所属行业	房地产
发布时间	2020 年 6 月 17 日

企业研究

绿代表：远见者的时代已经到来

核心观点：

绿色地产开发路径在 2018 年之前对房企来讲是选择题，但如今已经逐渐成长为风口。行业中，最早做绿色地产并且取得成绩的房企主要有三家，分别是中国金茂、朗诗绿色地产和当代置业，我们称之为“绿代表”。因此，本文我们也将从产品的角度找寻企业从绿色地产中获得的附加值，最终结论如下：

一、金茂：利用金茂府树立高端住宅地位，致力实现从产品绿到城市绿

金茂通过金茂府树立高端住宅地位，以二八定律的方式实现产品全国化复制。为了降低项目售价受限价政策的影响，公司聚焦城市运营，期望获取更低的地价，最终实现利用高端住宅和城市运营两种方式保障公司利润率增长。但金茂城市运营仍处于初级阶段，并且周期较长，短期内缓解公司毛利润率下降的压力仍然存在。

二、构筑品牌护城河，利用产品溢价提升公司盈利能力

朗诗从 2004 年以来便坚持发展绿色地产，即使在 2016 年、2017 年火爆的房地产市场下，仍然保持定力，坚定走轻资产路线。截至 2019 年，公司在绿色地产领域深入研究，大大提升了产品溢价能力，公司控股项目、小股操盘项目和代建项目的售价明显高于周边房价，使朗诗毛利润率整体处于

相关研究：

月度数据点评：销售增速降幅持续收窄，投资单月增速超 80%（2020 年 1-4 月）	20200516
2020 年 2 月地产月报：住宅与土地市场同环比下降明显，预计 3 月表现将优于 2 月	20200306
2019 年中期策略报告——七月流火，行情难将持续	20190702
2019 年年度策略报告——刚需刚改主导行情，2019 战略年再延续	20190822
2019 年报综述——回归核心，内圣外王	20190508

研究员
于小雨
rain_yxy（微信号）
yuxiaoyu@ehconsulting.com.cn
王玲
w18705580201（微信号）
wanglin@ehconsulting.com.cn
徐鹏
17601350466（微信号）
xupeng@ehconsulting.com.cn
姜晓刚
18516525402（微信号）
jiangxiaogang@ehconsulting.com.cn

增长状态。但有得必有失，坚持资产轻型化道路使公司在市场上行期间抑制拿地规模，最终错失销售增长黄金期。

三、产品溢价持续增强，多元方式拿地和高能级城市保障盈利下限

当代利用传统地产开发商的思维来做绿色地产，产品溢价水平不断增强。但相比金茂和朗诗，公司的毛利润率水平仍然较低，对此当代扩大利用产业协同、收并购和一二级联动开发的方式提升拿地规模占比，以降低拿地成本，同时重点布局一二线和强三线城市，从而保障公司毛利润率持续提升。

绿色地产开发路径在2018年之前对房企来讲是选择题，但如今已经逐渐成长为风口。事实上，当前专注开发绿色产品的房企仍然不多，我们认为主要有两个原因：第一，2015年后地产行业处于上行周期，房企在宽松的融资环境下希望借助财务杠杆实现销售金额的快速增长，间接导致企业对产品的专注度较低；第二，绿色地产需要地产与科技的融合，实现科技赋能，前期需要企业投入大量的研发资金，对公司资金的支配、周转能力是极大的考验，并且短期内对盈利的能力提升相对有限。

行业中，最早做绿色地产并且取得成绩的房企主要有三家，分别是中国金茂、朗诗绿色地产和当代置业，我们称之为“绿代表”。因此，本文我们也将从产品的角度找寻企业从绿色地产中获得的附加值，最终结论如下：

1、金茂通过金茂府树立高端住宅地位，以二八定律的方式实现产品全国化复制。为了降低项目售价受限价政策的影响，公司聚焦城市运营，期望获取更低的地价，最终实现利用高端住宅和城市运营两种方式保障公司利润率增长。但金茂城市运营仍处于初级阶段，并且周期较长，短期内缓解公司毛利润率下降的压力仍然存在。

2、朗诗从2004年以来便坚持发展绿色地产，即使在2016年、2017年火爆的房地产市场下，仍然保持定力，坚定走轻资产路线。截至2019年，公司在绿色地产领域深入研究，大大提升了产品溢价能力，公司控股项目、小股操盘项目和代建项目的售价明显高于周边房价，使朗诗毛利润率整体处于增长状态。但有得必有失，坚持资产轻型化道路使公司在市场上行期间抑制拿地规模，最终错失销售增长黄金期。

3、当代利用传统地产开发商的思维来做绿色地产，产品溢价水平不断增强。但相比金茂和朗诗，公司的毛利润率水平仍然较低，对此当代扩大利用产业协同、收并购和一二级联动开发的方式提升拿地规模占比，以降低拿地成本，同时重点布局一二线和强三线城市，从而保障公司毛利润率持续提升。

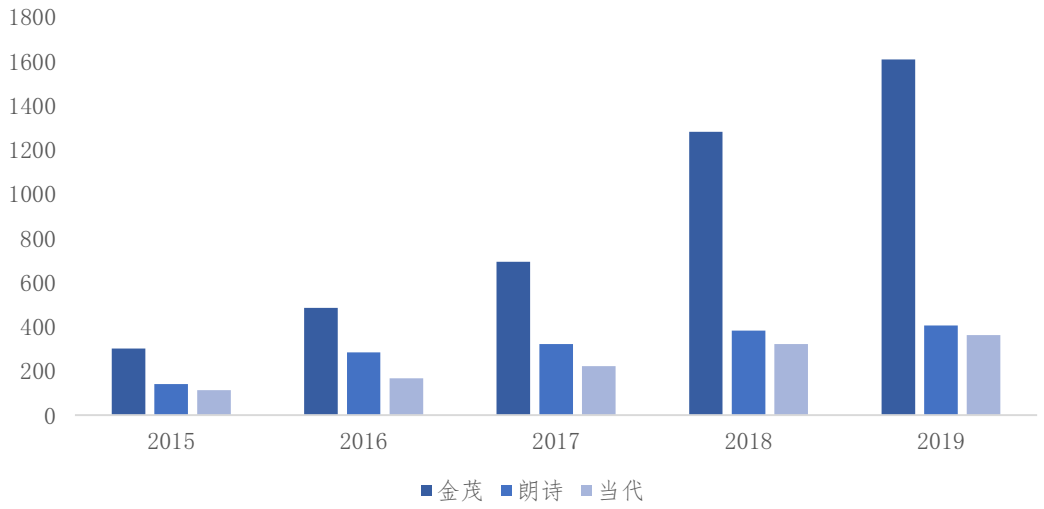
一、金茂-朗诗-当代三者格局短期难以改变

2019年金茂实现销售金额1608.1亿元，朗诗405亿元，当代362亿元，从2015年到2019年，金茂-朗诗-当代销售额依次减少的销售格局并未改变。其中金茂一直保持较高的销售增速，2018年销售额同比增速最高达到84.7%，2019年增速有所放缓，但仍高于朗诗和当代的销售增速。另外，朗诗和当代的销售规模一直是以朗诗保持领先优势，但是从2017年起，两者之间的差距愈加缩小，截至2019年，双方销售金额差距仅在40亿元左右。

在企业背景方面，金茂作为央企，背靠中国中化集团，同时引入中国平安、新华保险战略投资者，给公司在融资方面带来极大的优势，并且融资成本较低，为地产开发业务提供极大的便利。朗诗和当代作为民营房企，融资成本较高，一定程度上抑制了公司销售业绩的快速增长。以两者发行的信用债为例，朗诗最新一期的信用债融资位于2019年12月，融资成本为7.5%；当代最新一期的信用债融资发行位于2019年7月，融资成本为7.8%；而金茂在2020年3月发行的最新一期中期票据融资成本仅为2.9%，三者间的差异相当明显。所以，

我们认为金茂-朗诗-当代这样的格局短期内仍难以改变。

图表：2015-2019 年金茂、朗诗和当代销售额表现（亿元）



资料来源：公司年报、亿翰智库

二、绿色地产发展模式表现不一，红利释放或带动公司盈利能力持续增强

与其他房企不同，金茂、朗诗和当代利用“绿色”作为 IP，致力于实现产品增值，提升公司盈利能力。我们将分别从三家房企产品线的发展模式和产品的盈利能力两个角度去分析其为公司带来的优势。

1、各有独特发展模式，归因以产品 IP 抢占市场

（1）金茂：利用金茂府树立高端住宅地位，致力实现从产品绿到城市绿

从发展模式上来看，金茂在绿色地产领域起步较晚，但是凭借着强大的产品力，金茂府的成功实现在全国城市的快速复制，从而树立了独树一帜的风格。当前，公司聚焦城市运营，逐渐向城市运营商的角色过渡。

2009 年 6 月，金茂通过招拍挂方式以 40 亿元获得北京广渠门地块，这曾被认为是中国房地产历史上第一个地王项目，高昂的土地成本以及有限的高端住宅建造经验，使金茂在市场上备受质疑。但是两年后，金茂成功打造出低密度的住宅项目，通过多种节能环保技术，并引入一流小学，以及体育公园作为娱乐设施，成功的将休闲和教育功能融入到社区中。这个项目最终被命名为广渠金茂府，在当时 2011 年下行周期的行业环境下，该项目首销便达到 40 亿元，一举树立了金茂高端住宅项目定位，此后公司在一二线城市大力复制金茂系产品，并大获成功。截至 2019 年，金茂已经形成三条产品线，为悦系、府系和墅系，分别针对社会新锐、成功家庭和富裕家庭三类客群。

但是金茂产品的全国化复制并不是百分百的复制，而是存在一个二八定律，即公司产品有 80%采用标准化建造，另外 20%则是因城制宜、因地制宜实施建造。2018 年，金茂发布金茂府 2.0，以创新驱动产品技术升级。公司持续聚焦智慧科技、健康人居和智能化等创新领域，持续优化与创新新科技系统，进行金茂府 2.0 产品迭代升级，实现自研产品“魔镜”、

“温控器”等落地应用，完成碲化镉薄膜、离子瀑空气净化等技术立项研发。截至 2018 年底，公司累计获得专利 149 项，其中发明专利 30 项，3 项独有专利，进一步提升公司产品的技术含量和竞争壁垒。

总的来说，广渠金茂府的一炮走红彻底奠定了公司在高端住宅领域的地位，此后公司大力在其他城市对金茂府进行复制，进而推动销售业绩高速增长。另外，公司在府系的产品线上又新增悦系和墅系，以实现对中高顶端住宅的全面覆盖。同时，金茂加大研究支出，聚焦绿色健康、健康人居以及智能化技术的研究，致力于成为绿色地产的领头人。

图表：金茂的产品线

产品线	产品定位	目标客群
悦	为中间阶层提供完善的生活配套，缔造全家庭健康宜居生活样本	注重品质的社会新锐
府	建基城市中心、融合精湛工艺，树立中国高端生活品质新典范	彰显自我的成功家庭
墅	打造超低密度大空间高端社区，尽享墅级品质人居	关注品质与私密的富裕家庭

资料来源：公司官网、亿翰智库

（2）朗诗：走资产轻型化路线，利用小股操盘、代建发展绿色地产

朗诗曾在 2018 年将公司名称改为朗诗绿色集团，即在发展地产的基础上，推进多元化业务，但是由于回报有限，2019 年公司再次将名称改为朗诗绿色地产，聚焦地产业务。朗诗始终将“绿色”作为公司的产品定位，实际上自 2004 年以来就开始专注打造创新科技住宅产品和绿色社区生态环境，至今已进行多次绿色进阶和产品升级。2015 年起，公司制定了“产品差异化、资产轻型化、市场国际化”的战略，坚持绿色产品发展路线，并通过资产轻型化以及市场国际化推动品牌对外输出，期望以品牌影响撬动规模的增长。

其中，产品差异化、资产轻型化、市场国际化分别指：

a、产品差异化：始终秉承绿色科技差异化发展理念，保持绿色科技地产领跑者地位；

b、资产轻型化：利用自身在绿色建筑领域积累的能力、经验、品牌以及差异化产品的优势，与资源互补的金融机构、开发商合作，大力开展合作开发、小股操盘和委托开发等不同类型的轻资产业务模式。其中合作开发为公司与金融机构或者开发商组成联合体进行项目投资开发，朗诗在该类项目合作方股权为五五持平；小股操盘是与一到两家以上的企业合作，朗诗占 30%以下的小股，负责项目的整体操盘；委托开发则是受投资商委托负责其 100%持股项目的全程开发，朗诗在这类项目中不占股份，但收取开发管理费、技术服务费并可能分享项目操作的超额收益。

c、市场国际化：进入美国市场，致力于长期发展，进入美国本土主流开发商行列。

总的来说，朗诗在绿色地产方面走的是轻资产路线，采用小股合作、代建等方式向外输出品牌。截止到 2019 年，朗诗共形成了四条产品线，包括“乐府”、“熙华府”、“玲珑郡”和“未来街区”。其中乐府系面对的主要是顶级客群，采用高舒适系统的绿色新建住宅，

秉承因地制宜、因人制宜的理念，针对华北、西北等寒冷地区进性被动的技术体系研发；熙华府系面向高端客群，采用集中式高舒适建筑内环境系统的新建集合式住宅；玲珑郡系面向中高端客群，采用户式建筑内环境系统的新建集合式住宅；未来街区面向中端刚需客群，采用绿色理念的新建集合式住宅。

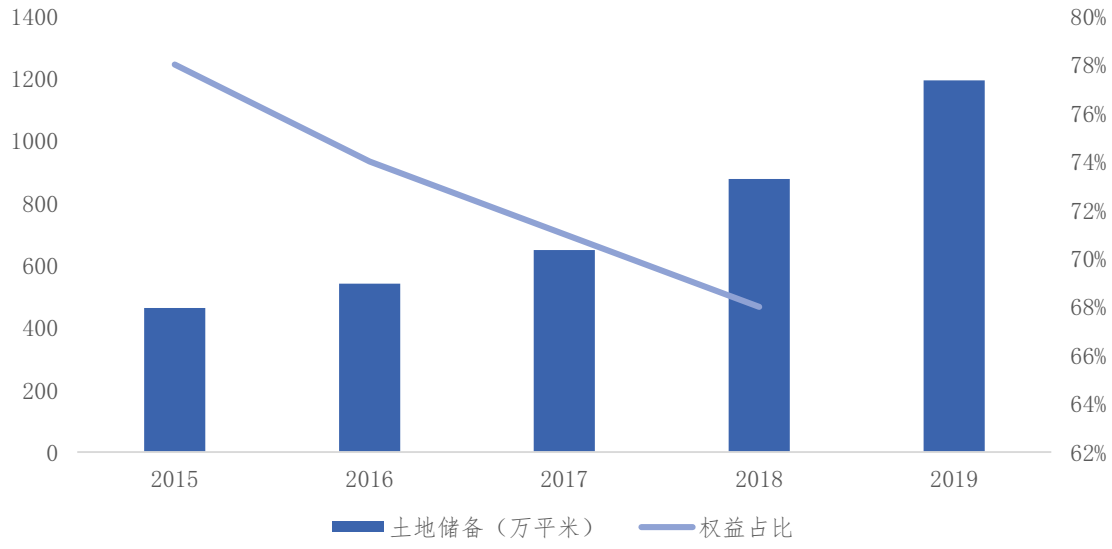
（3）当代：利用传统地产商思维打造绿色地产

当代置业的地产开发的路径与传统的地产开发商较为类似，其绿色产品以 MOMΛ 闻名。当代置业的地产开发始终秉承“健康建筑·绿色家园·城市向美”的开发理念，倾注于“绿色科技+舒适节能+数字互联的全生命周期产业家园”，成功打造出中国绿色科技产业运营商的标志性品牌——MOMΛ，意思为科技艺术新建筑。对于此，当代专设研发设计院，自主研发“地源热泵技术系统，天棚辐射制热制冷系统，外围设结构保温系统，高性能外窗系统，全置换新风系统，隔音降噪系统”等科技建筑系统，使公司 MOMΛ 产品全年维持室内所有房间温度 20℃-26℃，湿度在 30%-70%，并且其能耗仅为目前中国普通型住宅达到同等舒适度所需能耗的三分之一，预期持续为居住者节省大量能耗使用成本。

截至 2019 年，当代置业形成四条产品线，包括顶级绿色科技的当代 MOMΛ 产品线，高端绿色科技的当代著 MOMΛ 产品线，品质绿色科技的当代阅 MOMΛ 产品线，全生命周期复合功能绿色科技大盘开发的当代城 MOMΛ 产品线。

与金茂和朗诗不同的是，当代采用的是传统地产开发思维推动绿色地产发展。公司多通过招拍挂和收并购方式拿地，另外根据土储以及权益情况来看，当代置业的土储权益占比从 2015 年的 78%下降至 2018 年的 68%（2019 年未公布），处于持续下降的趋势，但是公司各个省份极少有权益占比在 30%以下的项目，而这与朗诗利用小股操盘、代建等方式推进地产开发的方式有很大的区别。

图表：2015-2019 年当代土地储备及权益占比情况



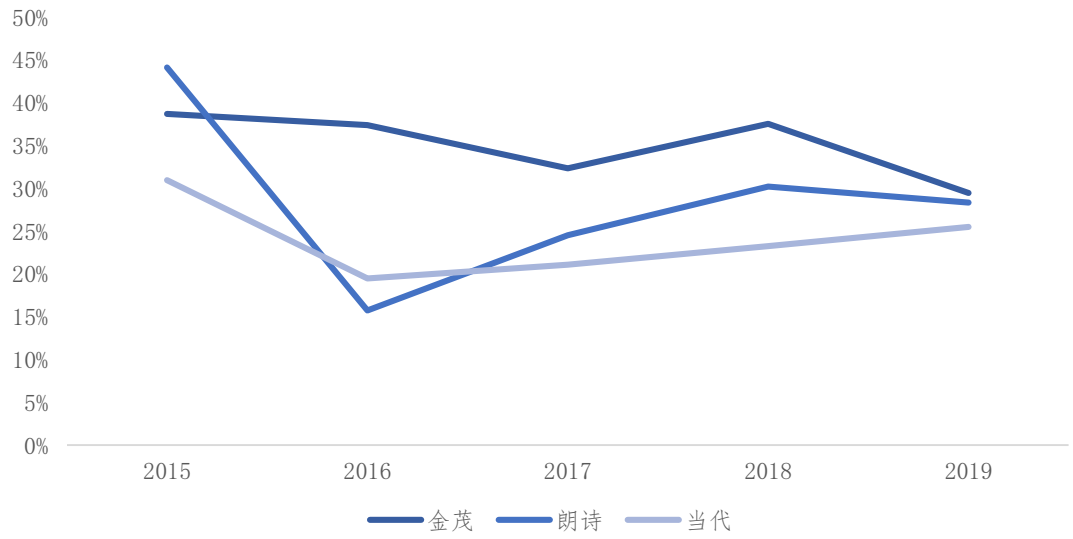
资料来源：公司年报、亿翰智库

总的来说，金茂、朗诗和当代在绿色地产领域的发展模式各不相同。其中，金茂是利用金茂府的品牌知名度实现在各城市的快速复制，以此推动绿色住宅的发展；朗诗则是采用轻资产模式，利用小股操盘、合作开发和代建等方式实现产品在全国范围内的铺排；当代走的是传统地产开发商路线，对项目占有较高的权益，并在不同城市群布局，依靠绿色地产的 IP、MOMΛ 产品的知名度，抢占当地市场。

2、金茂欲借城市运营提升盈利性，朗诗和当代利润率整体上升

衡量三家房企的产品能力最重要的就是比较产品为企业带来的盈利附加值。金茂的盈利能力领先，朗诗受益于代建业务，毛利润率持续走高，当代在产品力不断增强的情况下，利润率整体处于上升水平。从近三年毛利润率来看，金茂整体盈利水平显著高于朗诗和当代置业。2019 年金茂毛利润率达到 29.4%，净利润率达 19.9%，继续保持在高位，较强的盈利能力主要得益于高端的产品定位和一二线核心城市布局，增强了产品溢价能力，也带来了可观收入增长，是绿色地产板块竞争力的重要体现。而朗诗受益于代建业务，毛利润率也持续走高，2019 年为 28.3%；当代置业精品项目的盈利水平也逐渐提高，毛利润率稳步提升，2019 年为 25.5%。

图表：2015-2019 年金茂、朗诗和当代的毛利润率表现



资料来源：公司年报、亿翰智库

（1）金茂：城市运营与高端住宅结合，共同提升公司盈利水平

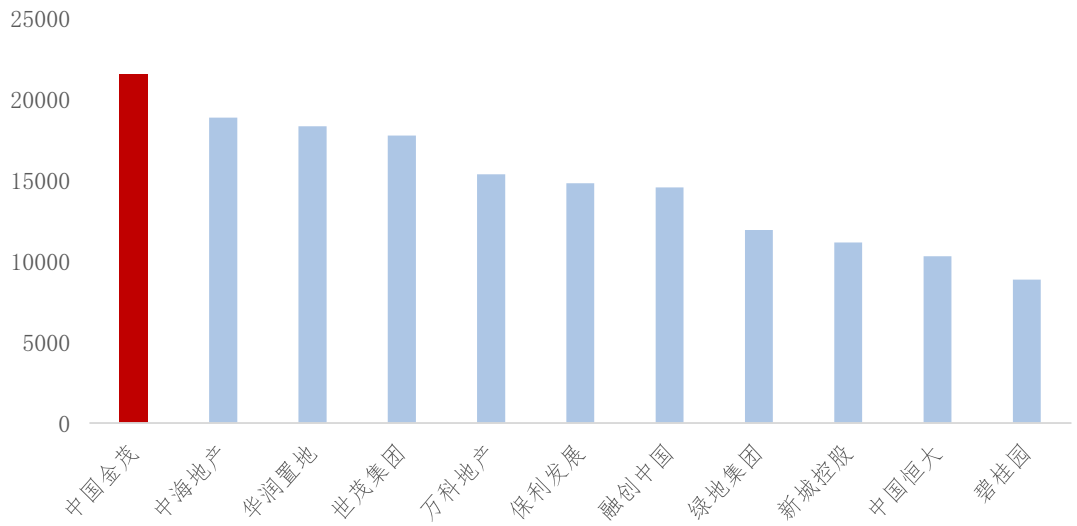
金茂凭借着对高端住宅的打造，公司销售均价对比 TOP10 房企明显高出一截，这就意味着公司项目销售价格相比周边项目的销售均价具备优势，为公司带来更高的利润率水平。但在地价越来越高的情况下，叠加限价因素的影响，金茂的利润率增幅受到压缩，对此，金茂及时调整公司发展战略，从 2014 年起，公司试水城市运营，并于 2015 年正式聚焦城市运营。金茂的城市运营主要围绕“以城聚人，以城促产”的“城-人-产”逻辑，即通过打造品

质高、环境佳、配套优的高质量城市来吸引中高端知识型人才，最终为城市创造出科技、创新、协作的产业圈。

依着这个发展逻辑，金茂可以通过一级开发、二级开发到运营的全业务链式的高质量城市运营，促进城市价值成长，带来整体资产性价值的持续提升，从而也为金茂提供更多的潜在收益，实现 1+1+1＞3 的收益效果。其中长沙梅溪湖、上海北外滩就是典型的案例。在城市运营道路上，公司取得最直接的优势就是能以低价获得大量的土地储备。根据 2019 年公司通过城市运营获取地块的楼面价比较来看，公司所获取地块的楼面价相比周边地块的楼面价平均要低 34.1%。正因为如此，在低地价、高房价的作用下，金茂保持毛利润率水平处于行业前列。

整体来看，金茂的毛利润率水平之所以能保持行业前列，主要原因就是低地价、高房价，尤其是在公司聚焦城市运营后，将更有利于以低价获取大量的土地，经过一二级开发以及城市运营后，城市和产品带来的附加值使项目销售均价上升，由此为公司带来高额的毛利润率。

图表：2019 年金茂与 TOP10 房企销售均价比较（元/平米）



资料来源：公司年报、亿翰智库

图表：2019 年金茂通过城市运营获取地块情况

城市运营项目	拿地时间	城市	规划用途	规划建筑面积（万㎡）	总成交金额（亿元）	平均楼面价（元/㎡）	周边楼面价（元/㎡）	对比周边楼面价的降幅
温州瑞安生态科学城	2019-01-28	温州	住宅用地	30.86	7.93	2571	3601	28.60%
	2019-01-29	苏州	住宅用地	13.18	8.3	6300	8225	23.40%

苏州张家港智慧科学城			商业/办公用地	12.57	1.73	1380	2460	43.90%
			住宅用地	12.34	6.9	5588	8225	32.06%
			住宅用地	13.45	7.8	5798	8225	29.51%
			住宅用地	10.4	6.17	5933	9511	37.62%
			住宅用地	12.88	8.12	6300	9511	33.76%
岳阳东风湖新区项目	2019-05-08	岳阳	住宅用地	15.19	4	2634	3825	31.14%
			住宅用地	14.55	3.33	2290	3825	40.13%
青岛即墨国际智慧新城	2019-09-03	青岛	商业/办公用地	4.09	0.66	1619	2460	34.19%
		青岛	综合用地（含住宅）	6.26	1.34	2143	3600	40.47%

资料来源：亿翰智库

（2）朗诗：构筑品牌护城河，利用产品溢价提升公司盈利能力

朗诗的产品溢价水平可以通过项目的销售价格表现出来。2019 年朗诗整体销售均价为 17300 元/平米，权益销售均价为 18196 元/平米，基本与中海和华润的销售价格保持一档。根据公司销售价格情况，我们可以知道公司项目存在一定的溢价能力，而且公司还有更多的小股操盘项目和代建项目，通过研究这两类项目的溢价能力，更能彰显朗诗在绿色地产领域的品牌影响力。

根据前文公司的利润率表现，朗诗的毛利润率仅次于金茂，且整体处于持续上升中，而这主要基于公司项目的溢价能力。对此，我们分别统计公司控股项目、小股操盘项目和代建项目与周边其他项目的销售价格对比发现，无论是完全控股、小股操盘或者是代建项目的销售均价均高于周边项目，极大的体现了公司产品的溢价水平。我们认为，走轻资产路线的朗诗在土地资源有限的情况下，更注重对产品的品牌建设，并通过小股操盘、代建、合作开发等方式对外输出品牌影响力，借此实现产品溢价，提升公司盈利能力。

图表：2019 年朗诗部分控股项目销售均价及周边项目均价

项目	权益占比	销售均价（元/平米）	周边项目	周边均价（元/平米）
上海新西郊	100%	86449	象源丽都	72500
无锡天萃	100%	20687	富力城	17354
成都未来家	100%	19107	同森锦熙	17000
苏州人民路 8 号	100%	25957	苏苑新村	24365

资料来源：亿翰智库

图表：2019 年朗诗部分小股操盘项目销售均价及周边项目均价

项目	权益占比	销售均价（元/平米）	周边项目	周边均价（元/平米）
南京紫熙府	19.0%	15276	弘阳美的昕悦尚宸苑	15100
合肥肥东翡翠庄园	10.0%	17150	华盛南院	10500
宜兴新都府	26.0%	12500	中星湖滨城凡尔赛九郡	12000
成都朗诗青羊区项目	9.9%	29983	融信公馆	28000

资料来源：亿翰智库

图表：2019 年朗诗部分代建项目销售均价及周边项目均价

项目	权益占比	销售均价（元/平米）	周边项目	周边均价（元/平米）
西安朗诗雁南栖	0.0%	16593	曲江千林郡	14501
合肥皖新朗诗绿郡	0.0%	24000	万达揽湖苑	20419
盐城东台朗诗世纪绿郡	0.0%	11000	新都荟小区	8300
句容万都玲珑樾	0.0%	14500	新湖仙林翠谷	13000

资料来源：亿翰智库

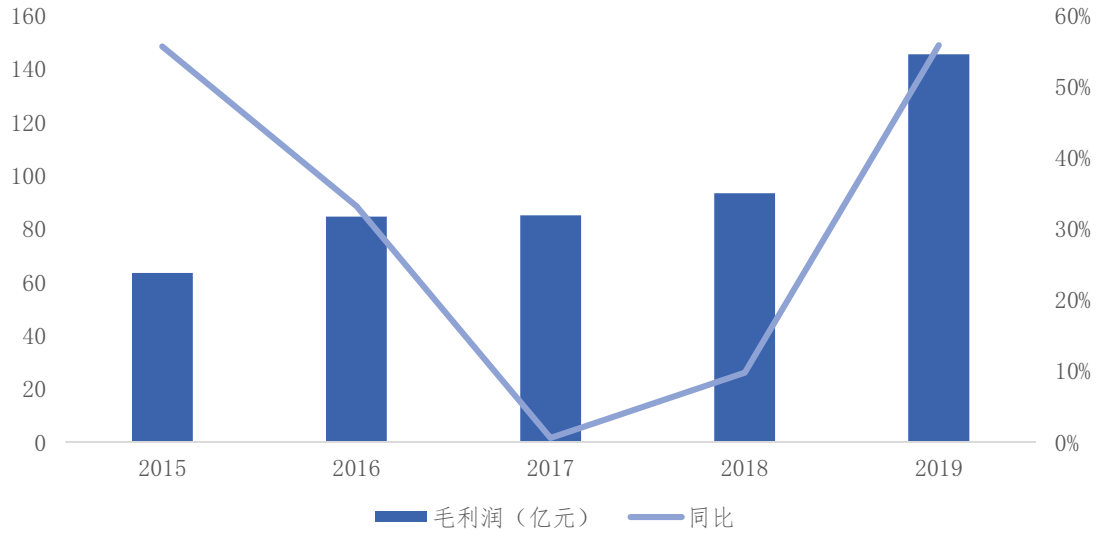
（3）当代：产品溢价持续增强，多元方式拿地和高能级城市保障盈利下限

经过多年对绿色建筑产品的打磨，当代置业的产品溢价水平不断增强，毛利润率表现处于持续上升态势。根据公司毛利润表现，2017 年和 2018 年是公司毛利润增长的低谷期，但是到了 2019 年，公司盈利能力得到正向反馈，毛利润规模增长超过 50%。我们认为主要原因有两点：

第一，公司扩大采用产业协同、并购和一二级联动方式拿地的规模占比。2019 年公司新增货值中有 49%通过产业协同方式获取，有 38%通过收并购方式获取，另有 7%通过一二级联动方式获取。我们认为，公司利用产业协同、收并购以及一二级联动方式拿地能有效降低公司拿地成本，从而即使在房价受限的情况下，仍能保证较高的盈利水平。

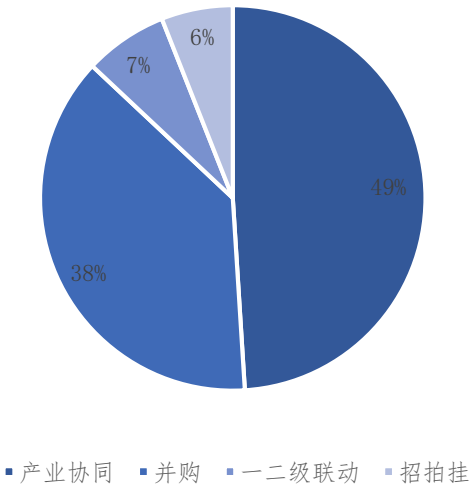
第二，公司新增土地储备多集中在一二线和强三线城市。当代在一二线城市新增货值规模达到 58%，在三线城市新增货值规模达到 42%，在行业下行周期的情况下，优质的高能级城市更能保证下限，叠加不断增强的产品溢价，进而有效带动公司盈利能力的提升。

图表：2015-2019 年当代置业毛利润表现



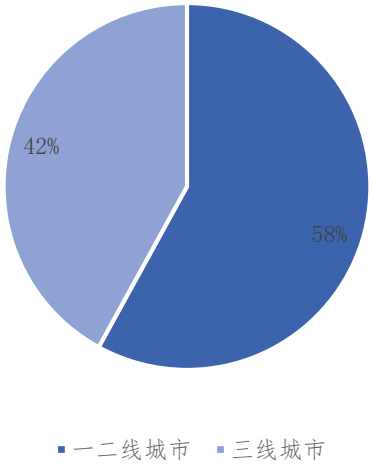
资料来源：公司年报、亿翰智库

图表：2019 年不同拿地方式新增货值占比



资料来源：公司年报、亿翰智库

图表：2019 年不同能级城市新增货值占比



资料来源：公司年报、亿翰智库

三、绿代表们曾经或者当前面临的问题

金茂、朗诗和当代通过各自独有的模式推动绿色地产在行业内发展，实现销售金额的持续提升，并带动盈利能力不断加强，但这并不意味着公司的发展是一帆风顺的，这三家房企在迄今为止的发展过程中曾面临着各种问题。

1、金茂：限价影响日益凸显，利润率面临下行压力

2019 年金茂的毛利润率为 29.4%，较 2018 年同期的 37.5%下降 8.1 个百分点，其中城市与物业开发业务的毛利润率为 27%，而 2018 年同期这一数据为 36%，也就是说公司物业销售毛利润率的下降导致公司整体盈利水平降低。金茂依靠高端产品 IP 的高售价为公司带来大量的业绩回报，销售均价稳居行业前三，但是随着地产行业政策调控的加剧，限价政策导致售价已存在天花板，这对于主打高端产品的金茂而言，多少都会受到限价的影响，从而前期以高溢价拿到的地不能以合理价格卖出，进而让公司的毛利润率有所下降。

从所统计的金茂往期拍得的高价项目来看，其中多数项目因未能达到预期售价而推迟入市。如 2016 年所拿的南京河西地王，拿地时的楼面价达到 3.69 万元/㎡，2019 年底才推盘入市，最终售价 52000 元/平米左右，好在项目保持了较高的盈利空间；但是相比 2017 年 2 月公司同样在南京竞得的河西南部鱼嘴地块，楼面价仅 8499 元/㎡，2018 年便已打造成南京扬子江金茂悦推出。2016 年 6 月，公司在深圳龙华拿的地王，楼面价达到 57000 元/平米，时隔三年龙华金茂府才推出，成交价为 10000 元/平米。2017 年 9 月，金茂首入厦门，以楼面价 2.9 万元/㎡拿下的“翔安地王”，项目原定售价在 4 万元/㎡，但到 2018 年 11 月金茂选择亏本入市，均价在 2.8 万元/㎡，已经低于拿地楼面价。

这意味着，随着未来金茂的限价项目相继入市并进入结转阶段，金茂未来城市和物业开发业务的毛利润率进一步承压。也就是说，虽然目前金茂的高端精品产品的高售价受限价政策的影响并不大，但是在可预见的两三年时间之内，限价等政策调控对金茂二级开发的利润影响将越来越大。

当前，虽然金茂已经积极应对限价政策带来的利润率下降压力，通过城市运营方式获取大量价格较低的土地资源，但是我们认为城市运营周期相对较长，短期内提高公司利润率水平仍有较高难度，但长期有望缓解公司利润率下降压力。

另外值得一提的是，中国金茂以金茂府而闻名全国，但金茂府产品影响力的过于强大，导致公司其他产品线黯然失色，其中又以金茂悦最为典型。

图表：金茂部分土地推盘情况

时间	城市	拿地价格（元/平米）	推盘售价
2016 年 5 月	南京河西	36900	2019 年年底逐渐推出，售价 52000 元/平米
2016 年 6 月	深圳龙华	57000	2019 年底推出，售价 10000 元/平米
2017 年 9 月	厦门翔安	29000	原定售价 40000 元/平米，现售价 28000 元/平米

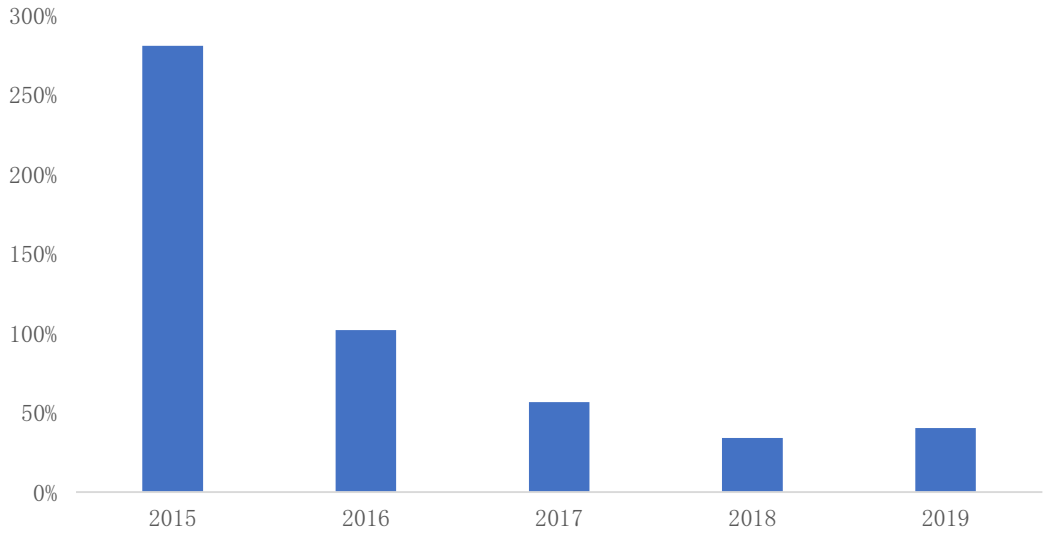
资料来源：亿翰智库

2、朗诗：错失业绩高速增长期，但代建业务或终成正果

朗诗最大的问题是在房企普遍冲规模的时候选择了走轻资产道路。自 2016 年起，房地产市场政策和融资环境宽松，多数房企采取加财务杠杆的方法推动规模增长，我们不乏可以看到当时净负债率超过 100%，甚至超过 200%的房企比比皆是，但是朗诗却在此时选择降杠杆，净负债率从 2015 年的 280.7%降至 2016 年的 101.8%，再降至 2017 年的 56.5%，截至 2019 年，公司净负债率为 40.2%。持续降杠杆对公司带来最大的好处就是自 2018 年调控政策和融资环境收紧以后，公司不用担心去杠杆的难题，但是最大的遗憾就是公司错失了销售金额高速增长的黄金时期。

从公司经营策略来看，朗诗始终坚持产品差异化的经营策略，走轻资产道路，坚定绿色地产发展路线。与同时期的绿城一样，在市场上行期间坚持代建业务，导致公司销售业绩增速放缓，销售排名一路下降。但塞翁失马，焉知非福，时间来到 2019 和 2020 年，房地产行业住宅成交量逐渐放缓，市场进入存量阶段，众多企业普遍从以规模为导向逐渐转变加大对产品的研究。我们认为，在这样的情况下，朗诗凭借在绿色地产领域多年的发展，代建业务或将迎来高速增长期，从而推动公司收入不断增长。

图表：2015-2019 年朗诗净负债率



资料来源：公司年报、亿翰智库

图表：2015-2019 年朗诗经营策略

时间	经营策略
2015	基于朗诗自身的资源禀赋，实施“产品差异化、资产轻型化、收益多样化”的发展战略
2016	坚定执行转型策略，探索 2.0 版商业模式及项目拓展
2017	践行产品差异化道路，大力推进相关多元化发展
2018	继续深化转型升级，坚持“产品差异化、资产轻型化、收益多样化”的发展战略，运用自身资源禀赋，持续打造绿色产品差异化能力
2019	剥离非地产业务，专注绿色科技地产的开发和管理，利用产品差异化优势，大力拓展以小股操盘为主的各类项目

资料来源：公司年报、亿翰智库

3、当代：受困于资金成本高企，规模增长受到抑制

当代的困境与多数中小企业的困境类似，在行业融资环境持续收紧的情况下，这类房企融资渠道受到限制，并且成本高增，其中当代置业 2018 年融资成本为 8.2%，但是 2019 年上升 1.7 个百分点增至 9.9%，在行业中处于较高水平，部分原因是企业在国内融资渠道受阻的情况下，纷纷转向海外债，较高的票面利率导致公司融资成本整体抬升。

同时根据公司 2016 年以来的债券融资情况，当代的融资成本整体处于上行。其中，就公司债来看，当代 2016 年的 5 年期融资成本为 6.4%，但是到 2018 年融资成本升至 7.8%。从海外债来看，当代在 2019 年以前的融资成本尚且低于 8%，但是到了 2019 年公司发行的三期海外债，票面利率均超过 12%，最高达到 15.5%。步入 2020 年，受海外疫情影响，债券收益率整体下行，从而公司能以较低成本发行三期海外债，但融资成本仍高于 10%。整体来说，在行业融资环境不善的背景下，融资能力将是对房企规模增长极大的考验。

图表：2016 年以来当代境内外债券融资情况

债券类型	起息日期	发行总额（亿元）	票面利率	债券期限(年)

公司债	2016-04-20	10.0	6.40%	5.0
海外债	2016-10-20	5.0	6.88%	3.0
海外债	2017-07-05	1.3	6.50%	1.0
海外债	2017-11-20	3.0	7.25%	3.0
海外债	2018-03-05	3.5	7.95%	3.0
海外债	2019-01-02	3.5	15.50%	1.5
海外债	2019-01-02	2.0	15.50%	1.5
海外债	2019-04-25	3.0	12.85%	2.5
公司债	2019-07-30	8.8	7.80%	3.0
海外债	2020-01-16	0.8	10.50%	2.8
海外债	2020-02-26	2.0	11.80%	2.0
海外债	2020-03-04	1.5	11.95%	4.0

资料来源：wind、亿翰智库

总的来说，金茂、朗诗和当代坚持走绿色地产路线，短期内需要大量研发开支，并且产品溢价或许难以较早表现出来，但是当公司积累足够的研发经验后，产品力的提升必然能增加公司的品牌影响力，进而提升产品溢价。金茂便是其中的典型，公司凭借金茂府一举成名，带来了大量的品牌拥趸者，朗诗和当代同样走在这条路上，期望以产品为公司带来更高的盈利水平。未来，随着越来越多的房企加强对产品力的研究，绿色地产将从选择题成为必选题，而这些先导者更有机会厚积薄发。

【免责声明】

本报告是基于亿翰智库认为可靠的已公开信息进行撰写，公开信息包括但不限于公司公告、房管部门网站、互联网检索等多种途径，但亿翰智库不保证所载信息的完全准确和全部完整。由于时间和口径的原因，本报告所指的内容可能会与企业实际情况有所出入，对此亿翰智库可随时更改且不予特别通知。

本报告旨在公正客观地反应企业经营情况。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机构或个人的任何建议。任何机构或个人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、意见及推测仅供参考。

本报告产权为亿翰智库所有。亿翰智库以外的机构或个人转发或引用本报告的任何部分，请严格注明相关出处及来源且不得修改报告任何部分，如未经亿翰智库授权，传播时私自修改其报告数据及内容，所引起的一切后果或法律责任由传播者承担，亿翰智库对此等行为不承担任何责任，亿翰智库将保留随时追究其法律责任的权利。

【关于我们】

亿翰智库是一家以房地产行业的数据分析、行业研判、企业研究为核心的研究机构，隶属亿翰股份，其专注于行业趋势、企业模型以及资本价值等多维度研究及应用；定期向业内、资本市场等发布各类研究成果达数千次，亿翰智库力求打造中国房地产企业与资本的高效对接平台。

亿翰智库二维码