

房地产

证券研究报告

2020年02月13日

疫情对房地产业（地产开发、物业管理、商业地产）的影响分析

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:财政、货币政策或超预期,建议关注低估值优质房企及物业龙头——房地产销售周报 0209》 2020-02-09
- 2 《房地产-行业研究周报:春节叠加疫情因素土地市场低温,关注优质龙头房企、物业标的——房地产土地周报 20200209》 2020-02-09
- 3 《房地产-行业研究周报:地产销售短期暂缓,中长期关注政策发力——房地产销售周报 0202》 2020-02-02

住宅地产——需求递延:短期关停售楼处影响明显,但或间接促进三四月小阳春,小幅下调销售额增速预测和竣工增速预测

1) **复工情况统计、最迟 3 月中复工:** 疫情的发展超出想象,对地产最直接的影响是售楼处的关闭以及开发项目的停工,销售受阻意味着未来的开发拿地也将受阻,从各地政府公告披露情况来看大部分地产项目的销售和施工在 2 月 10 号左右原则上可以复工,河南和安徽整体复工可能最晚,销售最迟的是河南开封和南阳(2 月 24 日),开工最迟的是郑州(3 月 16 日)和合肥(3 月 9 日)。2) **下调房价及销售涨幅预测至-0.82%:** 我们统计了过去三年 1-2 月各项指标占全年的比值,发现占比从大到小依次为:竣工面积 14.7%>到位资金 14.3%>投资 9.0%>开工 8.8%>销售额 8.1%>土地 7.8%,虽然 1-2 月整体销售可能不理想,但占比小且我们整体理解为是延迟了需求,因为住房需求并不是普通的消费需求,不大会因为短期的疫情影响而需求消失,更多是递延了。因此不排除 3-4 月或许会出现小阳春,但又由于经济损失的客观存在,房价涨幅或将不及预期,导致商品发销售额增速不及预期。我们下调房价预测从 3%降至 2%,2020 年销售额涨幅从 0.15%下调至-0.82%。3) **下调竣工增速至 16.5%但依旧高增长:** 我们在 2019 年度策略中预测 2020 年竣工增速为 21.6%,从竣工角度,由于 1-2 月竣工面积占比较大,且全年竣工量较多,1 个月的停工将对竣工影响较大,我们中性假设,由于 2020 年竣工体量较大,工期难赶,半个月的竣工将无法完成,会导致竣工量由原来预测的 11.67 亿平方米下降至 11.18 亿平方米,竣工增速从 21.6%下降至 16.3%。

物业管理——需求新增:物业管理渗透率和集中度都将提升

1) **多地补贴物业或者减免税费应对疫情:** 物业管理公司在本次抗战中成为核心单元,各个地方也积极出台补贴及支持政策,其中杭州和深圳按每平方米补贴 0.5 元标准补贴两个月,其中西湖区按实际投入补贴不高于 10 万元的补助;上海给与楼宇和园区物业管理管理 5-20 万元补贴;更多区域给予了减免和延期支付税款等形式的政策支持;2) **物业管理渗透率和毛利率有望进一步提升:** 疫情将加深居民对物业管理行业的认可度以及催生物业管理的新增需求,行业目前渗透率仅 57%,未来有望继续提升,同时从无到有的过程,伴随着毛利率的调升,行业毛利率或将提升;3) **物业管理集中度有望进一步提升至 45%:** 除了总量需求提升,结构上大家对优质和专业的物业需求将持续提升,更换服务较差物业的需求也会提升,龙头物业公司的集中度将进一步提升,预计 2025 年百强市占率将接近 45%。

商业地产——需求减少:零售物业类商业地产租金和出租率或双降

1) **多企业应对疫情免租减少短期收入:** 据赢商网数据,万达商管、保利商业、华润置地、招商蛇口、大悦城控股、银泰集团美的置业、新城控股、富力、华润置地等多商业地产公司纷纷免租,对行业影响收入约 0.6-3.6%。2) **富力集团、华润置地等等众多商业集团纷纷出台免租金措施;** 2) **整体开业率统计约 40-50%:** 据万商俱乐部网站数据,全国商场截止 2 月 8 日开业率在 40-50%左右,较之前大幅下降,且需要再严格审批后方可开业;3) **空置率或短期提升、长期租金和出租率也承受压力:** 空置率北、广、深均处于低位(5%)附近,上海位于历史中值水平,受疫情影响以及整体经济的影响,行业的空置率或将短暂上行。由于经济增速和收入的切实影响,长期租金和出租率也将承压。

投资建议: 此次疫情对房地产短期影响明显,利好物业管理,利空商业地产,住宅地产相对中性,我们下调住宅销售额和竣工增速预测,看好物业管理渗透率和集中度的进一步提升,商业地产租金和出租率面临压力,短期重点推荐:万科 A、金科股份、保利地产、招商积余、保利物业;持续建议关注:1) **优质地产公司:** 万科 A、保利地产、金地集团、招商蛇口、金科股份、中南建设、阳光城、融创中国、世茂、龙湖集团、旭辉控股、美的置业等;2) **物业管理龙头:** 招商积余、保利物业、碧桂园服务、新城悦、永升生活、绿城服务、雅生活等;3) **商业地产及旧改棚改:** 大悦城、中国国贸、城投控股、城建发展。

风险提示: 地产政策大幅收紧、房屋价格大幅下跌、疫情防控不及预期



1. 疫情带来延迟的需求——房地产销售递延或形成小阳春

疫情的发展超出想象，对地产最直接的影响是售楼处的关闭以及开发项目的停工，销售受阻意味着未来的开发拿地也将受阻，但这些我们整体理解为是延迟了需求，因为住房需求并不是普通的消费需求，不大会因为短期的疫情影响而需求消失，更多是递延了，也即是1-2月整体销售可能不理想，但3-4月或许会出现小阳春，但是我们认为由于经济损失的客观存在，房价涨幅或将不及预期，导致商品房发销售额增速不及预期。同时，由于全年竣工体量较大，在工期紧张情况下，1个月的停工对竣工产生客观影响，或将导致部分项目无法如期竣工。

1.1. 房地产行业目前的限制性政策梳理：河南和安徽复工最晚

自1月23日全国疫情调控趋严之后，地产首当其冲，整体而言，大部分地产项目的销售和施工都在2月10号左右原则上可以复工，河南和安徽整体复工可能最晚，销售最迟的是河南开封和南阳（2月24日），开工最迟的是郑州（3月16日）和合肥（3月9日）。

表 1：全国各地房地产项目复工时间表

省份	城市/省份	房地产建设工程 复工时间（不得早于）	房地产销售 复工时间（不得早于）	来源
河南	河南	需经主管部门同意	2月9日	湖南省人民政府办公厅
	郑州	3月16日	2月17日	郑州城建局、郑州市房管局
	开封	2月25日	2月24日	肺炎疫情防控指挥部
	洛阳	2月9日	2月9日	洛阳市住房保障和房产服务中心、洛阳市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控指挥部
	南阳	3月16日	2月24日	南阳市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控指挥部办公室
湖南	湖南		2月9日	湖南省人民政府办公厅
	长沙	2月8日	2月8日	长沙市住房和城乡建设局
	株洲	2月8日	2月8日	株洲市住房和城乡建设局
	襄阳	2月13日	2月13日	襄阳市住建局
福建	福建		2月9日	福建省人民政府办公厅
	厦门		2月9日	厦门市人民政府
山西	山西		2月9日	山西省人民政府办公厅
	太原	3月1日	2月9日	太原市住房和城乡建设局
海南	海南	2月9日		海南省住房和城乡建设厅
上海	上海	2月9日	2月9日	上海市住建委、上海市人民政府
江西	江西		2月9日	江西省人民政府
南昌	南昌	2月9日		南昌市城乡建设局
重庆	重庆	2月9日	2月9日	重庆市住房和城乡建设委员会、重庆市新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作领导小组综合办公室
贵州	贵州	2月9日	2月9日	贵州省住房和城乡建设厅、贵州省人民政府办公厅
四川	四川		企业自行决定复工时间	四川省人民政府办公厅
辽宁	辽宁		2月9日	辽宁省人民政府办公厅
山东	山东	2月9日	2月9日	山东省人民政府办公厅、山东省住建厅
浙江	浙江		2月9日	浙江省人民政府办公厅
	杭州	2月20日	2月9日	杭州市住房保障和房产管理局
	嘉兴	2月9日	2月9日	

	宁波	2月9日	2月9日	宁波市住房和城乡建设管理局
江苏	江苏	2月9日	2月9日	江苏省政府办公厅
	淮安	2月13日	2月9日	淮安市住建局
	苏州	2月20日	2月9日	苏州市住房和城乡建设管理局
	南通	2月20日	2月9日	南通市住房和城乡建设管理局
	无锡	2月20日	2月9日	无锡市住房和城乡建设管理局
	南京	2月10日	2月9日	南京市住房和城乡建设管理局
广东	广东	2月9日	2月9日	广东省人民政府办公厅
	广州	2月10日	2月9日	广州市住房和城乡建设管理局、广州市房地产业协会
	深圳	2月10日	2月9日	深圳市住房和建设局
	东莞	2月10日	2月10日	东莞市住房和城乡建设局
	佛山	2月10日	2月9日	佛山市住房和城乡建设局
北京	北京	2月10日	2月10日	北京市住房和城乡建设委员会、北京市房地产业协会
天津	天津	暂不开复工	2月9日	天津市住房和城乡建设管理局
河北	河北	2月9日	2月9日	河北省住建厅
安徽	合肥	3月9日	2月9日	合肥市住房和城乡建设管理局

资料来源：对应地方政府官网，天风证券研究所

1.2. 对房地产各项指标的影响：销售和拿地影响最小、资金和竣工影响大

我们统计了过去三年 1-2 月各项指标占全年的比值，发现占比从大到小依次为：竣工面积 14.7%>到位资金 14.3%>投资 9.0%>开工 8.8%>销售额 8.1%>土地 7.8%。

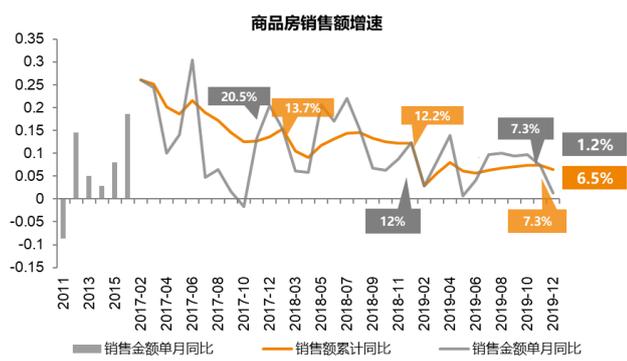
相对而言，销售和拿地受疫情冲击可能较小，传统来讲，销售和拿地在春节期间都是淡季，因此整体影响相对较小；而竣工和到位资金整体影响较大，如果疫情持续至 2 月底，则竣工和到位资金的压力将较大，由于竣工 1-2 月的占比较大，而全年竣工体量较多，工期较紧，将导致部分项目在年内无法如期竣工，冲击竣工数据。

表 2：房地产各指标 1-2 月占全年比值

1-2 月占全年比	投资额	开工面积	竣工面积	销售面积	销售额	到位资金	土地购置面积
2017	8.97%	9.65%	15.90%	8.30%	8.08%	14.66%	9.31%
2018	9.01%	8.48%	15.16%	8.52%	8.30%	14.45%	8.05%
2019	9.15%	8.28%	13.03%	8.22%	8.02%	13.72%	5.98%
平均值	9.04%	8.80%	14.70%	8.35%	8.13%	14.28%	7.78%

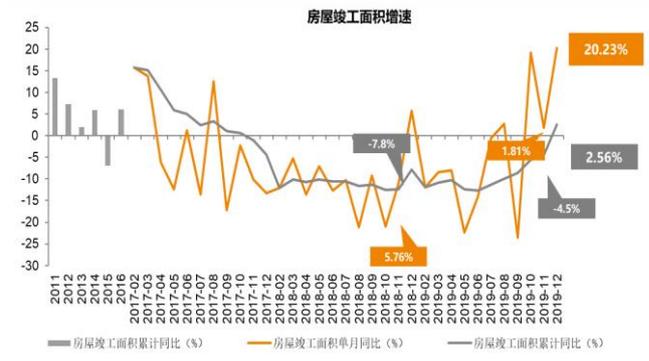
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 1：销售额影响较小



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：竣工影响较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 我们认为冲击是短暂的：将 2020 年商品房销售额涨幅从 0.15% 下调至 -0.82%、销售 3-4 月或迎小阳春、竣工增速下调至 16.5% 不改大增趋势

整体而言，我们认为疫情对开发企业的冲击是短暂的，我们下调年度策略中对销售的判断，主要是我们对房价涨幅判断趋于谨慎（在没有大幅货币宽松前提下）在 2019 年度策略中，我们在假定 2020 年房贷余额增长 16.1%、公积金贷款增长 6%、二手比为 41%、LTV 为 36%、房价涨幅 3% 的中性假设情况下，预计 2020 年商品房销售面积 -2.8%、销售金额 0.2%，我们下调房价涨幅至 2%，维持销售面积预测，预计销售额增速将从 0.15% 的涨幅下调至 -0.82% 的跌幅。此外，由于 1-2 月销售促销活动的压制，我们预计 2-4 月开发商将大力促销，迎来一个小阳春。

表 3：将 2020 年商品房销售额 0.15% 下调至 -0.82%

	房贷余额	新增商贷	商贷偿还	商贷投放	公积金投放	房贷总投放	商品房销售 额	商品房销售 面积	销售均价	二手房占比	一二手房总 销售量	LTV
2013A	98000	17000	10125	27125	7682	34807	81428	130551	6237	34%	123375.8	28.21%
2014A	115200	17200	12250	29450	6593	36043	76292	120649	6323	36%	119206.3	30.24%
2015A	141800	26600	14400	41000	11083	52083	87281	128495	6793	38%	140775.5	37.00%
2016A	191400	49600	17725	67325	12702	80027	117627	157349	7476	40%	196045	40.82%
2017A	219000	27600	23925	51525	9535	61060	133701	169408	7892	36%	208907.8	29.23%
2018A	257500	38500	27375	65875	10219	76094	149973	171654	8737	38%	241891.9	31.46%
2019E	302563	45063	32188	77250	10934	88184	160574	171722	9351	39%	263235.3	34%
2020E	351275	48713	37820	86533	11590	98123	159251	166968	9538	41%	272563.1	36%
	房贷余额增 速	新增房贷增 速	商贷偿还增 速	商贷投放增 速	公积金贷款 增速	房贷总投放 增速	销售额增速	销售面积增 速	房价涨幅		一二手房销 售总量涨幅	
2014A	17.55%	1.18%	20.99%	8.57%	-14.18%	3.55%	-6.31%	-7.58%	1.38%		-3.38%	
2015A	23.09%	54.65%	17.55%	39.22%	68.10%	44.50%	14.40%	6.50%	7.42%		18.09%	
2016A	34.98%	86.47%	23.09%	64.21%	14.61%	53.65%	34.77%	22.46%	10.06%		39.26%	
2017A	14.42%	-44.35%	34.98%	-23.47%	-24.93%	-23.70%	13.67%	7.66%	5.57%		6.56%	
2018A	17.58%	39.49%	14.42%	27.85%	7.17%	24.62%	12.17%	1.33%	10.70%		15.79%	
2019E	17.50%	17.05%	17.58%	17.27%	7%	15.89%	7.07%	0.04%	7.03%		8.82%	
2020E	16.10%	8.10%	17.50%	12.02%	6%	11.27%	-0.82%	-2.77%	2.00%		3.54%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们在 2019 年度策略中预测 2020 年竣工增速为 21.6%，其中的大致数据逻辑是，2013-2015 年平均销售面积为 12.7 亿平、平均竣工面积为 10.3 亿平；而 2016-2019 年平均的销售面积大幅上涨至 16.7 亿平，而平均的竣工面积则下降至 9.9 亿平，2020 年随着交房期来临，漏报以及拖延的竣工将大幅修复。从竣工角度，由于 1-2 月竣工面积占比较大，且全年竣工量较多，1 个月的停工将对竣工影响较多，我们中性假设，由于 2020 竣工体量较大，工期难赶，半个月的竣工将无法完成，会导致竣工量由原来预测的 11.67 亿平米下降至 11.18 亿平米，竣工增速从 21.6% 下降至 16.3%

表 4：将竣工增速从 21.6% 下调至 16.5%

单位：万方	竣工面积	销售面积	月均竣工	月均销售
2009	72677	94755	6056	7896
2010	78744	104765	6562	8730
2011	92620	109367	7718	9114
2012	99425	111304	8285	9275
2013	101435	130551	8453	10879
2014	107459	120649	8955	10054
2015	100039	128495	8337	10708
2016	106128	157349	8844	13112
2017	101486	169408	8457	14117
2018	93550	171654	7796	14305

2019	95942	171558	7995	14297
2020E	116665	166806	9722	13900
新预测	111804	因工期难赶，扣除半个月的竣工面积		
新增速	16.53%	原预测为 21.6%		

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 疫情带来新增的需求——物业管理行业渗透率和集中度都将提升

疫情导致房地产开发领域的需求递延，但却新增了物业管理需求，一是物业管理的量要提升，二是物业管理的专业价值要提升，这一方面会增加物业管理的投入，另一方面却会让全社会系统性认识好的物业和差的物业的区别，以及物业管理的重要性。在抗疫成本投入方面，整体并不多，而且多地出台了补贴政策；而从中长期看，物业管理的有效需求将提升，专业和服务品质好的物业企业市占率将进一步提升，甚至出现部分物业提前更换物业公司的可能，行业价值持续体现。

2.1. 物业管理抗疫投入较少且多地出现补贴政策

物业管理公司在本次抗疫战中成为的核心单元，各个地方也积极出台补贴及支持政策，其中杭州和深圳按每平米补贴 0.5 元标准补贴两个月，其中西湖区按实际投入补贴不高于 10 万元的补助；上海给与楼宇和园区物业管理管理 5-20 万元补贴；更多区域给予了减免和延期支付税款等形式的政策支持。

表 5：各地方对物业管理企业的支持政策

省份	城市	优惠政策	来源
浙江	杭州	加大对物业企业扶持力度。对参与属地疫情防控工作的住宅小区物业服务企业，政府可按照在管面积每平方米 0.5 元的标准给予两个月补助。	中共杭州市委杭州市人民政府
	杭州（西湖区）	绩效管理原则。按照物业服务企业在本次疫情防控工作开展中，在各住宅小区项目的实际绩效管理情况，设定具体绩效考核标准，并根据考核结果确定考核档次。对于项目考核结果为“优秀”的，按照该项目因防控工作而发生的经审核后的实际投入资金（人力、物力、财力）总额的 90%且不低于 10 万元进行补助以奖代补原则。各物业企业在本次疫情防控工作中额外投入的人力（临时聘用人员、员工加班费、误餐补助、特殊津贴等）、物力（防护用品、消杀用品、宣传用品等）和财力，按本办法进行相应工作补助。	《西湖区住宅小区物业服务企业新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作考核实施办法》
江苏	南京	受疫情影响严重企业，可适当缓交养老保险费	南京市人社局
	苏州	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或减免、稳岗支持等补助	苏州市人民政府
上海	上海（徐汇区）	对达到疫情防控工作标准的楼宇、园区物业管理公司，经认定，给予 5-20 万元工作补贴。	《徐汇区全力防控疫情支持服务企业平稳健康发展的实施办法》
重庆	重庆	各区县对采取减免租金措施的租赁企业可给予适度财政补贴。	《关于应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情影响支持中小企业共渡难关的二十条政策措施》，重庆市人民政府办公厅
广东	深圳	对辖区物业管理服务企业，按在管面积每平方米 0.5 元的标准实施两个月财政补助。	深圳市人民政府
	佛山	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或适当减免政策	佛山市人民政府
	东莞	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或适当减免政策	东莞市人民政府

福建	福州	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或减免、稳岗支持等补助	福州市人民政府
	厦门	符合标准的中小物业公司能够获得税款延期缴纳或适当减免政策	厦门市人民政府
北京	北京	对受影响较大的行业企业，经相关行业主管部门确认，可将疫情影响期间应缴社会保险费征收期延长至7月底。	北京市政府办公厅

资料来源：物业协会网站，对应地方政府官网，天风证券研究所

2.2. 物业管理需求总量：提升物业管理渗透率的进一步提升

此次疫情的发生将提升居民对物业管理重要性的认知，对优质物业管理服务的需求将提升，物管行业的渗透率有望进一步提升，在2019年度策略中，我们预测2018年全国存量住宅约为253亿平，行业管理住宅面积不足150亿平，渗透率仅为57%，未来仍然有提升空间；从结构来看，2016-2018年40城销售面积中三四线平均占比17%，竣工面积占比14%，表明三四线城市未竣工面积较多，物管渗透率仍有空间。整体行业，尤其三四线物业管理的渗透率将加速提升。

图3：全国物管规模持续提升



资料来源：中物研协、天风证券研究所

图4：物管行业渗透率将进一步提升



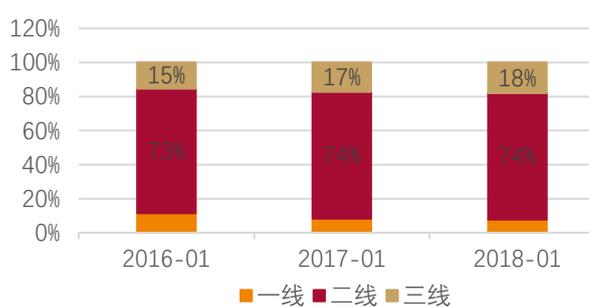
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图5：40城房屋销售面积比重，16-18年三线占比17%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图6：40城房屋竣工面积比重，16-18年三线占比14%



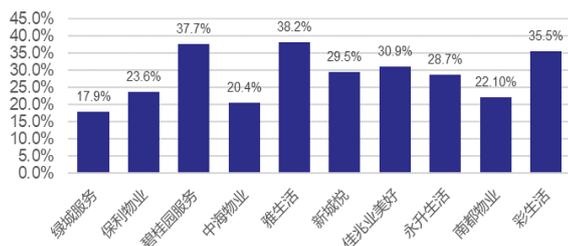
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 物业管理需求结构：专业且优质需求强烈、行业集中度将进一步提升

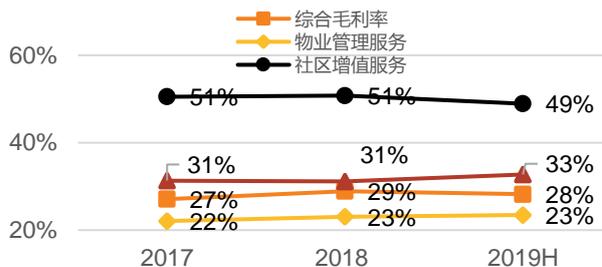
疫情的发展提升了居民对基础物业中保洁服务的专业性要求，未来专业且优质的物业管理需求将更加强烈，而目前龙头物业管理企业的服务品质和专业性认可度都相对较高，此次公共卫生事件的发生，会导致业务端支付专业的意愿提升，行业基础服务的毛利率或将有所提升。

图7：龙头物管企业综合毛利率

图8：各项业务毛利率水平



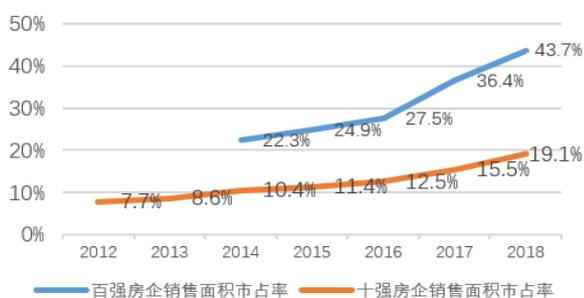
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

另一方面,行业的集中度或将进一步提升,截至2018年末,全国百强、十强房企销售面积市占率分别为43.7%、19.1%,如果按照销售领先竣工2-3年估计,2年后百强物业企业集中度有望达到40%以上,由于物业为轻资产行业,因此十强的竞争或更加激烈,集中度或达到15%。随着疫情结束,更多的小区或将更换更优质的物业管理服务,物业管理龙头的集中度有望进一步提升。

图9: 百强及十强房企销售市占率



资料来源: 克而瑞、天风证券研究所

图10: 百强及十强物业公司管理面积集中度及预测



资料来源: 克而瑞、天风证券研究所

3. 疫情带来减少的需求——零售物业类商业地产租金和出租率或降

疫情出现后,一方面大幅减少了居民到商场消费的机会;另一方面多家商业地产公司宣布对租户实施不同规模的租金减免,这势必会对行业短期租金产生影响;更长远的影响是,如果经济增长不及预期,消费不振,将导致零售物业的出租率和租金双降,空置率上升,对行业整体较为利空。

3.1. 短期开业率大幅下降: 整体开业率约40-50%

根据万商俱乐部数据,针对购物中心全国开业情况速调(截止2020年2月8日22时),调研发现开业情况呈现以下特点:

- 1) 全国商场的总体开业率维持在40-50%之间,开业商场普遍缩短了经营时间,但涉及民生的超市、药店大多数例外;
- 2) 开业率随城市等级向下依次下降,一线城市开业率普遍在70-75%左右,到二线、三四线城市依次降至40-50%;南方城市要高于北方;东部城市高于西部。
- 3) 目前部分城市的开业申请需要政府部门严格审批方可开业。

表6: 一二三线城市开业情况一览

序号	省/市	疫情	一线城市状况	疫情	二线/省会城市状况	疫情	三四线城市状况	疫情等级	备注

		等级		等级		等级			
1	广东	2	广州除了时尚天河、海印又一城闭店，其他基本开业，但缩短时间，开业率 80%-90%	3	东莞多数营业，但缩短时间，开业率不足 20%	4	绝大部分开业	4-5	
			深圳基本开业，但缩短时间，开业率 80%-90%	3					
2	北京	3	北京除宜家荟聚、奥莱等闭店，大部分购物中心缩短时间	3					
3	上海	3	上海除爱琴海、佛罗伦萨、奥莱等闭店，大部分购物中心缩短时间	3					
4	湖北	1			武汉全部关闭	1	全部关闭	2-3	全省闭店
5	浙江	2			杭州全部闭店	3	绍兴、新昌和嵊州全部闭店	3-4	
					宁波全闭店，大部分上传 2.9 日后恢复营业	3			
6	河南	3			郑州全部关闭	3	全部关闭	3-4	全省闭店
7	湖南	3			长沙购物中心全闭店，2 个项目拟 10 号开业	3	全部闭店	4	全省闭店
8	安徽	3			合肥全部闭店	3	大部分地市全部关闭	4	
9	江西	3			南昌全部闭店	3	上饶等全部闭店	4	
10	江苏	3			南京大部分上传缩短开业时间	4	少部分开业约 20-30%	4	
					苏州除一些百货商店，购物中心缩短时间	4			
					无锡 2 月 7 日起购物中心、批发市场等全部关停，复工待政府审批	4			
					常州购物中心全部关闭	4			
11	重庆	3			重庆全部闭店	3			
12	山东	3			济南全部关闭	4	全部关闭	4	
					青岛全部关闭、2 月 10 日或全部开业	4			
13	四川	3			成都开业商业约 70%-75%，开业项目店铺开业率约 30%	3	南充、自贡等全部关闭、绵阳大型百货商店开业率 70%	4-5	
14	黑龙江	3			哈尔滨全部关闭，开业时间等政府通知	3	少部分开业约 20-30%	4-5	

15	福建	3			福州全部闭店	4	厦门、泉州、莆田等城市大部分商场缩短时间	4	
16	河北	3			石家庄约 50%关闭, 银泰中心开业 30%	4	整体 20-30 开业	4-5	
17	陕西	3			西安全部关闭	4	汉中、宝鸡、安康、延安等全部关闭	4-5	
18	广西	3			南宁大部分缩短时间开业	4	除部分地州外大部分开业	4-5	
19	云南	3			昆明百货、奥莱全部闭店, 购物中心除金鹰、柏联、海乐城、富康城外多数营业	4	大部分 80%开业, 旅游区闭店	4-5	
20	海南	3			海口购物中心全部关闭, 2 个项目拟 2 月 9 日审批	4	三亚、万宁等大部分关闭	4-5	
21	辽宁	3			沈阳大部分开业, 约 80%, 但缩短时间	4	大部分开业	5	
22	山西	3			太原 20%左右开业	4	10-20%左右开业	4-5	
23	贵州	4			贵阳全部闭店	4	部分开业	4-5	
24	天津	4			天津大部分关闭, 开业率约 20%	4			
25	甘肃	4			兰州全部关闭	4	全部关闭	5	全省关闭
26	吉林	4			长春全部关闭	4	少部分开业	5	
27	内蒙古	4			呼和浩特全部关闭	5	全部关闭	5	全省关闭
28	宁夏	4			银川全部关闭	4	全部关闭	5	全省关闭
29	新疆	4			乌鲁木齐全部关闭	4	全部关闭	5	全省关闭
30	青海	4			西宁全部关闭	4	全部关闭	5	全省关闭
31	西藏	5			拉萨部分关闭, 2 月 10 日全部开业	5	全部关闭	5	全省关闭
32	香港地区	4	全部开业	4					
33	澳门地区	4	全部开业	4					

资料来源: 万商俱乐部, 乐居财经, 天风证券研究所

3.2. 短期租金收入或有下降: 对持有型物业上市公司有影响

由于短期为了应对疫情, 不少持有型物业公司都宣布了减免政策。据赢商网数据, 1 月 28 日, 王健林先生掌管的万达商管集团宣布对全国各地所有的万达广场的商户, 从 1 月 24 日到 2 月 25 日内的租金及物业费实行全免, 预计减免租金超过 30 亿。此外还有保利商业、华润置地、招商蛇口、大悦城控股、银泰集团、美的置业、新城控股、富力集团、华润置地等等众多商业集团纷纷出台免租金措施, 与广大商户共同承受经营压力。

此次减免将对短期业绩产生影响，但整体影响幅度较小，约为 0.6-3.6%之间。

表 7：减免租金对开发+持有企业影响较小

	2018 年收入 (亿元)	商业部分收入 (亿元)	商业收入占比	免租政策	免租天数	免租估计 (亿元)	免租占总营收比重
华润置地	1211.9	95.1	7.85%	1.25-2.9 租金减免	16 天	4.17	0.34%
招商蛇口	882.8	24.9	2.82%	以具体门店为准			
美的置业	301.2	1.62	0.54%	1.25-2.24	31 天	0.14	0.05%
新城控股	541.3	21.16	3.91%	1.25-2.13 减半	20 天	1	0.18%
富力集团	770.4	81.3	10.55%	1.24-2.2 租金免除	10 天	0.3	0.04%
大悦城控股	141.2	6.11	4.33%	春节期间减免部分租金	约 15 天	0.25	0.18%

资料来源：赢商网，Wind，天风证券研究所

对于部分持有型物业收入占比达到 70%的企业，免租 0.5-1.5 个月将直接影响总营收的 1%-8.7%，视不同的企业影响不同，但对于大部分的持有型物业公司，商业地产营收占比并不高，大多在 10-20%之间，对总营收的影响在 0.6%-3.6%之间。

表 8：减免租金对持有型物业上市公司影响粗估

中国国贸	营业收入 (亿元)	持有型物业收入 (亿元)	持有型物业收入占比	免租 0.5 月	免租 1 个月	免租 1.5 个月
2018	31.7	21.86	69%			
2017	27.7	19.07	69%			
2016	23.5	16.40	70%			
2015	22.7	15.80	70%			
均值			69%	2.9%	5.8%	8.7%
大悦城	营业收入	持有型物业收入	持有型物业收入占比			
2019H1	182.7	19.35	11%			
2018	141.2	31.30	22%			
2017	140.42	27.87	20%			
2016	180.25	26.34	15%			
2015	135	26.34	20%			
均值			19%	0.8%	1.6%	2.4%
陆家嘴	营业收入	持有型物业收入	持有型物业收入占比			
2019H1	81.89	17.97	22%			
2018	126.39	31.89	25%			
2017	93.24	30.49	33%			
2016	128.07	27.00	21%			
2015	56.31	19.50	35%			
均值			28%	1.2%	2.4%	3.6%
金融街	营业收入	出租物业收入	占比			
2019H1	95.18	15.05	16%			
2018	211.13	32.19	15%			
2017	255.19	30.76	12%			
2016	198.52	25.37	13%			
2015	155.65	21.05	14%			
均值			13%	0.6%	1.1%	1.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 空置率或短暂上升：零售物业空置率或将短暂上行

以一线城市零售地产为例，空置率北、广、深均处于低位（5%）附近，上海位于历史中值水平，受疫情影响以及整体经济的影响，行业的空置率或将短暂上行，但这是优质零售物业，对于大部分低能级城市或者高能级城市非核心商业地产，期空置率上行周期或将更长。但上行空间不会特别大，以 2008 年金融危机为例，大部分城市的空置率都在 8% 左右，并不比目前高多少。在整体中国经济转型的趋势中，消费越来越成为支撑力量，不存在大幅下滑的基础。

北京零售物业空置率在 07-10 年 9 月从 6% 单边上行至 12%，在 11 年-14 年 Q1 在 10%-12% 之间震荡，此后至 15 年 Q4 下降至 10 年低位 5% 附近维持震荡，此次疫情影响下，物业空置率或暂时出现上行。

上海零售物业空置率 2017 年之前 5%-10% 之间震荡，2017Q4 达到近年高点 12%，随后逐渐回落至 2018Q4 的 4%，2019 年以来反弹至 8%，受疫情影响或暂时出现上行。

广州零售物业空置率从 2007 年 17% 高位，下行至 2018Q2 的 8%，之后维持震荡，到 2015Q3 进一步下降至 4%，2015 年反弹至 10%，2016-2019Q3 重新降至 6%，受疫情影响或出现短暂回升。

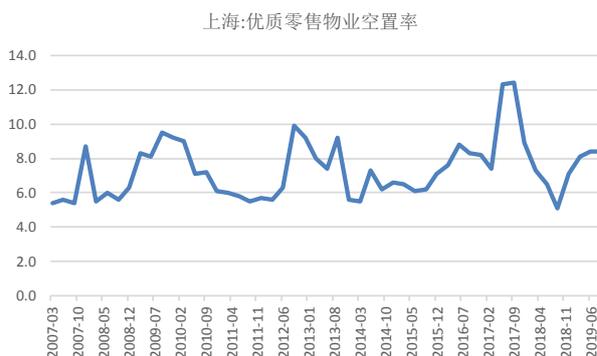
深圳零售物业空置率从 2007 年-2009Q4 由 8% 升至 12%，随后在 2014 年升至 10%，之后逐渐下降至 2019Q3 的 4%，达到 10 年低位，受疫情影响或也将出现上行。

图 11：北京优质零售物业空置率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：上海优质零售物业空置率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：广州优质零售物业空置率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：深圳优质零售物业空置率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com