

二十年历程回顾，存量运营渐成实力房企必选项

——存量物业市场系列跟踪报告(4)

行业深度

◆二十年历程：存存量运营渐成实力房企经营必选项

我们在2016年《房地产模式转变和价值重构》和《2018 前路渐明：四大红利与房企进化》提出，随着我国城市化进入下半场，房企盈利模式将逐步从“产销模式”转向“资管模式”，从“买地造房卖房”转向“资产整合优化运营”。长周期来看，房企布局存量运营主要有四个阶段：2003年前港资企业及地方国企率先布局，2003-2009年华南企业及央企开启首波布局热潮，2010-2016年规模房企逐步启动商业地产战略，2017年后在“房住不炒”+促消费的大背景下，存量运营渐成实力房企经营必选项，2018年报显示TOP30上市房企已基本实现存量布局，TOP10脚步更迅速（2014-2018年投资性房地产CAGR47%，高于总资产CAGR38%）。

◆分类考量核心存量资产，资金面约束仍待突破

①**写字楼**：核心城市写字楼需求波动较大，中长期来看受益于金融对外开放加强、TMT细分子行业继续高速发展以及上海和北京的联合办公的迅猛发展，仍具备配置价值；北京和上海的甲级写字楼空置率波动幅度略大于深圳和广州，上海或源于“多中心”城市规划模式及近年来非核心区办公的兴起。②**零售物业**：近年来随着社消零售总额增速放缓，一线城市优质商铺租金近年来出现下降，但空置率也处于较低水平，主要得益于网购增速边际放缓，线上线下加速融合，生鲜超市加速扩张。③**仓储物业**：2018年快递量507亿件同比+26.6%，结构性供需不平衡，高空置率与高租金并存，高标仓等现代物流设施不足，一线城市物流地产租金持续提升。

存量物业融资渠道有限，资金约束仍在；经营性物业抵押贷款要求严格流程繁琐；资产支持证券中CMBS/CMBN核心基于基础资产的稳定现金流，适用于弱主体+强资产；类REITs产品共发行48支总额约为972亿元；公募Reits或聚焦国家重大战略项目及政策导向行业，如交通能源，物流园区，自持的商场、写字楼、长租公寓、养老公寓等。

◆投资建议：四大主线，聚焦优质资源丰富和运营能力强的房企

建议关注四大主线：①提前布局核心存量资产的城市开发型房企，推荐陆家嘴，关注金融街；②运营能力出众，扩张迅速租金提升较快的房企，推荐新城控股，关注华润置地；③国际合作密切，综合实力雄厚，协同效应明显的城市运营商，推荐中国金茂和万科A；④关注母公司资源丰富，后续有望资产注入的区域国资房企，如中华企业、光明地产、上实发展。

◆**风险分析**受经济结构换挡、中美贸易摩擦内外叠加影响，国内宏观经济增速放缓或超预期，有导致物业出租率及租金水平不及预期的可能。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600663.SH	陆家嘴	17.13	1.00	1.20	1.40	13	16	13	买入
601155.SH	新城控股	35.46	4.65	5.99	7.29	5	6	5	买入
0817.HK	中国金茂	4.31	0.45	0.60	0.77	8	10	7	买入
000002.SZ	万科A	27.00	3.06	3.63	4.07	8	9	8	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年05月27日

增持（维持）

分析师

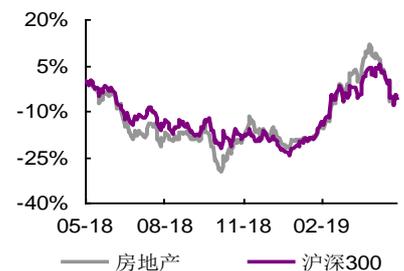
何缅甸 (执业证书编号：S0930518060006)
021-52523801
hemiannan@ebcn.com

王梦恺 (执业证书编号：S0930518110003)
021-52523855
wangmk@ebcn.com

联系人

黄帅斌
021-52523828
huangshuaibin@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

核心一二线租金稳中向好，三因素利存量公允重估——存量物业市场动态跟踪报告(3)
..... 2019-04-02
2019年持续关注存量物业的三大理由——存量物业市场动态跟踪报告(2)
..... 2019-03-13
外资增配上海物业 关注存量长期价值——存量物业市场动态跟踪报告(1)
..... 2019-03-01

投资聚焦

研究背景

我们在 2016 年深度报告《城市化下半场, 房地产模式转变和价值重构》、2018 年年度策略《2018 前路渐明: 四大红利与房企进化》中提出, 中长期来看中国城市化进入下半场, 行业将从“产销模式”向“资管模式”转变; 地产金融化趋势明显, 证券化产品使存量资产分散、交易和流动。

今年一季度, 我们发布了三篇存量物业市场跟踪报告, 分别阐述了 2018 年上海市存量市场表现、2018 年我国核心城市租金和空置率情况、以及 2019 年持续关注存量物业资源丰富房企的三大理由。本篇从较长周期来进行观察和梳理, 试图阐明在长达 20 年的发展历程中, 随着住宅市场总量见顶结构分化, 在“房住不炒”和促消费的相互作用下, 布局存量物业运营逐步成为实力房企的必选项。

我们区别于市场的观点

市场普遍观点认为, 国内宏观经济增速放缓会大幅影响办公楼出租率及租金水平。我们认为虽然核心城市写字楼需求波动较大, 短期内出现空置率提升的情况, 但中长期来看受益于金融对外开放加强、TMT 细分子行业继续高速发展以及上海和北京的联合办公的迅猛发展, 仍具备配置价值; 澎湃新闻报道, 近期外资加大对国内存量物业的收购力度。2018 年外资参与北京大宗物业收购金额为 169 亿元, 占比超三成 (2017 年仅为 2%); 上海 2018 外资收购存量物业金额占比从 2017 的 31% 大幅提升至 54%, 详见 3 月 1 日《上海存量物业市场动态跟踪报告》。

同时我们认为北京和上海的甲级写字楼空置率波动幅度略大于深圳和广州有“个性”原因, 上海或源于“多中心”城市规划模式及近年来非核心区办公的兴起; 北京 2016 年甲级写字楼空置率的快速提升或源于 2015 年提出的疏解北京非首都功能及部分企业总部外迁。

投资观点

2017 年后在“房住不炒”+促消费的大背景下, 存量运营渐成实力房企经营必选项。标的选择方面, 陆家嘴、金融街作为典型的区域开发企业, 在一线城市核心地段持有优质稀缺存量物业, 未来有望持续升值; 华润置地、新城控股在全国范围内布局优质商业资产, 拥有丰富的运营经验, 随着消费对 GDP 的贡献率提高, 优质购物中心有望持续受益; 中国金茂持有核心城市高端酒店资产, 以及配套写字楼和商业物业, 结合“城市运营商”的公司战略, 协同效应逐渐显现; 万科定位“城乡建设与生活服务商”, 在商业管理、仓储物流及长租公寓方面已建立起核心品牌, 积极借鉴国际经验, 与凯德、GIC 等合作密切, 并参与普洛斯私有化, 目前已具备较强竞争优势。

建议关注四大主线: ①提前布局核心存量资产的城市开发型房企, 推荐陆家嘴, 关注金融街; ②运营能力出众, 扩张迅速租金提升较快的房企, 推荐新城控股, 关注华润置地; ③国际合作密切, 综合实力雄厚, 协同效应明显的城市运营商, 推荐中国金茂和万科 A; ④关注母公司资源丰富, 后续有望资产注入的区域国资房企, 如中华企业、光明地产、上实发展。

目 录

1、 前期存量物业报告内容回顾及简述.....	6
2、 我国存量物业二十年发展历程：从可选到必选	6
2.1、 1998 年：一线城市开发公司和港资房企率先布局	8
2.2、 2003-2009 年：资本加持，华南企业和央企时代	8
2.3、 2010-2016：规模房企开始逐步布局存量商业运营	9
2.4、 2017 至今：“房住不炒”+促消费，存量布局成必选项	10
3、 分类考量核心存量资产，资金约束仍待突破	11
3.1、 核心写字楼仍具配置价值，仓储物业结构性短缺	11
3.1.1、 需求波动大，核心区域写字楼仍具备配置价值	11
3.1.2、 零售物业：租金下滑，空置率低位，线上线下加速融合	14
3.1.3、 仓储物业：结构性不均衡，一线城市物流地产租金持续提升	16
3.2、 存量资产融资约束仍在，亟待破局	18
3.2.1、 经营性物业抵押贷款，银行流程，要求严格	18
3.2.2、 CMBS/CMBN：适用于“弱主体+强资产”	18
3.2.3、 REITs：公募 REITs 或聚焦国家重大战略项目	20
4、 典型存量物业持有房企	21
4.1、 万科 A：城乡建设与生活服务商	21
4.2、 新城控股：“住宅+商业”双轮驱动	22
4.3、 陆家嘴：核心区域资产储备丰厚	22
4.4、 金融街：定位国家级金融管理中心	23
4.5、 华润置地：销售物业+投资物业+X	24
4.6、 中国金茂：高举高打的城市运营商	24
5、 投资建议	25
6、 风险分析	25
7、 附录	26

图题和表题

图 1：城市化模式和房企盈利模式转变.....	6
图 2：房企建筑施工/存量运营/金融支持等板块的关系.....	6
图 3：存量市场与增量市场.....	7
图 4：存量市场主要内容.....	7
图 5：存量资产运营逐步成为实力房企的必选项.....	7
图 6：2003-2009 年各类型物业开发投资额累计同比（%）.....	8
图 7：2010-2016 年各类型物业开发投资额累计同比（%）.....	10
图 8：TOP30 上市房企各类存量资产布局情况.....	11
图 9：2014-2018 年 TOP30 房企投资性房地产和总资产的复合增速.....	11
图 10：典型 TOP10 房企投资性房地产占比.....	11
图 11：2018 年上海写字楼市场租赁需求来源分析（按租赁面积）.....	12
图 12：2018 年中国重点城市 IT 行业聚集区租金水平.....	13
图 13：国内共享办公市场份额.....	13
图 14：大中型企业租赁共享办公的原因.....	13
图 15：北京甲级写字楼租金及空置率.....	14
图 16：上海甲级写字楼租金及空置率.....	14
图 17：广州甲级写字楼租金及空置率.....	14
图 18：深圳甲级写字楼租金及空置率.....	14
图 19：三大需求对 GDP 增长贡献率.....	14
图 20：我国社会消费品零售总额.....	14
图 21：我国网络零售交易额及增速.....	15
图 22：我国移动电商用户及增速.....	15
图 23：北京优质商铺租金及空置率.....	16
图 24：上海优质商铺租金及空置率.....	16
图 25：广州优质商铺租金及空置率.....	16
图 26：深圳优质商铺租金及空置率.....	16
图 27：全年社会物流总额及同比增速.....	17
图 28：快递业务量及同比增速.....	17
图 29：各国物流成本占 GDP 比重.....	17
图 30：中国/美国人均物流设施面积对比.....	17
图 31：北京和上海工矿仓储建设用地.....	17
图 32：一线城市物流仓储租金走势.....	17
图 33：历年 CMBS 发行金额统计.....	19
图 34：2019 年发行的部分 CMBS 产品.....	19
图 36：REITs 与类 REITs 结构比较.....	20
图 33：历年类 REITs 发行金额统计.....	20

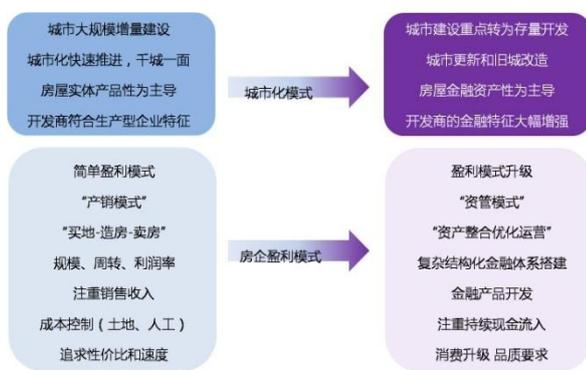
图 34：2019 年发行的部分类 REITS 产品.....	20
图 39：公司旗下长租公寓品牌“泊寓”.....	21
图 40：公司旗下商业管理品牌“印力”.....	21
图 41：万纬物流现有布局.....	21
图 42：吾悦广场全国布局范围.....	22
图 43：2014-2018 物业出租业务收入.....	22
图 44：陆家嘴持有物业分布.....	22
图 45：2015-2018 年陆家嘴公司租赁收入.....	22
图 46：金融街持有物业业态结构（%）.....	23
图 47：金融街持有物业区域结构（%）.....	23
图 48：2014-2018 金融街租赁业务收入及增速.....	23
图 49：2014-2018 金融街经营业务收入及增速.....	23
图 50：2014-2018 华润置地持有物业租金收入及增速.....	24
图 51：2018 年华润置地租金收入构成（%）.....	24
图 52：2018 年中国金茂高端酒店分布.....	24
图 53：近年来中国金茂物业租赁和酒店经营业务收入.....	24
表 1：第一阶段布局存量资产企业概览.....	8
表 2：第二阶段布局存量资产企业概览.....	9
表 3：2010 年部分房地产调控政策.....	9
表 4：第三阶段布局存量资产企业概览.....	10
表 5：新设立筹建的外商投资企业案例.....	12
表 6：2018 年大型电商开设线下首店案例.....	15
表 7：经营性物业抵押贷款细则.....	18
表 8：CMBS 与经营性物业贷的比较.....	18
表 9：已发行 CMBS 和 CMBN 举例.....	19
表 12：截止 2018 年底典型存量物业持有标的统计.....	25
表 13：前 30 强上市房企商业布局时间及存量资产品牌.....	26

1、前期存量物业报告内容回顾及简述

我们在 2016 年深度报告《城市化下半场, 房地产模式转变和价值重构》、2018 年度策略《2018 前路渐明: 四大红利与房企进化》中提出, 中长期来看中国城市化进入下半场, 城市发展模式和房企盈利模式将出现明显转变。

简而言之, 房地产行业模式逐步从“产销模式”转向“资管模式”, 从“买地造房卖房”转向“资产整合优化运营”。存量物业运营内容多种多样, 包括商业零售、办公、旅游、养老、租赁、众创共享等; 地产金融化趋势明显, 提供融资支持, 设计证券化产品, 使存量资产分散、交易和流动起来, 为普通投资者提供新的投资渠道。

图 1: 城市化模式和房企盈利模式转变



资料来源: 光大证券研究所

图 2: 房企建筑施工/存量运营/金融支持等板块的关系



资料来源: 光大证券研究所

今年一季度, 我们发布了三篇存量物业市场跟踪报告, 分别阐述了 2018 年上海市存量市场表现、2018 年我国核心城市租金和空置率情况、以及 2019 年持续关注存量物业资源丰富房企的三大理由。

本篇从较长周期来进行观察和梳理, 试图阐明在长达 20 年的发展历程中, 随着住宅市场总量见顶结构分化, 在“房子是用来住的, 不是用来炒的” (以下简称“房住不炒”) 总基调和促消费的相互作用下, 布局存量物业运营逐步成为实力房企的必选项; 同时对目前实力房企的存量物业运营情况进行梳理。

2、我国存量物业二十年发展历程: 从可选到必选

存量物业, 主要指通过长期持有运营而获取经营收入 (包括但不限于租金), 或长期持有以追求资产升值的物业; 经营业态主要包括写字楼、商铺、长租公寓、酒店等。

相比传统的开发销售型物业, 投资存量资产的回报期较长, 资金沉淀量大, 租金收入存在较大不确定性, 一定程度上会给企业带来现金流压力; 在持续运营中, 租金收入除了依靠先天区位优势外, 更多地取决于企业的经营

营管理能力；资产增值幅度除了考量租金收益外，也与折现率水平（主要取决于无风险利率）密切相关。

图 3：存量市场与增量市场

	增量	存量
经营模式	开发、出售	运营、管理
盈利来源	销售款	租金
现金流	一次性	持续
回报周期	短	长

资料来源：CBRE、光大证券研究所整理

图 4：存量市场主要内容

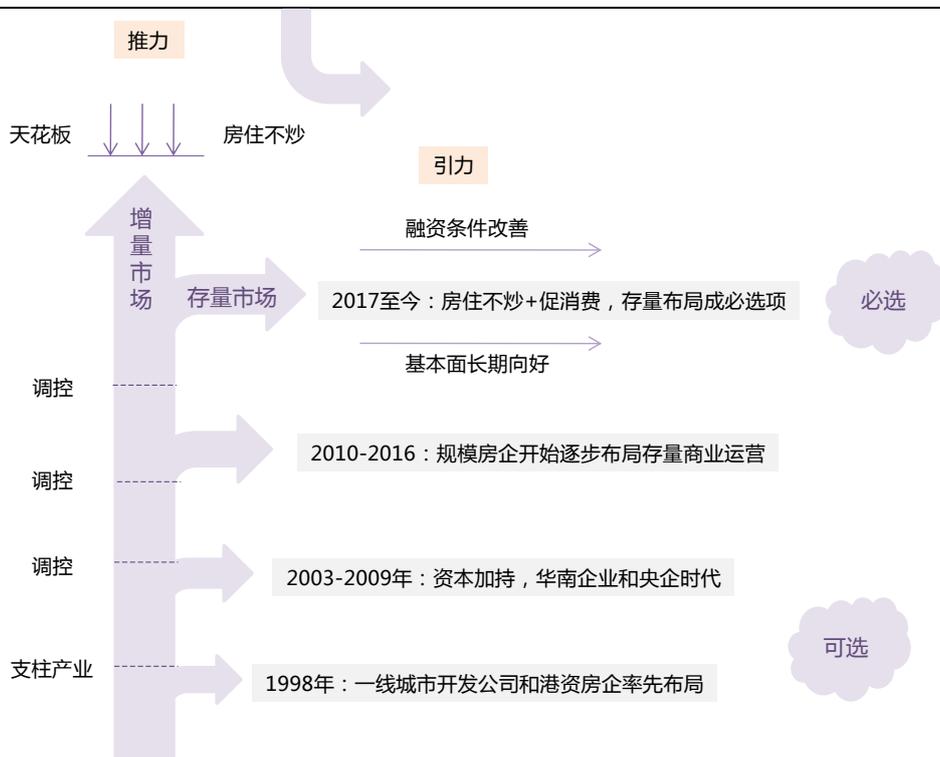
存量资产		
商业	写字楼	酒店
购物中心 商业街	甲乙级写字楼 企业独栋办公	不同星级酒店
公寓	工业用房	其他
服务式公寓 长租公寓	厂房 仓库	医疗类 教育类

资料来源：CBRE、光大证券研究所整理

当前住宅市场总量见顶，结构分化，发改委 4 月下发的《2019 年新型城镇化建设重点任务》明确提出推动城市群和都市圈健康发展，I 型和 II 性大城市落户政策的放开，超大和特大城市落户规模的扩大，为核心城市的存量物业市场发展提供了坚实基础。同时，出于对住宅销售总量天花板临近的担忧，以及应对严厉的“房住不炒”政策调控，存量资产逐渐从“可选项”变为“必选项”，成为越来越多的实力房企的重点发展方向之一。

总体来看，存量市场在我国的发展主要分为四个阶段：2003 年前港资企业及地方国企率先布局、2003-2009 年华南企业及央企开启首波布局热潮、2010-2016 年规模房企逐步启动商业地产、2017 年后存量运营成为实力房企经营的必选板块。

图 5：存量资产运营逐步成为实力房企的必选项



资料来源：CBRE、光大证券研究所整理

2.1、1998 年：一线城市开发公司和港资房企率先布局

改革开放后，深圳、上海、北京等地先后发布城市总体规划，以陆家嘴、金融街为代表的一批城市区域开发公司应时而生。在区域开发的过程中，这些企业积累了大量开发区域的持有型物业。

1998 年房地产市场化开启，港资房企开始布局内地。在当时，港资房企无论在资金实力还是开发经验上都遥遥领先，率先在内地核心城市的核心区位开发出一批优质存量资产项目，如北京新东安市场（1998 年开业）、上海中环广场（1999 年开业）、上海港汇恒隆广场（2000 年开业）。

表 1：第一阶段布局存量资产企业概览

企业	成立/拿地时间	开发区域/标杆作品	主要布局城市
金融街	1992 年	北京金融街金融产业功能区	北京，重庆，天津，惠州，上海
陆家嘴	1992 年	上海陆家嘴金融贸易区	上海，天津
外高桥	1992 年	上海外高桥保税区(自贸区)	上海(外高桥区域)
浦东金桥	1992 年	上海金桥出口加工区	上海
嘉里建设	1999 年	嘉里中心、嘉里城、嘉里汇	上海，北京，深圳，杭州，天津
新鸿基	1992 年	IFC、APM、ICC、中环广场等	北京，上海，杭州，无锡，广州，佛山
恒隆地产	1992 年	恒隆广场	上海，沈阳，济南，无锡，天津，大连
新世界发展	1994 年	新世界中心(K11)	广州、上海、武汉等
太古地产	2000 年	太古里、太古汇等	北京，上海，广州，成都等
瑞安房地产	1984 年	上海虹桥天地，新天地等	上海，重庆，武汉，佛山
恒基兆业	1997 年	恒基名人商业大厦，环球金融中心	北京，上海，广州

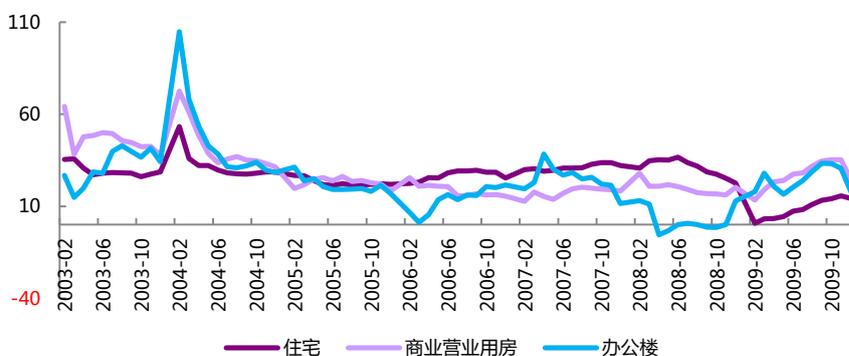
资料来源：CRIC、光大证券研究所整理

2.2、2003-2009 年：资本加持，华南企业和央企时代

2003 年 8 月 31 日，国务院发布《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》(国发(2003)18 号文，简称“18 号文件”)，首次明确房地产成为国民经济的支柱产业，国家层面表态支持房地产市场有序发展。

政策利好之下，2004 年房地产开发投资增速大幅提升，2004 年 2 月的办公楼投资额增速高达 105%，同期商业用房投资增速高达 72%，2004 年全年投资增速保持在 30%左右。

图 6：2003-2009 年各类型物业开发投资额累计同比 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

以华润置地、保利发展、中粮大悦城为代表的央企，以碧桂园、恒大、富力、雅居乐、合生创展为代表的“华南五虎”、以世茂、宝龙为代表的福建房企，是这一时期布局商业地产的主力。同时，这一时期实现了一批房地产企业在境内外资本市场的集中上市，上市房企在资金支持下将存量资产布局提上战略高度，并取得一定的行业领先地位。

表 2：第二阶段布局存量资产企业概览

区域/类型	公司	战略布局时间	上市日期
广东	合景泰富	2003 年	2007.7.3
福建	宝龙地产	2003 年	2009.10.14
广东	佳兆业	2004 年	2009.12.9
福建	世茂房地产	2004 年	2006.7.5
央企	华润置地	2005 年	1996.11.8
央企	保利发展	2006 年	2006.7.31
央企	大悦城	2007 年	1993.10.8
广东	金地集团	2010 年	2001.4.12
广东	合生创展	2010 年	1998.5.27

资料来源：CRIC、光大证券研究所整理

2.3、2010-2016：规模房企开始逐步布局存量商业运营

2008 年金融危机后，在“四万亿”刺激政策背景下，2009 年房地产市场 V 型反弹全面复苏，供需火热，房企资产规模整体上台阶；2010 年房地产调控政策密集来袭，国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（“新国十条”）从一定程度上加快了房企布局向存量商业运营的脚步，部分优秀的头部房企如万科、龙湖等陆续发布战略，开始宣布正式进军商业地产市场。

表 3：2010 年部分房地产调控政策

时间	政策	政策详情
2010.1	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	严禁对不符合信贷政策规定的房企或开发项目发放开发贷
2010.1	证监会变相叫停房企股权融资	房企 IPO 和再融资需要征求国土资源部意见，开发行为需要住建部进一步检查认定
2010.4	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（新国十条）	加强对房企购地和融资的监管，限制有违法违规行为的房企新购置土地。商业银行要加强对开发贷的贷前审查和贷后管理。对存在土地闲置及炒地行为的房企，商业银行不得发放新开发贷，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组
2010.9	《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（929 新政）	对房企土地闲置、改变土地用途和性质、拖延开竣工时间、捂盘惜售等违法违规行为，要继续加大曝光和处罚力度。对有上述违法违规记录的房地产开发企业，要暂停其发行股票、公司债券和新购置土地，各商业银行停止对其发放新开发项目贷款和贷款展期

资料来源：政府官网、光大证券研究所整理

2013 年房地产调控政策再次密集发布，2014 年全国房地产市场步入冷淡期，随后旭辉、金科等多家民营房企发布存量资产发展战略，老牌商业地产开发企业（如华润置地、宝龙等）则开始梳理和强化其商业地产发展规划，以维护和保持其领先地位。

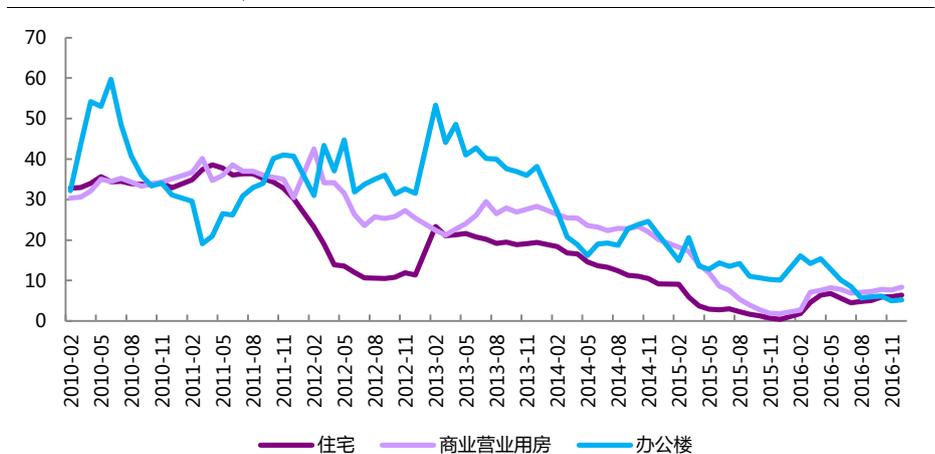
本阶段办公楼和商业用房的投资增速总体高于住宅地产，办公楼投资增速在 2010 和 2013 年出现了两个明显的阶段性高点。

表 4：第三阶段布局存量资产企业概览

企业	战略发布	事件
万科集团	2011 年	宣布进军商业地产领域，并发布以万科广场为品牌的购物中心、以万科红为品牌的社区商业和以万科大厦为品牌的写字楼三大商业产品线。
中海地产	2011 年	中海 Unipark 环宇城全球品牌发布会举行，商业版图正式亮相，以写字楼为主，购物中心为重点
龙湖集团	2011 年	成立商业地产部，未来每年销售回款的 10% 将用于商业物业投资；每年开工量的 12% 作为商业项目留存。
金地集团	2010 年	商业地产上升为集团战略，发布“以住宅为核心，以商业地产和金融业务为两翼”的一体两翼发展规划。
新城控股	2011 年	2012 年 2 月常州新城万博广场正式改名为新城吾悦广场，推出新品牌“吾悦广场”及旗下三大产品线——吾悦国际广场、吾悦城市广场和吾悦生活广场。
旭辉集团	2015 年	商业地广的单独计划浮出水面，旭辉商业将以每年 3-5 个项目扩张，在 5 年后达到约 500 亿资产规模。
金科集团	2015 年	发布商业地产战略，金科将从开发商升级为运营专家，以社区商业为主战场，全方位壮大金科商业版图。
合生创展	2016 年	首次对外介绍了未来商业蓝图，做大公司商业地产板块，提出“未来 3 年推出 30 多个项目”战略目标。

资料来源：CRIC、光大证券研究所整理

图 7：2010-2016 年各类型物业开发投资额累计同比 (%)

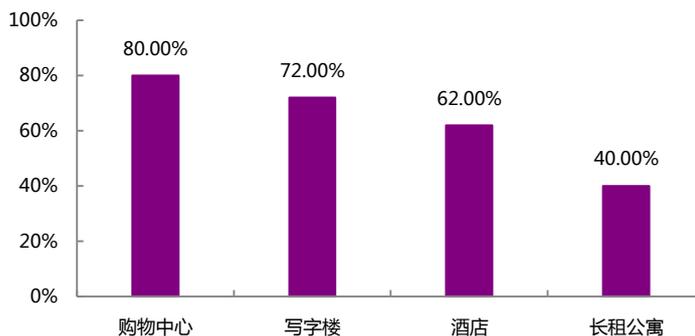


资料来源：Wind、光大证券研究所整理

2.4、2017 至今：“房住不炒”+促消费，存量布局成必选项

以 2016 年“930”调控政策为起点，我国进入新一轮房地产市场宏观调控。“房住不炒”和促消费的大前提下，房企开启“多元化”发展路径，布局存量运营资产已成为头部房企必选项，截止目前规模 TOP30(总资产排序)上市房企基本实现存量布局。

图 8: TOP30 上市房企各类存量资产布局情况



资料来源: CRIC

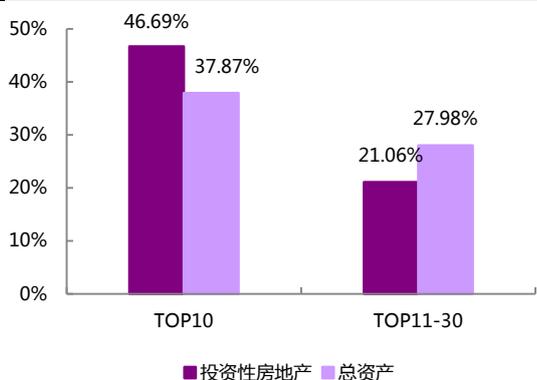
其中, TOP10 房企布局存量资产的脚步更为迅速。

2014-2018 年, TOP10 房企投资性房地产复合增速为 47%, 高于总资产复合增速 38%; TOP11-TOP30 房企投资性房地产复合增速为 21%, 低于总资产复合增速 28%。

我们认为这和当前市场环境下不同规模企业的诉求有关。

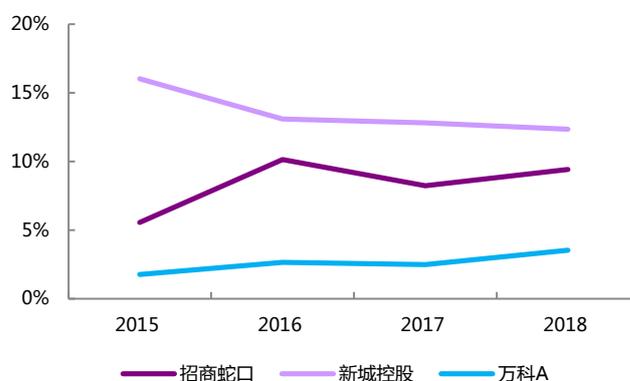
TOP10 房企在奠定规模地位后, 开始考虑拓展新利润增长点, 多元化布局分散风险; 而大多数中型房企的关注重心仍在总规模扩张和行业排名上。

图 9: 2014-2018 年 TOP30 房企投资性房地产和总资产的复合增速



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

图 10: 典型 TOP10 房企投资性房地产占比



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

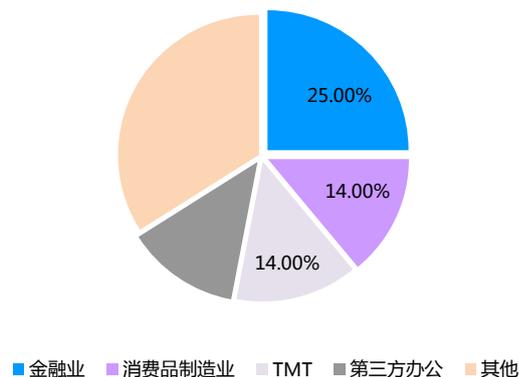
3、分类考量核心存量资产, 资金约束仍待突破

3.1、核心写字楼仍具配置价值, 仓储物业结构性短缺

3.1.1、需求波动大, 核心区域写字楼仍具备配置价值

从 2018 年上海写字楼租赁需求来看, 需求靠前的行业分别为金融业、消费品制造业、TMT 行业。

图 11：2018 年上海写字楼市场租赁需求来源分析（按租赁面积）



资料来源：CBRE、光大证券研究所整理

1) 金融对外开放加强，多家银行资管公司成立，核心区域写字楼获益

首先，2018 年 7 月《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》实施，在金融、汽车、农业、矿产等多个领域推出 22 条开放措施。证券、期货和寿险行业外资股比提高至 51%，外资金融机构近期表现活跃。

其次，银保监会 2018 年 12 月发布《商业银行理财子公司管理办法》，建设银行和中国银行的理财子公司同月获批，另有 24 家银行业已宣布将成立理财子公司。国内商业银行大举进入资管业务将带来增量写字楼需求，北京、上海、深圳等金融中心城市将获益最大。

表 5：新设立筹建的外商投资企业案例

企业名称	行业	注册/办公地点	投资事项/状态
安联（中国）保险控股有限公司	金融/保险	上海	新设立/筹建
工银安盛资产管理有限公司	金融/保险	上海	新设立/筹建
大韩再保险公司中国分公司	金融/保险	北京	新设立/筹建
香港集友银行有限公司深圳分行	金融/银行	深圳	新设立/筹建
连通（杭州）技术服务有限公司	金融/银行	杭州	新设立/筹建
瑞银证券有限责任公司	金融/证券	北京	增持股比至 51%/获批
特斯拉（上海）有限公司	汽车	上海	新设立
特斯拉融资租赁（中国）有限公司	金融	上海	新设立

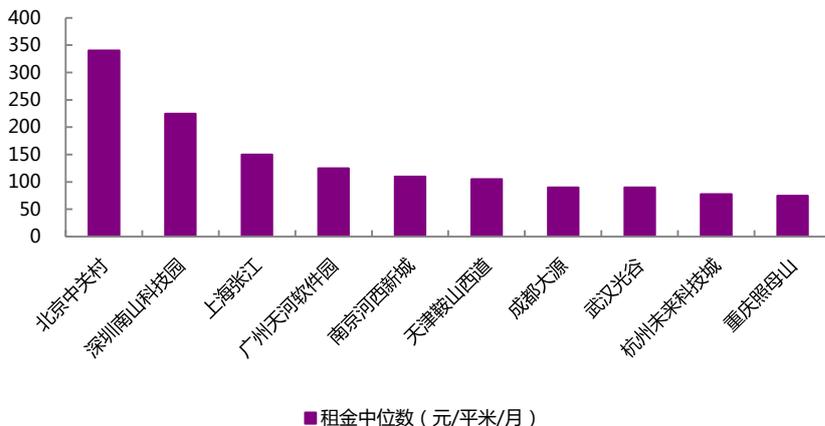
资料来源：CBRE、光大证券研究所整理

2) TMT 行业：高基数下行业扩张放缓，细分行业继续高速发展

总量来看，2018 年中国移动互联网月度活跃智能设备规模增至 11.3 亿，全年净增 4600 万，同比+4.2%，较 2017 年下降 2pc。行业总需求边际放缓，导致招聘人数出现负增长。智联招聘数据显示 2018 年以来 IT/互联网行业招聘需求人数同比增速明显下滑，二季度和三季度连续出现负增长。

结构来看，人工智能、云计算、物联网等子行业继续高速发展，并与传统领域的金融、制造、零售、医疗、教育、交通等开始融合促进，创造出全新的商业机会。据《2018-2019 年中国 IDC 产业发展研究报告》，2018 年中国 IDC 业务市场总规模达 1228 亿元，同比增长 29.8%。

图 12: 2018 年中国重点城市 IT 行业聚集区租金水平

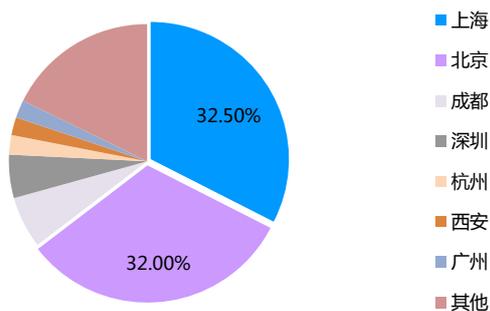


资料来源: Savills、光大证券研究所整理

3) 联合办公: 上海和北京的联合办公市场发展迅速

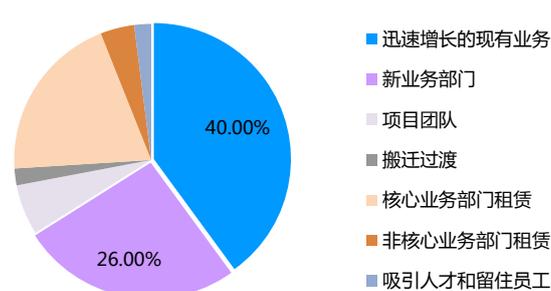
对于需要灵活协作、快速反应和成本优先的服务行业或初创企业而言,起源于美国的共享办公是个好的选择;据 CBRE 数据,74%的企业将共享办公用作短期用途,如新业务和新团队;2018 年全部共享办公租赁交易中 50% 为 TMT 行业租户。目前上海和北京已成为亚太地区最大的共享办公市场,在全国共享办公市场份额中占比 32.5%和 32%,对区域内的存量物业有较大需求。

图 13: 2018 年国内共享办公市场份额



资料来源: Savills、光大证券研究所整理

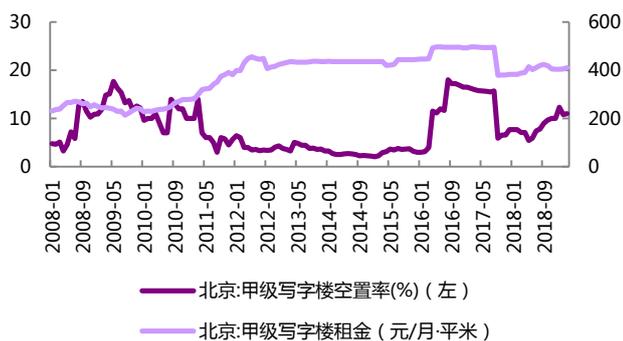
图 14: 2018 年大中型企业租赁共享办公的原因



资料来源: CBRE、光大证券研究所整理

从空置率和租金数据来看,2008 年以来一线城市写字楼空置率整体平稳,租金则实现稳中有涨。

图 15: 北京甲级写字楼租金及空置率



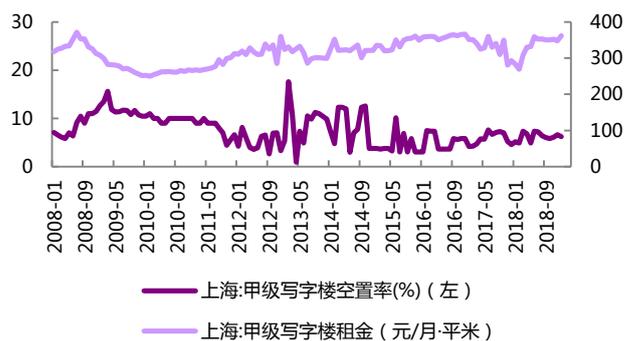
资料来源: Wind、光大证券研究所整理

图 17: 广州甲级写字楼租金及空置率



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

图 16: 上海甲级写字楼租金及空置率



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

图 18: 深圳甲级写字楼租金及空置率



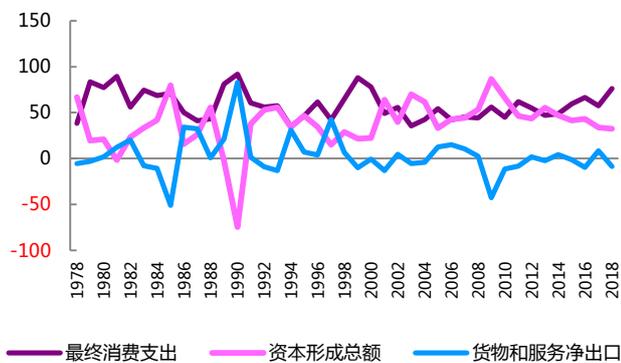
资料来源: Wind、光大证券研究所整理

从长周期来看,北京和上海的甲级写字楼空置率波动幅度略大于深圳和广州,我们认为上海可能的原因在于“多中心”城市规划模式以及近年来非核心区办公的兴起;北京 2016 年甲级写字楼空置率的快速提升或源于 2015 年 2 月中央财经领导小组第九次会议上提出的疏解北京非首都功能、推进京津冀协同发展,部分企业总部外迁导致。

3.1.2、零售物业: 租金下滑, 空置率低位, 线上线下加速融合

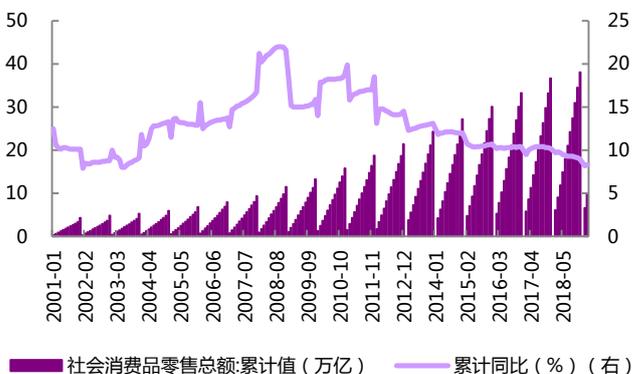
2018 年社会消费品零售总额达 38 万亿元, 同比增长 9%。最终消费支出对 GDP 的贡献率 78%。

图 19: 三大需求对 GDP 增长贡献率 (%)



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

图 20: 我国社会消费品零售总额



资料来源: Wind、光大证券研究所整理

从增速上看，网络购物市场逐渐步入饱和期。2018年移动电商用户5.1亿人，同比增长8.2%，增速进一步放缓。2018年网络零售交易额9万亿，同比增加23.9%，增速较2017年降低8.3pc。

图 21：我国网络零售交易额及增速



资料来源：电子商务研究中心、光大证券研究所整理

图 22：我国移动电商用户及增速



资料来源：电子商务研究中心、光大证券研究所整理

“新零售”概念下，“线上”和“线下”加速融合，纯电商平台加速转战实体店，给零售物业带来新的需求。电商生鲜超市加速扩张，城市下沉趋势明显，门店新科技不断迭代。

表 6：2018 年大型电商开设线下首店案例

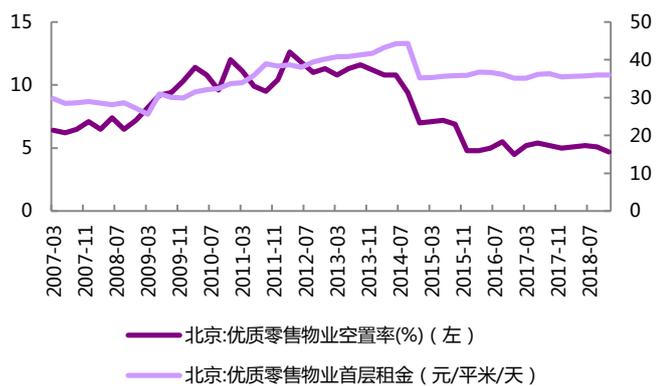
品牌	开业时间	城市	入驻项目	面积 (平方米)
苏宁极物	2018年3月	南京	新街口商圈街铺	400
天猫国际	2018年4月	杭州	西湖银泰	300
淘宝心选	2018年4月	杭州	亲橙里	300
网易考拉	2018年4月	杭州	杭州大厦中央商城	300
有生品见 (小米)	2018年4月	上海	七宝万科广场	1,000
小红书	2018年6月	上海	静安大悦城	300
一条	2018年9月	上海	凯德晶萃/置汇旭辉广场/仲盛世界商城	700
唯品会	2018年10月	北京	国瑞城购物中心	待确认
MOGUSTUDIO (蘑菇街)	2018年11月	杭州	西溪银泰城	1,000
网易严选	2018年12月	杭州	杭州解百购物广场	300

资料来源：电商报、光大证券研究所整理

从长周期看，随着社消零售总额增速放缓，一线城市优质商铺租金近年来出现下滑，但空置率同时也处于较低水平。

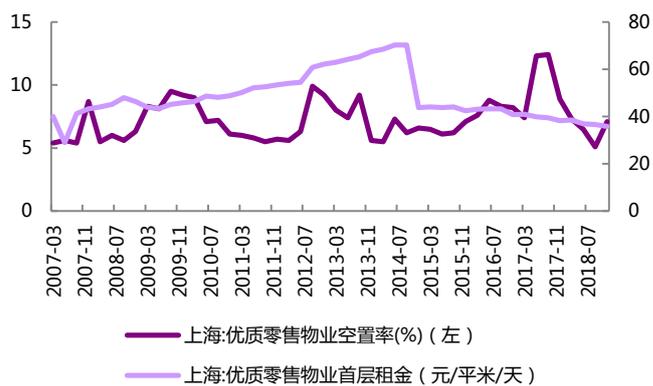
新的消费形式层出不穷如近年来咖啡茶饮为主的餐饮品牌是最热门的投资项目。2018年喜茶和奈雪分别完成B轮和A+融资，前者2018年新店数量增加近30%，后者新店数量较2017年增加2.2倍。

图 23：北京优质商铺租金及空置率



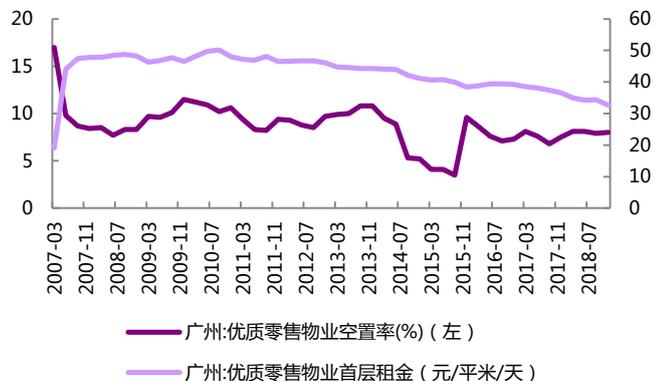
资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 24：上海优质商铺租金及空置率



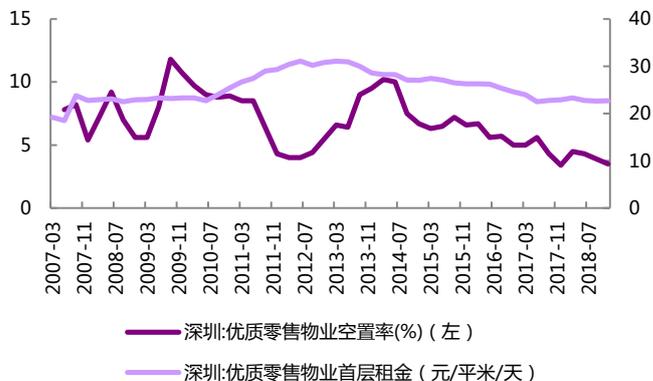
资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 25：广州优质商铺租金及空置率



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 26：深圳优质商铺租金及空置率



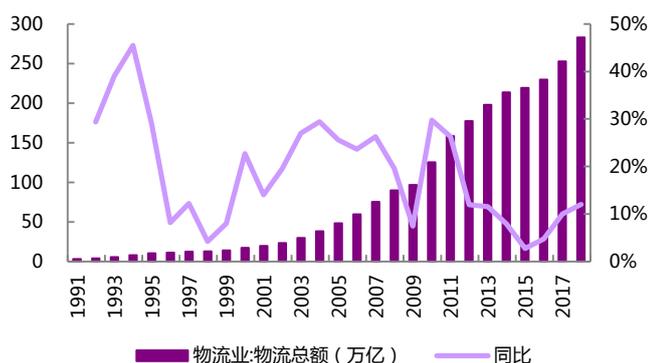
资料来源：Wind、光大证券研究所整理

3.1.3、仓储物业：结构性不均衡，一线城市物流地产租金持续提升

2018 年社会物流总额为 283.1 万亿元，同比增长 12%，按可比价格计算，同比增长 6.4%，增幅较上年回落 0.2 个百分点。2018 年全年快递业务量 507 亿件，同比增长 26.6%。消费和电商相关的物流领域如零单快运、仓储配送、冷链物流、即时物流等保持较快增长势头。

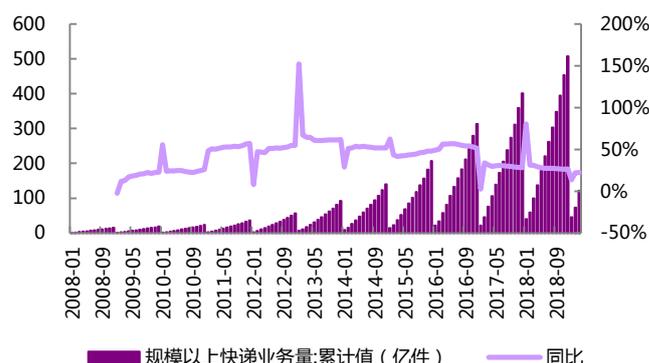
“新零售”继续发力，“网上下单、门店发货”的前置仓模式、“数据打通、仓库共享”的协同仓模式改变传统市场竞争格局，有效降低物流成本、提升物流时效和增强客户体验，支撑形成国内强大市场。

图 27：全年社会物流总额及同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 28：快递业务量及同比增速

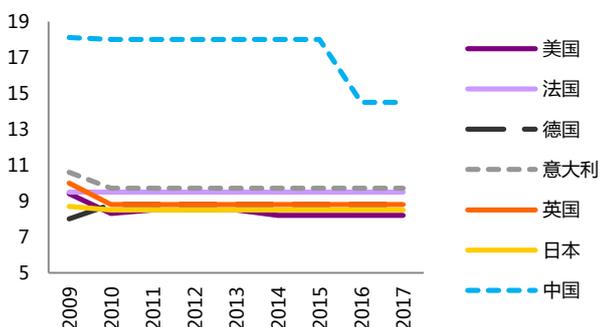


资料来源：Wind、光大证券研究所整理

我国仓储物流结构性供需不平衡严重，高空置率与高租金并存；核心原因在于我国仓储面积中低标仓占比较高，高标仓等现代物流设施不足，与发达国家物流成本占 GDP 比重（8-10%）的对比显示，提质增效仍是我国未来物流行业发展的主要方向。

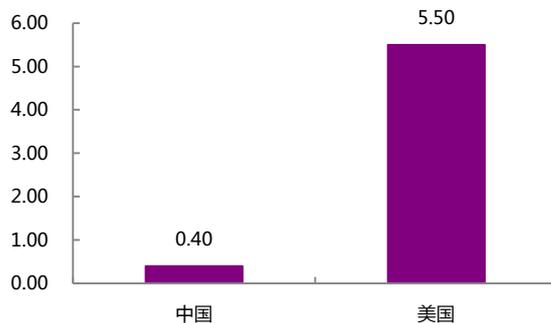
近年来一线城市仓储用地供应持续减少，结合网购爆发导致需求扩张，一线城市仓储物流租金持续攀升。

图 29：各国物流成本占 GDP 比重 (%)



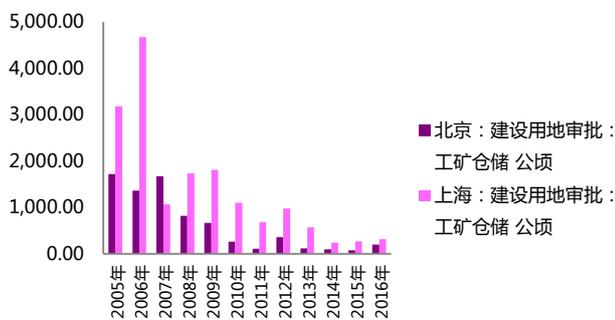
资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 30：2018 年中国/美国人均物流设施面积对比



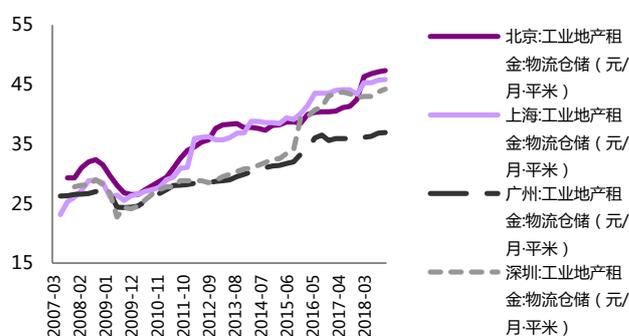
资料来源：普洛斯、光大证券研究所整理；单位：平方米

图 31：北京和上海工矿仓储建设用地



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 32：一线城市物流仓储租金走势



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

3.2、存量资产融资约束仍在，亟待破局

由于长期持有物业特点，在存量物业运营中必然导致大量资金沉淀。商业地产庞大存量，融资渠道有限，通过金融创新来盘活存量，优化资本结构、降低资金成本成为行业亟待解决的难题。

3.2.1、经营性物业抵押贷款，银行流程，要求严格

经营性物业抵押贷款，是指向具有合法承贷主体资格的经营性物业所有权人发放的，以其所拥有的物业作为贷款抵押物，并以该物业的经营收入或者租金收入进行还本付息的贷款。

其本质上是未来现金流（包括但不限于租金收入）的贴现贷款，将经营性物业未来现金流以贴现的方式提供给经营性物业产权人（或经营方），融资金额取决于经营性物业的经营期限、经营性物业现金流的充裕程度以及未来增长潜力。

表 7：经营性物业抵押贷款细则

项目	细则
适用对象	对其拥有的经营性物业有独立处置权的房企
贷款额度	(1) 以酒店类经营性物业抵押的贷款额度最高不得超过物业评估价值的 60% (2) 以办公楼及商业类经营性物业抵押的贷款额度最高不得超过物业评估价值的 50% (3) 以其他类经营性物业抵押的贷款额度最高不得超过物业评估价值的 40%
贷款期限	最长原则上不超过 8 年，最长可达 15 年
物业选择	(1) 酒店：三星级（含）以上或由国际知名酒店管理公司经营管理的高端品牌酒店，现金流稳定，平均入住率>60% (2) 写字楼：甲级（含）写字楼，出租率不低于 80%，经营稳定 (3) 商业物业：正式投入商业运营一年以上，经营稳定
资金用途	经营性物业维护、改造、装修、招商需求等；置换银行贷款、股东借款等；支付物业购置价款以及租金收益权转让对价；归还债务、优化债务结构

资料来源：辽宁银监局、光大证券研究所整理

3.2.2、CMBS/CMBN：适用于“弱主体+强资产”

商业房地产抵押贷款支持证券(CMBS)是指以单个或多个包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等商业物业的抵押贷款组合包装而构成的基础资产，通过结构化设计以相关地产未来收入（如租金、物业费、商业管理费等）为主要偿债本息来源的资产支持证券产品。

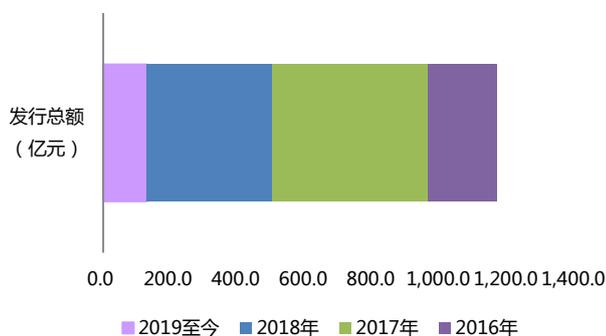
表 8：CMBS 与经营性物业贷的比较

项目	CMBS	经营性物业抵押贷款
融资规模	经营性净现金流的 12-16 倍，最高可达标的物业评估价值的 70%	经营性净现金流的 6-8 倍
期限	最长 18-24 年，可设计开放期 3-8 年一次，多期续发，例 3+3+3+3+3+3	最长 10 至 15 年
资金用途	根据融资人需要，使用灵活	严格按照《固定资产贷款管理办法》使用
定价	根据债项评级，结合增信强度，市场化定价；通过结构设计，可使产品评级高于主体评级	银行审批政策
增信措施	主要通过物业自身增信，同时辅以外部增信	通常要求股东提供保证担保
操作流程	公募产品、私募产品，公开透明	银行内部流程，不确定性大
融资成本	依靠债项信用、成本相对较低	依靠主体信用

资料来源：RCREIT、光大证券研究所整理

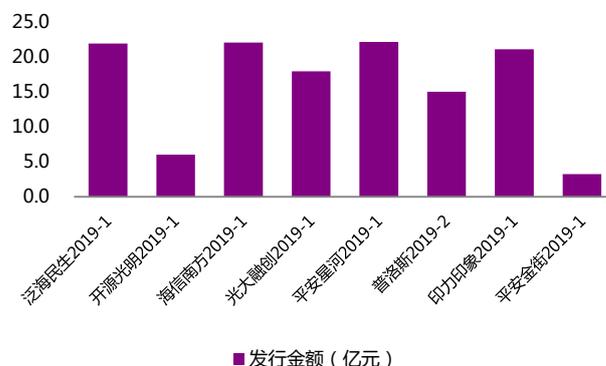
截至 2019 年 5 月 22 日，我国证监会主管 CMBS 发行 43 单，发行总额约为 1167 亿；其中 2019 年发行 8 单，债券发行总额约为 129 亿元。

图 33：历年 CMBS 发行金额统计



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 34：2019 年发行的部分 CMBS 产品



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

相较 CMBS，银行间商业地产抵押贷款支持票据 (CMBN) 以商业地产抵押贷款收益权为基础资产，结构简单，同时能公募发行，产品流动性高，发行成本相对较低。

表 9：已发行 CMBS 和 CMBN 举例

	世纪海翔 CMBN	北大科技园 CMBN	北京银泰中心 CMBS	金茂凯晨 CMBS
原始权益人	世纪海翔	北大科技园	中国银泰	金茂投资
目标资产	三栋优质甲级写字楼及商业物业	北大科技园办公楼及培训中心	北京银泰中心写字楼+商业裙楼 (in01) +酒店 (柏悦酒店) 合计约 17.29 万平方米	凯晨世贸中心租金收益 (2013-2015 年分别 4.82 亿、5.56 亿和 5.96 亿)
基础资产	信托受益权	信托受益权	信托受益权	信托受益权
产品规模与评级	18.5 亿，优先级 15 亿	17.91 亿，优先级 16.91 亿	A 类：40 亿 B 类：33 亿 C 类：2 亿	优先级：40 亿 次级：100 万
发行利率	6.3%，10+8 年		A 类：4.00% B 类：5.30% C 类：6.98%	优先级：3.3%

资料来源：RCREIT、光大证券研究所整理

CMBS 及 CMBN 成立的核心在于基础资产能产生稳定的现金流。在当前趋于下行的经济周期中，现金流较稳定的资产如一线城市的办公楼、城市更新主题下重新定位的项目，以及包括工业物流、家居商城、体验式购物中心和社区型商业在内的具备稳定现金流的特殊类别资产，均可作为基础资产。

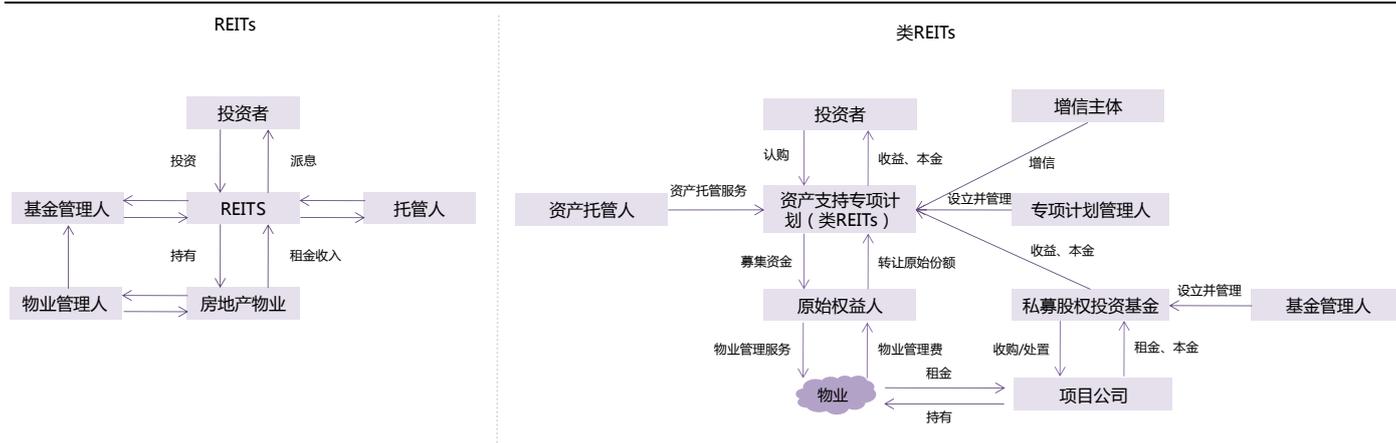
CMBS/CMBN 产品保留了融资主体对存量资产的所有权和预期的物业升值，更多地依赖资产质量，而非主体信用，对部分“弱主体强资产”企业具有重要意义，有助于房企盘活存量，加快资金回笼。以 CMBS、CMBN 为主的资产证券化应是未来存量物业融资的重要发展方向之一。

3.2.3、REITs：公募 REITs 或聚焦国家重大战略项目

REITs 是以发行股票或收益凭证的方式募集资金，由专门管理机构进行不动产投资和运营，并将租金和不动产增值收益按比例分配给投资者的一种公司型或契约型基金。根据资金投向不同可分为权益型、抵押型和混合型。

在我国 REITs 制度尚未完善的环境下，类 REITs（形式上模仿 REITs）有助于局部解决存量物业企业在规模扩张与轻资产运行之间矛盾。

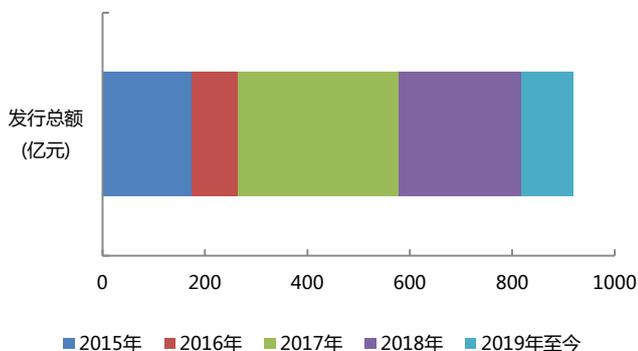
图 35：REITs 与类 REITs 结构比较



资料来源：RCREIT、光大证券研究所整理

截止 2019 年 5 月 22 日，我国证监会主管类 REITs 产品共发行 48 支，发行总额约为 972 亿元。其中 2019 年发行 6 只，发行金额 100 亿。

图 36：历年类 REITs 发行金额统计



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 37：2019 年发行的部分类 REITs 产品



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

2019 年 2 月，中国证监会原主席肖钢指出，公募 REITs 底层资产不涉及居民住宅，而主要是商业地产与基础设施，包括交通能源、物流园区、商场、写字楼、长租公寓、养老公寓等，普遍以自持为主。

公募 REITs 的推出将成为长效机制的重要一环，引导社会资金投向符合产业政策、支持领域的项目，或集中于工业园区、仓储物流、交通能源、符合区域产业方向商业物业及重大基础设施等领域，主要聚焦于国家重大战略实施方向，将对探索新型基础设施投融资机制形成有力的推动。

4、典型存量物业持有房企

4.1、万科 A：城乡建设与生活服务商

租赁住宅：截止 2018 年底，公司长租公寓业务覆盖 35 个主要城市，累计开业超过 6 万间，开业 6 个月以上项目的平均出租率约 92%。长租公寓业务以青年公寓（“泊寓”）为主要产品线，同时探索为不同阶段客户提供长期租住解决方案。

商业开发与运营：截至 2018 年底，万科管理商业项目共计 210 余个，总建筑面积超过 1300 万平方米。其中，印力集团作为商业开发与运营平台，专注于国内商业地产的投资、开发和运营管理，运营项目逾 120 个，遍布国内 50 多个城市，商业项目品牌包括印象城 MEGA、印象城、印象汇、印象里、万科广场等。2018 年，印力集团联合收购凯德 20 家购物中心完成交割。

图 38：公司旗下长租公寓品牌“泊寓”



资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

图 39：公司旗下商业管理品牌“印力”



资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

物流仓储服务：公司旗下万纬物流专注于高标仓储投资、开发选址、招商运营、资产管理等环节，目前已成为国内领先的物流服务商，服务的客户超过 600 家，涵盖电商类、快递快运类、制造业类、餐饮类、零售商超类等各个领域。截至 2018 年底，万纬物流进驻 42 个城市，已获取 124 个项目，可租赁物业的建筑面积约 971 万平方米，其中已运营项目 62 个，其中稳定运营项目平均出租率为 96%。

图 40：截止 2018 年底万纬物流现有布局



资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

4.2、新城控股：“住宅+商业”双轮驱动

公司坚持“住宅+商业”双轮驱动，截止2019年2月末，开业+储备吾悦广场共102座，布局25个省份及直辖市，覆盖80个大中城市。

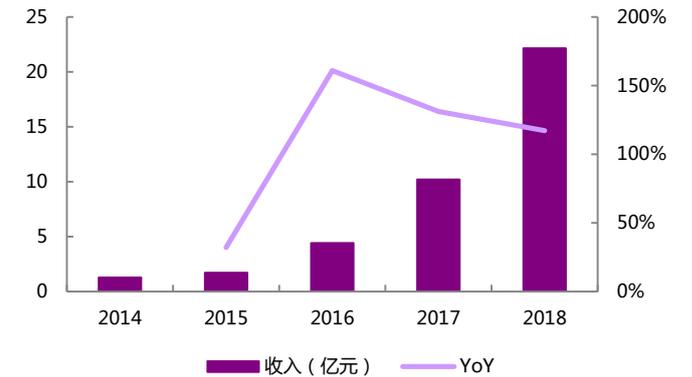
2018年公司新开业19座吾悦广场，新增33个项目。截止2018年末，公司已有42座吾悦广场在运营，已开业面积390万方，出租房地产建筑面积242万方，全年贡献租金收入21.2亿元，同比大幅增长107%，平均出租率约98.83%。根据公司公告，公司2019年计划新开业22座吾悦广场，租金及管理费收入目标超过40亿元，对应增速达89%。

图 41：截止 2018 年底吾悦广场全国布局范围



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 42：2014-2018 物业出租业务收入



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

4.3、陆家嘴：核心区域资产储备丰厚

公司作为陆家嘴金融贸易区的城市开发商，在浦东陆家嘴金融贸易区核心区域内持有大量高端经营性物业。截至2018年底，公司主要在营物业总建筑面积达259万平方米，其中甲级写字楼、高品质研发楼、商业物业、住宅物业、酒店物业总建筑面积分别为156、33、44、9、17万平方米。

2018年房地产租赁业务收入32.19亿元，同比增长4.65%。作为上海老牌的存量资产运营商，公司在陆家嘴核心区域拥有办公楼等存量物业，未来有望持续升值。

图 43：截止 2018 年底陆家嘴持有物业分布



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 44：2015-2018 年陆家嘴公司租赁收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4.4、金融街：受益于国家级金融管理中心

1993年，国务院批复的《北京城市总体规划》明确提出：“在西二环阜成门至复兴门一带，建设国家级金融管理中心，集中安排国家级银行总行和非银行金融机构总部。”2008年，金融街建设基本完成。

截止2018年末，公司在北京、上海、天津等中心城市核心区位持有优质物业118.2万平方米。从业态结构看，写字楼、商业和酒店项目建筑面积分别为76.4、22.3、19.5万平方米，公司项目主要集中于盈利能力较好的写字楼业态；从城市分布结构看，北京、上海、天津、惠州项目建筑面积分别为72.6、14.3、26.9、4.4万平方米，公司项目主要集中于资产价值高、盈利能力强的一线城市。

图 45：截止 2018 年金融街持有物业业态结构 (%)

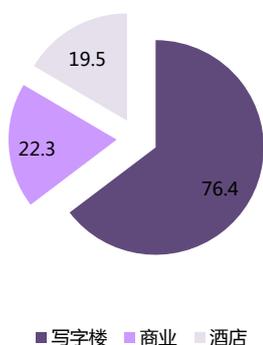
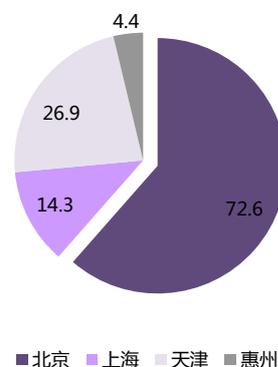


图 46：截止 2018 年金融街持有物业区域结构 (%)



资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

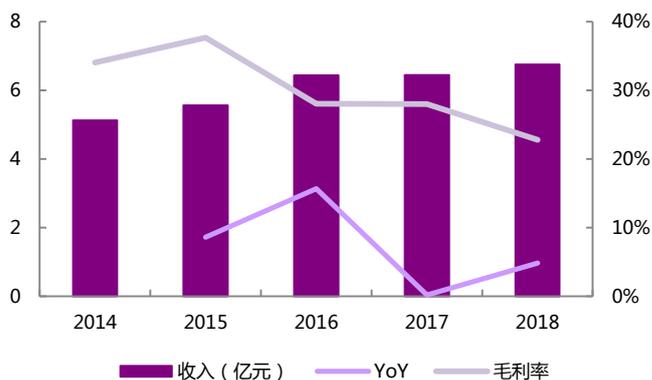
资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

图 47：2014-2018 金融街租赁业务收入及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

图 48：2014-2018 金融街经营业务收入及增速



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

4.5、华润置地：销售物业+投资物业+X

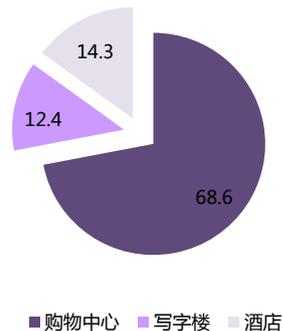
公司是华润集团旗下的地产业务旗舰。截止 2018 年末，运营的持有投资物业总建筑面积 921 万平方米，2018 年租金收入 95.2 亿元，同比增长 24.5%，2018 年零售额增长 32%。购物中心方面，已开业万象城/万象天地 22 个，万象汇/五彩城 12 个，储备项目 44 个。另有管理输出购物中心项目 25 个，其中在营项目 17 个，储备项目 8 个。

图 49：2014-2018 华润置地持有物业租金收入及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 50：2018 年华润置地租金收入构成 (%)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4.6、中国金茂：高举高打的城市运营商

公司是中化集团旗下房地产和酒店板块的平台企业，坚持“城市运营商”的战略定位，除城市物业开发外，在全国拥有 9 处高质量投资物业（总建筑面积 78 万平方米），10 所豪华酒店（3975 间客房）。

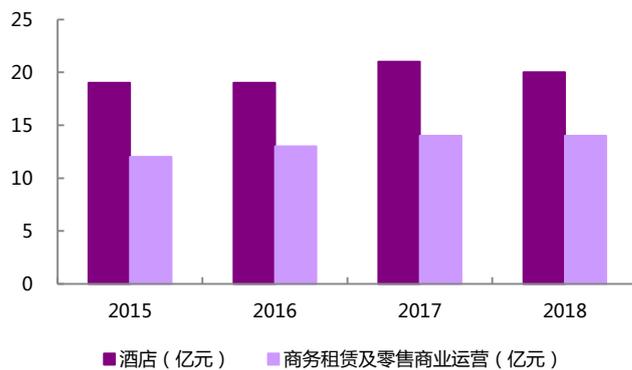
2018 年，公司物业租赁业务收入 14.5 亿元，同比增长 6%，酒店经营业务收入 20.5 亿元，与上年基本持平。

图 51：2018 年中国金茂高端酒店分布



资料来源：公司官网、光大证券研究所整理

图 52：近年来中国金茂物业租赁和酒店经营业务收入



资料来源：Wind、光大证券研究所整理

5、投资建议

随着我国城市化进入下半场，房企盈利模式将逐步从“产销模式”转向“资管模式”，从“买地造房卖房”转向“资产整合优化运营”。长周期来看，房企布局存量运营主要有四个阶段：2003年前港资企业及地方国企率先布局，2003-2009年华南企业及央企开启首波布局热潮，2010-2016年规模房企逐步启动商业地产战略，2017年后在“房住不炒”+促消费的大背景下，存量运营渐成实力房企经营必选项。

标的选择方面，陆家嘴、金融街作为典型的区域开发企业，在一线城市核心地段持有优质稀缺存量物业，未来有望持续升值；华润置地、新城控股在全国范围内布局优质商业资产，拥有丰富的运营经验，随着消费对GDP的贡献率提高，优质购物中心有望持续受益；中国金茂持有核心城市高端酒店资产，以及配套写字楼和商业物业，结合“城市运营商”的公司战略，协同效应逐渐显现；万科定位“城乡建设与生活服务商”，在商业管理、仓储物流及长租公寓方面已建立起核心品牌，积极借鉴国际经验，与凯德、GIC等合作密切，并参与普洛斯私有化，目前已具备较强竞争优势。

建议关注四大主线：①提前布局核心存量资产的城市开发型房企，推荐陆家嘴，关注金融街；②运营能力出众，扩张迅速租金提升较快的房企，推荐新城控股，关注华润置地；③国际合作密切，综合实力雄厚，协同效应明显的城市运营商，推荐中国金茂和万科A；④关注母公司资源丰富，后续有望资产注入的区域国资房企，如中华企业、光明地产、上实发展。

表 10：截止 2018 年底典型存量物业持有标的统计

	写字楼	商业	仓储物流	长租公寓	酒店	其他
万科 A	-	1300	971	6 万间	-	冰雪产业
新城控股	3	242	-	-	-	-
陆家嘴	189	44	-	9	17	39
金融街	76	22	-	-	20	-
华润置地	63	488	-	-	44	326
中国金茂	53	25	-	-	3975 间	-

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理；单位：万平米；注：万科商业为管理面积

6、风险分析

受经济结构换挡、中美贸易摩擦内外叠加影响，国内宏观经济增速放缓或超预期，有导致部分行业的就业情况恶化从而影响办公楼出租率及租金水平的可能；

就业情况恶化或导致居民薪资缩水及家庭可支配收入下降，有导致零售物业出租率及租金不及预期的可能；

居民收入下降有导致网购增速放缓和仓储物业需求下降的可能。

7、附录

表 11：前 30 强上市房企商业布局时间及存量资产品牌

企业	类型	品牌或产品线
碧桂园	酒店、服务式公寓、购物中心、写字楼	碧桂园凤凰酒店、碧桂园假日酒店、碧桂园凤祺公寓、碧桂园系、凤凰荟、新翼广场、碧桂园城市广场、BIG+碧家国际社区等
中国恒大	购物中心、酒店、文旅	恒大文化旅游城等
万科集团	服务式公寓、购物中心、写字楼	泊寓、随园嘉树、万科广扬、万科里、万科红、万科 2049、印象系列（印象城、印象汇）、万科大厦、万科中心系、金域国际系、万科天地系等
融创中国	购物中心、写字楼、教育	时代奥城、上谷商业中心、亚太商谷等
保利发展	酒店、购物中心、会展、体育、工业（产业园）、文旅、商铺、写字楼	保利 mall、时光里、瑜璟阁、雅途、保利广场、若比邻等
绿地控股	购物中心、写字楼、教育、医疗	铂瑞、铂骊、Q 酒店、绿地中心、绿地中央广场、绿地未来城等
中海地产	写字楼、酒店、购物中心、服务式公寓	COOC（包括中海中心、中海国际中心、中海财富中心、中海广场、中海大厦）、环宇荟、环宇坊、环宇城、Officezip 等
新城控股	购物中心	吾悦广场等
龙湖集团	购物中心、商铺、写字楼、酒店服务式公寓	天街、星芸悦、家芸悦、冠寓等
华润置地	购物中心、写字楼、酒店等	万象城、五彩城、万象汇、华润大厦、君悦酒店、艾美酒店、柏悦酒店等
世茂房地产	购物中心、写字楼、商铺、酒店、文旅、工业（产业园）	世茂 52+minimall、世茂广场、世茂摩天城、世茂国际中心、世茂大厦、世茂智汇园酒店（世茂喜达轻资产）：御榕庄、茂御、世御、茂御居、睿选尚品、睿选等
招商蛇口	购物中心、写字楼、酒店、服务式公寓	滨水城市文化综合体系列、花园城社区商业系列、自贸概念创新商业系列、城市商业综合体系列、商业旅游地产项目系列等
华夏幸福	酒店、工业、物流	产业港等
阳光城	购物中心、写字楼、服务式公寓	阳光小镇、阳光天地、阳光荟等
金地集团	服务式公寓、酒店、写字楼、商铺	金地中心、金地广场、凯悦酒店、荣尚荟、草莓社区等
旭辉集团	服务式公寓、办公、酒店	旭辉领寓、U 天地、旭辉 Mall、旭辉广场、旭辉中心等
绿城中国	写字楼	YOUNG 时代
中南置地	酒店、购物中心	心·时尚/心·生活（中南城购物中心、YOUNGPLAZA 青年街区、youngpark 青年社区、造物天地、比邻好）、金石国际大酒店、格雷斯精选酒店、金石商务酒店、金石公寓等
富力地产	酒店、服务式公寓、写字楼、购物中心、物流	富力广场购物中心、儿童世界、富力中心等
泰禾集团	写字楼、购物中心、酒店、工业	泰禾广场、泰禾新天地、中央广场等
正荣集团	购物中心、商铺、写字楼、服务式公寓	财富中心、时代广场、正荣街等
中国金茂	购物中心、商铺、酒店、写字楼	览秀城、金茂汇、J·LIFE、金茂酒店、写字楼：金茂大厦、金茂广场等
金科集团	购物中心、商铺、酒店、写字楼	金科大酒店、金科美邻街、金科美邻汇、金科美邻广场等
中梁地产	商铺	/
融信集团	商铺、写字楼、酒店、服务式公寓	中心系等
远洋集团	购物中心、写字楼	远洋未来汇、远洋未来广场、乐堤港、颐堤港、远洋太古力、时光海商业街等
蓝光发展	酒店、购物中心、文旅、商铺	峨眉山蓝光已庄酒店、蓝光生态、蓝光街区商业(COCO 系、幸福系、金悦系等)等
雅居乐	酒店、写字楼、购物中心	雅居乐酒店、雅居乐广场等
龙光集团	购物中心	玖系（包括龙光·玖钻、玖龙台）、龙光商业广场等
佳源集团	购物中心、底商、写字楼、停车场	佳源中心广场、佳源新天地等

资料来源：中国指数研究院、光大证券研究所整理

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼