



低增长时代的地产企业 “出圈”指南



作者：张海濛，田畋，吉雅图，王沁

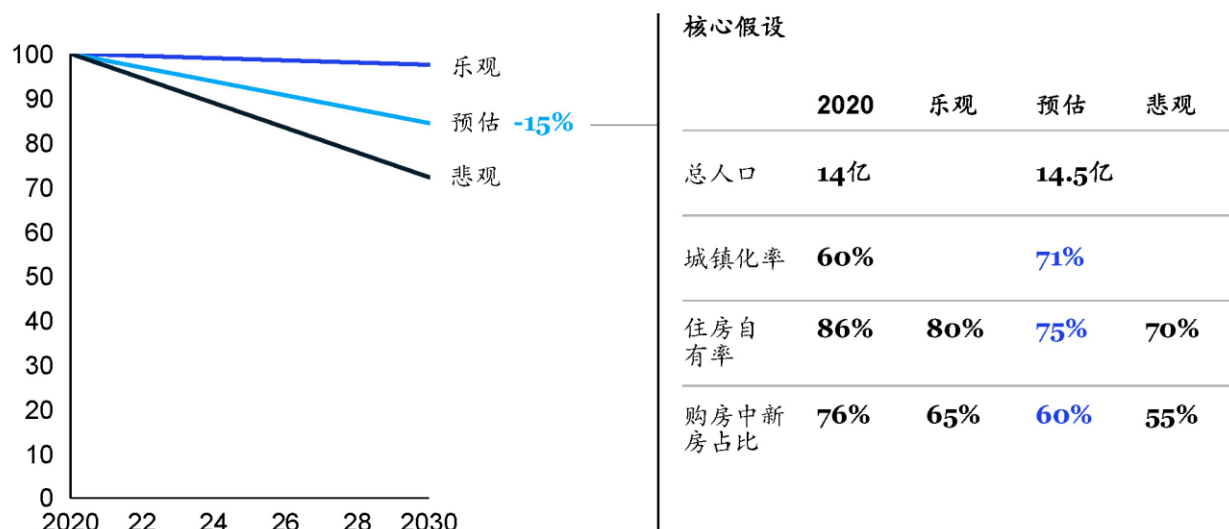
开篇语：

在刚刚过去的 2020 年，地产行业波诡云谲——新冠疫情时有反弹、线上营销热度飙升、新物种上市“乘风破浪”、债务爆雷持续上演……种种迹象揭示，中国地产行业的巨变正在来临。其中，疫情防控的常态化潜移默化地改变着“人”与“空间”的关系，继而改变着地产业务模式，也带来了虎视眈眈的新入局者；与此同时，“三道红线”新规显示地产调控进入常态化，房企阵营分化和格局调整加速进行。未来十年，既是低增长时代，也是大变局时代。地产企业的“出圈”冲动前所未有地强烈，但不同的“出圈”姿势又将带来不同的结果，或惊喜、或阵痛。

一，“低增长”与“出圈”机遇并存的新时期

图1 2020-2030 新房销售面积指数预测

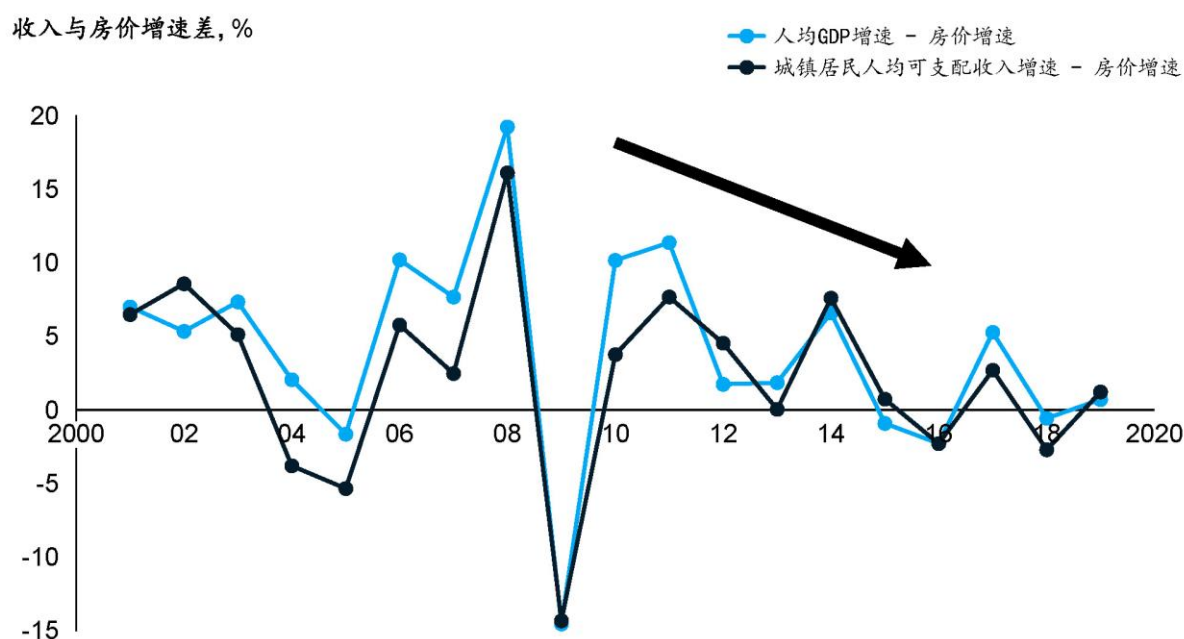
以2020年为100

McKinsey
& Company

数据来源：麦肯锡全球研究院

未来十年，中国房地产市场将步入“量跌、价平、利减”的低增长时期。如上图所示，中国城镇化率将在未来十年稳步提升并跨越“70%”的门槛，意味着房地产市场从“增量开发”逐渐过渡到“存量运管”，这势必对新房开发销售量带来持续的下行压力。我们预计，2030年的年新房开发销售面积相比2020年水平将下跌约15%左右。

图2 在双循环新格局下，预计各地政府将通过调控使房价涨幅不超过收入涨幅

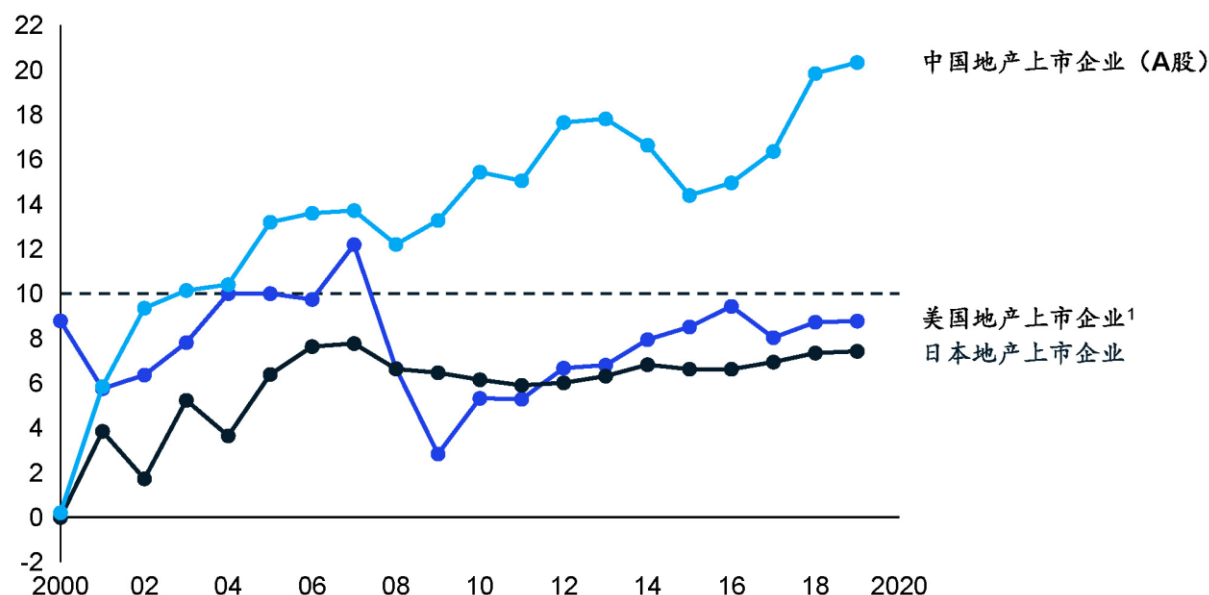


McKinsey
& Company

随着投资客退场、住房回归居住属性，房价增速将逐渐回归合理水平，即与GDP及人均可支配收入的增速相适应，年化涨幅上限为5~7%。尤其当高房价对居民消费产生挤出效应时，地方政府调控往往以此作为房价涨幅目标。新房开发量价新趋势意味着中国地产开发市场正迈入低增长时期。

图3 参考美日成熟市场发展规律，预计中国地产企业净资产收益率将很快降至10%以下，并保持低位徘徊

平均净资产收益率（ROE），%



McKinsey
& Company

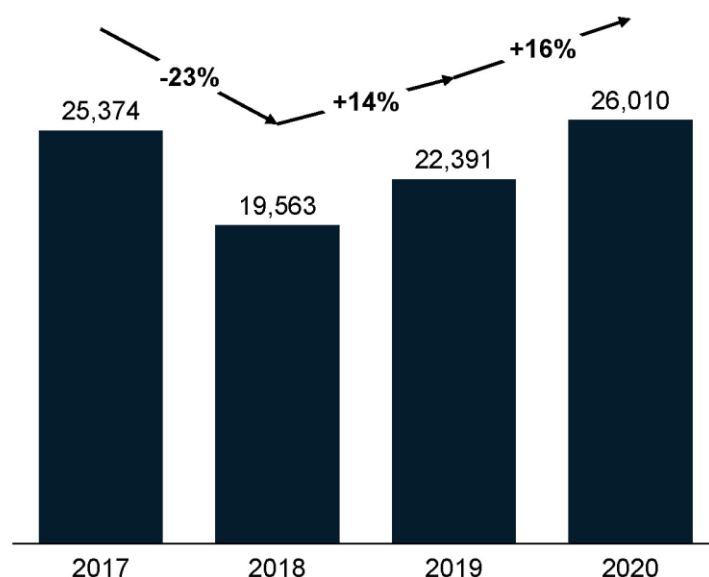
1. 不含REITS企业

资料来源：Thomson Eikon; Wind

借鉴美日等发达市场经验，高增长时期过后，地产开发行业的利润率将逐步趋于合理，甚至低于其他行业平均值，相关企业的平均净资产收益率 ROE 也将下探至 10% 以下，并长期处于低位徘徊。以美国市场为例，以开发业务为主的企业 ROE 在 4~6% 之间，仅那些经营不动产和服务业务的企业才可保持 10% 以上的 ROE。虽然国内的地产开发模式与之有所区别，但利润和收益率持续降低是未来趋势。

图4 2021-2022年地产短期债务压力将激增

TOP50房企拿地金额（2017-2020）
亿元



McKinsey
& Company

数据来源：中指研究院

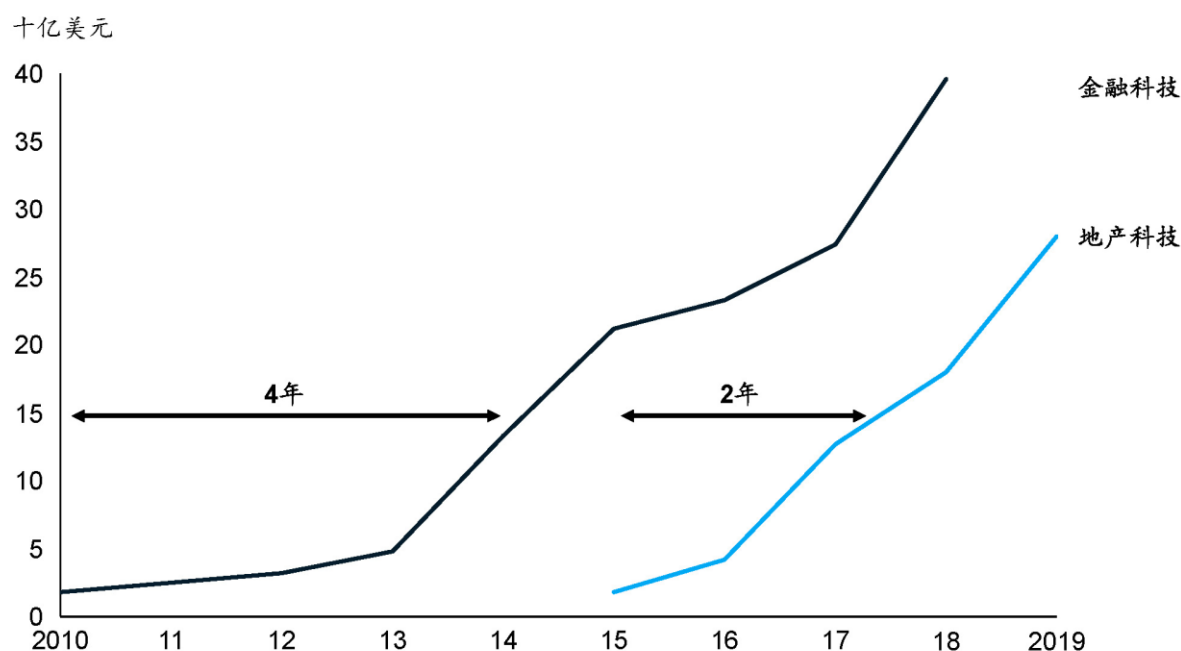
债务偿付和现金流管理压力将在一段时间内困扰各路房企。过去，加杠杆成为很多房企业绩高歌猛进的助推器，但也留下了后遗症。我们看到，2021年起地产债务偿付压力持续激增。从TOP50房企拿地金额来看，过去三年呈15%左右的增长，2020年达到近五年的峰值2.6万亿。未来几年，高杠杆扩张将在相当程度上转化为房企的债务偿付压力。

同时我们看到，头部上市房企中，有近10家的现金短债比小于1，即现金流会因短期债务压力而高度吃紧。另外，根据中指数据，年销售额300亿以下的中小型房企的现金短债比均值不到0.9，年销售额100亿以下的房企均值不到0.7。显示债务偿付压力已波及各个梯队的企业。

未来十年，中国地产企业将处于量跌、价平、利减这三重压力之下，加之以“三道红线”为主的供应端调控和现金流压力，“加杠杆、快周转”的增长模式将日益乏力，寻找新的增长引擎成为领先地产企业的当务之急。

与此同时，“科技、资管、服务”正在为地产行业注入新动力，也为地产企业带来“出圈”新机遇。

图5 全球金融科技和地产科技风险投资总额增长对比



McKinsey
& Company

数据来源：Concrete Ventures；Altus Group Survey (N = 400)；牛津大学地产科技报告；高和地产科技白皮书

地产科技机遇：地产科技（PropTech）正驶入发展快车道。以全球风险投资额为风向标，过往五年全球地产科技风投总额的增长速度是十年前金融科技（FinTech）发展到相同规模时的两倍。从2019年起，这个数

字超过 300 亿美元。地产科技正成为资本、创业企业、不动产和科技人才的新磁极。

大资管机遇：随着新房规模见顶回落，地产行业从增量时代进入存量时代，从开发时代进入经营时代。2010 至 2019 年底，大类经营性资产（如商办、产办、物流等）累计投资额超过 28 万亿元。其中大部分资产与资金端并不匹配。以险资为例，中国总共 20 万亿保险资产中，只有 2% 投资在不动产。假设险资在不动产的配置达到发达国家约 9% 的水平，将意味着超万亿级资产管理规模的不动产投资需求。

同时，在资管新规推出后，支撑地产资管 1.0 时代的银行理财表外业务逐渐被淘汰。未来的地产基金模式将以开发实体经济为导向，且与资金长期属性更匹配。地产基金将首先作为 GP 募集资金，再寻找合适的项目标的投资，随着资本市场的模式成熟，演化出公募 REITs 等退出渠道。

轻资产服务机遇：在“双循环”格局下，城市消费与服务需求持续扩大，中产与新富裕阶层数量逐年增加，成为推动消费增长与结构升级的主要力量，这将开启健康、文娱等多个万亿级新赛道。加之 IoT、5G 等

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_33990

