资源与环境研究中心

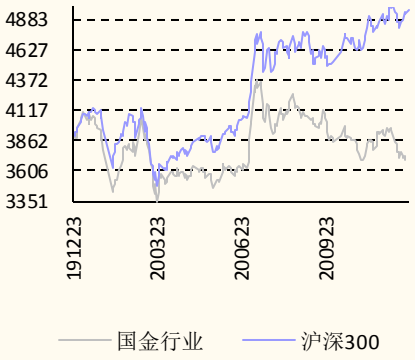
房地产行业 买入（维持评级）

行业年度报告

存量时代，分化加剧和资源要素溢价

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金房地产指数	3704
沪深 300 指数	5047
上证指数	3421
深证成指	13854
中小板综指	12361



相关报告

1.《解决大城市住房突出问题，规范长租市场发展-中央经济工作会议点...》，2020.12.20

2.《房价环比下降，销售韧性仍在-11 月统计局数据点评》，2020.12.16

3.《销售仍具韧性，土地市场降温-10 月统计局数据点评》，2020.11.17

4.《房价缓慢上涨，土地市场略有降温-统计局 7 月数据点评》，2020.8.17

5.《融资端加强监管，弯道超车的窗口关闭-房企融资端传言点评》，2020.8.14

赵旭翔 分析师 SAC 执业编号：S1130520030003
zhaoxuxiang@gjzq.com.cn

投资逻辑

- **存量时代已完全来临，分化加剧和资源要素溢价**：随着房地产监管政策完全细化以及总量意义下存量不动产全面供过于求，商品房开发销售、物业服务、不动产（商场、写字楼、酒店等）以及实体商业零售均进入了存量时代。存量时代最大的特征是分化和资源要素溢价，少数资产胜利、大多数资产沦为平庸；需求、政策支持、资金、用户、流量等资源要素重要性提升。
- **房地产开发和销售**：①房地产板块 2020 年以来跑输大盘，主要是结算毛利率出现重大向下拐点所致。②国内疫情后房地产市场反弹，重点城市表现出量价齐升的态势，但很快迎来各地政策调控加码，房企存货弹性重新受到压制。③三条红线规则出台相当于监管介入运营，房企融资增速、规模扩张受限，房企市占率弹性受压制。④但是行业波动减小，利润率稳定性增加，格局固化，弯道超车难度窗口彻底关闭，行业进入管制的存量状态，但这反而带来行业长期估值修复；仍然维持自身发展节奏的企业估值将明显提升。**⑤与存货重估和市占率大幅提升带来股价快速上升不同，估值修复的速度并不会太快，股价将以较平缓的速度上涨，地产股本身会越来越具有高息债属性；如果市场充分认知地产股高息债属性，股价亦有可能实现一次性重估。**
- **写字楼、商场、酒店等不动产**：①存量资产中不同类型资产，或面临供给过剩，或面临未来增长空间受挤压，或面临同质化问题。②**最终均指向只有地段核心、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，而核心资产也拥有更稳定的收益表现和抗风险能力。**③好的资产可遇而不可求，一旦遇到需要把握机会。对于企业来说，规模不应是追求的第一要义，资产本身的质量才是我们应考量的关键。
- **物业板块**：①物业板块今年以来表现优异，在疫情中表现出良好的防守性。同时具备高增长、高回报、高分红、高现金储备的特质。②行业内并购活跃推动行业加速整合，但行业火爆的背后是同质化竞争的焦虑。③但，增长存在瓶颈，提价困难、盈利空间有限；增值服务成色一般，缺乏竞争力。④**预期板块将出现两极分化，看好强地产背景以及非住业态中强管理能力公司。**
- **新零售和餐饮**：商场整体面积供给过剩，同时面临线上零售的强势竞争，线下流量增长乏力，商场对流量极度焦虑。**对此，自带流量的头部新零售和餐饮品牌对商场的议价权增加，规模和业绩成长得更快，马太效应明显。**

投资建议

- **房地产**：在存货弹性、市占率弹性受压制背景下，行业格局稳固，盈利稳定性增加，财务指标稳健的头部公司和国企背景的具备融资优势的房企更加有利。**我们推荐万科 A，保利地产和建发国际。**
- **写字楼、商场、酒店等不动产**：不动产面临供给过剩问题，竞争激烈，高端核心资产价值才有持续稳定的竞争力。考虑对核心资产的投资及理解程度，核心资产带来的巨大利润弹性和估值弹性，**我们推荐复星旅游文化。**
- **物业服务**：看好强地产背景及非住业态中具备强管理能力的公司（正文）。
- **零售**：看好流量新零售；**看好深度理解消费者，品类迭代快速，供应链能力出色，加盟商体系激进的名创优品（MNSO）。**

风险提示

房地产调控超预期；物业服务外拓面积竞争加大；新冠疫情影响线下消费。

内容目录

房地产格局固化，估值长期修复 6
房地产行业复盘....6
短期房企盈利能力下降，毛利率下降；长期看毛利率仍会企稳....7
从房价、地价角度复盘市场表现....9
融资端：监管介入运营，行业格局将固化....11
从购房，销售，拿地，融资全方位管控，长效机制基本落成....14
2021 年房地产行业展望....15
存货和市占率弹性受压制，行业波动变小，估值缓慢修复....17
推荐标的：万科 A、保利地产、建发国际、招商蛇口 18
万科：开发业务效率领先，兼顾规模增长 18
保利地产：高周转央企，土储和融资优势明显 19
建发国际：优秀国资房企，有望冲击千亿规模 19
招商蛇口：坐拥大湾区优质土储，具备孕育核心资产能力....20
总量供过于求局面下，不动产的结构机会 20
存量资产之写字楼：大量新增供给下空置率攀升....20
购物中心：存量购物中心人均面积水平及日本，未来行业竞争加剧....21
酒店：历史数据显示，高端酒店具备更强抗风险能力....23
存量资产估值：市场对存量资产极其挑剔，优质核心资产才能享受高估值.23
核心酒店资产估值高于低端酒店 25
估值个例— 新鸿基地产 25
小结：存量资产具有明显的门槛效应，好的资产可遇而不可求....27
推荐标的：复星旅游文化....27
物业服务行业机遇与问题并存....28
物业股高回报 28
物业板块具备四大特质，深受投资人追捧 29
已上市物管公司表现不俗，频频交出好成绩....30
资本市场活跃推动行业加速整合，千亿市值龙头将越来越多 31
行业火爆带来诸多问题，行业繁荣背后是同质化竞争的焦虑 32
物业服务增长存在瓶颈，增值服务成色一般....33
预期未来板块将出现两极分化，看好强地产背景以及非住业态中强管理能力公司 34
看好：碧桂园服务、华润万象生活....35
在以住宅为主的物管公司中，我们看好碧桂园服务(6098.HK) 35
在以非住宅为主的物管公司中，我们看好华润万象生活(1209.HK) 36
在商场流量焦虑背景下，流量新零售受益 37
我国线上社零总额增长优于线下 37
头部新零售和餐饮品牌自带流量，形成马太效应....37

头部品牌相比普牌具有更高议价权.....38
高流量品牌：规模与业绩高增长.....39
看好：名创优品—迭代爆款 SKU+激进加盟策略+强供应链，成就新时代零售品牌.....40
投资建议.....42
风险提示.....42

图表目录

图表 1：2020 年初至今各行业涨跌幅.....7
图表 2：2020 年初至今房地产指数复盘.....7
图表 3：2011 年-2020H1 样本房企毛利率情况.....8
图表 4：2011 年-2020H1 样本房企净利率情况.....8
图表 5：2011 年-2020H1 样本房企权益净利率情况.....8
图表 6：技术平移后房价地价比情况.....9
图表 7：一二线城市平均挂牌单价涨幅.....10
图表 8：一二线城市平均挂牌单价涨幅.....10
图表 9：百城住宅平均价格情况.....11
图表 10：50 城土地溢价率情况.....11
图表 11：50 城土地流拍宗数情况（块）.....11
图表 12：2019 年销售额 Top50 房企资债指标情况.....12
图表 13：房企不同实操情况下对 3 条红线的影响.....14
图表 14：重点城市房地产调控情况.....15
图表 15：房地产主要指标预测情况.....16
图表 16：全国商品房销售面积增速.....16
图表 17：全国商品房销售金额增速.....16
图表 18：全国平均房价增速.....16
图表 19：房地产投资开发增速.....16
图表 20：新开工面积增速.....17
图表 21：房屋竣工面积增速.....17
图表 22：2016-2020M10 房地产行业 PE-PB Band.....18
图表 23：全国甲级商办物业供需情况预测.....21
图表 24：典型城市 2020-2023 年新增供应情况（万平方米）.....21
图表 25：北京：金融街甲级写字楼租金水平最高.....21
图表 26：北京：疫情期间金融街空置率稳定（%）.....21
图表 27：广州：珠江新城甲级写字楼租金更高（元/平方米.....21
图表 28：广州：疫情期间珠江新城甲级写字楼空置率稳定（%）.....21
图表 29：商业营业用房新开工及竣工面积情况.....22
图表 30：购物中心面积存量规模持续增长.....22
图表 31：购物中心存量及新增情况.....22

图表 32：不同国家 人均购物中心面积对比.....22
图表 33：2019 年销售额及增速（图）.....23
图表 34：2019 年销售额及增速（表）.....23
图表 35：全国星级酒店收入波动情况（%）.....23
图表 36：全国星级酒店出租率情况（%）.....23
图表 37：不同市场中公司形式和 REITs 形式上市净资产溢价/折价率均值情况.....24
图表 38：不同市场净资产溢价/折价率均值情况.....24
图表 39：2019 年香港房托收益率 (%).....24
图表 40：2019 年新加坡房托收益率 (%).....24
图表 41：2019 年美国房托收益率.....24
图表 42：香港、新加坡、美国 REITs 收益率对比.....25
图表 43：高端星级酒店 EV/EBITDA 估值更高.....25
图表 44：营业收入 VS 物业租赁收入.....26
图表 45：物业租赁利润 vs 息税前利润（百万港元）.....26
图表 46：持有型毛利率 vs 销售型毛利率.....26
图表 47：新鸿基持有型业务回报率-平均 4.2%.....26
图表 48：市值 vs 净资产溢价/折价率.....26
图表 49：当年平均市盈率 vs 租金净利润占比.....26
图表 50：新鸿基物业分布情况.....27
图表 51：物业管理公司 2020 年初至今股价涨跌幅（%，截至 2020.12.18）28
图表 52：物业管理公司上市至今股价涨跌幅（%，截至 2020.12.18）.....29
图表 53：2017-2020H1 上市物管公司总收入（百万元）及同比增长.....29
图表 54：2017-2020H1 上市物管公司账上净现金（百万元）及同比增长.....29
图表 55：2019 年上市物管公司 ROE.....30
图表 56：2019 年上市物管公司年度累计分红率.....30
图表 57：2017-2020H1 上市物管公司储备面积（百万方）及其增速.....31
图表 58：2017-2020H1 上市物管公司在管面积中非住宅业态占比.....31
图表 59：2017-2020H1 上市物管公司增值服务收入占比.....31
图表 60：2017-2020H1 上市物管公司在管面积中第三方占比.....31
图表 61：2019-2020 前三季度上市物管公司收并购笔数及总对价.....32
图表 62：上市物管公司 2020 年年初至今并购情况.....32
图表 63：10 月后已上市及已递表未上市物管公司（截至 2020.12.18）.....33
图表 64：2019-2020 年 IPO 募集资金总额以及用于同类型物管公司收并购的资金比例（截至 2020 年 11 月底）.....33
图表 65：2016-2019 年上市物管物业管理服务板块毛利率.....34
图表 66：2018-2019 年物管公司由集团贡献的增值服务所得占比.....34
图表 67：2019 年各 APP 月活（百万人）.....34
图表 68：2016-2019 年上市物管物业管理服务平均每平米物管收入.....34

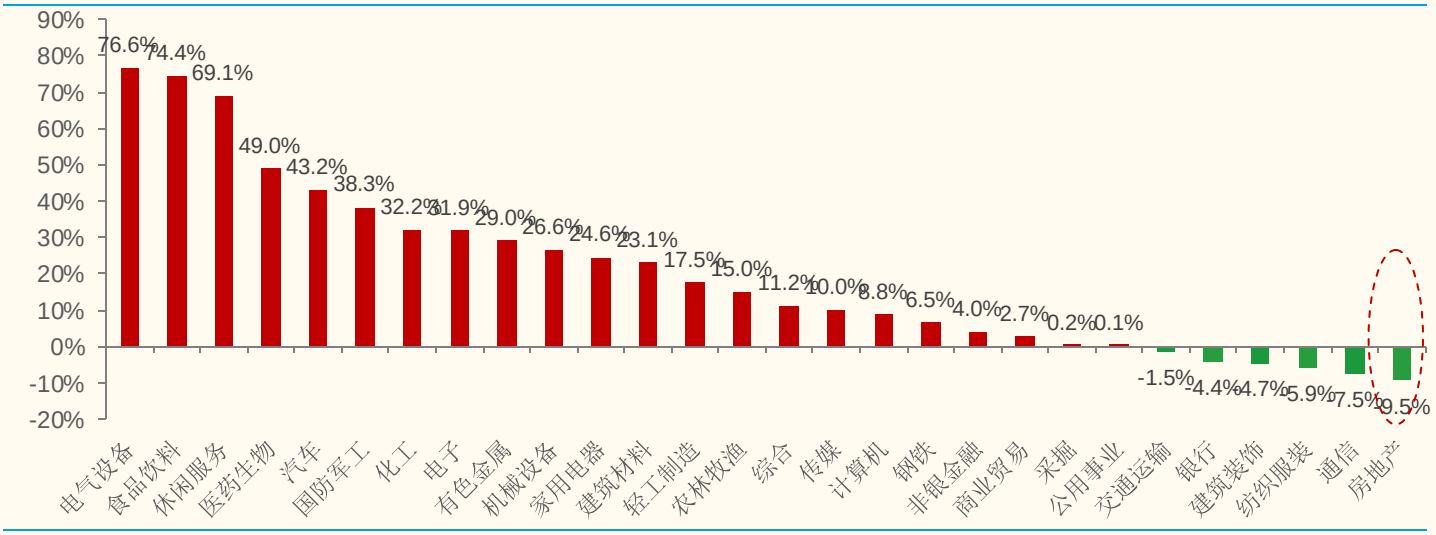
图表 69：上市物管公司 2020 年初至今股价涨跌幅及 2019-2020H1 在管面积（百万方）.....35
图表 70：2017-2020H1 碧桂园服务在管面积及增速.....36
图表 71：2017-2020H1 碧桂园服务收入拆分.....36
图表 72：2017-2020H1 华润万象生活收入拆分.....37
图表 73： 2017-2020H1 华润物管服务（住宅和非商业）在管面积项目来源.37
图表 74：2012-2019 我国社会零售总额、线上零售、线下零售（万亿元）...37
图表 75：2012-2019 我国社会零售总额、线上零售、线下零售增速.....37
图表 76：新零售和餐饮品牌投资逻辑.....38
图表 77：2018-2020 年样本公司租金支出占营业收入比重.....38
图表 78：2018-2020 年样本公司营业收入（亿元）.....38
图表 79：2018-2020 样本公司门店数量（家）.....39
图表 80：2016-2020H1 样本公司营业收入（亿元）.....39
图表 81：2016-2020H1 样本公司 GMV 增速.....39
图表 82：2016-2020H1 样本公司毛利率.....39
图表 83：2016-2020H1 样本公司净利率.....39
图表 84：截至 2020.12.18 样本公司市值或估值（亿元）.....40
图表 85：名创优品核心竞争力分析.....40
图表 86： FY2019-2021 年名创优品营业收入及同比增速.....41
图表 87：名创优品开店数量及单店收入.....41
图表 88： 2019-2020 年名创优品消费者年龄层占比.....42

房地产格局固化，估值长期修复

房地产行业复盘

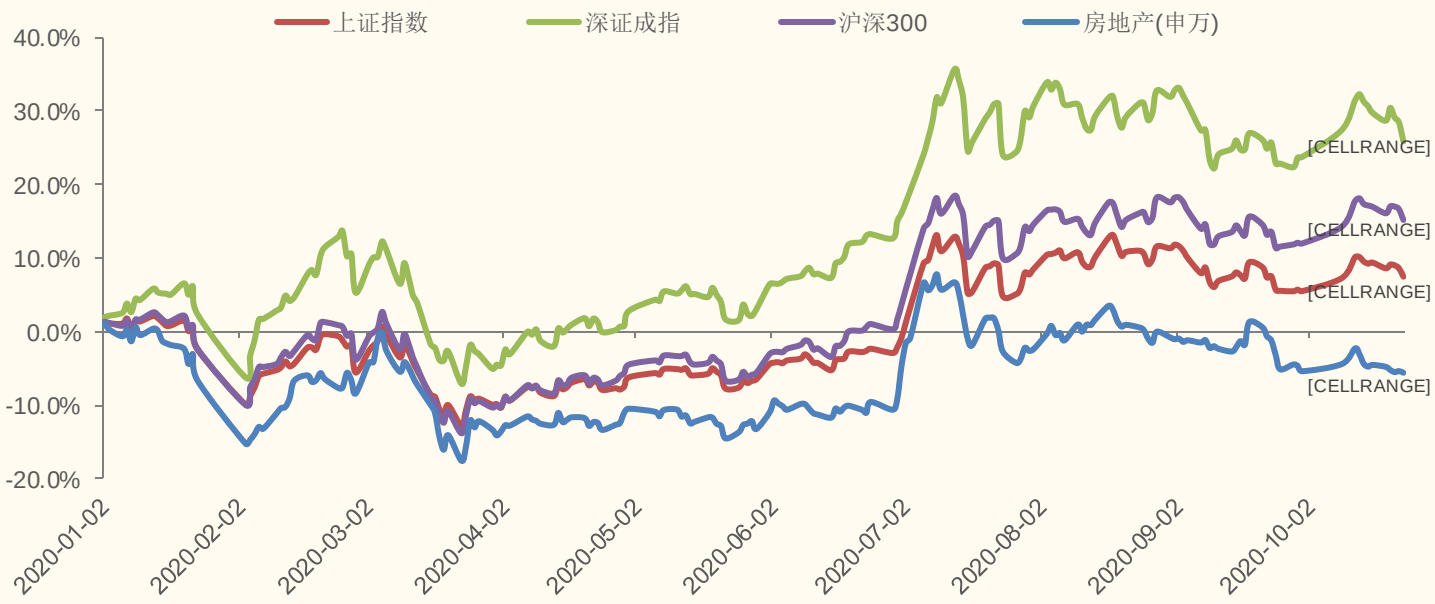
- 2020 年初至今房地产行业经历了上半年的疫情影响、结算盈利能力下降体现以及疫情后重点城市房价上涨和多方政策调控，其指数也表现出疫情前后的下跌及反弹，年报后下跌，伴随房价上涨带来的波动和调控陆续出台的下跌，在各行业涨幅中位列倒数。
  - **新冠疫情：**1 月底-3 月初，受到新冠疫情影响，地产指数呈现出先下跌后反弹。
  - **房企年报发布：**3 月，房企集中发布 2019 年年报，年报数据体现整体盈利能力下降，地产指数再次下跌。
  - **房企一季报发布：**4 月，房企集中发布 2020 年一季报，充分表达了盈利能力下降的事实，地产指数横盘数月。
  - **市场意识到房价上涨：**实质上部分重点城市房价从 3 月起一直在抬升，但直至 7 月初，市场开始意识到房价上涨，并预期房价上涨将使得房企进入存货质量提升周期，可以缓解毛利率下行压力，地产指数开始上涨，地产迎来行业机会。
  - **房地产工作会议的讲话：**中央 7 月 24 日主持召开房地产工作座谈会，表示要坚持从全局出发，进一步提高认识、统一思想，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展。就此，房企存货弹性重新受到压制，房价上涨的逻辑收窄。
  - **多城市出台调控：**7 月 5 日深圳发布楼市调控；24 日，住建部召集北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、沈阳、成都、宁波、长沙等 10 个热点城市房地产工作座谈会，明确指出地方政府应高度重视当前房地产市场出现的新情况新问题，时刻绷紧房地产调控这根弦，坚定不移推进落实好长效机制。截至 11 月中旬，30 余城市出台调控政策，期间指数波动收窄。
  - **三条红线发布：**8 月 20 日，住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，会议上，明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，被称为“三道红线”。“三道红线”包括房企剔除预收款后的资产负债率不得大于 70%；房企的净负债率不得大于 100%；房企的“现金短债比”小于 1 。三条红线规则出台后相当于监管介入运营，房企融资增速、规模扩张受限。

图表 1：2020 年初至今各行业涨跌幅



来源：wind，国金证券研究所

图表 2：2020 年初至今房地产指数复盘



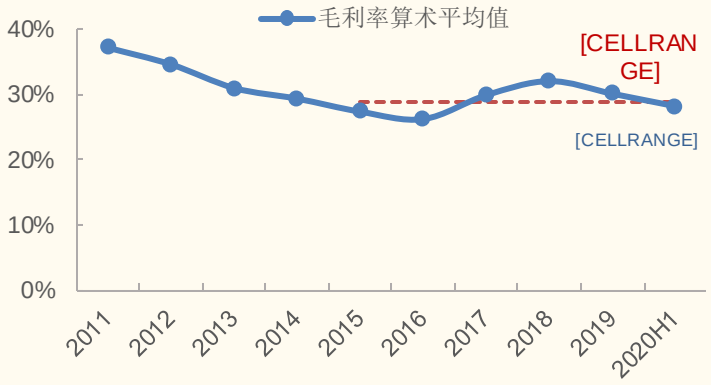
来源：wind，国金证券研究所

短期房企盈利能力下降，毛利率下降；长期看毛利率仍会企稳

- **房地产行业指数表现不佳，结算毛利率出现重大向下拐点所致。**我们取销售榜单前 20 名公司作为样本，根据样本房企 2019 年年报及 2020 年一季报数据，房企盈利能力下行事实自 2019 年年报数据开始显现，2020 年一季报数据延续下行趋势。2019 年和 2020 年 H1 样本房企结算毛利率分别为 30.1%，28.2%，较 2018 年下降 0.9pcts，2pcts。2019 年和 2020 年 H1 样本房企净利率均为 12.9%，较 2018 年下降 0.9pcts，2pcts。2019 年和 2020 年 H1 样本房企权益净利率分别为 10.5%，9.3%，较 2018 年下降 0.9pcts，2.1pcts。
- **预计结算毛利率明年对今年仍会下降，但长期来看，地价房价受到控制，结算毛利率 2022-2023 年仍然会企稳。**我们以合同销售时间轴为依据，将地价数据平移一年处理，同时考虑公开市场土地出让竞自持规则等因素的

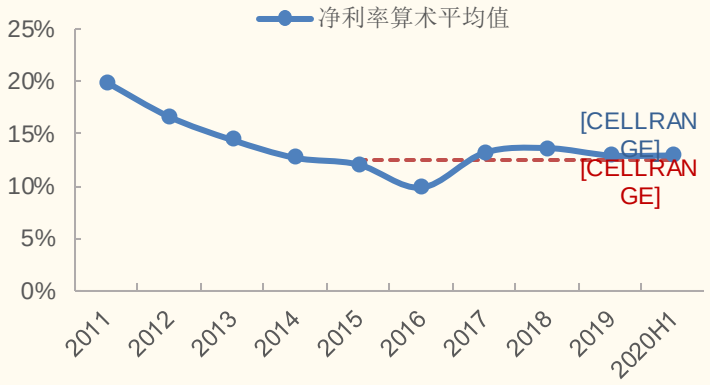
影响逐渐扩大，对地价做修正处理。根据平移对应后的房价地价关系，预计合同销售毛利率 2017 年开始下降，2018 年明显下降。行业平均销售至结算周期约两年，预计 2020 年结算毛利率将低于 2019 年结算水平，明年结算毛利率对今年仍会下降。但长期来看，结算毛利率仍然会企稳。

图表 3：2011 年-2020H1 样本房企毛利率情况



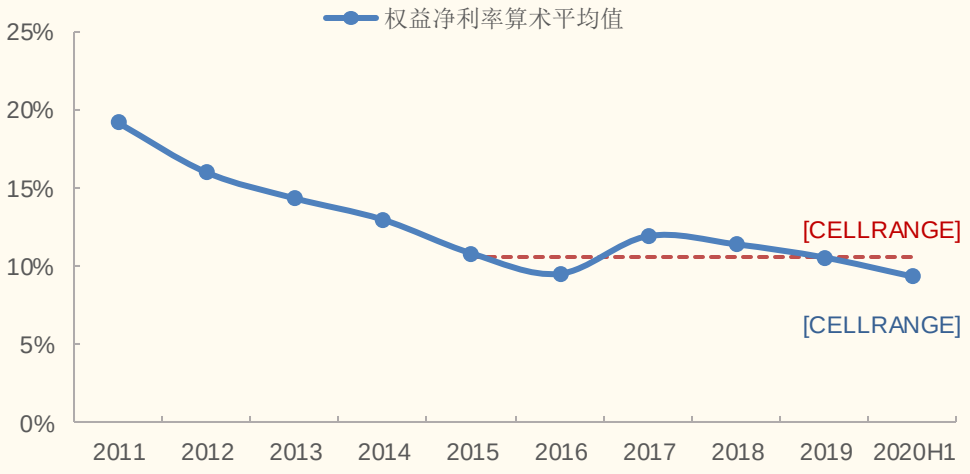
来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2011 年-2020H1 样本房企净利率情况



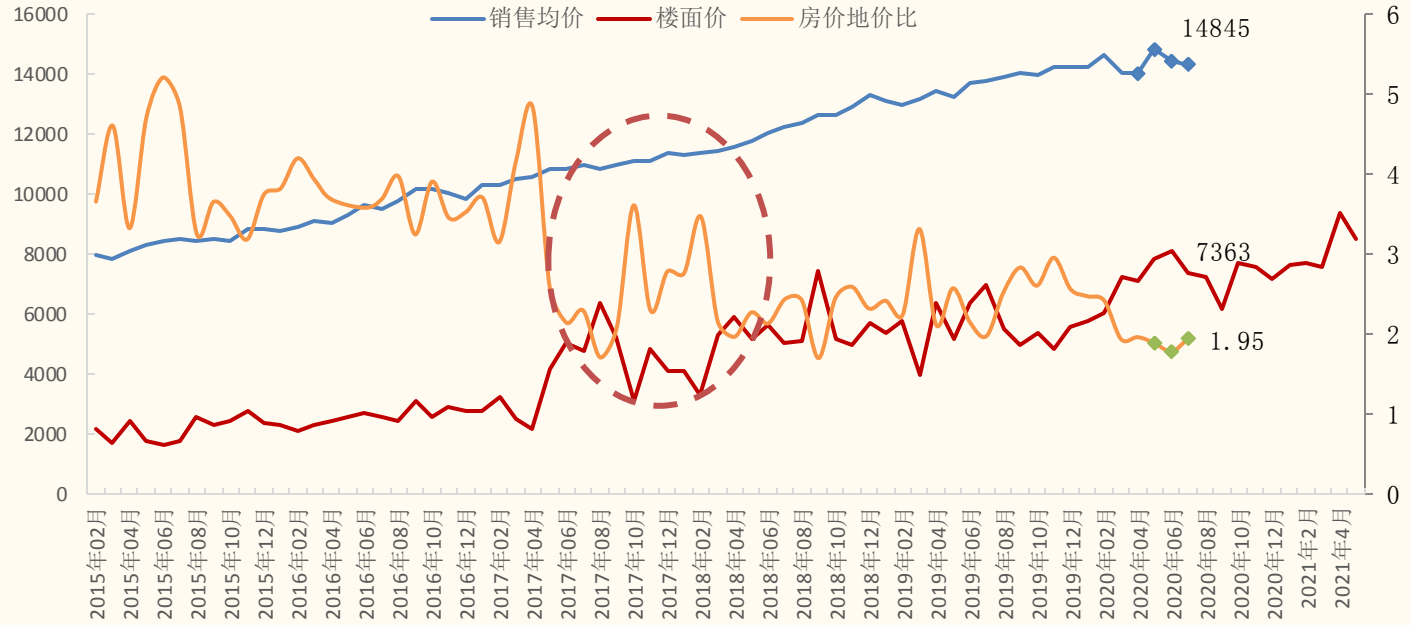
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2011 年-2020H1 样本房企权益净利率情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：技术平移后房价地价比情况



来源：克而瑞，国金证券研究所

从房价、地价角度复盘市场表现

- **疫情后，热点城市房价上涨快速，结构分化明显：**年初受到疫情影响，房地产市场交易情况受到冲击，但随着疫情稳定，经济恢复，受压制需求得的释放，房价积极供应放量及融资环境改善等因素，2020 年 5 月以来，一二线城市中超半数以上重点城市挂牌均价上涨明显。截至 10 月，深圳，宁波，西宁，无锡，杭州，广州，上海，成都，西安挂牌房价较 2019 年 11 月涨幅超过 9%。从全国来看，全国销售均价缓慢上涨，热点城市的快速上涨趋势并未扩散至全国范围，全国城市中热点城市房价上涨，热点城市中核心区位房价上涨，房价上涨结构性分化表现明显。
- **2021 年高线城市房地产市场受已颁布调控政策压制缓慢上涨，低线城市房地产市场表现或更佳：**从各线城市表现看，一二线城市受益于疫情后经济快速恢复和货币宽松环境，房地产市场在销量和价格上均有超预期表现，但三四线城市受损于疫情对经济、就业的负面影响程度更大，其房地产市场疫后表现一般。此轮房价上涨未明显扩及三四线城市，在 2021 年国内经济将继续复苏的背景下，或有望实现。而一二线城市房地产市场已受今年各地出台的政策调控，2021 年市场表现将受到压制。
- 长期看，房价将保持缓慢上涨：此次 7 月热点城市房价表现上涨后，住建部迅速召集热点城市进行房地产工作座谈会，各地出台调控政策，政府坚持“房住不炒”和因城施策基调的态度明确。长远看，我们预计未来整体房价将保持缓慢上涨。

图表 7：一二线城市平均挂牌单价涨幅

平均挂牌单价（元/㎡）										
城市	201911	201912	202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007	202008
深圳	7.61	8.65	7.61	18.02	14.54	15.8	16.68	18.96	19.4	16.87
宁波	25.45	20.78	25.45	16.54	19.78	15.75	17.99	15.65	15.76	11.53
无锡	13.29	11.81	13.29	16.84	16.69	12.54	12.39	12.46	13.38	11.18
广州	4.52	8.14	4.52	10.43	6.97	0.05	2.85	6.13	9.84	10.43
西宁	18.5	18.43	18.5	20.18	20.56	17.1	19.86	18.65	14.63	13.82
杭州	-7.94	-1.63	-7.94	-11.79	-0.68	-3.26	-3.33	4.1	0.38	0.67
昆明	7.83	7.4	7.83	8.2	7.25	7.81	8.28	8.3	9.41	7.67
沈阳	8.7	10.86	8.7	6.92	6.83	6.04	10.18	9.44	9.57	5.12
南宁	9.35	8.62	9.35	8.79	8.87	4.81	6.64	5.85	8.11	7.96
上海	5.14	4.57	5.14	9.2	5.03	2.94	5.6	5.85	6.05	9.21
兰州	7.54	8.12	7.54	8.69	6.94	7.69	8.86	6.68	5.9	7.6
三亚	-24.87	-17.9	-24.87	-3.87	3.82	1.18	6.11	12.01	12.19	6.8
合肥	3.87	3.7	3.87	6.34	6.57	6.59	4.37	4.93	3.86	3.56
呼和浩特	-0.03	-0.58	-0.03	0.09	1.47	2.71	3.48	5.45	4.44	-1.13
成都	4.14	4.31	4.14	1.39	2.3	1.31	3.94	7.34	8.08	9.23
厦门	7.21	9.03	7.21	12.16	7.54	7.29	7.31	5.66	3.71	7.14
银川	11.66	16.29	11.66	11.54	12.13	14.1	12.96	13.26	11.65	10.49
西安	1.99	3.38	1.99	0.26	2.67	1.65	4.19	6.4	0.82	2.4
温州	4.88	6.29	4.88	0.5	15.68	13.82	9.31	7.11	3.59	4.5

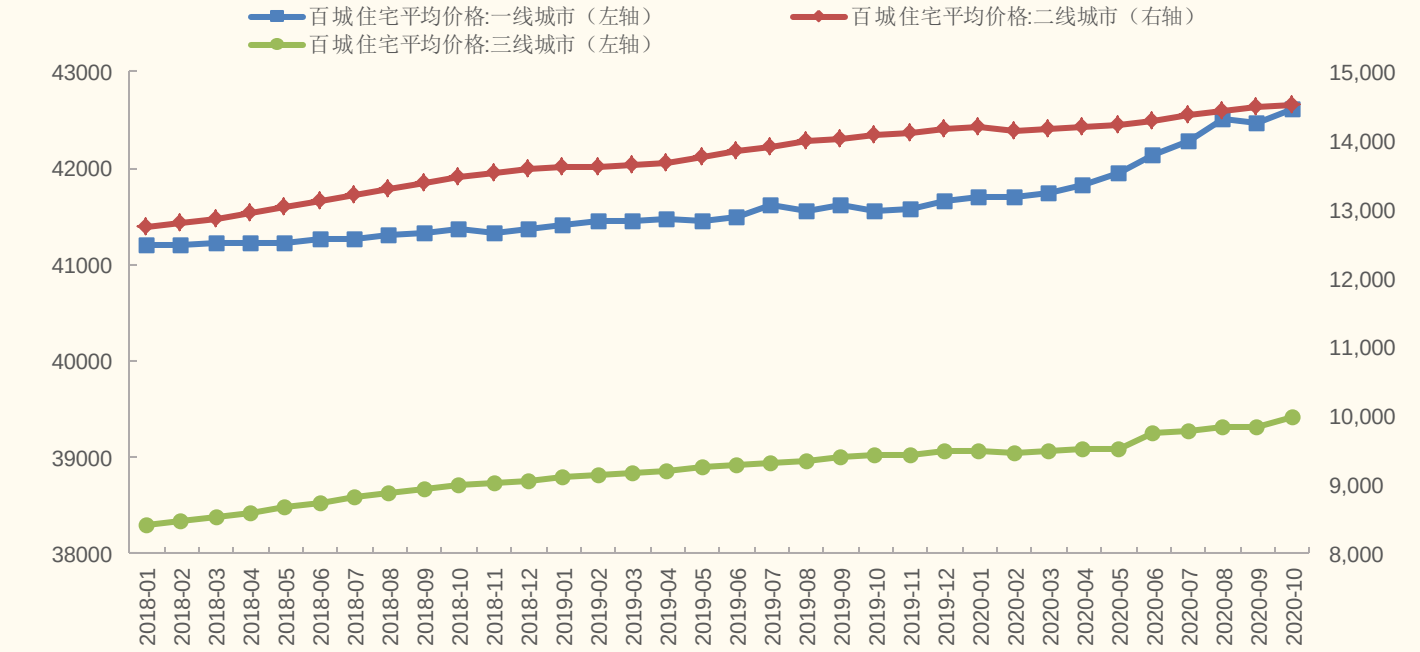
来源：房价行情网，国金证券研究所

图表 8：一二线城市平均挂牌单价涨幅

平均挂牌单价（元/㎡）										
城市	201911	201912	202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007	202008
温州	4.88	6.29	4.88	0.5	15.68	13.82	9.31	7.11	3.59	4.5
郑州	3.62	1.74	3.62	-4.48	-2.33	-1.64	3.34	2.88	1.33	-1.5
长沙	-0.68	-0.7	-0.68	0.83	0.81	-0.33	0.3	2.11	3.18	1.51
哈尔滨	-1.01	2.95	-1.01	-0.53	-2.66	-0.41	-2.84	2.82	3.23	0.82
大连	3.33	6.46	3.33	9.72	-0.14	1.93	2.91	2.25	1.49	2.16
武汉	-1.4	0.79	-1.4	-9.08	-7.89	-2.52	3.99	4.89	3.39	4.62
石家庄	-1.01	-2.08	-1.01	-1.2	-0.77	-1.52	-1.81	-1.18	-1.43	-3.25
南昌	15.23	7.54	15.23	-4.92	1.9	6.51	1.87	-0.09	0.36	0.33
长春	4.16	2.21	4.16	5.53	3.54	2.41	3.39	3.11	1.43	2.49
乌鲁木齐	3.43	5.37	3.43	5.29	5.06	1.69	2.93	0.23	1.06	-4.58
海口	-3.45	-4.21	-3.45	1.89	-1.01	-3.54	-5.75	-2.64	-2.14	-2.78
南京	3.77	3.64	3.77	-6.08	2.56	1.26	2.23	2.87	4.22	0.31
北京	0.5	-0.56	0.5	7.87	5.72	-1.36	3.01	-2.09	-2.17	-4.41
福州	-2.01	-3.27	-2.01	1.94	-2.26	-4.22	-3.64	0.55	-0.99	0.98
重庆	-2.26	-4.28	-2.26	-0.6	-1.94	-1.88	-2.43	-0.13	-2.4	-2.23
天津	6.57	5.03	6.57	6.07	4.1	-0.89	-0.05	0.14	-3.57	3.7
太原	-1.11	-0.07	-1.11	-0.27	-1.94	-3.39	-4.16	-3.57	-4.64	-2.7
贵阳	-9.56	-8	-9.56	-5.5	-5.71	-4.04	-4.05	-5.83	-5.65	-2.8
济南	-6.07	-13.53	-6.07	-9.33	-8.95	-9.61	-2.65	-3.79	-6.37	-7.9
苏州	11.55	12.18	11.55	8.13	11.26	11.21	10.4	6.32	-1.07	-3.1
青岛	-5.14	0.44	-5.14	-5.58	-9.9	-7.89	-3.56	1.65	-0.23	1.49
北海	-4.44	-1.89	-4.44	9.28	6.28	-3.85	-4.06	-6.17	-7.62	-8.88

来源：房价行情网，国金证券研究所

图表 9：百城住宅平均价格情况



来源：wind，国金证券研究所

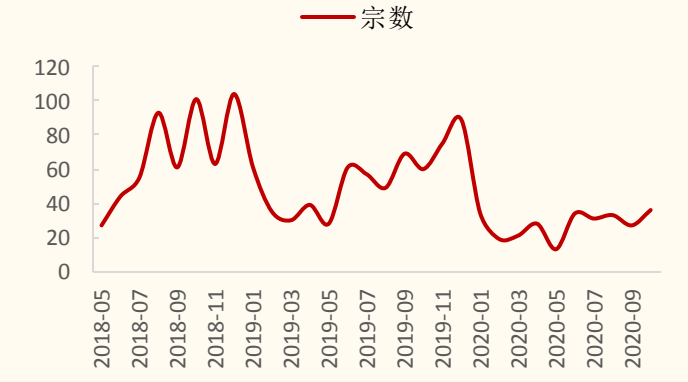
- 地价角度：随着新冠疫情后经济逐步恢复，土地市场成交热度较高，地价上涨。7 月以来，受到多个城市调控政策出台，融资收紧预期，三条红线等因素影响，土地市场热度有所降温。
- **长期看，土地市场降温，波动减小：**针对房企的三条红线规则颁布后，监管介入运营端，自此 12 家试点名单房企融资受到限制，非试点企业也将以三条红线标准为运营调整目标，房企对于加杠杆拿地行为将更加谨慎。未来房企争相追逐地王抬高整体土地成本的场景将大大减少，拿地行为趋于理性，土地溢价率波动将减小。

图表 10：50 城土地溢价率情况



来源：克而瑞，国金证券研究所

图表 11：50 城土地流拍宗数情况（块）



来源：克而瑞，国金证券研究所

融资端：监管介入运营，行业格局将固化

- 8 月 20 号，针对房企的三条红线规则颁布，其超过临界值的标准规定为：分子分母剔除预收款后的资产负债率大于 70%，净负债率大于 100%，现金短债比小于 1 倍。
- **82%样本企业超过红线，未来运营受红线规则不同程度影响：**虽然该红线标准目前仅明确针对 12 家试点房企，但考虑其适用范围未来将扩大，我们

取 2019 年销售额 Top50 房企，对其中 47 家已上市公司的三项指标情况进行分析。三项指标均符合的有 8 家，占 17%；1 项超标的有 19 家，占 40%，2 项超标的有 10 家，占 21%，3 项均超标的有 10 家，占比 21%；

图表 12：2019 年销售额 Top50 房企资债指标情况

2019 年销售排名	代码	企业简称	分子分母剔除预收款的资产负债率（%）	净负债率（%）	现金短债比	超过临界值指标个数
1	2007.HK	碧桂园	82.7	55.3	2.1	1
2	000002.SZ	万科 A	76.5	34.8	1.8	1
3	3333.HK	中国恒大	82.7	183.1	0.4	3
4	1918.HK	融创中国	84.2	214.2	0.9	3
5	600048.SH	保利地产	67.5	56.9	2.1	0
6	600606.SH	绿地控股	82.8	155.6	0.8	3
7	0688.HK	中国海外发展	53.8	30.5	4.1	0
8	601155.SH	新城控股	76.6	6.4	2.6	1
9	0813.HK	世茂房地产	70.6	63.6	1.4	1
10	1109.HK	华润置地	56.4	32.5	3.0	0
11	0960.HK	龙湖集团	66.5	51.1	4.4	0
12	001979.SZ	招商蛇口	57.4	29.3	1.4	0
13	000671.SZ	阳光城	77.6	135.0	1.3	2
14	600383.SH	金地集团	67.2	57.7	1.3	0
15	0884.HK	旭辉控股集团	75.0	69.1	2.7	1
16	000961.SZ	中南建设	84.0	168.4	1.1	2
17	000656.SZ	金科股份	74.8	120.2	1.1	2
18	0817.HK	中国金茂	68.1	83.1	0.9	1
19	2772.HK	中梁控股	80.8	120.9	0.7	3
20	600340.SH	华夏幸福	77.8	182.8	0.7	3
21	2777.HK	富力地产	79.5	218.3	0.4	3
22	3301.HK	融信中国	73.2	115.9	1.8	2
23	6158.HK	正荣地产	76.2	97.5	1.4	1
24	3900.HK	绿城中国	73.5	63.2	1.5	1
25	3377.HK	远洋集团	69.9	80.6	3.4	0
26	3383.HK	雅居乐集团	72.7	96.6	1.0	1
27	3883.HK	中国奥园	81.9	74.9	1.6	1
28	1638.HK	佳兆业集团	75.9	162.2	1.1	2
29	002146.SZ	荣盛发展	73.0	83.2	0.9	2
30	002244.SZ	滨江集团	69.7	78.1	1.5	0
31	601186.SH	中国铁建	75.8	14.7	1.9	1
32	600466.SH	蓝光发展	70.8	79.1	1.3	1
33	3990.HK	美的置业	81.1	114.2	2.1	2
34	3380.HK	龙光地产	76.1	41.7	3.1	1
35	2103.HK	新力控股集团	76.0	107.5	0.9	3
36	600376.SH	首开股份	75.4	169.8	1.0	3
37	600325.SH	华发股份	75.3	162.4	0.7	3
38	0137.HK	金辉集团	77.5	42.4	0.5	2
39	1813.HK	合景泰富	80.8	89.4	2.2	1
40	000732.SZ	泰禾集团	80.2	243.8	0.2	3
41	2868.HK	首创置业	74.6	159.3	1.1	2
42	1966.HK	中骏集团控股	73.5	75.7	1.6	1
43	000069.SZ	华侨城 A	70.1	84.5	1.1	1
44	1233.HK	时代中国控股	74.4	76.7	1.4	1
45	2768.HK	佳源国际控股	71.7	96.1	1.2	1

46	1628.HK	禹洲地产	79.2	94.7	1.9	1
47	1908.HK	建发国际集团	82.9	170.0	2.0	2

来源：wind，国金证券研究所

- 针对三条红线规定，我们从财务调节和运营实操的角度分析房企采取不同动作对三条红线指标的影响。
  - 从财务调节角度，下调短债占比，现金偿付短期借款，融长债可以提升现金短债比；财务调节无法对净负债率起作用；通过现金偿付短期和长期借款可降低分子分母扣除预收款的资产负债率。
  - 从运营实操角度，①拿地金额一定的情况下，减少拿地可以改善三线指标，并表比例越小，对净负债率和分子分母扣除预收款的资产负债率指标改善成效更佳；②拿地金额一定的情况下，减少拿地货比低的地能够改善明显改善三线指标，这是由于同等金额相较一二线城市在三四线城市可支付更大面积土储，也意味着产生更大的建安成本，开发贷将大幅提升，使得净负债率和分子分母扣除预收款的资产负债率均明显上升。③从开工角度，相对原开工计划减少开工，能够改善三项指标。④ 同时，加快销售回款能够提升现金短债比，改善净负债率。⑤预售后加快结算，能够增加预收款，从而改善净负债率和分子分母扣除预收款的资产负债率。⑥出售持有型业务，能够增加现金、所有者权益及总资产规模，可有效改善三项指标。⑦将部分成熟业务分拆上市，若分拆后仍然并表，可有效改善三线指标；若分拆后不再并表，也可在不影响现金短债比的情况下，改善净负债率和资产负债率指标。
  - 综上所述，减少拿地，出售持有型项目和分拆上市是较好的改善三项指标的方式；在不同节点加快周转对三项指标的影响是存在差异的，因此加快周转会导致部分指标在短期内恶化，实操中需要对此明晰。
- 针对不同指标超标的公司的应对：①红档公司，对于三项指标均超标的红档公司首要应减少拿地，尽快偿还借款，降低甚至暂时放弃规模扩张。②超过一档或两档的公司，则可通过上述财务调节或运营层面调节灵活改善超档指标。③对于前几年销售规模扩张迅速，且净资产小的公司，相较于净资产大的公司，加快结算增加净资产对其净负债率和资产负债率的改善效果更佳显著。④对于净资产大的头部房企，因净资产较大，则须通过适当减少拿地，出售部分持有型资产，分拆成熟业务上市等综合手段进行改善。但由于头部房企向来拥有更稳健的财务状况和更低的融资成本优势，指标改善的压力较其它类型公司更小。
- 对于整个行业而言，短期看，三条红线会使得房企规模增长放缓，头部房企集中度提升放缓。但由于好孩子不能变成坏孩子，坏孩子有需要变成好孩子，因此行业总体排名仍将稳定。且长期来看，三条红线政策会使得房企整体资债指标更加稳健，同时监管介入运营后，房企拿地行为将趋于理性，更加注重运营管理和产品打造，使得行业进入良性周期。

图表 13：房企不同实操情况下对3 条红线的影响

指标	现金短债比影响	净负债率影响	分子分母扣除预收款的资产负债率影响
总有息负债不变，降低短债占比	上升	不变	不变
现金偿付短期借款	上升/下降	不变	下降
现金偿付长期借款	下降	不变	下降
融短债	上升/下降	不变	上升
融长债	上升	不变	上升
加大拿地（并表，100%）	下降	明显上升	明显上升
加大拿地（并表，51%）	下降	上升	上升
加大拿地（不并表）	下降	小幅上升	上升
加大拿地（拿地货比高的地：一二线）	下降	上升	上升
加大拿地（拿地货比低的地：三四线）	大幅下降	明显上升	明显上升
多开工（在建增加）	降低	上升	上升
少开工（相对于原开工计划）	上升	下降	下降
正常项目：加快销售回款（地货比高的项目）	上升	下降	上升
预售后，加快竣工（结算）	下降	下降	下降
出售持有型项目	上升	下降	下降
分拆上市（并表）	上升	下降	下降
分拆上市（不并表）	不变	下降	下降

来源：国金证券研究所

从购房，销售，拿地，融资全方位管控，长效机制基本落成

- 2016 年年底中央经济工作会议首次提出，“房子是用来住的，不是用来炒的”。同月，中央政治局会议提出建立房地产长效机制。此后，房地产市场调控思路从注重短期效应，转变为有利于促进楼市健康成长的全方位改革。2017 年底到 2020 年期间，针对购房者，国家从限购、限贷、税收政策进行管制；针对房企，从土地拍卖、预售证管理（限价）、融资端不断完善监管。8 月份三条红线规则出台后，更意味着房地产行业开始受到全面管制，长效机制基本落成。
- 政策调控方面：2017 年全国有超过数十个城市发布各种房地产调控政策达百余次。从限购，限贷、限价到限售进入四限时代。2018 年，调控方面在保持四限政策的前提下，陆续出台“摇号选房”、重申公寓限购等调控政策，使得房地产调控持续收紧。
- 土地市场方面：2017 年以来拿地条件逐渐增加，“竞地价，竞自持，竞配建”等竞拍拿地比例占比持续增加。此外，多地土拍政策调整，拿地门槛提高，对于开发商拿地资质审核、 竞拍资金要求、拿地数量限制等规则逐步完善。土地供应结构呈现多元化，加大租赁土地供给等。
- 融资监管进一步加强，限制行业融资增速：三条红线规则颁布后，融资端从以往对资金流出端的监管，进阶至直接对房企融资增速直接管控的全面监管。
- 开发运营层面：对于房地产开发各环节规范并加强管理，如对预售证加强管理，加大商品房预售资金监管力度等。

图表 14：重点城市房地产调控情况

	购房者						房企		
城市	土地市场调控	刚性购房	限购政策	限贷政策	普通住房认定标准	税收政策	土地拍卖	预售证管理	融资
深圳	-	-	一、深圳户口 ①家庭：限购2套； ②成年单身人士（不含离异）：限购1套； ③离异3年内，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算； 若离异前家庭无房，离异双方限购1套； 若离异前家庭有1套住房，离异后无房个人限购1套； 若离异前家庭有2套住房，离异后双方不得在深购房，落户3年并连续3年缴纳个税或社保 二、非深圳户口 限购一套，且需连续5年缴纳个税或社保	一、首套房： 无房贷记录：首付30% 有房贷记录：普通住房50%，非普通住房60% 二、二套房 普通住房70%，非普通住房80% 三、离婚 在离异之日起3年内购买住房的，在执行相关税费、贷款、限购等政策上，按离异前家庭相应标准执行	容积率>1.0；建筑面积<144平方米，或建筑面积<120平方米；实际成交总价低于750（含本数）万元	一、增值税 个人住房转让增值税征免年限由2年调整为5年，其余政策内容不变。 ①个人将购买不足5年的住房对外销售的，按照5%的征收率全额缴纳增值税； ②个人将购买5年以上（含5年）的非普通住房对外销售的，以销售收入减去购买住房价款后的差额按照5%的征收率缴纳增值税； ③个人将购买5年以上（含5年）的普通住房对外销售的，免征增值税。 二、个税 ①核定征收：应纳个税=计税价格的1%（普通住房）、1.5%（非普通住房）或3%（拍卖房）； ②满五唯一，免征个人所得税。 三、契税 ①家庭首套普通住宅：90㎡（含90㎡以下）：总房价1%； ②家庭首套普通住宅：90㎡以上：总房价1.5%； ③家庭二套房：总房价3%。	土地使用权招标出让可采取下列两种方式进行： （一）公开招标：由土地管理部门发出招标公告； （二）邀请招标：由土地管理部门向特定人发出招标邀请书。	高层建筑主体施工形象进度达到总层数的二分之一、装配式建筑完成基础工程并达到标高±0.00标准的商品房项目，可以申请预售。	“三道红线”：红线一：剔除预收款后的资产负债率大于70%。红线二：净负债率大于100%。红线三：现金短债比小于1倍。根据“三条红线”触线情况不同，将房地产企业分为“红、橙、黄、绿”四档：三项指标全部“踩线”，有息负债不得增加；若指标中两项“踩线”，有息负债规模年增速不得超过5%；若只有一项“踩线”，有息负债规模年增速可放宽至10%；若全部指标符合监管层要求，则有息负债规模年增速可放宽至15%。
南京	1. 加大住宅用地供应力度，优先满足刚需，稳定市场预期 2. 严格执行“限房价、竞地价”出让模式 3. 提高土地市场准入条件，建立热点区域住宅用地报名单位资格筛查机制	优先保障本市户籍无房家庭的刚性购房需求，商品住宅项目向本市户籍无房家庭提供每批次不低于30%比例的房源。	一、南京户籍 1. 单身（含离婚不带孩子），限购一套（不含溧水，高淳，六合） 2. 家有两套及以上，禁止购买第三套（不含溧水，高淳，六合） 3. 溧水、高淳、六合：不限购 二、非南京户籍 1. 限购一套新房或二手房且需连续2年缴纳个税或社保，不得补缴 2. 溧水、六合、高淳内：暂停向已拥有一套及以上非本市户籍居民售房	一、无房 1. 居民家庭首次购买，首次申请个人住房贷款的，最低首付款比例不低于30% 2. 有购房贷款记录、但申请贷款时无住房，最低首付款比例由不低于50% 二、已有一套房 1. 有1套住房、但没有购房贷款记录或相应购房贷款已结清的居民家庭，最低首付款比例由不低于50% 2. 对于拥有1套住房且相应购房贷款未结清的，最低首付款比例不低于80% 三、两套及以上 停贷	-	一、增值税 1. 个人购买住房满两年，免征 2. 个人购买住房不足两年，按5%的征收率全额缴纳增值税 二、契税 1. 家庭首套普通住宅：90㎡以下（含90㎡）的，减按1%的税率征收契税 2. 家庭首套普通住宅：90㎡以上，减按1.5%的税率征收契税 3. 家庭二套房：90㎡以下（含90㎡）的，总房价1%。90㎡以上，总房价2% 4. 家庭三套房：总房价3% 5. 非住宅：3% 三、个人所得税 1. 住宅满五年，家庭首套住宅免征，家庭二套房则按全额1%或差额20%征税 2. 住宅不满五年，按全额1%或差额20%征税 3. 非住宅，按全额20%或差额20%征税	一、调整竞价成交方式 严格控制地价水平，明确住宅（商住）用地竞价达到土地出让最高限价时仍有竞价的，不再竞争人才房面积，改为通过现场摇号方式确定竞得人，所有摇受最高限价的竞买人均可参加摇号，竞得价为最高限价加一个加价幅度。 二、严格开发资质要求 提高市场准入条件，要求报名参与住宅（商住）用地的竞买人应具备房地产三级及以上开发资质(不含暂定资质)。 三、提高竞买资金要求 防止市场过度竞争，提高住宅（商住）用地竞买保证金比例，根据地块区域土地市场竞争情况，由出让起始价的20%调整为20%-80%，热点区域不低于50%，并要求一个月内付清全部土地成交价款。 四、严格竞买资金审查 加强资金监管，要求住宅（商住）用地的竞买保证金及后续购地资金须为竞买人自有资金，竞买人须按要求提供符合条件的相关材料，通过审查后方可报名。 五、限制竞买地块数量 鼓励市场参与主体多元化，要求在同一批次出让公告中，同一竞买人及同一集团所属成员企业不得竞得(含联合竞买)两块及以上的住宅(商住)地块，其他用途的地块除外。	需符合条件： 一、已交付全部土地使用权出让金，取得土地使用权证书； 二、持有建设工程规划许可证和施工许可证； 三、按提供预售的商品房计算，投入开发建设的资金达到工程建设总投资的25%以上，并已经确定施工进度和竣工交付日期； 四、取得商品房预售许可证。	

来源：国金证券研究所整理

2021 年房地产行业展望

- **行业整体见顶，全面调控背景下，预计 2021 年房地产销售面积及金额增速同比增长-1%，5%。**房地产行业整体见顶，近年房地产商品房销售面积同比增速均在 0%左右，销售金额呈增速缓慢下降趋势。2020 年受疫情影响，房地产行业在整体货币政策宽松，房地产相关如预售等政策放松的背景下，销售金额和销售面积自 3 月疫情稳定后均实现快速恢复和反弹，叠加疫情期间受到抑制的需求在疫情稳定后强烈释放，下半年房地产市场呈现面积和金额同比快速增长的局面。

  2020 年 1M-11M 全国商品房销售面积增速和全国商品房销售额同比增速为 1.3%，7.2%。我们预计 2020 年全年销售面积和销售金额可分别实现同比 2.5%，8.5%的增速。 2021 年经济慢恢复，房地产行业整体调控的情况下，我们预计全国商品房面积和金额同比增速分别为-1%，5%。对应全国平均房价同比增速 2020E、2021E 稳定在 6%。

- **2021 年因 2020 年新开工低基数原因，预计全年录得 6%增长，竣工面积增速 3%。**2020 年由于疫情房企开工复工进度受到影响，4 月以前新开工面积单月同比增速均为负数，由于房企新开工计划处于满负荷状态，年初受到影响的 4 个月工程进度将难以追赶，2020 年 1M-11M 房屋新开工面积累计同比增速为-2%，我们预计 2020 年新开工面积同比增速为-1.5%。2021 年新开工计划仍然较为饱满，但考虑 2020 年低基数原因，到 2021 年预计新开工面积可实现 6%的同比增速。

  2020 年房屋竣工面积同样受疫情影响，预计录得-3%同比增速，2021 年保持在 2019 年的增速水平，增速为 3%。

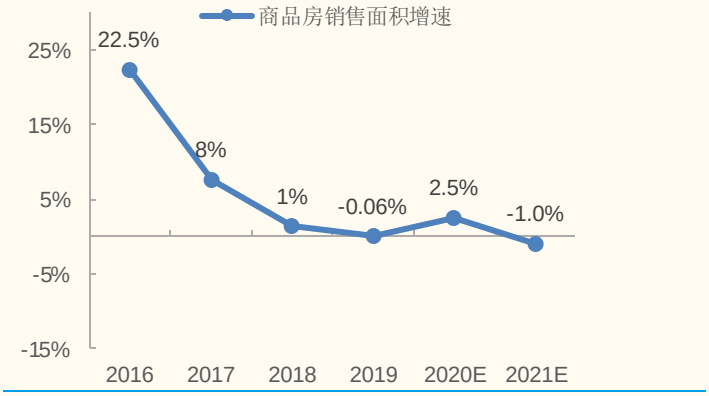
- **2021 年房地产开发投资增速预计稳定在 7%左右。**房地产开发投资与土地购置费、土地开发工程、房屋建设工程等一系列管线相关，其增速历年来较为稳定，且与 GDP 中投资增速比较匹配，整体高于 GDP 的投资增速，同时考虑到 2020 年 1M-11M 房地产投资开发增速为 6.8%，我们预计 2020 年全年增速为 7.2%，2021 年增速稳定在 7.2%。

图表 15：房地产主要指标预测情况

	商品房销售面积增速	商品房销售金额增速	平均房价增速	新开工增速	房地产投资开发增速	房屋竣工面积增速
2019	-0.1%	6.5%	6.6%	8.5%	9.9%	2.6%
2020E	2.5%	8.5%	5.9%	-1.5%	7.2%	-3.0%
2021E	-1.0%	5.0%	6.1%	6.0%	7.2%	3.0%

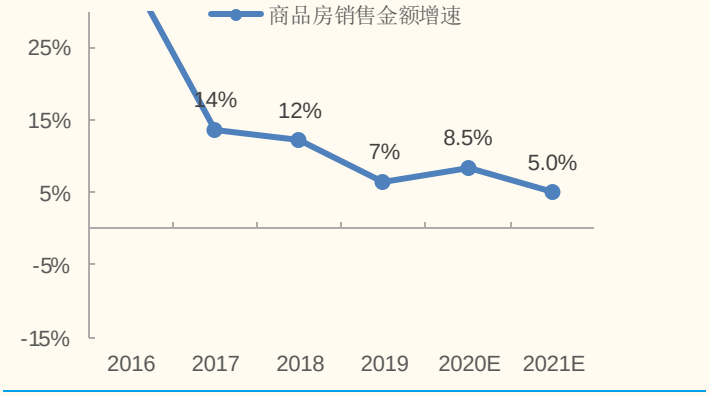
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 16：全国商品房销售面积增速



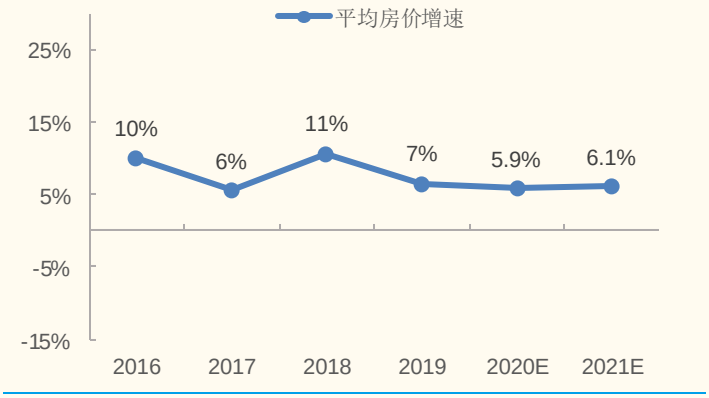
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 17：全国商品房销售金额增速



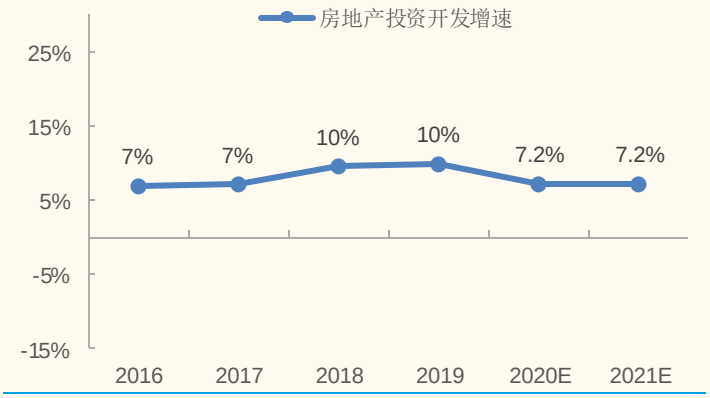
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 18：全国平均房价增速



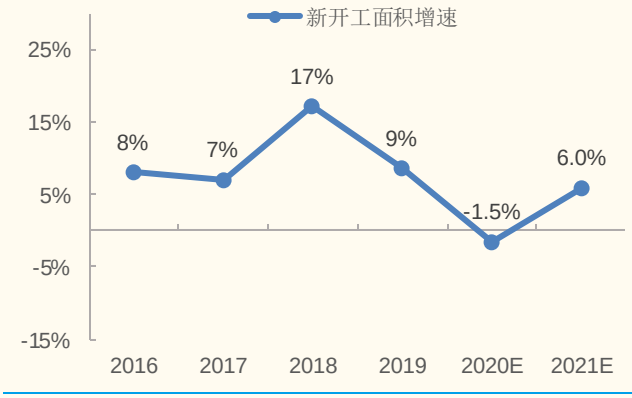
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 19：房地产投资开发增速



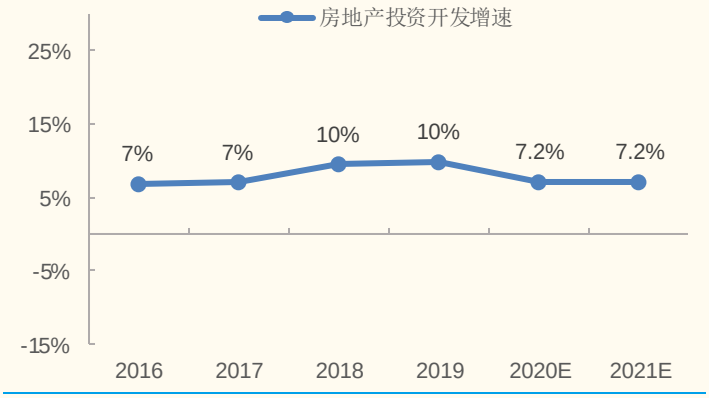
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 20：新开工面积增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 21：房屋竣工面积增速

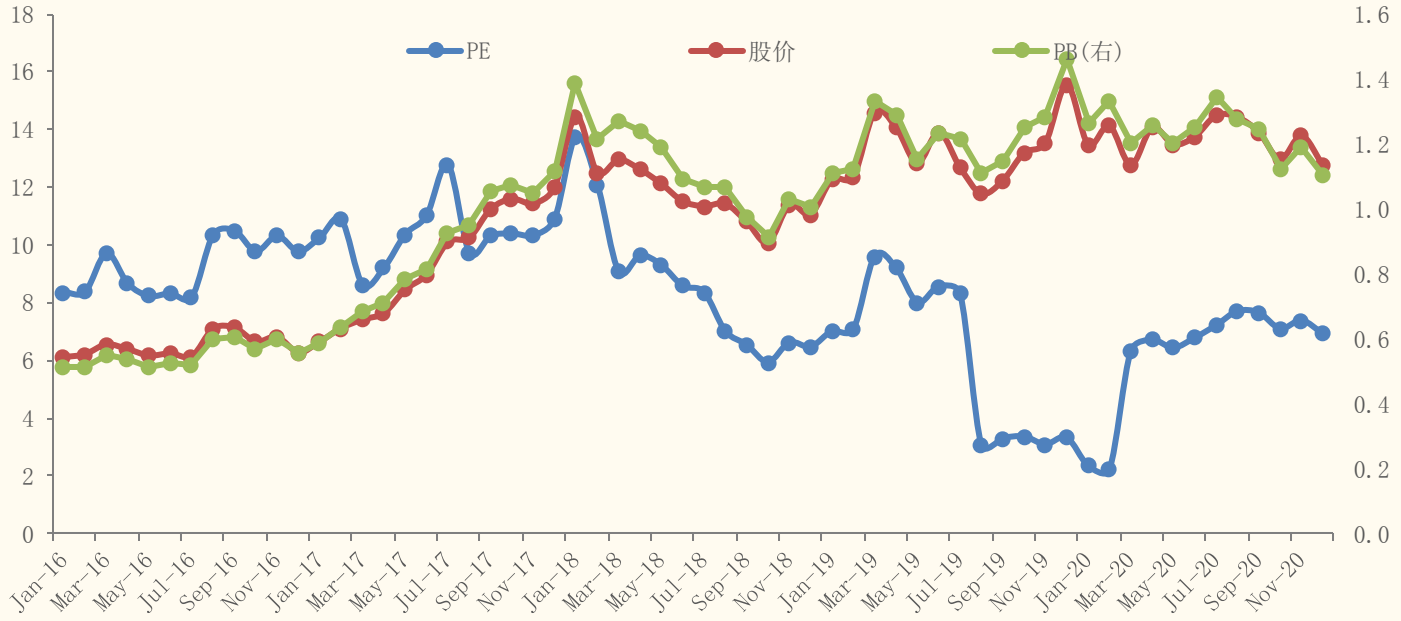


来源：国家统计局，国金证券研究所

存货和市占率弹性受压制，行业波动变小，估值缓慢修复

- **目前地产估值处于历史低位，盈利能力下降、7 月以后政策压制货值提升弹性、三条红线压制市占率提升弹性是关键。**
- **热点城市调控频出，房企存货弹性受压。**今年以来房地产板块跑输指数，仅 7 月短暂上涨，随后受压下跌。开发商高负债运行情况下，存货价值提升对股价弹性影响较大。7 月房地产板块上涨正是反映了重点城市房价上涨带来的房地产商的存货价值提升逻辑。但随着 7 月央行货币政策收紧，7 月底房地产工作会议召开，房价上涨热点城市开始连续调控加码，就此全国房价快速上涨预期被扭转，地产股存货弹性受到压制。
- **三条红线新规出台，监管介入房企运营层面，房企市占率弹性减小。**在三条红线压制下，开发商市占率弹性减小。坏孩子要在三年内变成好孩子，好孩子也不能变成坏孩子，因此快速增长的估值逻辑基本不再，仅少数房企可以实现规模增长。过去快速扩张房企未来将减速还债，以降低杠杆回到三条红线以内。总体上来说，整体市占率提升受到影响。
- **房企盈利波动减小将带来估值提升。**存货弹性和市占率弹性受压制，整体股价上涨斜率受到压制，但我们认为房地产股价仍有机会。虽然整体规模增速下降，但格局固化后，排名相对稳定。同时，在从房价到地价受到全面管制的情况下，房地产企业盈利波动变小，利润率将趋于稳定。综上，我们认为盈利波动减小将带来房地产企业估值提升。
- **估值提升是一个过程。**对于头部企业而言，市占率仍将缓慢提升，但格局稳固，结算和分红仍能长期保持正增长。其高息债属性将逐步显现，但市场对该属性的认知仍需要一段时间。因此我们认为估值提升是一个持续的过程；但如果 2021 年 A 股整体收益率下降的话，市场也有可能很快认识到房地产股票高息债属性，进而实现一次性的重估。
- **估值对政策趋紧利空已经脱敏，行业稳定性带来估值提升逐步显现。**①统计局数据表明目前拿地、回款、到位资金、投资等指标仍然较好，我们预计后期仍有下降空间。但由于市场对后续政策及融资端收紧已有预期，对此脱敏，股价逐步体现因为行业稳定性带来的估值提升。②此外，年底机构配置切换一定程度上带来近期房地产行业较好表现。切换对短期行情影响持续时长较难判断，但长期来看，估值修复将维持 2 年左右，同时估值修复的速度并不会太快，股价将以较平缓的速度上涨，地产股本身会越来越具有高息债属性，在调控政策不松动的情况下，15%-20%的年化回报（含分红）是投资者比较合理的预期收益。

图表 22：2016-2020M10 房地产行业 PE-PB Band



来源：wind，国金证券研究所

推荐标的：万科 A、保利地产、建发国际、招商蛇口

万科：开发业务效率领先，兼顾规模增长

- **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，兼顾规模增长。**三条红线出台后，整体规模增长受限，行业格局固化。同时考虑到目前万科销售规模和投资强度稳步提升，主观上进入更加积极的销售和拿地周期。在这种背景下，我们认为万科在一定规模增长的情况下，行业头部房企地位将的到巩固。
- **毛利率下行趋势得到改善；结算利润确定性增加。**三条红线出台，相当于监管介入运营环节，房企融资受限，公司拿地将更加谨慎。在此情况下，企业拿地成本波动减小，万科毛利率下行有望得到缓解甚至改善，同时结算利润确定性增加。
- **万科物业服务是公认行业一哥。**万科物业服务营收排行业第一，连续十年被评为中国物业服务百强企业综合实力第一名。对比碧桂园服务估值，即使考虑到目前物业服务公司的市值可能有高估的成分，万科持有的万科物业股权保守估值也应达到 400 亿元。
- **持有型物业已成规模，有型业务经营能力不断提升，随着经营质量提升可释放投资收益，提升估值。**我们以估算的万科并表口径投资性物业规模替代其权益规模。2019 年万科已并表部分投资性物业规模约 1400 亿元（测算）。参考境外市场对持有型物业的估值体系，按照分部估值，虽然公司采用成本法计量持有型物业没有利润贡献，但是其并表口径估值至少为 1000 亿元。随着万科持有型业务逐渐成熟，可金融化资产将增加，预计可释放更多投资收益，届时市场将给与更高估值，甚至可达到 2000 亿元估值。
- **投资建议：**我们预计万科 2020-2022 年，对应 EPS 为 3.71 元、4.09 元、4.48 元。在调控加强的背景下，行业弹性变小，但行业风险因此大幅降低。同时考虑到万科开发业务主观上更加重视规模提升，持有型业务已形成较大投资规模，存在逐步资本化的可能；最后，万科物业虽未上市，其一哥

地位毋庸置疑，我们认为其估值会持续提升。我们给予其 6-12 个月内目标价 37.08 元，对应 9X2020PE。

保利地产：高周转央企，土储和融资优势明显

- **保利是规模最大、周转效率最高的央企开发商**：①保利 2020H1 销售额 2245 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；③结算周期约 28 个月，目前结算项目毛利率高。
- **盈利能力强，得益于拿地成本低、拿地节奏好、融资成本低、期间费用率低**：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；④费用管控得当。
- **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，房价缓慢上涨，土地市场降温等，高杠杆房企发展受限，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**：①2019 年底土储 2.13 亿方；②项目质地优良，38 个核心城市占比 58%，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，全省 2019 年销售额占 32%，2019 年底土储占 27%。
- **对自身价值释放意愿较强，保利物业在港股上市**: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，市值 366.3 亿港元(20200921)。保利物业 2019 年合约面积 4.98 亿方，排名第 4；②保利地产的交付为保利物业提供了持续增长的面积保障，且保利物业的外拓比例也在持续增加。
- **持有型业务地段优越，未来可贡献升值收益**：商场、酒店、写字楼地段优越，单体规模较大，平均 9.3/6.3/16.2 万方(已披露),未来可贡献升值收益。
- 投资建议：我们预计保利 2020-2022 年 EPS 为 2.57 元、2.88 元、3.18 元。保利作为规模最大、周转效率最高的央企开发商，2019 年已进入 112 个城市，在广东省积累尤为深厚；一直专注于开发业务，对其他资产投资较为谨慎；结算周期长，目前结算项目毛利率高，未来毛利率降幅比同行慢；我们认为保利将稳步发展，销售额有望进入前三，市占率将进一步提升。我们给予其 6-12 个月内目标价 21.36 元，对应 8.3X2020PE。

建发国际：优秀国资房企，有望冲击千亿规模

- **建发国际是厦门乃至福建国资旗下最重要的房地产开发平台。**
- **公司已理顺组织和激励，为规模扩张做好准备。**公司与控股母公司完成业务梳理，明确了房地产开发主业，并已从母公司收购 20 余个项目，公司土储及总资产高速增长。
- **未来利润保障：销售翻倍提升，土储优质，产品力优秀，存货价值提升。**①销售翻倍增长，带来短期结算保障；②土地储备优质，集中一二线市场；看好中心城市及城市群长期机会，抵御行业长期下行风险；③对拿地周期判断准确，可在地价相对低位获取优质土地；④产品口碑优秀，树立了高端住宅良好形象；⑤优质的土地储备和一流的产品力带来品牌溢价表现；⑥已布局城市受益于房价上涨，货值得到提升。
- **公司具备规模扩张意愿和条件，目前规模与资质不匹配，预计冲击千亿规模**：①依托百强国企股东背景，拥有低融资成本优势；②市场化激励，管理层持股；高派息，积极参与资本市场；兼具国企与民企双重优势；③多途径拿地优势。通过控股母公司项目注入，国企合作拿地，城市更新业务与集团产业资源带来联动拿地潜力；④长三角区域扩张顺利，仍然存在区

域性市占率提升空间；⑤权益比例较高，可通过增加项目合作，降低权益比例的方式扩大规模。

- **物业服务亦形成口碑，“产品+服务”提升产品价值。**
- **投资建议：**我们预计，建发国际未来 2020-2022 年对应 EPS 分别为 1.65 元、2.22 元、3.42 元，预计未来三年建发国际权益净利润 3 年复合增速将达到 44%，远高于行业整体预期水平。考虑到公司有实力雄厚的国企背景股东支持，可获得集团融资支持，受三条红线影响较小，具备融资优势；土储优质，长三角扩张顺利；产品力强劲，物业管理服务已形成口碑等因素，建发国际具备销售扩张与利润的双重保障。考虑到我们认为其今后几年业绩增速较高，给予公司目标价 18.93 港元。

招商蛇口：坐拥大湾区优质土储，具备孕育核心资产能力

- **坐拥大湾区核心土储，地段为王，深圳前海蛇口片区土储价值丰厚：**公司在前海、蛇口、太子湾的大规模土储具备不可复制的核心优势。公司自改革开放以来就作为主力建设蛇口片区，目前在深圳前海蛇口片区拥有土储 583 万方，估算 NAV 增厚达 600 亿元。早期获取土地成本低，土储重估价值高，升值空间大。对标世界级湾区，前海作为粤港澳大湾区驱动引擎，深圳的核心发展片区，拥有优越的经济、人口和交通条件，公司在该片区丰厚的土储具备孕育核心持有型资产能力，价值静待释放。
- **资源型央企，具备多元化低成本拿地，低成本融资优势：**背靠招商局集团，公司已通过与政企合作获取多个项目。在招拍挂拿地难度提升，一二线城市供地紧张的市场背景下，优势明显。央企背景，融资成本先天占优，1H2020 公司融资成本仅为 4.78%。
- **销售规模稳步增长，未来具有市占率提升潜力：**公司目前已进入城市 60 多个，集中于一二线城市。1H2020 全口径销售额 1107 亿元，排名第 10。公司资债指标稳健，均处于三条红线以下，在未来监管趋严利好国企开发商的大背景下，公司可按照自身节奏稳步发展，销售规模将会持续增长，预计 2020-2022 年销售规模分别为 2500 亿元、2800 亿元、3200 亿元。
- **持有型业务地段核心，资产升值空间大；积极释放物业服务价值：**公司持有型物业大都处于一二线城市核心地段，平均单体面积 5.53 万方，建筑高档，经营能力强。公司物业质量较高，租金收入可观，同时积极通过资本化手段表达业务价值，如在香港上市 REITs。公司收购中航善达（后改名为招商积余）积极推动物业服务上市，未来利润释放空间大。
- 投资建议：公司拥有独一无二的大湾区核心土地资源，未来升值空间大；作为资源型央企，有条件和能力做好城市深耕，运营 T+3、T+10、T+30 业务；2020 年因交付及结算受疫情影响，我们预计其 2020 年权益净利润为小幅负增长，但预计 2021 年、2022 年可实现双位数较快增长。在不考虑前海片区土储大规模变现的前提下，预计 2020-2022 年权益净利润分别为 151 亿元、179 亿元、197 亿元。考虑到其土地资源的不可复制性以及利润尚未变现，我们给予其 12 个月内目标价 22.63 元，对应 10X 2021PE。

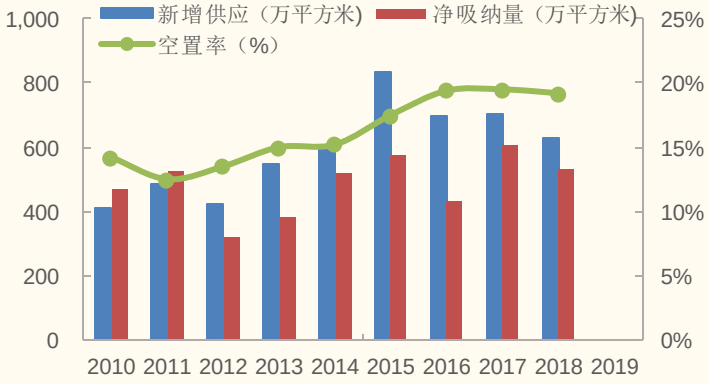
总量供过于求局面下，不动产的结构机会

存量资产之写字楼：大量新增供给下空置率攀升

- **写字楼大量新增供给下空置率攀升：**全国甲级商办物业空置率在不断提升，2012 年以来新增供应始终大于净吸纳量。
- **写字楼供给存在结构性问题：**根据仲量联行预测，2020 年到 2023 年典型城市办公楼的新增供应量体量在 35 万方-620 万方之间，其中典型二线城市平均增幅在 58%，高于一线城市 46%的增幅。
- **地段核心的写字楼表现出更好的出租率，租金收益，和经济低迷时的抗风险能力。**以北京、广州为例，北京甲级写字楼租金水平最高的为金融街，其次为中关村；广州租金水平较高的则是珠江新城和体育中心。疫情期间，

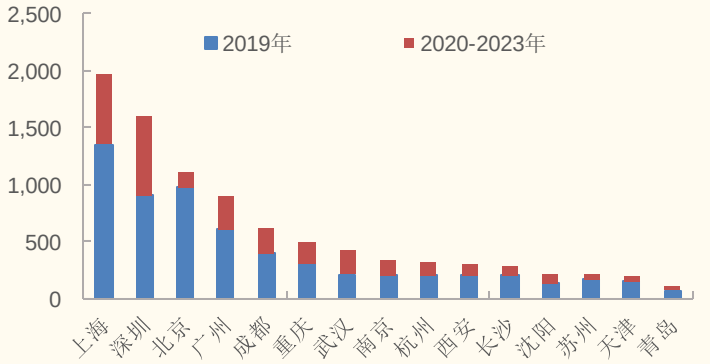
金融街及中关村空置率保持低位且较稳定，广州体育中心及珠江新城商务中心区空置率更为稳定。

图表 23：全国甲级商办物业供需情况预测



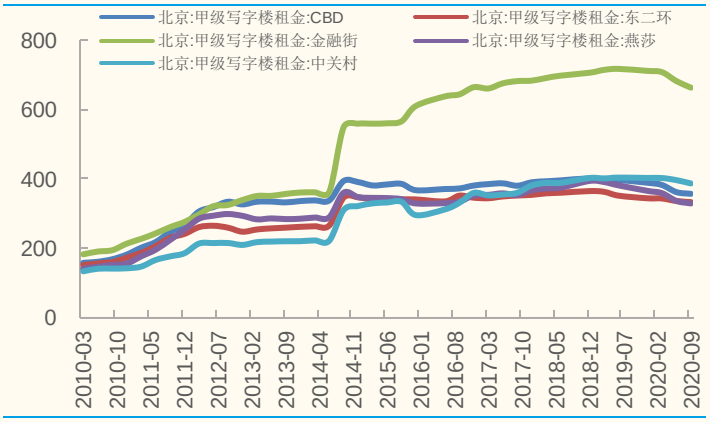
来源：世邦魏理仕，国金证券研究所

图表 24：典型城市 2020-2023 年新增供应情况（万平方米）



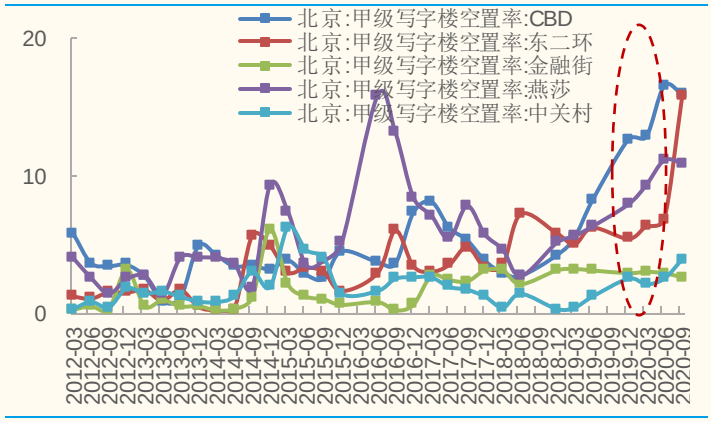
来源：仲量联行，国金证券研究所

图表 25：北京：金融街甲级写字楼租金水平最高



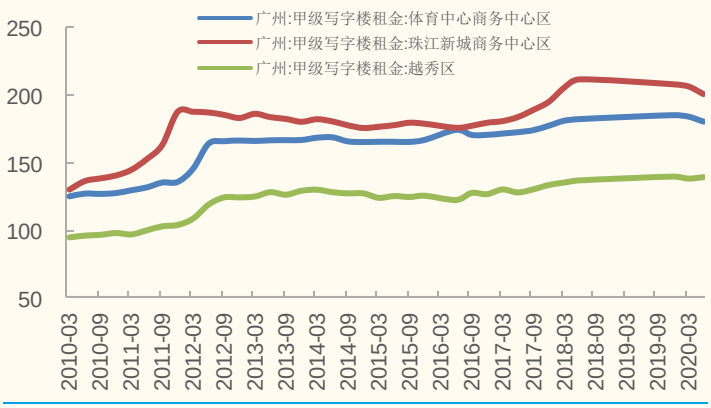
来源：wind，国金证券研究所

图表 26：北京：疫情期间金融街空置率稳定（%）



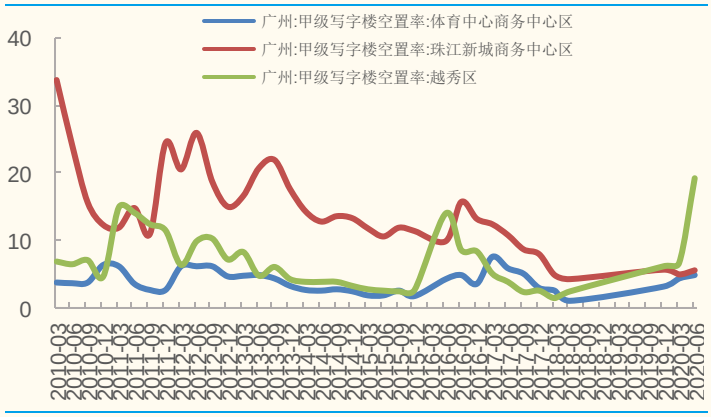
来源：wind，国金证券研究所

图表 27：广州：珠江新城甲级写字楼租金更高（元/平方米



来源：wind，国金证券研究所

图表 28：广州：疫情期间珠江新城甲级写字楼空置率稳定（%）



来源：wind，国金证券研究所

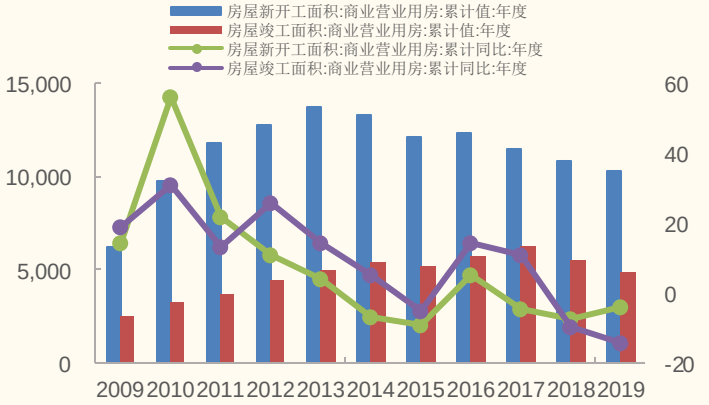
购物中心：存量购物中心人均面积水平及日本，未来行业竞争加剧

- **优质供给较少：**近年来，我国商业新开工面积及竣工面积逐步减少，购物中心面积存量规模增速整体呈下降趋势，购物中心正逐步走向存量市场。根据 2020 中国购物中心租金趋势报告，目前我国存量购物中心约 6000 余个，但市场优质资产占比较少，同时地域分布差异大。

- 目前我国购物中心存量规模 4.2 亿平方米，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。人均购物中心面积将超越目前日本和英国水平，未来及奥加美。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。

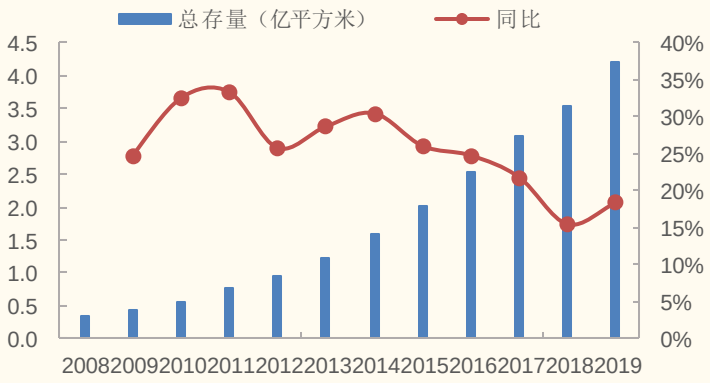
  结合供求，按照中性假设，2019 年-2030 年，购物中心单方对应的销售额年复合增速仅为 2%，可见尽管增量需求勉强可以吸纳快速增长的供给，但存量项目的销售增长空间依然面临受到新增商场挤压的问题，行业竞争将持续加剧。

图表 29：商业营业用房新开工及竣工面积情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 30：购物中心面积存量规模持续增长



来源：赢商大数据，中城商业研究院，国金证券研究所

图表 31：购物中心存量及新增情况

	2019	2030		
		乐观假设	中性假设	悲观假设
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）	4.2	5.9	7.4	8.7
人均购物中心面积	0.3	0.42	0.53	0.62

来源：《2020 中国购物中心租金趋势报告》，国金证券研究所

图表 32：不同国家人均购物中心面积对比

	2017	2018	2019
中国			0.3
中国（以城镇人口测算）			4.2
美国		2.18	
加拿大		1.56	
澳大利亚		1.04	
日本	0.41		

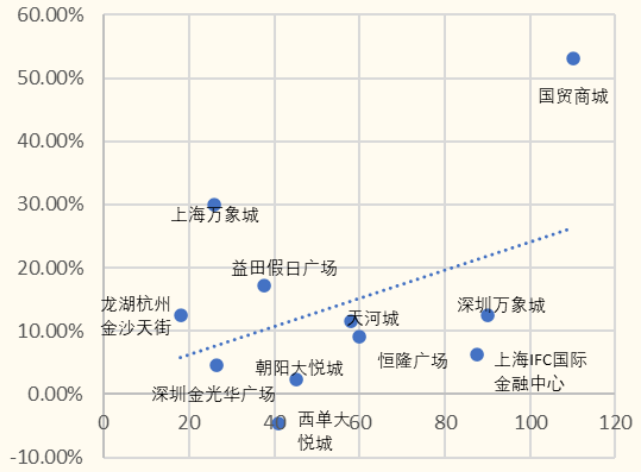
来源：赢商大数据，国金证券研究所

- **体量领先的商场其增长率往往领先：**我们统计了 11 家国内商场的销售额及增速数据，数据显示国内商场核心资产存在头部效应，即体量领先的商场其增长率往往领先。

  除了核心资产本身的头部效应外，线下销售普遍受到电商冲击，普通商场由于难以形成自身壁垒，受影响较高端商场更大，而高端商品仍有高端品牌壁垒、高规模投资和设计带来的高端购物体验感等护城河，具备线上零售无法取代的优势，这也是高端商场表现比普通商场更好的原因。

  因此，对于业主业来说，持有越优质的商业物业，获得增长率往往越高。

图表 33：2019 年销售额及增速（图）



来源：国金证券研究所整理

图表 34：2019 年销售额及增速（表）

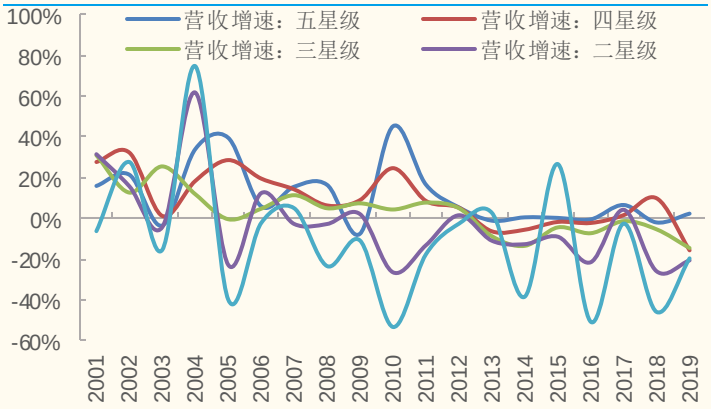
	2019 年销售额（亿元）	2019 年销售额增速
国贸商城	110	53.06%
上海 IFC 国际金融中心	**87.5**	**6.25%**
深圳万象城	**90**	**12.50%**
恒隆广场	**60**	**9.10%**
天河城	58	11.54%
朝阳大悦城	45	2.27%
西单大悦城	41	-4.65%
益田假日广场	37.5	17.19%
深圳金光华广场	26.5	4.54%
上海万象城	26	30.00%
龙湖杭州金沙天街	18	12.50%

来源：国金证券研究所整理

酒店：历史数据显示，高端酒店具备更强抗风险能力

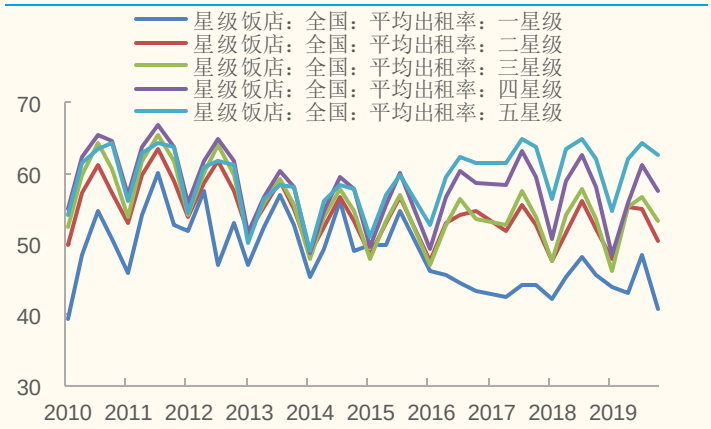
- 从营收增速及平均出租率的运营表现上看，高端酒店在经济低迷时期，表现出更加强的抗风险能力，波动更小。
- 自 2015 年以后，国内高端酒店的出租率明显优于中低端酒店，其中五星级在所有类型酒店中出租率最高。

图表 35：全国星级酒店收入波动情况（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 36：全国星级酒店出租率情况（%）



来源：wind，国金证券研究所

存量资产估值：市场对存量资产极其挑剔，优质核心资产才能享受高估值

- 成熟市场中，投资者最看重**收益率指标和净现金流指标**，因此物业的成熟度/运营能力是决定估值水平的重要因素，未成熟的物业较难获得市场的认可。

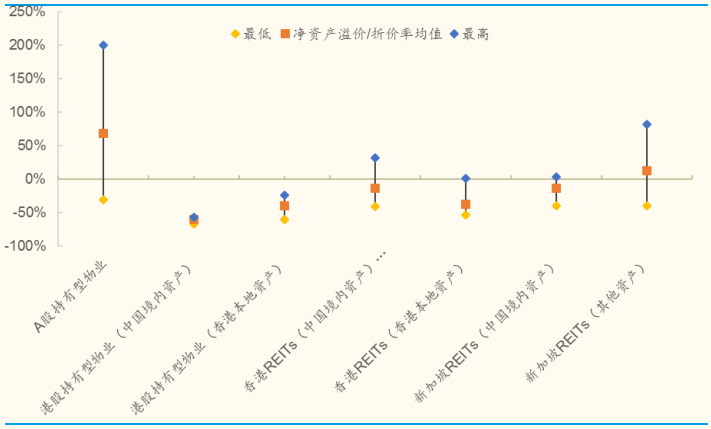
  可以看到，持有型物业在不同市场中无论以公司或 REITs 形式上市绝大部分都面临折价，少有给予溢价估值的，这表明市场对存量资产十分挑剔。

图表 37：不同市场中公司形式和 REITs 形式上市净资产溢价/折价率均值情况

类型	净资产溢价/折价率均值
A 股持有型物业	68%
港股持有型物业（中国内地资产）	-60%
港股持有型物业（香港本地资产）	-39%
新加坡股持有型物业	-17%
香港 REITs（中国内地资产）（金茂酒店未重估）	-11%
香港 REITs（香港本地资产）	-37%
新加坡 REITs（中国内地资产）	-13%
新加坡 REITs（其他资产）	13%

来源：Bloomberg，国金证券研究所

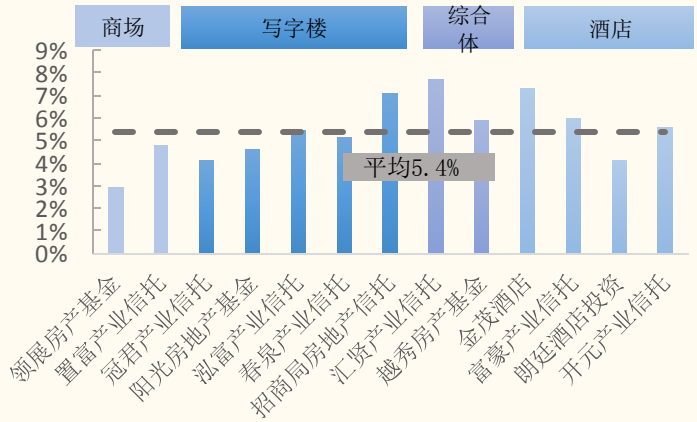
图表 38：不同市场净资产溢价/折价率均值情况



来源：Bloomberg，国金证券研究所

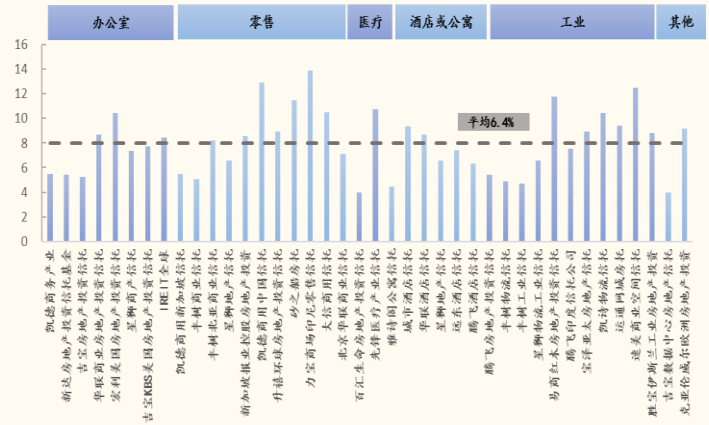
- 不同市场对于不同类型存量资产的平均收益率要求存在差异，但均体现了较高水平的收益率要求。香港、新加坡、美国的房托平均收益率分别为 5.4%，6.4%，4.7%。
- 目前，中国内地资产在国外以 REITs 上市表现比当地资产更为弱势。投资者在 REITs 上对于中国内地的资产要求更高的回报率；

图表 39：2019 年香港房托收益率(%)



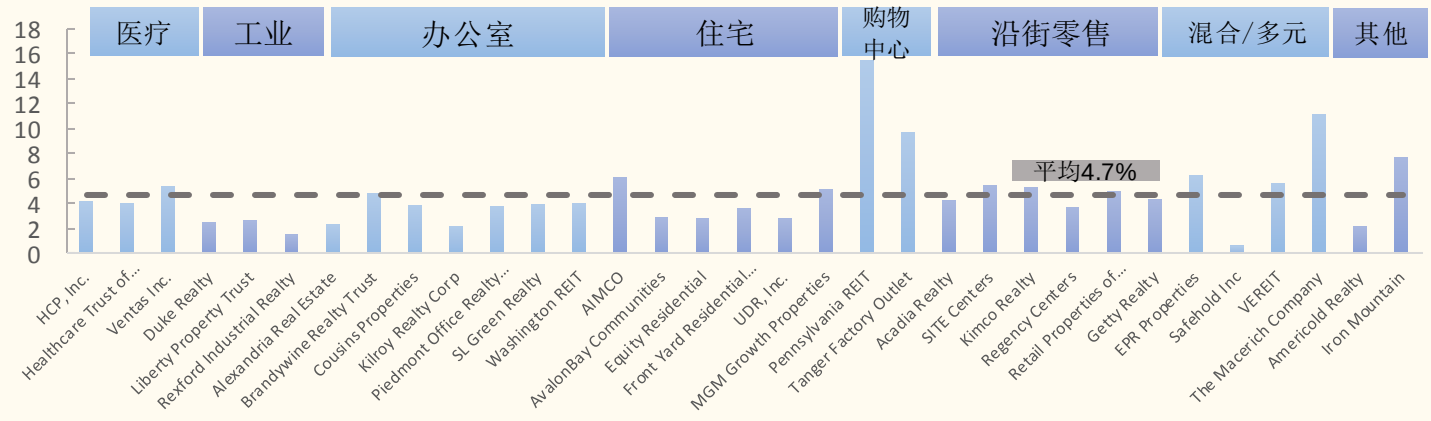
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 40：2019 年新加坡房托收益率(%)



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 41：2019 年美国房托收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 42：香港、新加坡、美国 REITs 收益率对比

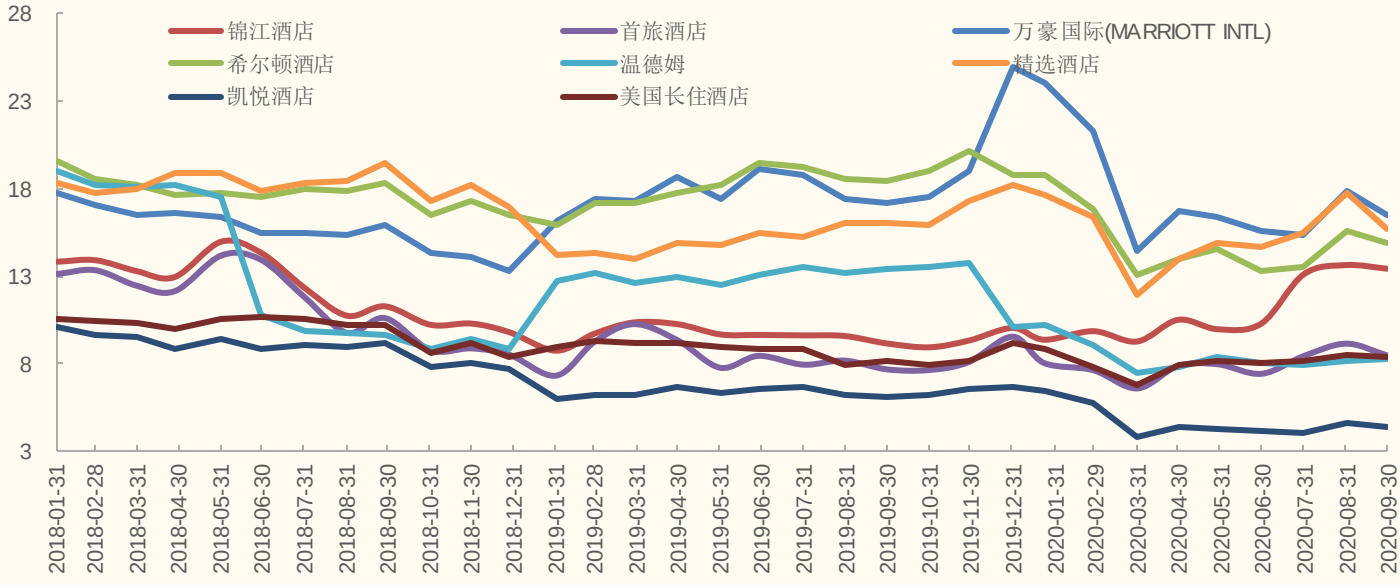
市场	香港本地资产（香港 REITs）	中国内地资产（香港 REITs）	非中国内地资产（新加坡 REITs）	中国内地资产（新加坡 REITs）	美国 REITs
估值方法	收益率	收益率	收益率	收益率	收益率
商场	3.85%	——	5.83%	**8.73%**（凯德、砂之船、大信、北京华联、长江）	12.55%
写字楼	4.70%	**6.10%**（春泉、招商局）	5.71%	**6.20%**（华联）	3.56%
酒店及公寓	5.04%	**6.43%**（金茂、开元）	——	——	3.9%
综合体	——	**6.80%**（汇贤、越秀）	——	——	——
医疗	——	——	6.29%	——	4.49%
工业	——	——	6.49%	**8.20%**（运通网城）	2.21%
零售					4.65%

来源：Bloomberg，国金证券研究所

核心酒店资产估值高于低端酒店

- 市场对万豪国际，希尔顿酒店，精选酒店等高端酒店给予更高的 ev/ebitda 估值倍数。

图表 43：高端星级酒店 EV/EBITDA 估值更高



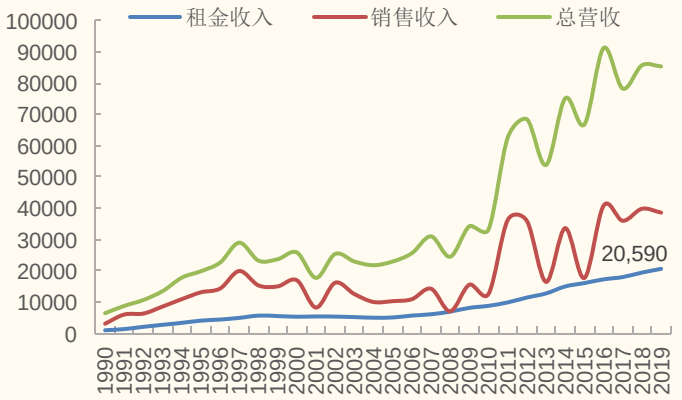
来源：wind，国金证券研究所

估值个例—新鸿基地产

- 新鸿基是香港最大的地产开发商之一，拥有大量位于核心地段的高质量资产，为新鸿基带来了稳定可观的现金流及利润回报。。新鸿基持有型物业质量高，毛利率较高，平均在 77%，同时回报率稳定在 4.2%。2011 年以来新鸿基持有型物业资产占总资产比近 50%，其租金息税前利润占比平均稳定在 40%。2019 年息税前利润约为 160 亿元港币。
- 1997 年-2011 年，新鸿基来自租金的利润占比高低很大程度上决定了其股票市盈率的高低，并且其市值的增长与账面资产的增长同步同幅度。在这个阶段，自持物业的收入和利润增加显著提升了公司的市值。

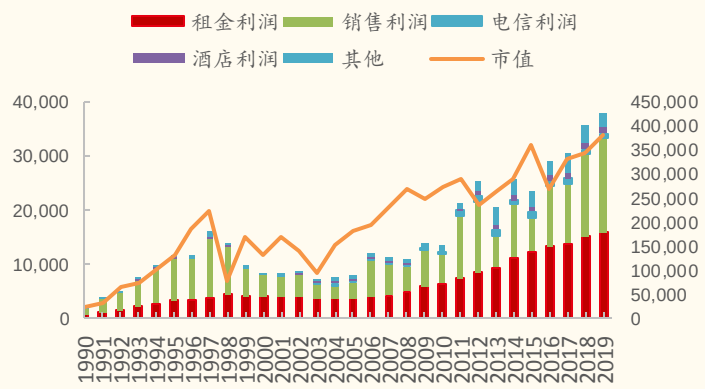
自 2013 年开始租金利润稳定在总利润的 40%以上，由于自持物业经营良好，租金收入稳定，加上十年期美国利率下降，公司市值及账面价值均呈上升趋势。

图表 44：营业收入 VS 物业租赁收入



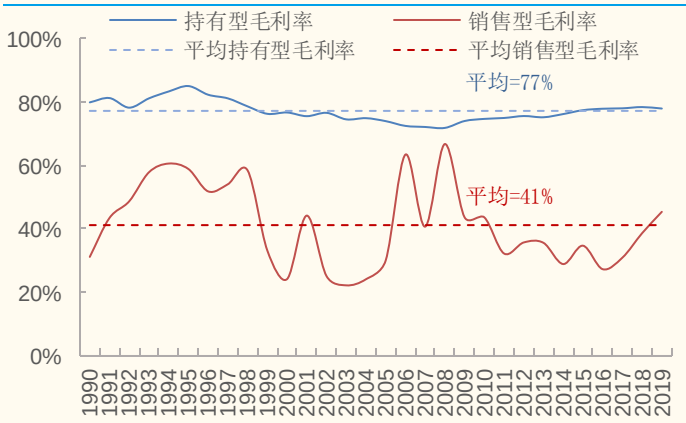
来源：wind，国金证券研究所

图表 45：物业租赁利润vs息税前利润（百万港元）



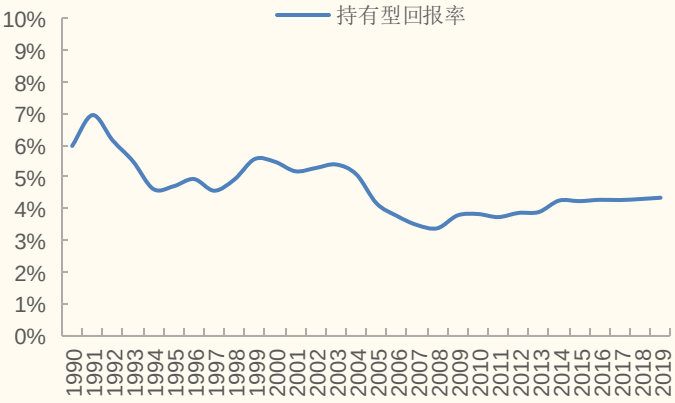
来源：wind，国金证券研究所

图表 46：持有型毛利率vs销售型毛利率



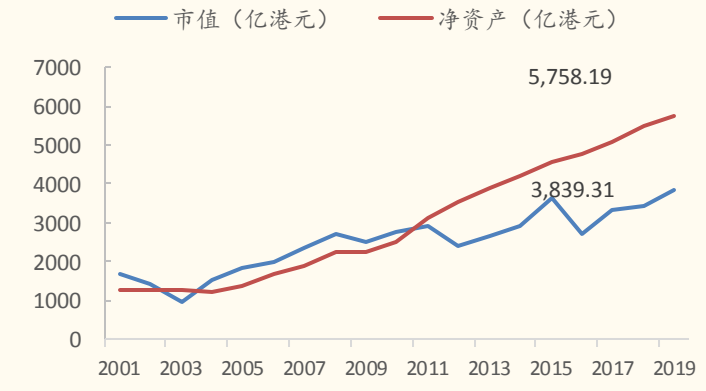
来源：wind，国金证券研究所

图表 47：新鸿基持有型业务回报率-平均4.2%



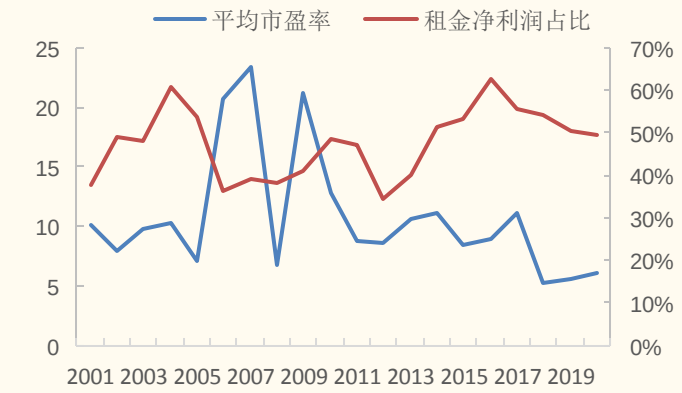
来源：wind，国金证券研究所

图表 48：市值vs净资产溢价\折价率



来源：wind，国金证券研究所

图表 49：当年平均市盈率vs租金净利润占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 50：新鸿基物业分布情况



来源：公司年报，国金证券研究所

小结：存量资产具有明显的门槛效应，好的资产可遇而不可求

- 存量资产中如字楼、商场、酒店等不同类型资产，或面临供给过剩，或面临未来增长空间受挤压，或面临同质化问题，最终均指向只有地段核心、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，而这些核心资产也拥有更稳定的收益表现和抗风险能力。
- 在存量资产的生意上大部分人都会失败，但真正的玩家只需要专注真正好的稀缺性项目。重资产的体量足够大，即使只有很少部分资产拥有真正的投资价值，这部分资产体量也已经足够大。企业需用捡珍珠的心态做投资，好的资产可遇而不可求，一旦遇到需要把握机会，对企业来说，规模不应是追求的第一要义，资产本身的质量才是我们应考量的关键。

推荐标的：复星旅游文化

- **全球化的旅游度假资源整合及赋能能力；“高端化”价值观主导下的投资能力是复星旅文的核心能力。**①通过对全球优质品牌收购及自有品牌打造，公司形成完整的资产、运营、内容、渠道等能够互相协同的旅游度假综合服务能力，并实现了全球化旅游产业布局。②公司对项目位置，规模和建筑设计档次把握精准，亚特兰蒂斯的投资过程相当出彩，Club Med 及复游城的投资也可圈可点。
- **亚特兰蒂斯具备独一无二业绩弹性和估值弹性，EBITDA 有翻倍弹性，亦可享受远超行业的估值水平。**①海南离岛免税扶持政策，三亚在境内的独特优势，海棠湾的高端定位以及亚特在海棠湾最高标准投资的优势，带来亚特独一无二的度假酒店地位。奢侈品级的定价能力和持续增长的非房费收入在固定成本摊薄的效应下带来亚特巨大的业绩弹性。②亚特目前拥有约 3500 万方商业经营面积，仍有 2-3 万方可供改造商业面积；规模商业面积以及亚特独特的高端流量，使其有望在几年内在旅游零售方面拥有更大

弹性。③亚特的独特优势，使其长期业绩及增长的可见性清晰，确定性高，将拥有高于其他酒店的估值水平。④三亚复游城正在酝酿中，若复星拿下该地块则未来可与亚特形成协同效应，巩固其优势亦扩大其业绩弹性；⑤预计 20-24 年亚特 EBITDA 为 6.1/ 8.4/ 10.3/12.1/13.7 亿元。

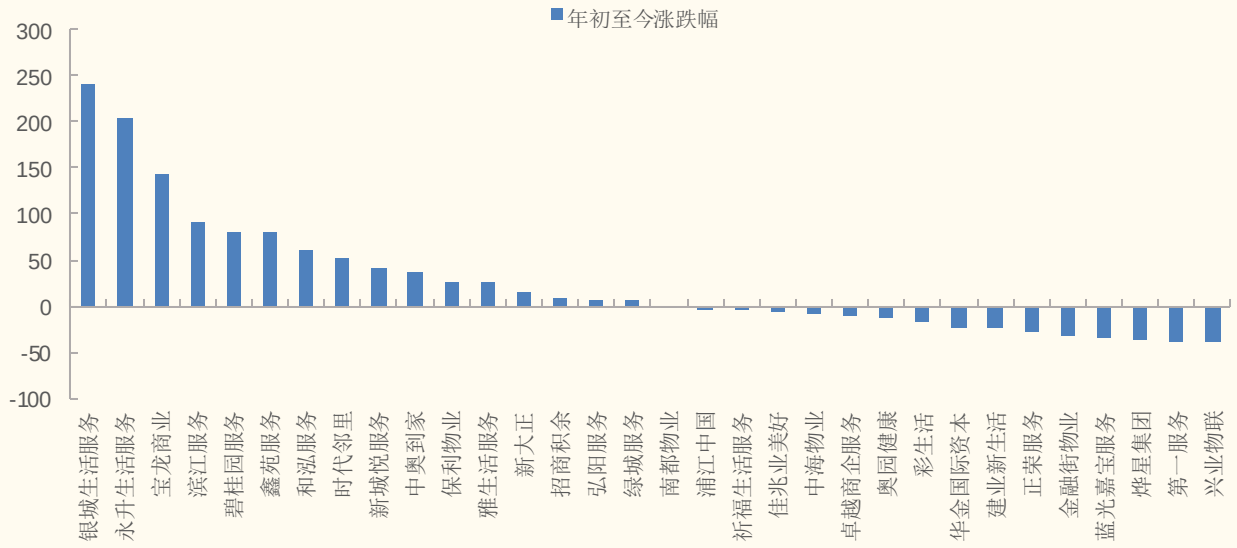
- **Club Med 短期受疫情影响，疫情后仍将回到持续增长的轨道上。**疫情虽然带来 Club Med 的全球风险敞口，但如果我们不将疫情视作常态，仍需要肯定复星自收购 Club Med 以来通过优化运营、翻新改造、提高酒店星级等手段，将其营收和盈利能力稳步提升。未来 3 年公司计划新开业 10 家度假村，并加大 Club Med 本土化力度。预计疫情之后，Club Med 将重回持续增长的轨道。
- **丽江和太仓复游城项目，公司借鉴了亚特的成功经验，精选目的地，整合优势品牌、运营和内容资源，高举高打。**复星旅文牢牢抓住亲子度假这一抓手，也深刻理解用户“关键时刻”，创造高品质用户体验。IP 的成功使度假屋顺销，加快项目资金回笼，也降低了 IP 后续的盈利压力。因此度假屋和 IP 运营是一个互相促进和加强的关系，项目的关键点是有没有通过运营给客户创造更多快乐。
- **投资建议：**考虑到市场对于亚特长期增长的弹性和确定性认知并不充分，并且错误的把 Club Med 全球风险敞口长期化，以及对复游城的资本开支偏厌恶，我们认为公司市值被明显低估。2021 年 EBITDA 为 34.2 亿元，其中我们给予亚特 2021 年 14 倍 EV/EBITDA，度假村和休闲服务及解决方案 2021 年 8 倍 EV/EBITDA，物业销售 5 倍 EV/EBITDA 估值，合计 2021 年 8.8 倍 EV/EBITDA，对应市值 219 亿港元，折合 17.76 港元/股。我们给予 6-12 月目标价 17.76 港元。

物业服务行业机遇与问题并存

物业股高回报

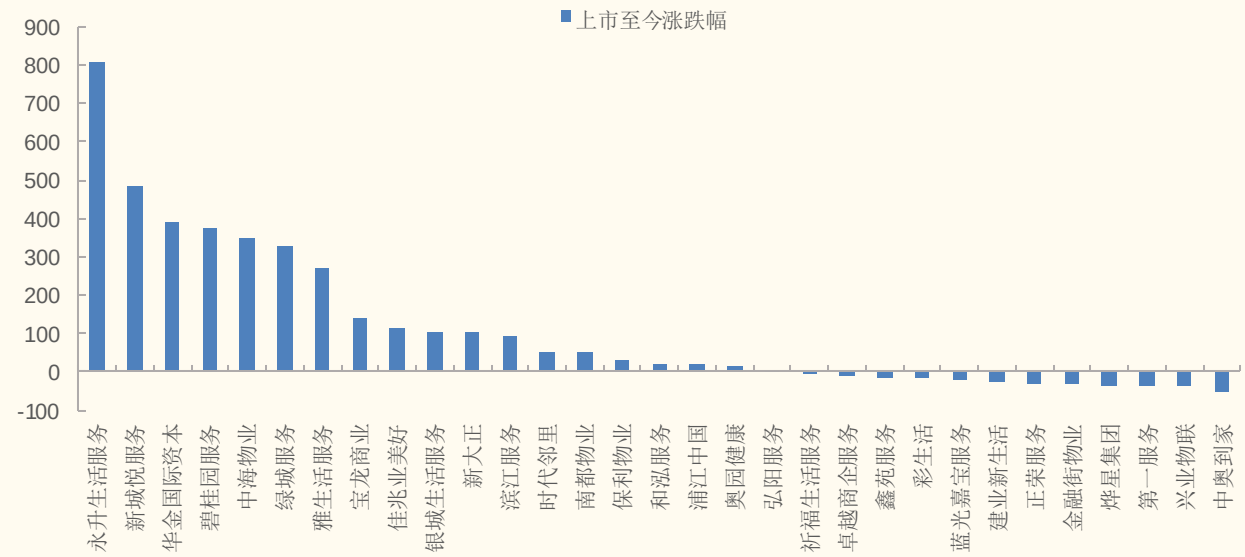
- 物管股上市至今股价平均回报率达到 111%，上市不满两年的永升生活服务、新城悦服务回报率分别高达 809%和 484%，是所有物管股中目前回报最高的。
- 物管股在疫情中表现出很好的防守性：尽管近期有所回调，物管股年初至今的平均回报率也高达 25%，高出恒生指数 32%。

图表 51：物业管理公司2020 年初至今股价涨跌幅（%，截至 2020.12.18）



来源：wind，国金证券研究所

图表 52：物业管理公司上市至今股价涨跌幅（%，截至 2020.12.18）

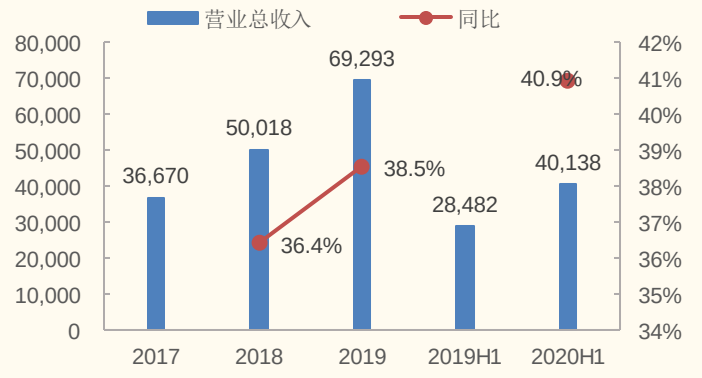


来源：wind，国金证券研究所

物业板块具备四大特质，深受投资人追捧

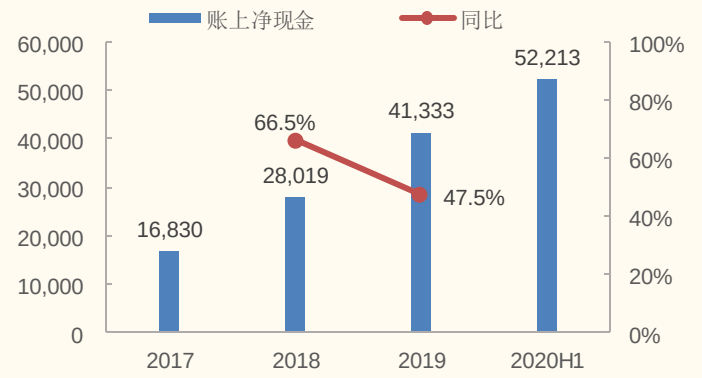
- 物业板块具有高增长、高回报、高分红、高现金储备等特质，深受投资人追捧。
- **高增长**：2020H1 上市物管公司平均营收增速为 40.9%，即使受到疫情影响营收增速仍然超过 2019 年全年水平。
- **高回报**：2019 年上市物管公司平均 ROE 水平为 25.8%，头部物管公司 ROE 可以达到 40%以上。
- **高分红**：2019 年底上市物管公司共 22 家全部分红，分红率高达 40.3%。
- **高现金储备**：2020H1 上市物管公司帐上共有现金 522.1 亿元，较 2019 年底增长 26.3%；增速降低主要是因为部分公司 2020H1 尚未包括上市募资额。2020H1 上市公司募资总额约为 146.2 亿元，高于净现金增长。

图表 53：2017-2020H1 上市物管公司总收入（百万元）及同比增长



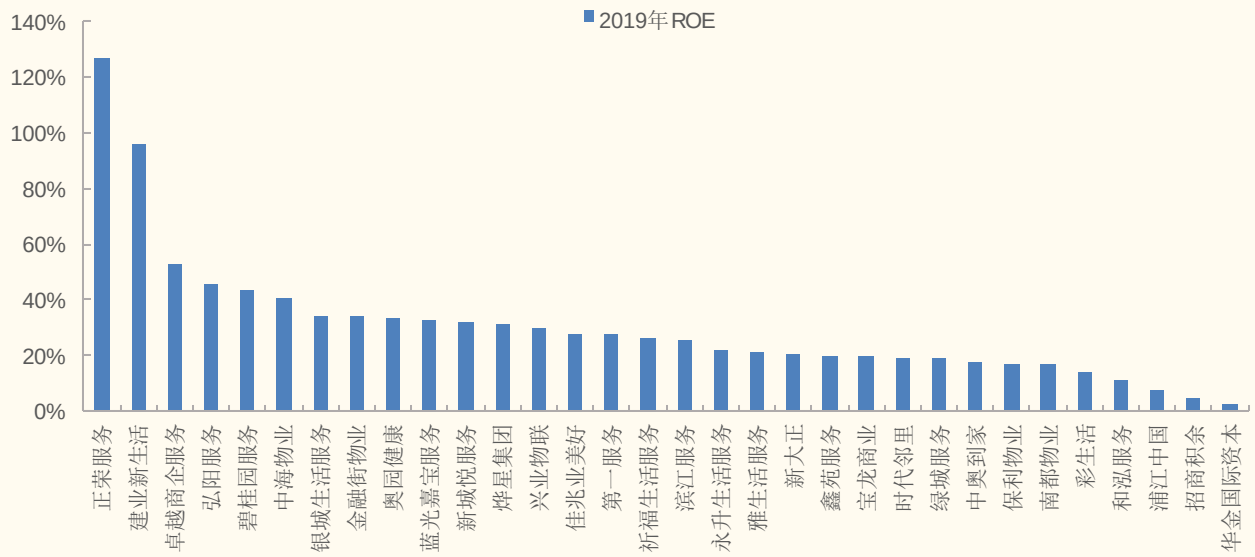
来源：wind，国金证券研究所

图表 54：2017-2020H1 上市物管公司账上净现金（百万元）及同比增长



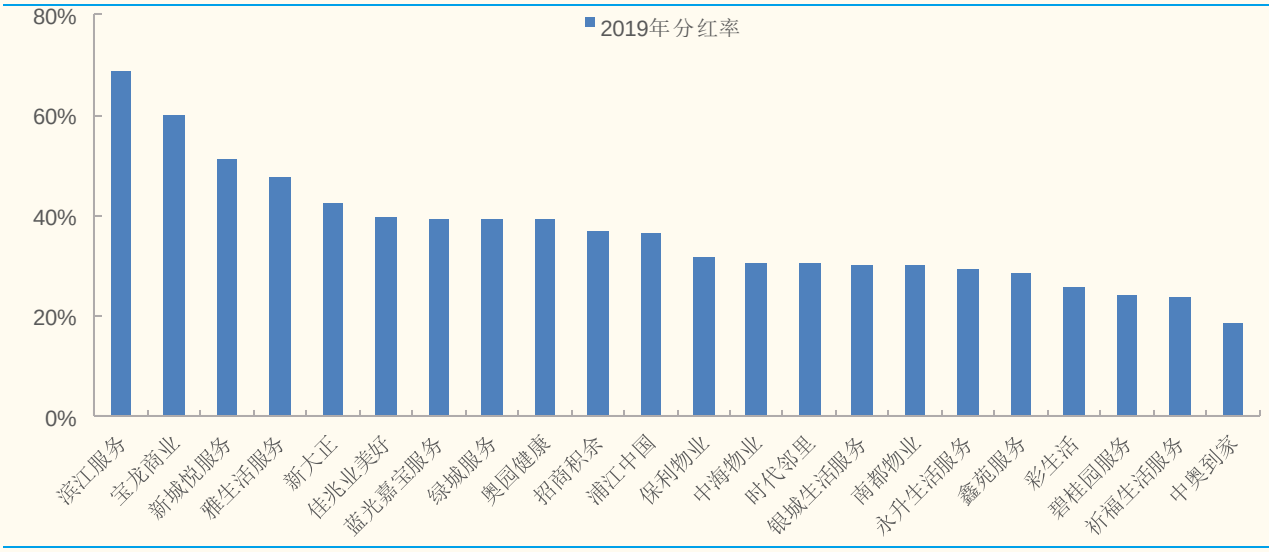
来源：wind，国金证券研究所

图表 55：2019 年上市物管公司 ROE



来源：wind，国金证券研究所

图表 56：2019 年上市物管公司年度累计分红率



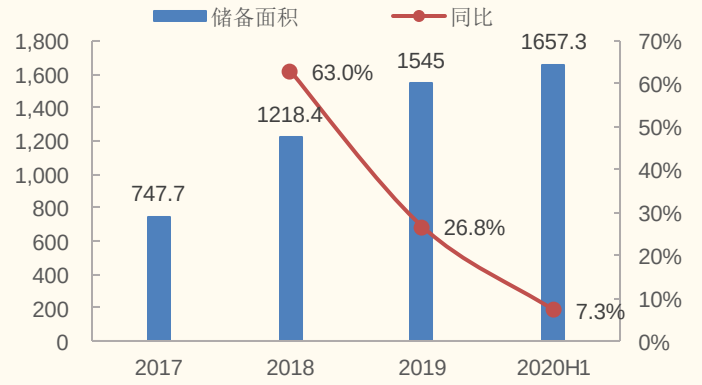
来源：wind，国金证券研究所

已上市物管公司表现不俗，频频交出好成绩

- **储备面积不断增长，锁定未来 3 年业绩增长：**已上市物管公司储备面积（剔除不可比口径后）逐年增长，即使在疫情影响下，2020H1 储备面积仍较 2019 年底增长 7.3%。即使不考虑未来外拓和关联地产的输送面积，这部分储备面积已经足够支持物管公司未来 3 年每年 5.5 亿方的在管面积增长。
- **逐步提升增值服务收入比重，增厚物管想象空间：**2019 年底已上市物管公司平均增值服务收入占比已达到 36.9%，各家均在不断突破物管边界寻求新增长点。
- **多元化服务业态，提升管理能力：**2020H1 已上市物管公司在管面积中非住宅业态比例已达到 32.8%，不少物管公司提出“城市服务”概念，打造全城市综合物管服务。
- **逐步摆脱对关联地产的依赖：**2020H1 已上市物管公司在管面积中第三方

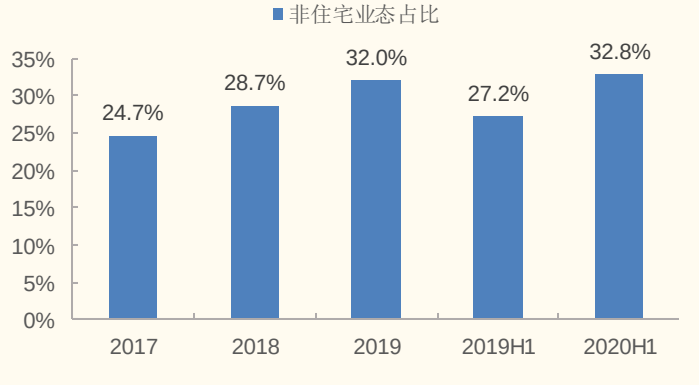
占比达到 53.4%，较 2019 年底提升 5.4 个百分点，物管公司正在通过对独立第三方的拓展解决过度依赖关联地产的行业痛点。

图表 57：2017-2020H1 上市物管公司储备面积（百万方）及其增速



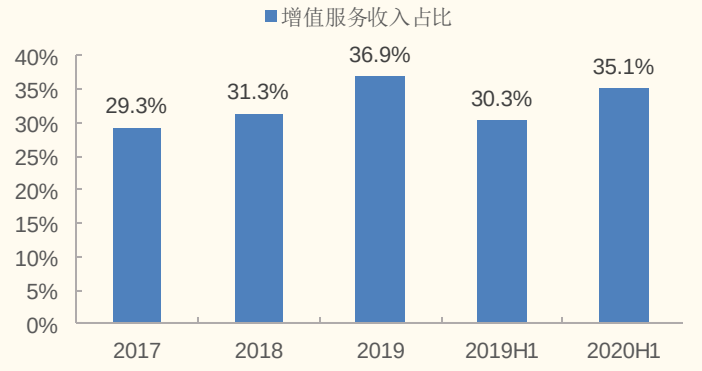
来源：wind，国金证券研究所

图表 58：2017-2020H1 上市物管公司在管面积中非住宅业态占比



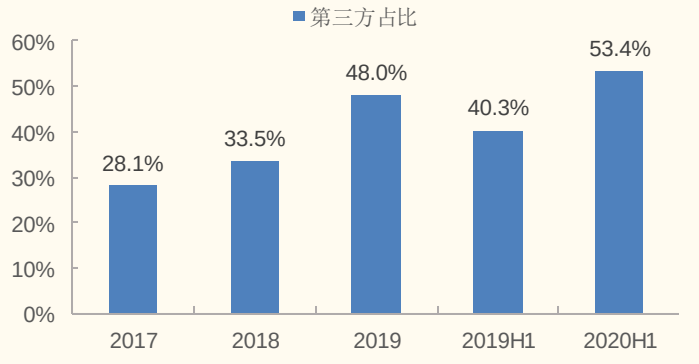
来源：wind，国金证券研究所

图表 59：2017-2020H1 上市物管公司增值服务收入占比



来源：wind，国金证券研究所

图表 60：2017-2020H1 上市物管公司在管面积中第三方占比

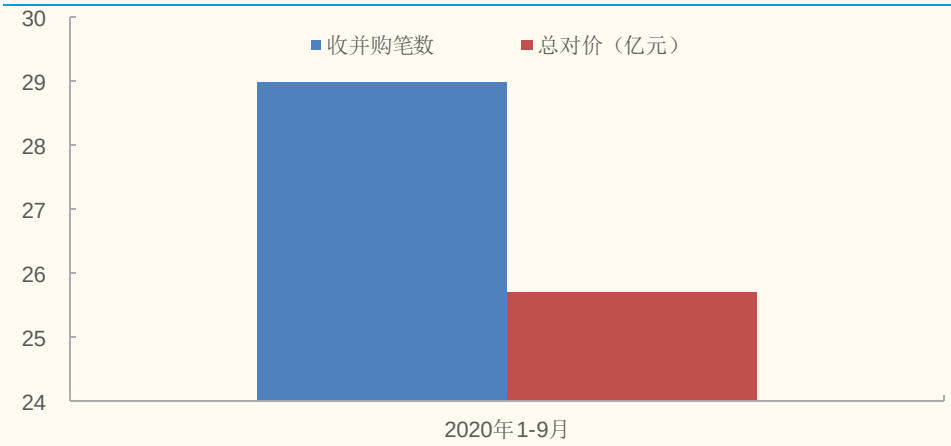


来源：wind，国金证券研究所

资本市场活跃推动行业加速整合，千亿市值龙头将越来越多

- **行业整合加速：**2020 年前三季度物管行业并购笔数为 29 笔，是 2019 年的 1.6 倍；并购金额是 2019 年的 58.0%，若不考虑 2019 年雅生活与中民物业 20.6 亿超大规模并购，则前三季度支付总对价已超过去年全年水平。
- **不同类型物管公司对公司战略定位不同：**反映在收并购上，头部物管公司在到达一定在管规模后，规模扩张能够带来的边际增长有限，因而开始主动寻求发力于增值服务（e.g.碧桂园服务今年收购房屋经纪公司合富辉煌、保险经纪公司文津国际；广告服务商城市纵横；绿城服务去年收购早教公司蒙特梭利教育集团），中小型物管公司仍然依靠收并购做大管理规模（比起去年雅生活并购中民物业以及中航物业与招商物业强强联合，今年至今尚未出现超大规模并购；但小型物管并购频发，其中代表公司蓝光嘉宝服务已于今年公布收购 15 家物管公司）。

图表 61：2019-2020 前三季度上市物管公司收并购笔数及总对价



来源：wind，国金证券研究所

图表 62：上市物管公司2020 年年初至今并购情况

分类	上市公司	时间	并购标的	支付对价（m Rmb）
物业管理-商业为主	永升生活服务	2020/2/27	青岛银盛泰物业	8.6
	宝龙商业	2020/7/6	浙江星汇商业管理有限公司	40.6
物业管理-住宅为主	浦江中国	2020/3/31	南京松竹物业	4.3
	奥园健康	2020/4/22	乐生活	247.9
	蓝光嘉宝服务	2020/4/29	三家在中国成都及无锡的物管公司	75.2
	新城悦服务	2020/5/7	成都诚悦时代物业服务	150
	时代邻里	2020/5/11	广州市耀城物业管理有限公司	14.9
	奥园健康	2020/5/11	宁波宏建物业服务有限公司	37
	鑫苑服务	2020/6/9	邯郸市钢城物业	1.4
	绿城服务	2020/6/14 2020/6/23	中奥到家	231.3
	佳兆业美好	2020/6/30	宁波朗通物业	27
	蓝光嘉宝服务	2020/6/30	五家在中国四川、浙江、广东及宁夏的物管公司	120
		2020/8/31	三家位于四川、江苏、山东的物管公司	123.2
	弘阳服务	2020/9/7	滁州宇润物业	36.7
	和泓服务	2020/9/21	宝盈物业	15
	蓝光嘉宝服务	2020/9/30	两家位于上海的物管公司	200
专业服务	中奥到家	2020/5/8	广东华瑞环境工程有限公司	40
		2020/8/2	济南快勤服务有限公司	39.7
	建业新生活	2020/9/25	济源市众帮环境保洁有限公司	17
		2020/4/28	合富辉煌	90
增值服务	碧桂园服务	2020/4/13	文津国际保险经纪有限公司	35.9
		2020/7/30	城市纵横	1510
	合计			2,769.5

来源：wind，国金证券研究所

行业火爆带来诸多问题，行业繁荣背后是同质化竞争的焦虑

- **诸多竞争者加速上市计划，行业繁荣背后是同质化竞争的焦虑：**10 月后已上市及已递表未上市物管公司达到 13 家，其中在管面积在 1 亿方以上的就有 4 家（恒大物业、金科智慧服务、华润万象生活以及融创服务）；除此之外，多家房企也传出拟分拆旗下物管公司上市的计划，预计明年依然会有

10+家物管公司上市。

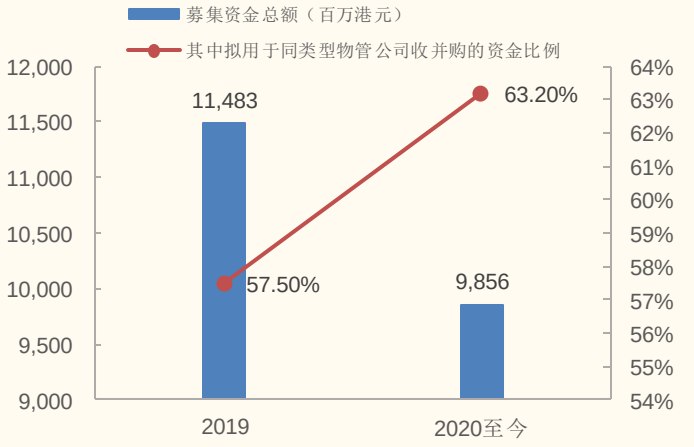
- **竞争者的涌入使得外拓成本越来越贵：**虽然想象空间很大，但物管行业目前逻辑依然是“规模为王”，已上市公司都希望通过上市募资收购同类型物管公司，加速规模扩张，在竞争越加激烈的行业中抢占前排位置。据统计，2019 年上市公司 IPO 募集资金中 57.5%拟用于同类型物管公司收并购，这一比例在 2020 年 IPO 中已提升至 63.2%；二级市场的活跃带动一级市场收并购价格联动上涨，收并购变得越来越贵。

图表 63：10 月后已上市及已递表未上市物管公司（截至 2020.12.18）

首次递表时间	公司名称	在管面积（百万方）
2020.1.17	星盛商业（未）	1.6
2020.1.24	宋都服务（未）	6.4
2020.6.24	合景悠活	21.6
2020.6.24	荣万家	48.4
2020.6.26	佳源服务	26.1
2020.6.29	世茂服务	85.7
2020.6.29	金科智慧服务	120.5
2020.8.6	融创服务	100.6
2020.8.31	华润万象生活	106.6
2020.9.7	远洋服务	42.3
2020.9.29	恒大物业	254.0
2020.11.03	融信服务（未）	17.0
2020.11.12	禹佳生活（未）	13.2

来源：披露易，国金证券研究所

图表 64：2019-2020 年 IPO 募集资金总额以及用于同类型物管公司收并购的资金比例（截至 2020 年 11 月底）

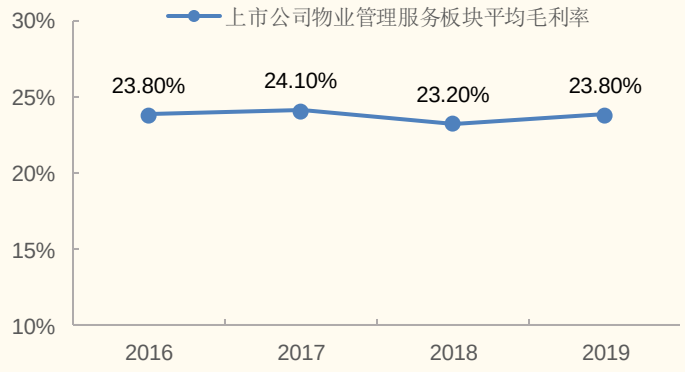


来源：wind，国金证券研究所

物业服务增长存在瓶颈，增值服务成色一般

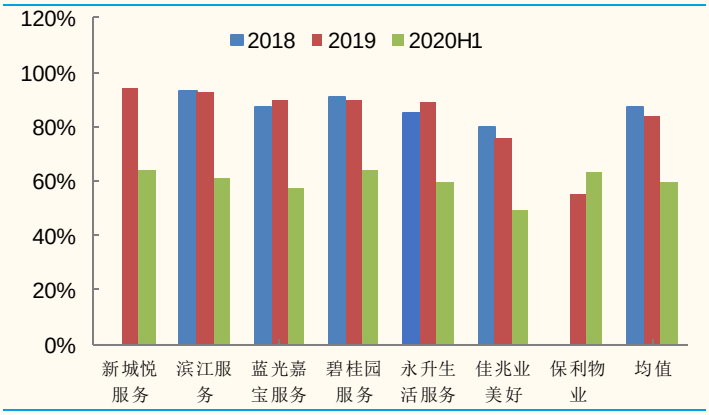
- **物管板块提价难、盈利空间有限、有效市场被高估**
  - **员工成本长期制约物管板块毛利率提升：**上市物管公司中物业管理服务板块毛利率自 2016 年来未出现明显变化，我们认为物业管理作为劳动密集型行业，员工薪酬的提升带来营业成本的增加，传统管理方式下规模化效应不显著，长期制约物管服务毛利率水平的提升。
  - **物业费上涨困难：**2016-2019 年上市物管公司每平米收入水平未出现明显变化。各地政府物业管理费最高指导价存在、住宅项目提价条件苛刻（需要成立业委会后由三分之二以上有投票权的业主同意）等因素使得提价异常困难。
  - **存量房拓展艰难：**第三方拓展渠道中，存量房占比大，物业费低、毛利低，口碑要求高，大量住宅长期管理不可持续，服务模式亟待破局。市场对物管的有效市场可能存在过高预期。
- **增值业务成色一般，与母公司关联交易占比较大**
  - **已上市物管公司增值服务同质化竞争严重，并且由集团贡献的增值服务所得收入占比均值高达 84%：**经初步统计，截至 2020H1 的 30 家物管公司中有 20 家以上开展园区空间管理（停车位管理）、装修及拎包入住、家居生活服务、房地产经纪、案场协销、社区传媒业务（电梯广告）。
  - **大部分增值服务还处在试水阶段，和同赛道外部竞争者相差甚远：**以碧桂园服务凤凰会 APP 为例，其 2019 年注册用户为 428 万人，月活跃用户为 159 万人，相较阿里淘宝、天猫月活跃用户 7.7 亿人、拼多多 APP 月活用户数达 3.7 亿人、京东年度活跃用户 3.2 亿人均相差甚远。

图表 65：2016-2019 年上市物管物业管理服务板块毛利率



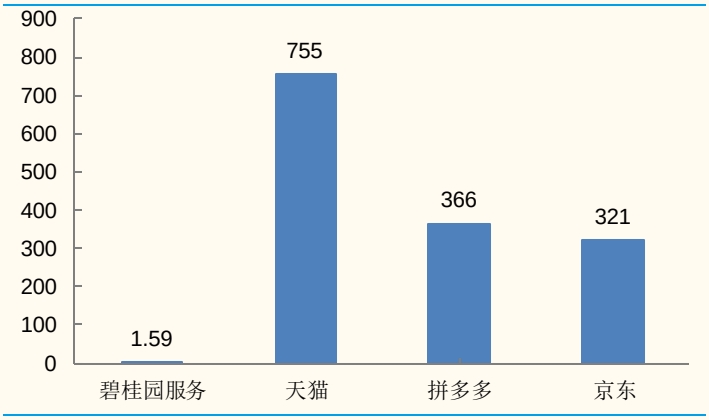
来源：wind，国金证券研究所

图表 66：2018-2019 年物管公司由集团贡献的增值服务所得占比



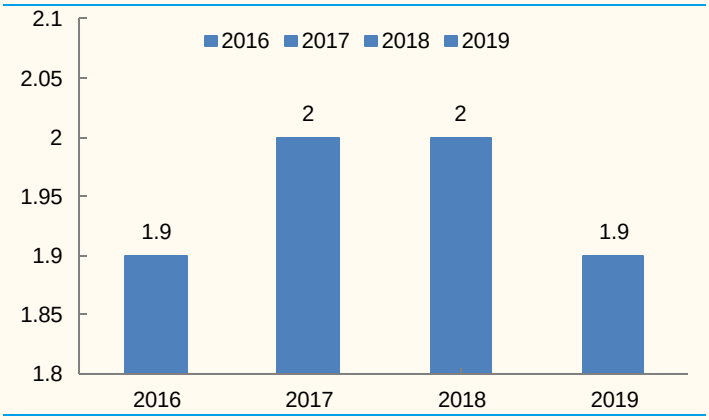
来源：wind，国金证券研究所

图表 67：2019 年各 APP 月活（百万人）



来源：wind，国金证券研究所

图表 68：2016-2019 年上市物管物业管理服务平均每平米物管收入



来源：wind，国金证券研究所

预期未来板块将出现两极分化，看好强地产背景以及非住业态中强管理能力公司

- 中报后板块有所回调，市场降温：中报后到 2020 年 12 月 18 日，已上市物管公司平均回调达到 9%，中奥到家甚至跌幅超过 50%。
- 板块估值两极分化：强地产背景以及非住业态较多公司会享受更高的估值，板块年初至今回报率平均值、中位数分别达到 33%、11%。

图表 69：上市物管公司2020 年初至今股价涨跌幅及2019-2020H1 在管面积（百万方）

类型		上市公司	年初至今股价涨幅（%，20201218）	2019 在管面积（百万方）	2020H1 在管面积（百万方）
住宅为主的物管公司	有关联方支持	保利物业	26.7	287	316.8
		碧桂园服务	80.6	276.1	319.5
		雅生活服务	26.1	234	353.4
		绿城服务	6.8	212.4	225.9
		招商积余	8.8	152.7	172.0
		中海物业	-8.6	151.4	157.5
		蓝光嘉宝服务	-34.5	71.7	140.7
		永升生活服务	204.3	65.2	77.2
		新城悦服务	41.9	60.2	71.2
		建业新生活	-24.7	57	70.1
		佳兆业美好	-6.5	46.2	48.8
		时代邻里	52.6	38.4	79.0
		弘阳服务	7.5	27	18.7
		正荣服务	-29.1	22.9	27.8
		奥园健康	-12.7	15.1	16.1
		滨江服务	92.2	14.4	16.8
		平均值	**27.0**	**156.7**	**132.0**
		中位数	**8.1**	**152.1**	**78.1**
	无关联方支持	彩生活	-17.7	359.7	363.7
		中奥到家	37.8	65.4	71.8
		南都物业	-3.2	60.6	63.1
		银城生活服务	241.6	26.1	33.7
		鑫苑服务	80.2	20.1	22.1
		第一服务	-38.1	13.7	-
		祈福生活服务	-5.0	10.6	-
		和泓服务	60.6	6.6	9.4
		烨星集团	-36.0	4.9	5.6
		平均值	**35.6**	**63.1**	**81.3**
		中位数	**-3.2**	**20.1**	**33.7**
非住宅为主的物管公司		新大正	14.8	63	-
		卓越商企服务	-10.0	23.5	-
		金融街物业	-33.3	19.9	21.6
		宝龙商业	144.3	18.5	19.9
		华润万象城	15.7	101.2	106.6
		浦江中国	-3.7	6.6	-
		平均值	**21.2**	**38.8**	**43.5**
		中位数	**5.6**	**21.7**	**23.7**

来源：wind，国金证券研究所

看好：碧桂园服务、华润万象生活

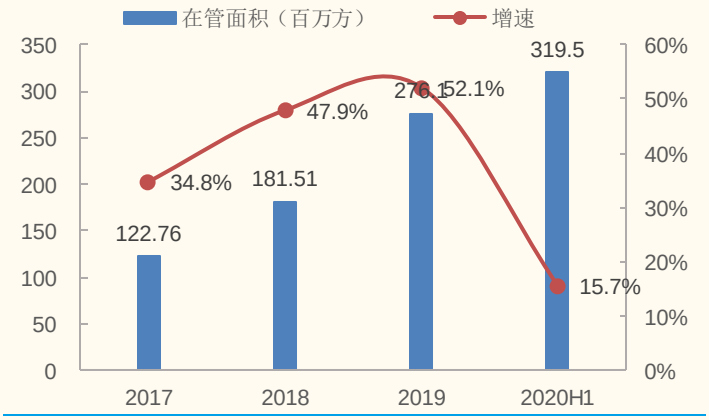
在以住宅为主的物管公司中，我们看好碧桂园服务(6098.HK)

- **龙头企业，强者恒强。**公司是物管行业在管规模排名第一的龙头，未来规模扩张仍将持续受益于母公司开发体量，以及不断提升的外拓能力。同时我们看好公司立足于存量盘规模优势，丰富增值服务，提升单客户收入实现高质量增长。
- **关联地产强支持：**今年前三季度碧桂园操盘面积及全口径面积均为克而瑞排行榜中第一名，母公司开发体量将持续助力公司未来业绩增长。
- **绝对的规模领先：**截至 2020H1 公司在管面积达到 3.2 亿方，合约面积达到 7.5 亿方，合约面积在全部上市公司在排名第一。此外，三供一业在管/合约面积达到 8200 万方。
- **市场外拓能力不断增强：**即使在疫情影响下，2020 上半年新增面积中有

800 多万方来自市场外拓，已超过 2019 年全年的新增外拓面积；在管面积中独立第三方物业开发商占比达到 26.9%，较去年同期提升 6.4 个百分点。

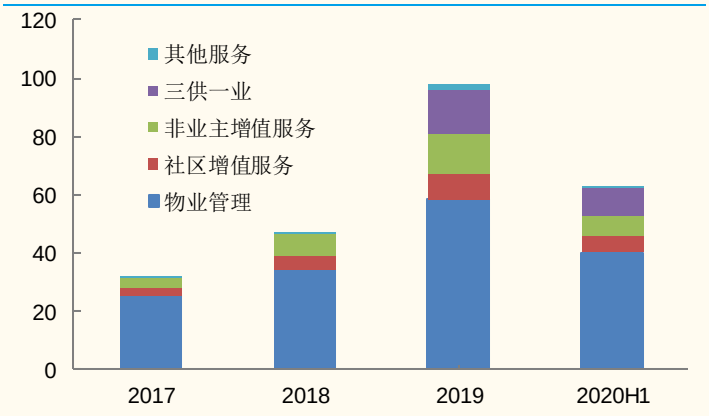
- **增值服务上的尝试与成绩远超同行：**2020H1 社区增值服务收入 6.0 亿元，同比增长 96.2%，其中家居生活服务、拎包入住服务、社区传媒服务和增值创新服务同比增长 29.6%、213.5%、98.2%和 375.2%。公司外延收购加速增值业务生态布局，2020 年分别收购了溧阳中立电梯 60%股权、文津国际 100%股权，以及城市纵横 65%股权，横向扩张将给公司增值服务带来更大想象空间。

图表 70：2017-2020H1 碧桂园服务在管面积及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 71：2017-2020H1 碧桂园服务收入拆分

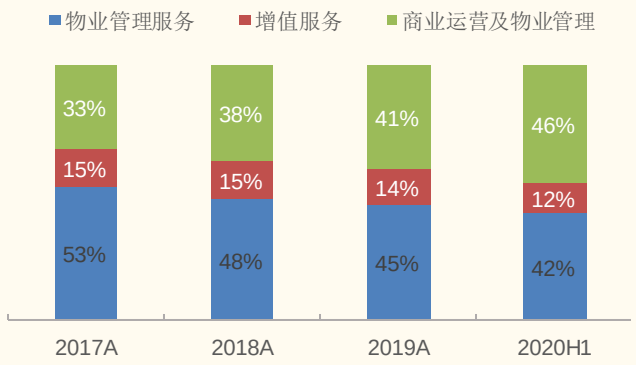


来源：wind，国金证券研究所

在以非住宅为主的物管公司中，我们看好华润万象生活(1209.HK)

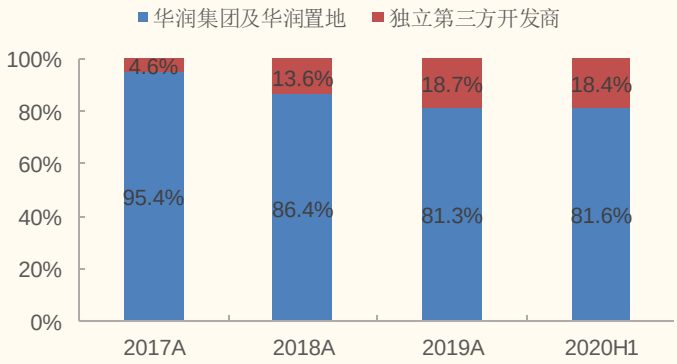
- **“物管+商管”稀缺标的，竞争站位突出。**公司具备国内最高品质的综合体物管与商管服务能力，不仅物业服务美誉度高，商管实力更是行业标杆。未来依托于母公司华润置地强大实力，以及轻资产管理能力输出，内生增长确定，成长性强。同时本轮 IPO 后，公司在手现金充足，外延拓展也将加速公司发展。
- **物管服务优质，商管能力行业领先。**公司具备全业态综合服务能力，物业服务美誉度高，收缴率的单方收费均处于行业领先地位。同时商管能力为行业内最高水平，建立了横跨各业态的约 5,000 个全球及中国零售品牌网络。截至 2020H1，公司管理的物业覆盖中国 27 个省级行政区 62 个城市，其中管理面积的 78%的住宅物业和 76%的商业物业位于一二线城市。
- **强大母公司提供高确定性成长。**根据招股书，公司 2020-2023 年之后交付住宅物业 38.9 百万平米，其中华润集团及华润置地贡献 70%；2020-2024 年交付购物中心运营服务 452 万平米，绝大部分来源于华润集团及华润置地，购物管理中心运营服务面积在未来四年内将接近翻倍。同时写字楼运营服务业务于 2020H2 开始计入收入，未来将成为新的增长点。未来随着购物中心和写字楼商业运营服务营收占比提升，毛利率有望进一步提升。
- **商管平台轻资产输出成长性强。**线下业主流量焦虑，内容为王的时代下，优秀的商管能力是稀缺资源。未来重资产可能普遍困难的情况下，具备良好商管能力的企业可以通过轻资产模式去盘活别家，公司运营服务输出业绩将可能持续超预期。
- **在手现金充足，助力外延拓展。**考虑到公司 IPO 融资约 120 亿港币，计划将所得款项 60%用于物业管理和商业运营服务业务的投资与收购，未来外延并购亦将是强劲增长动能。

图表 72：2017-2020H1 华润万象生活收入拆分



来源：wind，国金证券研究所

图表 73：2017-2020H1 华润物管服务（住宅和非商业）在管面积项目来源



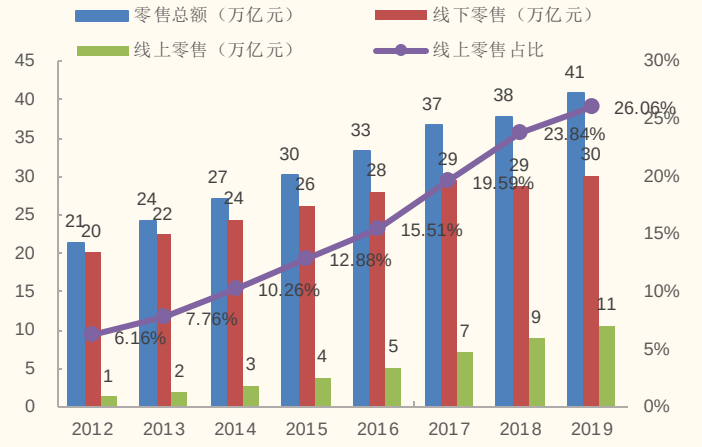
来源：wind，国金证券研究所

在商场流量焦虑背景下，流量新零售受益

我国线上社零总额增长优于线下

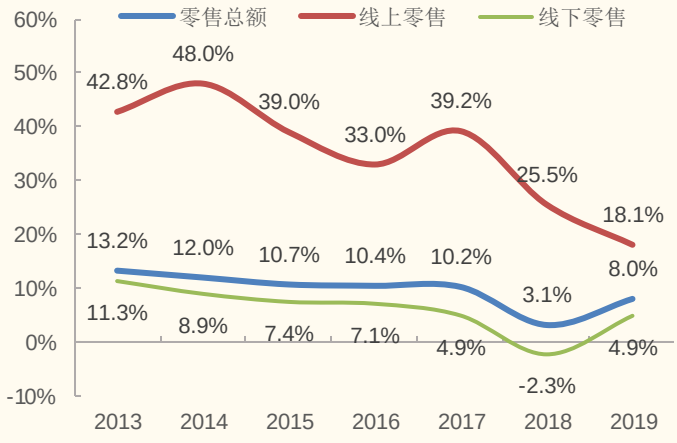
- 2019 年我国社会零售总额 41 万亿元，同比增长 8%，线上零售总额占 26.1%。线上零售总额增速 18.1%，线下零售总额增速 4.9%。
- 2012-2018 年，我国社零总额 GMV 增速放缓，2019 年增速稍有提升，线上零售比线下零售增速高，线下增速较低。

图表 74：2012-2019 我国社会零售总额、线上零售、线下零售（万亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 75：2012-2019 我国社会零售总额、线上零售、线下零售增速

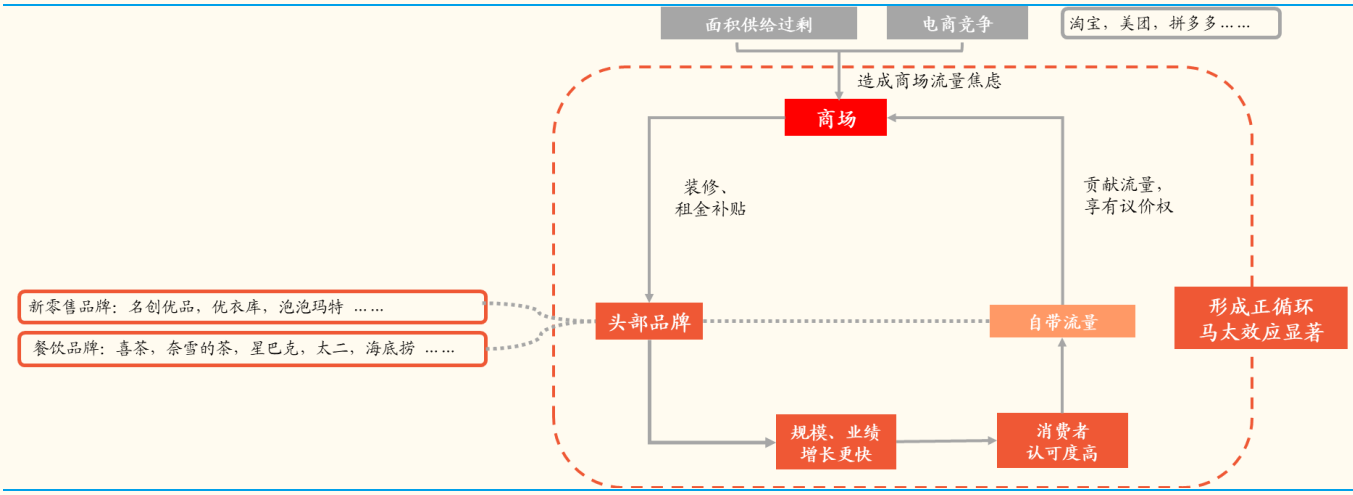


来源：wind，国金证券研究所

头部新零售和餐饮品牌自带流量，形成马太效应

- 商场由于面积供给过剩、受到电商冲击，流量增长乏力，对流量极度焦虑；需要引入自带流量的头部连锁新零售或餐饮品牌，这些品牌具有议价权，享受全国商场装修和租金补贴，规模和业绩成长得更快，规模大也使得它们在消费者心中认可度高，进而为商场带入更多流量，形成正循环，马太效应明显。

图表 76：新零售和餐饮品牌投资逻辑

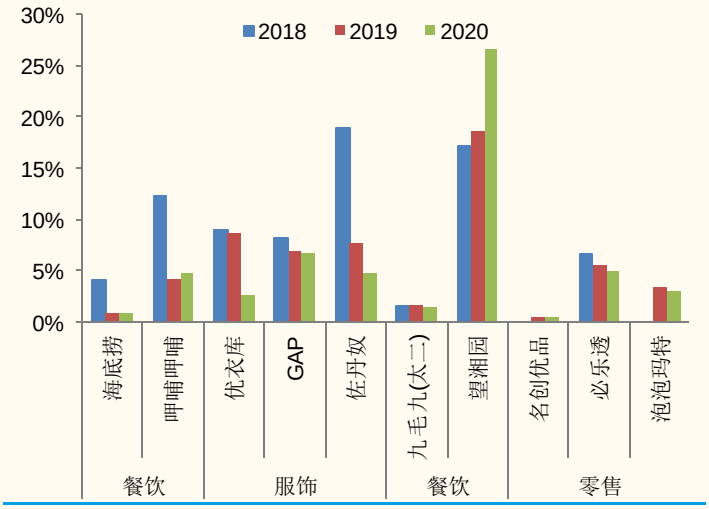


来源：wind，国金证券研究所

头部品牌相比普牌具有更高议价权

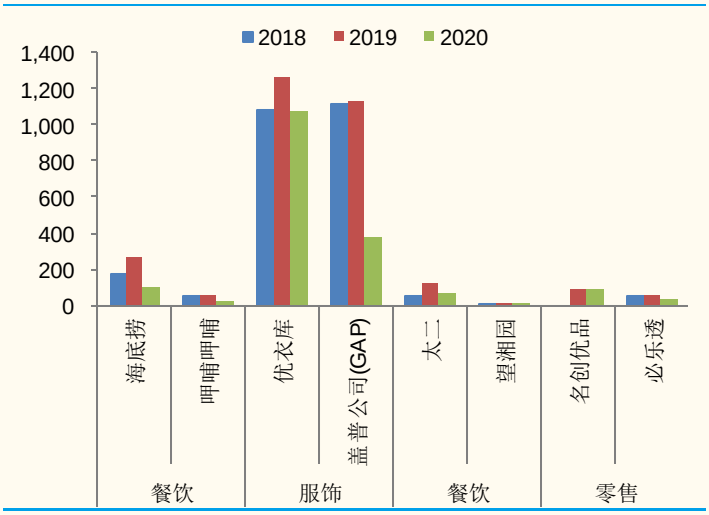
- 通过对比样本公司租金支出占营业收入比重、营业收入、门店数量，我们发现头部品牌相比同赛道普牌具备更高议价权。

图表 77：2018-2020 年样本公司租金支出占营业收入比重



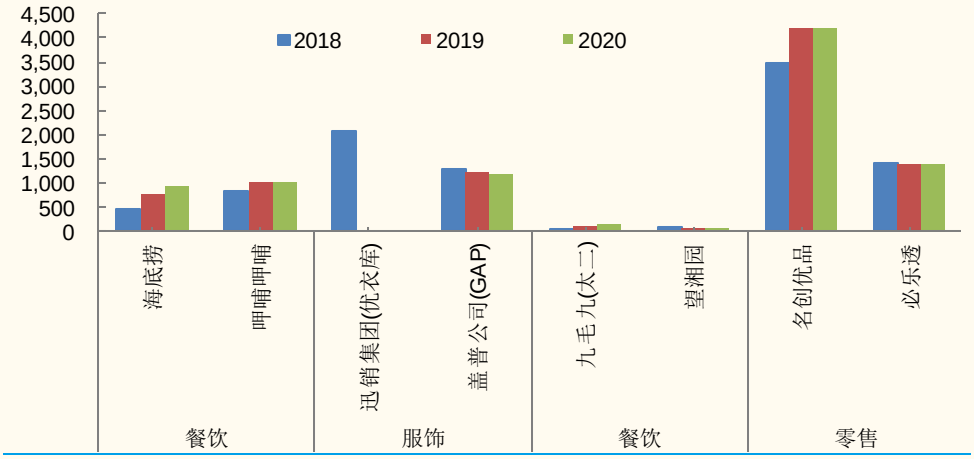
来源：wind，国金证券研究所

图表 78：2018-2020 年样本公司营业收入（亿元）



来源：wind，国金证券研究所

图表 79：2018-2020 样本公司门店数量（家）

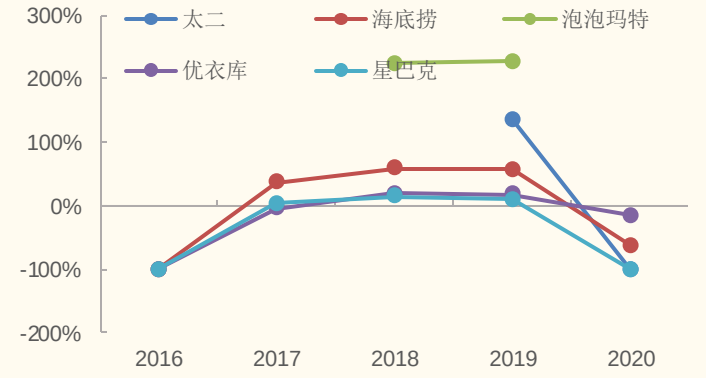


来源：wind，国金证券研究所

高流量品牌：规模与业绩高增长

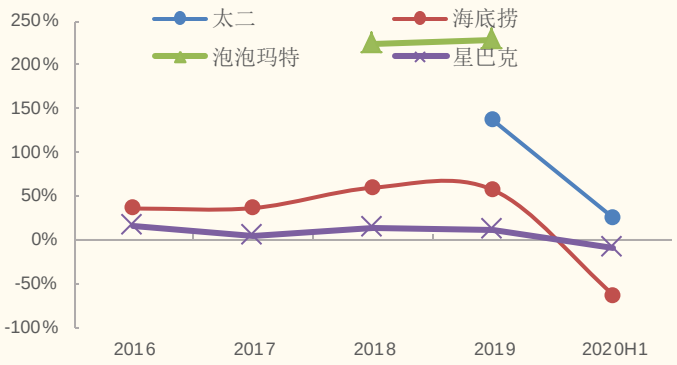
- 受益于品牌与流量，样本品牌呈现出规模与业绩高增长的特性。样本公司门店数量年均增速均值 81%，剔除新冠疫情影响营收年均增速均值 86%，毛利率均值 46%，净利率均值 15%，2019 年 GMV 增速均值 108%；星巴克、迅销、海底捞等成熟公司均达到千亿市值，而名创优品、泡泡玛特、九毛九等新兴公司也已达到 200 亿市值以上。

图表 80：2016-2020H1 样本公司营业收入（亿元）



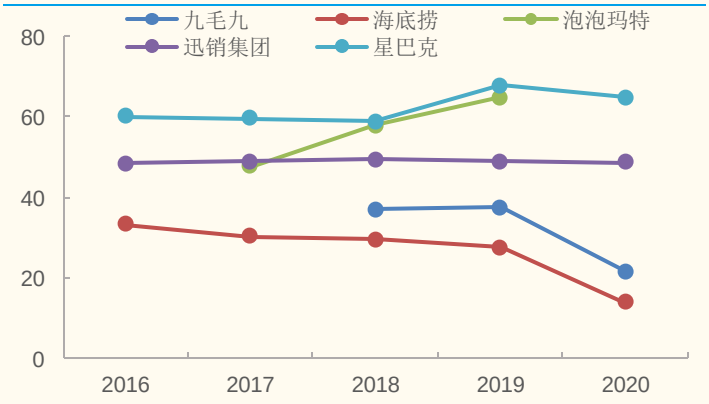
来源：wind，国金证券研究所

图表 81：2016-2020H1 样本公司GMV 增速



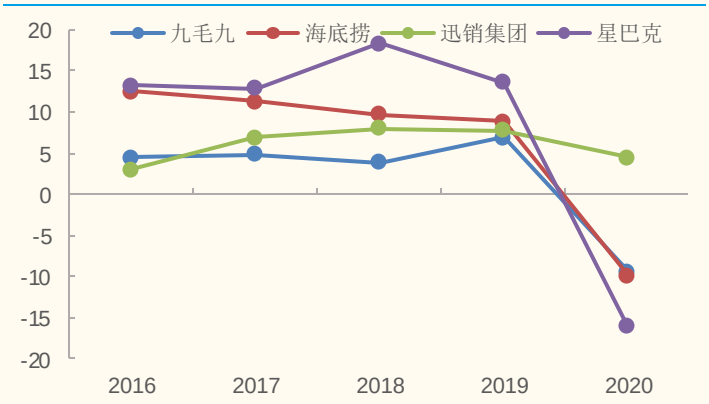
来源：wind，国金证券研究所

图表 82：2016-2020H1 样本公司毛利率



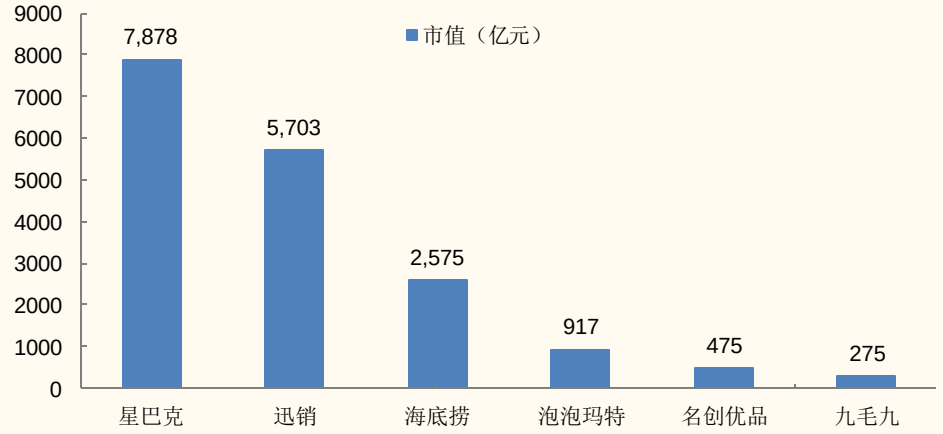
来源：wind，国金证券研究所

图表 83：2016-2020H1 样本公司净利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 84：截至 2020.12.18 样本公司市值或估值（亿元）



来源：国金证券研究所

看好：名创优品—迭代爆款 SKU+激进加盟策略+强供应链，成就新时代零售品牌

- 名创优品的核心竞争力体现在 SKU、加盟策略、供应链三大维度。
  - SKU：公司拥有 8,000+核心 SKU，涵盖 11 大品类，产品具有“三高+三低”的特质，即“高颜值、高品质、高效率 ”+“ 低成本、低毛利、低价格”；并且非常注重“快反”，每 7 天从 1 万产品设计方案中精选 100 个新 SKU 上新，促进放松、寻宝和吸引人的购物体验，让客户始终保持新鲜感，维持对产品的喜爱和粘性。
  - 渠道：截至 2020Q3 公司门店数量达 4,330 个，其中加盟门店 4,210 家，约 97%的门店采用加盟模式，并且加盟商的激励机制到位，加盟门店通过轻资产迅速扩张，投资回报快。受益于品牌自带流量，渠道销售能力强。
  - 供应链：拥有优质供应链资源，公司共有超过 600 家优质供应商，国内外拥有超过 18 家物流中心，信息流对接生产商，以需定产，存货周转率高。

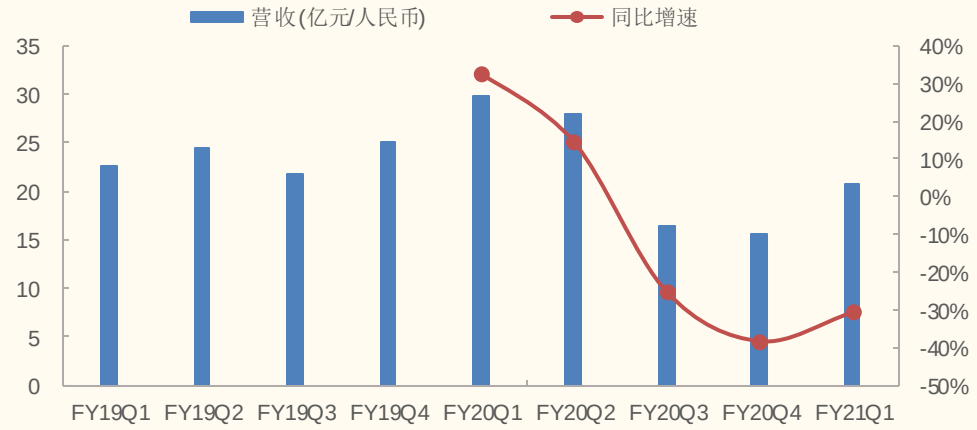
图表 85：名创优品核心竞争力分析

SKU	品类众多	8000+核心SKU，涵盖11大品类
	“三高+三低”	高颜值、高品质、高效率 + 低成本、低毛利、低价格
	设计卓越	多款产品斩获世界三大设计奖之二
	注重“快反”	每7天从1万产品设计方案中精选100个新SKU上新
加盟扩张	超99%门店采用类加盟模式	轻资产迅速扩张，投资回报快
	自带流量，渠道品牌效应	品牌自带流量，渠道销售能力强
供应链	供应商资源优质	多个供应商同时与Doir、YSL、钓鱼台国宾馆等合作
	信息流对接生产商	以需定产，存货周转率高
	“货品保证金制度”	提高回报率，免除库存风险

来源：wind，国金证券研究所

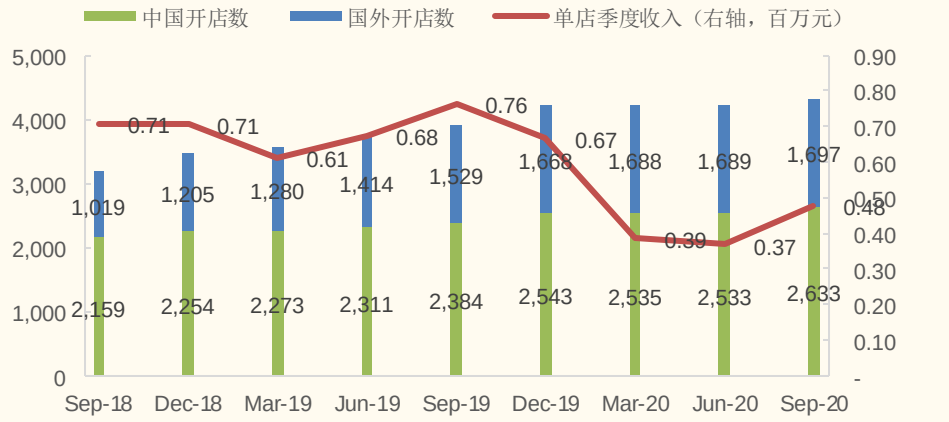
- 2019 年（自然年），名创优品 GMV 达 190 亿元人民币。FY2020 公司实现收入 89.8 亿元，同比减少 4.4%。FY2020 公司净亏损为 2.60 亿元，较 FY2019 的 2.94 亿净亏损收窄 11.6%。收入减少主要是因为疫情造成的商店停业、营业时间减少、物流终止等。
- 根据最新 FY21Q1 数据来看，截至 9 月份，公司单季度营收 20.7 亿元，环比增长 35%，已经逐渐从疫情的影响中恢复过来。同时近期试水潮玩领域，推出 TopToy 品牌。我们认为该举动体现公司核心选品能力，有望再造爆款，打开新的成长空间。截至 2020 年 9 月公司门店数量达 4,330 个，国内开店节奏已经基本恢复正常，环比净新增 100 家。整体而言，公司近 2 年店铺数量年均复合增速 16.7%。
- 公司对消费者画像集中在年轻群体，其中 30 岁以下人群占比 60%。40 岁以下人群占比 80%。

图表 86：FY2019-2021 年名创优品营业收入及同比增速



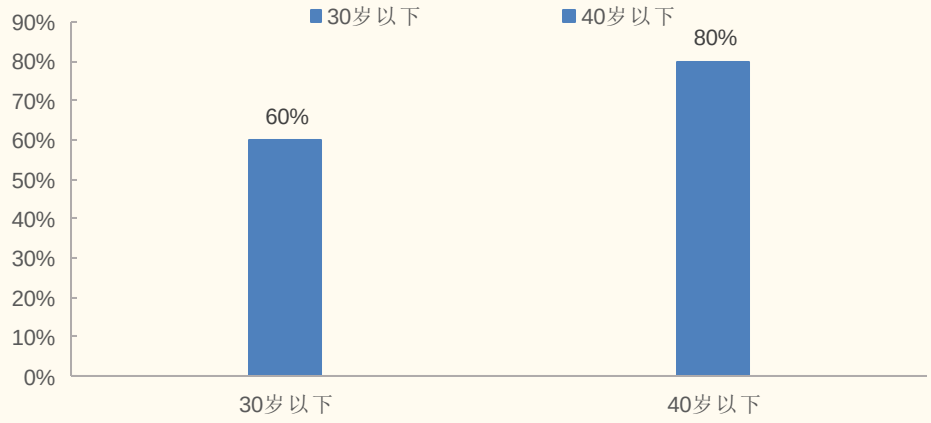
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 87：名创优品开店数量及单店收入



来源：wind，国金证券研究所

图表 88：2019-2020 年名创优品消费者年龄层占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

投资建议

- 房地产：货值和市占率弹性受到压制，但又由于三条红线出台使得而行业格局稳固，行业风险减小，盈利稳定性增加。且目前市场对地产利空已经脱敏，估值处于历史低位，我们认为强监管下行业稳定性提升将驱动长期估值修复。当前背景下，财务指标稳健的头部公司和国企背景的具备融资优势的房企更加有利。我们推荐万科 A，保利地产，招商蛇口和建发国际。
- 写字楼、商场、酒店等不动产：不同类型存量资产均呈现供给过剩、竞争加剧等问题，只有地段、投资规模、运营，建造和设计、定位俱佳的核心资产才有持续稳定的竞争力。好资产一旦遇到需要把握机会，不应一味追求规模，资产本身的质量才是我们应考量的关键。考虑对核心资产的投资及理解程度，核心资产带来的巨大利润弹性和估值弹性，我们推荐复星旅游文化。
- 物业服务：板块具备高增长、高回报、高分红和高现金储备特质。但同质化竞争激烈，板块存在提价难、盈利空间有限等问题，且增值服务成色一般。预期板块将出现两极分化，看好强地产背景以及非住业态中强管理能力的物业公司，我们看好碧桂园服务和华润万象生活。
- 新零售和餐饮：商场整体面积供给过剩，对流量极度焦虑。这使得自带流量的头部新零售和餐饮品牌对商场议价权增加，规模和业绩成长得更快，马太效应明显。看好深度理解消费者，品类迭代快速，供应链能力出色，加盟商体系激进的名创优品（MNSO）。

风险提示

- 房地产调控超预期：政府对房地产行业收紧程度超预期，从而使得公司融资增速严重受限，规模扩张不及预期，利润率下降等。
- 物业服务外拓面积竞争加大。
- 新冠疫情波动影响线下消费。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402