

推荐 (维持)

## 2021 年房地产行业中期策略：地产+X 正当时

2021 年 6 月 16 日

## 重点公司 (eps/元)

重点公司	2021E	2022E	评级
万科A	3.95	4.30	买入
金地集团	2.42	2.54	买入
保利地产	2.54	2.67	买入
招商积余	0.60	0.83	审慎增持
苏宁环球	0.39	0.42	审慎增持
奥园美谷 (社服覆盖)	-	-	审慎增持

## 相关报告

《迎接估值革命, 稳定自由现金流临界点》2021-01-22

分析师:

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn

S0190514110001

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn

S0190519080008

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

S0190520080003

- **地产+X 正当时。**地产基本面韧性仍然较强,但是限价等政策割裂了基本面繁荣和开发商损益表,利润率持续受压,估值和市值均较低迷,而这一趋势可能在未来一段时间仍较难改变。因此,地产公司有很强意愿进行+X 业务的转变。当前业务转变不同于以往,转变背后有强大地产销售规模支撑,纵向和横向比较均不可同日而语,实力和资源禀赋很强的大房企也具备转变动力和决心;并且业务转变也有更好、更成熟,且资本市场较为认可的方向,比如医美、物业、商管等。
- **地产需求端韧性较强,供给端利润率未见改善。**当前地产行业投资面临的问题在于,地产需求端繁荣难以体现在房企损益表上。今年,房地产需求端销售韧性仍然较强,全国销售以及主要房企销售都实现不错增速。但是供给端拿地利润率仍未见改善,集中供地下土地市场竞争仍然激烈。

**需求端销售韧性仍然较强,地产基本面大周期远未结束。**1) 今年 1-4 月销售端仍然保持较高韧性。根据统计局的数据,2021 年 1-4 月商品房销售金额 5.36 万亿,同比 2020 年增长 68.2%,同比 2019 年增长 37.0%。主要房企 1-4 月销售也取得较快增长。2021 年 1-4 月万科销售金额同比 2020 年增长 23%,同比 2019 年增长 9%;保利同比 2020 年增长 62%(同比 2019 年增长 19%);金地同比 2020 年增长 123%(同比 2019 年增长 100%)。2) 地产基本面大周期远未结束。经济不找到新的增长点,房地产大周期难改变。经济下行后,信用创造最大载体是房地产,衍生大周期。短期对于地产的金融压制政策和按揭利率上行等都难以改变基本面趋势。

**供给端利润率未见改善。**1) 房企报表利润率明显下行。2020 年、2021 年 Q1,主要房企毛利率分别为 26%和 20%,较 2019 年分别下降 5 个百分点和 11 个百分点。2) 集中供地下,土地成交溢价率仍然较高。从已完成首批供地的城市来看,核心城市集中供地下溢价率并没有改善,甚至有所提升。据中指数据库,2021 年集中供地下,广州首批集中供地溢价率 11.7%,2020 年全年溢价率 8.7%;深圳首批集中供地溢价率 30.9%,2020 年全年溢价率 23.2%;杭州首批集中供地溢价率 26.1%,2020 年全年溢价率 22.0%;重庆首批集中供地溢价率 38.8%,2020 年全年溢价率 7.6%。从全国层面来看,土地市场溢价率也保持较高水平。2021 年 5 月土地成交溢价率 18%,4 月为 27%,3 月为 21%,2020 年最高水平为 18%,土地市场竞争仍然激烈。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **地产+医美：医美机构发生历史性变化，资本入局发展可期**

现阶段医美机构行业正出现历史性变化，行业整合者即将到来：1）头部医美机构利润率趋势性上行。上游厂商竞争加剧降低采购成本、下游品牌广告投放结构优化降低销售费用率；2）供给侧改革，监管趋严提升进入壁垒，行业发生供给侧改革；3）资本入场加速行业整合，集中度有望提升。奥园美谷、苏宁环球等具备雄厚资金实力的地产公司通过收并购切入医美机构赛道，有望成为行业整合者。

- **地产+物业：跑马圈地规模为王，品质带来第二增长曲线**

行业并购整合提速，跑马圈地旨在规模扩张。今年上半年物管公司整合体现出：并购金额大、被并购企业实力强的特征。截至5月，上市物企共发起13起收并购活动，涉及金额为95.77亿元，已经超过2020年全年的金额。物管公司也纷纷提出了较高的增长目标，行业并购整合提速，规模扩张在不断加快。物业并购加速的核心是：地产业务利润率的下滑、物业估值分化、物业公司上市门槛的提高。主要推荐，定位央企物管旗舰，物管业务稳健增长的龙头招商积余。

- **地产+商业：购物中心稳定现金流，规模拓展+精细化管理**

购物中心相较地产开发，有更加稳定的现金流，考验精细化的运营能力。新城控股、宝龙地产、华润万象等均提出了较高的购物中心发展目标，相较成熟的商业运营品牌，更具备成长性。

**投资建议：**推荐金地集团、万科A、保利地产、招商积余、苏宁环球，奥园美谷(社服覆盖)。

**风险提示：**大幅度收紧消费贷、按揭等居民杠杆，核心城市调控超预期严格，物业管理行业人工成本大幅提升，新业务拓展不及预期

## 目 录

第一部分、需求端韧性较强，供给端利润率未见改善.....	5 -
1、需求端销售韧性仍然较强 .....	5 -
1.1、今年 1-4 月销售端仍然保持较高韧性 .....	5 -
1.2、地产基本面大周期远未结束 .....	7 -
2、供给端利润率未见改善 .....	10 -
2.1、房企报表利润率明显下行 .....	10 -
2.2、集中供地下，土地成交溢价率仍然较高.....	11 -
2.3、拿地力度有所分化 .....	12 -
第二部分、“地产+X”正当时，开启转型元年.....	13 -
1、地产+医美:医美机构发生历史性变化，资本入局发展可期 .....	13 -
1.1、头部医美机构盈利能力趋势向上.....	13 -
1.2、资本入局加速行业整合，地产+医美发展可期 .....	17 -
2、地产+物业：跑马圈地规模为王，品质带来第二增长曲线 .....	19 -
2.1、物管公司收并购整合提速 .....	19 -
2.2、物业并购加速的核心是地产业务利润率的下滑 .....	20 -
2.3 推荐标的：招商积余 .....	21 -
3.地产+商业：稳定现金流业务 .....	21 -
第三部分、投资建议和风险提示 .....	25 -

## 图表目录

图表 1、2021 年商品房销售面积累计同比增速（%） .....	6 -
图表 2、2021 年商品房销售金额累计同比增速（%） .....	6 -
图表 3、主要房企 1-4 月销售金额同比较快增长 .....	6 -
图表 4、房地产开发投资完成额（亿元） .....	7 -
图表 5、房地产开发投资完成额当月值（亿元） .....	7 -
图表 6、房地产开发资金来源（亿元） .....	7 -
图表 7、房地产开发资金来源构成同比增速（%） .....	7 -
图表 8、新增个人住房贷款金额（万元） .....	8 -
图表 9、按揭贷款占总贷款比重下降 .....	8 -
图表 10、销售较好的省份居民贷款增速也较高（1-4 月,同比 2019 年） .....	9 -
图表 11、今年以来全国按揭利率有所提升（%） .....	9 -
图表 12、深圳、广州等城市按揭利率提升（%） .....	9 -
图表 13、2017 年前后按揭利率连续 24 个月上行（%） .....	10 -
图表 14、2017 年、2018 年地产基本面仍然超预期（%） .....	10 -
图表 15、主要房企毛利率有所下滑 .....	10 -
图表 16、主要房企净利润率有所下滑 .....	10 -
图表 17、集中供地下，核心城市土地成交溢价率并没有改善.....	11 -
图表 18、全国土地成交溢价率仍然保持较高水平（%） .....	11 -
图表 19、二线城市溢价率（%） .....	12 -
图表 20、三线城市溢价率（%） .....	12 -
图表 21、集中供地城市，房企拿地 TOP30.....	12 -
图表 22、三道红线下，各档房企拿地力度（拿地总金额/销售总金额） .....	13 -
图表 23、医美机构行业价值分布，营销费用占比 30%-50%.....	14 -
图表 24、百度竞价投产比下降，平台投产比提升.....	15 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图表 25、头部医美机构推广渠道占比中，平台大幅提升.....	15 -
图表 26、华韩整形销售费用率持续下降 .....	16 -
图表 27、华韩整形营业收入提升，而销售费用变化不大.....	16 -
图表 28、瑞丽医美销售费用率下降 .....	16 -
图表 29、利美康 2020 年销售费用下降 .....	16 -
图表 30、昊海生物玻尿酸注射产品价格下降（元/支） .....	17 -
图表 31、华熙生物注射用玻尿酸产品价格有所下降（元/ml） .....	17 -
图表 32、各类医美机构对比 .....	17 -
图表 33、2020-2021 发生多起中游医美机构收并购 .....	18 -
图表 34、今年以来物业行业大金额并购案例.....	20 -
图表 35、主要上市公司未来增长目标 .....	20 -
图表 36、中国人均购物中心 GLA 仍距发达地区有不少差距 .....	21 -
图表 37、中国境内奢侈品市场不断增长 .....	22 -
图表 38、到 2025 年中国将成为最大的奢侈品消费国.....	22 -
图表 39、华润置地购物中心数量保持稳步提升.....	22 -
图表 40、华润置地购物中心坚持布局一、二线城市.....	22 -
图表 41、华润置地在管重奢购物中心数量全国第一.....	23 -
图表 42、2020 年华润置地购物中心租金收入达到 100 亿元.....	23 -
图表 43、华润置地购物中心零售额达 738 亿.....	23 -
图表 44、华润置地历年出租率保持高位 .....	23 -
图表 45、疫情之下，2020 年下半年同店租金同比增长 15% .....	23 -
图表 46、疫情之下，2020 年下半年重奢零售额同比增长 52% .....	23 -
图表 47、2020 年投资物业收入同比增长 31% .....	24 -
图表 48、购物中心数量、面积稳步提升 .....	24 -
图表 49、重庆龙湖光年金沙天街 .....	24 -
图表 50、重庆龙湖光年 TOD 项目示意图 .....	24 -
图表 51、2021 年 Q1 实现商业运营总收入 19.2 亿元.....	25 -
图表 52、公司已开业吾悦广场数量快速增长（座）.....	25 -
图表 53、重点公司盈利预测与估值表（6 月 15 日） .....	26 -

## 报告正文

**地产+X正当时。**地产基本面韧性仍然较强，但是限价等政策割裂了基本面繁荣和开发商损益表，利润率持续受压，估值和市值均较低迷，而这一趋势可能在未来一段时间仍较难改变。因此，地产公司有很强的意愿进行+X业务的转变。当前业务转变不同于以往，转变背后有强大地产销售规模支撑，纵向和横向比较均不可同日而语，实力和资源禀赋很强的大房企也具备转变动力和决心；并且业务转变也有更好、更成熟，且资本市场较为认可的方向，比如医美、物业、商管等。

## 第一部分、需求端韧性较强，供给端利润率未见改善

**地产需求端韧性较强，供给端利润率未见改善。**当前地产行业投资面临的问题在于，地产需求端繁荣难以体现在房企损益表上。今年，房地产需求端销售韧性仍然较强，全国销售以及主要房企销售都实现不错增速。但是供给端拿地利润率仍未见改善，集中供地下土地市场竞争仍然激烈。

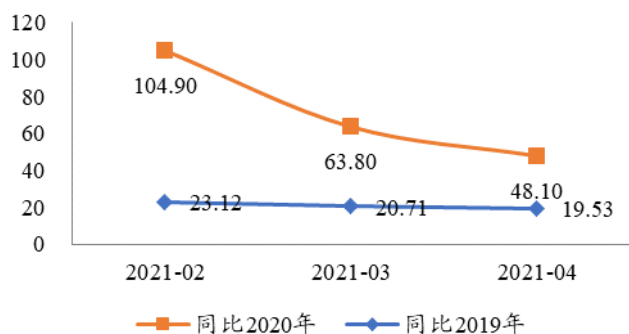
### 1、需求端销售韧性仍然较强

**需求端销售韧性仍然较强，地产基本面大周期远未结束。**1) 今年1-4月销售端仍然保持较高韧性。根据统计局的数据，2021年1-4月商品房销售金额5.36万亿，同比2020年增长68.2%，同比2019年增长37.0%。主要房企1-4月销售也取得较快增长。2021年1-4月万科销售金额同比2020年增长23%，同比2019年增长9%；保利同比2020年增长62%（同比2019年增长19%）；金地同比2020年增长123%（同比2019年增长100%）。2) 地产基本面大周期远未结束。经济不找到新的增长点，房地产大周期难改变。经济下行后，信用创造最大载体是房地产，衍生大周期。短期对于地产的金融压制政策和按揭利率上行等都难以改变基本面趋势。

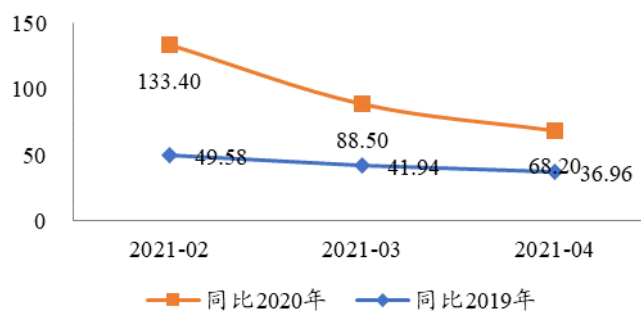
#### 1.1、今年1-4月销售端仍然保持较高韧性

**房地产销售韧性仍然较强。**2021年1-4月商品房销售面积5.03亿方，同比2020年增长48.1%，同比2019年增长19.5%；实现商品房销售金额5.36万亿，同比2020年增长68.2%，同比2019年增长37.0%。销售保持较强韧性。



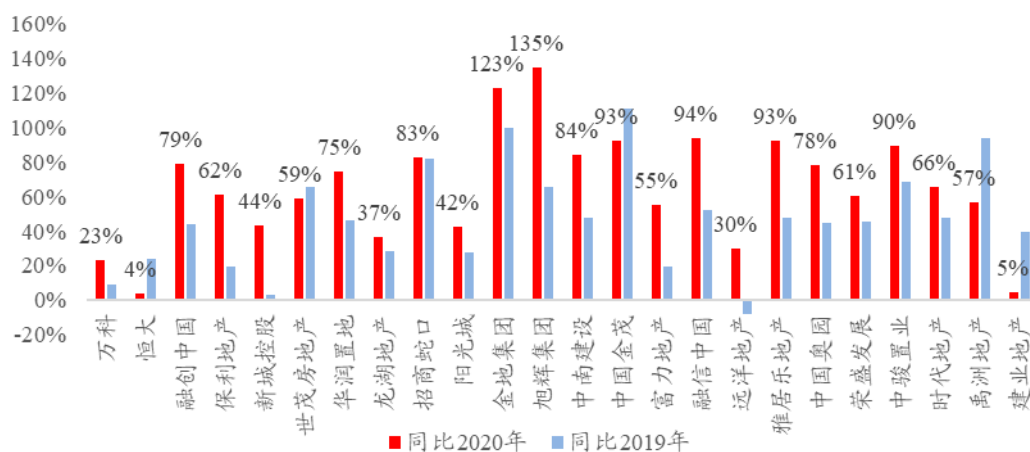
**图表 1、2021 年商品房销售面积累计同比增速 (%)**


资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 2、2021 年商品房销售金额累计同比增速 (%)**


资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

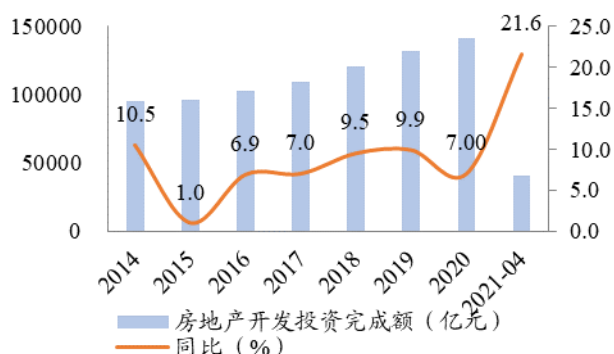
2021 年 1-4 月万科销售金额同比 2020 年增长 23%，同比 2019 年增长 9%；保利同比 2020 年增长 62%（同比 2019 年增长 19%）；金地同比 2020 年增长 123%（同比 2019 年增长 100%）。

**图表 3、主要房企 1-4 月销售金额同比较快增长**


数据来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

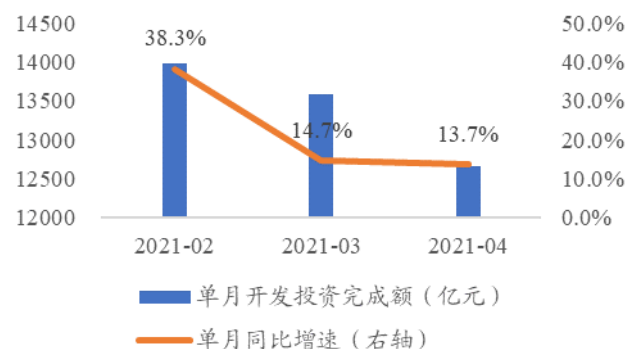
**房地产开发投资持续超预期。**2021 年 1-4 月房地产开发投资完成额 4.0 万亿元，同比 2020 年增长 21.6%，同比 2019 年增长 17.6%。其中，4 月单月房地产开发投资完成额 1.3 万亿元，同比 2020 年增长 13.7%，同比 2019 年增长 21.6%。

图表 4、房地产开发投资完成额（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

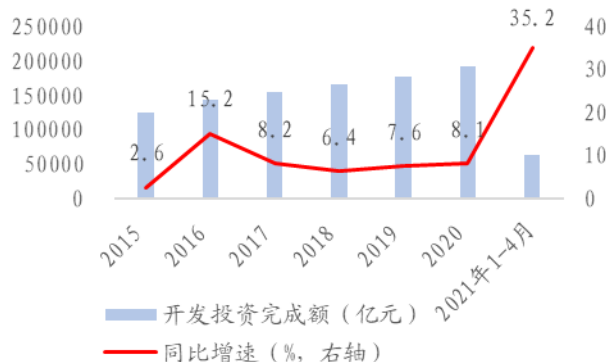
图表 5、房地产开发投资完成额当月值（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

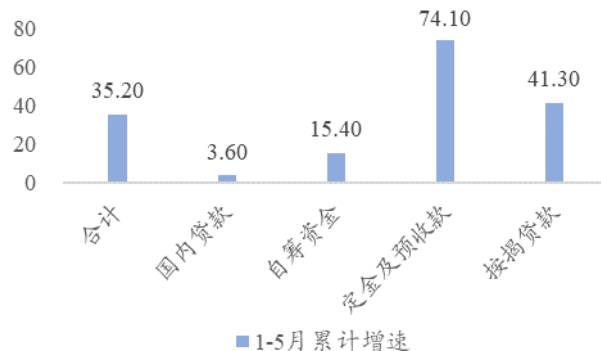
房地产开发资金来源持续增长，销售回款占比进一步提升。2021 年 1-4 月房地产开发资金来源 6.35 万亿元，同比 2020 年增长 35.2%，同比 2019 年增长 21.1%。其中，4 月单月房地产开发资金来源 1.6 万亿元，同比 2020 年增长 19.6%，同比 2019 年增长 18.9%。从结构上来看，销售回款占比进一步提升。1-4 月销售回款 3.5 万亿元，占资金来源 55.2%，2020 年全年占比 50.0%，2019 年全年占比 49.6%。具体来看，1-4 月国内贷款同比+3.6%，自筹资金同比+15.4%，定金及预收款同比+74.1%，按揭贷款同比+41.3%。此外，各项应付款同比+18.6%。

图表 6、房地产开发资金来源（亿元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、房地产开发资金来源构成同比增速（%）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、地产基本面大周期远未结束

大周期未结束，经济不找到新的增长点，房地产大周期难改变。经济下行后，信用创造最大载体是房地产，衍生大周期。短期对于地产的金融压制政策和按揭利率上行等都难以改变基本面趋势。

具体来讲，经济增长中枢下行从三个方面带来债务转移，即信用创造更依仗地产需求端，孕育了地产大周期：

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 1, 经济下行阶段, 企业部门降低融资需求, 国家的信用扩张依仗居民部门。
- 2, 经济下行阶段, 衍生金融自由化, 企业降低间接融资, 增加直接融资需求。
- 3, 经济下行阶段, 金融机构风险偏好下行, 更加偏好相对安全的按揭类贷款。

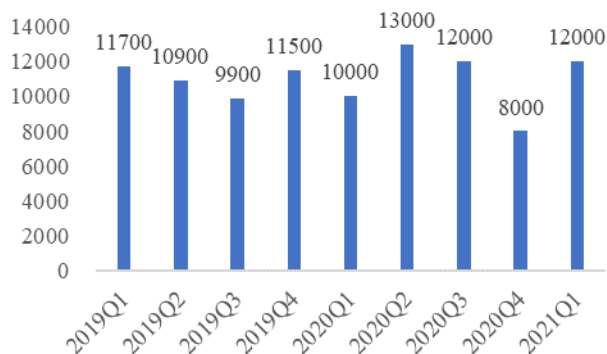
研究全球主要经济体发现, 不仅仅是中国出现了经济下行、地产上行现象, 几乎所有经济体均经历了经济下行带来的地产大周期。而这最核心原因就是债务扩张和债务转移。经济下行, 地产成为信用创造主要载体, 因为经济下行阶段, 企业融资需求不足、银行风险偏好下降、金融自由化, 居民杠杆率长期持续提升, 带来地产大周期。

短期对于地产的金融压制政策和按揭利率上行等都难以改变基本面趋势。贷款集中度管理对按揭有限, 且未来按揭主要依靠居民给居民加杠杆。

### (1) 贷款集中度管理等压制政策难以改变基本面趋势

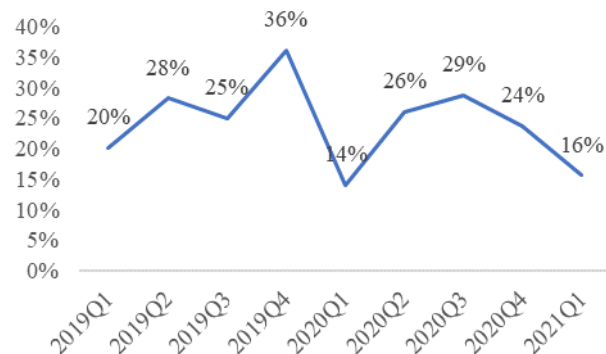
去年贷款集中度管理等金融压制政策并没有改变基本面趋势, 杠杆仍然在增加。2021 年一季度新增个人住房贷款 1.2 万亿, 2020 年一季度为 1.0 万亿, 2019 年一季度为 1.17 万亿。按揭贷款占总贷款比重来看, 确实有所下降, 2021 年一季度为 16%, 此前基本都在 20% 以上。但未来居民给居民加杠杆将贡献主要部分, 测算 2021 年按揭偿还金额将达到 4 万亿左右, 与这几年净新增规模持平, 这部分是不受政策干扰的。

图表 8、新增个人住房贷款金额 (万元)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、按揭贷款占总贷款比重下降



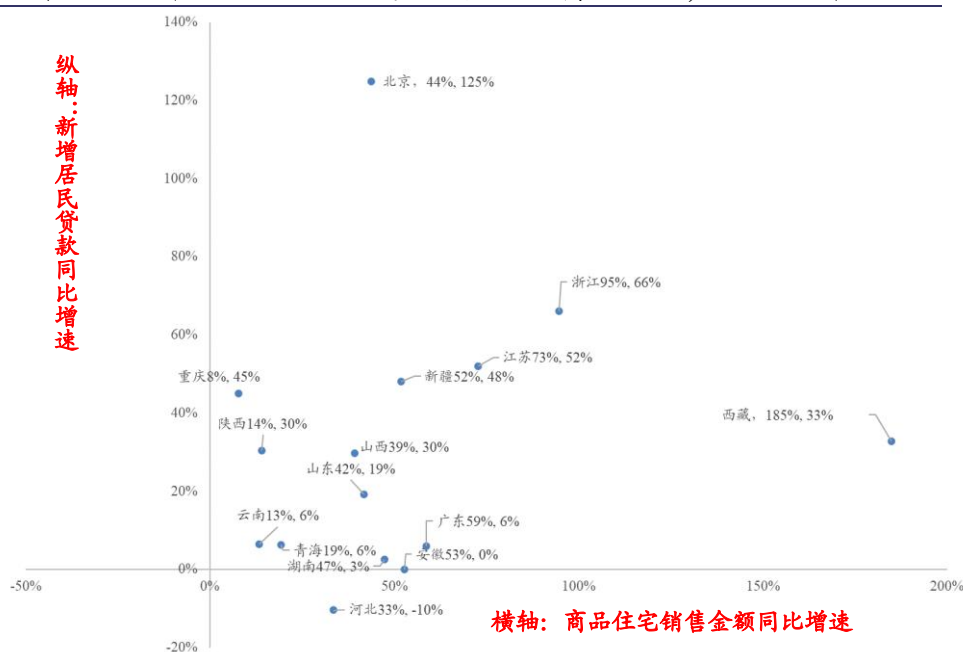
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

从省份的情况来看, 2021 年 1-4 月, 销售超预期省份, 居民杠杆也有较快增长 (同比 2019 年)。

浙江商品住宅销售金额增长 95%, 新增居民贷款增长 66%;  
 江苏商品住宅销售金额增长 73%, 新增居民贷款增长 52%;  
 新疆商品住宅销售金额增长 52%, 新增居民贷款增长 48%;  
 山东商品住宅销售金额增长 42%, 新增居民贷款增长 19%;  
 山西商品住宅销售金额增长 39%, 新增居民贷款增长 30%;

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



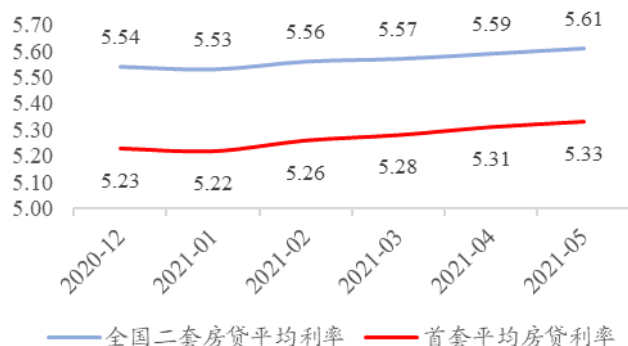
**图表 10、销售较好的省份居民贷款增速也较高（1-4 月,同比 2019 年）**


数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

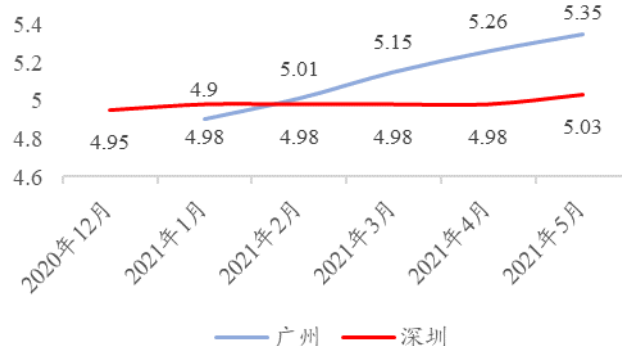
## （2）按揭利率上行也难以改变基本面趋势

近期一些核心城市按揭利率上行，但我们判断影响不大。2016 年 11 月开始，全国首套房按揭贷款利率连续 24 个月上行，基本面仍然超预期。

目前按揭利率有所上行。2021 年 5 月，全国首套房按揭利率 5.33%，较去年年底上升 10bp。具体城市来看，5 月广州年内第三次上调房贷利率，首套房按揭利率上调至 5.35%，二套房按揭利率上调至 5.6%，较 2020 年末分别上升 21BP 和 16BP；5 月深圳首套房按揭利率上升至 5.03%，二套房按揭利率上升至 5.6%。杭州、宁波、苏州等城市跟进上调，核心城市按揭利率进入上升通道。

**图表 11、今年以来全国按揭利率有所提升（%）**


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 12、深圳、广州等城市按揭利率提升（%）**


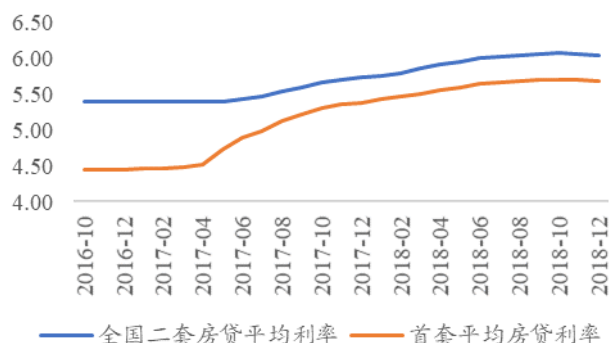
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

按揭利率上行对基本面影响有限。2016 年 11 月到 2018 年 10 月，全国首套房按揭利率连续 24 个月上行，但是地产基本面仍然超预期。2018 年 10 月全国首套房

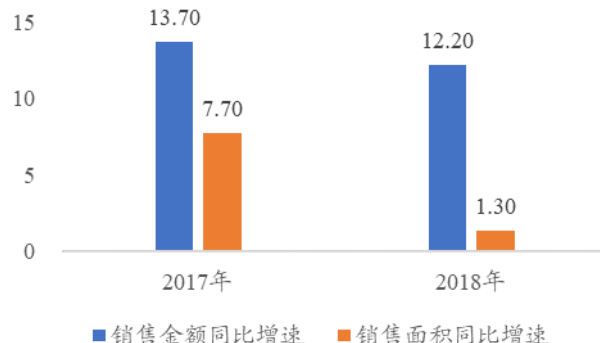
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

按揭利率 5.71%，较 2016 年 10 月上升 127bp，连续 24 个月持续上行。2017 年、2018 年地产基本面仍然超预期。

图表 13、2017 年前后按揭利率连续 24 个月上行 (%)



图表 14、2017 年、2018 年地产基本面仍然超预期 (%)



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

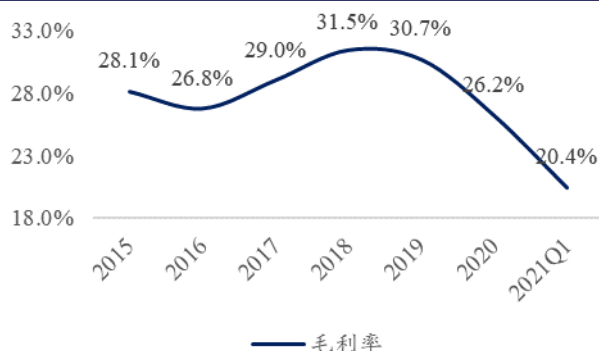
## 2、供给端利润率未见改善

供给端利润率未见改善。1) 房企报表利润率明显下行。2020 年、2021 年 Q1，主要房企毛利率分别为 26% 和 20%，较 2019 年分别下降 5 个百分点和 11 个百分点。2) 集中供地下，土地成交溢价率仍然较高。从已完成首批供地的城市来看，核心城市集中供地下溢价率并没有改善，甚至有所提升，土地市场竞争仍然激烈。

### 2.1、房企报表利润率明显下行

在限价政策和土地价格提升情况下，行业利润率整体承压。2020 年、2021 年 Q1，主要房企毛利率分别为 26% 和 20%，较 2019 年分别下降 5 个百分点和 11 个百分点，净利率为 11% 和 5%，较 2019 年分别下降 1 个百分点和 7 个百分点。

图表 15、主要房企毛利率有所下滑



资料来源：wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 16、主要房企净利率有所下滑



资料来源：wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、集中供地下，土地成交溢价率仍然较高

在当前集中供地下，重点城市土地市场仍然呈现较高热度。从已完成首批供地的城市来看，核心城市集中供地下利润率并没有改善，甚至有所提升。广州集中供地溢价率 11.7%，2020 年 8.7%；深圳 30.9%，2020 年 23.2%；杭州 26.1%，2020 年末 22.0%；重庆 38.8%，2020 年 7.6%。集中供地下，核心城市土地溢价率并没有改善。

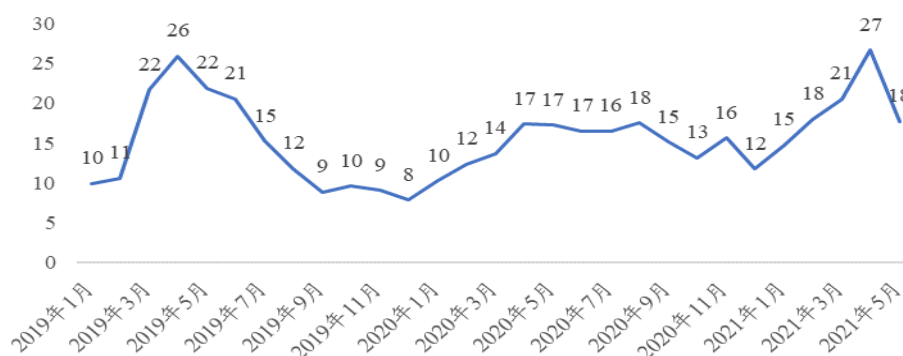
图表 17、集中供地下，核心城市土地成交溢价率并没有改善

序号	城市	2018	2019	2020	2021Q1	集中供地
1	北京	15.40%	10.40%	15.00%	14.80%	7.10%
2	广州	4.00%	7.00%	8.70%	12.90%	11.70%
3	深圳	24.80%	34.90%	23.20%	0.00%	30.90%
4	福州	14.20%	18.60%	24.70%	24.30%	20.00%
5	杭州	26.90%	16.70%	22.00%	28.90%	26.10%
6	厦门	9.40%	18.30%	20.20%	0.00%	29.40%
7	沈阳	26.10%	18.20%	14.20%	0.00%	10.20%
8	无锡	10.50%	11.80%	18.80%	16.90%	12.40%
9	长春	4.80%	2.80%	4.50%	0.00%	3.40%
10	重庆	12.50%	12.50%	7.60%	14.50%	38.80%
11	南京	6.70%	17.00%	11.50%	11.50%	18.15%
12	青岛	2.50%	1.00%	0.20%	0.00%	1.90%
13	天津	3.80%	7.10%	4.10%	10.30%	10.60%
14	苏州	10.45%	12.84%	7.50%	8.73%	6.81%
15	成都	12.84%	15.07%	14.47%	9.92%	7.39%
16	济南	3.00%	7.08%	3.35%	0%	12.24%
17	宁波	17.01%	22.53%	27.20%	30.32%	25.06%
18	郑州	11.19%	5.92%	5.86%	8.12%	10.69%
19	长沙	13.68%	6.18%	9.02%	5.43%	7.27%
20	合肥	68.96%	53.42%	22.20%	24.08%	27.36%
平均		14.94%	14.97%	13.22%	11.04%	15.87%

资料来源：wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

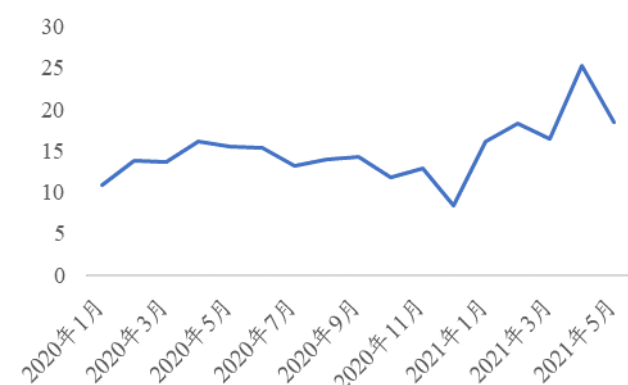
从全国层面来看，土地市场溢价率也保持较高水平。2021 年 5 月土地成交溢价率 18%，处于较高水平，而 4 月甚至达到 27%，3 月末 21%，2020 年最高水平为 18%，土地市场竞争仍然激烈。

图表 18、全国土地成交溢价率仍然保持较高水平（%）



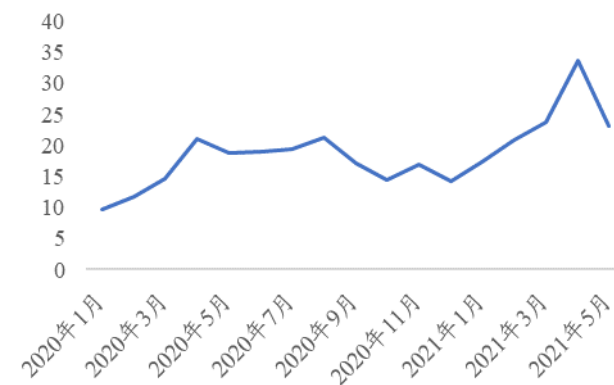
数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19、二线城市溢价率 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20、三线城市溢价率 (%)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、拿地力度有所分化

从首批集中供地和三道红线以来房企拿地表现来看,拿地力度有所分化,一方面,国企央企和区域深耕房企在集中供地中表现出一定优势;另一方面,绿档房企表现相对较好。

从目前完成集中供地的城市来看(截至6月11日),国企央企和区域深耕房企表现出一定优势。在集中供地20城中,拿地总金额TOP10房企中,有6家具备国企央企背景。其中越秀深耕广州、融信深耕杭州,在集中供地中也表现出一定优势。

图表 21、集中供地城市,房企拿地TOP30

排名	企业名称	土地数量(宗)	总规划面积(m²)	拿地总价(亿元)	拿地楼面均价(元/m²)
1	融创中国	46	5754075	748	13016
2	招商蛇口	15	2518126	437	15135
3	华润置地	12	2978249	387	11969
4	万科	22	2997693	306	10456
5	保利地产	19	2299982	287	11296
6	越秀地产	12	2107179	277	12502
7	卓越置业	6	1015505	261	22725
8	融信中国	10	1019719	250	21646
9	金地集团	15	1955646	245	11566
10	龙湖集团	17	2771909	237	9048
11	绿城中国	12	1529669	235	15345
12	滨江集团	6	659043	199	27642
13	厦门国贸	3	745226	193	26185
14	中交地产	6	1113089	187	14766
15	正荣地产	9	898181	183	18999
16	中海地产	9	857334	160	14875
17	建发房产	11	824341	156	18952
18	中骏集团控股	4	1308641	153	11397
19	华侨城	5	944118	133	15048
20	新城发展控股	8	991744	129	13806

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

21	首开股份	6	603258	125	19560
22	城建发展	3	303250	119	38439
23	中冶置业	3	395413	110	27920
24	中国金茂	4	689936	106	15306
25	中国铁建	9	1686873	106	6157
26	德信中国	6	695561	102	13022
27	龙光集团	4	476470	97	20333
28	新希望地产	5	893099	87	10515
29	旭辉集团	7	823435	82	9966
30	大华集团	7	751058	80	10696

资料来源：中指，兴业证券经济与金融研究院整理

三道红线下，绿档房企拿地相对积极。三道红线下，各档房企拿地力度均有一定程度下降，但绿档房企拿地力度相对受影响较小，保持在较高水平，而橙档和红档房企拿地力度处于较低水平。

图表 22、三道红线下，各档房企拿地力度（拿地总金额/销售总金额）

类型	2018	2019	2020	2021 年 1-5 月
绿档	51%	41%	41%	35%
黄档	46%	36%	35%	20%
橙档	29%	28%	34%	15%
红档	21%	21%	17%	9%

资料来源：中指，兴业证券经济与金融研究院整理

注：红橙黄绿四档根据 2020 年年报数据计算

## 第二部分、“地产+X”正当时，开启转型元年

**地产+X 正当时。**当前时间点，地产公司有很强的意愿进行+X 业务的转变。当前业务转变不同于以往，转变背后有强大地产销售规模支撑，纵向和横向比较均不可同日而语，实力和资源禀赋很强的大房企也具备转变动力和决心；并且业务转变也有更好、更成熟，且资本市场较为认可的方向，比如医美、物业、商管等。

### 1、地产+医美:医美机构发生历史性变化，资本入局发展可期

现阶段医美机构行业正发生历史性变化，行业整合者即将到来：1）头部机构盈利能力趋势性向上；2）资本入局加速行业整合，地产+医美发展可期。奥园美谷、苏宁环球等具备雄厚资金实力的地产公司通过收并购切入医美机构赛道，有望成为行业整合者。

#### 1.1、头部医美机构盈利能力趋势向上

头部医美机构利润率正在发生趋势性上行，主要因（1）营销费用率下降；（2）药品等采购价格下降。根据艾瑞咨询报告，2019 年医美机构行业价值链中，营销费用占比 30%-50%，药品器械占比 10-20%，这两部分合计占据医美机构价值链



40%-70%。尤其是高企的营销费用，导致医美机构行业毛利率可以达到 50%-60%，但净利润率只在 10% 左右。而我们发现，头部医美机构营销费用率和药品采购成本都在改善，利润率趋势性上行。

### 1， 头部医美机构营销费用率下降。

根据我们广泛草根调研，存在两种情况，1) 医美机构营销成本绝对金额下降；2) 营销成本仍然增长，但增速慢于营业收入增长。总而言之，最终体现为营销费用率的下降。

头部医美机构营销费用率的下降，是成本端和收入端共同作用的结果。在成本端，改善的主要原因在于：广告投放结构优化，投入产出比提升；老客占比提升，广告需求减少。在收入端，改善的主要原因在于：供给侧改革，头部医美机构客户自然增多。

图表 23、医美机构行业价值分布，营销费用占比 30%-50%



数据来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

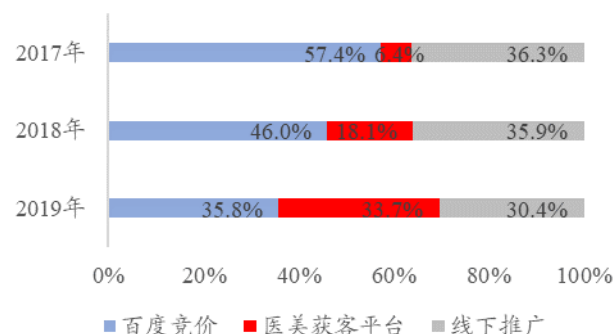
#### （1）成本端：营销渠道优化+老客占比提升

**营销渠道优化，投入产出比提升。**新氧、美团、微博、微信等新型营销方式获客成本低，医美机构优化广告投入结构，降低营销费用率。具体来看，在医美获客平台投放的占比由 2017 年的 4% 提升至 19 年的 34%，百度竞价占比由 17 年的 57% 降到 36%，考虑百度竞价的获客成本在 4000 元以上，而医美平台获客不到 2000 元，获客成本优化有利于打开利润空间。

**头部医美机构老客占比提升，广告需求减少。**头部医美机构随着运营时间的增加，前期积累的老客越来越多。轻医美等复购率高的项目出现。由流量转为深耕会员。

**图表 24、百度竞价投产比下降，平台投产比提升**
**图表 25、头部医美机构推广渠道占比中，平台大幅提升**


数据来源：德勤《中国医美市场趋势洞察报告》-图：头部医美机构线上渠道获客成本及投产比，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：德勤《中国医美市场趋势洞察报告》-图：头部医美机构推广渠道投放占比，兴业证券经济与金融研究院整理

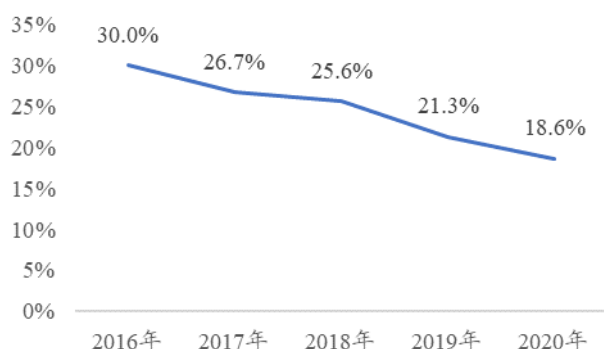
### (2) 收入端：供给侧改革，头部医美机构客户自然增多

行业正在发生供给侧改革，疫情冲击和监管趋严，加速小机构倒闭和客户回流。疫情冲击一方面加剧中小医美机构倒闭，另一方面出境消费受限，消费回流，优先选择头部医美机构。此外，监管趋严后，客户自然向头部集中。因而，去年头部医美机构均实现了营收的快速增长，如华韩整形 20 年实现营收 8.9 亿，同比+10%，净利润 1.2 亿，同比+44%；奥园美谷旗下连天美 20 年实现营收 4.9 亿，同比+5%，净利润 0.8 亿，同比+356%。

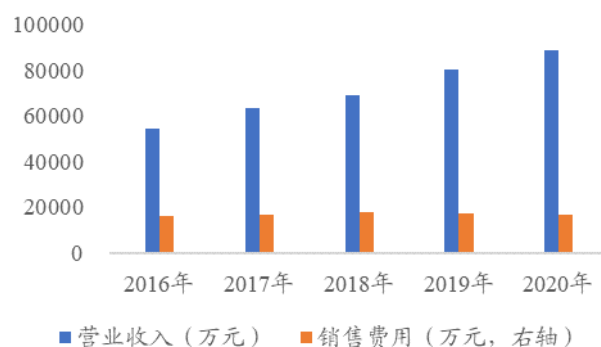
### (3) 我们也确实观察到，上市医美机构如华韩整形、瑞丽医美、利美康等营销费用率出现改善。

**华韩整形：**2020 年华韩整形销售费用率为 18.6%，较 2016 年的 30.0% 下降了 11.4 个百分点，主要受益于规模效应和广告投放结构优化。营业收入从 2016 年的 5.4 亿元提升至 2020 年的 8.9 亿元，营收快速提升但广告费变化不大，保持在 1.05-1.20 亿元/年。一方面是由于公司区域深耕和规模扩大，广告投放效率提升。另一方面，由于公司调整了广告投放结构，增加线上营销的比例，使得广告费从 18 年的 1.18 亿元下降至 20 年的 1.09 亿元。

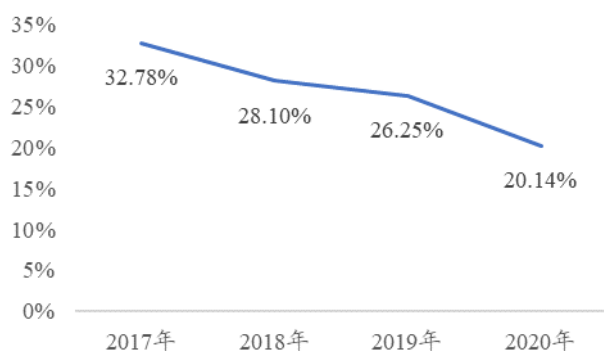
**瑞丽医美、利美康：**瑞丽医美 2020 年销售费用率 20.14%，较 2017 年的 32.78% 下降 12.64 个百分点；利美康 2020 年销售费用率同比下降 19.3%，主要因为营销策略的改变。公司全员营销加大，员工自发利用新媒体如微视频、抖音、直播等互联网科技推送医院项目和专家医生，降低了以往年度同期推送费用和广告费。

**图表 26、华韩整形销售费用率持续下降**


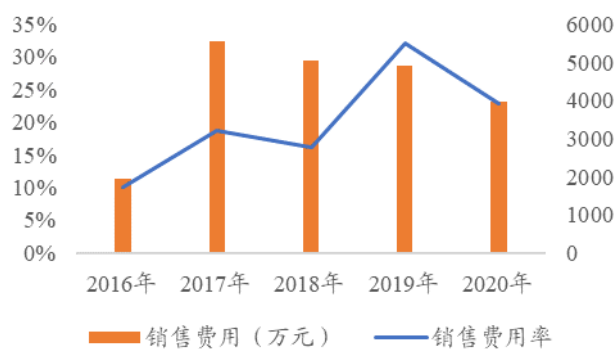
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 27、华韩整形营业收入提升，而销售费用变化不大**


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 28、瑞丽医美销售费用率下降**


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 29、利美康 2020 年销售费用下降**


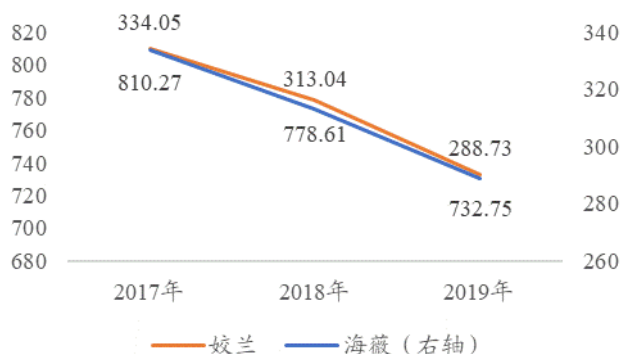
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、头部医美机构采购成本下降

从玻尿酸产品端看，部分同质化竞争激烈的玻尿酸产品单价已呈下降趋势。比如华熙生物（润百颜、润致）、昊海生科（海薇）销售单价已呈下降趋势，分别从17年的426元/360元下降至19年的290元/289元。

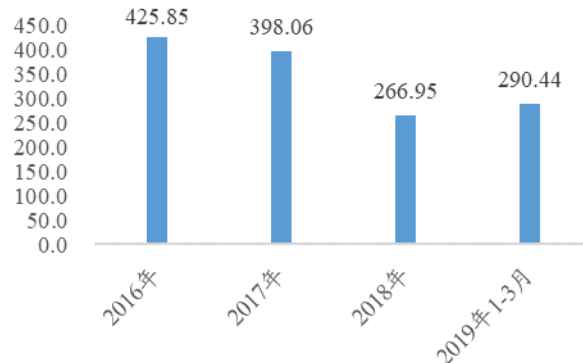
虽然一些产品价格下降不明显，但是对于头部医美机构来说，采购量大，价格优势也有明显优势。比如爱美客旗下嗨体作为独家获批的颈纹填充产品、宝尼达作为长效面部填充产品，在市场中同类竞品较少，销售单价保持相对坚挺。但是爱美客“根据客户的采购量给予价格折让，折让比例随采购量提高而逐级增加”，因此也有一定集采优势。

图表 30、昊海生物玻尿酸注射产品价格下降（元/支）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31、华熙生物注射用玻尿酸产品价格有所下降(元/ml)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：以“润百颜”、“润致”品牌境内销售产品（不含 0.5ml 规格产品）单价进行比较分析。

## 1.2、资本入局加速行业整合，地产+医美发展可期

医美机构行业仍处于发展初期，资本进入将加速行业整合。奥园美谷、苏宁环球等具备雄厚资金实力的地产公司通过收并购切入医美机构赛道，有望成为行业整合者。

### 1、行业仍处于发展初期，竞争格局高度分散，资本入场将加速行业整合发展

当前医美机构行业竞争格局高度分散。目前我国医美机构集中度偏低，且非正规机构多，全国机构 CR5 不及 10%。且行业以中小型机构为主，规模 500-3000 平米规模的医美机构占比 70-75%，大体量的医美机构仅仅占比 6-12%。

资本入场加速行业整合与发展。2015 年以来，大量资本开始布局医美行业加速行业进程。而 2020 以来中游医美机构发生多起收并购，此前由于疫情现金流出现问题的医美医院亟需资金注入，成为收并购的窗口期，医美赛道更加受到资本市场关注。我们认为，资本入场一方面有利于整合行业优势资源，实现行业规模化发展，提升集中度；另一方面也有利于改善以往行业乱象，将行业以莆系为主相对原始的家族经营模式脱离出来，运营更规范。

图表 32、各类医美机构对比

类型	占比	特点
大体量	6-12%	代表机构：美莱、艺星、伊美尔、朗姿、丽都整形、华韩整形 机构特征：多为连锁机构，且同时拥有大中型医院、门诊部、诊所等多种形态的医疗美容机构。其中大型医美机构通常在 3000 平米以上，全职主诊医生 10-15 位，客流量 50-200 个/天。
中小型	70-75%	代表机构：北京长虹、四川华美紫馨、上海薇琳、成都西婵、杭州时光等 机构特征：包括医院和门诊部两种形式；规模约在 500-3000 平米之间，全职主诊医生 3 位左右，助手 6 位；客流量 20-100 个/天。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 17 -

小微型	16-22%	代表机构：“合规”诊所约 10000+ 家，“黑”诊所也通常出现在这类机构 机构特征：包括门诊部和诊所两种形式；规模在 500 平米以下，主诊医生 1 位，助手 2-3 位；客流量 10-30 个/天。
-----	--------	--

数据来源：艾瑞咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 33、2020-2021 发生多起中游医美机构收并购**

公司	方式	标的
朗姿股份	并购	四川米兰柏羽医学美容有限公司、深圳米兰柏羽医学美容公司、四川晶肤医学美容门诊部
鹏爱医美	并购	西安新鹏爱悦己医疗美容门诊部有限公司；靓颜医疗集团；上海铭悦医疗美容门诊部有限公司
金发拉比	投资	广州韩妃医院
杭州连天美	收购 55% 股权	杭州连天美

数据来源：德勤，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、地产公司资金实力雄厚，通过收并购快速整合资源，有望成为行业龙头

### (1) 奥园美谷：

**奥园入主，进军医美赛道，转型坚决。**2020 年 4 月，中国奥园以 11.60 亿元的对价现金收购京汉股份 29.30% 的股权；6 月，完成过户；7 月，新一届董监高产生；11 月，更名“奥园美谷”并召开品牌焕新暨战略发布会，进军医美赛道；2021 年 3 月，收购头部医美服务企业连天美，由下游医美机构切入产业链；4 月，与暨源生物、肌源医药、KD Medical、赛诺秀、美丽妈妈签订战略合作协议，布局医美产品端。

**从医美服务端出发，以医生、流量、耗材/器械为医美服务端赋能，战略清晰。**(1) 医生端：今年收购 2-3 家大型医美医院，积累精细化运营管理经验，在医美消费端打造消费者信任的医美服务品牌(2) 流量端：包括但不限于与医美获客 APP、MCN 平台合作，绑定医生、流量、器械(3) 耗材端：医美家用化产品研发、上游头部耗材机构深入布局。

**2021 年 3 月收购优质医美机构标的连天美，完善医美下游布局第一环。**连天美以①在杭州地区与标杆医美机构杭州整形医院齐名的品牌力、②70 余名优质医生+近百名护士组成的专业医生团队、③丰富的产业链资源和④标准化运营管理能力的优势实现三年业绩不断提升，从 2018 年 764 万元利润提升至 2020 年 8055 万元，年复合增速为 2.2 倍。未来公司有望通过多种合作方式切入产品端，从而享行业确定性增长红利。未来公司有望切入产品赛道，1) 享有产品赛道更高的确定性增长，2) 和可能形成的连锁化下游机构形成强有力的产业链联动。

### (2) 苏宁环球：

**房地产业务为公司转型升级奠定基础：**

- **公司土地储备相对优质。**截至 2020 年末，公司土地储备约 195.7 万方，83.8%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



位于南京（164.07 万方），其余主要位于上海、西安和宜兴，土储相对优质。

- **储备项目利润率较高。**2020 年公司地产业务毛利率为 62.85%，近 3 年毛利率均在 60%以上。公司土储获取时间早成本低，储备项目利润较高。最主要的威尼斯水城项目 2020 年末未开发面积 112.82 万方，若参考已竣工的威尼斯水城 19 街区项目，成本约 6752 元/平，售价 21000 元/平，利润空间较丰厚。
- **有一定资金实力支持转型。**公司保持一定销售规模，2020 年公司实现销售金额 14.95 亿元，销售面积 9.49 万方，全年房地产业务结算金额 37.9 亿元。公司每年稳定实现 10 亿元左右的净利润，20 年底还有可分配利润 44.85 亿元，而公司近年来地产投资较少，公司有一定资金实力支持医美转型。

**公司较早转型医美，已取得一定进展：**

- **较早转型医美，已拥有 5 家医疗美容医院，积累近 6 年医美运营经验。**2016 年，公司开展医美转型工作，通过收并购快速切入医美机构产业。1）与大股东共同设立 50 亿元镇江医美产业基金，公司持股 45%。2016 年通过产业基金成功收购北京、无锡、唐山、石家庄 4 家医疗美容医院；2）与头部医疗美容集团韩国 ID 健康产业集团设立合资公司，公司持股 60%，合资公司 2017 年收购上海天大医院 90% 股权，拥有较稀缺“面部骨骼轮廓整形技术”资质。
- **公司医美业务目前仍处于亏损状态，但 20 年产业基金投资力度不断加大。**根据公司披露，公司医美业务仍亏损。但当前公司看好医美产业发展前景，20 年产业基金投资力度不断加大，20 年追加 4.5 亿元。

## 2、地产+物业：跑马圈地规模为王，品质带来第二增长曲线

### 2.1、物管公司收并购整合提速

行业并购整合提速，跑马圈地旨在规模扩张。今年上半年物管公司整合体现出：并购金额大、被并购企业实力强的特征。截至目前，上市物企共发起 13 起收并购活动，涉及金额为 95.77 亿元，已经超过 2020 年全年的金额。物管公司也纷纷提出了较高的增长目标，行业并购整合提速，规模扩张在不断加快。

**图表 34、今年以来物业行业大金额并购案例**

时间	收购方	被并购方	股权比例	金额 (亿元)	被并购方情况
2021 年 1 月	合景悠活	雪松智联	80.0%	13.16	业务覆盖 17 个省份,在管面积达到 8600 万方
2021 年 1 月	恒大物业	浙江亚太酒店	100.0%	15.00	综合实力排行第 54 名,在管面积超过 8000 万方,拥有 33 个城市公共服务项目
2021 年 3 月	龙湖物业	亿达服务	100.0%	12.73	深耕产业园区物业,有超过 20 年的经验,在管面积 1664 万平方米。
2021 年 3 月	碧桂园服务	蓝光嘉宝	65.0%	49.64	上市物业公司,行业排名前 20。
2021 年 4 月	融创服务	彰泰服务	80.0%	8.00	广西地区领先地位的综合性物业管理服务提供商,合约面积 2478 万方,在管面积 1197 万方
2021 年 4 月	世茂服务	深圳深兄环境	67.0%	5.06	深圳城乡环卫一体化服务公司,在管项目 57 个

数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 35、主要上市公司未来增长目标**

公司名称	业绩增长目标
碧桂园服务	2025 年实现千亿营收
恒大物业	单月拓展面积不低于 3000 万平米,2021 年合约面积不低于 8 亿平,在管面积突破 6 亿平
绿城服务	5 年营收增长 5 倍
新城悦服务	2023 年归母净利达到 2020 年的 3 倍
世茂服务	3 年营收增长 5 倍
华润万象生活	2025 年物管在管面积达到 4 亿方,其中 50%来自非置地,5 年外拓 50 个购物中心,购物中心在营达 150 个,
新大正	2025 年营收较 2020 年上涨 360%,净利润上涨 280%
中海物业	在管面积、营收、净利润等主要指标 5 年内复合增长率不低于 30%
金科服务	5 年营收增长 10 倍

数据来源:各家公司公开业绩发布会、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、物业并购加速的核心是地产业务利润率的下滑

地产行业竞争格局的加剧,推动了物业子公司的并购整合。在三道红线、贷款集中度管理、集中供地等供给端政策的影响下,民营房企及中小型房企融资困难,加大销售回款、出售物业子公司是降低杠杆的主要方法。因此行业出现较多出售下属物业公司获取现金流的案例。

物业估值分化,中小物管公司估值降低,使得并购估值更为合理。2020 年下半年以来,物管公司估值分化明显,龙头公司因为规模领先、增速确定性强等优势,均获得较高的估值;而部分中小物管公司,由于上市后增长乏力、集团资源倾斜较少,导致市盈率下滑明显,部分市盈率甚至低于 10 倍。更趋合理的估值水平,为行业的并购创造了条件。

物管企业上市门槛提高。自 2021 年 7 月起,港交所提高企业上市资格门槛,股东

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

应占盈利的最低要求提高,业绩纪录期最近一个财政年度由 2000 万港元增值 5000 万港元,前两个财政年度则由 3000 万港元增至 7500 万港元。上市门槛的提高,导致部分中小物管公司短期难以获得资本青睐,转让部分股权可能是一个选择。

### 2.3 推荐标的：招商积余

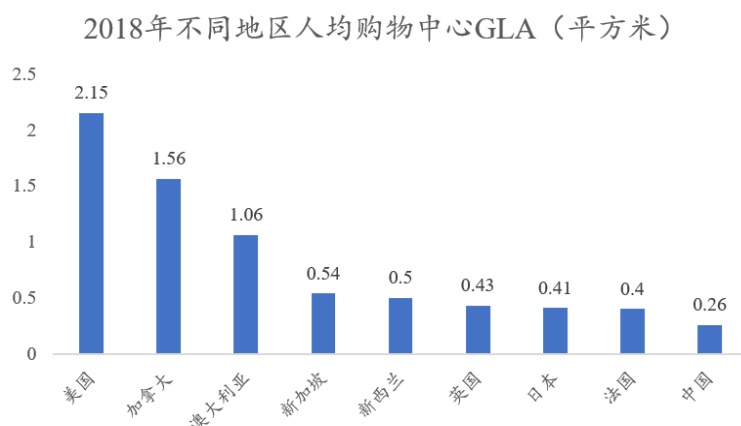
定位央企物管旗舰,物管业务稳健增长。2021 年 Q1 公司实现物管营收 20.4 亿元,同比增长 26.5%,物管毛利率 10.2%;中航物业+招商物业合计实现净利 1.25 亿元,净利率 6.1%。分业态看,公司在非住物业领域实力突出,一季度非住物业营收占基础物业营收的 70%,去年全年占比为 68%。同时,公司一季度拓展频频发力,根据官网披露,公司接连中标福建医科大学滨海院区、北京师范大学、良品铺子大厦、山东省肿瘤医院质子研究院等多种业态项目,在非住领域外拓实力突出。

资管业务运营恢复常态,有望与控股股东实现战略协同。2021 年 Q1 公司资管业务实现营收 1.3 亿元,同比增长 42.5%,其中商业运营实现营收 1000 万,同比增长 74.4%;持有型物业出租及经营营收 1.2 亿元,同比增长 40.4%。资管业务 20 年受疫情影响较大,但目前经营基本恢复常态。结合 20 年 12 月以来蛇口已有商管资源快速注入公司、21 年 3 月控股股东招商蛇口“双百计划”、21 年 4 月新聘任商管经验丰富的袁嘉骅为公司董事等,公司商业运营有望与控股股东形成战略协同,未来发展潜力十足。

## 3.地产+商业：稳定现金流业务

商业地产空间广阔,绑定消费趋势的稳定现金流业务。从人均购物中心面积的角度来看,中国目前仍距发达国家有不少差距,未来仍有巨大提升空间。同时购物中心作为消费的重要载体,在人均可支配收入、城镇化率不断提高的大背景下,将进一步助推购物中心行业的持续繁荣。

图表 36、中国人均购物中心 GLA 仍距发达地区有不少差距



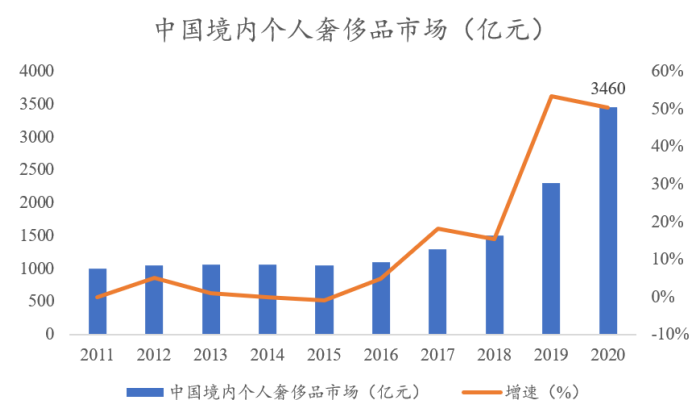
数据来源：ICSC, Shopping Centre Council of Australia, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 21 -

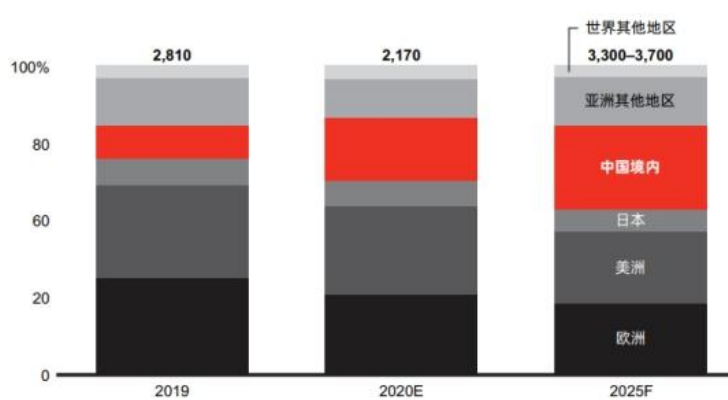
奢侈品需求巨大，2025 年中国将成为全球最大的奢侈品消费国。短时间内奢侈品消费线下的属性难以改变，同时由于重奢购物中心的稀缺性，飞速增长的奢侈品市场也将直接带来高端商业地产的收入增长。

图表 37、中国境内奢侈品市场不断增长



数据来源：贝恩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38、到 2025 年中国将成为最大的奢侈品消费国



数据来源：弗若斯特沙利文，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1、华润置地：坚持高品质商业定位，疫情之下凸显运营能力。

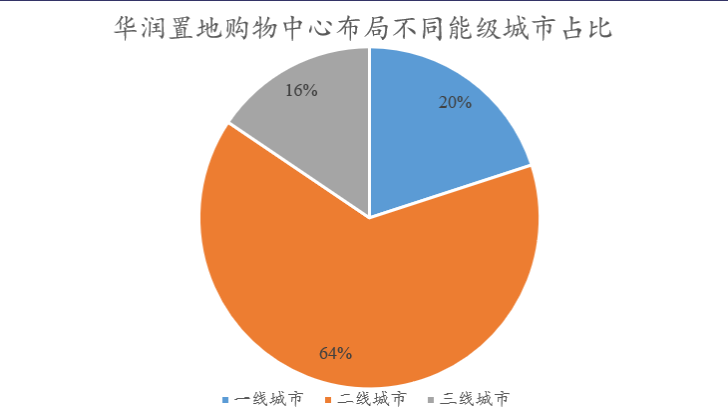
2020 年末，公司共开业 45 座购物中心，项目坚持布局一、二线以及强三线城市，其中重奢购物中心数量更是位列全国第一。2020 年购物中心租金收入首次突破 100 亿元，同比增长 7.2%，零售额达 738 亿元，同比增长 14.3%，出租率达 94.7%。各项指标均位于行业头部。截止 2021 年 4 月，公司累计租金收入达 55.5 亿元，同比增长 87.9%（同期因疫情存在减免租）。

图表 39、华润置地购物中心数量保持稳步提升

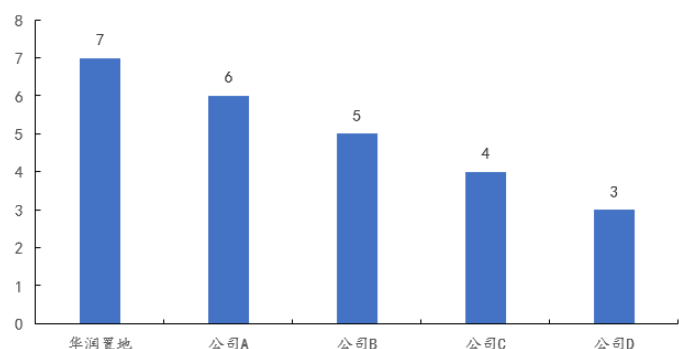


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

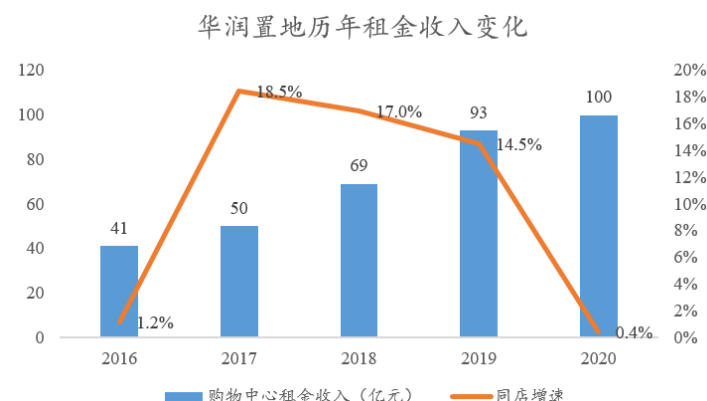
图表 40、华润置地购物中心坚持布局一、二线城市



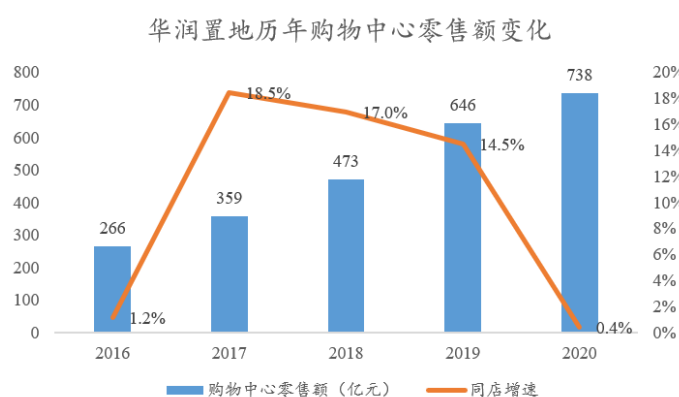
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 41、华润置地在管重奢购物中心数量全国第一**


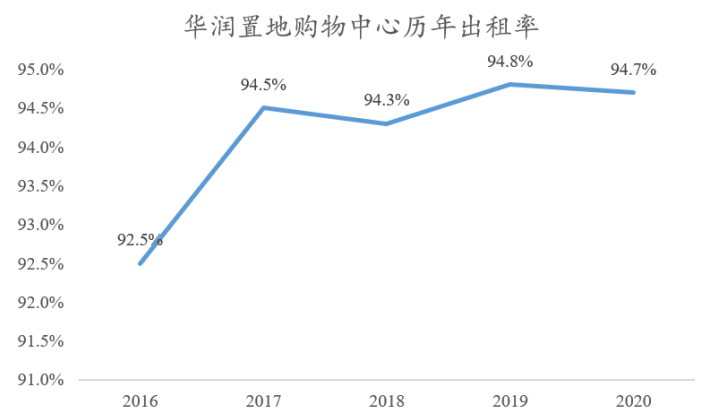
数据来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 42、2020 年华润置地购物中心租金收入达到 100 亿元**


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 43、华润置地购物中心零售额达 738 亿**


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

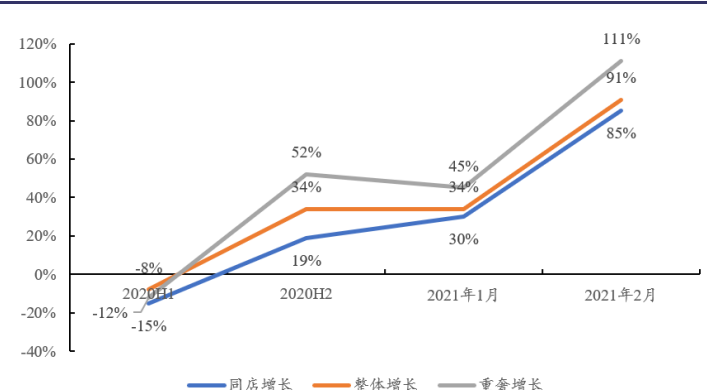
**图表 44、华润置地历年出租率保持高位**


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

疫情之下，购物中心各项指标恢复迅速，凸显运营能力优秀。2020 年下半年公司租金、零售额分别同比增长 26%、34%，同店增长分别为 15%、19%。受到疫情旅游限制的影响，2020 年下半年所持有的重奢购物中心零售额同比增长 52%。

**图表 45、疫情之下，2020 年下半年同店租金同比增长 15%**


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**图表 46、疫情之下，2020 年下半年重奢零售额同比增长 52%**


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

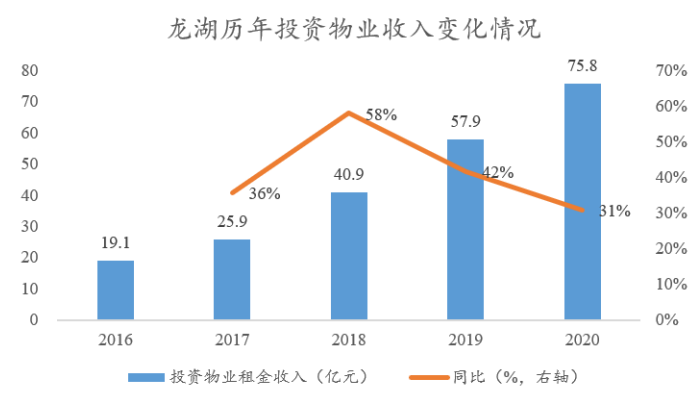
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 2, 龙湖地产: 购物中心数量稳步提升, TOD 项目经验积淀深厚

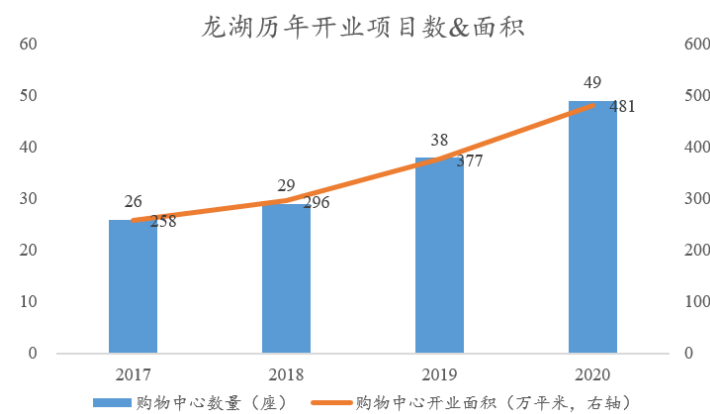
公司 2020 年投资物业租金收入达 75.8 亿元, 同比增长 30.9%, 其中购物中心租金收入实现 58.2 亿元, 同比增长 22.5%, 同店微降 1.6%。疫情期间, 整体购物中心出租率保持在 97%。未来预计 2021-2023 年公司每年将开业 10 个以上商场, 驱动租金收入持续高速增长。

图表 47、2020 年投资物业收入同比增长 31%



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 48、购物中心数量、面积稳步提升



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

龙湖天街购物中心一直致力于开发 TOD 项目, 即开发以轨道交通为导向的项目。截止 2019 年底, 龙湖累计已开业的 39 个项目中, TOD 项目数量达到 26 座。公司在 TOD 项目的开发方面具有深厚的经验, 占据绝对领先地位。

图表 49、重庆龙湖光年金沙天街



数据来源: 公司官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 50、重庆龙湖光年 TOD 项目示意图



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 3, 新城控股: 商业扩张速度不减, 下半年迎来开店高潮。

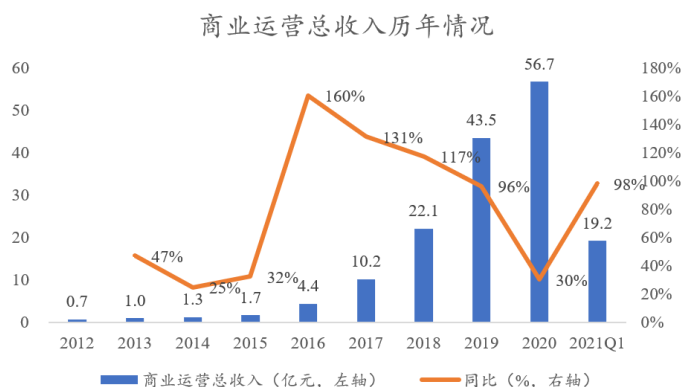
2021 年计划开业 30 座吾悦广场, 今年首座吾悦广场于 5 月 21 在泰安开业, 预计下半年将迎来吾悦广场开店高潮。截至 2021 年 3 月末, 公司持有的已开业吾悦广场 93 座, 管理输出的已开业吾悦广场 3 座, 另外 4 座已签约吾悦广场尚处于交接

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

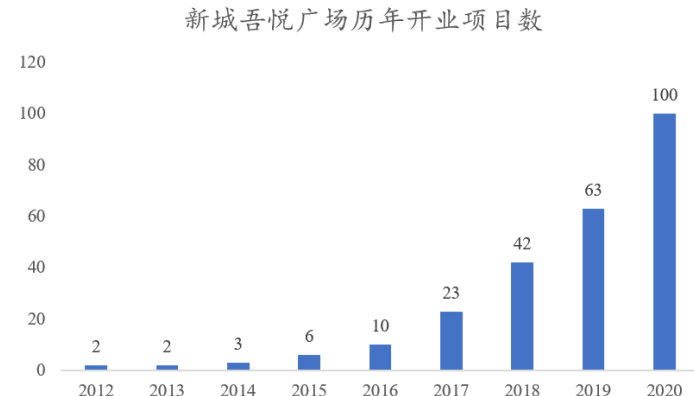
过渡期。2021 年一季度公司商业运营总收入 19.20 亿元，较 2020 一季度 9.69 亿的商业运营收入实现了 98.1% 的大幅增长（同期受疫情影响）。公司 21 全年租管费目标为 85 亿元，根据一季度商业运营情况看，全年目标有望实现。公司商业地产规模保持高速增长，运营能力行业领先。

图表 51、2021 年 Q1 实现商业运营总收入 19.2 亿元

图表 52、公司已开业吾悦广场数量快速增长（座）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 第三部分、投资建议和风险提示

#### 投资建议：

推荐金地集团、万科 A、保利地产、招商积余、苏宁环球、奥园美谷(社服覆盖)。

**万科 A：** 万科龙头地位稳固，融资优势明显，极具安全性。多元化业务快速发展，物业、物流内在价值丰厚。我们预计公司 2021-2023 年的 EPS 为 3.95 元、4.30 元、4.66 元，以 2021 年 6 月 15 日收盘价计算，对应的 PE 为 6.3 倍、5.8 倍、5.3 倍，维持“买入”评级。

**金地集团：** 金地集团稳定现金流业务到达临界点。金地物业实力雄厚，估值有较大提升空间。此外，公司三道红线均达标，土地储备丰富。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.42 元、2.54 元、2.67 元，以 2021 年 6 月 15 日收盘价计算，PE 分别为 4.3 倍、4.1 倍、3.9 倍，维持“买入”评级。

**保利地产：** 保利地产销售稳健增长，融资成本较低，安全性较高。拿地聚焦核心城市，土储价值丰厚。我们维持预计公司 2021-2023 年 EPS 为 2.54 元、2.67 元、2.82 元，以 2021 年 6 月 15 日收盘价计算，对应的 PE 为 5.0 倍、4.7 倍、4.5 倍，维持买入评级。

**招商积余：** 公司定位央企物管旗舰，物管业务稳健增长。与控股股东协同加强，商管业务有望步入快车道。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.60 元、0.83 元、1.10 元，按照 2021 年 6 月 15 日收盘价，对应 PE 分别为 33.4 倍、24.2 倍、18.2 倍，维持“审慎增持”评级。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 25 -

**苏宁环球：**公司土储相对优质，储备项目利润率较高，地产业务为公司转型奠定基础。公司在医美领域布局较早积累一定运营经验。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.39 元、0.42 元、0.44 元，按照 6 月 15 日收盘价，对应 PE 为 20.4 倍、18.9 倍、18.1 倍，维持“审慎增持”评级。

**奥园美谷（社服覆盖）：**背靠中国奥园，实力和资源丰富。公司坚定布局医美行业，从医美服务端出发，以医生、流量、耗材/器械为医美服务端赋能，战略清晰。维持“审慎增持”评级

图表 53、重点公司盈利预测与估值表（6 月 15 日）

代码	公司	评级	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
000002	万科 A	买入	2795	3.62	3.95	4.3	4.66	6.8	6.3	5.8	5.3	1.27
600383	金地集团	买入	472	2.30	2.42	2.54	2.67	4.5	4.3	4.1	3.9	0.81
600048	保利地产	买入	1518	2.42	2.54	2.67	2.82	5.2	5.0	4.7	4.5	0.94
001914	招商积余	审慎增持	213	0.41	0.6	0.83	1.1	48.9	33.4	24.2	18.2	2.53
000718	苏宁环球	审慎增持	241	0.34	0.39	0.42	0.44	23.2	20.4	18.9	18.1	2.77
000615	奥园美谷	审慎增持	175	-	-	-	-	-	-	-	-	10.07

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 风险提示：

#### 1， 大幅度收紧消费贷、按揭等居民杠杆。

2015 年以来，地产基本面繁荣，主要是银行持续给地产加杠杆，购房杠杆资金持续增加，从 2015 年的 5.3 万亿到 2020 年的 12.7 万亿，而此前每年购房杠杆资金在 3 万亿左右。因此，如果大幅度收紧按揭、消费贷等居民杠杆，导致总购房杠杆资金大幅度降低，会对地产基本面产生不利影响。

#### 2， 核心城市调控超预期严格。

2017 年以来核心城市处于限购、限贷、限价等政策的严格调控之下。尤其是 2017 年 3 月北京、上海、深圳、杭州等城市二套房“认房又认贷”，导致这些城市基本面快速下行，销量和价格都进入长期调整期。如果核心城市调控超预期严格，会对核心城市基本面产生较大影响。此外，如果限价政策进一步严格，会对房企利润率产生不利影响。

#### 3， 物业管理行业人工成本大幅提升。

物业行业是重人力行业，人工工资每年刚性上涨，导致物业公司利润率受压。物业公司通过“开源节流”，从增加收入和科技赋能降低人工投入两方面发力，保持利润率稳定。但是如果人工工资大幅度提升，仍然会使物业管理行业利润率面临较大压力。

#### 4， 新业务拓展不及预期

对于地产+X 拓展公司，地产业务和+X 业务估值差异较大，如果新业务（医美、物管、商业等）拓展不及预期，对公司也有较大不利影响。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本

报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn