



# 持有物业行业专题之一：园区 开发研究方法：EBITDA 的 价值



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。

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

**预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_32853](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32853)

