



中信证券研究部

核心观点



陈聪  
首席基地产业分析师  
S1010510120047



张全国  
地产分析师  
S1010517050001



联系人：李金哲

**优秀地产公司不仅是土地的组合，更是践行科学管理的组织体系。时间沉淀，管理的优势会带来业绩稳健成长。**

- **从高管理费用走向常态经营。**2018 年以前，持续上涨的房价和企业拓展区域的雄心，都使管理费用持续增长。我们相信，2019 年之后，主流房企会不断优化人员，节约不必要开支，降低管理费用率，抵御板块盈利能力下行的威胁。
- **从跟投泛化走向综合激励。**跟投如果成为员工主要的收入来源，可能威胁公司的长期稳定。跟投泛化可能意味着公司一线区域动作走样，可持续性变弱。尤其在调整的市况之下，跟投机制缺陷可能进一步暴露。我们认为，未来地产企业的管理机制有望进一步现代化，员工利益和公司进一步整体绑定。
- **从区域权限过大到区域总部均衡。**过去几年，不少公司面临区域权限过大的问题。趋势来看，我们认为更多企业有望在总部有否决权和动议权前提下，发挥地方主动性和积极性，打通融资和拓展决策流程。行业龙头的长期竞争力也有望提升。
- **开发业务，从考核回款到考核利润。**在过去一段时间，对回款和规模的考核权重较大，这是因为企业尚处于拼规模，保安全阶段。随着行业的周期波动逐渐被熨平，相信各大公司的考核重心会转向利润。我们相信，尽管未来板块盈利能力有下降压力，但龙头企业已在管理上有所应对。
- **新业务，从开发视角走向独立视角。**以商业地产为例，目前为止，真正成功的商业地产，都是不惧高资本开支，聚焦提升团队商业运营能力，重视基础资产盈利能力持续提升的。过分强调短期现金流平衡，追求“白赚一个商场”，一般无法在中长期取得成功。我们相信，开发企业要成功运营新业务，其核心要追求业务考核的独立性，不走开发的老路。
- **风险提示：**对薪酬的管控，人员的优化，对地方权限的调整，对考核指标的变化，也都有可能在公司内部带来阵痛，从而影响公司短期的稳定。
- **管理体系会沉淀为历史记录，信用本身将成为估值溢价的来源。**我们认为，优秀地产公司不仅是土地的组合，更是践行科学管理的组织体系。时间沉淀之下，管理的优势会带来业绩稳健成长。我们看好房地产开发龙头公司，推荐保利地产，龙湖集团，万科 A，世茂房地产，华夏幸福和招商蛇口。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	评级	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
万科 A	买入	28.00	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	9.2	7.6	6.3	4.9
万科企业	买入	26.83	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	8.8	7.3	6.0	4.7
华侨城 A	买入	6.97	12.92	1.29	1.47	1.67	1.90	5.4	4.7	4.2	3.7
招商蛇口	买入	18.57	33.38	1.89	2.31	2.87	3.45	9.8	8.0	6.5	5.4
中南建设	买入	8.46	14.64	0.59	1.01	1.74	1.81	14.3	8.4	4.9	4.7
保利地产	买入	14.66	19.43	1.59	2.05	2.66	3.19	9.2	7.2	5.5	4.6
华夏幸福	买入	28.31	26.51	4.03	5.09	6.27	8.80	7.0	5.6	4.5	3.2
金地集团	买入	12.12	12.43	1.79	2.07	2.28	2.49	6.8	5.9	5.3	4.9
龙湖集团	买入	30.06	20.93	2.16	2.82	3.42	4.05	13.9	10.7	8.8	7.4
中国金茂	买入	4.82	7.67	0.44	0.59	0.79	0.98	11.0	8.2	6.1	4.9
世茂房地产	买入	25.76	26.65	2.59	3.44	4.49	5.24	9.9	7.5	5.7	4.9
光大嘉宝	买入	3.68	6.97	0.76	0.60	0.65	0.69	4.8	6.1	5.7	5.3
万科 A	买入	28.00	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	9.2	7.6	6.3	4.9

资料来源：Wind，中信证券研究部预测  
按即时汇率换算为人民币，以比较 NAV

注：股价为 2019 年 11 月 27 日收盘价，港股股价已经

房地产行业

评级 强于大市 (维持)

## 目录

高管理费用 vs 科学经营 .....	1
跟投泛化 vs 综合激励 .....	3
区域权限 vs 总部职责 .....	5
考核利润 vs 考核回款 .....	7
新业务：分拆视角 vs 开发视角 .....	8
风险提示 .....	9
看好地产蓝筹的管理能力提升 .....	9

## 插图目录

图 1：300 城不同能级城市住宅土地成交溢价率 .....	6
图 2：300 城不同能级城市住宅土地成交金额 .....	6
图 3：各公司商场租金收入与商场个数对比 .....	9

## 表格目录

表 1：A 股地产公司的管理费用率，按照 2018 年公司营业收入排序 .....	1
表 2：一些港股公司的管理费用率 .....	1
表 3：企业在建面积和规划中面积的比例 .....	2
表 4：各大公司跟投制度 .....	3
表 5：各大公司激励制度 .....	4
表 6：不同企业的融资成本披露 .....	6
表 7：碧桂园披露的交楼每平方米成本 .....	7
表 8：龙头公司毛利率和净利润率的情况 .....	7
表 9：当前各大商业管理品牌的经营管理规模一览 .....	9
表 10：估值表 .....	10

这是一篇关于房地产企业管理体系演变趋势的研究。

## ■ 高管理费用 vs 科学经营

2016 年到 2018 年，全国较多城市持续的房价上涨，企业加大管理和行政开支，甚至也出现了不小的浪费。很多企业习惯于在一个城市项目远未落地时，就在这样的城市设立办事机构，投资拓展人员就以不菲的管理成本于当地积极寻找合适投资机会。由于拓展机会众多，资源持续增值，毛利率压力不大，绝大多数公司信奉宁可追加管理成本投入，也不要错过投资机会的理念，投资拓展团队普遍超配。而且，很多企业也产生了不必要的开支，例如本可以透过视频会议解决，却频繁在全国各地不同的五星级酒店召开内部管理工作座谈会；本不必招聘过多人员，岗位也不需要极高学历背景，却坚持大量招聘高学历人才，同时又无法提供给这些人才合适的岗位。

表 1：A 股地产公司的管理费用率（管理费用/营业收入），按照 2018 年公司营业收入排序

	2015	2016	2017	2018
绿地控股	2.8%	2.5%	2.6%	2.7%
万科 A	2.4%	2.8%	3.6%	3.5%
保利地产	1.5%	1.5%	1.9%	1.8%
招商蛇口	2.5%	1.7%	1.7%	1.7%
华夏幸福	6.7%	6.7%	12.6%	9.6%
阳光城	2.5%	3.5%	3.5%	2.8%
荣盛发展	3.6%	3.2%	3.6%	3.5%
新城控股	3.7%	4.5%	4.9%	4.2%
金地集团	4.4%	2.9%	7.1%	6.5%
华侨城 A	6.7%	5.6%	5.3%	5.0%
金科股份	4.8%	3.9%	4.4%	5.7%
中南建设	7.1%	4.8%	5.8%	6.0%
首开股份	2.8%	2.5%	2.2%	2.8%
A 股管理费用率	3.7%	3.4%	4.1%	4.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

通常来说，随着企业经营规模的扩大，公司的管理费用率应该下降。2016/2017/2018 年，A 股地产板块的营业收入增长分别达到了 29.7%，6.9%和 20.0%。但 A 股地产板块 2017 年管理费用率较之 2016 年显著提升，2018 年管理费用率仍然居高不下。当然，这里存在销售规模扩大但结算规模不扩大的原因，但主要因素还是地产企业的管理费用本身偏高。

港股的情况也大同小异，地产企业管理费用居高不下。

表 2：一些港股公司的管理费用率

证券简称	2017	2018
建业地产	7.83%	10.50%
花样年控股	11.94%	9.93%
美的置业	4.55%	7.59%
弘阳地产	4.97%	7.43%

证券简称	2017	2018
中骏集团控股	5.98%	7.30%
佳兆业集团	7.63%	6.72%
绿城中国	6.82%	6.46%
中国金茂	6.90%	6.24%
当代置业	5.63%	6.15%
融创中国	5.37%	5.90%
雅居乐集团	3.96%	5.18%
龙湖集团	4.53%	4.66%
首创置业	3.49%	4.60%
碧桂园	3.20%	4.38%
远洋集团	2.71%	4.18%
世茂房地产	4.25%	4.01%
华润置地	3.59%	3.43%
时代中国控股	3.17%	3.23%
中国恒大	3.94%	3.18%
龙光地产	2.70%	2.57%
禹洲地产	2.30%	2.49%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

我们认为，2019 年冷静的市场，正在催生企业对管理费用态度的变化。我们认为，越来越多的企业会进行人员优化。之所以不简单称之为裁员而称之为优化，是因为企业的确可能在不同业务部门的人员配置比例方面有所调整。我们相信，各大开发企业会继续加强营销和融资的人员配置，但会减少投资拓展方面的人员配置。这是因为，企业的在建面积仍在高位，且 2020 年的货值还将明显高于 2019 年，企业对销售人员的需求有增无减。但企业扩张城市数量和增加土地储备的迫切性，会明显下降。而且土地市场供应不小，增加土地的难度也有所下降，投资拓展人员需求的确会持续走低。

表 3：企业在建面积和规划中面积的比例

	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
万科 A	73.0%	79.1%	99.1%	107.3%	135.3%	150.9%	171.4%
保利发展	98.0%	91.7%	90.0%	82.6%	92.8%	113.5%	145.3%
绿地控股			141.4%	221.9%	175.5%	199.5%	217.6%
金地集团	32.3%	45.3%	42.4%	36.1%	49.3%	66.7%	77.6%
新城控股		79.4%	79.8%	74.7%	129.3%	229.0%	246.7%
世茂房地产		62.4%	71.2%	73.1%	88.1%	110.1%	113.6%
中国恒大	39.1%	60.2%	54.1%	73.3%	69.4%	80.4%	75.3%
首开股份	81.5%	101.3%	82.3%	96.8%	101.9%	149.8%	153.5%
碧桂园	103.6%	61.8%	60.5%	76.1%	106.9%	118.3%	108.8%
华夏幸福		98.4%	97.8%	107.3%	123.7%	120.9%	110.5%

资料来源：根据公司公告整理

总体而言，我们认为随着 2020 年结算高峰的到来，板块的管理费用率将有明显下降。管理费用率的下降，将适当对冲毛利率下降对公司盈利能力的影响。

更重要的是，长期而言，我们预计在稳定的市况之下，企业一些“冲动的费用”将得到

削减，地产公司有望走向科学经营。

## 跟投泛化 vs 综合激励

在过去很多年，跟投激励成为了部分公司主要的激励模式。我们认为，跟投作为一种考核激励手段，有正面意义。但如果跟投泛化，成为员工，区域高管甚至公司高管的主要个人收入来源，则将可能威胁公司的长期稳定。

表 4：各大公司跟投制度

企业	跟投机制详情
碧桂园	碧桂园“成就共享”是合伙人机制的开山之作。2014 年 10 月，碧桂园在此基础上提出“同心共享”机制，要求所有新获取的项目均采用跟投机制，集团及项目管理层需跟投不超过 15% 的项目股权。
万科 A	2014 年 3 月，建立公司项目跟投制度，要求部分员工跟随公司在项目中投资。原则上项目所在一线公司管理层和该项目的管理人员为项目必须跟投人员，公司董事、监事、高级管理人员以外的其他员工可自愿参与投资。员工初始跟投份额不超过项目资金峰值的 5%，公司将跟投项目安排额外受让跟投，其投资总额不超过该项目资金峰值的 5%。项目所在一线公司跟投人员可在未来 18 个月内，额外受让此份额；受让时按人民银行同期同档次贷款基准利率支付利息。2015 年 3 月进行第一次修订。 2017 年 1 月进行第二次修订。取消追加跟投安排，降低跟投总额度上限。设置门槛收益率和超额收益率，保障万科优先于跟投人获得门槛收益率对应的收益。 2018 年 1 月再次修订。
保利地产	2017 年 12 月，审议通过了《关于实施房地产项目跟投的议案》。同意实施房地产项目跟投方案，授权经营层制定相应细则并具体实施。单一项目跟投总金额上限不超过项目资金峰值的 10%。跟投人员通过申购专项资管计划或信托计划等合规的投资结构参与跟投，跟投收益、损失及相关风险由跟投个人承担。董事、监事不参与跟投。
招商蛇口	2017 年 5 月通过《关于审议〈项目跟投管理制度〉的议案》。同意建立项目跟投管理制度。跟投项目范围为自《项目跟投管理制度》通过之日起，由城市公司操盘开发的，通过市场化的方式获取土地的销售型项目；跟投人员按照岗位职责及其对跟投项目负责任的关联程度与重要程度，分为强制跟投和自愿跟投，对项目负有主要责任的核心管理人员须强制跟投，除强制跟投人员外，允许区域总部、城市公司、项目部的其他正式员工自愿跟投；跟投人员通过信托计划或资管计划等合规的投资结构实施跟投；单一项目跟投总金额上限不超过该项目资金峰值的 5%。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

如果跟投泛化，即跟投成为员工主要的收入来源。则可能导致员工角色淡化，公司项目合伙人的角色强化。

这种角色的强化，在市场高歌猛进的阶段，的确会加快公司的发展速度。但一旦市场调整，或者长期处于平稳状态，跟投泛化的破坏性就会暴露无遗。

- 1、员工误以为高激励是薪酬的一部分，不能接受风险。一些区域，例如厦门，房价经过明显的调整，部分公司的项目跟投已经产生了不小的亏损。员工很难接受努力工作的结果是还要分担公司的亏损，这种亏损会严重挫伤当地管理团队的积极性，导致去化困难的项目更难去化。而且，一些亏损可能并不是因为员工原因，而纯粹因为市场原因导致（正如一些项目带来的盈利可能也并不是因为员工的努力所带来），让员工承担大量亏损，甚至导致其全年薪酬激励为负数，这的确会造成公司管理的巨大难度。

- 2、员工急于去化前期拿地成本较低的项目,无意可持续发展。由于跟投的利益巨大,甚至可能导致部分区域管理人员年度实际激励达到几千万甚至上亿元。巨大的利益驱使项目管理人员尽快兑现项目收益,既不考虑项目的长期工程质量问题,也不考虑该区域进一步拓展项目的问题。
- 3、回款和拿地等动作变形。跟投泛化,可能导致部分区域公司抗拒总部对回款的追求,竭尽全力保盈利。也可能导致部分区域公司无意新增土地储备,过于谨慎。

总体来说,跟投泛化的根源,在于部分企业认为随着企业规模壮大,公司股票价值不能反映每个人的努力,而试图将员工和公司项目捆绑。我们认为,这种观点本身值得商榷。资本市场仍是公司中长期发展的最好价值体现,和公司股东利益捆绑最好的方式,是员工持股,股权激励,不是项目跟投。

我们认为,经过这波周期之后,地产企业的项目跟投将逐渐边缘化,而股权激励将重新成为最核心的激励模式。我们相信,这也标志着地产企业的管理机制进一步现代化,龙头公司长期前景将更加明朗。

表 5: 各大公司激励制度

企业	激励机制详情
中南建设	<p><b>2017 年员工持股计划:</b> 2017 年 5 月 9 日临时股东大会审议通过相关议案, 设立 2017 年员工持股计划。2017 年 11 月 8 日, 2017 年员工持股计划完成公司股票购买, 累计购入公司总股本 3.52%, 成交均价为 6.73 元/股, 至 2018 年 11 月 7 日解除限售, 截止 2019 年 3 月 15 日, 2017 年员工持股计划已终止。</p> <p><b>2018 年股票期权激励计划:</b> 2018 年 8 月 9 日临时股东大会审议通过相关议案, 设立 2018 年股票期权激励计划, 拟向激励对象授予股票期权 23,260 万份。行权将对分年度进行绩效考核, 考核年度为 2018 年、19 年和 20 年, 归属上市公司股东净利润相对 2017 年的增长幅度分别不低于 240%、560%和 1060%。2018 年 8 月 13 日董事会审议通过议案, 以 2018 年 8 月 13 日为授予日, 向 49 名激励对象授予 21,580 万份股票期权, 期权初始行权价格为 6.33 元/股。2018 年 9 月 26 日激励计划首次授予股票期权登记完成。以 2019 年 8 月 5 日为授予日, 向 53 名激励对象补充授予 1,680 万份股票期权, 期权初始行权价格 8.54 元/股。</p> <p><b>2019 年股票期权激励计划:</b> 2019 年 6 月 19 日临时股东大会审议通过相关议案, 决定设立 2019 年股票期权激励计划, 拟向激励对象授予的股票期权数量为 13,837 万份。行权将对分年度进行绩效考核, 考核年度为 2019 年、20 年和 21 年, 归属上市公司股东净利润相对 2017 年的增长幅度分别不低于 560%、1060%和 1408%。2019 年 7 月 2 日董事会审议通过议案, 以 2019 年 7 月 2 日为授予日, 向 486 名激励对象授予 11,209 万份股票期权, 期权初始行权价格 8.49 元/股。</p>
金科股份	<p><b>股票激励计划:</b> 2015 年 8 月 20 日, 董事会审议通过限制性股票激励计划议案, 拟向激励对象授予 20678 万股金科股份股票, 约占公司股本 5%。2015 年 12 月 7 日, 临时股东大会审议并通过激励计划。</p> <p>2015 年 12 月 9 日, 董事会确定以 2015 年 12 月 9 日作为激励计划的授予日, 向符合条件的 157 名激励对象授予 19,644 万股限制性股票。</p> <p>2016 年 12 月 8 日, 董事会确定 2016 年 12 月 8 日为授予日, 向 12 名激励对象授予预留限制性股票 1,030 万, 授予价格为 2.62 元/股。</p> <p><b>员工持股计划:</b> 2019 年 5 月, 公司董事会及股东大会, 审议通过公司卓越共赢计划暨员工持股计划, 决定实施卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划, 存续期为 7 年, 预计滚动实施 5 期, 各期持股计划相互独立; 其中, 卓越共赢计划暨 2019 年至 2023 年员工持股计划之一期持股计划, 资金总额不超过 32 亿元, 员工自筹资金不超过 16 亿元, 拟通过融资融券等法律法规允许的方式实现融资资金与自筹资金的比例不超过 1:1, 即融资金额不超过 16 亿元, 预计参与人数不超过 4,000 人, 该期计划存续期为自股东大会审议通过之日起 36 个月, 锁定期 24 个月。</p>
保利地产	<p><b>股票期权激励计划:</b> 2011 年 12 月 24 日, 拟授予激励对象 178 人共 5,666 万份股票期权, 占当前公司已发行股本总额的 0.953%, 两年的行权限制期, 在之后的行权有效期内分三期分别有</p>

企业	激励机制详情
	30%、30%、40%的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利。考核 ROE 及净利润年复合增长率。 第二期股票期权激励计划：2016 年 6 月 7 日拟授予激励对象 688 人共 13,035 万份股票期权，占当前公司已发行股本总额的 1.212%。两年的行权限制期，在之后的行权有效期内分三期分别有 33%、33%、34%的股票期权在满足行权条件前提下获得可行权的权利。考核 ROE 及净利润年复合增长率。
旭辉控股集团	<b>购股权计划：</b> 2012 年 10 月 9 日，董事可邀请参与者按董事会厘定价格获得购股权，可能发行共 11006 万股股份，占公司 2018 年年报公告日已发行股份约 1.42%。 <b>新购股权计划：</b> 2016 年 4 月 27 日，董事可邀请参与者按董事会厘定价格获得购股权，可能发行共 22000 万股股份，占公司 2018 年年报公告日已发行股份约 2.84%。 股份奖励计划：2017 年 12 月 18 日，受托人于公开市场购入 1465 万股股份，成本为 7531.32 万港元，占公司 2018 年 12 月 31 日已发行股份约 0.19%。
龙湖集团	<b>限制性股份激励计划：</b> 2014 年 10 月 28 日，董事会决议采纳限制性股份激励计划，八年内有效。公司成立员工信托，可于市场上以公司现金购入最多占发行股本百分之三股份，并以信托形式代相关选定员工持有，直至该等股份归属相关选定员工为止。至 2019 年 6 月 30 日，已于市场上合共购入 115,046,869 股，占公司采纳日期已发行股本约 2.11%。
世茂房地产	<b>股份奖励计划：</b> 2011 年 12 月 30 日，董事会从采纳股份奖励计划，可授予股份最高数量为公司于采纳日期已发行股本的 2%（即 69,319,016 股股份）。截至 2019 年 6 月 30 日止六个月内，根据股份奖励计划授出 5,683,969 股股份给予若干执行董事及入选雇员，而截至 2019 年 6 月 30 日止六个月内，该计划已归属之奖励股份为 4,113,131 股。

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

## 区域权限 vs 总部职责

地产企业总部和区域权责的划分，关乎地产企业管理根本。当企业壮大后，总部势必不能事无巨细，悉数插手。但较小的企业又无法享受较低的资金成本，也无法拥有集中采购和品牌优势。地产行业的规模经济是存在的，前提是处理好区域和总部的权限划分。

这其中，拿地是最关键的。一方面，拿地是房地产经营管理活动的核心，土地是开发项目最主要的可变成本。另一方面，土地又连接了几乎所有的业务活动内容，融资节奏需要匹配拿地节奏，开发能力也需要跟得上拿地步伐。

我们认为，行业在早年存在管理过分集中的问题，总部垄断了拿地决策，地方缺乏灵活性。但最近几年，行业在管理层面的主要问题是区域公司拿地权限过大，总部制约不够。区域公司拿地自由度过大。这个问题的根源，则在于部分地产企业试图将总部纯粹视为一个融资和品牌中心，将区域视为独立作战的经营性现金流运营单元。

为什么不能把一个区域视为独立的经营性现金流运营单元呢？

首先、融资能力的高下，主要表现为企业信用的高下。公司的信用和整个公司的土地储备密切相关。公司拿地的节奏，整体土地储备的质量，最终将决定公司的资金成本。如果公司总部对于区域拿地呈现失控或者半失控状态，所谓融资职能也只是镜花水月。如果公司选择将融资功能都区域化，则实际上会大幅推高资金的成本。因为，任何一个大公司的区域公司，即便在销售规模上达到数百亿量级，其抵御风险的能力也显著弱于公司整体。实际上，行业融资成本最低的民营企业，如龙湖集团、旭辉控股集团、世茂房地产等，总部对于区域拿地都有较强的否决能力，也都没有跟投泛化的现象。



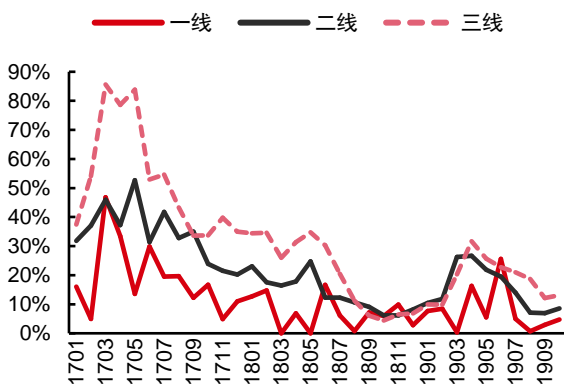
表 6：不同企业的融资成本披露

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
中海地产	4.45%	4.23%	4.76%	4.27%	4.30%	4.28%
华润置地	4.47%	4.63%	4.23%	4.16%	4.47%	4.45%
龙湖集团	6.40%	5.74%	4.92%	4.50%	4.55%	4.56%
金地集团	6.31%	5.32%	4.52%	4.56%	4.83%	4.87%
招商蛇口	-	4.93%	4.50%	4.80%	4.85%	4.91%
保利发展	6.50%	5.20%	4.69%	4.82%	5.03%	4.99%
绿城中国	7.60%	6.60%	5.90%	5.40%	5.40%	5.40%
世茂房地产	6.90%	6.90%	5.80%	5.30%	5.80%	5.60%
旭辉集团	8.30%	7.20%	5.50%	5.20%	5.80%	5.90%
龙光地产	8.80%	6.80%	6.10%	5.80%	6.10%	6.10%
碧桂园	7.16%	6.20%	5.66%	5.22%	6.11%	6.13%
新城控股	-	7.26%	5.49%	5.32%	6.47%	6.48%
华夏幸福	-	7.92%	6.97%	5.98%	6.42%	7.23%
阳光城	-	9.41%	7.35%	7.08%	7.94%	7.72%
中国恒大	9.74%	9.59%	8.27%	8.09%	8.18%	8.62%
融创中国	9.10%	7.60%	5.98%	6.24%	6.81%	-
绿地控股	-	5.98%	5.45%	5.19%	5.40%	-

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

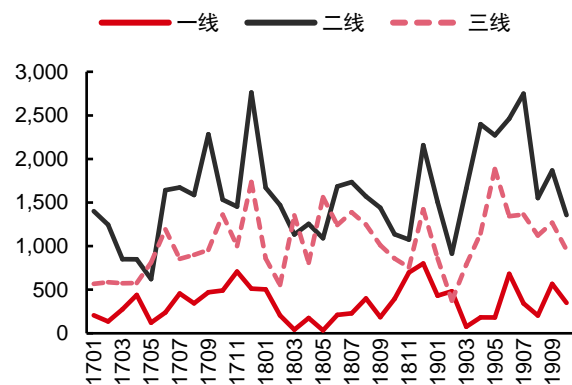
其次，区域之间经营性现金流互相隔绝，将有害于公司整体拿地质量。我们相信，热销区域的土地价格未必便宜，而土地市场充满机遇的区域，经营性现金流回流未必充裕。如果集团内不同区域之间经营性现金流调入和流出完全顺畅，公司可以在土地市场的竞争中更具优势。

图 1：300 城不同能级城市住宅土地成交溢价率



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：300 城不同能级城市住宅土地成交金额单位：亿元



资料来源：Wind，中信证券研究部

所以，我们认为较为理想的管理手段，是发挥地方的主动性积极性，但总部有决策权。地方有拓展土地的权限，并愿意向总部汇报土地市场的细节。同时总部有否决权和动议权，可以一概否决地方所有的拿地主张，也可以主动发起拓展拿地的行为，要求地方加以配合。这种管理架构的形成颇具难度，其难点在于：

- 1、需要总部有能力强大的投资决策委员会，既能快速高效授权，又完全和公司的融

资能力相对接。这意味着，公司的 CFO（或者主管融资的公司领导）需要深度介入（甚至直接领导）公司的投资拓展工作。

- 2、需要地方有足够的激励手段，足以吸引并留住优秀的人才。如果一家公司不给予地方以完全独立的拿地决策权，又要求地方在拓展方面尽责支持，这就意味着公司需要在其他领域给予一线人员以激励和成就感。例如，这可能意味着在拿地和融资以外的领域，地方的权限需要进一步扩大，甚至材料的集采都可以服从于地方的个性化开发需要。这也可能意味着，公司需要更大程度提供股权激励，好在高信用公司的估值尚领先于行业。

表 7：碧桂园披露的交楼每平方米成本单位：元/平米

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
工程成本	2,937	3,282	3,598	3,661	3,497	4,403
土地成本	591	637	827	818	922	1,124
营业税金	409	416	430	341	241	126
土地增值税	351	169	128	62	124	275
其它成本	175	195	114	130	229	173
销售费用	338	448	350	260	297	346
管理费用	240	208	249	180	198	173
财务费用	39	0	13	68	43	0
所得税	370	312	329	217	186	338

资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们相信，行业将逐渐走向更加合理科学的总部和地方区域职权划分。我们相信，长期而言总部的凝聚力将有所提升，地方的离心力将有所下降。这种管理的科学化，也将提升地产企业的长期竞争力。

## 考核利润 vs 考核回款

我们认为，过去几年由于房价上涨，利润率不成问题，故而企业更重视发展的速度。由于周期频繁波动，企业更重视现金流的安全。在固有的考核体系内，回款和拓展速度，都占了过高的权重。

我们相信，未来几年，房地产公司的考核权重中，利润（单盘盈利能力）的考核权重将显著提升。这是因为，未来企业面临毛利率的显著压力。

表 8：龙头公司毛利率和净利润率的情况

	毛利率			核心归母净利润率		
	18H1	2018	19H1	18H1	2018	19H1
碧桂园	26.4%	26.9%	27.0%	12.1%	9.0%	7.9%
万科	34.4%	37.5%	36.2%	8.6%	11.3%	8.4%
恒大	36.1%	36.1%	33.9%	10.2%	8.0%	6.5%
融创	24.7%	25.0%	25.2%	14.2%	17.2%	16.5%
保利	35.4%	32.5%	39.8%	10.7%	9.3%	13.6%
绿地	14.9%	15.3%	15.1%	4.0%	3.2%	4.4%

	毛利率			核心归母净利润率		
中海	42.4%	43.1%	39.7%	21.6%	21.7%	22.5%
新城	38.4%	36.7%	37.5%	12.7%	14.0%	12.0%
华润	47.9%	43.2%	36.8%	16.6%	15.9%	17.0%
龙湖	36.6%	34.0%	32.5%	13.6%	11.0%	12.2%
世茂	31.0%	31.5%	30.0%	10.3%	10.0%	9.4%
招商蛇口	42.7%	39.5%	37.9%	29.2%	16.5%	28.9%
华夏幸福	45.7%	41.6%	48.7%	18.5%	12.6%	21.8%
旭辉	23.6%	25.0%	29.6%	13.3%	13.0%	14.3%
金地	37.4%	42.4%	39.4%	15.4%	13.8%	16.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

我们不否认绝大多数企业面临盈利能力下降的压力，但也建议投资者勿过分夸张这种压力。房地产企业由于薪酬水平不低，云集了大量优秀的管理人才。过去几年良好的市场，也决定了管理方面的潜力多半没有充分体现。企业完全有能力透过更合理的考核机制设定，来对冲盈利能力下降的影响。

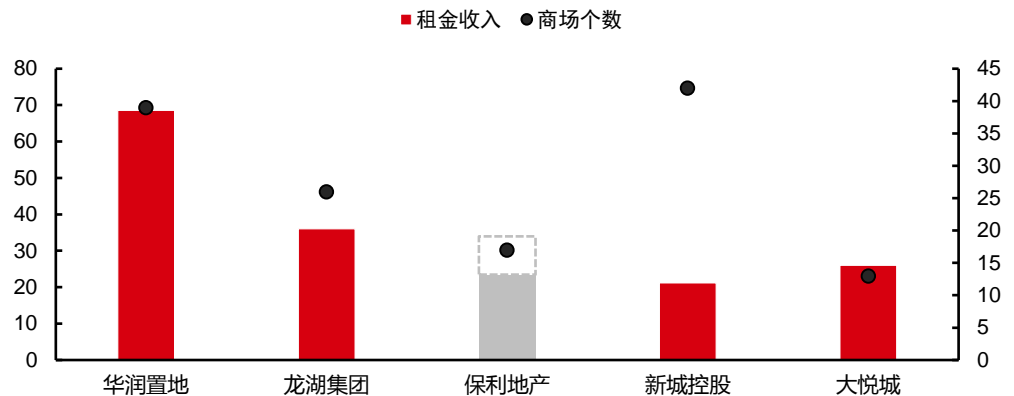
## ■ 新业务：分拆视角 vs 开发视角

地产公司开展新业务，其关键也是管理。

例如，我们认为商业地产成功的关键，在公司是否把商业地产视为一个独立的业务单元，是否以商业地产的维度去考核团队的成绩。我们相信，未来能够走向成功的商业地产团队，应该是具备基础资产运营提升能力，擅长创造基础资产的超额收益率的团队。对这个团队的考核，不可以是传统开发本位的。

例如，拿开发的眼光去审视商业地产，就会厌恶高资本开支，追求极速现金流平衡，其最终的结果可能是获得一批规模过小，位置并无吸引力的商场和酒店。以商业地产的眼光去开发商业地产，会乐于获得纯商业项目，而且这类商业项目的长期盈利能力往往更好。时间总是站在专业人士一边。华润、龙湖、保利、世茂等一系列在商场或酒店方面有所建树的发展商，其不仅享有融资成本的优势，更在管理上将商业地产隔离在开发业务之外，不以短期的项目现金流平衡论短长。相反，鼓吹很快就会实现现金流平衡，几年就白赚回一个商场的公司，其持有部分很可能在中长期回报率较为低下，经营性收入也不能助力降低融资成本。

图 3：各公司商场租金收入与商场个数对比（单位：亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部注：保利地产为中信证券研究部估算数据

表 9：当前各大商业管理品牌的经营管理规模一览单位：万平方米

上市公司	品牌名称	进入城市	商场	写字楼	酒店	总管理面积
大悦城	大悦城	12	13	4	3	317.2
龙湖集团	天街	8	26	-	-	295.8
中国金茂	金茂	10	4	5	10	141.8
华润置地	万象城/五彩城	约 30	39	11	9	921
万科 A	印力	50 余				
新城控股	吾悦	41	42	1		393.5
中国海外发展	环宇荟	15	13	42	12	409
<b>合计 210</b>						1300

资料来源：公司公告，一般公司统计口径含写字楼

## 风险提示

管理，最终会体现在公司的经营指标上。管理没有捷径，无非是管理者不断磨合各种管理元素，提升公司的运营效能。地产行业会面临盈利能力下降的威胁，有效管理可以适当对冲这种威胁，从而提升地产企业的可持续发展能力。但是，对薪酬的管控，人员的优化，对地方权限的调整，对考核指标的变化，也都有可能在公司内部带来阵痛，从而影响公司短期的稳定。

## 看好地产蓝筹的管理能力提升

地产行业并不是一个准入门槛很高的行业，行业中的激烈竞争，实际上锻造了一大批管理优秀，能力卓越的公司。历史上，对地产公司的研究过多局限于资产负债表的研究，很少涉足公司文化和管理体系的研究。动态来看，我们相信时间沉淀之下的部分优秀公司管理体系，是值得信任的，也是公司可持续发展的保障。

短期而言，我们认为政策趋势并没有趋紧，且板块蓝筹估值具备吸引力。我们推荐地产开发龙头，重点看好保利地产，万科 A，世茂房地产，龙湖集团，华夏幸福，招商蛇口

等。

表 10: 估值表

公司名称	评级	股价 (元)	NAV (元)	EPS (元)				PE			
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
万科 A	买入	28.00	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	9.2	7.6	6.3	4.9
万科企业	买入	26.83	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	8.8	7.3	6.0	4.7
华侨城 A	买入	6.97	12.92	1.29	1.47	1.67	1.90	5.4	4.7	4.2	3.7
招商蛇口	买入	18.57	33.38	1.89	2.31	2.87	3.45	9.8	8.0	6.5	5.4
中南建设	买入	8.46	14.64	0.59	1.01	1.74	1.81	14.3	8.4	4.9	4.7
保利地产	买入	14.66	19.43	1.59	2.05	2.66	3.19	9.2	7.2	5.5	4.6
华夏幸福	买入	28.31	26.51	4.03	5.09	6.27	8.80	7.0	5.6	4.5	3.2
金地集团	买入	12.12	12.43	1.79	2.07	2.28	2.49	6.8	5.9	5.3	4.9
龙湖集团	买入	30.06	20.93	2.16	2.82	3.42	4.05	13.9	10.7	8.8	7.4
中国金茂	买入	4.82	7.67	0.44	0.59	0.79	0.98	11.0	8.2	6.1	4.9
世茂房地产	买入	25.76	26.65	2.59	3.44	4.49	5.24	9.9	7.5	5.7	4.9
光大嘉宝	买入	3.68	6.97	0.76	0.60	0.65	0.69	4.8	6.1	5.7	5.3
万科 A	买入	28.00	35.74	3.06	3.69	4.44	5.66	9.2	7.6	6.3	4.9

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

## ■ 相关研究

- 房地产行业 2019 年 10 月龙头公司销售数据点评—销售良好, 融资偏紧 (2019-11-01)
- 物业管理行业深度报告—并购大年, 海外龙头中国业务具备整合价值 (2019-10-31)
- 房地产行业专题研究—房屋竣工趋势展望 (2019-10-29)
- 物业管理行业重大事项点评—从北京新条例看监管导向 (2019-10-24)
- 房地产行业 2019 年 1-9 月运行数据点评—适应地产新常态 (2019-10-21)
- 房地产行业跟踪报告—资金成本见顶, 基本面高度稳定 (PPT) (2019-10-10)
- 物业管理行业专题报告—齐纨未足时人贵, 自知明艳更沉吟 (2019-10-09)
- 房地产 2019 年 9 月龙头公司销售数据点评—预对冲式调控成效显著 (2019-10-08)
- 房地产行业 2019 年 1-8 月行业运行数据点评—资金收紧改变企业行为轨迹 (2019-09-17)
- 房地产开发行业 2019 年中报总评—资金成本和拿地热情见顶, 结算高峰对冲盈利能力下降 (2019-09-06)
- 物业管理行业 2019 年中报总评—内生增长强劲, 品质龙头首选 (2019-09-05)
- 房地产行业重大事项点评—取消基准折扣告别强刺激, 锚定 LPR 利于稳周期(2019-08-26)
- 房地产行业深度报告—融资趋紧, 地产企业会爆雷吗? (2019-08-23)
- 房地产行业 2019 年 1-7 月行业运行数据点评—竣工或将进入增长通道, 投资韧性仍在 (2019-08-15)
- 房地产行业观点—政策预对冲, 企业未雨绸缪 (2019-08-09)

- 物业管理行业深度报告— 因科技，得规模，以服务 (2019-08-06)
- 房地产行业 2019 年 7 月销售数据点评—政策继续预对冲，企业未雨绸缪 (2019-08-01)
- 房地产行业重大事项点评——从增量时代到存量时代 (2019-07-31)
- 房地产行业专题报告—土地市场走向火热，调控政策趋于收紧 (2019-07-18)
- 房地产行业 2019 年 1-6 月行业运行数据点评——销售盘整后持续，投资阶段性景气 (2019-07-16)
- 房地产行业重大事项点评—宽流动性环境下的政策预对冲，信用价值凸显 (2019-07-11)
- 物业管理行业专题研究报告—社区养护市场化曙光初现 (2019-07-09)
- 房地产行业 2019 年 6 月销售数据点评—热销凸显蓝筹价值 (2019-07-01)
- 地产行业专题研究—集中度提高渐行渐缓 (2019-06-24)
- 地产产业链重大事项点评—从楼宇重建到居住升级：后棚改红利花落谁家 (2019-06-20)
- 房地产行业专题报告—土地市场的结构性复苏意味着什么？ (2019-06-19)
- 房地产行业 2019 年 1-5 月行业运行数据点评—积极和谨慎共存，信用与规模分野 (2019-06-17)
- 中信证券地产路演 PPT—去周期化 (2019-06-11)
- 房地产行业专题报告—地产企业“高存高贷”的背后 (2019-06-03)
- 房地产行业专题研究报告—地产公司可以“集体逃顶”吗？ (2019-05-23)
- 房地产行业 2019 年 1-4 月行业运行数据点评—开发投资超预期的微观解释和趋势展望 (2019-05-16)
- 物业管理行业观点—好赛道上找好公司 (2019-05-11)
- 基础设施与地产产业 2019 年下半年投资策略—逆周期操作的下半场 (2019-05-10)
- 房地产行业 2018 年年报及 2019 年一季报总评—业绩滞后体现，行业运行平稳 (2019-05-06)

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。