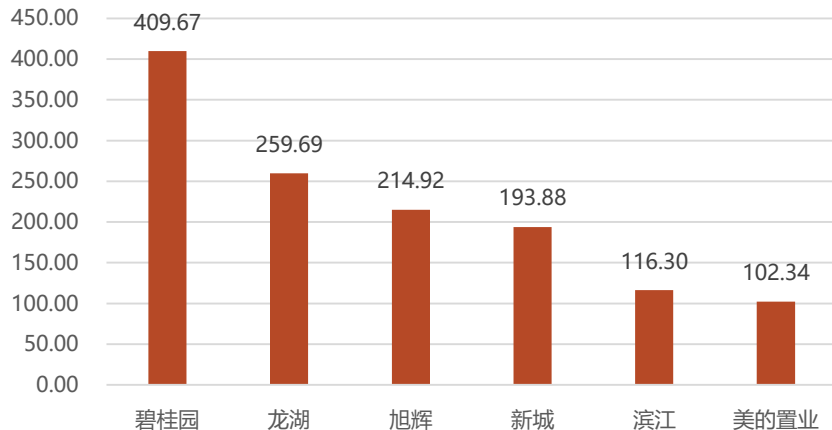
典型民企目前短期负债占负债比例相对较大，截至2024年应偿还债务规模同样比较大，在销售尚未回暖的大环境下，民企偿债压力相较于国央企更大，因此民营企业对于土地投资的意愿度或将进一步下调。

图表：未债务违约民企的有息负债结构



资料来源：同花顺，民生证券研究院

图表：未债务违约民企截至2024年累计应偿还债务（亿元）



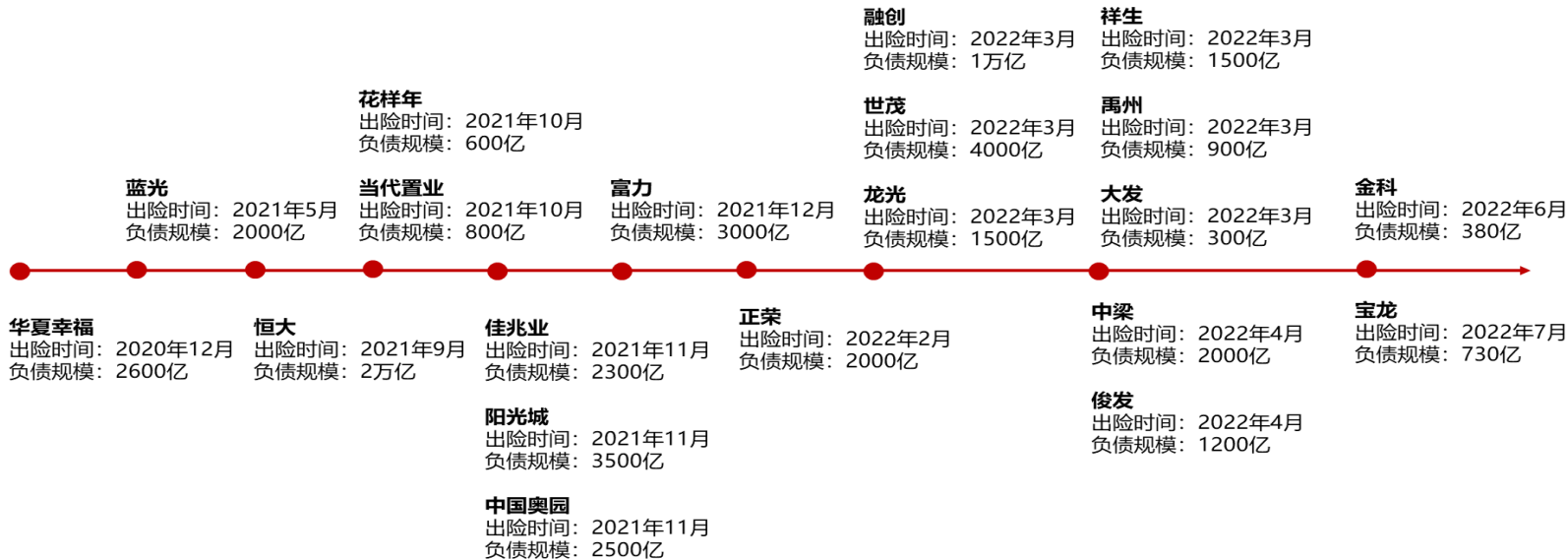
资料来源：中指研究院，民生证券研究院

2.2

民企：“保交楼”成民企重担，客户购置信心减弱

2020年至今已有20余家民营开发商出险债务违约情况，这些开发商获取的项目，存在“保交楼”的风险，购房客户对于“保交楼”的意愿度加大。目前观望的刚性需求和改善性需求的客户，对民营企业的信心有所下降，因此购置民企产品的意愿度在下降，现金回流较国央企压力加大。

图表：2020年至今债务违约民企情况分析

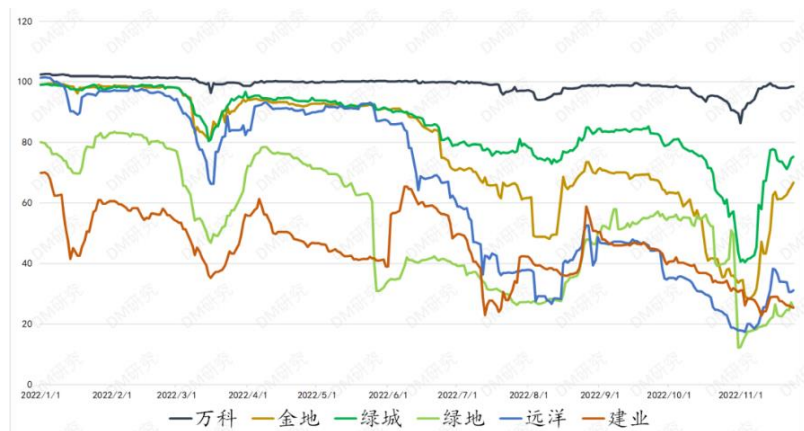


资料来源：深蓝财经，金角财经，民生证券研究院

2.2 混合所有制：部分民企债务违约“殃及池鱼”

房企境外债市场情绪较为低沉，质疑情绪已经从信用资质相对较低的民企开始往有国资入股的混合制房企扩散，除万科集团，其他多数混合所有制房企近端美元债价格都承压。在土地拓展端，无论是拿地面积还是拿地金额都处于50%以下的跌幅，在未来销售好转之前，预测这类企业拓展意愿度将较低。

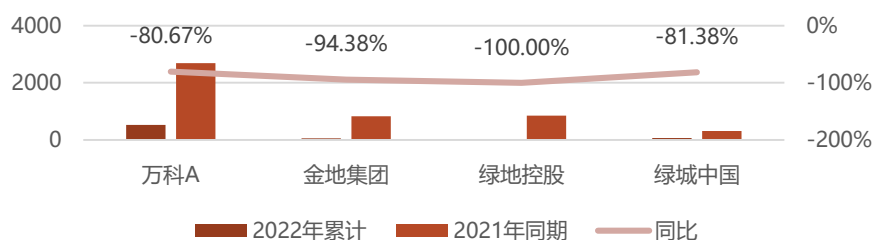
图表：主要混合所有制房企2022年美元债价格走势



注：表中选取美元债按房企名称从左到右分别为：“XS1805368682”，“XS2357443410”，“XS2193529562”，“XS1760383577”，“XS1090864528”，“XS1984473071”。
单位：美分

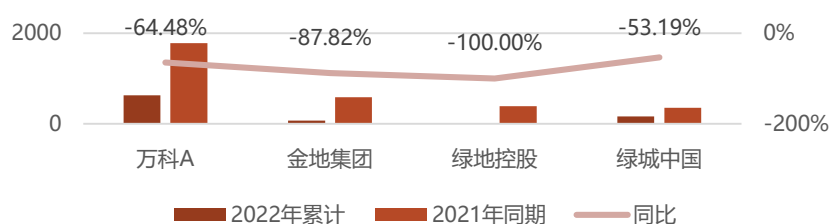
资料来源：中证科技DMI，民生证券研究院

图表：主要混合所有制房企2022年1-10月拿地面积（万㎡）



资料来源：公司公告，中指数据库，民生证券研究院

图表：主要混合所有制房企2022年1-10月拿地金额（亿元）

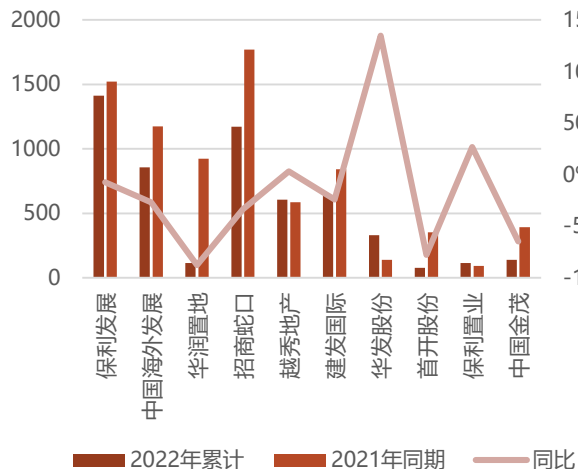


资料来源：公司公告，中指数据库，民生证券研究院

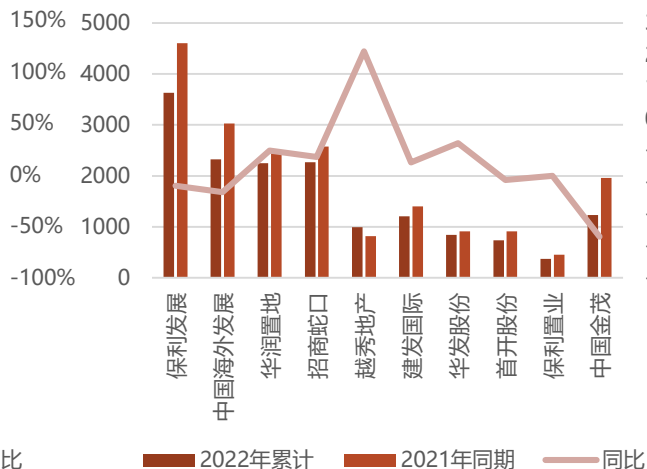
2.3 央国企：投销比仍有较大空间

投资端：2022年1-10月，重点关注市场化国央企共拿地7794亿元，同比2021年下降29.97%；**销售端：**2022年1-10月，重点关注市场化国央企企业销售金额为1.5万亿元，同比2021年下降20.87%；**投资销售比：**截至10月份，重点关注市场化国央企整体投销比为34.45%，较40%还有一定空间，尤其华润置地、首开股份及中国金茂在20%以下，仍有比较大的扩展空间。

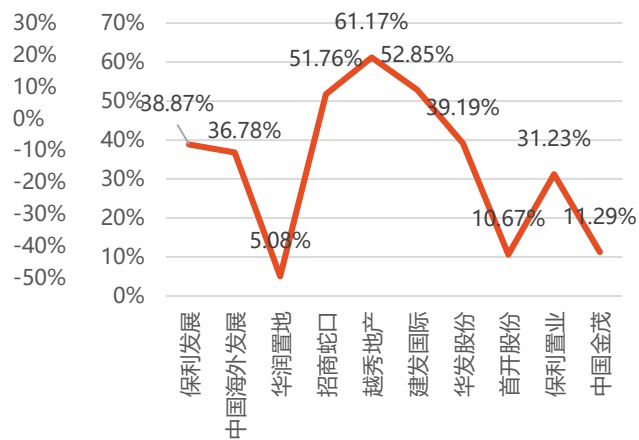
图表：主要央国企2022年1-10月拿地金额（亿元）



图表：主要央国企2022年1-10月拿地金额（亿元）



图表：主要央国企2022年1-10月投销比

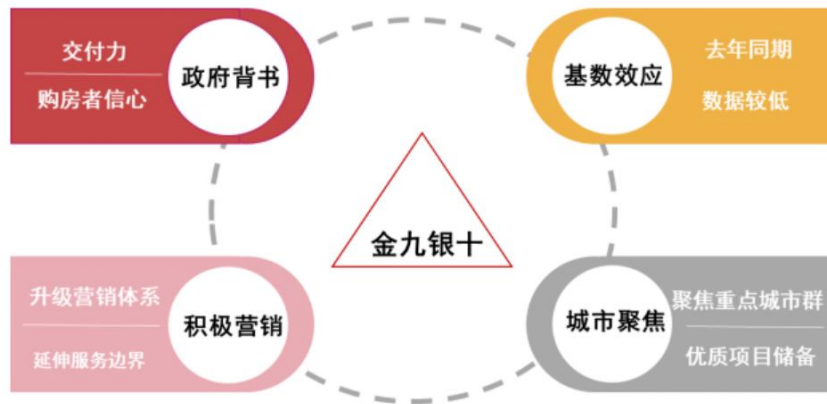


资料来源：公司公告，中指数据库，民生证券研究院

2.3 央国企：客户交付信心充足

根据中指研究院对房企的项目交付情况开展专项调研，涉及3000余个项目楼盘，200余家房企，并对每个项目的交付情况进行评分。初步调查发现，交付力较强企业央国企占比58%，民营及混合所有制占比42%，当前央国企、稳健型民营及混合所有制房企交付力较强，这些企业的特征是重客户、守信用、产品力强、经营稳健。

图表：国央企“金九银十”表现优于市场



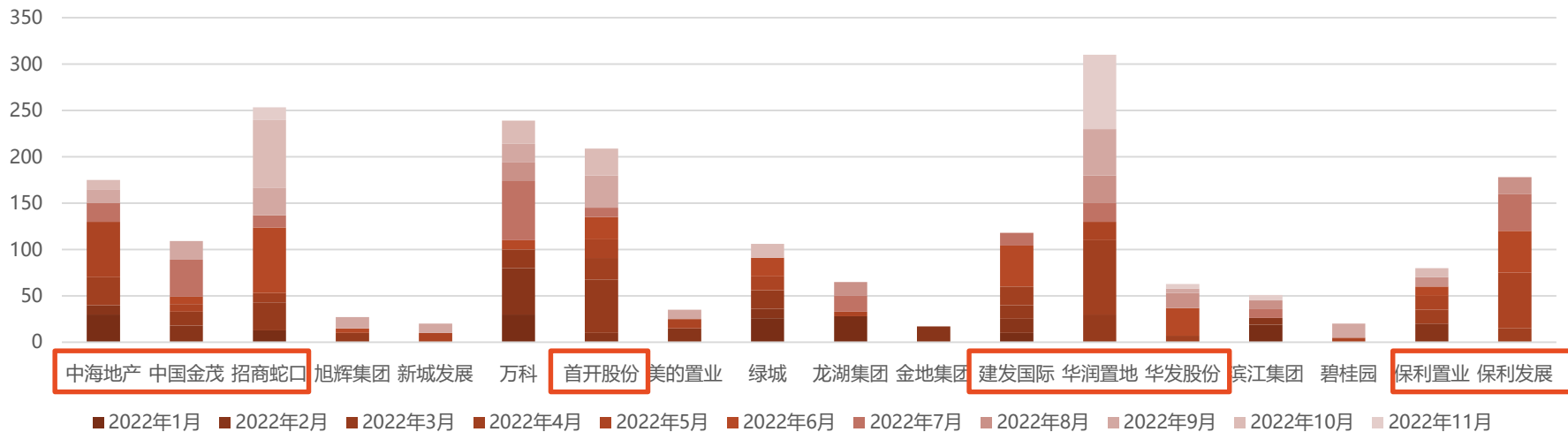
资料来源：中指研究院，民生证券研究院

- 信用安全度：交付力是先决条件，偿债能力、融资能力是信用认证。**根据中指研究院统计，今年以来行业非银融资规模同比下降51.4%，央国企成为融资主力。在不利的融资环境下，仍有一些房企具有较强的融资能力，如保持有效海外评级的房企、被选为示范企业的民企，另外符合近期政策的企业也有望获得融资支持。
- 资产安全度：资产结构及质量、可变现货值决定企业资产的真实质量。**基于流动性及资产变现视角，中指研究院通过对企业信用安全度、经营安全度和资产安全度三个维度的综合测算分析，结果显示60家企业当前安全度较高，其中民营及混合所有制企业占比38.3%，央国企占比61.7%。当前经营安全性高的企业特征是：信用方面，交付力强、按期偿债、融资通畅；经营方面：销售影响相对小、聚焦主业、土储质量高；资产方面，资产变现能力强、可变现货值覆盖刚兑及债务。

2.3 央企：融资渠道通畅

截至2022年11月27日，重点关注18家典型房企合计融资2075.13亿元，其中国央企占比72%，华润置地、招商蛇口及首开股份排央企融资规模前三。从三季度开始，发债成功的企业基本都是央企。

图表：典型房企债务融资情况分析（亿元）



*数据截至2022年11月27日

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

2.3 央国企：加快抢收，积极促销去化

房地产市场存观望情绪，央国企凭借其经营稳健、市场信誉高等优势，积极发力加大促销力度，抢回款并赢得更好的业绩表现。部分央国企9月、10月销售增长较高，如招商蛇口九月、十月销售额当月同比增长50%左右，华润置地九月、十月销售额当月同比增长40%左右。

- **加大线上营销力度，革新营销方式：**一方面活动提前，主动拉长“金九银十”促销活动时间，促进项目营销和精准蓄客，如保利发展、招商蛇口、越秀地产推出多项线上线下联动活动，打通线上+线下营销渠道，形成营销服务闭环。另一方面，利用数字化技术赋能营销创新，从工具赋能到业务赋能，支持客户在线办理各类业务，赋能营销全流程线上化，打造智慧运营，提效企业管理。
- **现房营销，打造明星项目：**在七月出现“保供保交楼”事件后，央国企陆续采取以点带面的方式，加大了对现房营销、明星项目的铺排。一方面现房营销有利于规避市场恐慌情绪，加快购房者预期的改善，赢得购房者信心，如越秀地产准现房销售；另一方面在一线及强二线城市，高端住宅市场的周期韧性更强，通过积极营销去化，打造明星项目，助力销售，提升销售业绩。

图表：“金九银十”部分央国企营销举措

企业	营销模式	关键内容
保利发展	特价房源，线上线下联动，现房、多区域联合发力等	保利罗兰国际推出多套特价房；保利和光樾推出降价活动；湖南6城推出多套特价毛坯房；山东举办多项营销活动，引导参加线上认筹；武汉、河北等多地降首付、送家电、收楼再交房等
华润置地	分销渠道拓展、举办主题营销活动	特价房、成交礼、到访礼等多项针对购房者利好；全民营销佣金提升，推出阶段渠道佣金分销模式
招商蛇口	主题营销活动、新技术应用线上线下联动等	直播送好礼，打造线上营销服务体系，加大全民营销力度，以云南为例，客户老带新可享高额优惠等
越秀地产	准现房，线上线下联动，主题营销活动	准现房、成交礼、到访礼、车位礼等多项针对购房者利好；加推新房源；越秀天悦金沙推出多套工抵房等
华发股份	购房计划，主题营销活动	特价房、到访礼、送家电、将首付、现金礼包等组合拳

资料来源：中指研究院，民生证券研究院

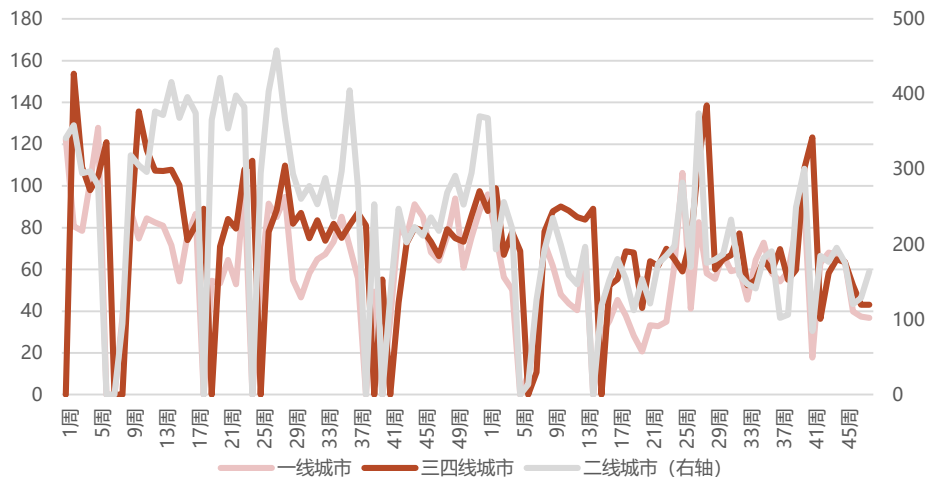
03 物管行业在当前阶段的发展机遇

3.1 城市发展视角下的物业机会

➤ 2025年或将为物管行业规模增长关键节点

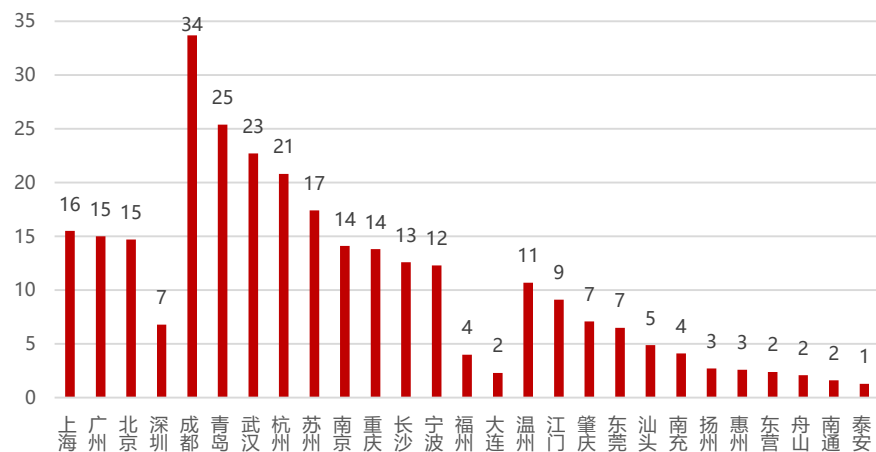
- 增量市场端：a. 各能级城市成交持续走弱，增量面积贡献支撑减少。
- b. 土地市场一线与少数强二线热度较高，其他城市城投托底明显，昭示未来新增项目面积减少。

图表：2021年至今各能级城市新房成交面积（万平）呈波动下降态势



资料来源：CRIC，民生证券研究院整理

图表：2022年部分城市周平均成交面积（万平）



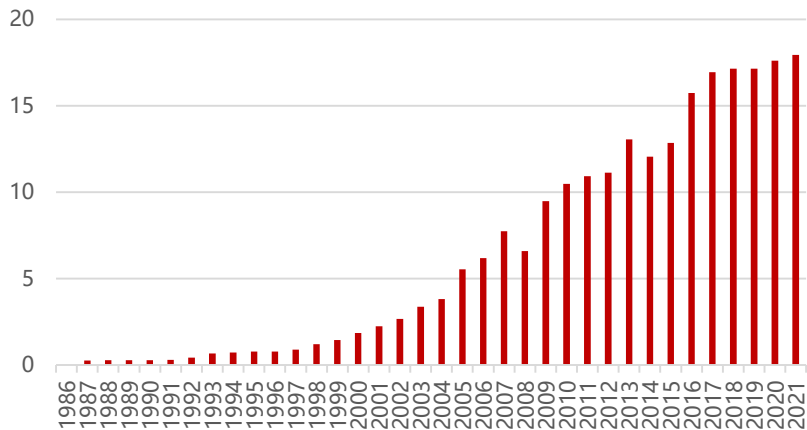
3.1 城市发展视角下的物业机会

➤ 2025年或将为物管行业规模增长关键节点

- 存量市场端：物企市场份额提升空间大，旧改将成为扩份额重要方式。

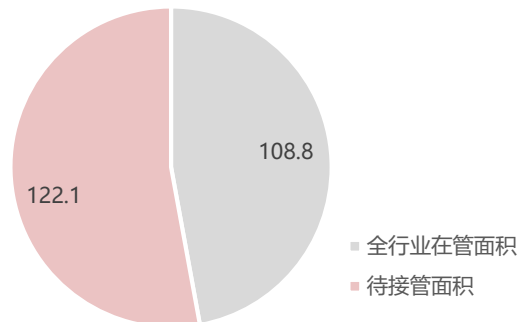
截至2021年，我国商品房累计销售231亿平，而根据中指院，2021年物业全行业在管面积为108亿平，份额有较大的成长空间。

图表：1986-2021年我国商品房销售面积（亿平）



资料来源：wind，民生证券研究院

图表：截至2021年我国物业全行业份额（亿平）



资料来源：中指研究院，民生证券研究院

- 国务院办公厅发布的《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，计划到“十四五”期末，也即**2025年，要力争基本完成2000年底前建成的老旧小区改造任务，总计约完成改造21.9万个城镇老旧小区。**
- 住房和城乡建设部发布数据显示，2021年1-9月，全国新开工改造城镇老旧小区5.12万个；2022年1-9月，全国新开工改造城镇老旧小区5.16万个。

3.1 城市发展视角下的物业机会

➤ 物管行业的机会：“下沉-利差”机遇与规模和单平利润的螺旋式上升

- 旧改过程中物业公司的扩张模式与商业逻辑优势：

1. 收入端：与政府合作提升收缴率；
2. 成本端：1) 业主对物业预期较低；2) 项目经验提高中标率；

- 规模与坪效提升的螺旋式上升

通常而言，在物业项目扩张的各阶段，均会遇到“规模效应天花板”的瓶颈。

消化现有规模是未来高速扩张的必要基础，方式主要包括管理效率提升与科技降本、增值服务渗透率提升等。

在高速扩张不可长期持续的未来，物企将呈现出“扩规模”与“提坪效（单平净利润）”的跷跷板特点。

体现为规模与单平净利润递进加速，即“规模增速-坪效增速-规模增速”的阶段。

3.1 城市发展视角下的物业机会

➤ 基于城市与区域的业态价值差异化讨论

◆ 不同能级城市的不同业态价值优先级不同

业态价值指在该业态单位面积产生的全部收入，即可收取物业费、运营收入与潜在增值服务收入之和。

- 不同能级城市在人口流入、消费水平和经济发展潜力等方面的区别，直接导致业态价值排名不同。值得注意的是，区域产业结构会直接影响业态的空置率和人流量。

- 从单一城市的不同业态价值进行比较，以总收入和收入稳定性为标准，对各业态价值进行优先级排序，可得出以下结论：

一二线城市同一区域：商办业态 > 住宅业态 > 其他业态；

三四线城市同一区域：住宅业态 > 商办业态 > 其他业态；

3.1 业主客群视角下的物业机会

➤ 不同业主客群的差异化分析

- 基础物业服务：

- a. 服务预期；

- b. 刚性成本；

- 社区增值服务：

低收入业主客群：购买力与消费需求不畅；

高收入业主客群：有更好的替代方案，服务多基于“跑不掉”逻辑；

中等收入业主客群：社区零售与生活服务开展的较理想客群；

3.2

B端业务：专业准入+长期稳定需求，以规模构筑护城河

➤ B端业务发展逻辑

- **专业服务路线**，指物企通过布局具有一定专业门槛的增值业务如团餐、电梯、商场与写字楼的设施管理等，打入商写学校等非住业态，实现收入的提升与在管规模的增加。代表企业包括万物云、新城悦服务等上市物企。
- B端路线本质上还是增加新业务，拓展新市场，不同之处在于专业服务具有面向大业主、长期、高频次消费、利润率稳定等特点，因此具有可持续性。
- 随着业务的扩张，规模效应较为显著，这也使得发展专业业务与企业的规模扩张诉求重合，协同性较强。

◆ B端细分赛道分析

- **团餐业务**：特点、成本拆分、商业模式、代表公司
- **电梯维保业务**：特点、商业模式、代表公司

3.2 G端业务：高壁垒+强综合业态管理能力，政府支付能力影响大

➤ G端业务发展逻辑

通常而言，城市服务具有三个发展层次：

- 1. 街道环卫与绿化等市政养护的基础作业，以碧桂园服务、旭辉永升服务为代表；
 - 2. 部分公共片区、街道的综合管理、老旧小区改造与资产盘活运营，以保利物业、万物云为代表；
 - 3. 城市综合管理解决方案的规划、设计与执行，目前仅有万物云在珠海横琴区域试点。
-
- 由于业务的获取涉及多业态的综合管理能力、与本地管委会和政府的关系维护、公共服务资质等多维度综合实力。城市服务的准入门槛与前期投入都很高，是典型的重资产业务。利润率的提升极其依赖于公司的运营与统筹能力，仅有万物云、保利物业、碧桂园服务、雅生活服务、金茂服务和旭辉永升服务等数家物企介入，且大多位于第1个层次。
 - 值得注意的是，随着政府土地收入的减少与财政情况的变化，物企在开展业务时遇到的阻碍可能增加。

3.2 物业管理行业研究——宏观判大势，中观看城市，微观选公司

➤ 投资分析思路：宏观判大势，中观看城市，微观选公司

我们对物业管理行业从宏观、中观和微观三个维度进行分析，提出“宏观判大势，中观看城市，微观选公司”的投资分析思路。

- **宏观方面**，分别审视**宏观指标对基础服务业务与增值服务业务的影响**，并以此判定行业在不同经济发展阶段的景气度与利润空间；
- **中观方面**，通过考察**不同区域与能级城市的经济发展潜力与产业结构**，结合企业的区域业态布局考察业态价值；
- **微观方面**，从业态和具体业务两个角度对物业服务企业进行分析，对企业基础物业服务、增值服务与城市服务三大业务提出核心评价指标并予以说明；

3.2 物业管理行业研究——宏观分析

➤ 宏观判大势—经济繁荣看“股性”，经济衰退重“债性”

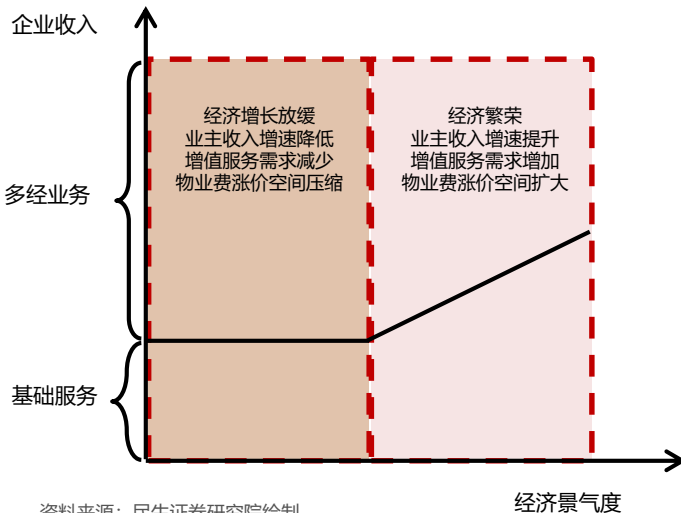
物业管理行业可视为一份债权(基础服务)加n份对经济的看涨期权(增值服务)的资产组合；对系数“n”的影响因素主要包括管理能力，运营能力，业务投入，项目质量，公司杠杆率，母公司支持力度与战略发展布局。

物业管理行业并非“抗周期行业”，而是攻守兼备的“弱周期行业”

- 在经济景气时期，物管公司的价值弹性主要体现在期权部分，“股性”突出，因此增值服务业务、管理规模等成长性因素成为考察重点。
- 在经济不景气时期，物管公司更类似一份底层资产为在管面积的债权，“债”属性主导，公司与母公司的业务确定性和经营可持续性成为关键性变量。
- 在现阶段，物企的“债”属性较强。在母公司的影响下，能否守住现有规模与资产负债表，实现可持续经营成为物业公司的最关键影响因素。

也因此，前期市场在“安全性”方面分歧较大的物企弹性较大。

图表：物管公司收入逻辑拆分



资料来源：民生证券研究院绘制

经济景气度

3.2 物业管理行业研究——中观分析

➤ 中观看城市——高低能级城市逻辑分化初显

- 在考察物业企业时，不仅需要观察其不同业态的规模增长与利润，同时也要审视其业态布局的城市。
- 对于同一业态，相比三四线城市，布局一二线城市中心区与城市群核心城市的业态价值更高；另一方面，结合公司业态所处区域与单平盈利指标，能够帮助发现公司团队的管理能力。
- **对于不同业态的布局，更多用于评价公司的战略发展方向**，如碧桂园服务并购富力物业，主要是看中其位于一二线城市核心区域的CBD项目。同时**也可结合前述不同能级城市的业态优先级评判物业服务企业的战略正确性。**

3.2 物业管理行业研究——微观分析

➤ 微观选公司——特色业务确定增长逻辑，量价验真伪

增值服务业务开展的基础是优质的基础物业服务，特色业务路径分化：

- **C端—社区增值服务路线：**折旧逻辑与流量逻辑坚挺，消费逻辑高门槛；
- **B端—专业服务路线：**团餐、电梯、设施管理等专业业务，高门槛，收入稳定；
- **G端—城市服务路线：**重资产+政府端关系维护，受政府支付能力影响较显著；

特色业务出现时间短，发展逻辑主要围绕人的需求与物的养护，跟踪量的长期增长与价(毛利率)的长期稳定可判定逻辑真伪

3.2 物企业务的风险——功夫在表外

➤ 企业具体业务+报表验证=逻辑确认

- 重点：先对企业有基本认知，再用报表去验证判断

◆ 资产的真实性与业务映射

- 现金
- 固定资产与折旧
- 行业格局变化与市场预期临界点

◆ 贸易应收款背后的隐性风险

- 构成及收缴率
- 工抵房来由及传导路径
- 政府端

04 风险提示

- 1、**调控政策收紧风险**：调控政策对整个市场销售、项目盈利情况、企业融资渠道等都会造成不同程度的影响。
- 2、**预售模式变化风险**：如果地产项目交付压力延续，可能加快推动现房销售制度出台，则将增加地产企业的利息开支、降低资金使用效率。
- 3、**房价大幅下跌风险**：在经济承压的情况下，居民就业和消费能力均受到影响，导致房价缺乏支撑，造成企业存货计提减值风险。
- 4、**土地价格上升风险**：在货币宽松的背景下，可能使得闲置资金流入房地产领域，抬升地价，或压缩行业盈利水平。
- 5、**境外融资收紧风险**：如国际形势恶化，房企美元债进一步下跌，则地产企业在境外融资渠道也会受阻。
- 6、**市场进一步下行风险**：当前市场虽有回暖，但尚未企稳，不排除继续下滑可能。

THANKS 致谢

民生地产研究团队：



分析师 李阳

执业证号：S0100521110008

邮件：liyng_yj@mszq.com

研究助理 陈立

执业证号：S0100122080002

电话：18817507365

邮件：chenli_yj@mszq.com

研究助理 徐得尊

执业证号：S0100122080038

电话：13818319641

邮件：xudezun@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

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登记为注册分析师, 基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点, 结论不受任何第三方的授意、影响, 研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A股以沪深300指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明:

民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 客户应当充分考虑自身特定状况, 不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务, 本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。