



轻重之道

房地产行业2021年度中期投资策略

分析师及联系人

• 刘义

(8621)61118713

liuyi6@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490520040001

• 袁佳楠

(8621)61118712

yuanjn@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490520070001

• 薛梦莹

(8621)61118712

xuemy@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490520120002

• 宋子逸

(8621)61118712

songzy@cjsc.com.cn

报告日期 2021-06-23
行业研究 深度报告
评级 看好 | 维持

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000002	万科 A	买入
601155	新城控股	买入
600048	保利地产	买入
600383	金地集团	买入
000656	金科股份	买入
000961	中南建设	买入
000671	阳光城	买入
001914	招商积余	买入
1209	华润万象生活	买入

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

房地产

轻重之道

——房地产行业 2021 年度中期投资策略

● 全年需求预期上修，行业基本面韧性依旧

人口视角，过去几年被低估的城镇化和家庭小型化导致实际需求中枢好于预期，且需求的滞后释放可能还在延续；金融视角，上半年按揭总量约束并不强，压力可能在下半年，但储蓄搬家一直是住房购买力的首要支撑，短期内房价上涨预期仍偏强，只要不快速加息，储蓄搬家仍将支撑需求韧性持续至年底。预计 2021 年全国商品房销售面积/金额同比+6.2%/+12.5%，需求强势背景下，全年施工面积与强度仍有不错表现，叠加 PPI 明显上行，全年房地产开发投资可实现双位数增长，行业整体基本面韧性依旧。

● 开发之道，在控成本，在产品力，在超越周转

回归生意的本质，房企经营之道不外乎做大和做强，曾经，做大在前，往后，做强更重要。如何做大？杠杆约束之下的“可投资头寸”是关键，也是未来格局优化的核心线索，主流房企的规模扩张潜力已拉开显著差距，并且要素市场集中度也有所提升，只是仍面临普遍的盈利挑战，竞争劣势房企的退出低于预期。如何做强？产品溢价受限之际，成本控制是关键，尤其是广义费用率的差距已进一步扩大，基本面阿尔法已经确立；长周期视角，地产消费属性在回归，产品力仍是制胜之道；周转对于改善 ROIC 是双击，但超越周转才能最终破局，“开发有效率、运营有能力”是地产存量时代的终极商业模式。

● 物业之道，在含金量，在确定性，在模式进阶

行业空间与格局红利持续释放，规模与成长仍是主旋律，物业股投资将进入第二阶段（业绩与估值齐升→业绩增长&估值分化），选股能力是关键。主流物企业绩内涵大不同，商誉、应收、关联交易等角度可识别含金量；在手合约、关联房企销售、第三方直拓占比、业主增值服务占比等角度可量化测算业绩增长的确定性，部分高增长预期背后隐含较大比例的收并购；只有兼顾含金量和确定性，才能找到“真成长”；“基础物管→消费服务→开放平台”是商业模式演进的终极方向，对应不同的估值台阶，只有具备规模、品质、开放等特质的龙头才有可能完成进化。商管则是内生与外延均衡增长的高级赛道。

● 投资建议：开发关注四条结构性线索，物业寻找多维度最优解

开发板块量价景气无忧，但盈利挑战和政策压力依旧，贝塔机会短期淡化，阿尔法视角下关注四条结构性线索：1) 赛道切换，重视“开发有效率+运营有能力”的类资管型房企，长期回报率将优于标准化 REITs；2) 腰部成长，增量市场规模仍足够大，具备优质土储和竞争优势的腰部龙头仍具备高增长机会；3) 分母改善，规模导向降低之后，财务风险和融资成本具备显著下降空间；4) 稳健增长和高股息的低估值蓝筹。传统物管行业将进入投资的第二阶段，挖掘“真成长”是关键策略，寻找“含金量、确定性与模式进阶”的最优解，可至少保障高增长红利；新兴商管行业空间稳健增长且集中度持续提升，优质龙头具备强大的内生增长逻辑和清晰的外延扩张路径，正处黄金投资时期。

风险提示：

1. 政策压力持续加大，需求韧性低于预期；
2. 宅地溢价率居高不下，毛利率底部低于预期；
3. 优质港股物业当前估值不便宜，短期波动率可能加大。

目录

引言：产业困境与破局之道	6
全年需求预期上修，行业基本面韧性依旧	7
人口和金融视角的支撑力仍较强，上调全年需求预期	7
开工相对偏弱但竣工预期仍强，投资仍有双位数增长	10
开发之道，在控成本，在产品力，在超越周转	12
可投资头寸预示规模潜力的巨大差异	12
广义费用率是当前“控成本”的关键	15
要素市场：竞争优势逐步兑现，但仍面临盈利挑战	20
投资机会：重视四条结构性线索，寻找确定性阿尔法	21
物业之道，在含金量，在确定性，在模式进阶	26
行业发展红利依旧，规模与成长仍为主旋律	26
传统物管：寻找含金量、确定性与模式进阶的最优解	29
新兴商管：内生与外延均衡增长的高级赛道	36
投资机会：住宅、商管、办公等细分赛道百花齐放	40

图表目录

图 1：强基本面与防御属性下板块曾阶段性跑赢大盘，但调控加码和盈利挑战持续压制板块超额收益	6
图 2：2020 年全国常住人口城镇化率达 63.89%（%）	7
图 3：2020 年全国流动人口达 3.76 亿人（亿人）	7
图 4：本年度前四月全国商品房销售表现亮眼	8
图 5：不同能级城市一季度商品住宅销售均有不错表现	8
图 6：2021Q1 房贷利率上行，按揭利差仍维持高位	8
图 7：全国首套、二套房贷平均利率持续上行	8
图 8：新增居民中长期贷款增速与占比均有提升	8
图 9：居民交易杠杆趋势下行	8
图 10：房地产贷款集中度要求下，住房交易杠杆或将继续下行	9
图 11：储蓄迁移有力支撑需求韧性（万亿元）	9
图 12：行业实际供需关系持续优化	10
图 13：行业中口径库存绝对量并不低，但去化周期较低（亿平，年）	10
图 14：2014 年后行业竣工与三年前新开工之比维持区间波动	10
图 15：实际建安增速与销量增速正相关	10
图 16：重点房企 2020 年末“三条红线”情况及变化	14
图 17：重点房企 2021 年预计经营性头寸对比	14
图 18：重点房企 2021 年预计净现金头寸对比	14
图 19：重点房企 2021 年预计融资性头寸对比	15

图 20: 重点房企 2021 年预计可投资头寸对比	15
图 21: 重点房企 2020 年“回款/有息”对比	16
图 22: 重点房企 2020 年“回款/调整后投入资本”对比	16
图 23: 重点房企 2020 年“开发回款/(调整后投入资本-固定类资本占用-长期股权投资)”对比	16
图 24: 房地产行业毛利率呈下行趋势	17
图 25: 优质龙头房企能够创造稳定的超额现金流	17
图 26: 重点房企 2020 年净利息负担(税后)对比	17
图 27: 重点房企 2020 年销管费负担(税后)对比	18
图 28: 重点房企 2020 年广义费用率对比	18
图 29: 重点房企 2020 年广义净费率对比	18
图 30: 广义开发类周转率与广义净费率的双击——经营效率	19
图 31: 可投资头寸与广义净费率的双击——扩张潜力	19
图 32: 2021M1-5 TOP30 房企拿地集中度有所提升	21
图 33: 2021M1-5 宅地溢价率有所上行	21
图 34: 政策压力和盈利挑战是当前核心矛盾, 地产股贝塔机会趋于淡化	22
图 35: 长期来看美国 REITs 复合回报率超过主流股票指数	23
图 36: “开发+自持”模式下, 自持业务投入资本占比超过开发业务	23
图 37: 优质商业运营企业投资回报率高于平均融资成本	23
图 38: 随着新开商场数量增加, 整体租金收入保持高速增长	23
图 39: 首批公募 REITs 中 5 只不动产项目评估价值/2021 年预期 EBITDA 在 20X-25X 之间	24
图 40: 重点房企 2021 年销售目标增速的中位数为 12%, 宝龙地产为 29%	24
图 41: 高杠杆房企 2020 年降杠杆明显	25
图 42: 重点房企 2020 年融资成本普遍下行	25
图 43: 部分蓝筹房企财务稳健, 竞争力行业相对领先, 股息率接近甚至高于融资成本	25
图 44: 年初至今多数头部物企仍呈现较好涨幅(截至 2021/05/21)	26
图 45: 不同物管公司估值分化明显(2021/05/21)	26
图 46: 物管行业管理面积未来五年复合增速或达 5.4%	27
图 47: 百强物管企业管理面积集中度逐年提升	27
图 48: 主流上市物企 2020 年业绩增速(亿元)	29
图 49: 主流上市物企 2020 年在管规模增速(百万平)	29
图 50: 主流上市物企 2020 年应收/营收	30
图 51: 主流上市物企 2020 年商誉/归母权益	30
图 52: 主流上市物企合约负债/营收	30
图 53: 主流上市物企 2020 年非业主增值服务营收占比	30
图 54: 主流上市物企 2020 年非业主增值服务合理性对比	30
图 55: 主流上市物企 2020 年合管比情况	32
图 56: 在手储备与关联房企销售提供的底线支撑强度对比	32
图 57: 主流上市物企 2020 年在管面积中市场化拓展占比	33
图 58: 主流上市物企过往 3 年新增在管面积中市场化拓展占比	33
图 59: 部分上市物企 2020 年合约面积中市场化拓展占比	33

图 60: 部分上市物企 2020 年新增合约面积中市场化拓展占比	33
图 61: 主流上市物企 2020 年非住业态面积占比	34
图 62: 主流上市物企 2020 年社区增值服务营收占比	34
图 63: 主流上市物企 2020 年社区增值服务/在管面积 (元/平/年)	34
图 64: 主流物企 2020 年社区增值服务/住宅在管面积 (元/平/年)	34
图 65: 全球视野: 九宫格与三驾马车——商业曲线的“延伸”和“跃迁”	35
图 66: 2019-2024 年购物中心运营在管建面 CAGR=7.1% (亿平)	36
图 67: 2019-2024 购物中心运营服务商收入 CAGR=9.9% (亿元)	36
图 68: 商管公司主要三大经营模式	37
图 69: 宝龙商业为商场提供的服务明细	37
图 70: 商管业务收入模型	38
图 71: 2017-2019 年华润置地与龙湖集团的购物中心同店租金增速均在 13% 以上	38
图 72: 2016 年后华润置地开业 5 年以上购物中心的零售额与租金增速保持 10% 以上	38
图 73: 2020 年百强企业各业态物业费收缴率情况	39
图 74: 华润万象生活的购物中心物管费收缴率高于住宅与写字楼	39
图 75: 上市物企中商管公司在管面积规模并不靠前 (百万方)	40
图 76: 商管赛道高端, 比同等规模的住宅物管公司享有一定估值溢价	40
表 1: 依旧强劲的储蓄迁移或驱动本年销售规模高于预期 (亿元, 万平方米)	9
表 2: 本年度地产开发投资或实现双位数增长	11
表 3: 地产行业 2021 年核心指标增速预测汇总	11
表 4: 2020 年末重点房企“三条红线”及变化情况	13
表 5: 第一批宅地集中出让 12 个重点城市成交情况	20
表 6: 财务稳健、资金实力强的头部房企在首批集中供地中表现较为突出	21
表 7: 收并购成为规模扩张、业态补充与拓宽社区服务领域的重要手段	27
表 8: 政策加持再添助力, 物业提价与社区增值扩容成为可能	28
表 9: 部分物管企业未来业绩指引情况	29
表 10: “确定性”视角下的龙头物企未来三年盈利弹性测算 (百万平, 亿元)	32
表 11: 部分物企 2020 年社区增值服务内部结构明细	34
表 12: 部分物企 2020 年社区增值服务细分品类营收增速	35

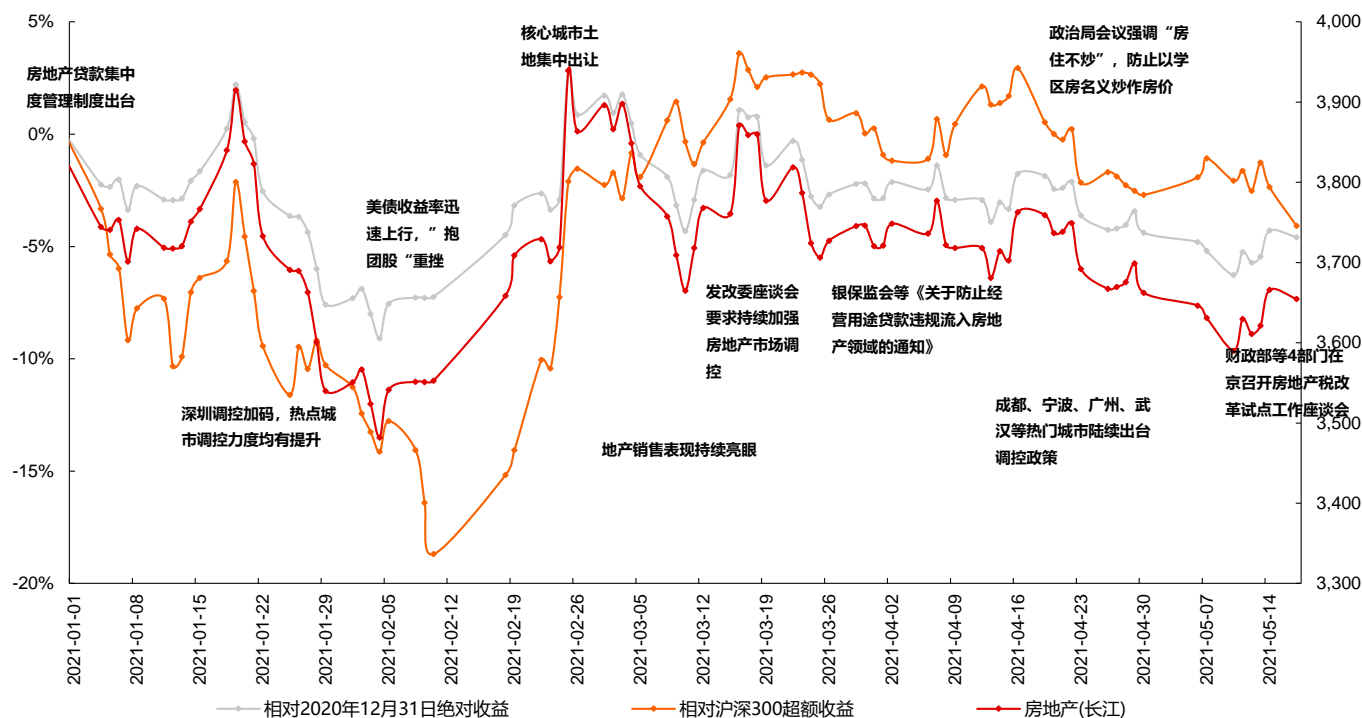
引言：产业困境与破局之道

低估值板块防御属性凸显，年后曾阶段性跑出较高超额收益。春节过后，美债收益率上行，核心“抱团资产”有明显调整，而具备较高股息率且价值持续低估的地产板块防御属性进一步凸显；持续亮眼的需求表现，叠加核心城市土地集中出让政策的出台（当时预期溢价率会下降），地产板块（尤其优质龙头）阶段性超额收益较明显（2月18日至3月16日，长江房地产指数累计上涨9.0%，跑赢沪深300指数21.5pct）。

供需关系虽好，但盈利挑战仍存，政策压力加大，板块超额收益持续承压。短期的供需改善之下，是行业盈利挑战、房价地价上涨压力加大的困境，以及经营贷入市的乱象。上市房企2020年盈利能力全面下行，企业盈利问题被彻底摆到台前；核心城市新房限价背景下持续维持高位的土地溢价率，尤其重庆、杭州等核心城市第一次集中供地的火爆场面，更是引发了市场对于房企后续盈利能力的担忧。居民储蓄搬家支撑需求依旧旺盛，重点城市二手房价大幅上行，经营贷违规炒房等乱象引发调控加码，中央与地方层面行业调控政策持续出台，对板块形成明显压制。截至5月17日，板块指数较年初下跌4.6%，跑输沪深300指数4.1pct，在32个行业中排第24位。

盈利下行叠加政策调控，龙头房企如何破局？边际供需（销售 vs 开工）的好转并未带来板块超额收益，仍未触及拐点的盈利与持续加码的政策调控使得行业持续承压。龙头房企如何破局？房企在保规模、稳盈利与控杠杆的困境中如何突围？板块定价将如何演绎？如何在行业困境中寻找确定性较高的结构性机会？本文或能提供一定启示。

图 1：强基本面对防御属性下板块曾阶段性跑赢大盘，但调控加码和盈利挑战持续压制板块超额收益



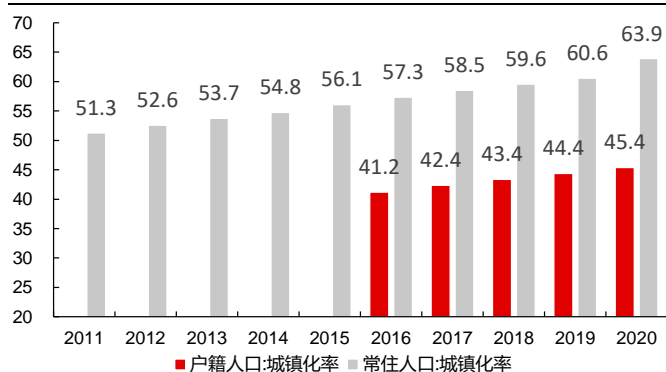
资料来源：Wind，长江证券研究所

全年需求预期上修，行业基本面韧性依旧

人口和金融视角的支撑力仍较强，上调全年需求预期

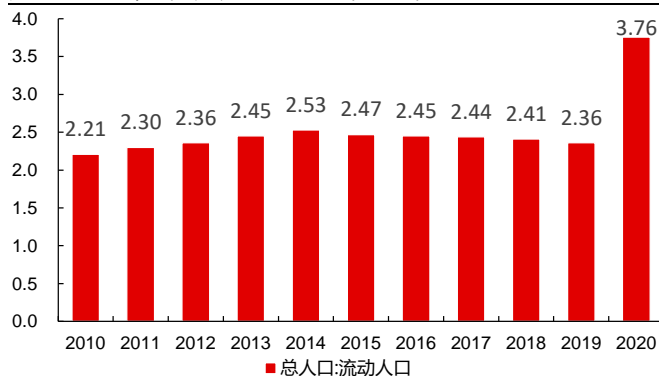
七普数据揭示了近年需求韧性的根本：城镇化率与家庭小型化速度大幅好于预期。从金融视角去看，最近几年需求韧性的根源在于储蓄搬家引致的购买力坚挺。但从人口视角去看，近年需求韧性的根源在于城镇化率和家庭小型化速度大幅好于预期（尤其是前者），此前低估的城镇化率导致市场对地产需求中枢存在系统性低估。按照统计局过往数据，2020 年城镇化率的合理预期在 61.60%左右，而实际城镇化率高达 63.89%，低估约 2.29pct，这意味着什么？意味着近 3200 万城镇人口，以及超过 10 亿平米的住房需求，这样才能更好的理解为什么销售总是好于预期。人口维度下展望未来，中短期内，快速城镇化人口的潜在买房需求可能还在释放，只要利率中枢不大幅上行，需求韧性仍可以延续；中长期内，城镇化降速背景下，需求中枢下行压力在加大，未来十年的城镇化速度，将主要取决于降低“城镇化成本”（生活、教育、医疗等）的进展；此外，庞大的流动人口（其中流向城镇流动人口数达 3.31 亿）未来“市民化”也可提供增量住房需求。

图 2：2020 年全国常住人口城镇化率达 63.89% (%)



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

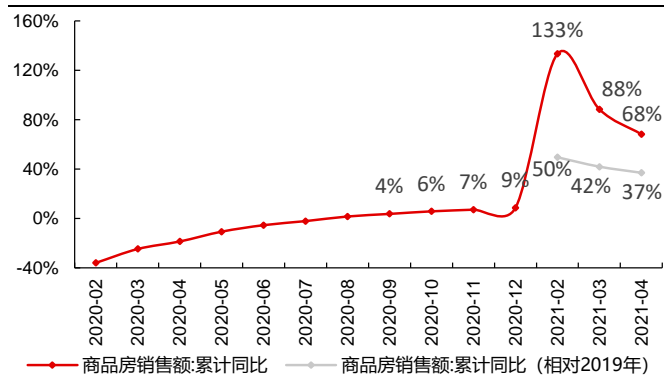
图 3：2020 年全国流动人口达 3.76 亿人 (亿人)



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

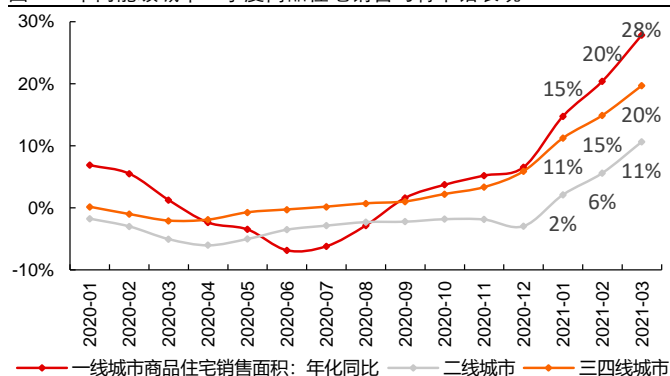
当前按揭约束力度并不强，居民交易杠杆趋于下行，持续迁移成为支撑住房购买力的核心力量。2021 年上半年楼市延续上年火热势头，呈现量价齐升态势。前 4 月全国商品房销售额/销售面积/销售均价分别同增 68.2%/48.1%/13.6%，即使剔除低基数影响，销售额与销售面积较 2019 年同期增幅仍分别达 37.0%/19.5%，大幅抬升全年需求预期。尽管中央与地方层面房地产调控政策持续加码，且全国性按揭利率确有提升，但整体来看当前按揭约束并不强；2021Q1 全国新增个人住房贷款 1.2 万亿（+20.0%），房贷增量年化占比也较上年末增加 0.4pct 至 22.3%，前 4 月新增居民中长期贷款年化占比与同比增速均呈上升趋势也对此有所印证。按揭支持之外，强劲的储蓄迁移或为需求韧性的更重要根源。房价上涨抬升居民购房热情，叠加部分开发商出于加快周转及优先选择高首付客户等因素，储蓄资金对购买力的支撑力度持续加大。参考统计局房地产开发资金来源数据，1-4 月定金及预收款同比高增 74.1%（同期个人按揭贷款同增 41.3%），居民交易杠杆【(定金及预收款+个人按揭贷款)/定金及预收款】延续下行趋势，储蓄迁移成为驱动销售额高增的核心力量。

图 4：本年度前四月全国商品房销售表现亮眼



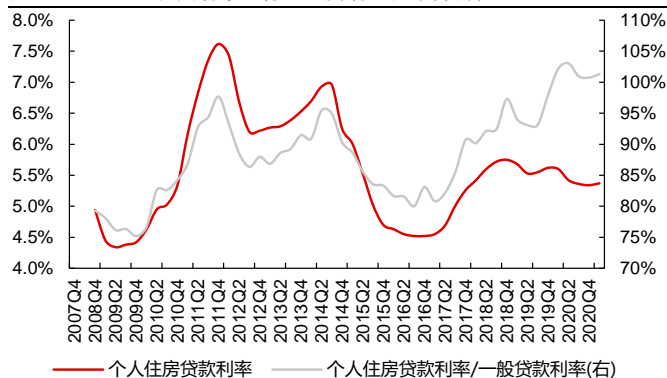
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：不同能级城市一季度商品住宅销售均有不错表现



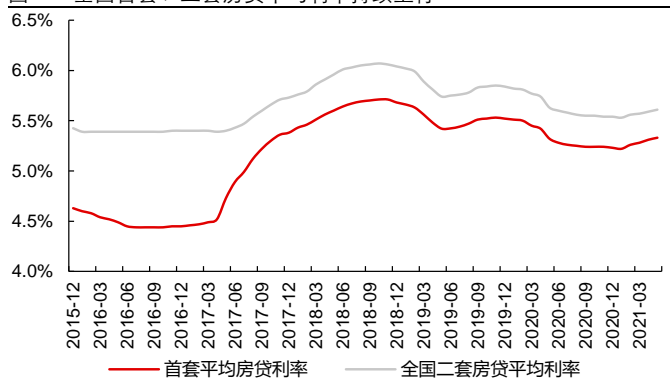
资料来源：中指院，国家统计局，长江证券研究所

图 6：2021Q1 房贷利率上行，按揭利差仍维持高位



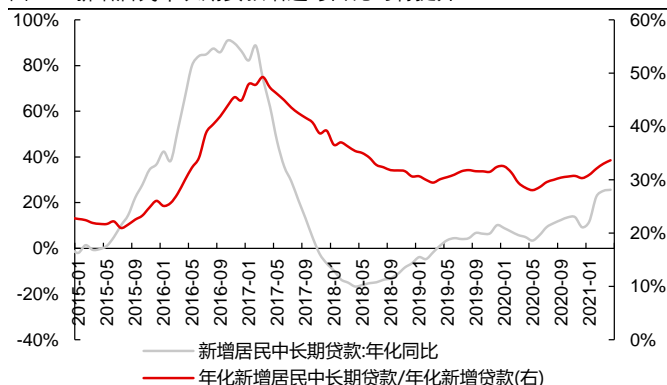
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：全国首套、二套房贷平均利率持续上行



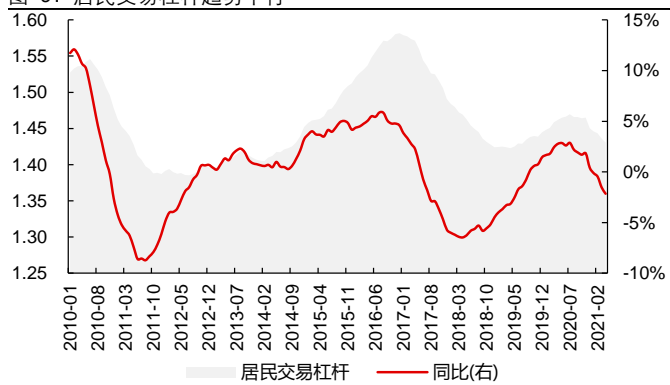
资料来源：Wind，融 360，长江证券研究所

图 8：新增居民中长期贷款增速与占比均有提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：居民交易杠杆趋势下行

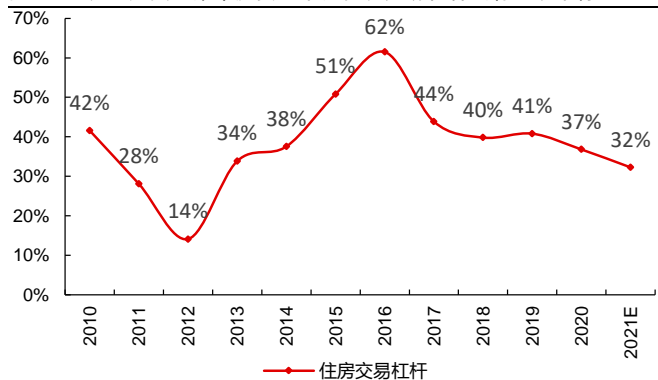


资料来源：Wind，长江证券研究所

展望全年,强劲的储蓄迁移或驱动本年度销售规模高于预期。参考 Wind 宏观一致预期,全年新增人民币贷款增速或将进一步回落;按揭利率有继续上行可能,在房地产贷款集中度要求下,全年房贷增量占比难超上年水平,全年个人住房贷款增量预计同降 3.2%

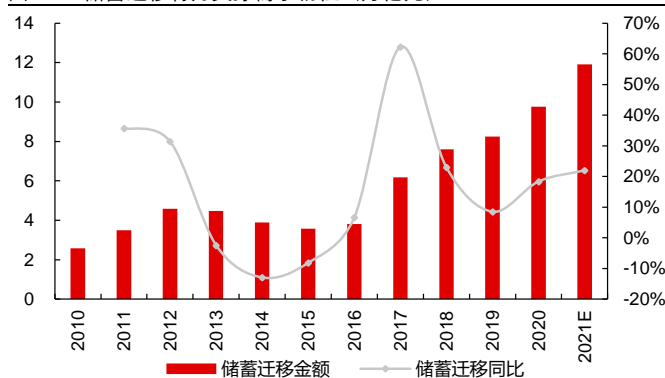
左右。考虑公积金与还本额，预计全年按揭发放量同降 1.0%，信贷对需求的支持力度有所回落。但居民端储蓄迁移或将延续，房价上涨下居民购房热情仍强，高首付比重的改善型需求仍将持续释放，住房交易杠杆【按揭发放量/(新房交易额+二手房增值)】将进一步下行。预计 2021 年全国商品房销售额/销售面积分别同比+12.5%/+6.2%，较上年末预测值明显上修，其中，强劲的储蓄迁移（预计同增 22.0%）为驱动根源。

图 10：房地产贷款集中度要求下，住房交易杠杆将继续下行



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：储蓄迁移有力支撑需求韧性（万亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：依旧强劲的储蓄迁移或驱动本年销售规模高于预期（亿元，万平方米）

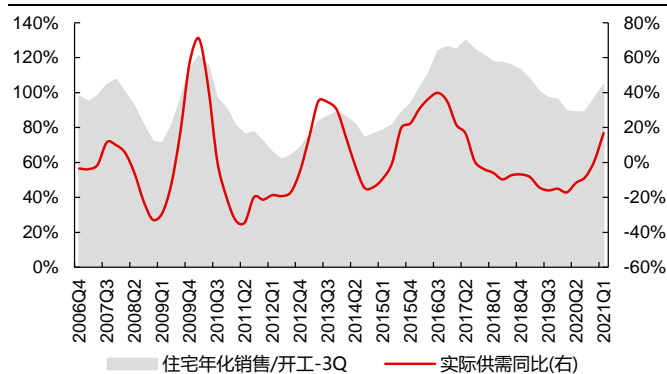
项目/年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2021E
商品房销售金额	117,627	133,701	149,973	159,725	173,613	38,378	195,394
YOY	34.8%	13.7%	12.2%	6.5%	8.7%	88.5%	12.5%
商品住宅销售金额	99,064	110,240	126,393	139,440	154,567	35,055	175,854
YOY	36.2%	11.3%	14.7%	10.3%	10.8%	95.5%	13.8%
商品住宅销售金额占比	84.2%	82.5%	84.3%	87.3%	89.0%	91.3%	90.0%
二手住宅交易额	66,000	60,000	65,000	67,000	73,000	16,827	84,410
二手房增值模拟	3,272	7,464	9,358	12,373	16,479	3,496	17,231
新增人民币贷款增速	7.9%	7.0%	19.5%	4.0%	16.8%	8.1%	-3.2%
房贷增量年化占比	38.7%	28.8%	24.1%	26.2%	21.9%	22.3%	21.9%
新增个人住房贷款	49,000	39,000	39,000	44,000	43,000	12,000	41,618
YOY	96.0%	-20.4%	0.0%	12.8%	-2.3%	20.0%	-3.2%
新增公积金贷款	7,671	4,515	4,796	6,037	6,450	-	6,243
还本额模拟	6,291	8,164	10,280	11,958	13,567	-	14,506
按揭发放量	62,961	51,678	54,076	61,995	63,017	-	62,367
YOY	67.6%	-17.9%	4.6%	14.6%	1.6%	-	-1.0%
住房交易杠杆	61.5%	43.9%	39.8%	40.8%	36.8%	-	32.3%
新房按揭发放量	60,948	48,401	50,348	56,942	56,945	-	56,801
储蓄迁移	38,116	61,839	76,044	82,498	97,622	-	119,053
YOY	6.6%	62.2%	23.0%	8.5%	18.3%	-	22.0%
商品房销售均价同比	10.1%	5.6%	10.7%	6.6%	5.9%	15.0%	6.0%
商品房销售面积	157,349	169,408	171,654	171,558	176,086	36,007	186,960
YOY	22.5%	7.7%	1.3%	-0.1%	2.6%	63.8%	6.2%

资料来源：Wind，国家统计局，贝壳研究院，长江证券研究所

开工相对偏弱但竣工预期仍强，投资仍有双位数增长

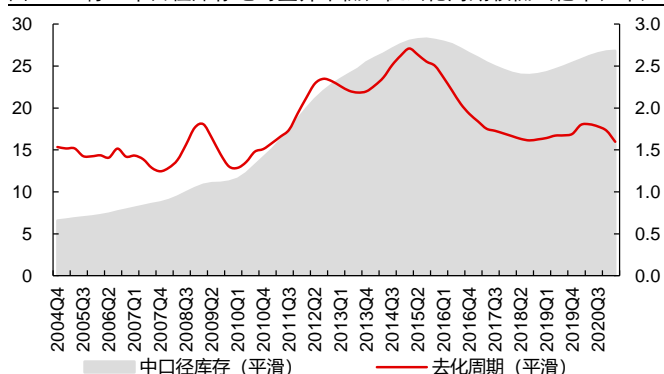
开工强度相对偏弱，维持竣工向上判断。2021年前4月中口径补库力度相对偏弱，行业供需关系持续改善。在需求端热度延续下，新开工强度整体仍相对偏弱，或与房企优先去化存量有关（前几年大量补库存导致开工未售库存绝对量并不低），规模导向下降背景下，“量出为入”为更普遍选择（只是不再超额补库存），此外，虽然新开工增速偏低，但其绝对量并不低。但考量本年度销售整体表现或高于预期，且当前开工未售库存去化周期并不高，预计全年新开工仍将维持小个位数增幅（+2.0%）。竣工方面，虽然资金因素可能导致竣工交付的短期波动，但交房合同对房企竣工最终仍构成硬性约束；竣工的趋势主要取决于此前的开工，节奏主要受资金链影响。2016年后房地产行业开工持续高企（2020年尽管增速有所回落，但绝对值维持高位），且形成的货值基本已完成去化；尽管资金、疫情、精装等因素导致近年交付节奏延迟，但已售期房的交付只会迟到不会缺席；此外微观维度下，年初主流上市房企亦多有较高竣工目标。维持竣工向上判断，2021年房屋竣工面积增幅或达10.2%。

图 12：行业实际供需关系持续优化



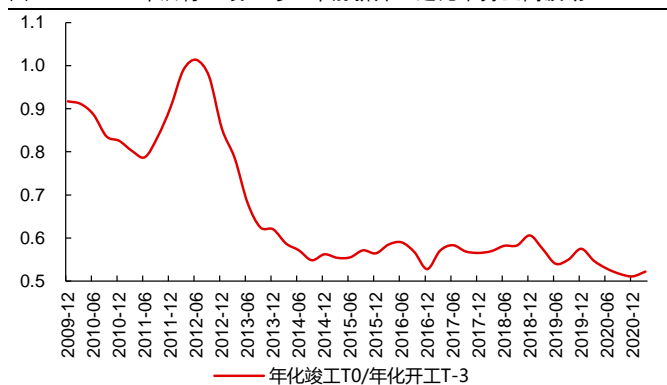
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：行业中口径库存绝对量并不低，但去化周期较低（亿平，年）



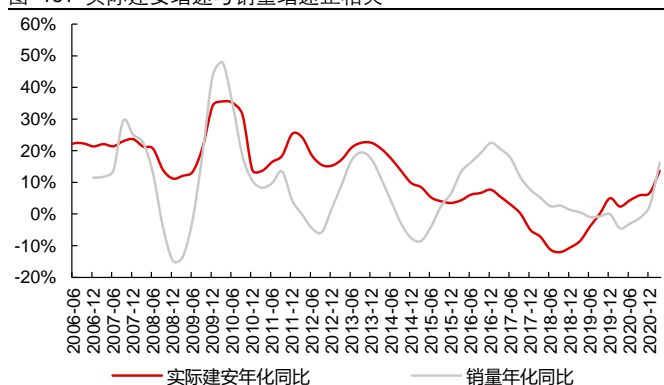
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 14：2014年后行业竣工与三年前新开工之比维持区间波动



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：实际建安增速与销量增速正相关



资料来源：Wind，长江证券研究所

本年度地产开发投资或实现双位数增长。上年高增的土地成交价款（+17.4%）滞后影响下，叠加今年土地成交额并不差（300 城口径），本年度土地购置费（预计+7.0%）仍将有力支撑地产开发投资。旺盛的需求下，施工面积与实际施工强度预计均有不错表现，叠加本年原料端价格上行，全年名义建安开支增幅或达 12.3%。高增的土地购置费与建安开支共同作用下，预计本年度地产开发投资或实现双位数增长（预计+10.2%左右）。

表 2：本年度地产开发投资或实现双位数增长

年份	名义投资增速（年化）				建安分拆（年化）			
	名义投资同比	拿地同比	名义建安同比	其他同比	实际建安年化同比	净施工同比	实际施工强度同比	涨价因素
2016	6.9%	6.2%	7.2%	5.5%	7.7%	3.7%	4.1%	-0.6%
2017	7.0%	23.4%	3.0%	7.4%	-5.0%	3.4%	-8.4%	8.0%
2018	9.5%	57.0%	-3.3%	-2.1%	-10.5%	4.5%	-15.0%	7.2%
2019	9.9%	14.5%	7.9%	8.5%	5.0%	9.6%	-4.6%	2.8%
2020	7.0%	6.7%	7.1%	7.9%	6.7%	3.8%	2.9%	0.3%
2021Q1	12.8%	8.4%	15.0%	14.2%	13.6%	5.6%	8.0%	1.4%
2021E	10.2%	7.0%	12.3%	6.0%	9.3%	7.3%	2.0%	3.0%

资料来源：Wind，长江证券研究所

整体来看，本年度行业各项核心指标增速较年初预期有所上修，行业基本面韧性依旧。尽管房地产贷款集中度要求下，按揭发放对需求的支持力度有所回落，但在房价上涨背景下居民端储蓄迁移仍将延续，驱动全年销售规模高于年初预期。规模导向下降背景下，“量出为入”为房企普遍选择，全年开工强度相对偏弱。竣工只会迟到但不会缺席，且微观维度亦有印证，维持全年竣工向上判断。滞后的土地购置费对投资有所支撑，而旺盛的需求背景下，全年施工面积与强度预计或有不错表现，叠加原料端价格上行，本年度地产开发投资或实现双位数增长，行业整体基本面韧性依旧。

表 3：地产行业 2021 年核心指标增速预测汇总

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021M1-4	2021E
商品房销售额	34.8%	13.7%	12.2%	6.5%	8.7%	68.2%	12.5%
商品房销售面积	22.5%	7.7%	1.3%	-0.1%	2.6%	48.1%	6.2%
房屋新开工面积	8.1%	7.0%	17.2%	8.5%	-1.2%	12.8%	2.0%
房屋竣工面积	6.1%	-4.4%	-7.8%	2.6%	-4.9%	17.9%	10.2%
房地产开发投资	6.9%	7.0%	9.5%	9.9%	7.0%	21.6%	10.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

开发之道，在控成本，在产品力，在超越周转

开发竞争力的解构与当前核心矛盾。评价一家企业生意做的如何，不外乎做大做强两方面，前者对应规模，后者对应效益。具体到房地产企业，当前已经过了单纯追求规模的时代，效益成为核心主题，有质量的增长才有意义，所以效益是评价房企经营实力的底层指标。房企规模一方面取决于土储（静态），另一方面取决于可投资资金（动态），不考虑处置资产的情况下，可投资资金由自由现金、自由回款和杠杆空间构成。房企效益主要取决于持续稳定的 ROE，但 ROE 隐含杠杆贡献，所以根本指标应该是 ROIC，由利润率和周转率共同驱动；利润率取决于广义成本和产品溢价，前者包括拿地成本、建安成本，以及广义三费，后者由产品力决定，尽管限价导致产品溢价在核心城市无法充分体现，但拉长看仍是决定房企竞争力的重要一环，只是短期内“控成本”是第一要求；周转率取决于单位投入资本创造的回款，但需结合房企的土储水平去综合判断（投入前置、产出滞后）；此外，更重要的是产业生命周期的变迁，当前已逐步进入存量时代，也对房企提出了超越周转的能力要求，资产运营将成为优秀不动产企业的“标配”。

重申开发格局胜负已分，基本面的阿尔法正在强化。供给侧格局优化在结果上体现为龙头集中度提升，但在根源上，首先来自于可投资头寸，这决定拿地能力；然后来自于经营效率，这决定长期拿地动力，亏损或者微利的企业，不太可能长期持续做大规模。资金和效率视角下，主流房企可投资头寸、周转效率、广义费用率均出现显著分化且差距正在扩大，开发板块竞争格局胜负已分，优质龙头房企的阿尔法正在强化。

竞争优势逐步在要素市场兑现，只是仍面临盈利压力。广义费用率和财务稳健性的巨大差异是内因，降杠杆和因企施策是外因，主流房企潜在拿地能力已出现明显分化，并兑现在近期的土地市场上；集中供地对房企资金链提出了更高的要求，有助于优势企业（大龙头或当地龙头）提高拿地市占率。只是伴随销售和回款的持续改善，房企拿地热情仍普遍较高，导致宅地溢价率并未下行，优势房企也面临着盈利挑战。

可投资头寸预示规模潜力的巨大差异

主流房企可投资头寸已出现重大差异，经营效率和账面现金是内因，三条红线是外力，这将导致房企拿地能力相应显著分化。测算逻辑：账面现金和负债久期的差异→净现金头寸的差异【现金-短债，账面上有多少净现金可以拿地】，周转效率和内部损耗的差异→经营性头寸的差异【未来一年销售回款有多少留存可以拿地】，三条红线框定有息负债增速→融资性头寸的差异【未来一年可以再借多少钱拿地】。必然结果：房企可投资头寸的巨大差异→拿地能力差异→市场份额差异。

外因：融资端降杠杆和因企施策，房企融资性头寸有所分化。基于三条红线情况，推算重点房企未来一年内的融资性头寸，财务稳健的房企将受到“奖励”。此外，具备“快速降低杠杆和优化报表”的潜力型房企，也有望在格局优化浪潮中脱颖而出。**内因：现金、负债久期以及经营效率等因素导致净现金头寸和经营性头寸均显著分化。**从账面现金与短债缺口角度去定义净现金头寸；由于不同房企回款率和广义费用率的重大差异，房企经营性头寸的分化也十分显著。此外，净现金头寸和经营性头寸较低的房企也多为高杠杆房企，在融资新规下难以再通过扩大融资规模来缩小经营性头寸和净现金头寸上的差距，如此就会倒逼低效率的企业逐步减少拿地，供给侧格局优化可能提速。

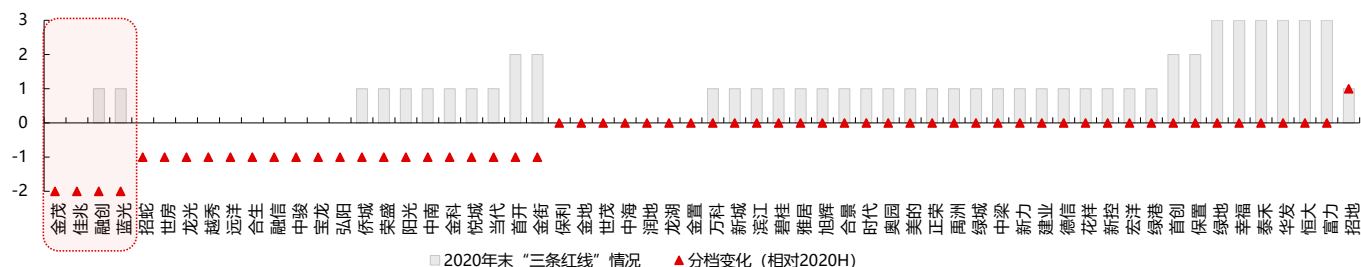
表 4：2020 年末重点房企“三条红线”及变化情况¹

公司	2020H 剔除预收的资产负债率	2020H 净负债率	2020H 现金短债比	分档	2020A 剔除预收的资产负债率	2020A 净负债率	2020A 现金短债比	分档	剔除预收的资产负债率 变化(pct)	净负债率 变化(pct)	现金短债比 变化	分档 变化
中国金茂	71%	77%	0.83	2	67%	45%	1.88	0	-4.2	-31.9	1.0	● -2
佳兆业集团	75%	130%	1.28	2	70%	96%	1.99	0	-4.9	-34.4	0.7	● -2
招商蛇口	59%	40%	0.90	1	58%	28%	1.49	0	-0.4	-11.6	0.6	● -1
世茂集团	71%	55%	1.77	1	68%	50%	1.87	0	-2.3	-5.2	0.1	● -1
龙光集团	75%	68%	2.18	1	70%	61%	2.54	0	-5.1	-6.9	0.4	● -1
越秀地产	71%	71%	2.83	1	69%	48%	2.25	0	-1.4	-23.7	-0.6	● -1
远洋集团	71%	65%	1.98	1	69%	55%	1.69	0	-1.6	-10.3	-0.3	● -1
合生创展集团	65%	94%	0.91	1	64%	81%	1.52	0	-0.8	-12.7	0.6	● -1
融信中国	74%	91%	1.70	1	70%	83%	1.20	0	-3.9	-8.4	-0.5	● -1
中骏集团控股	76%	68%	1.57	1	69%	59%	1.69	0	-7.7	-9.1	0.1	● -1
宝龙地产	73%	80%	1.16	1	70%	74%	1.37	0	-3.3	-6.0	0.2	● -1
弘阳地产	74%	69%	1.54	1	69%	50%	1.62	0	-4.8	-18.4	0.1	● -1
保利地产	67%	72%	1.96	0	70%	57%	2.26	0	2.5	-15.5	0.3	● 0
金地集团	70%	74%	1.11	0	69%	63%	1.31	0	-0.5	-11.5	0.2	● 0
世茂股份	63%	17%	1.63	0	65%	20%	2.42	0	2.8	2.7	0.8	● 0
中国海外发展	54%	32%	3.33	0	53%	31%	4.02	0	-0.5	-0.4	0.7	● 0
华润置地	60%	46%	1.48	0	60%	29%	2.52	0	0.0	-16.5	1.0	● 0
龙湖集团	67%	51%	4.56	0	67%	46%	4.24	0	-0.2	-4.9	-0.3	● 0
金地商置	63%	27%	1.76	0	65%	18%	3.61	0	2.4	-9.2	1.9	● 0
蓝光发展	71%	106%	0.79	3	74%	89%	1.06	1	2.8	-17.1	0.3	● -2
融创中国	82%	149%	0.86	3	79%	96%	1.45	1	-3.5	-53.0	0.6	● -2
华侨城A	72%	111%	1.07	2	70%	73%	2.23	1	-1.5	-37.9	1.2	● -1
荣盛发展	75%	94%	0.87	2	75%	80%	1.23	1	-0.2	-13.5	0.4	● -1
阳光城	78%	115%	1.28	2	79%	95%	1.53	1	0.9	-20.1	0.2	● -1
中南建设	83%	147%	1.19	2	80%	97%	1.41	1	-3.1	-49.9	0.2	● -1
金科股份	74%	125%	1.04	2	70%	74%	1.34	1	-3.9	-50.2	0.3	● -1
大悦城	74%	104%	1.92	2	72%	86%	2.08	1	-1.8	-18.9	0.2	● -1
当代置业	83%	107%	1.50	2	82%	96%	1.44	1	-1.4	-11.6	-0.1	● -1
万科A	76%	27%	2.01	1	72%	18%	2.35	1	-3.8	-8.9	0.3	● 0
新城控股	77%	35%	1.73	1	75%	36%	2.60	1	-2.0	0.3	0.9	● 0
滨江集团	72%	96%	1.79	1	72%	84%	1.69	1	-0.6	-12.1	-0.1	● 0
碧桂园	82%	58%	1.94	1	81%	56%	1.91	1	-1.1	-2.5	0.0	● 0
雅居乐集团	73%	73%	1.15	1	72%	61%	1.32	1	-0.5	-12.3	0.2	● 0
旭辉控股集团	74%	63%	2.35	1	73%	64%	2.74	1	-1.7	0.8	0.4	● 0
合景泰富集团	78%	59%	1.63	1	75%	62%	1.77	1	-2.4	2.5	0.1	● 0
时代中国控股	78%	71%	1.43	1	79%	66%	2.10	1	0.9	-5.4	0.7	● 0
中国奥园	81%	82%	1.45	1	79%	83%	1.34	1	-2.0	1.0	-0.1	● 0
美的置业	79%	87%	2.26	1	78%	79%	2.19	1	-1.0	-7.6	-0.1	● 0
正荣地产	77%	71%	2.09	1	77%	65%	2.20	1	-0.6	-6.8	0.1	● 0
禹洲集团	80%	68%	1.93	1	78%	83%	1.88	1	-1.9	14.8	-0.1	● 0
绿城中国	74%	66%	1.81	1	72%	64%	2.01	1	-2.3	-2.3	0.2	● 0
中梁控股	81%	70%	1.52	1	80%	66%	1.44	1	-0.9	-4.1	-0.1	● 0
新力控股集团	76%	66%	1.40	1	73%	64%	1.24	1	-3.0	-2.6	-0.2	● 0
建业地产	86%	28%	1.68	1	86%	14%	1.91	1	-0.8	-14.6	0.2	● 0
德信中国	75%	0%	2.41	1	74%	82%	1.79	1	-1.0	82.7	-0.6	● 0
花样年控股	75%	81%	1.66	1	72%	77%	1.54	1	-2.2	-3.9	-0.1	● 0
新城发展	78%	55%	1.47	1	76%	51%	2.03	1	-2.0	-4.4	0.6	● 0
中国海外宏洋集团	73%	44%	1.72	1	72%	46%	2.04	1	-1.2	1.8	0.3	● 0
绿地香港	76%	40%	1.79	1	80%	51%	1.22	1	3.8	10.3	-0.6	● 0
招商局置地	60%	43%	2.93	0	64%	31%	0.84	1	4.4	-11.4	-2.1	● 1
首开股份	75%	179%	0.90	3	75%	158%	1.23	2	0.1	-21.4	0.3	● -1
金融街	74%	202%	0.55	3	74%	172%	1.23	2	0.0	-29.9	0.7	● -1
首创置业	75%	153%	1.30	2	74%	125%	1.16	2	-0.5	-28.4	-0.1	● 0
保利置业集团	75%	107%	2.19	2	77%	110%	1.55	2	1.7	2.1	-0.6	● 0
绿地控股	83%	180%	0.72	3	84%	141%	0.96	3	1.4	-39.7	0.2	● 0
华夏幸福	77%	193%	0.47	3	77%	184%	0.32	3	-0.8	-9.1	-0.1	● 0
泰禾集团	82%	287%	0.06	3	88%	457%	0.09	3	6.1	169.3	0.0	● 0
华发股份	77%	181%	0.67	3	76%	182%	0.95	3	-0.4	1.0	0.3	● 0
中国恒大	85%	199%	0.52	3	83%	153%	0.54	3	-1.8	-46.5	0.0	● 0
富力地产	78%	177%	0.44	3	77%	130%	0.63	3	-1.5	-46.5	0.2	● 0

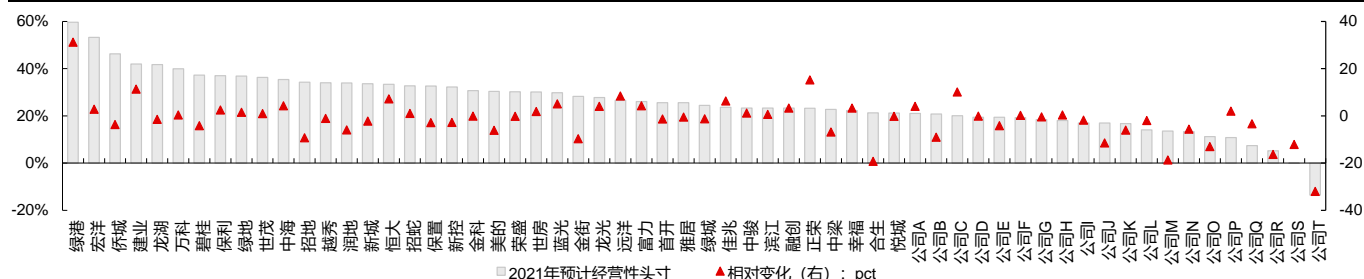
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（现金、有息负债、短债数据以公司直接披露数据为主，若无直接披露数据，则根据财报数据计算得出；由于监管指标在公司定期报告中披露并不完全，因此统一公式以便比较，公式如本页脚注所示，计算结果可能与公司直接披露的“三条红线”情况有所差异，但整体上基本保持一致，下不赘述）

¹ 剔除预收的资产负债率=（总负债-预收）/（总资产-预收），净负债率=（有息负债-总现金）/所有者权益，现金短债比=总现金/一年内到期有息负债；其中，A股总现金=货币资金，H股总现金=现金及现金等价物+受限现金。

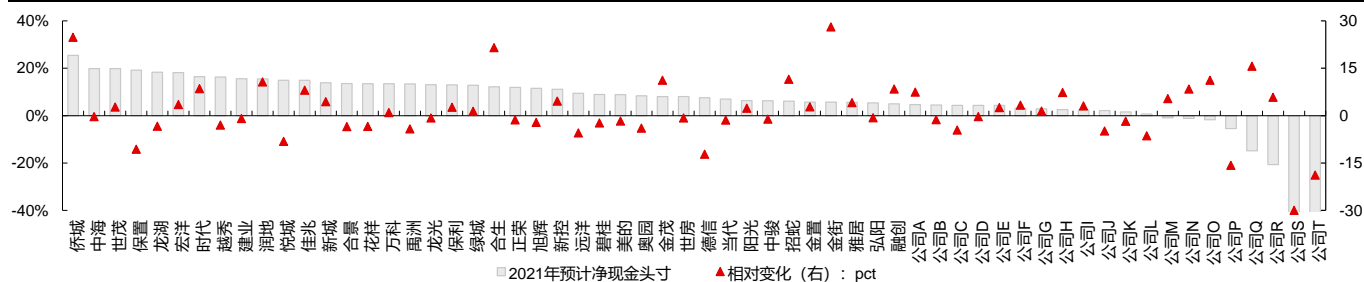
图 16: 重点房企 2020 年末“三条红线”情况及变化



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 17: 重点房企 2021 年预计经营性头寸¹对比

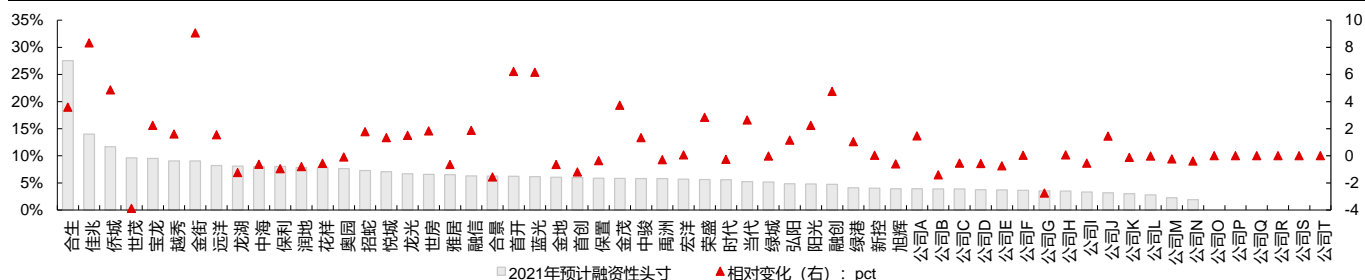
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（相对变化是指相对根据 2020H“三条红线”推算未来一年经营性头寸的变化）

图 18: 重点房企 2021 年预计净现金头寸²对比

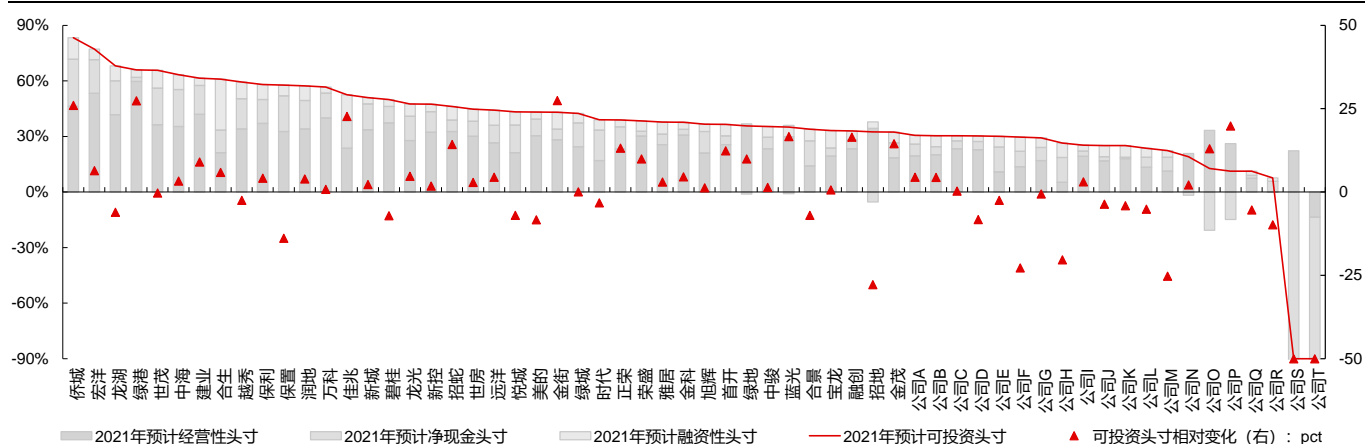
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（相对变化是指相对根据 2020H “三条红线”推算未来一年净现金头寸的变化）

1 经营性头寸=2021E 开发回款 $\times (1-10\%-25\%-2020 \text{ 年税前广义净费率}) / 2021\text{E}$ 销售金额，表示开发回款扣除综合税收、建安支出、广义净费用后可用于投资的部分，开发回款由销售回款扣除非地产业务收入推算，2021E 开发回款根据 2021 年销售计划同比推算。

2 净现金头寸=[2020 年末总现金-2020 年末有息负债×(1+融资新规下有息负债最高增幅)×2020 年末短债占有息负债比重]/2021E 销售金额，表示总现金与一年后短债之间的缺口。

图 19：重点房企 2021 年预计融资性头寸¹对比

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（相对变化是指相对根据 2020H “三条红线” 推算未来一年融资性头寸的变化）

图 20：重点房企 2021 年预计可投资头寸²对比

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（相对变化是指相对根据 2020H “三条红线” 推算未来一年可投资头寸的变化）

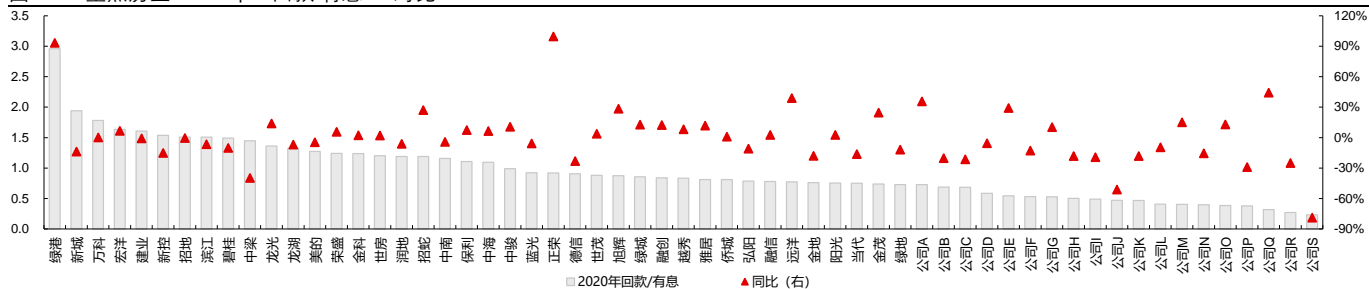
广义费用率是当前“控成本”的关键

广义费用率是当前“控成本”的关键。房企提升 ROIC（此处考虑利息支出）的路径，一是提升利润率，二是提升周转率，前者主要靠产品溢价和广义成本控制。在新房限价背景下，产品溢价体现得并不充分，但很大程度上可提高去化率。广义成本控制主要包括三方面，一是拿地成本、二是广义建安、三是期间费用；拿地成本主要由竞争程度和拿地模式决定，多元化拿地的经济效益也要综合看待，一方面确实可降低拿地成本，另一方面也将增加其他潜在支出，关键在于投入的是自身能力还是额外资源；广义建安成本的议价空间相对不大；所以当前“控成本”的关键在于广义费用率，除了传统的销管费控制，周转效率也尤为重要，既降低净利息负担，也提高 ROIC，可谓“双击”。

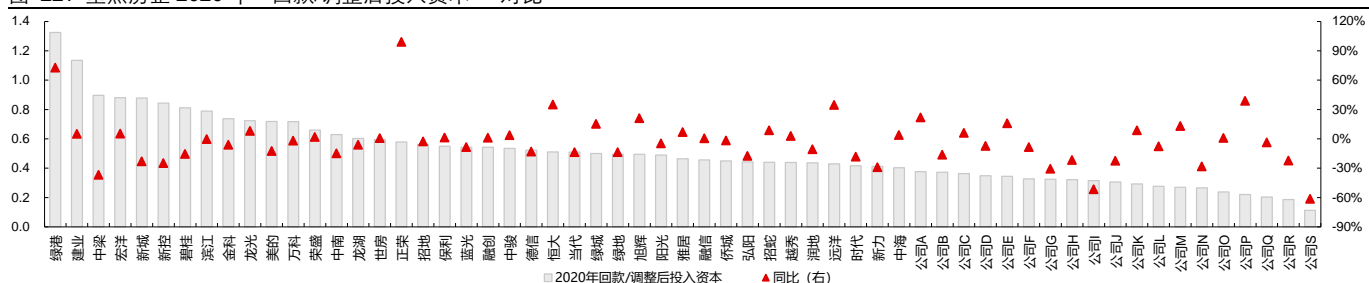
周转效率方面，主流房企已出现明显分化，房企综合运营能力在“管理红利”时代的作用尤为突出。周转效率以投入产出比（单位投入资本创造的回款）来衡量，这要求企业具备更强的经营性举债能力（降有息、提无息的资本结构），更好的投资能力（现金和低效资产占比不能太高、房地比要合适），更快的开发、推盘和去化能力（建得快、推得快、卖得也快），更好的回款能力（回款重于销售），周转效率是综合运营能力的财务结果。

¹ 融资性头寸=2020 年末有息负债×融资新规下有息负债最高增幅/2021E 销售金额，表示一年内可新增融资规模情况。

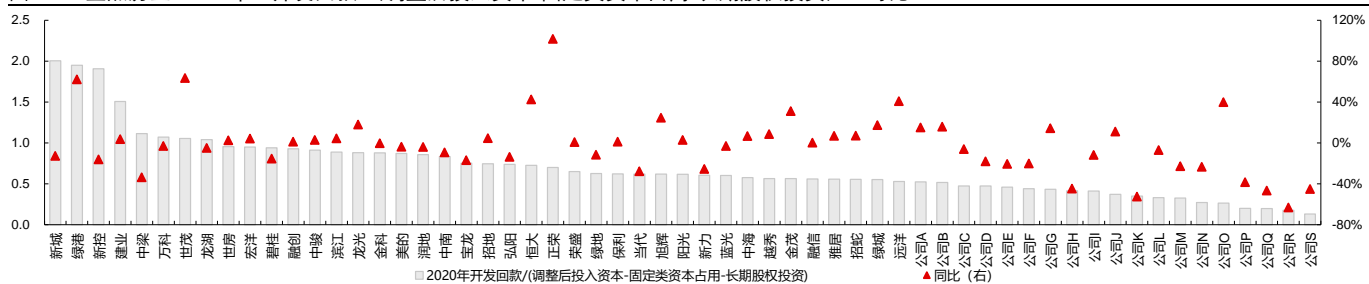
² 可投资头寸=经营性头寸+净现金头寸+融资性头寸。

图 21: 重点房企 2020 年“回款/有息”¹对比

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 22: 重点房企 2020 年“回款/调整后投入资本”²对比

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 23: 重点房企 2020 年“开发回款/(调整后投入资本-固定类资本占用-长期股权投资)”³对比

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

广义费用率（损耗控制）方面，主流房企之间也存在重大差异，在指标上体现为单位销售隐含的现金净利润明显不同，这将影响房企的长期拿地动力。在行业量价齐升的发展阶段，毛利率中枢处于高位，且企业规模快速扩张，“管理红利”被“土地红利”和“杠杆红利”所掩盖；但当行业进入量价双稳的成熟阶段之后，类制造时代逐步凸显，毛利率中枢明显下降，管理红利（降低内部损耗）将越来越重要，以前房企盈利主要依托房

1 回款/有息=销售回款/近五个季度末有息负债均值（H 股公司为近三个报告期末有息负债均值），H 股公司销售回款由（预收增量+营业收入-应收增量）推算。

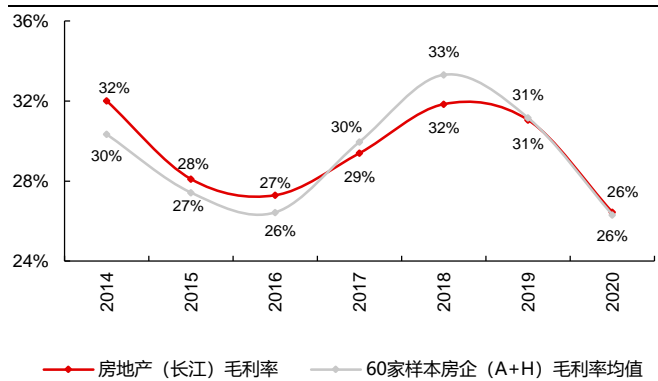
2 调整后投入资本=有息负债+所有者权益+预收×净利率，回款/调整后投入资本的分母采用近两年调整后投入资本均值。

3 固定类资本占用=投资性房地产+固定资产+在建工程+无形资产+商誉。

价地价上涨与规模提升，未来赚钱则更依赖“节流”，这种产业背景自然会倒逼低效率企业逐步退出市场。

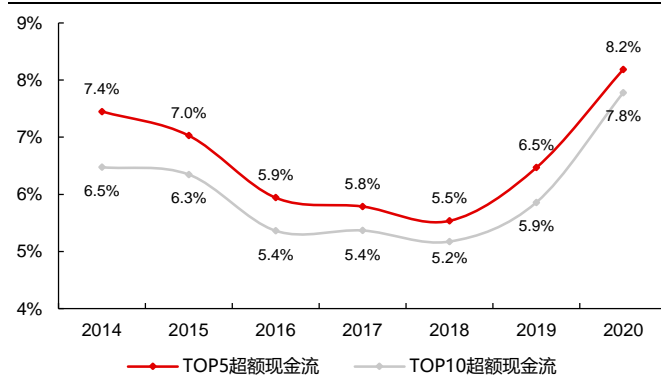
基于周转效率、融资成本、销售和管理费用等“可量化”指标，对房企收入和费用的期限错配进行修正，测算重点房企现金流层面的广义费用率和广义净费率。从广义费用率来看，优质龙头房企的阿尔法逻辑逐步凸显，体现为领先样本公司均值“5%”左右的超额现金流，广义净费率视角下（考虑表外贡献）的超额现金流则更为显著。考虑行业平均个位数的类制造净利率和不断凸显的产品溢价，优质龙头房企接近“10%”左右的长期净利率仍然可期，但部分房企现金流层面已处于亏损或微利状态，长此以往，自然会相应降低其拿地动力，进而促成供给侧格局优化。

图 24：房地产行业毛利率呈下行趋势

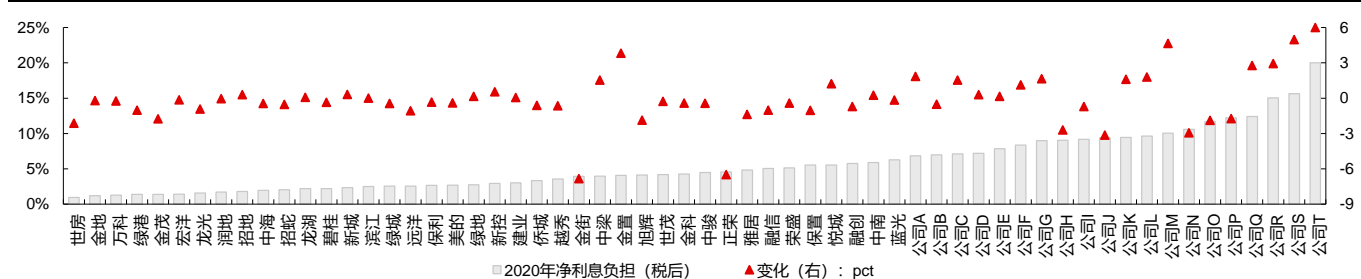


资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：优质龙头房企能够创造稳定的超额现金流



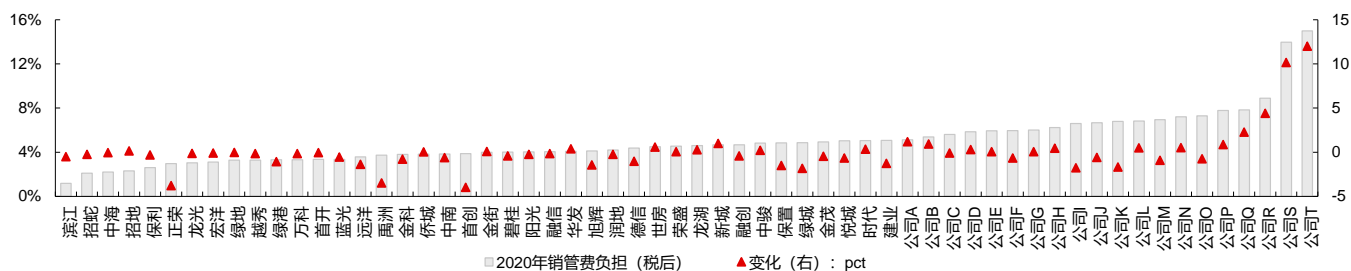
资料来源：Wind，长江证券研究所（TOP5 超额现金流=样本房企广义费用率均值-广义费用率最低的 5 家房企的均值，TOP10 超额现金流公式以此类推）

图 26：重点房企 2020 年净利息负担（税后）¹对比

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

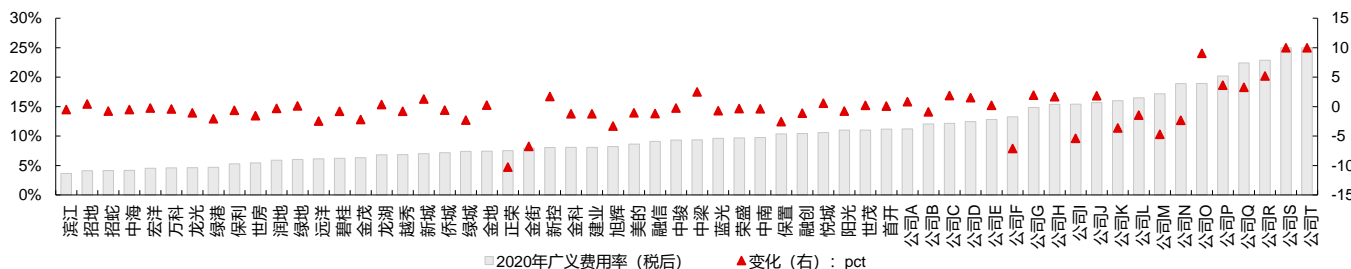
¹ 净利息负担（税后）=（有息负债/销售回款×融资成本-利息收入/销售回款）×75%。

图 27：重点房企 2020 年销管费负担（税后）¹对比



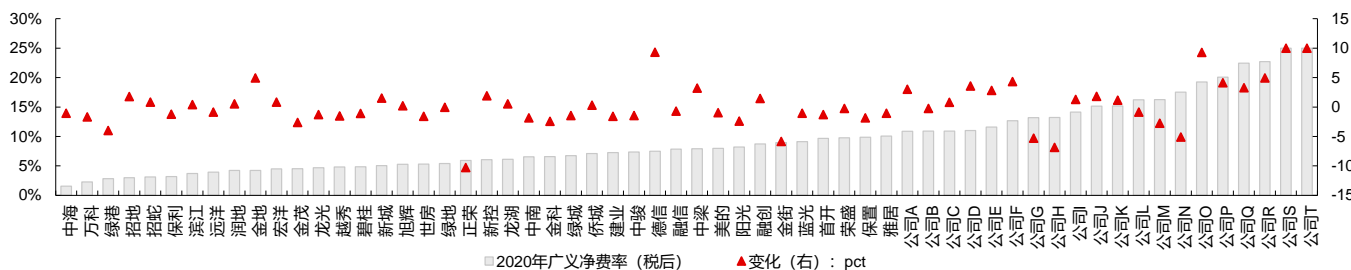
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：重点房企 2020 年广义费用率对比



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 29：重点房企 2020 年广义净费率对比



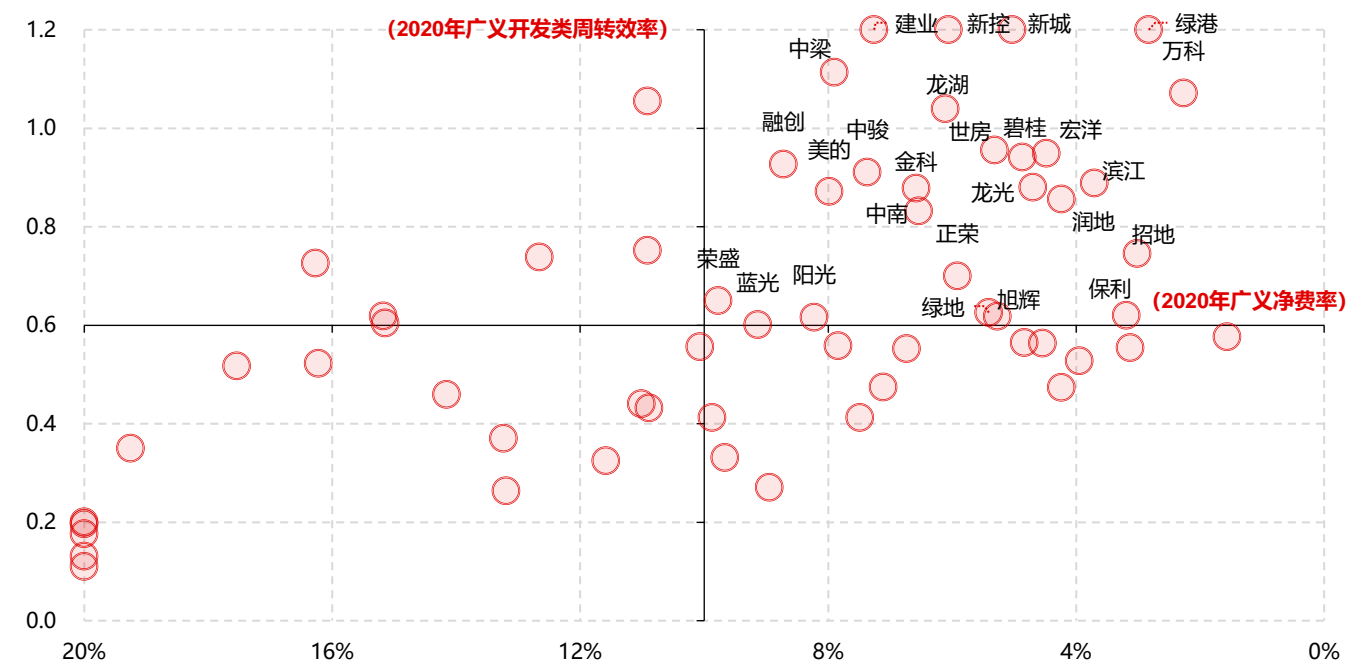
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

经营效率和扩张潜力的“量化”表达：

投入产出比和广义净费率的双击，可近似表达 ROIC 的高低（此处不用隐含杠杆贡献的 ROE 框架），是房企经营效率的集中体现。可投资头寸与广义净费率是格局优化的两条核心线索，前者代表扩张能力，后者代表扩张意愿，双击代表综合扩张潜力。从第一象限来看，在“A+H”60 家主流房企中，万科 A、保利地产、新城控股、龙湖集团、华润置地等房企是典型的资金与效率全面发展的均衡型好房企。

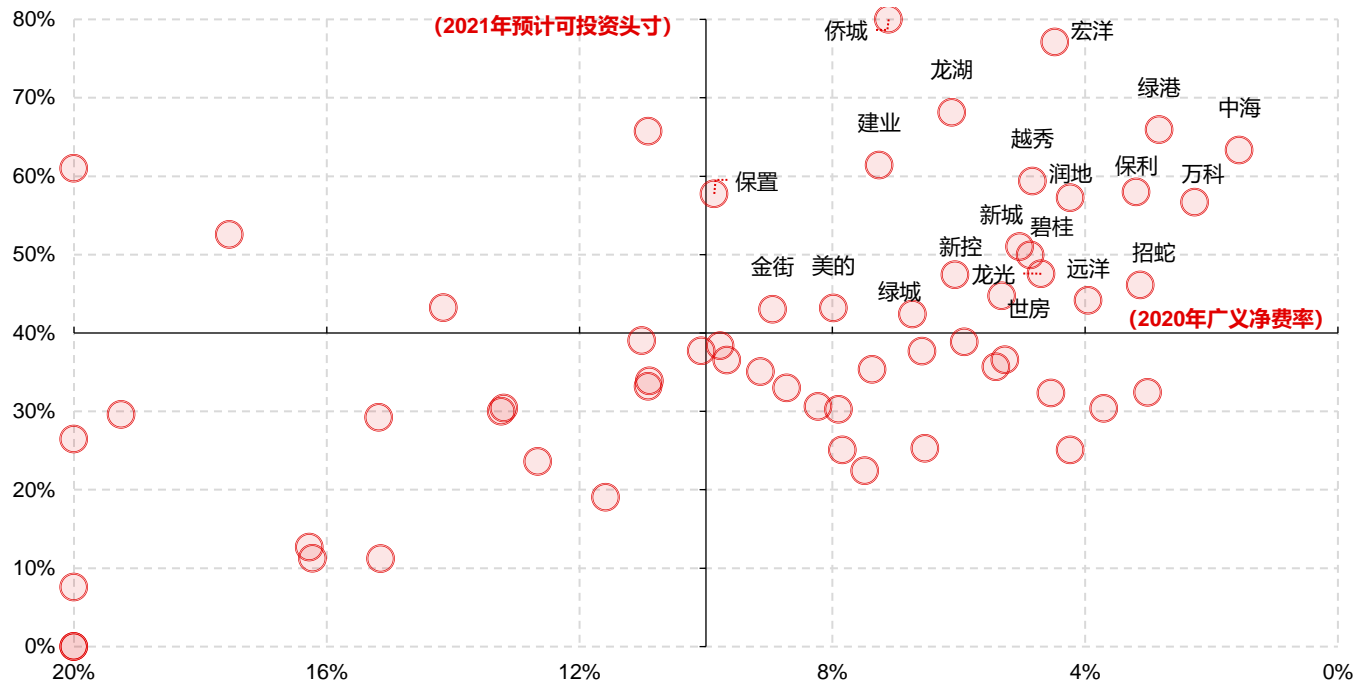
¹ 销管费负担（税后）=（销售费用+管理费用）/销售回款×75%。

图 30：广义开发类周转率与广义净费率的双击——经营效率



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 31：可投资头寸与广义净费率的双击——扩张潜力



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

要素市场：竞争优势逐步兑现，但仍面临盈利挑战

宅地集中供应逐步落地，行业竞争格局有望加速优化。2021 年 2 月下旬，自然资源部明确要求，重点城市今年继续增加住宅用地供应量，以及重点城市要对住宅用地集中公告、集中供应。按公告日期统计，第一批供地集中于 4-5 月，第二批供地集中于 7-8 月，第三批供地集中于 9-10 月。集中供地对于房企的影响是结构性的，有富余现金、高回款率和低费用率、不踩线的房企显然更从容，布局更广泛的房企可以实现充分错峰拿地进而资金链更平滑，而对于资金链偏紧、土储厚度偏薄的极致周转型房企，政策的综合影响会更大。伴随核心城市宅地集中出让逐步落地，“土地/房企/居民”等长效机制拼图日趋完善，行业竞争格局优化有望提速。

竞争优势逐渐在土地市场兑现，部分财务稳健、资金实力强的头部房企表现突出。广义费用率和财务稳健性（资金实力）的巨大差异是内因，融资端降杠杆和因企施策是外因，主流房企潜在拿地能力已出现明显分化，可投资头寸不足且现金流盈利能力偏低的房企，大概率将减少拿地和收缩报表。今年上半年情况略有差异，销售和回款持续好于预期，阶段性提升了部分非主流房企的拿地能力，但整体而言，部分优秀房企也如期提高拿地市占率，企业竞争优势在土地市场逐步兑现。截至 2021 年 5 月 20 日，长春、广州、沈阳、无锡、重庆（主城区）、杭州、北京、福州、深圳、厦门、青岛、天津等 12 个城市完成首批集中供地出让，合计成交住宅用地 382 宗，成交规划建筑面积 4833 万平方米，占 2020 年全年宅地成交面积的 35%；合计成交金额 5553 亿元，占 2020 年全年宅地成交金额的 46%。从 12 城宅地集中成交结果来看，财务稳健、资金实力强的头部房企表现突出，其中，融创中国表现最为亮眼，拿地金额市占率达 10%，华润置地、招商蛇口、保利地产拿地市占率也均超过 4%。整体而言，受融资新规影响较小的“绿”、“黄”档房企在重点城市集中供地中表现更为活跃，后续规模扩张能力或将有边际改善。

表 5：第一批宅地集中出让 12 个重点城市成交情况

城市	成交日期	成交宗数（宗）	规划建面(万㎡)	占2020年比例	成交金额(亿元)	占2020年比例	流拍宗数(宗)	竞拍前终止出让
长春	4.15	38	578	29%	189	29%	2	11
广州	4.26-4.27	42	799	52%	906	44%	6	0
重庆(主城区)	4.28-4.29	46	695	37%	635	56%	0	0
无锡	4.28-4.29	16	170	27%	256	35%	0	0
沈阳	4.3	22	366	28%	197	33%	0	3
杭州	5.7-5.8	57	757	69%	1178	63%	0	0
北京	5.8-5.11	30	345	57%	1110	64%	0	0
福州	5.12-5.13	20	146	22%	135	17%	0	3
青岛	5.12-5.14	55	141	17%	121	19%	1	0
深圳	5.13	6	91	17%	138	17%	0	0
厦门	5.13	5	53	19%	190	32%	0	0
天津	5.14-5.15	45	542	40%	499	54%	0	13

资料来源：中指院

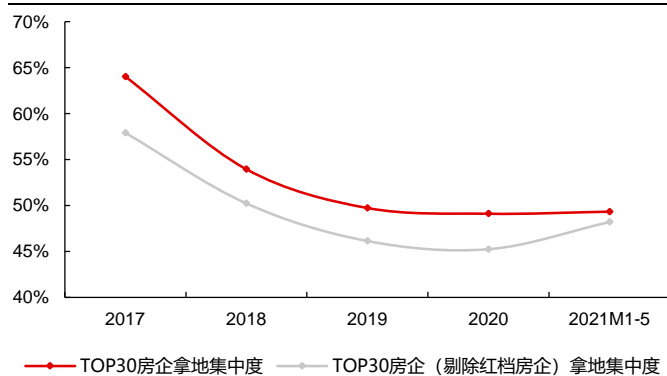
表 6：财务稳健、资金实力强的头部房企在首批集中供地中表现较为突出

公司	拿地金额 (亿元)	12城拿地金额市占率	2020年末“三条红线”情况
融创中国	569	10%	1
华润置地	235	4%	0
招商蛇口	224	4%	0
保利地产	213	4%	0
金地集团	188	3%	0
龙湖集团	185	3%	0
融信中国	164	3%	0
万科A	132	2%	1
中国海外发展	122	2%	0
滨江集团	96	2%	1

资料来源：中指院，长江证券研究所

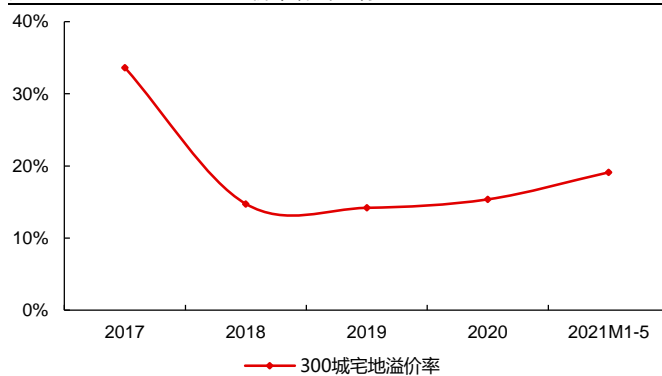
格局有所逻辑仅兑现一半，集中度提升逻辑相对清晰，但溢价率并未下行。2021 年 1-5 月 TOP30 房企拿地集中度有所提升，剔除红档房企后，集中度提升则更为明显，但上半年销售高景气导致房企拿地热情普涨，2021 年 1-5 月宅地溢价率有所上行，上半年新增拿地隐含毛利率又下滑至相对低位。龙头房企的管理红利和超额盈利毋庸置疑，但行业普遍仍面临较大的盈利挑战，决胜的关键不在于自己有多强，而是对手何时退出；伴随行业资金来源边际收敛，龙头房企下半年拿地的盈利潜力可能有一定改善。

图 32：2021M1-5 TOP30 房企拿地集中度有所提升



资料来源：中指院，长江证券研究所（全口径拿地金额计算，红档分类使用 2020 年最新数据，考虑部分房企杠杆降档，真实剔除红档拿地集中度上行更加明显）

图 33：2021M1-5 宅地溢价率有所上行



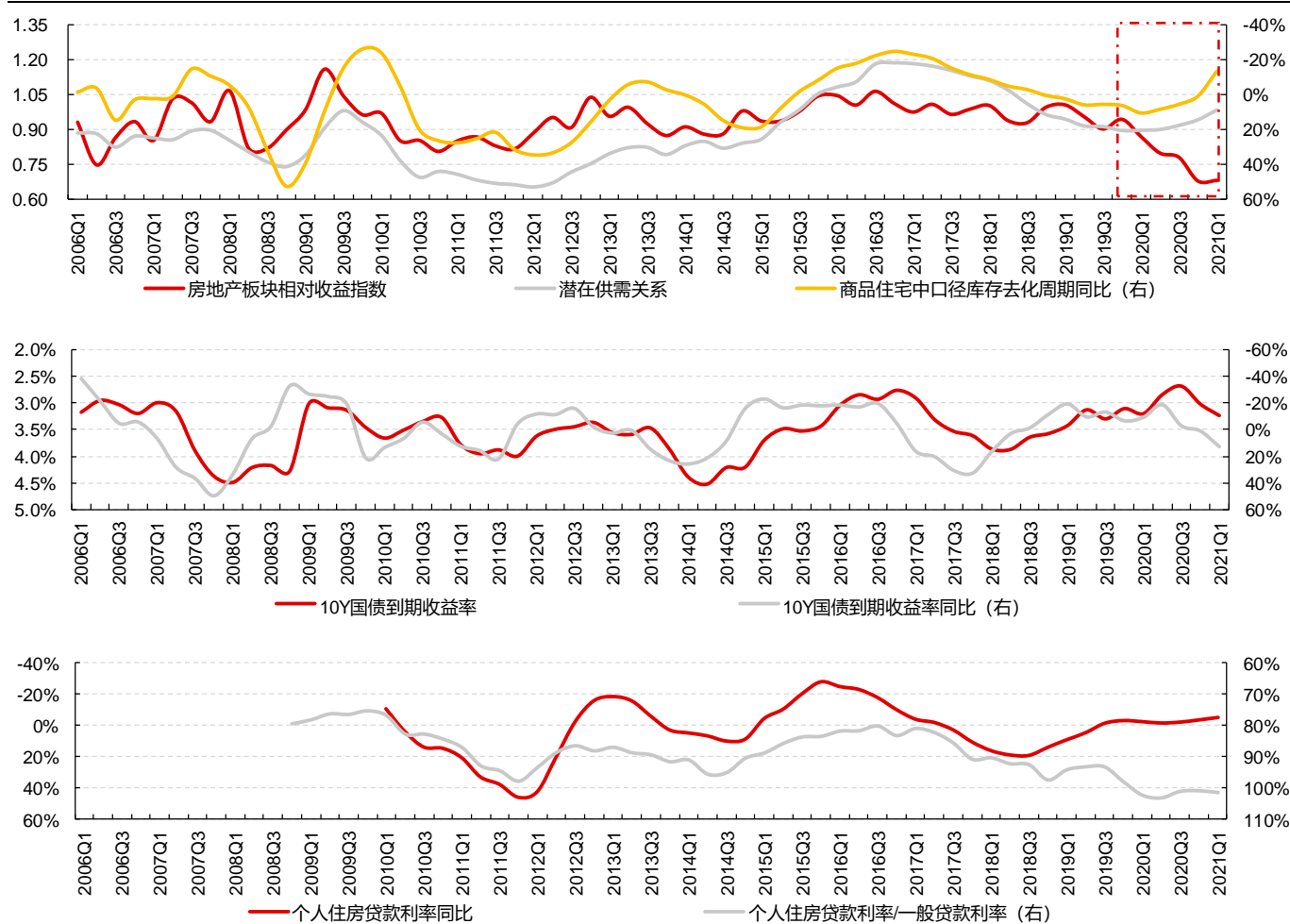
资料来源：克而瑞，长江证券研究所

投资机会：重视四条结构性线索，寻找确定性阿尔法

政策压力和盈利挑战是当前核心矛盾。地产板块当前核心矛盾是需求过于强势，且供应并未跟上，尽管部分城市调控政策加码，房贷集中度也对按揭总额构成限制，但按揭的短期约束并不强（压力可能在下半年），按揭利率上涨亦较为温和，储蓄迁移导致的资产

配置行为仍偏强（房价涨幅远超资金成本），共同驱动需求端持续向好。而供给端仍在收敛，开工持续偏弱已导致开工未售库存去化周期接近过去十年的低点，房价、地价上涨压力加大，明显触及“区间管理”的敏感地带，且近期宅地溢价率高企，房企新增拿地盈利能力压力普遍加大。综合而言，**尽管供需关系持续边际改善，但政策压力和盈利挑战是当前板块所面临的核心矛盾，利率中枢也逐步上行，地产股贝塔机会趋于淡化。**

图 34：政策压力和盈利挑战是当前核心矛盾，地产股贝塔机会趋于淡化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

寻找确定性阿尔法，重视四条结构性线索。虽然政策压力和盈利挑战导致贝塔机会淡化，但不代表没有阿尔法，我们认为，不动产的相对“重资产”领域，至少存在四条结构性线索需要重视。

1) “开发有效率+运营有能力”的类资管型房企

综合型房企的商业模式本质是“开发工具+全产业链资产管理”，回报率层面相当于增强版 REITs，标准化 REITs 本身就是长牛标的，综合型房企未来隐含“个位数现金流回报（股息）+双位数净资产增长（增值）”，ROE 预计可做到 15% 以上。综合型房企持有分部与标准化 REITs 的主要共性：1) 本质都是资产管理（运营），盈利模式基本一致；2)

都可享受资产增值引致的自然加杠杆。而综合型房企持有分部较标准化 REITs 有几大突破：1) 不用强制分红；2) 杠杆约束不强；3) 全产业链（拿地→开发→运营），可享受制造红利；4) 产业勾地。参照近期沪深交易所首批受理的 10 只基础设施公募 REITs，其中 5 只不动产项目“评估价值/2021 年预期 EBITDA”均在 20X-25X 之间，综合型房企的自持业务质量更优，至少可参照此水平给予估值。

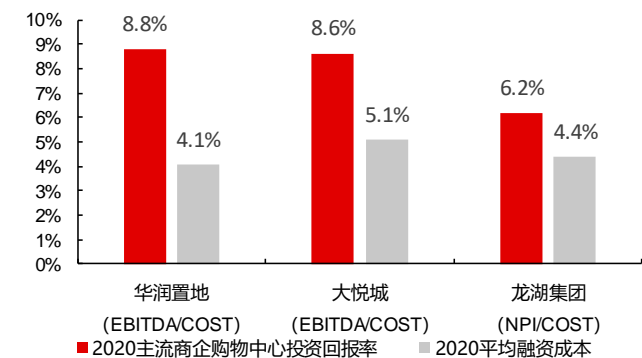
与此同时，优秀的综合型房企（资本配置商业超过开发）销售分部有额外贡献——1) 具备竞争优势的开发业务不是拖累，可做到 15%-20% 的 ROE (10% 净利率*1X 周转率*2X 杠杆率)；2) 以售养租，开发业务的富余现金流可提高持有业务的增长率，销售回款的个位数投入持有业务可将其 ROE 提升至 20% 以上。整体来看，综合型房企的价值发现关键点在于：1) 开发有效率+运营有能力；2) 持有分部占用资本超过销售分部；3) 持有分部现金回报率 (NOI) 大于融资成本。

图 35：长期来看美国 REITs 复合回报率超过主流股票指数

时间截止 2021Q1	All REITs	All Equity REITs	S&P 500	Russell 2000	Nasdaq Composite	Industrial Average
2021: YTD	8.48%	8.32%	6.17%	12.70%	2.95%	8.29%
1-Year	36.94%	34.24%	56.35%	94.85%	73.40%	53.78%
3-Year	10.35%	10.78%	16.78%	14.76%	24.54%	13.61%
5-Year	7.19%	7.19%	16.29%	16.35%	23.44%	15.99%
10-Year	9.27%	9.35%	13.91%	11.68%	18.22%	13.09%
15-Year	6.46%	6.74%	10.02%	8.83%	12.25%	10.28%
20-Year	10.10%	10.43%	8.47%	9.76%	10.37%	8.83%
25-Year	9.83%	10.28%	9.59%	9.36%	10.46%	7.36%
30-Year	10.26%	10.73%	10.42%	10.44%	11.68%	8.42%
35-Year	8.94%	9.95%	10.82%	9.66%	10.72%	8.63%
40-Year	9.95%	11.29%	11.63%	10.44%	10.91%	9.12%
1972 - 2021	9.56%	11.57%	10.90%	-	8.76%	7.61%

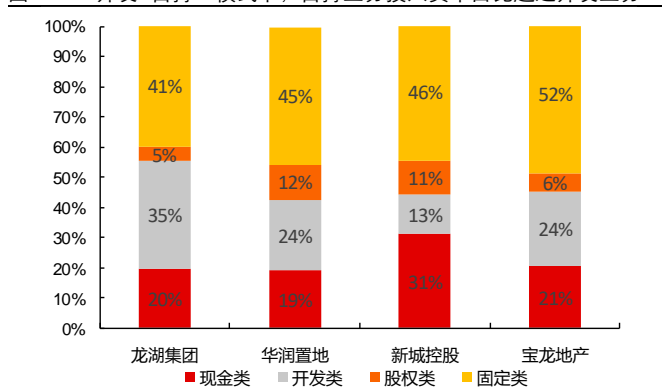
资料来源：Nareit，长江证券研究所

图 37：优质商业运营企业投资回报率高于平均融资成本



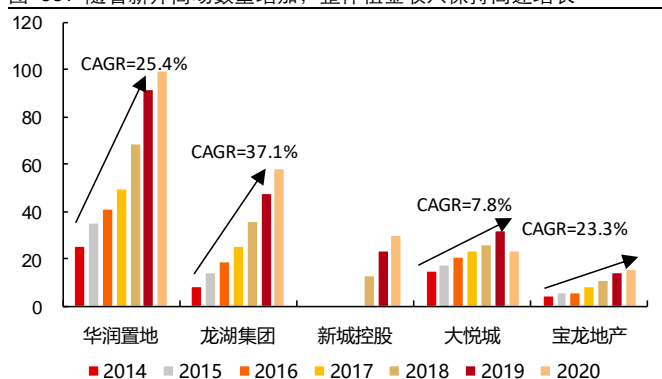
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 36：“开发+自持”模式下，自持业务投入资本占比超过开发业务



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 38：随着新开商场数量增加，整体租金收入保持高速增长



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 39：首批公募 REITs 中 5 只不动产项目评估价值/2021 年预期 EBITDA 在 20X-25X 之间

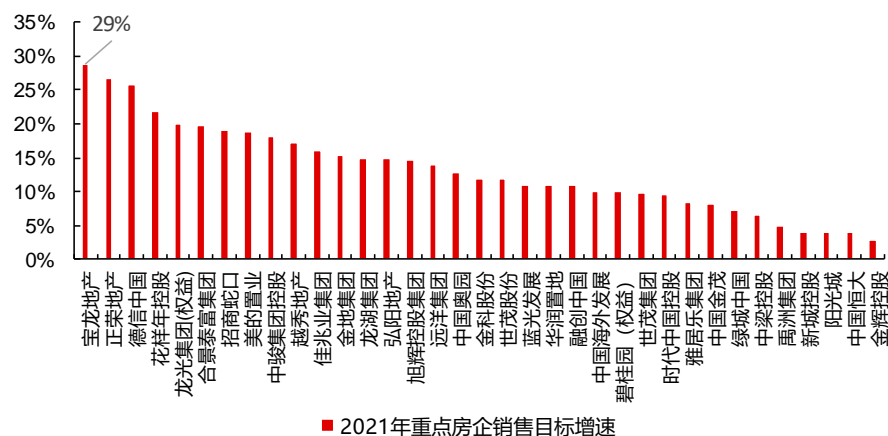
REITs名称	类型	拟募集金额 (万元)	评估价值 (万元)	评估基准日	拟募集金额/ 2021年预期可 供分配金额	拟募集金额/ 2022年预期可 供分配金额	评估价值/ 2021年预期 EBITDA	评估价值/ 2022年预期 EBITDA	评估价值/ 2021年预期营业收入	评估价值/ 2022年预期营业收入
博时招商蛇口产业园	不动产 (产业园区)	22.3	25.3	2020-12-31	24.4	24.0	24.0	23.4	17.8	17.4
华安张江光大园	不动产 (产业园区)	14.7	14.7	2020-12-31	21.1	24.3	24.3	24.8	17.4	17.5
东吴苏州工业园区产业园	不动产 (产业园区)	33.5	33.5	2020-12-31	22.2	22.0	-	-	13.7	13.6
红土创新盐田港仓储物流	不动产 (仓储物流)	17.1	17.1	2021-3-31	22.4	21.0	20.5	20.3	15.7	15.6
中金普洛斯仓储物流	不动产 (仓储物流)	56.2	53.5	2020-12-31	22.5	22.3	22.5	22.5	14.1	14.0
平安广州交投广河高速公路	基础设施 (收费公路)	86.7	96.7	2020-12-31	9.4	13.9	15.7	14.3	11.8	11.3
国铁建重庆渝遂高速公路	基础设施 (收费公路)	45.7	45.7	2020-12-31	11.2	10.7	9.4	8.7	7.0	6.6
浙商证券沪杭甬高速	基础设施 (收费公路)	41.4	45.6	2020-12-31	8.2	9.6	10.2	9.0	7.1	6.5
中航首钢生物质	基础设施 (环保设施)	12.5	9.4	2020-12-31	11.3	12.0	10.1	8.2	2.4	2.4
富国首创水务	基础设施 (环保设施)	18.4	17.5	2020-12-31	11.5	11.0	9.8	9.5	5.9	5.8

资料来源：上交所，深交所，长江证券研究所（募集书中披露 2021 年预期数据为非完整年度的，根据月度均值年化处理）

2) 具备优质土储和竞争优势的腰部成长型龙头

腰部成长性房企的核心逻辑是有质量的增长，尤其是具备“土储量大质优、财务指标全绿、销售增速行业领先”等基本特征的二梯队龙头。典型如宝龙地产，不仅仅是“开发+自持”双轮驱动模式，而且公司 2021 年销售目标增长接近 30%，大幅超越行业平均水平，且预计明后年仍有双位数以上增长，更重要的是，公司土地储备房地比显著高于同行，未来销售的毛利率有保障，规模增长有望直接转换为业绩和市值。

图 40：重点房企 2021 年销售目标增速的中位数为 12%，宝龙地产为 29%

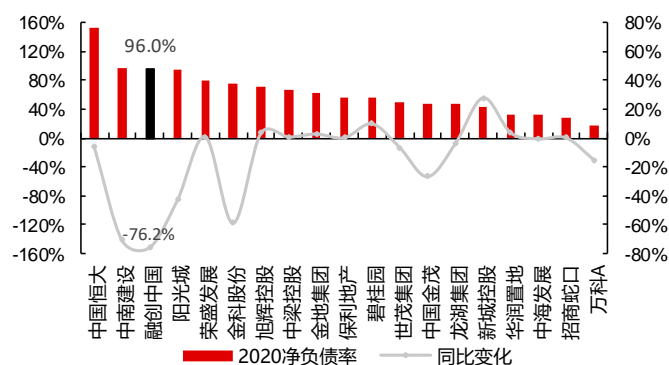


资料来源：Wind，公司公告，公司年度业绩推介资料，长江证券研究所

3) 具备快速降风险能力的改善型房企

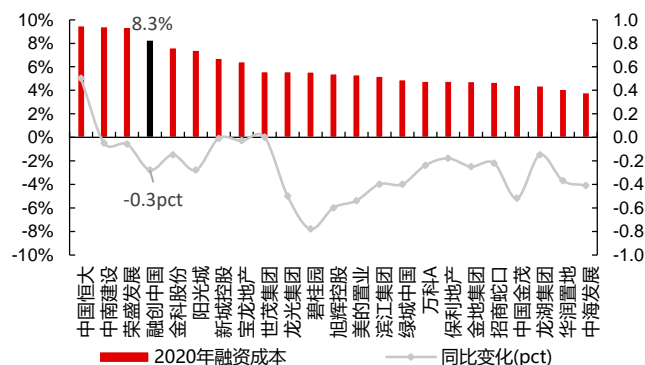
伴随高增长阶段成为过去式，较多地产股的定价矛盾从分子转向分母，核心观察指标是融资成本，融资成本下降有望带来双击，一是分子端的业绩改善，二是隐含的风险评价降低，有助于估值修复。重点关注降杠杆卓有成效的标的——融创中国，预计公司后期财务杠杆与融资成本仍具备较大下降空间，为主流大房企中最具潜在弹性的标的。

图 41：高杠杆房企 2020 年降杠杆明显



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 42：重点房企 2020 年融资成本普遍下行

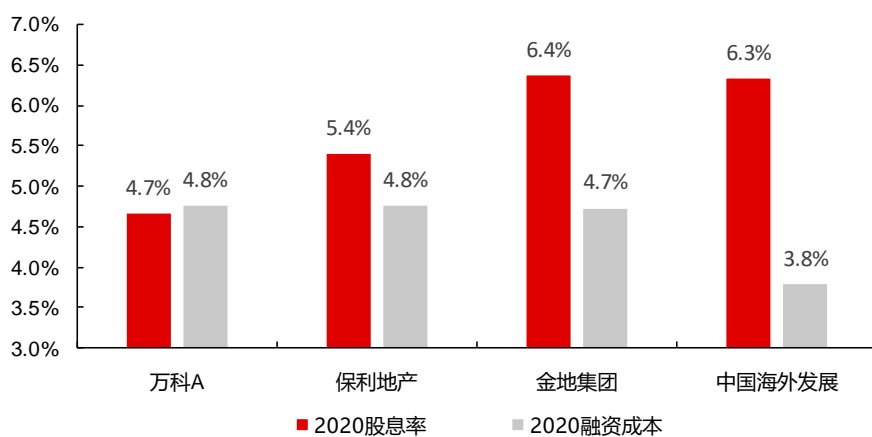


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

4) 稳健增长和高股息的低估值蓝筹

这类房企财务健康，截至 2021 年一季度末均为“绿档”企业，且业绩稳健增长，现金流充裕，竞争力相对领先，叠加个位数股息率，预计仍可取得 10% 以上的底线持有回报率；尤其是部分房企隐含较高的第二增长曲线，且价值开始逐步显性化，新业务期权价值蓄势待发。重点关注万科 A、保利地产、金地集团等。

图 43：部分蓝筹房企财务稳健，竞争力行业相对领先，股息率接近甚至高于融资成本



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（对应 2021 年 5 月 15 日收盘价）

物业之道，在含金量，在确定性，在模式进阶

含金量、确定性和模式进阶等三要素是关键线索。得益于关联房企交付高峰、第三方外拓、资本驱动收并购，以及行业服务边界扩容和业主增值服务持续渗透，未来几年主流物业公司仍将持续快速发展，高增长是行业核心主线；但个股之间的估值差异也逐步拉开差距，如何理解这种越来越明显的分化？我们认为，至少要关注三个维度。首先是业绩含金量的差异，这涉及经营质量问题，买来的增长要打折扣，现金流和收入要匹配（收缴率），关联交易要适度；其次是未来增长的确定性，在手合约、关联房企销售、第三方外拓占比、增值服务占比、毛利率等指标可大体测算业绩预见性；最后是模式进阶，未来最优秀的物业公司显然不仅仅是收基础物业费（类公用事业），而是面向 C 端的集成服务商（消费属性），甚至是开放式平台，这将决定估值的中枢和长期持有回报。

物管仍为资本与房企关注的重点，本年度仍有较多物企陆续拆分上市。但随着可选范围持续扩容，之前年份单纯“选赛道”投资策略逐步失效，不同物企本年度股价表现差异明显，当前时点下不同物企内部估值亦呈现分化扩大趋势。纷繁复杂的可选标的中，如何选择“含金量、确定性、模式进阶”并重的“最优解”，将成为投资的关键。

图 44：年初至今多数头部物企仍呈现较好涨幅（截至 2021/05/21）

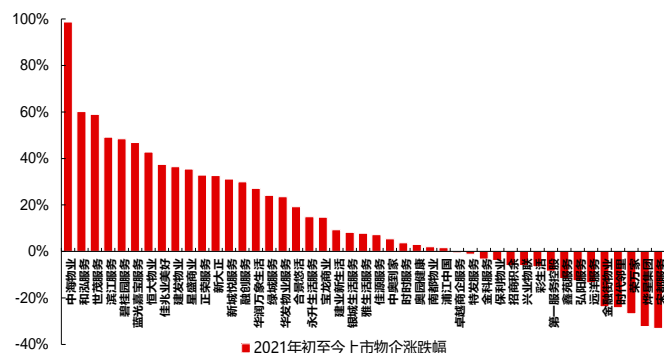
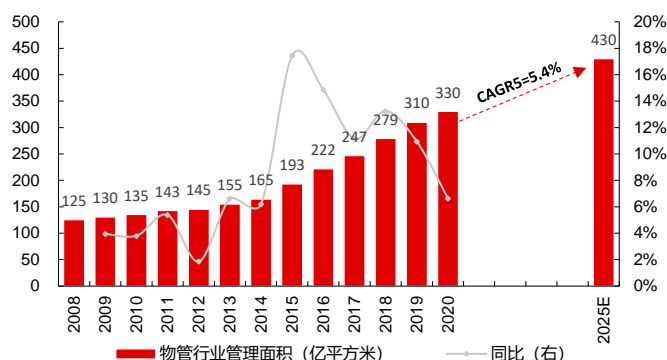
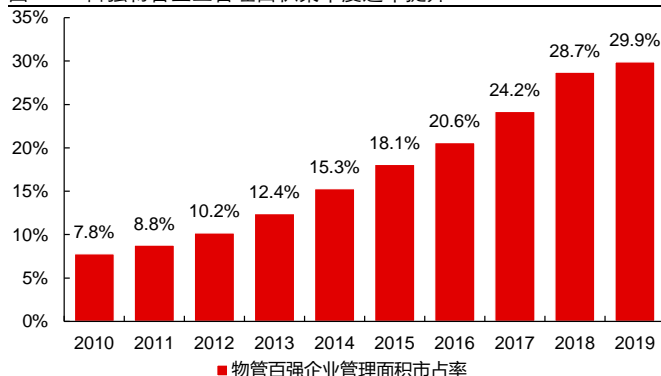


图 46：物管行业管理面积未来五年复合增速或达 5.4%



资料来源：中物研协，长江证券研究所

图 47：百强物管企业管理面积集中度逐年提升



资料来源：中物研协，长江证券研究所

收并购市场火热，行业集中度加速提升。出于规模扩张、业态补充与拓宽社区服务领域等考量，上市物企参与收并购热情。过去十年全国商品房累计销量 145 亿方，百强房企累计操盘销量 41 亿方，意味着中小房企累计销量近 100 亿方，整体收并购市场空间较大；但考虑项目年限、盈利性以及上市物企业务匹配度，优质标的整体数量有限。旺盛的需求与有限的优质供给下，一级市场竞争激励程度明显提升，双位数市盈率收购对价已成常态；而本年度碧桂园服务对蓝光嘉宝服务并购更是显示收并购的热潮已经从一级市场转向上市公司，行业集中度提升有望进一步加速。需留意的是，收并购行为本身偏中性，物企可以依托并购行为迅速实现规模进阶与业态、业务补充，但之后的“消化”能力或更为关键。

表 7：收并购成为规模扩张、业态补充与拓宽社区服务领域的重要手段

企业	时间	收并购项目	收购股权比例	金额 (亿元)	标的关键词	企业	时间	收并购项目	收购股权比例	金额 (亿元)	标的关键词
碧桂园服务	2020	溧阳中立电梯	60%	-	电梯制造与运营	永生生活服务	2020	青岛银盛泰物业	50%	0.09	物业管理/住宅商写
	2020	天津国际保险	100%	0.84	保险业务	新大正	2020	民兴物业	100%	0.97	物业管理/办公
	2020	城市纵横	100%	15.12	城市社区电梯媒体	世茂服务	2020	浙大新宇	51%	6.15	学校类物管
	2020	满国康洁	70%	24.50	环卫服务		2020	福晟生活服务	51%	-	住宅类
	2020	合富辉煌	10%	0.33	地产顾问服务		2020	成都信谊物业	67%	0.74	公建
	2020	福建东飞	60%	8.71	环卫/城市环境服务		2020	北京冠城物业	100%	1.28	酒店
	2021	蓝光嘉宝服务	71%	54.32	在管面积超1.3亿平米		2020	山东康桥物业	80%	2.92	公建/医院/学校
							2020	方瑞物业	70%	1.40	市政/学校/产业园
新城悦服务	2020	成都诚悦时代物业	62%	1.05	物业管理/商办写字	宝龙商业	2020	近湖物业	100%	0.62	公建为主
	2020	大连华安物业	60%	0.63	住宅物业/城市服务		2020	广州粤泰	100%	1.10	住宅/写字楼
	2021	云柜网络技术	100%	0.33	仓储服务/网络技术服务		2020	天津和兴	70%	0.96	公建
时代邻里	2020	上海科箭物业	51%	2.43	江浙沪工业物流物管		2020	浙江星汇商业管理	60%	0.22	商写
	2020	广州耀城物业	100%	0.14	供电系统及政府机关物管	合景悠活	2021	雪松智联科技	80%	13.16	城市服务运营
	2020	广州浩晴物业	100%	0.32	物业管理		2021	陕西明堂	60%	1.44	环卫服务
融创服务控股	2020	开元物业	85%	14.88	"开元酒店式服务"市场化外拓		2021	大连明日	51%	3.00	环卫服务
	2020	融创旅居置业	100%	0.10	旅游代理销售	雅生活服务	2021	安徽宇润	51%	1.53	环卫服务
	2020	成都环球世纪	95%	0.09	主打会议会展		2021	中航环卫	30%	3.00	环卫服务
	2020	天津保舜	98%	0.01	保险代理		2021	北京慧丰	51%	2.81	环卫服务
	2020	北京金泰合	100%	0.00	房产经纪	恒大物业	2021	宁波亚太酒店物业	100%	15.00	楼宇物业城市公共服务
	2020	天津锦物	24%	3.91	住宅物业						

资料来源：公司公告，中物研协，长江证券研究所

政策加持再添助力，物业提价与社区增值扩容成为可能。住宅存量盘短期普遍难以涨价，主要是消费习惯和产业环境约束，但并非绝对不能提价，部分具备品牌力和服务力的优质物业企业，已具备存量渐进式提价的实力；近年来政策限制逐步放松与业委会的逐渐普及也将提高再定价的可能性，尤其是本年初住建部等十部委《关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》要求“完善物业服务价格形成机制”、“根据服务标准和物价指数等因素动态调整”，破除了压制行业盈利的最大掣肘。增值服务长远空间值得期待，虽部分业务面临“圈外”巨头挑战，但天赋的地域优势使得物企可以在众多社区线下消费场景中分一杯羹。政策加持再添助力，去年 10 月起“推动物业服务线上线下融合发展”，鼓励探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多样化多层次居住生活需求，增值服务未来大概率将乘风而起，迈入新的发展阶段。

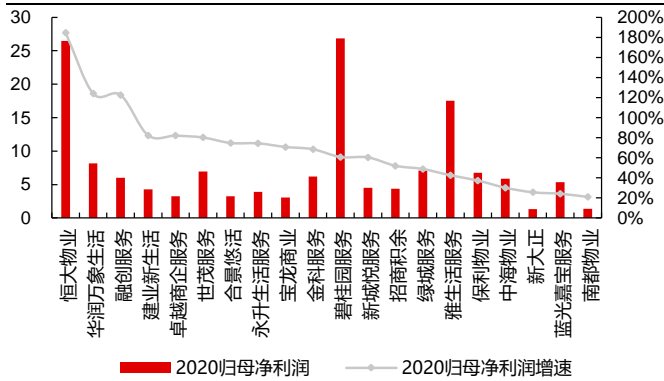
表 8：政策加持再添助力，物业提价与社区增值扩容成为可能

日期	文件/会议	主要相关内容
2021.01.06	《住房和城乡建设部等部门关于加强和改进住宅物业管理工作的通知》	扩大物业管理覆盖范围。街道要及时积极推动业主设立业主大会，选举业主委员会，选聘物业服务企业，实行专业化物业管理。暂不具备设立业主大会条件的，探索组建由社区居民委员会、业主代表等参加的物业管理委员会，临时代替业主委员会开展工作。 完善物业服务价格形成机制。物业服务价格主要通过市场竞争形成，由业主与物业服务企业在物业服务合同中约定服务价格，可根据服务标准和物价指数等因素动态调整。提倡酬金制计费方式。物业服务价格实行政府指导价的，由有定价权限的价格部门、住房和城乡建设部门制定并公布基准价及其浮动幅度，建立动态调整机制。 加强智慧物业管理服务能力建设。鼓励物业服务企业运用物联网、云计算、大数据、区块链和人工智能等技术，建设智慧物业管理服务平台，提升物业智慧管理服务水平。 促进线上线下服务融合发展。鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、文化、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，探索“物业服务+生活服务”模式，满足居民多样化多层次居住生活需求。
2020.12.21	全国住房和城乡建设工作会议	加快建设完整居住社区，推动物业服务企业大力发展线上线下服务业。
2020.12.04	《住房和城乡建设部等部门关于推动物业服务企业加快发展线上线下生活服务的意见》	1、拓宽物业服务领域。鼓励物业服务企业依托智慧物业管理服务平台，在做好物业基础服务的同时，为家政服务、电子商务、居家养老、快递代收等生活服务提供便利。 2、对接各类商业服务。构建线上线下生活服务圈，满足居民多样化生活服务需求。 3、提升公共服务效能。推进智慧物业管理服务平台与城市政务服务一体化平台对接，促进“互联网+政务服务”向居住社区延伸，打通服务群众的“最后一公里”。 4、发展居家养老服务。以智慧物业管理服务平台为支撑，大力发展居家养老服务。
2020.11.24	《住房和城乡建设部等部门关于推动物业服务企业发展居家社区养老服务的意见》	推动和支持物业服务企业积极探索“物业服务+养老服务”模式，切实增加居家社区养老服务有效供给，更好满足广大老年人日益多样化多层次的养老服务需求。
2020.10.14	关于印发《近期扩内需促消费的工作方案》的通知	推动物业服务线上线下融合发展。搭建智慧物业平台，推动物业服务企业对接各类商业服务，构建线上线下生活服务圈，满足居民多样化生活服务需求。

资料来源：住建部等政府官网，长江证券研究所

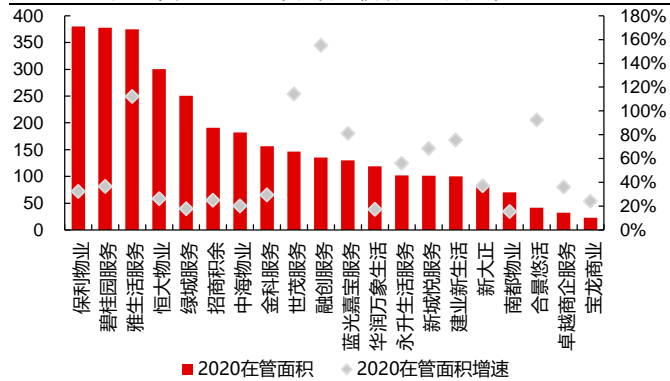
规模与成长仍为主旋律，主流物企未来业绩指引仍普遍较为亮眼。广阔的空间、偏低的集中度叠加资本市场的加持，上市物企规模与成长仍为主旋律，社区增值服务的深入挖掘亦是其工作重点。2020 年 20 家主流物管企业归母净利润整体增幅 71.7%，其中不乏业绩翻倍型物企；在管规模整体增幅 44.8%，部分物企在向关联方与第三方开发商市场化外拓之外，通过收并购大幅提升规模。展望未来三年，主流物企在 2020 年报业绩会上多释放积极信号，3 年复合增速 30%已基本成为业绩增长指引的底线，主流物企仍处规模与业绩高增期。

图 48：主流上市物企 2020 年业绩增速（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 49：主流上市物企 2020 年在管规模增速（百万平）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：部分未公布在管面积口径的物企使用签约面积，后文不再重复提示

表 9：部分物管企业未来业绩指引情况

公司	代码	指引
碧桂园服务	6098.HK	2021-2025 年营业收入、净利润复合增长率达到 50%，2025 年底目标实现营业收入超 1000 亿元
恒大物业	6666.HK	营业收入在 2021-2023 年复合增速维持在 50%-60%
华润万象生活	1209.HK	十四五期间核心净利年均复合增速不低于 40%
融创服务	1516.HK	2021 年利润水平预期会翻倍上涨，2022-2023 年维持 30%-50% 水平
金科服务	9666.HK	营收未来 5 年 10 倍，复合增速 58%
永升生活服务	1995.HK	2021 年维持净利润 50%-60% 的增长，未来三年维持在 40%-50% 的增长水平
世茂服务	0873.HK	营收未来 3 年 5 倍，21-23 收入增速 80%+、80%+、55%+
保利物业	6049.HK	2021 年营收增速不低于 30%，利润增速不低于 25%；未来 2-3 年营收增速保持 30% 左右，利润增速在 20-30%
绿城服务	2869.HK	未来五年公司目标营业收入 5 倍，复合增速 38%
宝龙商业	9909.HK	未来五年利润复合增速不低于 40%
新城悦服务	1755.HK	收入、规模、净利润在 2020 年基础上实现 3 年 3 倍目标，复合增速 44%
中海物业	2669.HK	十四五期间，公司的主要经营指标年均增速不低于 30%
建业新生活	9983.HK	未来 3 年收入复合增速不低于 50%，利润复合增速不低于 40%
雅生活服务	3319.HK	未来 3 年营收复合增速 40%
招商积余	001914.SZ	21 年力争营收 103 亿（+19%）
新大正	002968.SZ	股权激励计划要求 2021-2025 相对于 2020 年营收增速不低于 45%/110%/200%/280%/360%，净利润增速不低于 35%/90%/150%/210%/280%

资料来源：公司公告，公司业绩推荐材料，中指院，中物研协，公司业绩会，长江证券研究所

注：多数物企业绩指引源自其公开召开的 2020 年年报业绩会，为其公开发言摘录，并不代表本研究团队观点

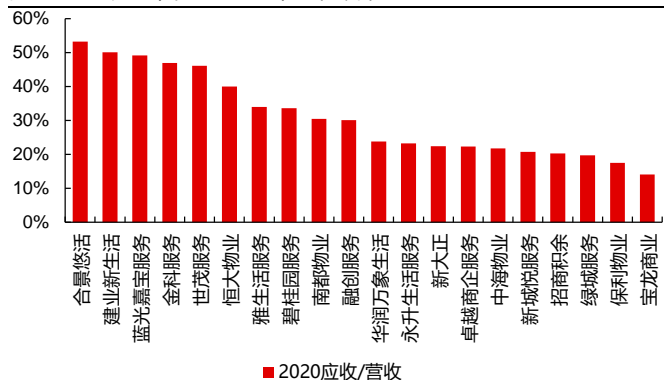
传统物管：寻找含金量、确定性与模式进阶的最优解

对于传统的物管企业（盈利主要来自物业管理费及增值业务，而非商业运营），“含金量、确定性与模式进阶”或为其竞争力与估值分化的根源，寻找“含金量、确定性与模式进阶”并重的“最优解”或为投资首选。

含金量：含金量主要考量收并购占比、收缴率、房龄结构，以及非业主增值服务营收占比与毛利率。市场化拓展是驱动物企规模提升的重要来源，但需鉴别其为靠自身实力向第三方拓展，还是收并购。“买来的”增长当然不是最好的增长，其持续性与后续盈利性均存不确定性，“商誉/归母权益”可以作为物企收并购强度的参考。“应收/营收”可以对收缴率进行一定印证，尤其对部分企业关联房企在销售过程中“送物业费”的促销行为持审慎态度。由于新交付项目在交房领钥匙时基本会预缴部分物业费，“合约负债/营

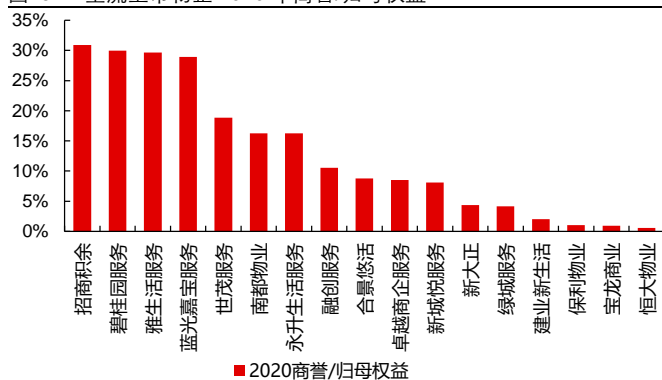
收”一定程度上可以对项目房龄结构有所刻画（不同物企物业费收缴方式与规模增速会对指标或有所干扰）。非业主增值服务收入占比和毛利率高低可能影响企业可持续发展潜力，如果该指标过高，或存一定非市场化盈利输送的可能性。

图 50：主流上市物企 2020 年应收/营收



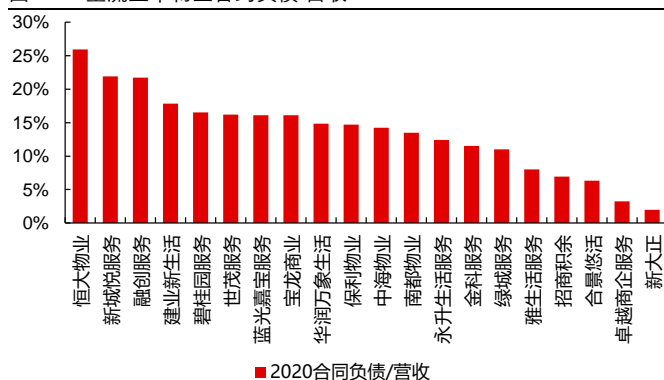
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 51：主流上市物企 2020 年商誉/归母权益



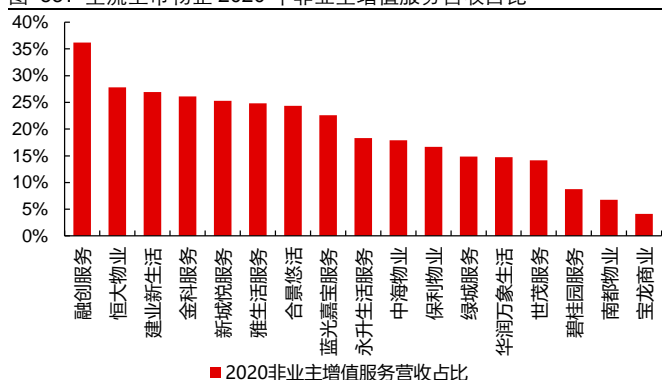
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 52：主流上市物企合约负债/营收



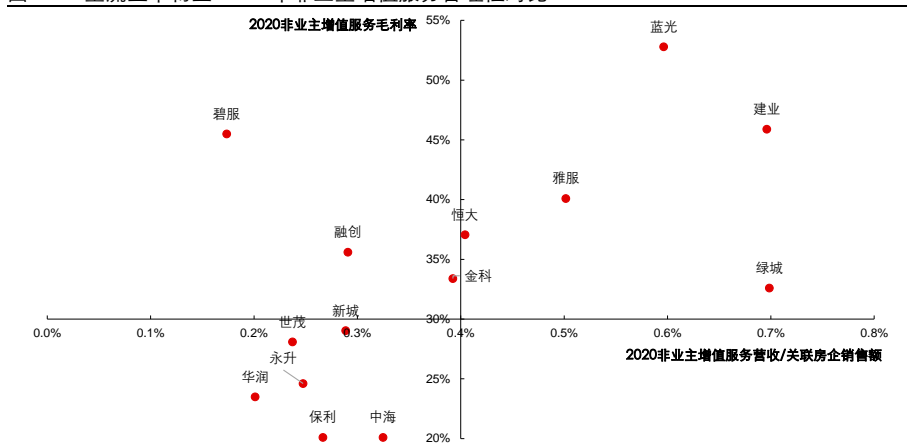
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 53：主流上市物企 2020 年非业主增值服务营收占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 54：主流上市物企 2020 年非业主增值服务合理性对比



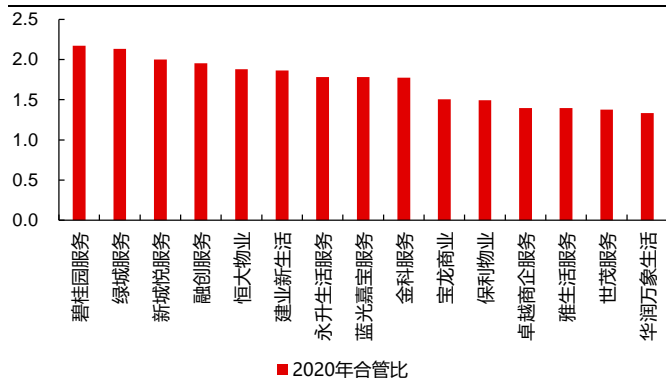
资料来源：Wind，长江证券研究所

确定性：在手储备、关联房企支持为业绩确定性的底线支撑，第三方外拓、收并购与增值服务拓展为业绩弹性的进一步来源。根据“预期能见度”从高到低，可以在“确定性”视角下对主流物企未来盈利进行探讨。

- **基本假设：**2020 年末合约面积在 2023 年前全部转为在管；考虑销售竣工周期与关联房企销售增长，关联方未来三年操盘有一半可以在 2023 年末转为在管；未来三年新增第三方直拓合约面积与来自关联方面积比例维持 2020 年水平，且新增直拓合约面积三年内一半转为在管；考虑通胀与新盘效应，物业费均价复合增速 3%；考虑关联房企销售仍为正增长，非业主增值服务营收复合增速 5%；对于社区增值服务，除在管面积提升外，客单复合增速 10%；利润率保持稳定，即营收增速与归母净利增速相等。参考主流物企历史数据，本测算基本假设整体较保守。
- **情景 A：仅考虑当前合约面积与未来关联房企销售转化。**在手储备与关联方未来销售交付为最具确定性增长，“(合约+关联方操盘*3/2)/在管”至少从面积维度提供了未来 3 年增长底线。对主流物企测算结果显示，未来三年业绩复合增速 25%左右基本为确定性底线支撑。
- **情景 B：考虑第三方直拓。**在基本假设中后续年份维持与 2020 年强度相当的直拓能力下，主流物企未来三年业绩复合增速均值在 32%左右。尽管第三方直拓的确定性弱于关联房企交付，但物企过往直拓能力已经得到证明，且未来拓展空间仍相对可观，整体来看其实现可能性较高，而本身具备强大市场化直拓能力的绿城服务、永升生活服务公司，其增速或有更好表现。
- **情景 C：考虑使用在手现金与未来业绩留存进行收并购。**收并购已成为物企提规模与补充业态、提升增值服务能力的重要手段，但其可持续性与确定性相对偏弱，且存在标的质量与获取难度问题。在维持 2020 年分红比例前提下，我们考虑将在手现金及未来 3 年利润留存的 80%用于收并购，在 10X 市盈率前提下计算其带来的利润提升。考虑收并购后，主流物企未来三年业绩复合增速 47%，其中在手现金充裕的保利物业增幅较为明显。如果考虑配股等行为，物企业绩增速或有更好表现。

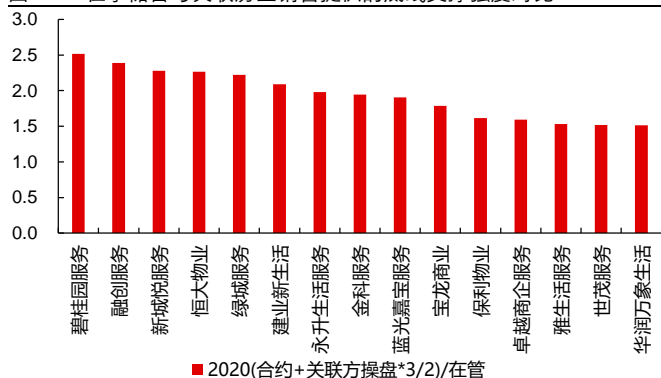
整体来看，未来三年主流物企业绩有望维持较高增速，但不同确定性程度下有所分化，需仔细考量其未来指引实现可能性与实现方法（如配股、大力发展社区增值服务等）。

图 55：主流上市物企 2020 年合管比情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 56：在手储备与关联方房企销售提供的底线支撑强度对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 10：“确定性”视角下的龙头物企未来三年盈利弹性测算（百万平，亿元）

公司	20在管面积	20合约面积	20合约增量	20合约增量-第三方	20合约增量-收并购	20合约增量-关联方	20操盘销售面积	20总营收	20营收-基础	20营收-非业主	20营收-社区	20营收-其他	20归母净利润
碧桂园服务	377	821	136	72	16	48	86	156	86	14	17	39	27
保利物业	380	567	69	37	2	30	31	80	49	13	17	0	7
绿城服务	251	535	89	75	0	14	14	101	64	15	22	0	7
世茂服务	146	201	100	24	70	7	14	50	27	7	16	0	7
融创服务	135	264	106	10	50	45	39	46	28	17	2	0	6
金科服务	156	277	29	9	2	18	18	34	20	9	4	0	6
永升生活服务	102	181	71	54	3	13	13	31	18	6	8	0	4
新城悦服务	101	203	50	16	16	19	19	29	13	7	5	4	5
A:不考虑第三方拓展	20合约面积+销售面积*3/2	第三方新增直拓在管	23末总在管面积A	23末总面积A/20末在管	23营收-基础	23营收-非业主	23营收-社区	23营收-其他	23总营收	23总营收/20总营收	23归母净利润	归母净利润CAGR3	业绩指引CAGR3
碧桂园服务	950	0	950	2.5	237	16	58	39	350	2.2	60	31%	50%
保利物业	614	0	614	1.6	87	16	38	0	140	1.7	12	20%	25%
雅生活服务	574	0	574	1.5	109	29	21	0	159	1.6	28	17%	40%
绿城服务	556	0	556	2.2	156	17	64	0	238	2.4	17	33%	38%
世茂服务	222	0	222	1.5	45	8	32	0	86	1.7	12	19%	71%
融创服务	323	0	323	2.4	72	19	6	0	97	2.1	13	28%	58%
金科服务	304	0	304	1.9	43	10	11	0	64	1.9	12	24%	58%
永升生活服务	201	0	201	2.0	38	7	21	0	65	2.1	8	28%	48%
新城悦服务	231	0	231	2.3	31	8	15	4	59	2.0	9	27%	44%
B:考虑第三方直拓	20合约面积+销售面积*3/2	第三方新增直拓在管	23末总资产管面积B	23末总面积B/20末在管	23营收-基础	23营收-非业主	23营收-社区	23营收-其他	23总营收	23总营收/20总营收	23归母净利润	归母净利润CAGR3	业绩指引CAGR3
碧桂园服务	950	196	1,146	3.0	286	16	70	39	410	2.6	71	38%	50%
保利物业	614	58	672	1.8	96	16	41	0	152	1.9	13	24%	25%
雅生活服务	574	131	705	1.9	133	29	26	0	188	1.9	33	23%	40%
绿城服务	556	115	671	2.7	188	17	78	0	283	2.8	20	41%	38%
世茂服务	222	74	296	2.0	60	8	43	0	111	2.2	15	30%	71%
融创服务	323	13	336	2.5	75	19	6	0	101	2.2	13	30%	58%
金科服务	304	13	317	2.0	45	10	11	0	67	2.0	12	26%	58%
永升生活服务	201	84	285	2.8	54	7	29	0	90	2.9	11	42%	48%
新城悦服务	231	23	254	2.5	34	8	17	4	63	2.2	10	30%	44%
C:考虑收并购	20分红比例	20末在手现金	21-23累计归母净利润	在手现金+3年累计留存		80%现金与留存用于并购置换净利润		23归母净利润/20归母净利润	23归母净利润	归母净利润CAGR3	业绩指引CAGR3		
碧桂园服务	24%	152	159	273		22		3.4	93	51%	50%		
保利物业	36%	74	31	95		8		3.0	20	45%	25%		
雅生活服务	25%	51	81	111		9		2.4	42	34%	40%		
绿城服务	46%	44	44	68		5		3.6	25	53%	38%		
世茂服务	32%	58	36	83		7		3.2	22	47%	71%		
融创服务	30%	94	31	115		9		3.7	22	55%	58%		
金科服务	54%	68	30	82		7		3.0	19	45%	58%		
永升生活服务	30%	32	25	49		4		3.9	15	57%	48%		
新城悦服务	50%	19	24	31		2		2.7	12	40%	44%		

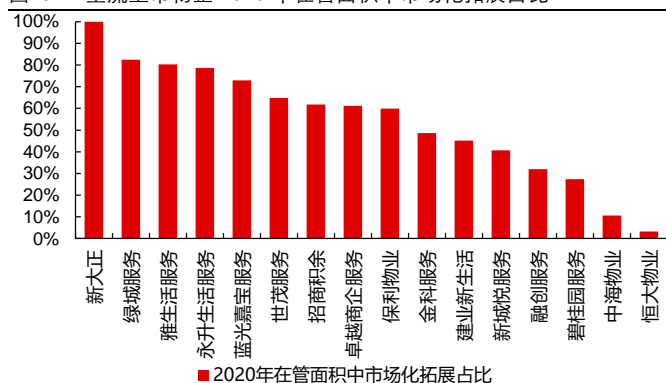
资料来源：公司公告，Wind，公司业绩推介材料，公司业绩会，长江证券研究所

注：本表业绩指引为上文业绩指引表格基础上，3 年维度年化复合增速，未考虑后续配股等操作

模式进阶：物管企业营运模式主要涉及增长来源、布局广度、业务深度以及平台化布局。

规模增长来源主要包括资源驱动与市场化驱动（需区分独立第三方市场化拓展与收并购）两种模式，客观来讲，二者本身并没有优劣之分，只是在短期确定性、爆发力与长期持续性等方面各有侧重。资源禀赋对应关联输送与外拓背书，尤其在拓展城市服务的早期阶段，属于赢在起点；正常的面积输送是常规的商业行为，这也使得资源驱动性物企在短期确定性与爆发力维度更胜一筹。但在中长期维度，市场终将考验物企的独立生存能力，且随着基数的持续抬升，关联房企的新交付占比势必趋于下行，当前阶段已凭借自身竞争力在市场化拓展中展露锋芒的优质物企长期持续性或更有保障。

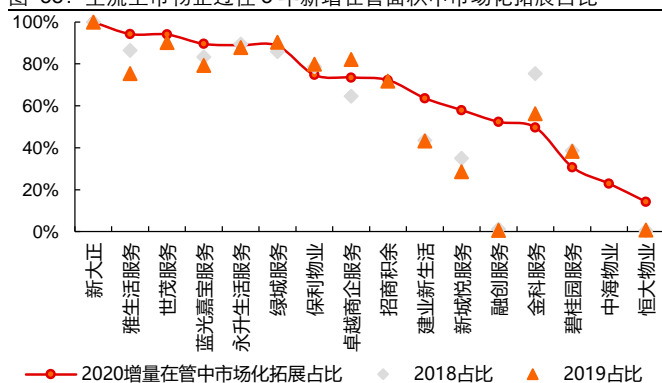
图 57：主流上市物企 2020 年在管面积中市场化拓展占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：图内市场化拓展含独立第三方外拓与收并购，下同

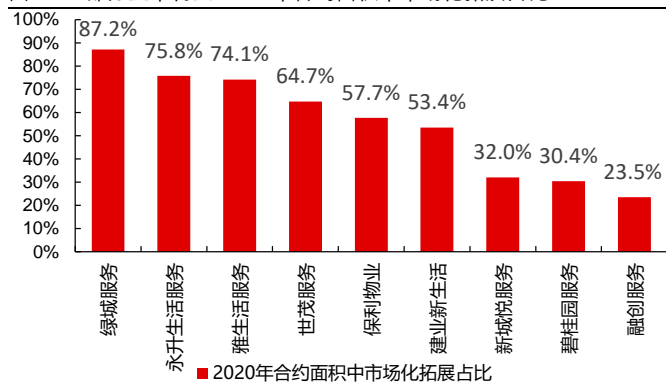
图 58：主流上市物企过往 3 年新增在管面积中市场化拓展占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

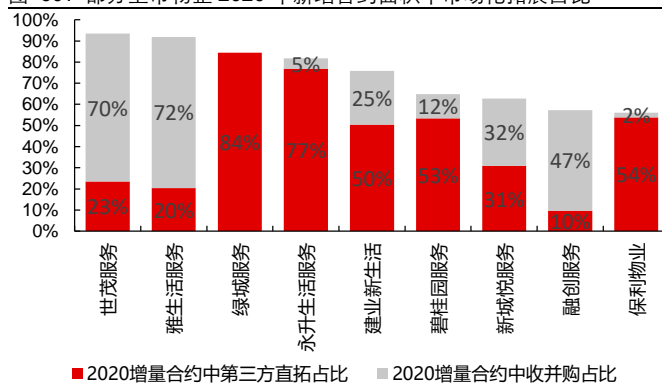
注：为了鉴别单次收并购带来管理规模迅速提升，本图对过去三年新增在管面积中市场化拓展占比进行展示，其趋势一定程度可以体现其独立第三方拓展实力

图 59：部分上市物企 2020 年合约面积中市场化拓展占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

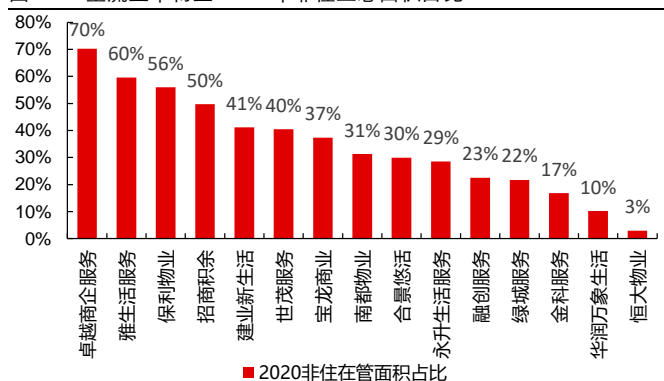
图 60：部分上市物企 2020 年新增合约面积中市场化拓展占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

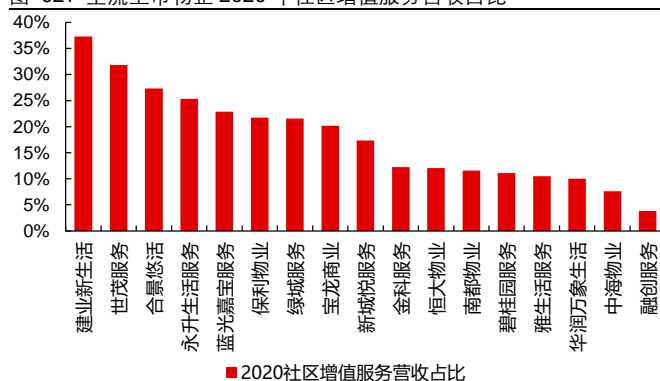
广度和深度主要考量业态补全与社区增值服务进展。除了传统住宅业态之外，非住业态亦大有可为，而城市服务领域的开拓更是打开了行业天花板。社区增值服务不仅要关注其营收占比与单平产出，其内部品类结构亦需筛选。相较而言，拎包入住、车位尾盘等周期性业务可持续性较差，尽管短期维度随着近年新房大量集中交付或带来不错业绩增长，但中长期维度非周期性业务或为社区增值服务关心的重点。**综合而言，【基础物管】->【消费服务】->【开放平台】**，我们认为可能是物业公司未来商业模式进阶的终极方向，大多数基础物管公司将陷入类公用事业瓶颈，只有具备规模、品质、开放的物业公司才能逐步向上进化，并最终从“管理公司”走向“管理行业”。

图 61：主流上市物企 2020 年非住宅业态面积占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

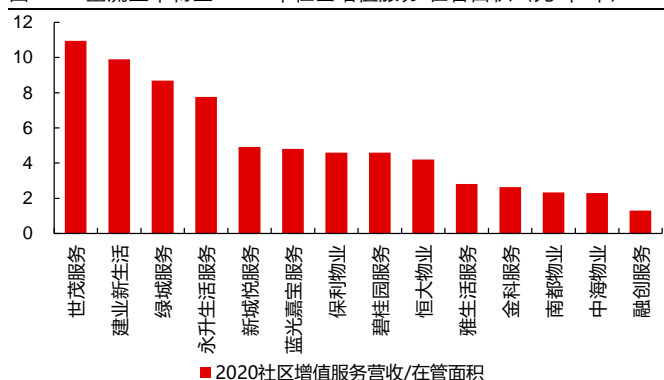
图 62：主流上市物企 2020 年社区增值服务营收占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：华润万象、宝龙商业、合景悠活为住宅分部，建业新生活的生活服务业务列入

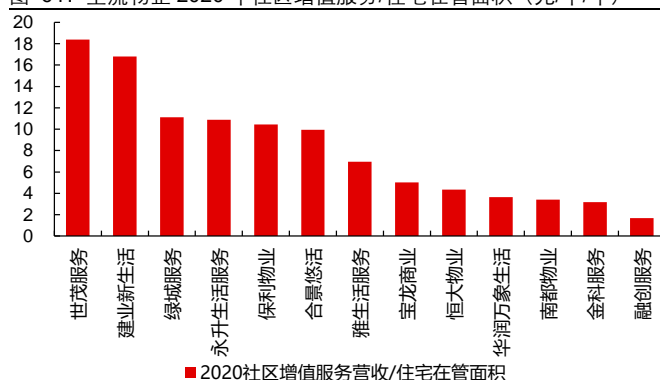
图 63：主流上市物企 2020 年社区增值服务/在管面积（元/平/年）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：为了规避不同业态占比影响，以上两图可做一定对照

图 64：主流物企 2020 年社区增值服务/住宅在管面积（元/平/年）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 11：部分物企 2020 年社区增值服务内部结构明细

公司	社区增值服务：细分品类及总收入占比			合计
	空间运营	生活便利	资产管理	
世茂服务	社区资产管理服务(4.3%)	智慧社区解决方案(9.0%)、美居服务(2.9%)、新零售服务(2.0%)、校园增值服务(4.6%)	车位资产运营服务(9.0%)	31.8%
永升生活服务	公用区域增值服务(1.3%)	家居生活服务(14.6%)	停车位管理及租赁服务(3.3%)、物业经纪服务(6.1%)	25.3%
蓝光嘉宝服务	广告(4.7%)	生活服务(14.0%)、商业物业管理及经营服务(0.1%)	房屋经纪(4.1%)	22.8%
保利物业	车场管理服务(3.0%)、社区传媒(1.1%)、社区空间管理(1.6%)	美居服务(5.0%)、社区零售(4.8%)、社区便民及其他服务(含租售经纪)(6.3%)	租售经纪	21.8%
绿城服务	园区空间服务(1.9%)	园区产品及服务(8.0%)、居家生活服务(1.5%)、文化教育服务(3.1%)	物业资产管理服务(含拎包入住、车位尾盘销售)(7.0%)	21.5%
新城悦服务	公共资源管理服务(2.4%)	拎包入住(5.4%)、社区零售(2.2%)、团膳(1.7%)、设施设备维护(2.6%)	车位尾盘(3.0%)	17.4%
金科服务	园区经营服务(2.5%)	家庭生活服务(7.4%)、家居焕新服务(含拎包入住0.8%)、旅居综合服务(含物业代理服务与旅行社服务)(1.5%)	物业代理服务	12.2%
恒大物业	社区经营服务(5.9%)	社区生活服务(1.5%)	社区资产管理(4.6%)	12.0%
碧桂园服务	社区传媒服务(2.2%)、园区空间服务(0.8%)	到家服务(1.9%)、家装服务(1.5%)、增值创新服务(3.4%)	房地产经纪服务(1.1%)	11.1%
雅生活服务	社区资源服务(含社区资产的经营与二手房)(3.0%)	生活及综合服务(3.9%)、家装宅配服务(1.2%)、非住宅业态增值服务(2.4%)	社区资产的经营及二手房中介服务	10.5%
中海物业	公共空间租赁协助(3.5%)	购物协助(3.1%)	住宅及零售单位租赁及销售协助(2.4%)	9.0%
融创服务	空间运营服务(1.4%)	美居服务(0.6%)、便民服务及其他(0.7%)	房产经纪服务(0.6%)、车位使用权销售(0.4%)	3.8%

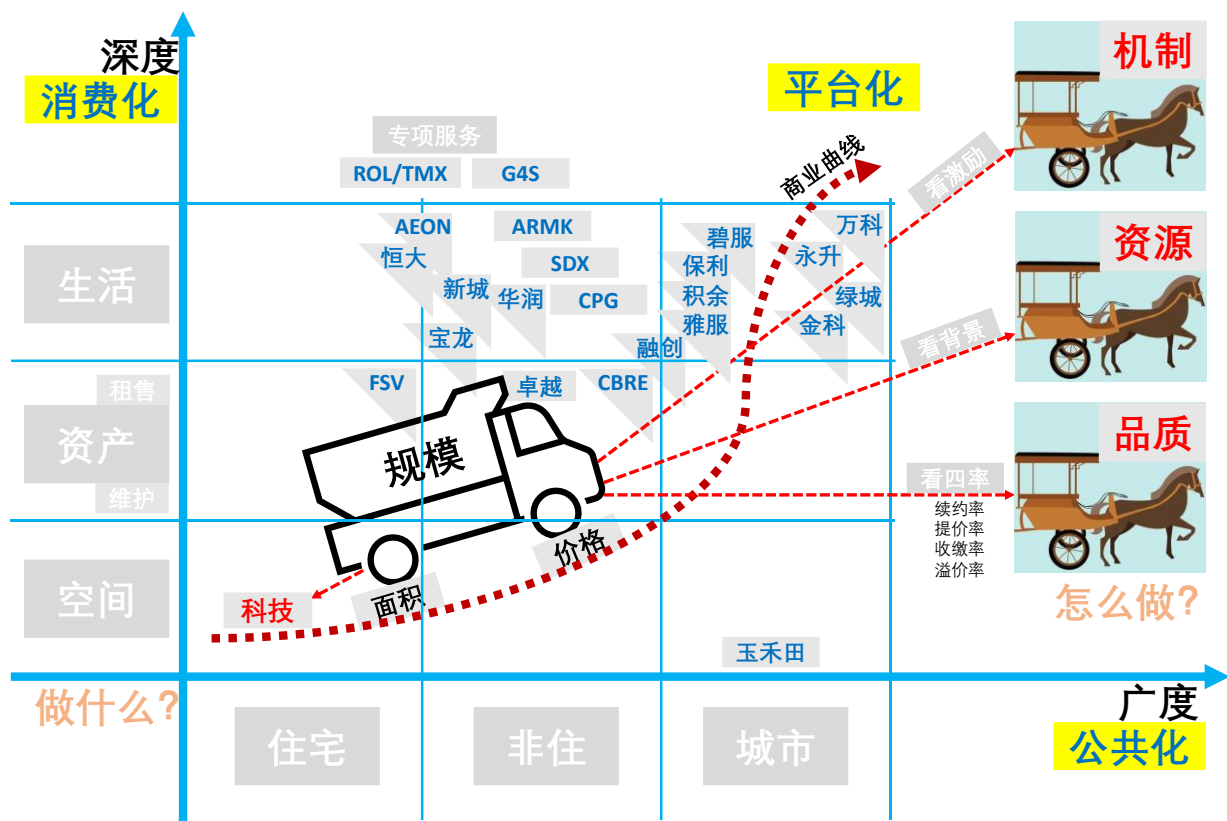
资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 12：部分物企 2020 年社区增值服务细分品类营收增速

公司	社区增值服务：细分品类2020年营收增速			社区增值服务营收合计增速
	空间运营	生活便利	资产管理	
世茂服务	社区资产管理服务(+92%)	智慧社区解决方案(+776%)、美居服务(+99%)、新零售服务(新设)、校园增值服务(新设)	车位资产运营服务(+11%)	146.8%
永升生活服务	公用区域增值服务(-19%)	家居生活服务(+73%)	停车位管理及租赁服务(+52%)、物业经纪服务(+88%)	63.8%
蓝光嘉宝服务	广告(+31%)	生活服务(+21%)、商业物业管理及经营服务(-84%)	房屋经纪(+434%)	39.0%
保利物业	车场管理服务(+31%)、社区传媒(+37%)、社区空间管理(-9%)	美居服务(+111%)、社区零售(+223%)、社区便民及其他服务(含租售经纪)(+10%)	租售经纪	51.5%
绿城服务	园区空间服务(-5%)	园区产品及服务(+49%)、居家生活服务(+27%)、文化教育服务(+65%)	物业资产管理服务(含拎包入住、车位尾盘销售)(-17%)	13.8%
新城悦服务	公共资源管理服务(+201%)	拎包入住(+96%)、社区零售(+426%)、团膳(新设)、设施设备维护(+44%)	车位尾盘(+39%)	72.3%
金科服务	园区经营服务(+11%)	家庭生活服务(+206%)、家居焕新服务(含拎包入住)(-31%)、旅居综合服务(含物业代理服务与旅行社服务)(+22%)	物业代理服务	72.3%
恒大物业	社区经营服务(+207%)	社区生活服务(+138%)	社区资产管理(+59%)	120.6%
碧桂园服务	社区传媒服务(+274%)、园区空间服务(+13%)	到家服务(+10%)、家装服务(+145%)、增值创新服务(+267%)	房地产经纪服务(+27%)	100.1%
雅生活服务	社区资源服务(含社区资产的经营与二手房)(+38%)	生活及综合服务(+131%)、家装宅配服务(+24%)、非住宅业态增值服务(新设)	社区资产的经营及二手房中介服务	116.9%
中海物业	公共空间租赁协助(-7%)	购物协助(+26%)	住宅及零售单位租赁及销售协助(+51%)	15.2%
融创服务	空间运营服务(+248%)	美居服务(+151%)、便民服务及其他(+757%)	房产经纪服务(+43%)、车位使用权销售(新设)	65.2%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 65：全球视野：九宫格与三驾马车——商业曲线的“延伸”和“跃迁”



资料来源：长江证券研究所

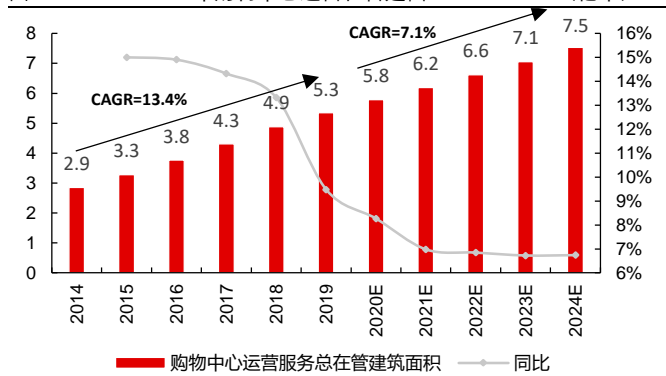
新兴商管：内生与外延均衡增长的高级赛道

空间&格局：行业空间稳健增长，集中度有望持续提升

商管行业市场空间：预测 2019-2024 年购物中心运营业务的在管建面与收入复合增速分别为 7.1%、9.9%。根据 Frost & Sullivan 数据显示，购物中心运营服务市场的总在管建面由 2014 年的 2.9 亿平增至 2019 年的 5.3 亿平（CAGR=13.4%），预计 2024 年将达到 7.5 亿平，2019-2024 年的 CAGR 为 7.1%；中国购物中心运营服务商的总收入（含分租业务）由 2014 年的 887 亿元增至 2019 年的 1739 亿元（CAGR=14.4%），随着购物中心存量的持续增长，以及促进消费政策进一步出台，预计该市场到 2024 年将达到 2789 亿元，2019-2024 年的 CAGR 为 9.9%，复合增速相较于上阶段有一定回落。

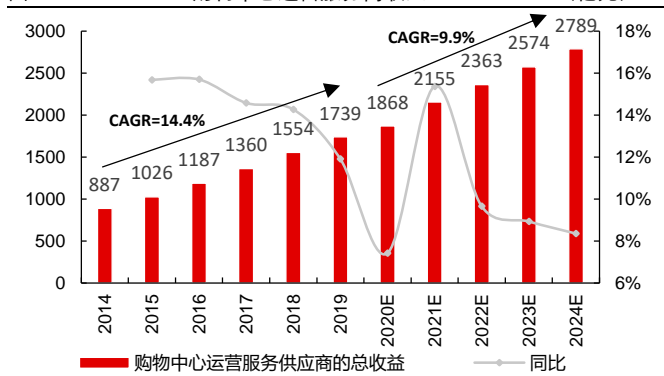
竞争格局：集中度较低，头部商管公司市占率有望进一步提升。根据 Frost & Sullivan 数据显示，2020H 我国购物中心运营服务总收入 832 亿，前五大公司市占率仅 7.3%。存量市场角度，随着购物中心开业量持续增加，行业将进入存量竞争时代，优质商业运营服务的需求将不断增长，但中小型开发商可能缺乏商管运营经验，头部商管公司的轻资产输出规模或将迎来显著机会，存量市占率有望进一步提升；增量市场角度，龙头商业地产公司未来几年新开业规划量仍较为积极，且显著高于行业平均水平，增量市占率也有明显提升。

图 66：2019-2024 年购物中心运营在管建面 CAGR=7.1%（亿平）



资料来源：Frost & Sullivan，华润万象生活招股说明书，长江证券研究所

图 67：2019-2024 年购物中心运营服务商收入 CAGR=9.9%（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，华润万象生活招股说明书，长江证券研究所

收入模式：收费不受指导价调控，运营提成与租金绑定，具备内生增长逻辑

根据已上市主流商管公司披露的资料分析，一般商管公司有三种业务模式：委托管理、品牌输出、分租，其中主流形式为委托管理业务模式，提供的服务明细包含：1) 开业前的市场研究、定位、租户招揽及筹备开幕服务；2) 开业后的商场物业管理及运营服务，其中运营业务包含收租、宣传与推广等服务；3) 停车场管理、空间使用等增值服务。

图 68：商管公司主要三大经营模式

主要业务模式	收入来源	成本投入
委托管理	派遣管理团队和运营人员，收入主要为运营管理收入	主要是人力成本和经营成本
品牌授权	品牌授权费	考察经营状况以维护品牌形象与价值
分租	向开发商或业主租用购物中心及分租予租户，主要包括租金收入及物业管理收入	承担支付予物业开发商或业主的租金以及人力与经营成本

资料来源：华润万象招股说明书，长江证券研究所

图 69：宝龙商业为商场提供的服务明细

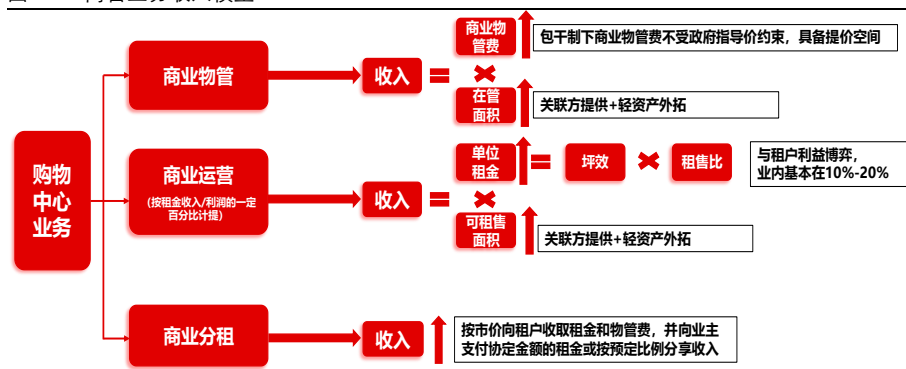
业务明细	收入模式
1、市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务	
1.1 市场研究及定位服务	单次固定服务费
1.2 租户招揽服务	固定服务费，相等于约两个月租金
1.3 筹备开幕服务	按每平方米基准的固定服务费
2、商业运营及管理服务	
2.1 零售商业物业管理服务	按每平方米基准的固定服务费
2.2 租户管理及收租服务	按酬金制的服务费
2.3 其他增值服务	按酬金制的服务费或经营收入
3、物业租赁服务	租金收入

资料来源：宝龙商业招股说明书，长江证券研究所

商管赛道相较住宅物管更高端，核心优势在于可直接分享商场运营水平改善所带来的业绩，物管费和运营提成与商场经营绩效直接挂钩，即使管理面积不扩张，凭借“物管费提价+运营提成跟随租金增长而提升”，存量的商管项目也能实现收入内生增长。

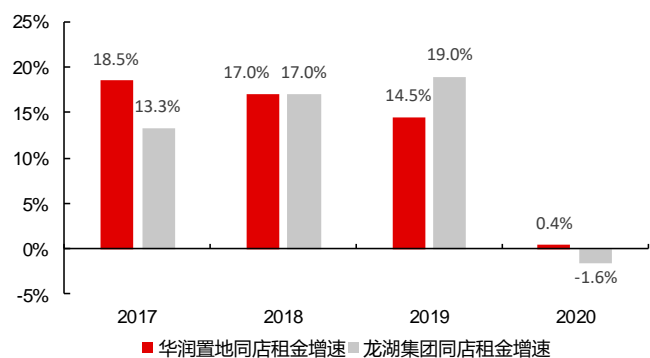
- 1) **商业物管费**：商业物管费不受政府指导价限制，存量项目具备内生增长逻辑。一般包干制商业物管费收费参考以下标准：项目定位、同类公司收费、参考成本及利润率目标等因素，与住宅物业不同，商业物管费不受政府实施的指导价限制，提价难度较小，合同到期后可以根据商场运营效果按一定幅度提价，即使在管规模不扩张，收入也能实现增长，存量项目具备内生增长逻辑。
- 2) **租金提成收入**：运营优质的购物中心租金逐年递增，与租金挂钩的提成收入稳健增长。商场开业后商管公司向业主方提供租户管理、代收租金等运营服务，会向业主方收取一笔租金提成收入，该收入一般以商场租金/营业利润的特定比例抽成，一般收取关联方商场租金比例约 3%-10%（第三方业主项目提取比例可能稍高些）。该收入跟随商场租金增长而增长，当运营效果较好时，带动商场租户的坪效提升，整体销售额改善，假设租售比稳定下租金收入也会提升，从而商管服务供应商的运营佣金提成也会相应增长，形成租户、业主、运营商收入均改善的正向反馈。一般运营优质的购物中心通过业态、品牌、租户结构调整，加强宣传与推广等方法，租金能维持逐年稳健增长，如华润与龙湖 2017-2019 年购物中心同店租金增速均在 13% 以上（2020 年增速下滑主因疫情影响），2017 年以来华润置地开业 5 年以上的成熟型购物中心的零售额与租金增速均保持在 10% 以上。

图 70：商管业务收入模型



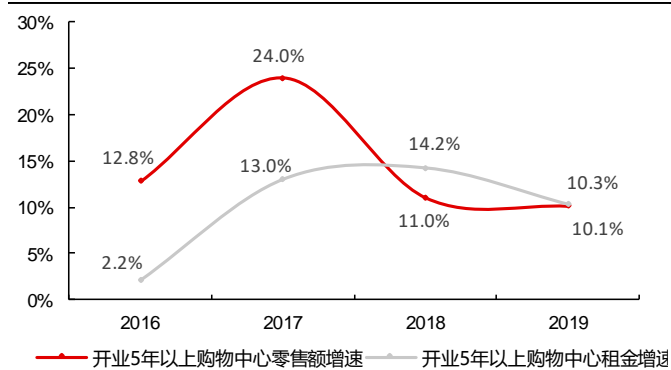
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 71：2017-2019 年华润置地与龙湖集团的购物中心同店租金增速均在 13%以上



资料来源：公司公告，公司年度业绩推介资料，长江证券研究所

图 72：2016 年后华润置地开业 5 年以上购物中心的零售额与租金增速保持 10%以上

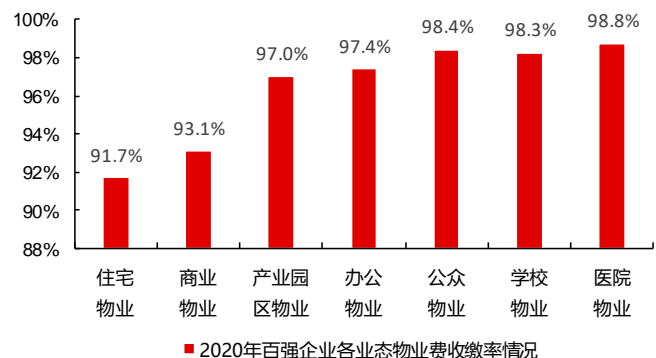


资料来源：公司公告，公司年度业绩推介资料，长江证券研究所

收缴率：商业物管费收缴率高于住宅，业绩含金量相对更高

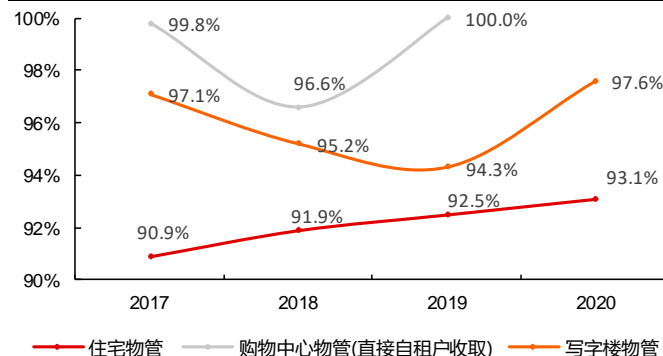
商业物管费收缴率高于住宅，业绩含金量相对更高。中指院数据显示，2020 年百强物企中，商业物业收缴率为 93.1%，高于住宅物业的 91.7%；华润万象公告显示，公司在 2020H 前购物中心物管费为包干制，向租户收取物管费的收缴率都高于 95%，2019 年甚至高达 100%，明显高于住宅业务的收缴率。购物中心物管费收取模式有一定差异，有的向租户收取，有的直接向业主收取，若直接向业主收取则降低交易对手风险，收缴率相对更高。商业物管的收费对象主要是 B 端（而非住宅物管面向 C 端收费），这天然会提高收缴率，当然，前提是商场运营处于正常状态。收缴率越高意味着应收账款越少，现金流状况越佳，一定程度上也反映商场的经营情况更健康，公司业绩的含金量越高。

图 73：2020 年百强企业各业态物业费收缴率情况



资料来源：中指院，长江证券研究所

图 74：华润万象生活的购物中心物管费收缴率高于住宅与写字楼



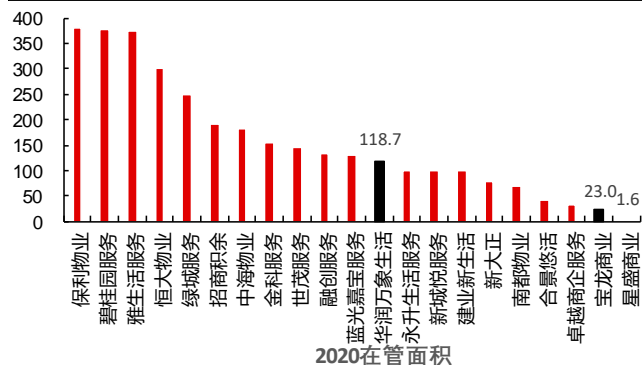
资料来源：华润万象招股说明书，长江证券研究所

估值：进入门槛高于住宅物管，且具备内生增长逻辑，高端赛道引致估值溢价

虽然我国购物中心总量静态看已经不稀缺，但伴随城镇化持续推进和购物中心对传统零售业态的挤占，预计未来增量开发仍有结构性机会，且当前供需格局边际改善，区域优异与运营优质的购物中心仍存在一定布局空间，商管公司的发展空间仍将跟随我国购物中心数量增长、社零增长、消费升级、零售业态升级等大环境实现稳健增长，头部公司集中度有望进一步加强。更为重要的是，相比住宅物业，商管公司具有以下几点显著优势：1) 提供的运营服务（商场定位研究、招商、租户调整等）更具技术含量和进入壁垒，更趋资产管理，而非普通的空间管理；2) 商业物管费不受政府指导价限制，直接与商场经营绩效挂钩，进而具备持续提价空间；3) 运营提成收入直接与租金挂钩，存量项目收入具备内生增长逻辑；4) 整体毛利率相比住宅物业而言，处于相对较高水平；5) 主要面向 B 端收费，更高的收缴率保障现金流入，业绩含金量更高。

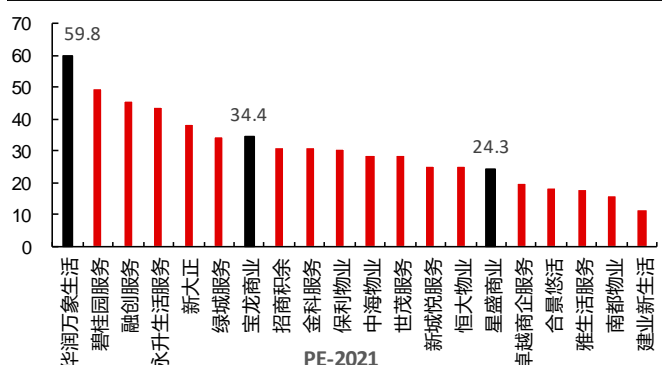
商管公司核心优势——内生增长逻辑，在物企 PE 估值水平上也有所体现，虽然商管公司管理规模和业绩增速在行业内并不领先，但估值水平明显高于同体量的以住宅物管为主的物企，尤其是具备优秀底层资产和运营能力的龙头商管企业。综合而言，商管赛道更为高级，华润万象生活（全业态龙头+商管贵族）值得关注。

图 75：上市物企中商管公司在管面积规模并不靠前（百万方）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 76：商管赛道高端，比同等规模的住宅物管公司享有一定估值溢价



资料来源：Wind，长江证券研究所（华润万象生活、新城悦服务、招商积余盈利预测来自长江证券研究所，其他盈利预测来自 Wind 一致预期，对应 2021 年 5 月 21 日股价）

投资机会：住宅、商管、办公等细分赛道百花齐放

“轻资产”或偏存量层面，重视物管领域三条确定性线索。增量开发总量见顶，格局优化进展偏慢，但存量时代机会纷呈，但最为确定的机会仍在物管赛道。中介行业总量仍有较大空间，绝对龙头企业也已建立强大壁垒，但开发商携房源优势，代理商联合流量平台，线上平台布局线下交易，各类资本均企图重塑行业格局，尽管难以造成根本性变化，但短期“冲突和扰动”可能难以避免。长租行业仍处于起步阶段，政策红利也有望加速释放，但竞争格局和盈利模式暂未成型。物管行业则是长期确定性机会，2018-2020 年为投资的黄金时代，对应业绩增长和估值提升的双击；2021-2023 年为白银时代，估值难以再进一步提升且内部已开始分化，但仍能享受业绩持续高速增长的红利，业绩增长一方面来自关联房企的持续交付，另一方面也来自市场化外拓和收并购导致的市占率提升；2024 年之后则可能进入青铜时代，业绩增速普遍开始放缓，个股之间的差异也会进一步放大，但个别具备规模、品质、开放等特质的龙头物业，则有可能初步完成商业模式的进化，进而诞生行业巨头；住宅、商管、办公等细分赛道百花齐放。

1) 住宅类物管，业绩含金量、增长确定性和商业模式进阶是综合选股标准，大多数公司可能陷入类公用事业瓶颈，只有具备规模、品质和开放等特质的龙头物企才有可能完成模式进化，小而美也有生存空间但不具备大级别投资价值；首选具备模式进阶能力【基础服务商->消费服务商->平台服务商】的龙头物企，业绩增长和估值提升有望双击，次选服务品质和资源禀赋均相对领先的“进取型”民营物企，关注市场化能力较强的“资源型”国有物企，至少可保障业绩增长红利。

2) 商业类物管，底层资产、运营能力、扩张路径是综合选股标准，优质底层资产和优秀运营能力保障类永续的内生增长，关联房企资源禀赋和公司自身市场化拓展能力是衡量扩张路径的关键，二者均衡是可能最好的外延增长方式，首选兼具运营和品牌优势（隐含第三方输出能力较强）、资源禀赋背景、优质底层资产的稀缺龙头【华润万象生活】。

3) 办公类物管，本质也更趋资管而非传统物管属性，弹性虽略小但胜在更稳定持续，且增值服务叠加空间也不容忽视，且估值水平也可保持长期稳定。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

