

评级：增持

分析师：陈立

执业证书编号：S0740520080008

Email: chenli@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
浦东金桥	12.77	0.99	0.99	1.15	1.41	12.94	12.94	11.08	9.09
陆家嘴	12.76	0.99	1.12	1.28	1.74	12.83	11.37	9.98	7.32
张江高科	18.14	1.18	0.86	0.91	0.96	15.37	21.08	20.03	18.94
电子城	3.98	0.47	0.44	0.47	0.53	8.47	8.94	8.44	7.54
中新集团	9.39	0.87	1.02	1.19	1.42	10.79	9.24	7.86	6.59

备注：股价采用7月21日收盘价，未覆盖公司采取Wind一致预期。

投资要点

■ 本篇报告是我们持有物业行业专题之一，分别从商业模式、竞争优势、研究框架及估值方法四个维度切入，讨论园区开发行业的研究方法。

我们认为，在当前房地产环境下，开发销售的商业模式盈利能力不断被压缩。而园区企业凭借综合开发深耕细作的开发模式，凭借拿地及融资上的成本优势，不断提升租赁物业质量。在稳健经营的同时，也不断向多元业态经营、金融创投等领域进行多元化探索。由物业持有带来的稳定 EBITDA 价值将会持续提升。

■ 商业模式：园区开发企业有哪些业务模式？

我们从产业园区的开发流程，可以将园区开发企业所经营的业务切分为三个阶段：1、X 通一平，土地一级开发；2、租售并举，房产二级开发；3、多元发展，增值服务拓展。从目前 A 股上市园区开发公司来看，当前阶段园区开发公司主要以土地二级开发为主，在盈利模式上主要由物业销售以及持有物业出租为主要收入构成。

■ 竞争优势：相对传统房企，园区企业有何优势？

我们认为，园区企业的业务模式与传统的房地产开发业务具有一定的相似性，但相比之下，园区企业具备以下三方面的相对竞争优势：

1、综合开发下的成本优势

园区开发企业的房地产开发业务，具备典型的强资源、慢周转、高利润特点。一方面，深耕园区一二级开发的模式下，相比招拍挂市场，综合开发模式下的土地资源获取成本相对较低。另外一方面，园区企业通常具备国资背景的同时，加之企业体内大量的持有物业贡献的稳定经营性收入，带来了较低的融资成本。

从结算利润率来看，中信住宅物业开发行业 2020 年毛利率水平为 26%，相比 2019 年下降 4pct。而同期张江高科、陆家嘴、浦东金桥房地产开发销售业务毛利率水平都维持在 50% 以上的较高水平。

2、政策支持下的招商优势

产业园区作为持有物业中最为特殊的一类物业，相比办公或者商业物业，租户对于园区内的政策优惠更为敏感。具备更加有利的招商政策下的产业园区相比其他区域的办公物业，具备更为明显的招商优势。

以浦东新区的重点园区为例，陆家嘴、张江、金桥等产业园区，在重点聚焦产业上进行了明显的差异化定位。而在租户企业最为关心的产业发展、金融服务及人才引进方面，园区内政策扶持力度相对园区外较大，招商方面具备先天优势。

3、持有物业下的价值增长

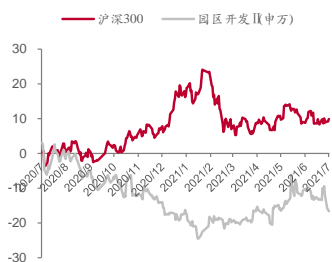
相对于开发销售的快周转模式，园区企业持有的物业虽然在短期报表回报上相对较低。但从长期视角来看，园区企业从区域开发的初始阶段介入，伴随着区域招商的逐渐成熟，产业园内的资产价值随着区域的价值持续提升。

从上海办公及园区市场租金水平来看，2010 年至今，CBRE 上海写字楼租金指数从 130 左右提升至 170 左右，园区租金指数从 120 左右提升至 150 左右。

基本状况

上市公司数	12
行业总市值(亿元)	1,906
行业流通市值(亿元)	648

行业-市场走势对比



相关报告



■ 研究框架：研究园区企业应该从哪些角度切入？

我们认为，研究区域开发企业的核心在于分析园区内房地产的资产价值及潜在增长能力，园区开发企业的核心框架，重点应该关注企业报表内持有物业资产的变现能力及潜在的外延增长潜力。我们可以从以下三个方面搭建园区开发企业的分析框架：1、租金驱动的内生增长；2、潜在的外延增长机会；3、多元化的增值业务扩张。

1、租金驱动的内生增长：租金增长及存量更新构成核心驱动力

园区企业的内生增长主要来自于持有物业的租金收入增长，而通常情况下，驱动租金收入增长可以从以下三个角度拆解进行分析：1、单位租金增长；2、租户调整升级；3、存量物业更新。

2、潜在的外延增长机会：增量开发及外延并购，贡献增量增长

存量物业的租金收入水平增长外生增长主要来自于租金水平的增长，平均租金水平的提升虽然相对稳健，但增速一般。而租赁物业的规模则需要通过园区企业获取增量土地开发，或者是通过收并购机会，获得更快速的规模增长。

3、多元化增值业务扩张：创投、物业等多元业务打开增长空间

从经营业务范围来看，园区企业依靠自身产业优势，不断探索多元化发展路线。其中，陆家嘴及张江高科在多元化增值业务方面已经开始探索，结合自身业务模式及园区重点产业，分别在金融、物管、创投方面发展多元化业务转型，贡献新的利润增长点。

■ 估值方法：为何 EV/EBITDA 更适合给园区企业？

从估值的角度，由于园区开发行业的商业模式下适用的会计准则，无论是净利润还是净资产，对于企业的现金创造能力及资产价值的水平都难以客观而全面的反应。

我们认为，从园区企业的经营角度来看，衡量企业经营能力的核心在于持有大量园区物业下变现能力的变化。相应的，估值的方式应该从常用的 PE、PB 的估值方法切换为企业倍数，即 EV/EBITDA 的角度衡量。

1、PE、PB 传统估值框架下的局限性

对于园区开发企业，资产负债表中的投资性房地产通常按照成本法计量，成本法带来两个问题分别影响了 PE 与 PB 估值方法的横向可比性。

对于房地产租赁业务，主要的成本为当期投资性房地产计提的折旧，在简单使用 PE 角度进行估值对比时，相对部分公允价值计量投资性房地产的房地产开发企业，尤其是港股上市公司时，横向缺乏可比性。同样，投资性房地产账面投资性房地产难以衡量真实的资产价格，账面净资产缺乏重估，PB 估值同样缺乏横向和纵向的估值可比性。

2、EV/EBITDA 角度看园区企业估值

衡量企业价值的本质因该是衡量账面资产出租后，带来的稳定可持续的现金创造能力。因此，我们认为，用 EBITDA 替代净利润可以更好的衡量企业持有物业的经营能力。虽然严格意义上，园区企业应该采用分部估值法分别对房地产开发业务、房地产持有业务及其他增值业务进行分部估值。但为了体现估值方法的便于使用，我们采取企业倍数对公司进行整体估值。

■ 核心观点：重视园区企业稳健增长的 EBITDA 价值

当前环境下，园区企业凭借综合开发深耕细作的开发模式，凭借拿地及融资上的成本优势，不断提升租赁物业质量。在稳健经营的同时，也不断向多元业态经营、金融创投等领域进行多元化探索。从估值上来看，我们认为，EV/EBITDA 估值法更加适用于园区企业。

从估值水平上看，当前浦东龙头园区企业，无论纵向对比还是横向与其他市场企业对比，估值水平均处在较低水平。推荐浦东国资委下属龙头园区企业浦东金桥，同时，关注陆家嘴、张江高科及外高桥的投资机会。

■ 风险提示事件：房地产政策调控超预期、疫情复发冲击租赁市场、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时



内容目录

一、商业模式：园区开发企业有哪些业务模式？	- 6 -
(一)、阶段一：X通一平，土地一级开发	- 7 -
(二)、阶段二：租售并举，房产二级开发	- 9 -
(三)、阶段三：多元发展，增值服务拓展	- 10 -
二、竞争优势：相对传统房企，园区企业有何优势？	- 12 -
(一)、综合开发下的成本优势	- 12 -
(二)、政策支持下的招商优势	- 17 -
(三)、持有物业下的价值增长	- 19 -
三、研究框架：研究园区企业应该从哪些角度切入？	- 21 -
(一)、租金驱动的内生增长：租金增长及存量更新构成核心驱动力	- 22 -
(二)、潜在的外延增长机会：增量开发及外延并购，贡献增量增长	- 27 -
(三)、多元化增值业务扩张：创投、物业等多元业务打开增长空间	- 29 -
四、估值方法：为何 EV/EBITDA 更适合给园区企业？	- 30 -
(一)、PE、PB 传统估值框架下的局限性	- 31 -
(二)、EV/EBITDA 角度看园区企业估值	- 33 -
五、核心观点：重视园区企业稳健增长的 EBITDA 价值	- 36 -
风险提示	- 36 -

图表目录

图表 1：园区开发产业链	- 6 -
图表 2：主要上市园区开发公司（亿、万 m^2 、元/ m^2 /月）	- 6 -
图表 3：土地一级开发环节	- 7 -
图表 4：土地一级开发主要内容	- 7 -
图表 5：中新集团产业园区一级开发业务环节	- 8 -
图表 6：华夏幸福商业模式	- 9 -
图表 7：陆家嘴收入结构（亿）	- 9 -
图表 8：陆家嘴 ROE	- 10 -
图表 9：陆家嘴 ROE 拆解	- 10 -
图表 10：张江创投业务体系	- 11 -
图表 11：张江体系下创投业务介入阶段	- 11 -
图表 12：陆家嘴收购陆金发实现金融行业布局	- 12 -
图表 13：百城样本住宅平均价格及同比（元/ m^2 、%）	- 13 -
图表 14：100 城宅地平均楼面价及同比（元/ m^2 、%）	- 13 -
图表 15：100 城地价占当期 100 城房价比例（%）	- 13 -
图表 16：典型园区企业与住宅物业开发行业毛利率水平（%）	- 14 -



图表 17: 浦东园区开发公司综合融资成本 (%)	- 15 -
图表 18: 不同评级房企新发债券票息 (%)	- 15 -
图表 19: 不同属性房企新发债券票息 (%)	- 15 -
图表 20: 浦东园区企业 2021 年新发债券情况 (亿、年、%)	- 16 -
图表 21: 园区开发及房地产开发行业净负债率 (%)	- 17 -
图表 22: 投资性房地产规模及占总资产比例 (%)	- 17 -
图表 23: 浦东新区重点产业园区部分扶持政策	- 18 -
图表 24: 浦东重点园区工业总产值及全市占比 (亿、%)	- 19 -
图表 25: 陆家嘴及浦东金持有物业竣工年度 (万 m^2)	- 20 -
图表 26: 上海碧云区域二手房成交均价 (元/ m^2)	- 20 -
图表 27: 上海写字楼市场租金指数	- 20 -
图表 28: 上海商务园区市场租金指数	- 20 -
图表 29: 《浦东新区打造社会主义现代化建设引领区的意见》重点内容	- 21 -
图表 30: 园区企业的核心分析框架	- 22 -
图表 31: 租金收入增长驱动因素拆解	- 22 -
图表 32: 陆家嘴物业分布地图	- 23 -
图表 33: 陆家嘴甲办出租率及租金 (%、元/ m^2 /天)	- 23 -
图表 34: 上海写字楼市场供需及空置率 (万 m^2 , %)	- 23 -
图表 35: 陆家嘴主要商场商业业态组合	- 24 -
图表 36: 浦东金桥园区内聚焦产业调整	- 25 -
图表 37: 浦东金桥持有物业业态 (万 m^2)	- 25 -
图表 38: 浦东新区经济结构 (亿、%)	- 25 -
图表 39: 金桥城市副中心控制性详细规划局部调整	- 26 -
图表 40: 规划调整前后用地指标对比	- 27 -
图表 41: 上海 2021Q1 不同区域不同物业租金水平 (元/ m^2 /月)	- 27 -
图表 42: 浦东园区企业土地储备及土储厚度 (万 m^2 , %)	- 28 -
图表 43: 浦东园区企业近几年重点并购事件 (亿)	- 28 -
图表 44: 浦东园区上市公司与集团资产规模 (亿)	- 29 -
图表 45: 浦东园区上市公司与集团利润规模 (亿)	- 29 -
图表 46: 陆家嘴金融业务收入及同比 (亿、%)	- 30 -
图表 47: 陆家嘴持有物业业态构成 (万 m^2 , %)	- 30 -
图表 48: 张江高科长期股权投资规模 (亿, %)	- 30 -
图表 49: 张江高科收入及投资收益 (亿)	- 30 -
图表 50: 浦东园区企业房地产租赁成本与投资性房地产折旧 (亿)	- 31 -
图表 51: 陆家嘴 PE-band	- 31 -



图表 52: 张江高科 PE-band	- 31 -
图表 53: 浦东金桥 PE-band	- 32 -
图表 54: 外高桥 PE-band	- 32 -
图表 55: 浦东园区企业投资性房地产账面成本 (亿、元/m ²)	- 32 -
图表 56: 陆家嘴 PB-band	- 33 -
图表 57: 张江高科 PB-band	- 33 -
图表 58: 浦东金桥 PB-band	- 33 -
图表 59: 外高桥 PB-band	- 33 -
图表 60: 陆家嘴 EV/EBITDA	- 34 -
图表 61: 张江高科 EV/EBITDA	- 34 -
图表 62: 浦东金桥 EV/EBITDA	- 34 -
图表 63: 外高桥 EV/EBITDA	- 34 -
图表 64: 浦东园区企业净负债规模 (亿)	- 35 -
图表 65: 太古地产物业组合 (万平方尺)	- 35 -
图表 66: 太古地产 2020 年收入结构 (亿元)	- 35 -
图表 67: 浦东园区企业净负债规模 (亿)	- 36 -



一、商业模式：园区开发企业有哪些业务模式？

产业园区，通常是作为区域经济发展需求，在特定区域规划及发展政策下，由政府部门确定的空间区域。通常产业园区包括的内容较为宽泛，包括高新区、经济技术开发区、保税区、自由贸易区等多种类型。

而园区开发商，作为承担产业园区开发的主要角色，业务范围覆盖完整的土地及地产开发流程。从土地一级开发到房产开发再到后期园区运营及存量物业改造更新，根据产业园区所处开发阶段，园区开发公司承担区域内的房地产建设、开发、招商、运营等各项业务。

图表 1：园区开发产业链



来源：中泰证券研究所

从目前 A 股上市园区开发公司来看，当前阶段园区开发公司主要以土地二级开发为主，在盈利模式上主要由物业销售、持有物业出租为主要收入构成。

图表 2：主要上市园区开发公司（亿、万 m^2 、元/ m^2 /月）

简称	开发模式	总市值	投资性房地 产账面价值	2020年持有物 业经营面积	2020年租 金收入	平均月 租金	主要收入及占比		
陆家嘴	二级开发+租售并举	461.73	368.14	238	33.69	117.96	房产销售 44.53%	房地产租赁 21.72%	金融业务收入 17.37%
张江高科	二级开发+租售并举	284.03	111.08	121.54	7.14	48.95	房产租赁 94.29%	其他业务 4.8%	房地产销售 0.91%
外高桥	二级开发+租售并举	153.08	157.41	462.16	13.66	24.64	转让出售 30.83%	商品销售收入 30.04%	房地产租赁 13.53%
中新集团	一级开发	152.74	45.70	-	-	-	土地一级开发 58.9%	市政公用 16%	房地产开发与经营 12.73%
浦东金桥	二级开发+租售并举	132.32	101.18	251.81	13.82	45.75	房地产销售 60.06%	房地产租赁 36.67%	酒店公寓服务业务 2.9%
南京高科	二级开发+租售并举	122.36	6.22	14.27	0.66	38.50	房地产开发销售 74.26%	园区管理与服务 11.26%	市政基础设施承建 9.24%
市北高新	二级开发+租售并举	93.57	55.58	36.89	4.11	92.93	园区产业载体销售 50.35%	园区产业载体租赁 34.22%	委托服务收入 13.72%
苏州高新	二级开发+物业销售	54.80	10.03	-	-	-	商品房销售收入 88.74%	振动试验设备制造与振动检测收入 3.46%	游乐服务收入 2.48%
电子城	二级开发+物业销售	46.20	14.73	26.09	3.54	113.13	园区地产销售 81.83%	新型科技服务 16.61%	文化传媒 1.41%

来源：Wind、中泰证券研究所

我们从产业园区的开发阶段，可以将园区开发企业所经营的业务切分为三个阶段：1、X 通一平，土地一级开发；2、租售并举，房产二级开发；3、多元发展，增值服务拓展

从行业发展的过程来看，由于重点产业园区位于一、二线城市，伴随城镇化率提升至较高水平后，在业务占比上，伴随着增量土地的持续开发，重点园区企业经营范围必然从土地一级开发转向地产开发及后端的房地产租售及其他多元化业务。

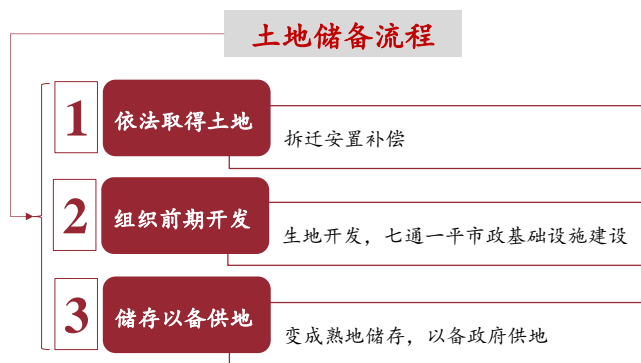


(一)、阶段一：X 通一平，土地一级开发

土地一级开发通常指对国有用地或集体供应进行征地、拆迁、安置、补偿后，进行基础设施建设，是土地具备“X 通一平”，将土地由“生地”开发为“熟地”的过程。

从流程上来看，一级开发通常包括依法获得土地、组织前期开发、储备准备供地三个环节。而园区开发企业通常重点涉足组织前期开发环节，通常在“生地”开发为“熟地”的过程中，根据土地开发要求不同，通常分为“三通一平”、“五通一平”、“七通一平”标准。

图表 3: 土地一级开发环节



来源：财政部、中泰证券研究所

图表 4: 土地一级开发主要内容

建设条件	三通一平	五通一平	七通一平
通水	✓	✓	✓
通电	✓	✓	✓
通路	✓	✓	✓
场地平整	✓	✓	✓
通信号		✓	✓
通天然气		✓	✓
通邮政			✓
通暖气			✓

来源：中泰证券研究所

从开发模式上来看，土地一级开发从收益获取的角度来看，可以分为四个模式：1、BT 模式；2、土地资源补偿模式；3、土地溢价分成模式；4、PPP 模式。

1. BT 模式：成本加成定价

BT 模式即建设-移交模式，即土地储备机构通过委托或招标等方式确定企业作为土地一级开发项目的开发主体，由该企业进行投融资、组织建设和管理工作，工程竣工后政府方按照协议赎回该项目设施等，企业的投资收益主要是土地前期开发成本或投资额的一定比例。

2. 土地资源补偿：

土地资源补偿模式属于实物补偿模式，即在园区开发企业实施整理区域内的土地一级开发后，土地储备机构以一定面积的土地作为企业实施一级开发的对价。

3. 土地溢价分成模式

土地溢价分成模式下，在园区内企业完成土地一级开发后，在净地出让环节，针对土地出让获取的土地出让金，扣除掉一级开发后的成本得到的溢价，进行分成的开发模式。通常土地溢价分成计算方法采取成本加成法或协议分成法。

4. PPP 模式

PPP 模式下，园区企业在土地一级开发过程中涉足的产业链更长。相比

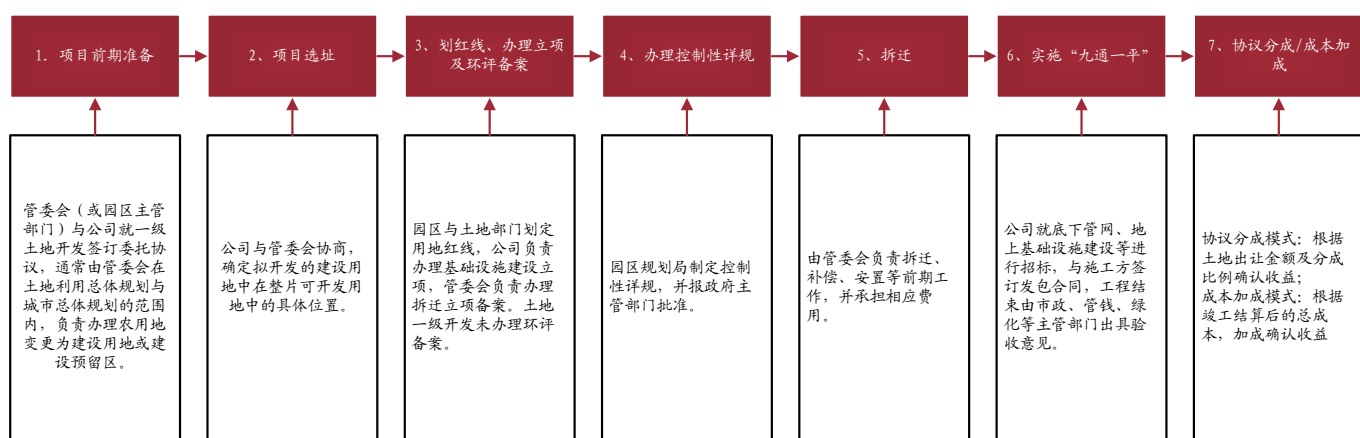


BT 模式下，园区开发企业在经历土地一级开发，将生地通过七通一平转化为熟地后，通常还需要对区域内基础设施进行后期维护，并承担区域内的产业导入及招商运营功能。

目前 A 股上市企业中，中新集团及华夏幸福涉及部分土地一级开发业务，但在业务盈利模式上有所区别。中新集团以土地协议分成模式为主，而华夏幸福以 PPP 模式为主。

其中，中新集团作为中国及新加坡重点合作的苏州工业园区的开发主体，承担了园区内的综合开发业务。2020 年，公司确认土地一级开发业务收入合计 20.11 亿，占总收入的 58.9%。

图表 5：中新集团产业园区一级开发业务环节



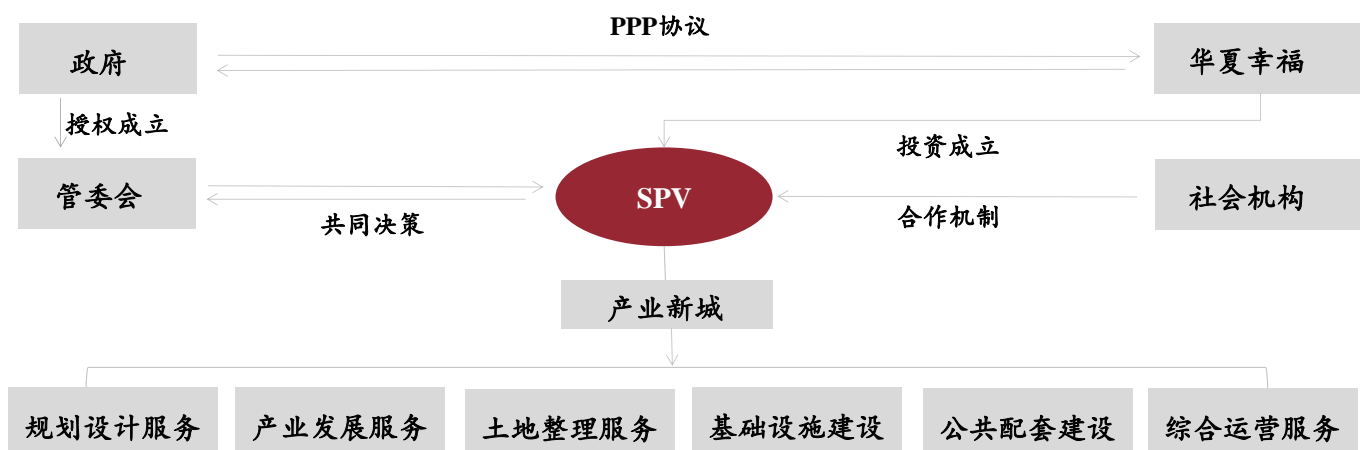
来源：中新集团招股书、中泰证券研究所

华夏幸福产业新城综合开发则是以 PPP 模式为主，通常在特定产业园区内，政府设立园区管委会，华夏幸福则设立项目公司作为园区的开发主体，开发周期延伸至土地一级开发后的园区招商运营管理阶段。

管委会及项目公司从前期的规划设计、土地整理到后期的招商运营全流程介入。从企业端的盈利来源来看，项目开发的投资回报来自于园区合作开发下的新增财政收入，实现社会资本与政府职能的良性合作发展模式。



图表 6: 华夏幸福商业模式



来源: 公司官网、中泰证券研究所

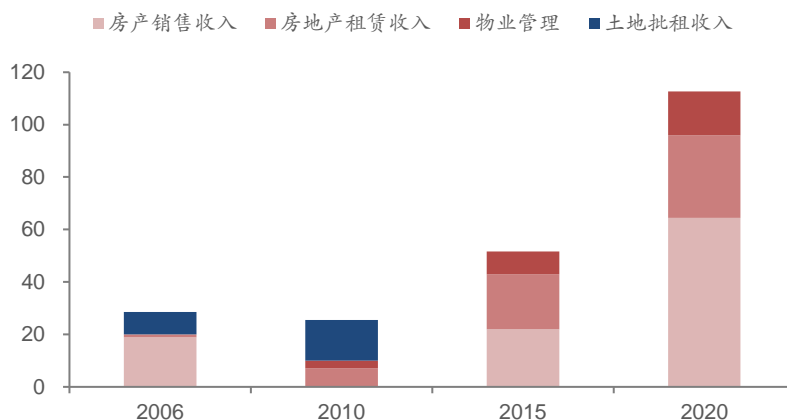
(二)、阶段二: 租售并举, 房产二级开发

由于土地一级开发的区域性及重资产特点, 园区企业在进行一级开发的同时, 也在不断由单一地产开发向房地产综合开发业务拓展。

作为一级开发模式下的土地资源具备极强的区域属性, 而跨区域的土地一级开发项目通常由地区园区企业完成, 从持续经营的角度来看, 园区企业在进行一级开发业务的同时, 通常也在开发范围内获取相应的土地资源, 以销售+持有的综合开发模式, 进行房地产二级开发, 同时满足规模的增长及盈利的可持续。

我们以上市公司陆家嘴为例, 公司自 1992 年成立后, 持续深耕上海陆家嘴金融贸易区内的土地和城市功能开发。从 20 多年的发展经历上来看, 公司已经完成从单一土地开发向租售并举的商业模式转型, 2010 年后, 公司一级开发业务土地批租收入占比持续下降, 目前地产销售收入及租管费收入分别占 2020 年全年收入的 44.5%及 33.3%, 已经替代土地批租收入, 成为公司主要收入来源。

图表 7: 陆家嘴收入结构 (亿)



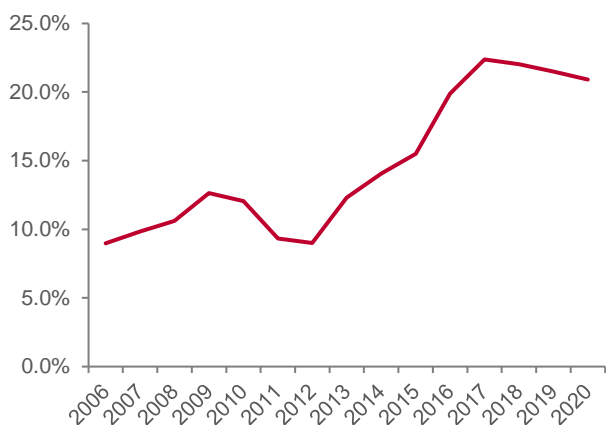
来源: Wind、中泰证券研究所



相比单纯的土地一级开发，借助房地产良好的抵押品属性，房地产二次开发及经营具备更高的投资回报。从 ROE 的角度，陆家嘴自 2011 年转型房地产开发及运营后，ROE 水平持续提升。

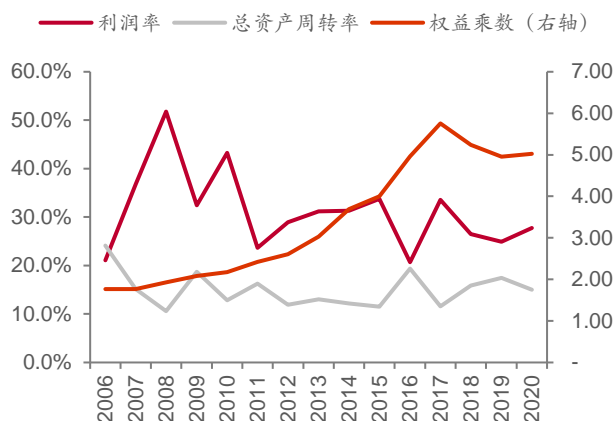
从 ROE 的驱动因素角度来看，虽然地产销售加运营的房地产二级开发业务相比土地批租业务利润率较低，但得益于房地产资产良好的抵押品属性，公司权益乘数持续提升，带动 ROE 持续上升。

图表 8: 陆家嘴 ROE



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 陆家嘴 ROE 拆解



来源: Wind、中泰证券研究所

(三)、阶段三: 多元发展, 增值服务拓展

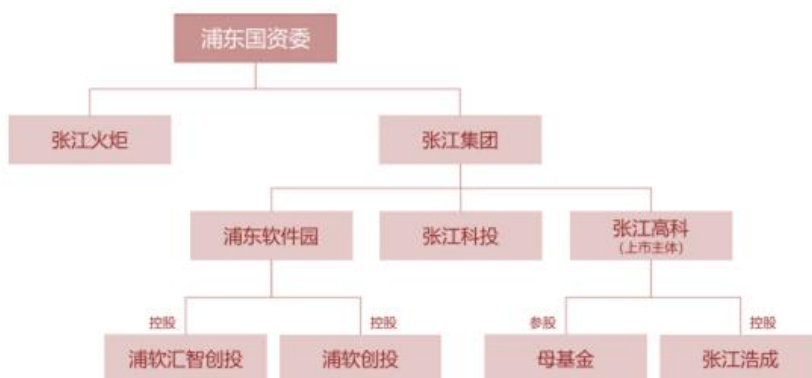
伴随着一线城市城市化率的持续提升，园区内可开发土地占比下降的环境下，可开发资源增量空间有限。**各园区企业依靠自身管理园区产业特色，不断进行多元化发展尝试，突破经营边界，在物业管理、多业物业运营、产业投资及孵化等方面拓宽业务范围。**

张江高科属于园区开发行业中较早开启多元化的企业，2014 年前，张江高科已经陆续参与直投园区内的优秀企业，凭借公司园区内生物医药及集成电路产业链上企业的成熟经验，张江高科于 2014 年将公司自身定位调整为科技投行。

业务模式上，张江集团以张江科投为母体，整合旗下小额信贷，孵化器，创业培训等资源，建立张江集团投贷孵学平台。成员单位包括张江科投、张江小贷、张江孵化器、张江药谷平台和张江创新学院。



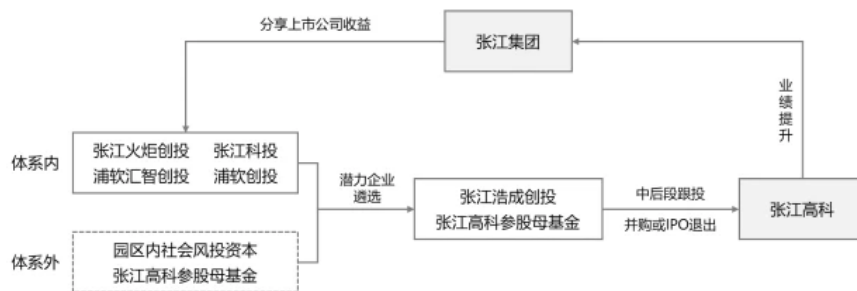
图表 10: 张江创投业务体系



来源：克而瑞、中泰证券研究所

浦东国资委下企业投资孵化机构定位具备一定的差异化。张江火炬、张江科投以及浦软旗下两家投资机构偏重于 B 轮之前的企业直投。张江浩成更多参与企业商业模式基本成型的中后阶段融资，最终实现对企业直投的全轮次覆盖。

图表 11: 张江体系下创投业务介入阶段

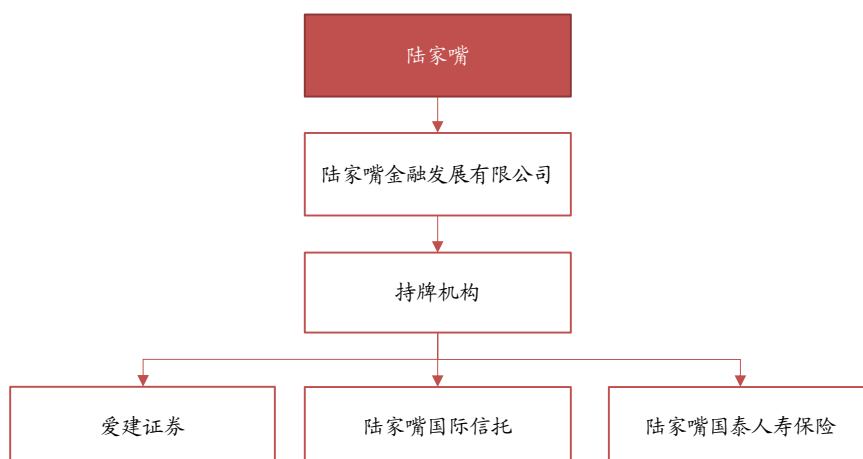


来源：克而瑞、中泰证券研究所

而陆家嘴集团经过 20 多年发展，房地产业务方面完成了从单一土地开发向土地开发与租售并举的转型。2017 年底完成上海陆家嘴金融发展有限公司 100% 股权的收购，全面搭建“商业地产+商业零售+金融服务”业务发展布局。



图表 12: 陆家嘴收购上海陆家嘴金融发展有限公司实现金融行业布局



来源：亿翰、中泰证券研究所

二、竞争优势：相对传统房企，园区企业有何优势？

当前主要园区开发企业的重点业务仍旧为房地产租售并举的模式下，与专注于房地产开发及运营的传统开发商相比，园区企业在业务模式上存在一定的相似性。

我们认为，相比传统房地产开发商，园区企业具备以下三方面的相对竞争优势：1、综合开发下的成本优势；2、政策支持下的招商优势；3、持有物业的潜在增长。我们以园区开发企业中，比较具备代表性的浦东区域内的园区开发公司，与房地产企业进行对比。

（一）、综合开发下的成本优势

相比传统房地产开发商，园区开发企业在成本管控上具备明显优势。从开发周期上，相比传统房地产开发商招拍挂市场拿地快速周转模式下，**园区开发企业的房地产开发业务，具备典型的强资源、慢周转、高利润特点。**

我们认为，高利润率反应出的成本优势由两方面因素导致。一方面，**深耕园区一二级开发的模式下，相比招拍挂市场，综合开发模式下的土地资源获取成本相对较低。**另外一方面，**园区企业通常具备国资背景的同时，加之企业体内大量的持有物业贡献的稳定经营性收入，带来了较低的融资成本。**

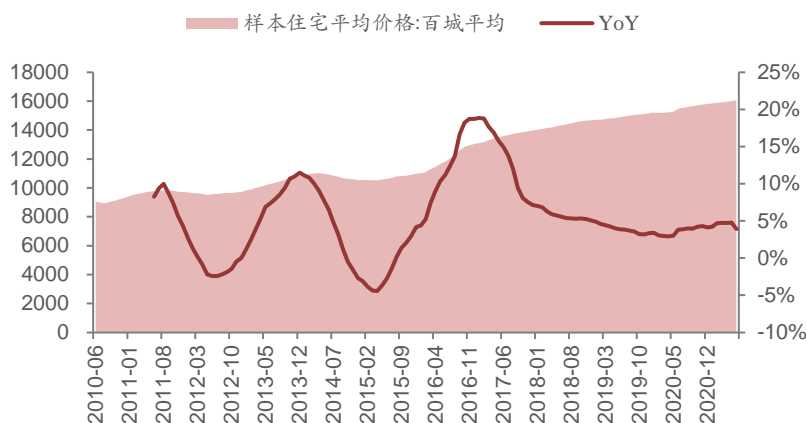
■ 拿地成本：一二级综合开发下，利润率优势显著

当前房住不炒环境下，房价上涨速度显著放缓，传统房企在追求规模持续增长的过程中，公开市场拿地竞争激烈程度持续上升。在 2021 年，热点城市开启集中供地后，热点城市土地价格仍旧维持在较高水平，房地价差的持续缩窄成为行业利润率下行面临的核心问题。

房价方面，房住不炒背景下，房地产调控政策效果显著，百城房价自 2016 年后，增速持续下行，2019 年以来，百城房价同比增速维持在 5% 以内，相比 2015 年前的房价波动，2018 年来，整体新房市场价格保持平稳。



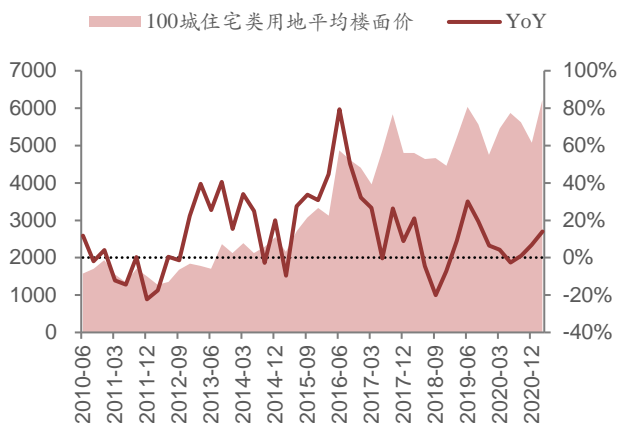
图表 13: 百城样本住宅平均价格及同比 (元/m², %)



来源: Wind、中泰证券研究所

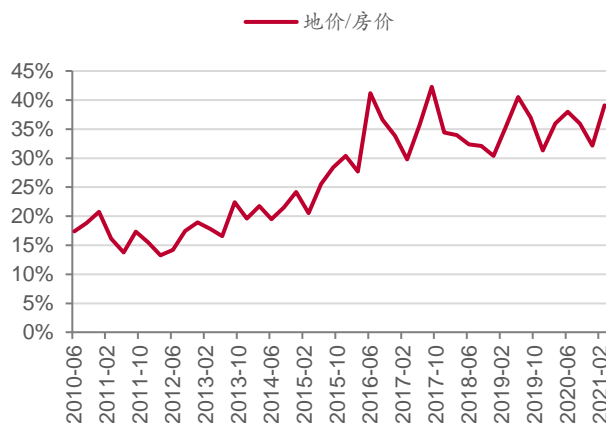
房价涨幅放缓的同时, 地价持续上行, 而土地价格作为开发商核心的成本项, 房地价差持续收窄挤压了开发商的利润率水平。从 100 个大中城市住宅类用地成交平均楼面价来看, 2021 年 5 月, 100 个大中城市住宅类用地平均成交楼面价为 9693 元/m², 同比增长 51%。从地价占房价的比例来看, 2016 年后地价占房价比例大幅提升, 持续维持在 30%到 40%之间。22 个核心城市在 2021 年开启集中供地集中出让模式后, 首轮土地竞争激烈, 高地价稳房价环境下行业利润率有限。

图表 14: 100 城宅地平均楼面价及同比 (元/m², %)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 15: 100 城地价占当期 100 城房价比例 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

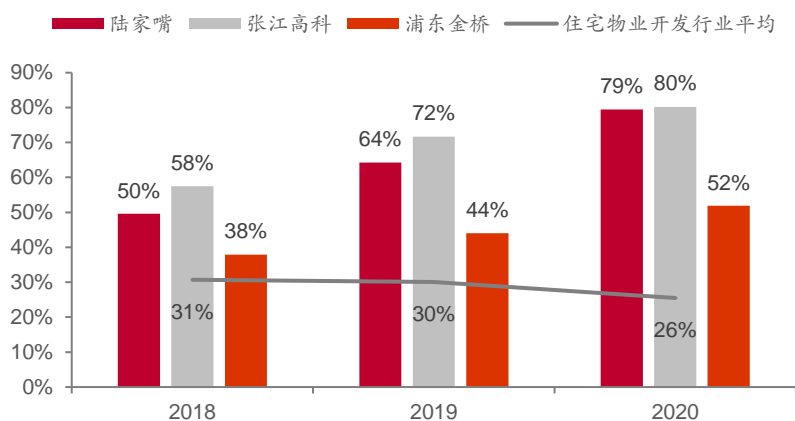
从拿地端的土地价格上涨到报表端的利润下滑, 当前环境之下, 单纯依赖公开市场招拍挂拿地的地产开发模式, 将持续面临项目盈利压力。**相比之下, 园区开发企业依靠产业园区综合开发模式下的拿地优势, 拿地成本优势明显, 同时, 区域内土地滚动开发下, 优质项目贡献收入与业绩的持续增长。**

我们从利润表结算角度, 拆解出园区企业中, 房地产销售业务的毛利率水平, 与房地产开发行业毛利率水平对比。从结算利润率来看, 中信住宅物业开发行业 2020 年毛利率水平为 26%, 相比 2019 年下降 4pct。而同期张江高科、陆家嘴、浦东金桥房地产开发销售业务毛利率水平都



维持在 50% 以上的较高水平。

图表 16: 典型园区企业与住宅物业开发行业毛利率水平 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

对于房地产行业中最主要的原材料，土地成本是企业经营成本项中最为重要的环节。在当前住宅销售面积增速放缓的环境下，高周转的开发商需要不断补充土地资源维持房地产销售规模的增长。而缺乏产业综合开发的能力下，公开市场招拍挂拿地成为唯一途径。土地市场过度的竞争传导至房企的报表层面则体现为利润率的持续下行。

而对于园区企业，由于开发周期较长，产业园区内土地资源的可获取确定性较高且成本较低，招拍挂市场拿地的必要性相对较低。因而在经营上，房地产销售板块整体利润率水平显著高于单一的房地产开发行业。

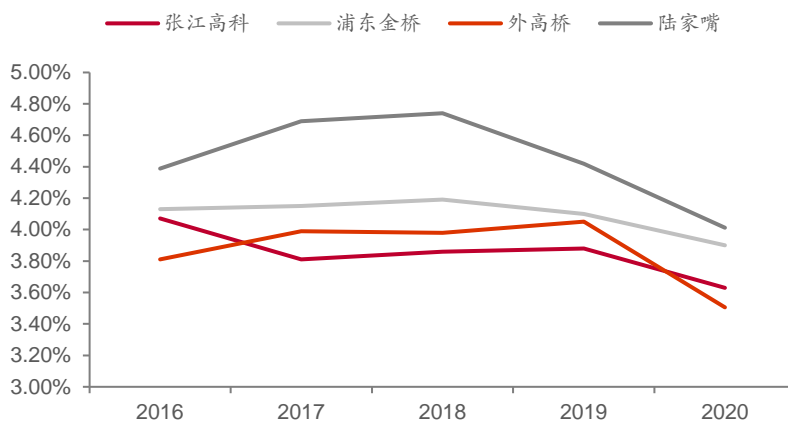
■ 租售并举下的融资优势

房地产开发行业中，主要的成本项一方面为土地成本，另外一方面则是融资成本。园区企业在产业园区二级开发时，通常采取租售并举的模式，叠加大部分的园区企业具备国资背景，融资成本显著低于单纯住宅物业我们以上市公司发行的公司债发行利率作为衡量企业融资的标准，无论从信用评级还是企业资质的角度，园区企业租售并举的商业模式相对于单纯的房地产开发商，都具备显著的融资成本优势。

我们以浦东新区主要园区开发公司为例，四家园区企业整体融资成本自 2018 年以来持续下行。2020 年，四家园区企业综合融资成本都在 4% 以内，仅陆家嘴综合融资成本稍高，为 4.01%。



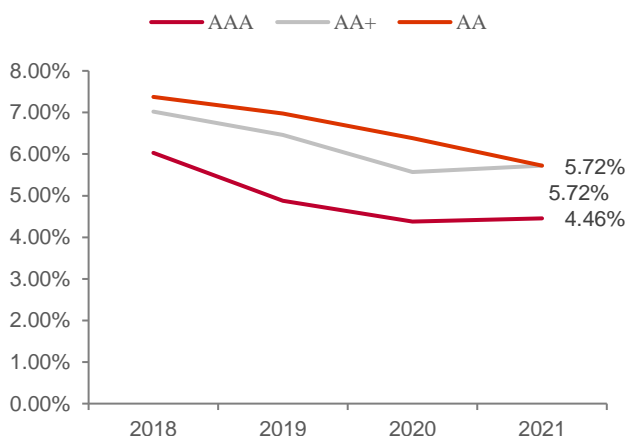
图表 17: 浦东园区开发公司综合融资成本 (%)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

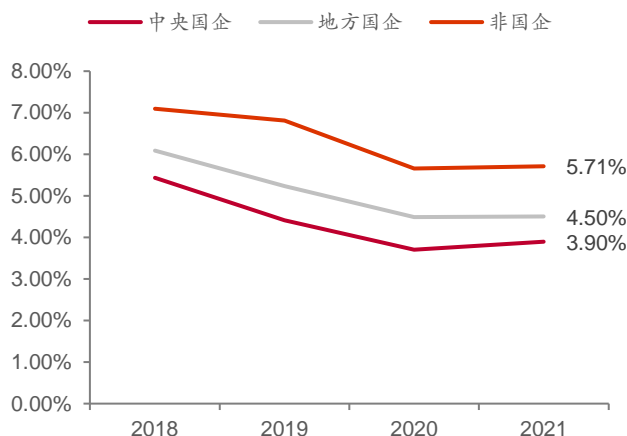
相对于单纯的房地产开发行业, 园区企业融资成本优势明显。从新发债券角度来看, 浦东四家园区开发企业新发 4.5 年期票息在 3.65%-3.85% 之间。而相比 2021 年房地产开发行业新发债券平均票息显著较低。从 2021 年不同主体评级的角度来看, 2021 年房地产开发商 AAA、AA+ 及 AA 企业平均发债票息分别为 4.46%、5.72% 及 5.72%, 而中央国企、地方国企和非国企分别为 3.9%、4.5% 及 5.71%。

图表 18: 不同评级房企新发债券票息 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 19: 不同属性房企新发债券票息 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所



图表 20: 浦东园区企业 2021 年新发债券情况 (亿, 年, %)

发行起始日	证券简称	发行额(亿)	期限(年)	主体评级	发行利率	发行人
2021-07-08	21 金桥开发 SCP002	6.00	0.73	AAA	2.76%	上海金桥出口加工区开发股份有限公司
2021-06-30	21 张江高科 SCP003	8.00	0.08	AAA	2.46%	上海张江高科技园区开发股份有限公司
2021-05-21	G21 张江 1	10.80	5.00	AAA	3.68%	上海张江高科技园区开发股份有限公司
2021-05-21	21 张江高科 SCP002	8.00	0.49	AAA	2.46%	上海张江高科技园区开发股份有限公司
2021-05-10	21 外高桥 SCP001	10.00	0.71	AAA	2.87%	上海外高桥集团股份有限公司
2021-04-29	21 陆金开 SCP002	20.00	0.74	AAA	2.98%	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
2021-04-12	21 金桥开发 SCP001	6.00	0.25	AAA	2.54%	上海金桥出口加工区开发股份有限公司
2021-03-17	21 陆金开 MTN002	40.00	4.00	AAA	3.65%	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
2021-02-25	21 张江高科 SCP001	8.00	0.25	AAA	2.65%	上海张江高科技园区开发股份有限公司
2021-02-24	21 陆金开 MTN001	10.00	5.00	AAA	3.80%	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
2021-01-21	21 陆金开 SCP001	15.00	0.10	AAA	2.40%	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司

来源: Wind、中泰证券研究所

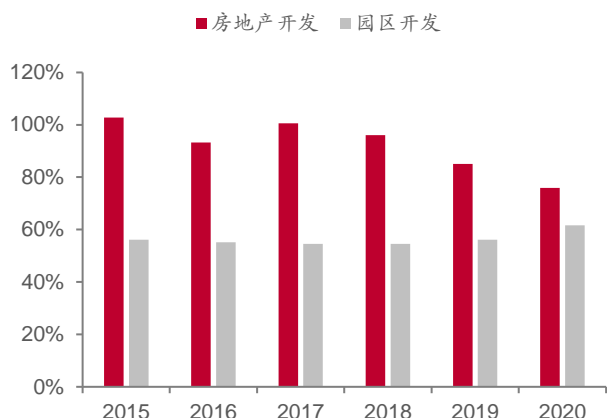
融资成本优势来源于三个方面，其一为利润导向下的开发模式对于杠杆率的依赖较低。从净负债率的角度来看，债务结构显著优于单一的房地产开发企业。2018 年来，在房地产开发行业整体持续去杠杆的过程中，净负债率持续下降，而园区开发行业净负债率维持在相对稳定水平。我们以（短期借款+一年内到期的长期负债+长期借款+应付债券-货币资金）/所有者权益来衡量指数的净负债率，2020 年申万房地产开发 III 指数净负债率为 72%，自 2018 年来持续下降。申万园区开发 III 指数净负债率为 62%，低于房地产开发板块 10pct。如果考虑到园区企业投资性泛地产以成本法计量，如果采取公允价值计量下，净负债率将进一步降低。

其二是租售结合的业务模式提供了稳定的经营性现金流，开发模式的可持续经营性由于单一的开发销售模式。

其三为园区内物业价值价高，成本法计量下的大量投资性房地产具备极高的重估价值，通过优质物业的抵押获取的资金成本较低。无论是从投资性房地产的绝对规模，还是投资性房地产规模占总资产的比例，A 股上市园区及房地产开发行业中，园区开发企业均排名靠前。其中，比较又代表性的浦东国资委下属园区开发企业外高桥、陆家嘴、张江高科及浦东金桥投资性房地产占总资产的比例分别为 40%、36%、34%及 34%。

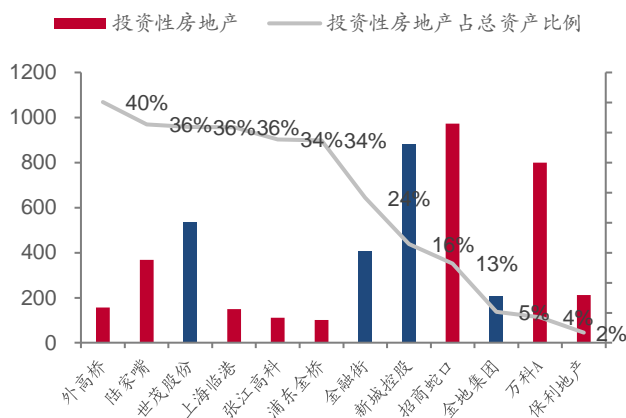


图表 21: 园区开发及房地产开发行业净负债率 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 22: 投资性房地产规模及占总资产比例 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

*深蓝色公司投资性房地产采用公允价值计量, 红色为成本法计量

(二)、政策支持下的招商优势

对于大量的持有物业, 无论是商业、办公还是产业园, 作为市场中物业的供应方, 开发商需要面对的下游来自于物业的租户。而产业园区作为持有物业中最为特殊的一类物业, **相比办公或者商业物业, 租户对于园区内的政策优惠更为敏感。具备有利的招商政策下的产业园区相比其他区域的办公物业, 具备更为明显的招商优势。**

从国家级层面, 针对各个地区的产业园区, 在行政管理、外商投资、土地政策、财税政策、产业发展、企业扶持、人才引进等方面, 实施各类优惠政策, 强化产业园区内的招商引资能力。

细化到区域层面, 我们以浦东新区的重点园区为例, 陆家嘴、张江、金桥等产业园区, 在重点聚焦产业上进行了明显的差异化定位。而在租户企业最为关心的产业发展、金融服务及人才引进方面, 园区内政策扶持力度相对园区外较大, 招商方面具备先天优势。



图表 23: 浦东新区重点产业园区部分扶持政策

	陆家嘴金融贸易区	上海张江高新技术产业开发区	金桥经济技术开发区
聚焦产业	金融	科技	高端制造
产业发展	<p>(1) 设立陆家嘴互联网新兴金融产业园暨创新孵化基地, 重点发展基于互联网及移动通信、大数据、云计算、社交平台、搜索引擎等信息技术, 实现资金融通、支付、结算等金融相关服务的金融业态。(2) 加强新兴金融企业的市场准入支持, 支持符合条件的企业在名称中向工商部门申请使用“互联网金融”、“网络金融”字样。</p>	<p>(1) 集聚高端产业项目。支持符合张江科学城产业导向的战略性新兴产业和先导产业重大项目落地和产业规模化发展, 支持在线新经济、人工智能场景实际应用。</p>	<p>(1) 加快发展在线新经济, 打造一批重点产业生态园。放宽市场准入, 探索扩大免罚清单等包容审慎监管模式和管理措施。鼓励按照全市产业地图引导, 结合特色产业园区建设, 通过老厂房、老仓库、工业标准厂房和商务楼宇等存量资源的改造提升, 打造一批国际国内有重要影响力的在线新经济生态园。</p>
金融服务	<p>(1) 加大对新兴金融企业的财力扶持, 对新引进的新兴金融企业, 视其品牌和行业地位, 结合其自身设定的经营目标, 按实际考核结果分阶段给予绩效性落户补贴, 并比照金融机构扶持政策给予一定的经济贡献度补贴、房租补贴、人才奖励补贴。(2) 加大新兴金融企业的政策支持力度, 支持符合条件的企业申请各级政府设立的战略性新兴产业发展专项资金、服务业发展引导资金、高新技术成果转化专项资金等财政资金。(3) 开展新兴金融新技术、新产业、新模式、新业态的评比奖励。</p>	<p>(1) 在集成电路、生物医药、人工智能等关键重点领域, 有效落实相关税收优惠政策。(2) 加强投融资服务。支持企业获得创业投资基金及私募股权投资基金等机构投资者投资, 按照实际投资额给予资助。(3) 鼓励设立张江重点产业基金。支持各类产业投资基金在张江科学城参与投资。</p>	<p>(1) 聚焦新网络、新设施、新平台、新终端等, 加快以 5G 为代表的信息基础设施、人工智能、工业互联网、智能网联汽车、智能电网等领域新型基础设施建设。(2) 设立总规模 1000 亿元的产业基金, 围绕集成电路、人工智能、生物医药三大先导产业, 加大对重大产业项目支持力度。(3) 设立总规模 1000 亿元面向先进制造业的中长期信贷专项资金, 将中长期低息贷款政策从集成电路扩大至人工智能、生物医药等领域。用好人民银行专项再贷款政策和政策性金融机构复工复产专项贷款, 降低融资成本。</p>
人才引进	<p>(1) 加强新兴金融企业的人才服务, 加大人才落户、人才招聘、医疗服务、子女入学、培训教育、出入境便利等方面的服务力度。(2) 完善人才服务体系, 系统集成市区各项人才政策, 加强金融科技专项人才服务。</p>	<p>(1) 对张江科学城重点产业领域等, 实施吸引境外和海外回流高端紧缺人才的相关税收优惠政策。(2) 实施人才引进落户新政。推荐用人单位纳入市级人才引进重点机构, 享受相应人才落户政策。(3) 加快集聚高水平人才。支持引育高水平创新创业人才和团队。对用人单位引聘人才给予资助。(4) 支持提供高品质国际社区、人才公寓、创业社区、公共租赁住房等租购并举、租售衔接的住房保障服务。</p>	<p>(1) 对市投资促进领导小组办公室认定的重点招商项目, 加大人才引进支持力度, 优先将其推荐列入人才引进重点机构和非上海生源应届毕业生就业重点扶持单位。(2) 多措并举, 以各类人才安居保障创业兴业乐业。支持通过集中新建住房、购买或租赁市场房源、盘活存量房屋资源、集体建设用地建房入市等方式, 筹集人才公寓资源。(3) 服务区域人才建设, 用好特殊人才落户政策, 争取有更多的人才可以落户。</p>

来源: 浦东政府网、园区管委会、中泰证券研究所

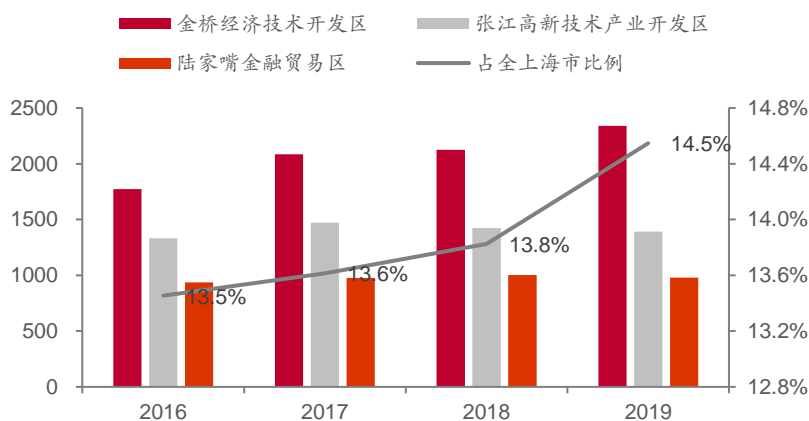
此外, 2014 年上海自贸区扩围, 将面积扩展到 120.72 平方公里。扩展区域包括陆家嘴金融片区、金桥开发片区和张江高科技片区。其中, 陆家嘴金融片区共 34.26 平方公里, 金桥开发片区共 20.48 平方公里, 张江高科技片区共 37.2 平方公里。

在持续的政策支持下, 浦东重点产业园区内企业工业总产值快速增长, 占全上海市工业总产值比例持续提升。**2019 年陆家嘴、金桥、张江三个开发区内工业总产值合计超过 4711 亿, 占全上海市的 14.5%, 占比自 2016 年以来持续提升, 凸显出政策支持下, 浦东重点产业园区内企业**



总产值增速快于全上海市平均水平。

图表 24: 浦东重点园区工业总产值及全市占比 (亿、%)



来源: Wind、中泰证券研究所

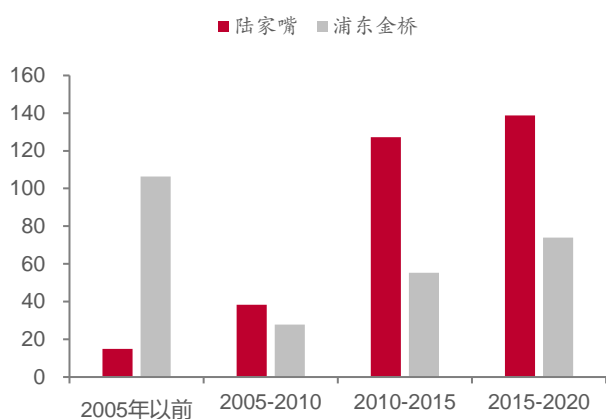
(三)、持有物业下的价值增长

相对于开发后销售的房地产快周转开发，园区企业持有的物业虽然在短期报表回报上相对较低。但从长期视角来看，园区企业从区域开发的初始阶段介入，伴随着区域招商的逐渐成熟，产业园内的资产价值随着区域的价值持续提升。

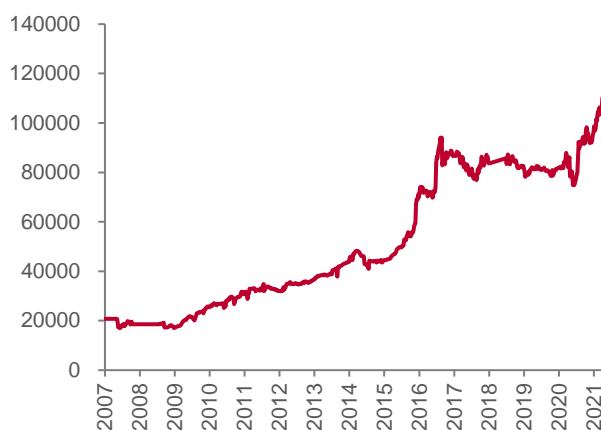
我们仍旧以浦东重点产业园区为例，浦东新区开发自 1990 年启动，经过 30 年的持续开发，区域城镇化率及资产价值持续提升。无论是以持有商写物业为主的陆家嘴，还是研发、厂房为主的张江、金桥，大量物业在 2010 年前竣工，在浦东区写字楼、高标厂房、研发大楼售价持续上涨时，优质的持有物业沉淀在资产负债表中，带来了资产价值的持续提升。

重点园区企业中，陆家嘴及浦东金桥大量物业再 2010 年前建成，尤其是浦东金桥，其持有物业中的高端住宅物业主要位于上海浦东新区碧云区域，竣工年限基本在 2010 年以前。近十年以来，碧云区域内二手房住宅价格由 20000 元/m²左右上涨至 12 万元/m²左右。2020 年 4 月，碧云板块新房碧云尊邸项目开盘，预售证审批项目均价为 111983 元/m²，区域内房地产价值随着时间的推移已经实现大幅的增长。



图表 25: 陆家嘴及浦东金持有物业竣工年度 (万m²)


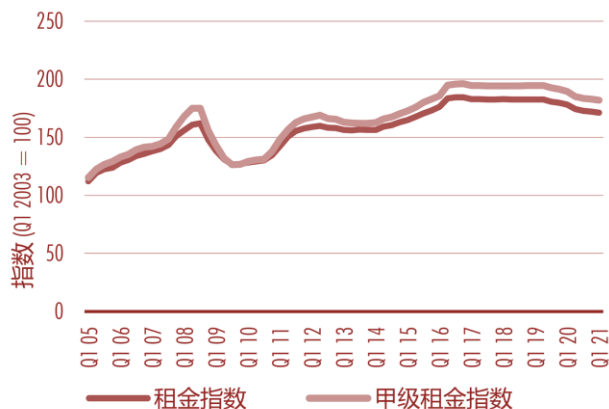
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 26: 上海碧云区域二手房成交均价 (元/m²)


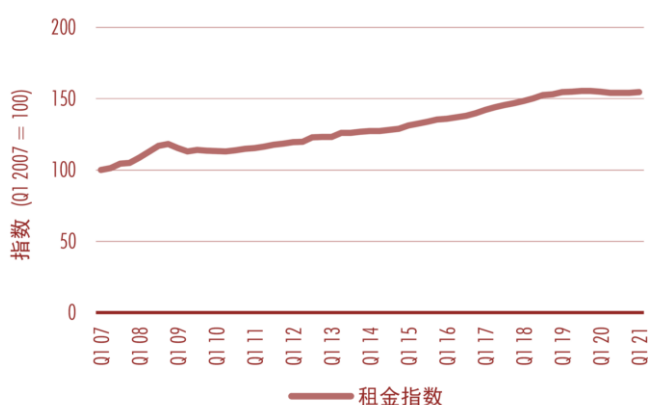
来源: Choice、房价网、中泰证券研究所

伴随着区域内资产价格的上涨, 园区企业持有项目带来的租金收益同步提升, 虽然从报表层面, 多数园区企业以成本法计量投资性房地产, 资产价格增长无法在资产负债表中体现, 但持续提升的租金水平将持续驱动收入和业绩的增长。

从上海办公及园区市场租金水平来看, 2010 年至今, 虽然办公物业市场自 2017 年以来供应快速上升, 对市场租金水平产生一定负面影响, 但整体来看, 写字楼及产业园区租金水平自 2010 年以来保持稳健的增长。写字楼方面, CBRE 上海写字楼租金指数从 130 左右提升至 170 左右, 园区租金指数从 120 左右提升至 150 左右。

图表 27: 上海写字楼市场租金指数


来源: CBRE、中泰证券研究所

图表 28: 上海商务园区市场租金指数


来源: CBRE、中泰证券研究所

在浦东改革开放至今的三十年时间内, 政策不断深化的过程中, 区域经济快速发展。2021 年 7 月 15 日, 《中共中央国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》发布, 支持浦东新区高水平改革开放、打造社会主义现代化建设引领区, 赋予浦东新区改革开放新的重大任务。重点政策的持续推进下, 浦东区域经济与产业的新一轮发展可期, 驱动园区企业存量物业的价值进一步提升。



图表 29:《浦东新区打造社会主义现代化建设引领区的意见》重点内容

发展目标		
2035 年	浦东现代化经济体系全面构建，现代化城区全面建成，现代化治理全面实现，城市发展能级和国际竞争力跃居世界前列	
2050 年	浦东建设成为在全球具有强大吸引力、创造力、竞争力、影响力的城市重要承载区，城市治理能力和治理成效的全球典范，社会主义现代化强国的璀璨明珠	
政策要点	具体方向	详细措施
全力做强创新引擎，打造自主创新新高地	加快关键技术研发	聚焦集成电路、生命科学、人工智能等领域，加快推进国家实验室建设；推动超大规模开放算力、智能汽研发应用创新平台落户
	打造世界级创新产业集群	研究在浦东特定区域从事集成电路等关键领域核心环节生产研发的企业 5 年内减按 15% 税率征收所得税
	深化科技创新体制改革	建立高水平的知识产权保护制度，实施更大力度的知识产权侵权惩罚性赔偿制度；支持浦东设立科创板拟上市企业知识产权服务站
加强改革系统集成，激活高质量发展新动力	创新政府服务管理方式	制定浦东放宽市场准入特别措施清单，深化“一业一证”改革
	强化竞争政策基础地位	积极稳妥推进具备条件的国有企业混合所有制改革和整合重组
深入推进高水平制度型开放，增创国际合作和竞争新优势	健全要素市场一体化运行机制	结合国土空间规划编制，优化建设用地结构和布局
	推进中国（上海）自由贸易试验区及临港新片区先行先试	更好发挥中国（上海）自由贸易试验区及临港新片区“试验田”作用，对标最高标准、最高水平，实行更大程度的压力测试，在若干重点领域率先实现突破，相关成果具备条件后率先在浦东全域推广实施
	加快共建辐射全球的航运枢纽	加快同长三角共建辐射全球的航运枢纽，提升整体竞争力和影响力
增强全球资源配置能力，服务构建新发展格局	建立全球高端人才引进“直通车”制度	率先在浦东实行更加开放更加便利的人才引进政策。进一步研究在浦东投资工作的相关高端人才审核权限下放政策，为引进的“高精尖缺”海外人才提供出入境和停居留便利
	进一步加大金融开放力度	发展人民币离岸交易
	建设海内外重要投融资平台	试点允许合格境外机构投资者使用人民币参与科创板股票发行交易；进一步便利合格境外机构投资者参与中国债券市场
提高城市治理现代化水平，开创人民城市建设新局面	完善金融基础设施和制度	研究在全证券市场稳步实施以信息披露为核心的注册制，在科创板引入做市商制度构建贸易金融区块链标准体系，开展法定数字货币试点；推动私募股权和创业投资股权份额二级交易市场发展
	创新完善城市治理体系	把全生命周期管理理念贯穿城市规划、建设、管理全过程各环节，深入推进城市运行“一网统管”
	打造时代特色城市风貌	加强对建筑形体、色彩、体量、高度和空间环境等方面的指导约束。实施旧工业区改造工程，建设文化创意和休闲消费场所
	构建和谐优美生态环境	实行最严格的生态环境保护制度，健全源头预防、过程控制、损害赔偿、责任追究的生态环境保护体系
提高供给质量，依托强大国内市场优势促进内需提质扩容	提升居民生活品质	与长三角地区统筹布局优质教育、医疗、养老、文化等公共服务资源，增加高质量和国际化教育、医疗等优质资源供给，不断提高公共服务均衡化、优质化水平
	增加高品质商品和服务供给	发挥浦东先进制造和贸易航运枢纽优势，推动消费平台和流通中心建设
	培育绿色健康消费新模式	充实丰富在线医疗、在线文体等线上消费业态，推动线上线下融合消费双向提速
树牢风险防范意识，统筹发展和安全	健全金融风险防控机制	完善现代金融监管体系，建立健全风险监测和评估框架，探索与国际金融体系相适应的包容审慎监管模式
	完善公共卫生应急管理体系	加大公共卫生应急专用设施建设投入，加强疾病预防控制、监测预警、突发疫情管控、应急物资保障、重大疾病救治、防控救治科研的体系和能力建设
	防范化解安全生产等领域重大风险	建立城市 5G 安全智慧大脑，健全港口和机场安全、大面积停电、自然灾害等预警机制
加强组织实施	坚持和加强党的全面领导	坚持和加强党对浦东高水平改革开放各领域各方面各环节的领导，提高党把方向、谋大局、定政策、促改革的能力和定力
	强化法治保障	建立完善与支持浦东大胆试、大胆闯、自主改相适应的法治保障体系
	完善实施机制	建立中央统筹、市负总责、浦东抓落实的工作机制

来源：国务院、中泰证券研究所

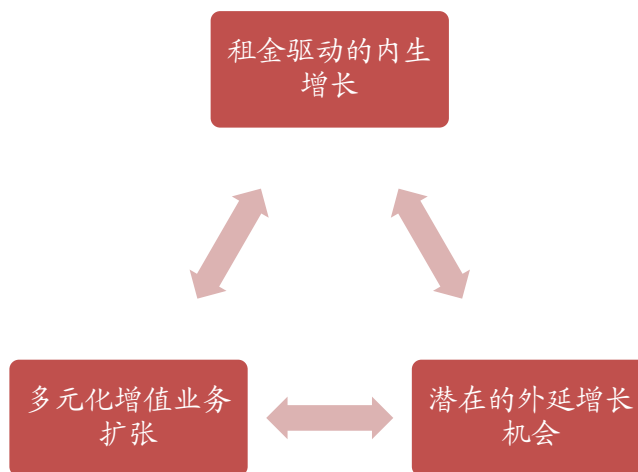
三、研究框架：研究园区企业应该从哪些角度切入？

我们认为，研究区域开发企业的核心在于分析园区内房地产的资产价值及潜在增长能力，而由于园区企业主要以持有经营为主，资产的变现能力主要通过租金增长而非销售价格来体现。通过园区企业良好的经营管



理下，以高品质的服务实现良好客户关系与最低经营管理成本，以此实现最佳租赁收益和租赁效率，实现企业表内物业的价值持续稳健增长。
因此，园区开发企业的核心框架，重点应该关注企业报表内持有物业资产的变现能力及潜在的外延增长潜力，从这两个角度，我们可以从以下三个方面搭建园区开发企业的分析框架：1、租金驱动的内生增长；2、潜在的外延增长机会；3、多元化的增值业务扩张。

图表 30：园区企业的核心分析框架

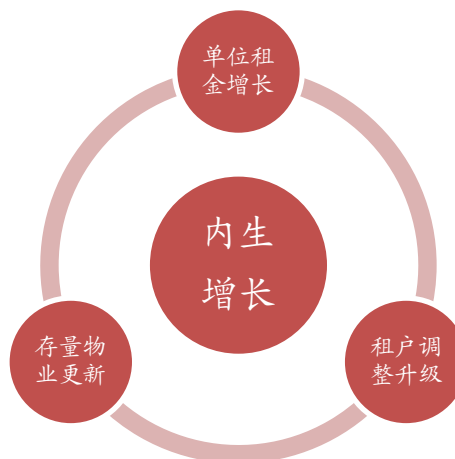


来源：中泰证券研究所

(一)、租金驱动的内生增长：租金增长及存量更新构成核心驱动力

园区企业的内生增长主要来自于持有物业的租金收入增长，而通常情况下，驱动租金收入增长可以从以下三个角度拆解进行分析：1、单位租金增长；2、租户调整升级；3、存量物业更新。

图表 31：租金收入增长驱动因素拆解



来源：Wind、中泰证券研究所

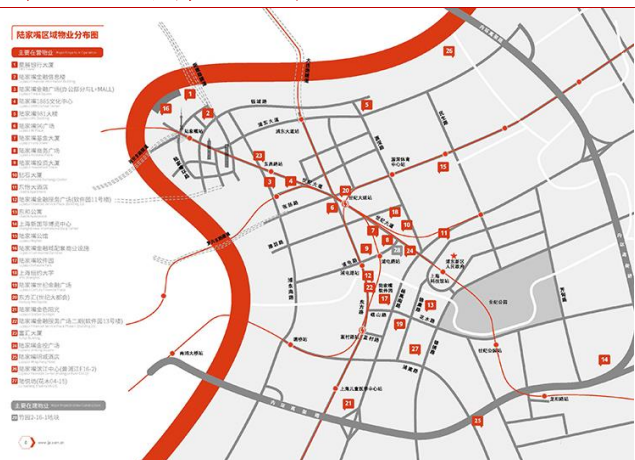


1. 单位租金增长：物业价值内生增长的核心要素

单位租金增长是衡量园区企业持有物业变现能力的核心因素。通常情况下，由于经济的持续增长，园区企业所持有的物业位于城市核心地段，叠加政策扶持的因素下，整体市场需求旺盛，物业的持有人对于租金的议价能力较强，带来单位租金水平的持续增长。

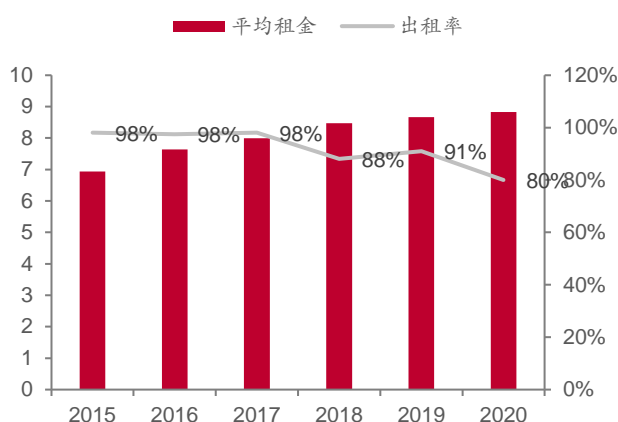
我们以陆家嘴的办公物业为例，上市公司陆家嘴持有的办公物业主要位于上海陆家嘴金融区内。2015年以来，公司成熟运营的甲级写字楼平均租金水平稳健增长，由2015年的6.94元/m²/天上升至8.83元/m²/天。2020受疫情影响，整体写字楼出租率有所下滑，但租金水平仍旧维持正增长，体现出公司下游租客较强的议价能力。

图表 32：陆家嘴物业分布地图



来源：公司官网、中泰证券研究所

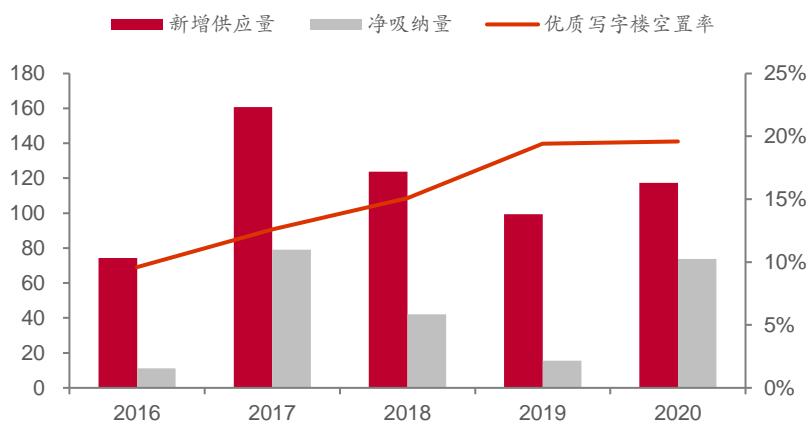
图表 33：陆家嘴甲办出租率及租金（%、元/m²/天）



来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

2016年以来，由于上海整体写字楼供应量较高，但市场整体需求较弱，写字楼新增供应的同时，净吸纳量维持在角较低的水平，导致整体办公市场空置率较高。但陆家嘴开发的写字楼主要位于小陆家嘴范围内的核心地段，市场需求好于行业平均的同时，空置率持续低于行业平均水平。2020年，上海优质写字楼新增供应117万m²，净吸纳量合计74万m²，整体空置率水平在20%左右。

图表 34：上海写字楼市场供需及空置率（万m²，%）



来源：Wind、中泰证券研究所



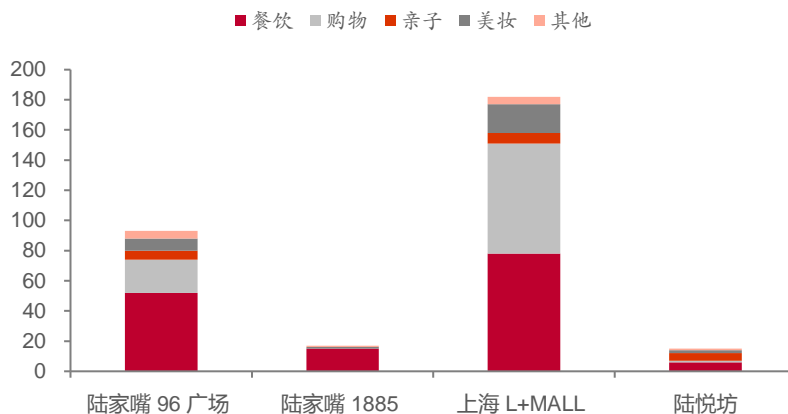
2. 租户升级：物业管理人资产管理能力的体现

从租金提升的角度来看，外部环境的供需格局决定了市场平均租金的变化趋势，而持有物业的管理团队，对于整体租户的主动管理与调整，决定了持有物业的业务获取超额租金增长的能力。

通常商业与写字楼物业租户租约年限在 3-5 年，而在租约到期后，园区企业可以通过主动的租户调整，以更具吸引力的承租人取代部分承租能力较弱的边缘性承租者，从而提高整体园区内物业资产的租金收益，带来资产变现能力的提升。而这一能力在商业及写字楼物业中则更为常见和重要。

其中，商业物业对于物业的持有运营方的招商运营能力要求最为严格，以购物中心为代表的商业物业的租户组合需要进行定期管理，而持续经营下带来的多业态、多品类积累将成为维持合理租户组合的关键，进而驱动租户整体销售额增长带动租金收入稳健增长。以陆家嘴持有的购物中心来看，餐饮、购物、亲子等多品类租户构建了宽泛的品牌合作商。

图表 35：陆家嘴主要商场租户商业品牌业态组合（个）



来源：大众点评网、中泰证券研究所

同样，浦东金桥作为金桥开发区的核心园区开发商，金桥区域从以出口加工为导向，到逐步确立制造业重点开发区地位，再到现在初步形成以先进制造业为基础、以战略性新兴产业为重点、以生产性服务业为支撑的新型产业体系。而对于园区内的租户，金桥也不断调整策略，顺应行业趋势发展。



图表 36: 浦东金桥园区内聚焦产业调整

阶段	区域重点产业
第一个 7 年 (1990-1997 年)	主要以产品加工为主, 形成了白色家电、纺织、食品等产业, “世界名品金桥造”的美誉一炮打响。
第二个 7 年 (1998-2005 年)	借助跨国公司的技术溢出, 金桥制造业完成了以汽车制造、电子信息、家用电器、生物医药和食品四大产业为主导的外向型产业结构。
第三个 7 年 (2006-2013 年)	面对全球金融危机和产业结构升级的影响, 金桥积极推进“优二进三”战略, 重点推进生产型服务业转型。2012 年 10 月, 这里更名为上海金桥经济技术开发区。
第四个 7 年 (2014 年-至今)	金桥构造先进制造业和生产性服务业两轮驱动的转型发展格局, 到 2014 年, 三产营业收入首次超过二产。

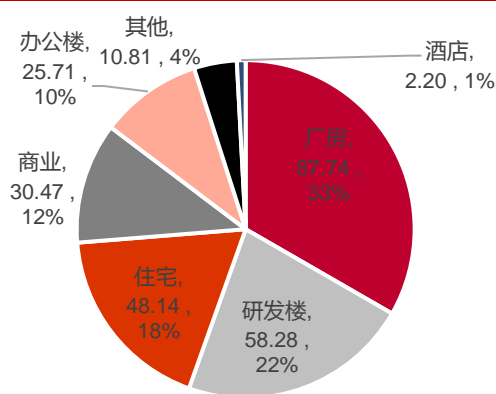
来源: 浦东发布、中泰证券研究所

3. 存量物业更新: 物业质量提升带来资产价值提升

受限于园区开发较长的综合开发周期, 物业竣工到持续经营的时间跨度较长, 在不同时期下, 经济与产业结构变化将催生园区内企业租户对于存量物业的更新替换需求。而通过老旧物业的改造更新、存量物业的土地转性二次开发等方式, 提升物业资产的服务能力, 进一步提升园区内物业和园区企业的内在价值。

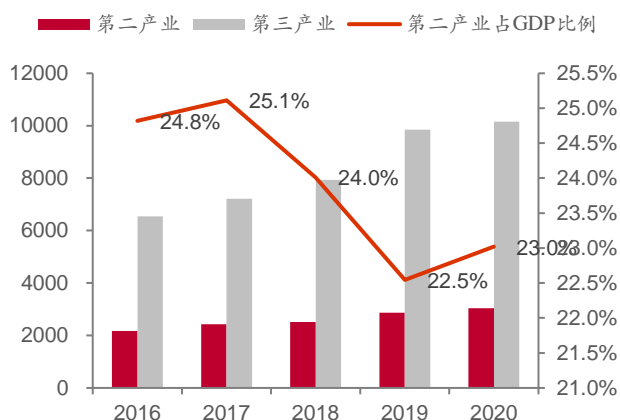
以浦东金桥为例, 公司自 1992 年以来持续深耕上海金桥区域内的土地及房地产开发。主要持有物业竣工年限在 2005 年以前, 物业类型主要以标准化厂房及研发楼为主。而浦东新区 2017 年以来, 第二产业 GDP 占比正逐渐下降, 区域经济结构的变化带来租户对办公场所的不断升级, 早期竣工的标准化厂房及研发办公需要不断的更替升级满足需求的变化。

图表 37: 浦东金桥 2020 年持有物业业态 (万 m²)



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 38: 浦东新区经济结构 (亿、%)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

2020 年 7 月, 浦东正式启动“金色中环”发展带建设, 发展重点聚焦前滩、张江、金桥 3 个中心区, 以及沪东船厂、张江集电港、御桥区域、新杨思地块和筠溪小镇 5 个潜力地区建设。

在重点政策规划下, 金桥区域在新一轮的规划定位中升级为城市副中心,



聚集商务办公、文化休闲、会议展示、创意研发、生态游憩等主要功能。政策驱动下，区域内用地属性调整加速，区域内低效厂房用地转为总部办公、商办用地，用地属性变更带来企业存量物业改造更新机会。微观层面来看，上海市规土局发布《浦东新区 Y00-1201 单元（金桥副中心核心区）与 Y00-1201 单元 7 街坊控制性详细规划局部调整》（沪府规划〔2021〕22 号），将区域内主要用地属性由工业用地调整为商业及办公用地。

图表 39: 金桥城市副中心控制性详细规划局部调整



来源：上海市规划和自然资源局、中泰证券研究所

从具体用地指标来看，更新后的金桥城市副中心用地属性中将工业建筑面积大幅缩减，自 123.22 万²缩减至 7.82 万²，而住宅建筑面积与商办建筑面积占比大幅提升。

浦东金桥体内大量的存量工厂，由用地属性调整带来体内物业的存量更新价值提升。伴随控规落地，低效厂房进入改建更新，用地属性由工业改为商办。相同区域条件的情况下，住宅及商办物业的平均租金水平要远高于工业厂房，带动租金收入的持续增长。

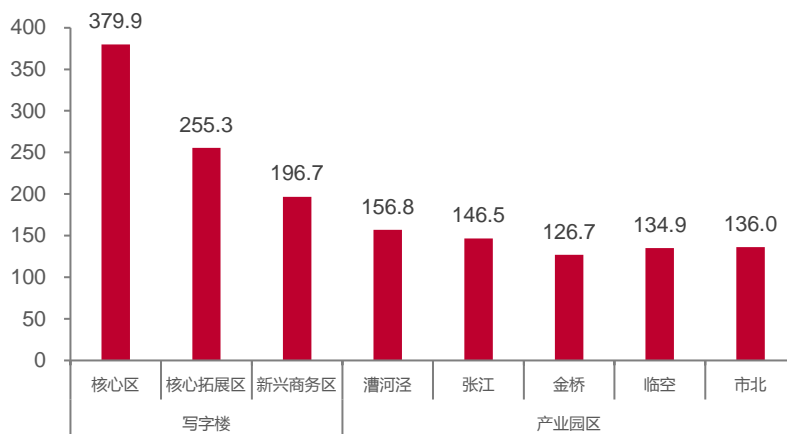


图表 40: 规划调整前后用地指标对比

项目	调整前	调整后	备注 (需注明现状保留多少)
总建筑面积(万平方米)	247.36	296.20	56.88
住宅建筑面积	—	30.85	
三类住宅建筑面积	—	8.22	
四类住宅建筑面积	—	22.63	
社区级公共服务设施建筑面积	—	—	
基础教育设施建筑面积	—	0.62	
商办建筑面积	121.15	188.80	49.05
其他建筑面积	126.21	75.93	7.82
文化建筑面积	—	5.15	
教育科研设计建筑面积	2.99	62.96	
工业建筑面积	123.22	7.82	7.82
人口规模(万人)	—	0.99	
人口净密度(人/公顷)	—	1733	
住宅总套数(套)	—	2999	
人均住宅建筑面积(平方米)	—	31	

来源: 上海市规划和自然资源局、中泰证券研究所

从上海不同区域各类业态租金水平来看, 高标准办公楼的租金水平显著高于产业园区物业。上海甲级写字楼 2021 一季度核心区租金水平为 379.9 元/m²/月, 而漕河泾、张江、金桥等园区内物业的平均租金水平在 126-157 元/m²/月左右, 体现整体市场写字楼租金水平较高。

图表 41: 上海 2021Q1 不同区域不同物业租金水平 (元/m²/月)


来源: CBRE、中泰证券研究所

(二)、潜在的外延增长机会: 增量开发及外延并购, 贡献增量增长

存量物业的租金收入水平增长外生增长主要来自于租金水平的增长, 平均租金水平的提升虽然相对稳健, 但增速一般。而租赁物业的规模则需要通过园区企业获取增量土地开发, 或者是通过收并购机会, 获得更快速的规模增长。

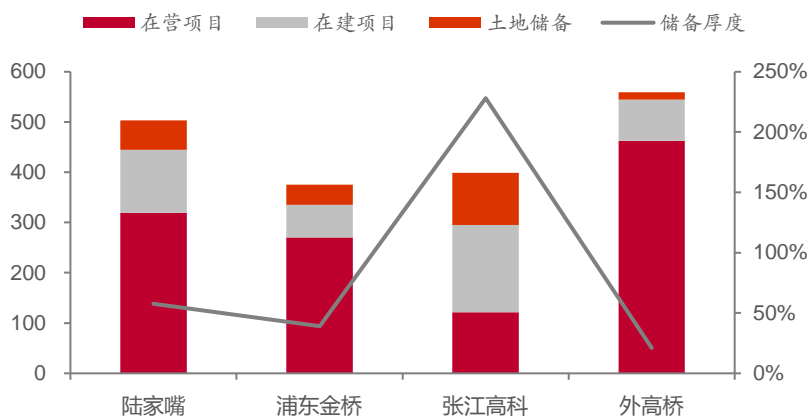
从土地储备的角度, 园区企业在建的物业项目和储备的未开发土地构成了中短期规模增长的重要因素。从浦东四家园区企业储备项目及土储的



角度来看，相对于存量已开发的持有项目，公司都有较为充沛的土地储备，供未来持续发展。

具体来看，从潜在土地储备与在营持有物业建筑面积对比角度来看，张江高科储备相对充沛，我们以土储建筑面积/经营物业建筑面积衡量的储备厚度为 228%，外高桥土地厚度相对较低，陆家嘴及浦东金桥则分别为 58%及 39%。

图表 42: 浦东园区企业土地储备及土储厚度 (万 m², %)



来源：上海市规划和自然资源局、中泰证券研究所

另外一方面，随着园区企业融资渠道的拓宽，包括 REITs 在内的多层次融资渠道助力企业进行外延项目并购。依靠自身的产业优势，园区企业不断在房地产以及园区内重点行业中并购，扩大业务范围。

图表 43: 浦东园区企业近几年重点并购事件 (亿)

公司	首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所属行业	交易总价值
张江高科	2020/11/24	奇都公司 100% 股权	齐鲁制药	房地产经营公司	2.90
	2020/9/1	民生证券 27.12% 股权	张江集团；浦东投控等	投资银行业与经纪业	42.29
	2019/10/9	华勤通讯 0.9612% 股权	张江高科	通信设备	1.50
	2018/8/14	成都张江 100% 股权；成都张江相关债权	--	房地产开发	--
外高桥	2020/10/29	保宏公司 100% 股权；公司债权及夏碧路 8 号等房产	--	酒店、度假村与豪华游轮	12.77
	2019/10/30	新发展公司 8.7846% 股权	外高桥	房地产开发	1.43
	2019/4/27	自贸区基金 14.2857% 股权；恒懋公司 100% 股权；英得网络公司 49% 股权等	外高桥；文化投资公司	多领域控股，房地产开发，信息科技咨询与其它服务，贸易公司与工业品经销商	8.69
	2017/12/8	上海财务公司 50% 股权	外高桥	其他多元金融服务	2.73
陆家嘴	2018/1/11	前绣实业 50% 股权	CFD	房地产开发	13.49
	2017/12/19	陆金发 11.80% 股权	陆家嘴	多元资本市场	13.14
	2017/10/13	佳寿公司 51% 股权	上海人寿	多样化房地产活动	13.60
	2017/3/22	佳质公司 100% 股权；佳质公司部分债权	上海人寿	房地产开发	15.25
浦东金桥	2014/8/30	T22 厂房楼盘	富友金融	--	5.93
	2014/7/15	联发公司转让给上海中新文化传播公司的在建工程项目	上海中新国闻	--	2.25
	2014/6/4	金桥集团北区厂房	浦东金桥	--	1.60
	2014/2/26	联合发展 39.6% 股权	浦东金桥	房地产开发	20.66

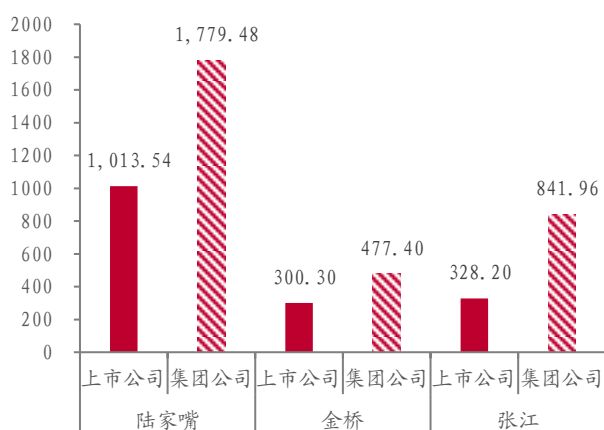
来源：Wind、中泰证券研究所



除多元化扩张带来的外延式并购机会外，在国企改革不断深化的过程中，上市园区企业的控股集团公司层面的未上市资产存在潜在的增量开发机会。

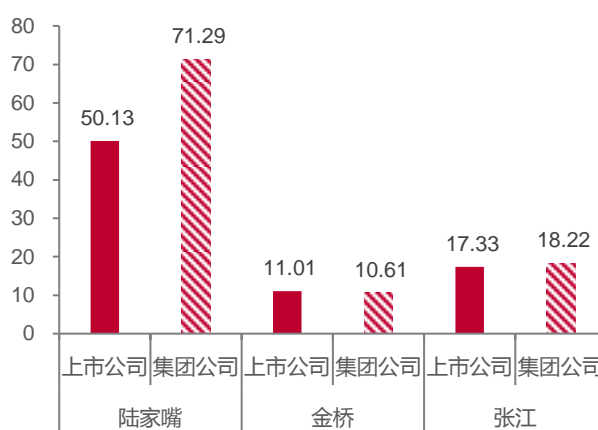
目前，浦东四家园区企业中，外高桥属于整体上市，张江高科、陆家嘴、浦东金桥上市公司体外、集团公司体内存在部分资产未实现整体上市。资产规模方面，陆家嘴集团、金桥集团及张江集团总资产规模分别为 1779.48 亿、477.40 亿及 841.96 亿，上市公司分别为 1013.54 亿、300.30 亿及 328.20 亿。利润方面，陆家嘴集团、金桥集团及张江集团总资产规模分别为 71.29 亿、10.61 亿及 18.22 亿，上市公司分别为 50.13 亿、11.01 亿及 17.33 亿。

图表 44: 浦东园区企业与集团 2020 年资产规模(亿)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 45: 浦东园区企业与集团 2020 年利润规模(亿)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

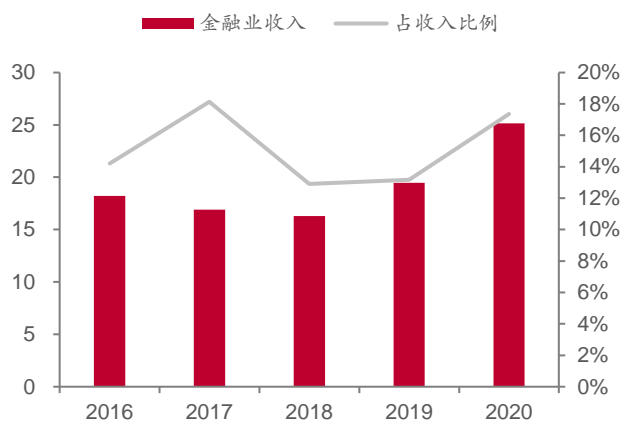
(三)、多元化增值业务扩张: 创投、物业等多元业务打开增长空间

从经营业务范围来看，园区企业依靠自身产业优势，不断探索多元化发展路线。其中，陆家嘴及张江高科在多元化增值业务方面已经开始探索，结合自身业务模式及园区重点产业，分别在金融、物管、创投方面发展多元化业务转型，贡献新的利润增长点。

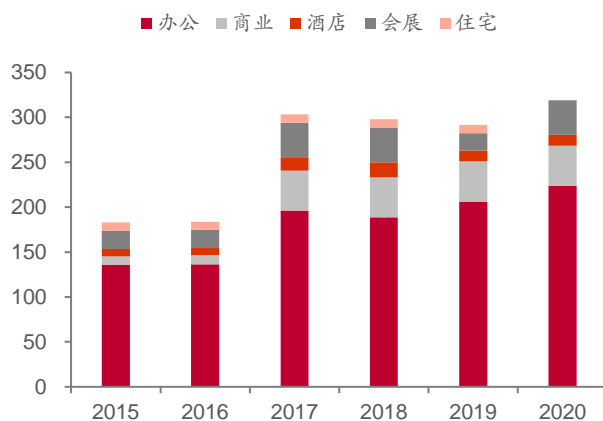
其中，陆家嘴 2016 年开启“地产+金融”的双轮驱动战略，2017 年完成上海陆家嘴金融发展有限公司 100% 股权的收购获得 3 家持牌金融机构，金融业务收入规模持续增长。

同时，陆家嘴金融贸易区内开发物业以写字楼为主，近年来持有房地产中陆续增加多元化业态规模，在持有物业稳定贡献租金收入的同时，物管费收入持续增长。2020 年，陆家嘴物业管理服务贡献收入 16.7 亿，占收入的 11.5%，受疫情影响同比小幅下滑 0.7%，物管费收入五年复合增长 14.1%。



图表 46: 陆家嘴金融业务收入及同比 (亿, %)


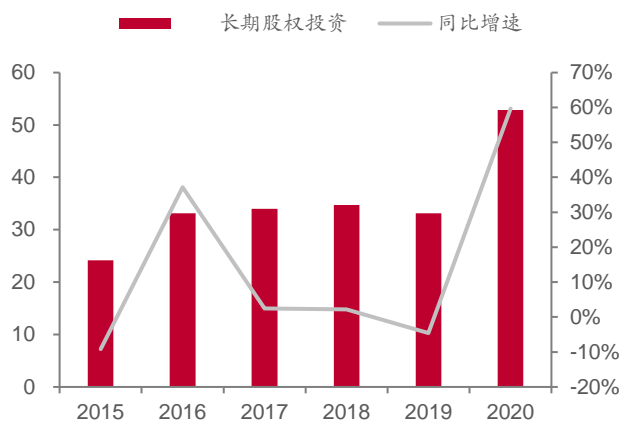
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 47: 陆家嘴持有物业业态构成 (万m², %)


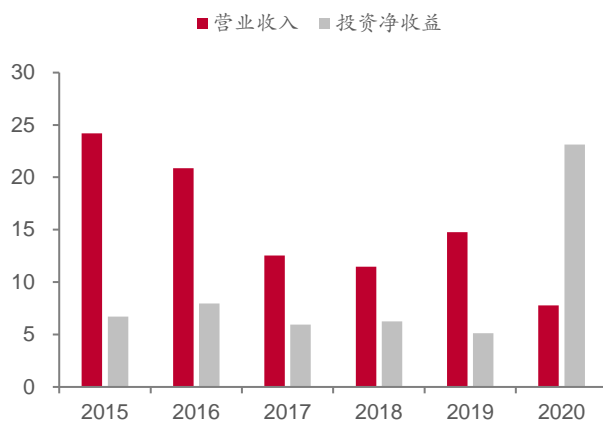
来源: Wind、中泰证券研究所

张江高科则在 2015 年明确二次转型战略, 明确从工业地产经营向科技投资公司、从园区物业供应商向促进园区企业发展的服务平台转型。明确了公司“科技地产商”、“产业投资商”及“创新服务商”的综合定位。经营模式上, 公司从依赖房地产租赁的单一模式转向地产与高科技产业投资双轮驱动模式, 产业地产与产业投资上协同发展。

报表层面, 伴随着公司逐步加大对园区内优质企业及上下游产业链的股权投资, 公司长期股权投资规模快速增长。2020 年公司长期股权投资 52.9 亿, 同比增长 60%, 五年复合增速 16.9%。同时, 利润层面, 2020 年投资收益 23.1 亿, 营业收入 7.8 亿, 投资收益成为重要的利润来源。

图表 48: 张江高科长期股权投资规模 (亿, %)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 49: 张江高科收入及投资收益 (亿)


来源: Wind、中泰证券研究所

四、估值方法: 为何 EV/EBITDA 更适合给园区企业?

从估值的角度, 由于园区开发行业的商业模式下适用的会计准则, 无论是净利润还是净资产, 对于企业的现金创造能力及资产价值的水平都难以客观而全面的反应。

我们认为, 从园区企业的经营角度来看, 衡量企业经营能力的核心在于持有大量园区物业下变现能力的变化。相应的, 估值的方式应该从常用



的 PE、PB 的估值方法切换为企业倍数，即 EV/EBITDA 的角度衡量。

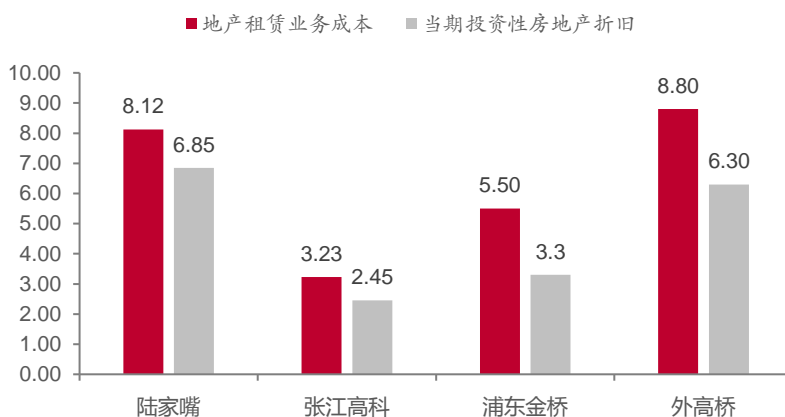
(一)、PE、PB 传统估值框架下的局限性

对于园区开发企业，资产负债表中的投资性房地产通常按照成本法计量，成本法带来两个问题分别影响了 PE 与 PB 估值方法的横向可比性。

从利润的角度而言，对于房地产租赁业务，主要的成本为当期投资性房地产计提的折旧，实际的房地产租赁业务的现金流状况是要优于利润表中的净利润呈现。因此，在简单使用 PE 角度进行估值对比时，相对部分公允价值计量投资性房地产的房地产开发企业，尤其是港股上市公司时，横向缺乏可比性。从园区企业的 PE 水平来看，波动明显，股价并未围绕估值中枢波动。

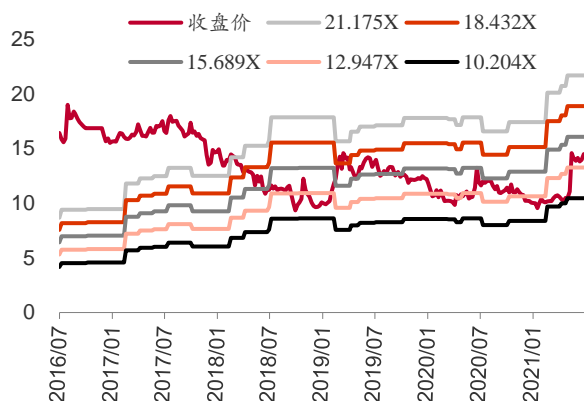
具体来看，浦东四家园区企业每年针对账面上的投资性房地产计提大量的当期折旧。其中，陆家嘴投资性房地产当期折旧占地产租赁业务成本比例较高，当期投资性房地产折旧 6.85 亿，占地产租赁业务成本的 84%。浦东金桥则相对较低，但也占地产租赁业务成本的 60%。

图表 50: 浦东园区企业房地产租赁成本与投资性房地产折旧 (亿)



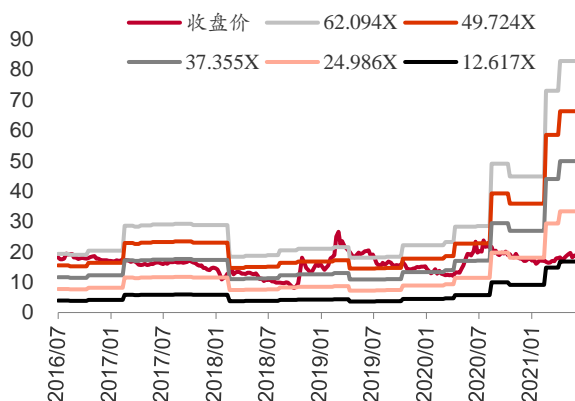
来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 51: 陆家嘴 PE-band



来源: Wind、中泰证券研究所

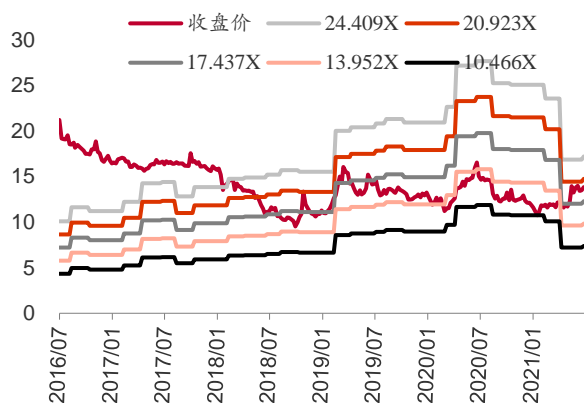
图表 52: 张江高科 PE-band



来源: Wind、中泰证券研究所

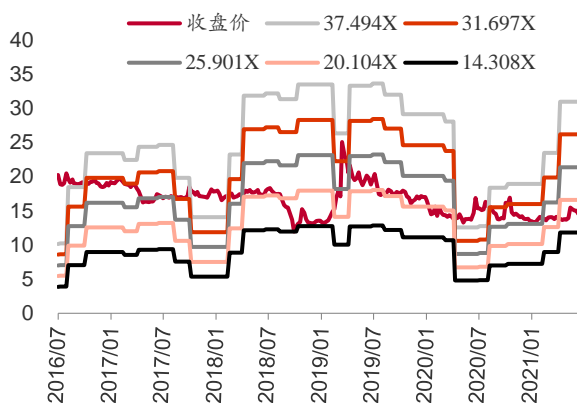


图表 53: 浦东金桥 PE-band



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 54: 外高桥 PE-band

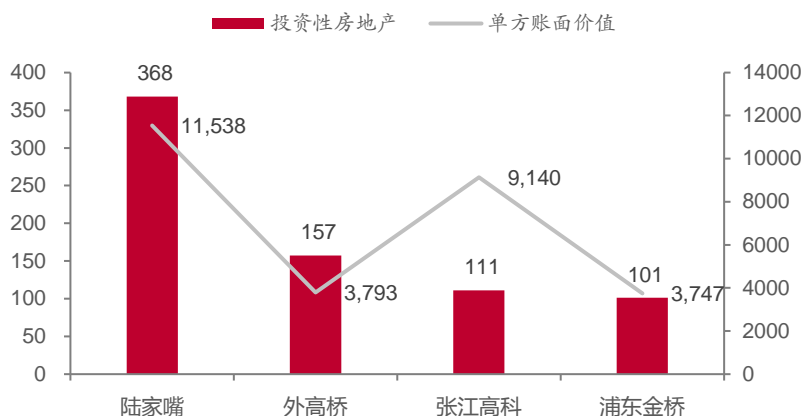


来源: Wind、中泰证券研究所

同样，由于投资性房地产按照成本法计量，在持续折旧后，账面投资性房地产难以衡量真实的资产价格。从 PB 估值的角度来看，由于账面净资产缺乏重估，园区企业 PB 水平波动明显，与 PE 一样，PB 估值同样缺乏横向和纵向的估值可比性。

从投资性房地产账面成本与建筑面积的对比来看，浦东四家代表性园区企业的账面价值显著较低。以高档办公及研发大楼物业为主的陆家嘴及张江高科投资性房地产单方账面价值分别为 11538 及 9140 元/m²，以高标厂房为主的浦东金桥及外高桥单方成本分别为 3793 及 3747 元/m²。相比于上海浦东新区写字楼及高标厂房都显著较低。

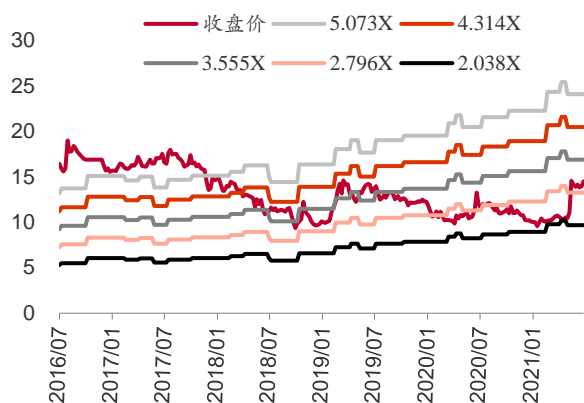
图表 55: 浦东园区企业 2020 年投资性房地产账面成本 (亿、元/m²)



来源: Wind、公司公告、中泰证券研究所

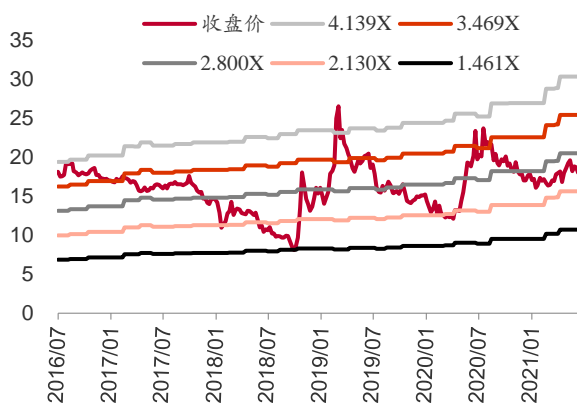


图表 56: 陆家嘴 PB-band



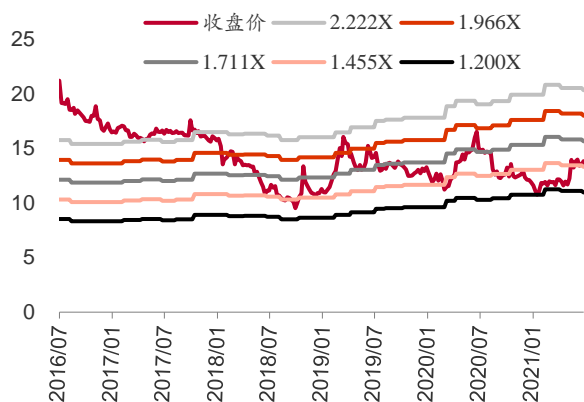
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 57: 张江高科 PB-band



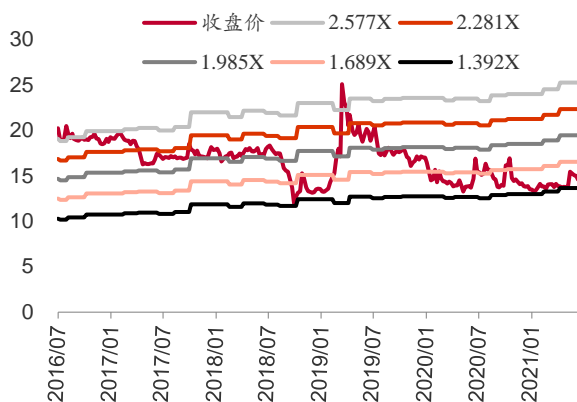
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 58: 浦东金桥 PB-band



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 59: 外高桥 PB-band



来源: Wind、中泰证券研究所

(二)、EV/EBITDA 角度看园区企业估值

从商业模式的角度来看,我们认为,衡量园区企业的关键并不是衡量账面资产的公允价值,因为园区企业一般并没有将持有物业主动销售的需求。而衡量企业价值的本质因该是衡量账面资产出租后,带来的稳定可持续的现金创造能力。

因此,我们认为,用 EBITDA 替代净利润可以更好的衡量企业持有物业的经营能力。虽然严格意义上,园区企业应该采用分部估值法分别对房地产开发业务、房地产持有业务及其他增值业务进行分部估值。但为了体现估值方法的便于使用,我们采取企业倍数对公司进行整体估值。

从实际估值水平的纵向对比上来看,典型的四家浦东园区开发企业 EV/EBITDA 自 2018 年以来基本围绕估值中枢正负一个标准差范围内波动,陆家嘴、张江高科、浦东金桥、外高桥的 EV/EBITDA 中枢分别为 10.51、30.04、13.95 及 15.04,估值水平基本在正负一个标准差范围内波动。



图表 60: 陆家嘴 EV/EBITDA


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 61: 张江高科 EV/EBITDA


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 62: 浦东金桥 EV/EBITDA


来源: Wind、中泰证券研究所

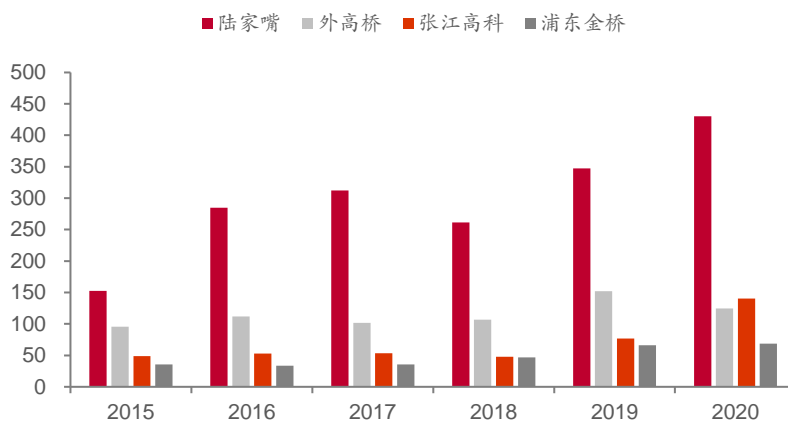
图表 63: 外高桥 EV/EBITDA


来源: Wind、中泰证券研究所

EV/EBITDA 角度下,企业价值增长来源于净债务及股权价值双重增长驱动。而 2020 年 8 月,住建部及央行颁布三道红线监管要求,对有息负债规模增长提出了明确的增量控制,从企业倍数估值方法的角度来看,在净负债规模增长受到控制的请款下,EBITDA 的稳健增长将驱动园区企业股权价值的稳健增长。



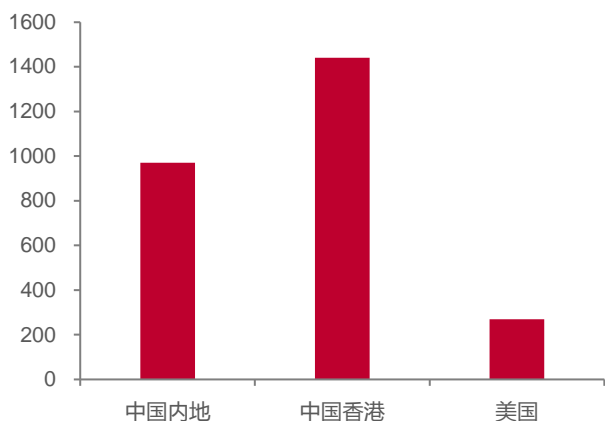
图表 64: 浦东园区企业净负债规模 (亿)



来源: Wind、中泰证券研究所

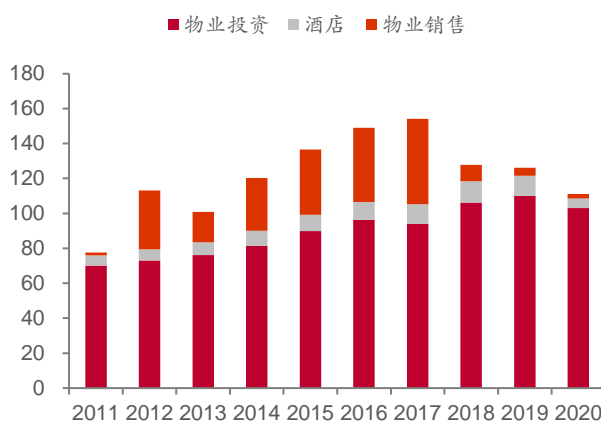
从海外市场对比来看,以持有物业为主,收租模式下的房地产开发商 EV/EBITDA 的估值水平也显著高于国内园区企业。在全社会回报率放缓的大背景下,持有收租的商业模式远期也具备估值提升空间。港股上市公司太古地产作为典型的持有型物业开发商,专注于开发并持有商业地产项目。从收入结构上来看,公司 2020 年持有物业贡献收入 103.13 亿,毛利贡献 83.36 亿,物业出租是公司主要的盈利贡献来源。

图表 65: 太古地产物业组合 (万平方尺)



来源: 公司官网、中泰证券研究所

图表 66: 太古地产 2020 年收入结构 (亿元)



来源: Wind、中泰证券研究所

从估值的角度来看,太古地产 EV/EBITDA 估值中枢在 19.3 倍左右,而 A 股上市园区企业陆家嘴、浦东金桥及外高桥 EV/EBITDA 估值中枢在 10.51、13.95 及 15.04 倍,除张江由于业务结构不同估值较高外,A 股园区公司持有物业业务估值水平相比海外市场显著较低。



图表 67: 浦东园区企业净负债规模 (亿)


来源: Wind、中泰证券研究所

五、核心观点: 重视园区企业稳健增长的 EBITDA 价值

我们认为,在当前房地产环境下,开发环节中传统的开发销售的商业模式下,通过加快资金周转获取超越行业增速的难度将会持续加大,而土地成本的持续上升不断压缩开发商的盈利水平。

当前环境下,园区企业凭借综合开发深耕细作的开发模式,凭借拿地及融资上的成本优势,不断提升租赁物业质量。在稳健经营的同时,也不断向多元业态经营、金融创投等领域进行多元化探索。从估值上来看,由于大量资产在资产负债表中以成本法计量,带来 PE、PB 估值法对于园区企业存在一定的局限。

我们认为,衡量园区企业持有物业经营水平的核心在于判断物业资产的现金创造能力, EV/EBITDA 估值法更加适用于园区企业。从估值水平上看,当前浦东龙头园区企业,无论纵向对比还是横向与其他市场企业对比,估值水平均处在较低水平。推荐浦东国资委下属龙头园区企业浦东金桥,同时,关注陆家嘴、张江高科及外高桥的投资机会。

风险提示

- **房地产政策调控超预期:** 园区开发企业仍旧属于房地产行业范畴,2020 年以来,房地产调控政策持续收紧,尤其是融资端,融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。
- **疫情复发冲击租赁市场:** 园区行业物业租赁业务增长前提条件为国内新冠疫情管控良好,正常企业经营没有出现限制性干扰,如果新冠疫情反复,防疫措施限制企业现场办公,行业整体地产租赁业务将会受到冲击。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时:** 报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时,存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。



投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

