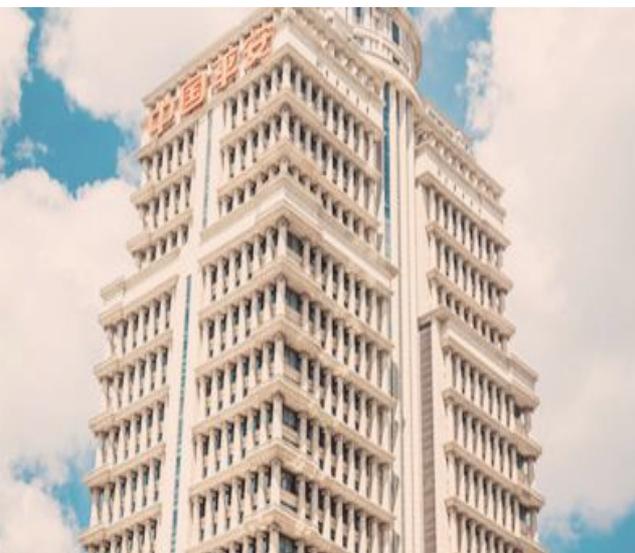


# 商业地产行业全景图

——短期回归理性，中期机会犹存



杨侃 投资咨询资格编号 S1060514080002  
0755-22621493  
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

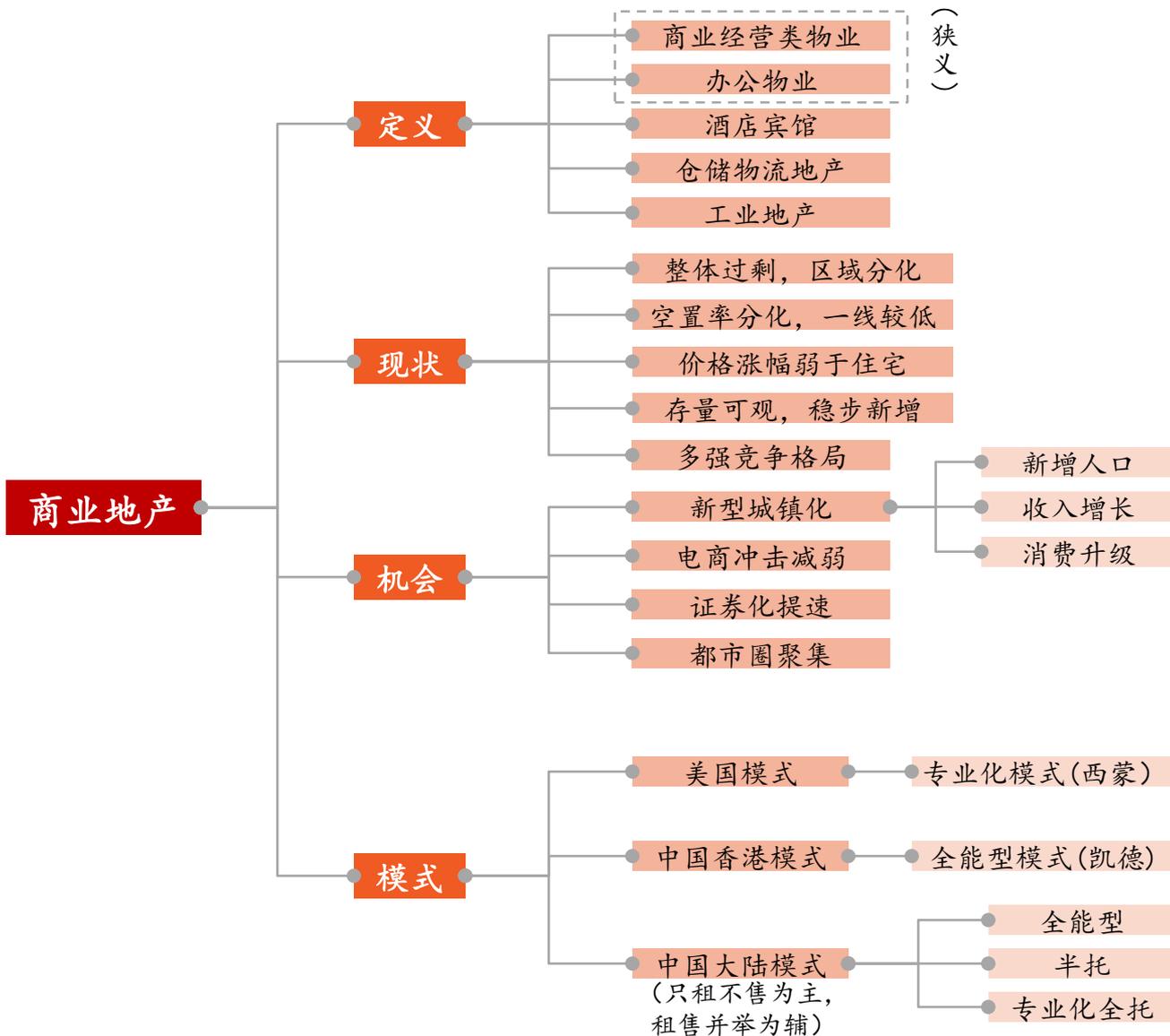
郑茜文 一般从业资格编号 S1060118080013  
ZHENGXIWEN239@PINGAN.COM.CN

## 核心内容

- **开发投资回归理性，行业格局多强竞争：**由于商业地产价格涨幅远低于住宅、前期过度投资导致库存累积，商业地产开发投资逐步回归理性，2018年商业地产新开工2.1亿平米，较2015年（3.3亿平米）高点明显下行。根据历年竣工数据估算，当前商业地产存量约30亿平米，其中1998年后建设竣工占比约67%。主流房企均有涉足商业地产布局，典型开发运营商有万达、印力、华润、中海、龙湖等，行业呈现多强竞争格局。
- **“新型城镇化+收入增长+资产证券化提速”多重驱动，行业发展动力依旧强劲：**一方面，我国2018年城镇化率59.6%，预计后续十年年均新增城镇化人口仍有望达1400万人左右，且城镇化战略已由控制大城市人口规模向城市群建设转变，未来城市群发展下的商业地产空间值得期待。另一方面，城镇居民收入增速连续多年快于GDP，购买力逐年增强，消费升级推动商业地产持续创新。与此同时，资产证券化提速有望加快存量资产盘活、提升参与者积极性；电商冲击的弱化、“商改住”及“工改住”等政策的推行，亦有望显著改善商业地产发展环境。
- **“拿地+运营+资金使用效率”构筑商业地产核心竞争力：**房企出于商业与住宅协同发展、提升拿地能力以及稳定现金流的考虑，大多将商业地产作为多元化布局的首选项之一。中国大陆商业地产发展模式以只租不售为主、租售并举为辅，该模式资金占用时间较长，更为考验开发者运营能力。当前典型商业地产开发运营模式为以美国为代表的专业化模式和以中国香港为代表的全能型模式。前者市场化程度高、专业分工明确、往往通过金融运作提前退出；后者土地获取成本较高、长期持有、全流程运作，造就较高的行业进入壁垒。综合来看，土地资源获取能力、运营招商能力与资金使用效率高成为构筑商业地产核心竞争力的关键所在。
- **投资建议：**尽管受制于短期供需不平衡，当前商业地产投资热情有所减弱，但中长期来看，随着城镇化率持续提升、城市群建设推进、消费升级以及资产证券化提速等，行业发展动力依旧强劲。展望未来，我们认为土地资源获取能力、运营能力和资金使用效率将成为商业地产企业做大做强关键点所在。我们预计，资金实力及运作能力较强、运营服务水平较高的商业地产企业有望脱颖而出。
- **风险提示：**1、国内经济增速回落、消费增速大幅下行风险；2、电商冲击弱化程度低于预期风险；3、资产证券化推进进程不及预期风险。



# 商业地产行业全景图



## Contents

---

- 01 什么是商业地产？
- 02 商业地产现状如何？
- 03 商业地产机会在哪？
- 04 商业地产怎么做？
- 05 投资建议及风险提示

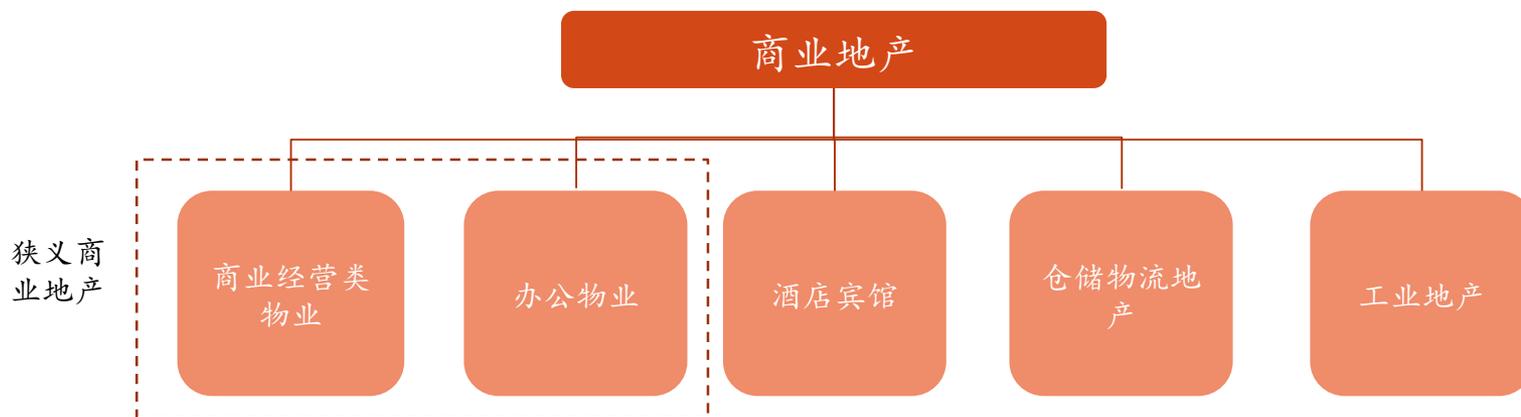


## 一、什么是商业地产？

### 1.1 商业地产涵盖商业经营类物业及办公物业

商业地产是指作为商业用途的地产，以盈利为目的，区别于以居住功能为主的住宅地产。广义上的商业地产包括用于各种零售、批发、餐饮、娱乐、办公等经营用途的地产形态，如商业经营类物业、办公物业、酒店宾馆、仓储物流地产、工业地产等，从经营模式、功能和用途上区别于普通住宅等地产形式。狭义上的商业地产一般包括商业经营类物业、办公物业。本篇报告研究主要基于狭义的商业地产展开。

#### 商业地产涵盖范围





## 一、什么是商业地产？

### 我国商业地产起步晚、发展快，问题较多：

**起步晚：**20世纪初，欧美发达国家商业地产就进入发展阶段，70年代进入成熟期。我国商业地产起步于20世纪90年代初，最早在北京、上海出现成规模的百货店，并逐步扩展到中小城市。90年代中期在百货店的基础上，将餐饮、娱乐等业态小规模引入，形成购物中心。

**发展快：**进入21世纪后，我国商业地产开发投资进入快车道，连续多年保持两位数增长，1999-2018年，我国商业地产竣工面积接近20亿平米，其中商业营业用房15亿平米。

**问题集中在：**由于重招商轻规划、重开发轻运营，部分地区商业地产投资过热、同质化竞争严重、开发顺序倒置、服务水平较低、空置率较高等。

### 国际成熟商业地产开发基本流程



### 我国部分商业地产开发流程





## 一、什么是商业地产？

### 1.2 商业地产特点：开发运营周期长、资金占用量大、具有稳定现金流

商业地产具有投资规模大、回收周期长、专业接口多、现金流稳定、配套服务要求高、改善生活品质、提升城市价值等特点。



### 商业地产与住宅的主要区别

	商业地产	住宅地产
功能	作为商品流通的基础设施，满足购物、办公、商务需求	满足人们的居住功能
地段	对地段要求高，具备丰富的人流和较强的辐射能力	对地段的要求弹性较大，市区、郊区均可开发
盈利模式	以租金收入和资产增值为主	出售房屋获得资金收益，直接销售，买卖两清
主要客户	客群复杂，主要是经营商户、商铺投资者	个人为主，单位为辅
资金要求	一次性投资建成，资金沉淀多，开发周期相对较长	滚动开发，分期销售，对自有资金要求不太高
物业要求	物业要求高，对层高、柱距、荷载、电梯等都有细致要求	物业要求不高，满足基本居住需求即可
专业性	对专业性要求高，从设计、建筑到商业运营管理等紧密关联	建筑形式较为单一，绿色智能、装配式住宅是发展趋势

## Contents

---

- 01 什么是商业地产？
- 02 商业地产现状如何？
- 03 商业地产机会在哪？
- 04 商业地产怎么做？
- 05 投资建议及风险提示



## 二、商业地产现状如何？

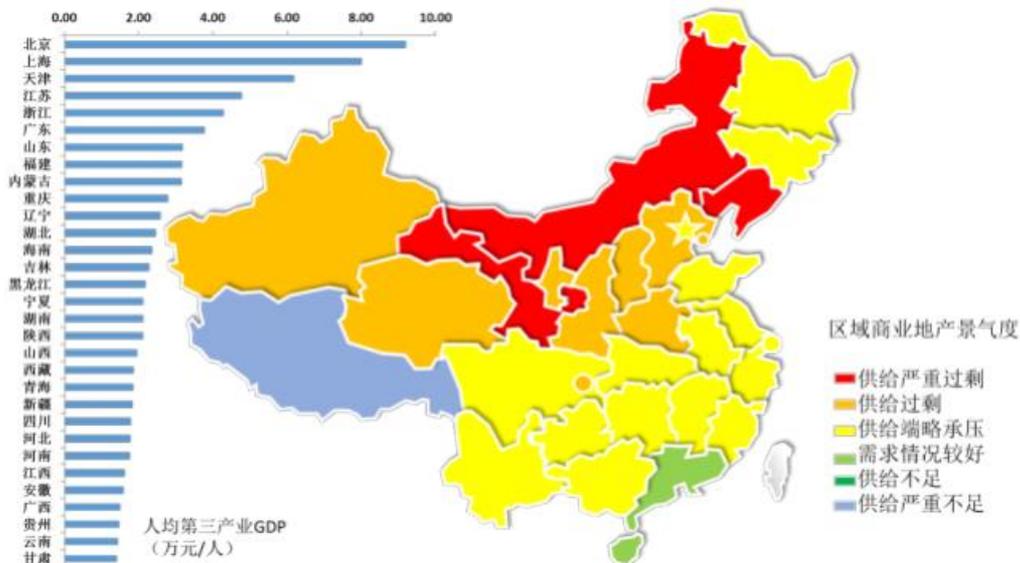
### 2.1 整体供应过剩，区域分化显著

我国人均商业地产面积2.3平方米，整体供给过剩。过去几年，全国范围内大量建设新城、新区，商业地产规模快速扩张，开发投资额、商业用地成交规模均保持两位数增长，全国大量商业综合体、写字楼密集建设，导致短期内供过于求，商业地产库存规模持续攀升。

商业地产呈现明显的区域分化，粤港澳大湾区得益于较强人口吸附能力和第三产业高速发展，商业地产供求基本平衡，未来该区域内商业地产仍有一定发展空间；长三角地区商业地产供给略大于需求，重点城市核心地段商业地产仍具备较高的收益回报和投资价值；京津冀地区的天津、河北商业地产供大于求，北京供需基本平衡；中部地区和西北地区商业地产供给严重过剩，区域内商业地产面临投资回收期拉长的运营压力，投资前景相对较差。



### 各地区商业地产景气程度





## 二、商业地产现状如何？

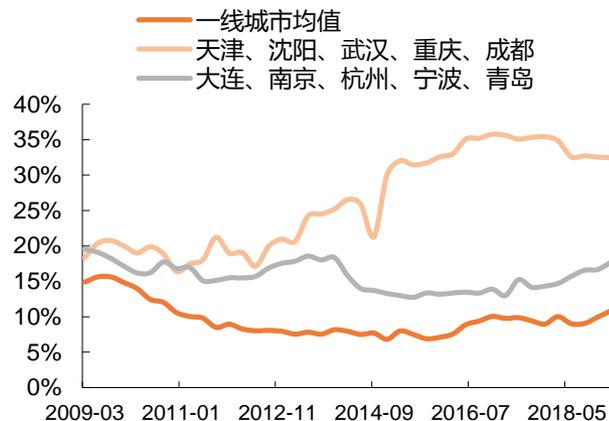
### 2.2 空置率：城市间差异较大，一线城市空置率较低

一线城市优质写字楼空置率维持在10%以内的低位，而区域中心城市间写字楼空置率分化情况显著，南京、宁波、杭州等城市空置率逐渐向一线城市靠拢，而重庆、天津、沈阳等城市因新增供应量较多，空置率持续走高。一线城市和区域中心城市优质零售物业空置率整体呈下行趋势，且区域中心城市与一线城市之间的差异逐渐收窄，天津、沈阳显著高于其他城市。

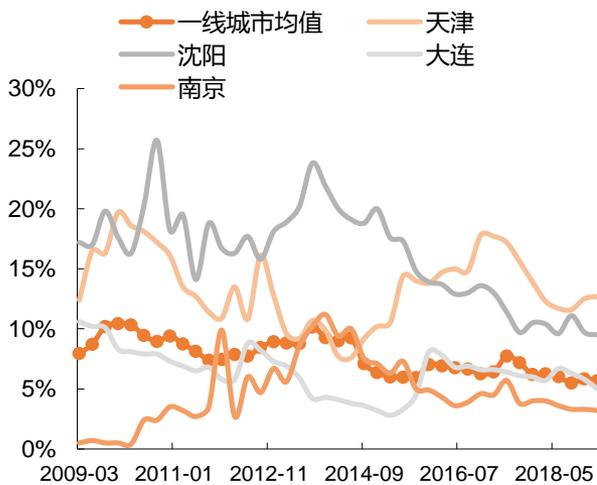
一线城市中，北京、深圳甲级写字楼租金在经历明显上涨后，逐渐维持平稳态势。区域中心城市在供给量翻番的背景下基本维持供需平衡。



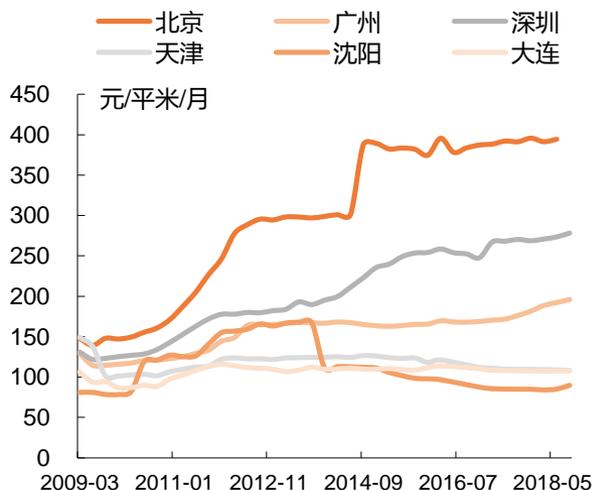
### 一线及区域中心城市优质写字楼空置率



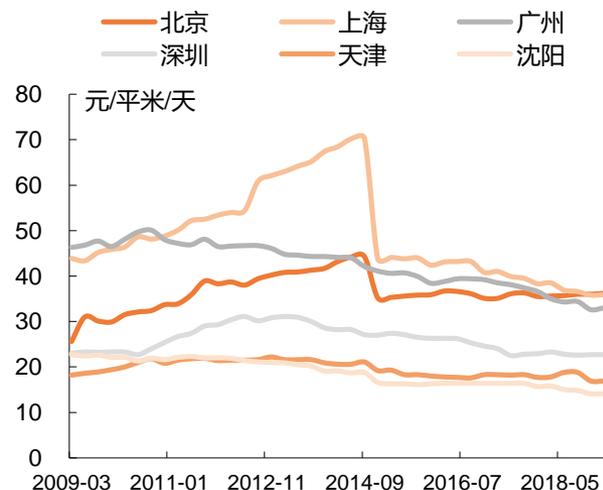
### 一线及区域中心城市优质零售物业空置率



### 一线及区域中心城市甲级写字楼租金变化



### 一线及区域中心优质零售物业首层租金





## 二、商业地产现状如何？

### 2.3 销售价格：商业地产价格涨幅远低于住宅，部分地区出现价格倒挂

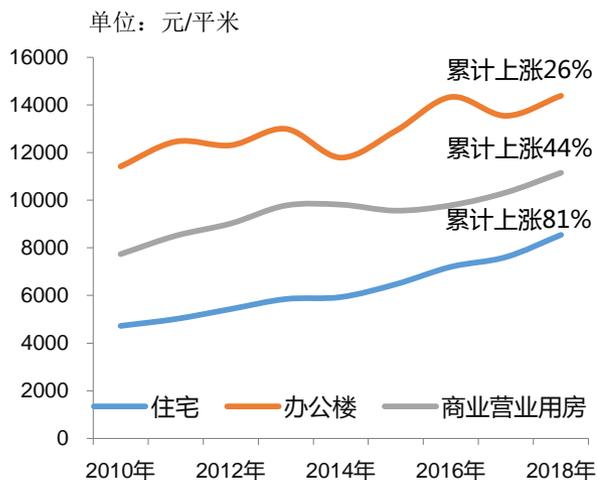
2010年以来，商业地产销售价格涨幅远低于住宅，办公楼累计上涨仅为26%，商业营业用房涨幅44%，住宅涨幅则为81%。一方面商业地产库存高、消化周期长，供大于求，成交不活跃；另一方面过去几年电商快速崛起，商业地产受电商冲击较大，导致出租率下降，租金回报较低，部分区域商业地产销售价格甚至低于住宅，投资需求从商铺转向住宅。

### 2.4 短期调整：开发投资回归理性，新开工下降，库存回调

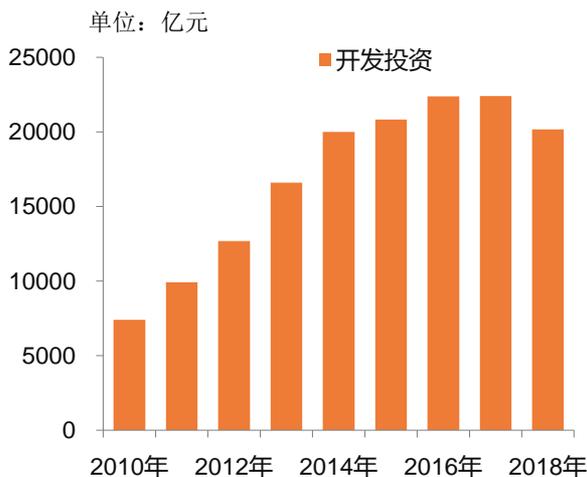
2014年以来，受高库存影响，商业地产投资热潮降温，政府供地规模减少，房企主动缩减商办地产投资，加之过去几年商铺价格涨幅远低于普通住宅，投资者对商铺投资的需求下降，共同推动商业地产开发投资回归理性。近三年，商业地产新开工面积稳步下降，销售平稳运行，库存规模逐渐缩小。



商业地产价格涨幅远低于住宅



2018年商业地产开发投资额同比下降10%



商业地产新开工规模连续下滑





## 二、商业地产现状如何？

### 2.5 市场体量：存量约30亿平米，每年新增1.6亿平米

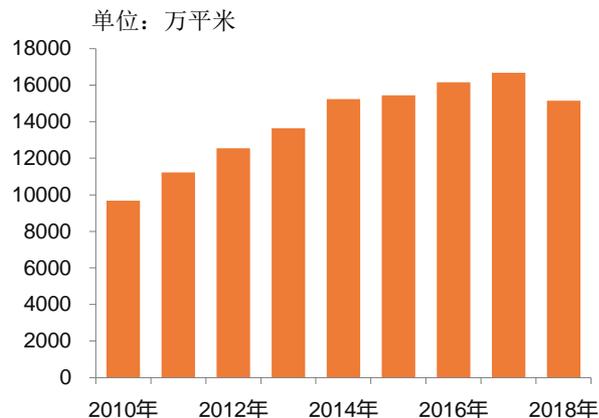
在30亿平米的存量商业地产中，有19.3亿平米是1998年以后建设竣工的，占比约为67%。其中，商业营业用房15.2亿平米，写字楼4.1亿平米。近五年商业地产年均新增1.6亿平米，其中商业营业用房1.2亿平米，写字楼0.4亿平米。截至2018年末，处于施工阶段商业地产13.8亿平米，其中商业营业用房10.2亿平米，写字楼3.6亿平米。

### 2.6 行业格局：龙头房企纷纷布局商业地产，呈现多强格局

商业地产是开发商重点布局的业态之一，龙头房企均持有一定规模的商业物业。典型的商业地产运营商有万达、印力、华润、中海、龙湖、新城、宝龙、凯德、新鸿基等。



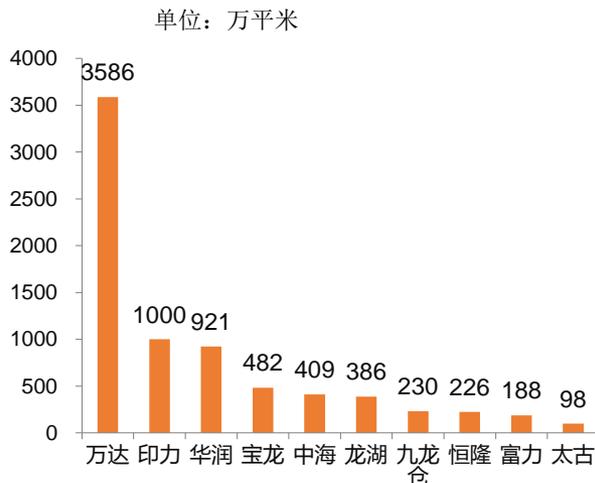
### 2018年商业地产竣工规模首现下降



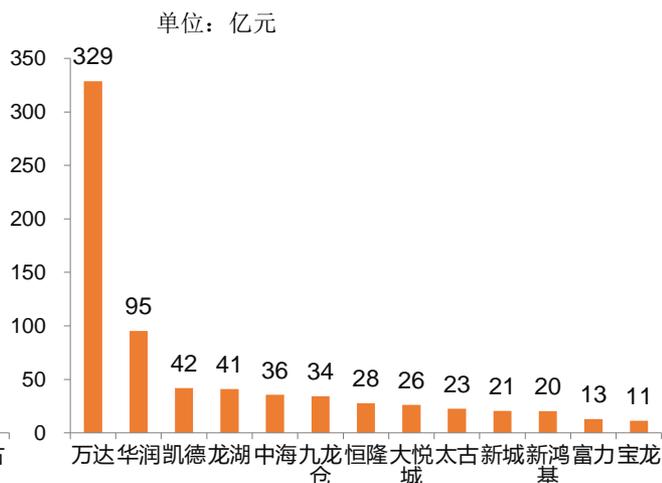
### 商业地产施工面积整体呈增长态势



### 典型房企商业地产持有面积



### 典型房企2018年租金收入



## Contents

---

- 01 什么是商业地产？
- 02 商业地产现状如何？
- 03 商业地产机会在哪？
- 04 商业地产怎么做？
- 05 投资建议及风险提示

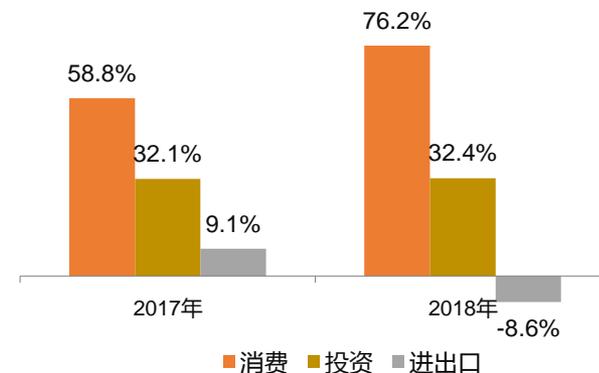


### 三、商业地产机会在哪？

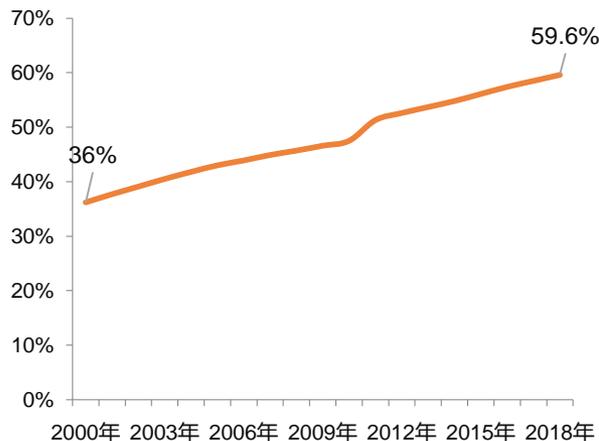
#### 3.1 新型城镇化、收入增长、消费升级提升商业地产发展韧劲

消费成为经济增长重要引擎，在三驾马车占比最高，2018年消费对经济增长的贡献率达到76%。目前我国常住人口城镇化率59.6%，随着落户限制全面放宽放开，未来十年每年仍有约1400万人进入城市，将对商业地产发展形成有力支撑。城镇居民收入增速连续多年快于GDP，居民购买力增强，消费结构发生较大变化，居民对于商业地产的消费环境、便利度、体验性等有了新的要求，推动商业地产持续创新，新的经营模式不断出现。

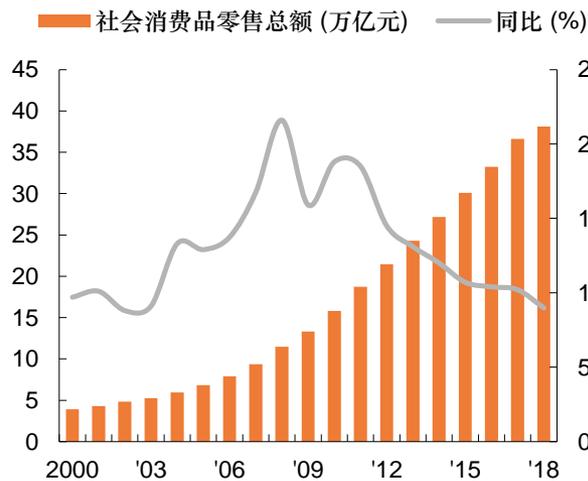
#### 消费对GDP的贡献率大幅提升



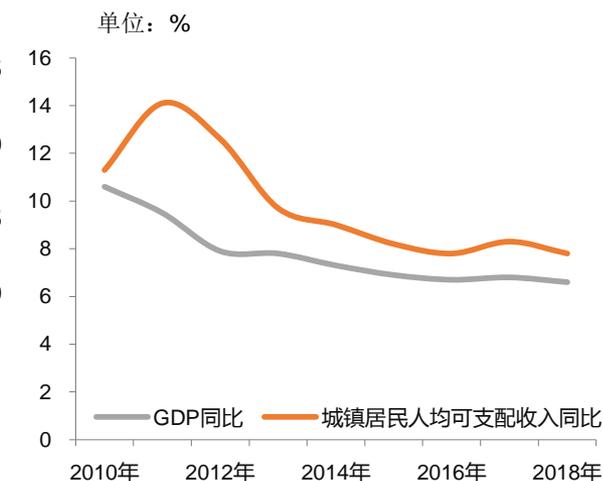
#### 2018年常住人口城镇化率接近60%



#### 2018年社零总额达38万亿元，增长9%



#### 城镇居民收入水平与GDP增速对比



数据来源：国家统计局，平安证券研究所



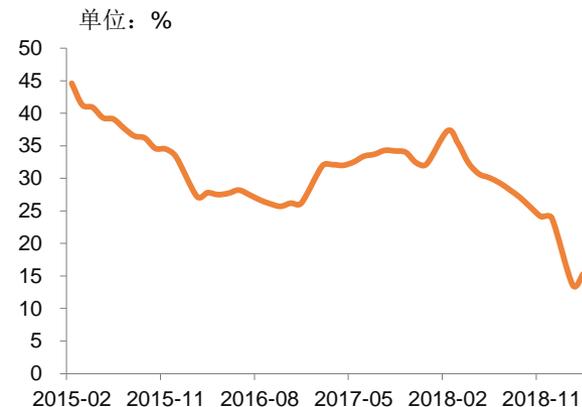
### 三、商业地产机会在哪？

#### 3.2 电商对商业地产的冲击逐渐趋弱

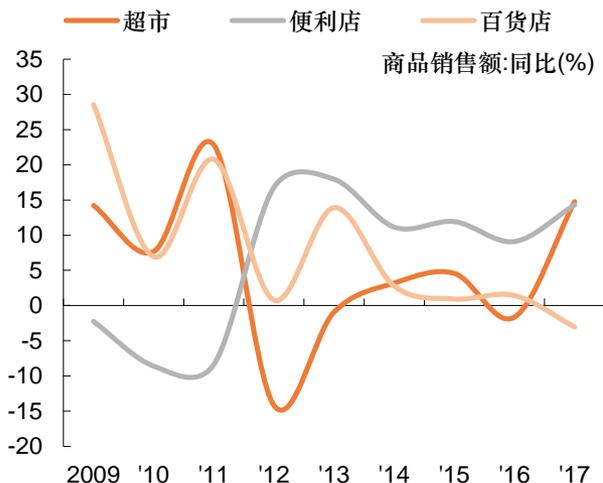
过去几年，网上消费额增速快于线下交易，电子交易模式的扩张对商业地产带来一定冲击，导致商业地产的需求量、消费量受到抑制。未来这一趋势将得到一定程度的削弱，部分消费需求回归线下。一是随着互联网流量红利逐步弱化，网上零售额增速由2012年的68%降至24%，未来仍呈稳中有降态势；二是在互联网冲击下，商业地产纷纷更新改造，改善产品线，调整业态，增强体验性与客户黏性，部分商业物业成效明显。另外，部分城市出台“商改住”、“工改住”等政策，引导过剩的商业地产转型为租赁住房，减少商业地产存量。在“大众创业、万众创新”推动下，共享办公等新型业务模式兴起，对于盘活存量办公物业具有积极作用。



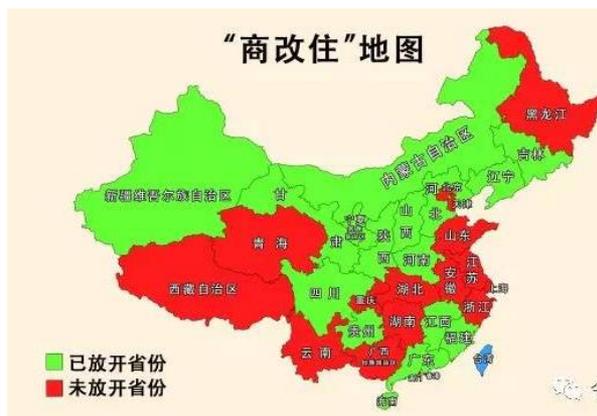
#### 网上商品和服务零售额增速大幅收窄



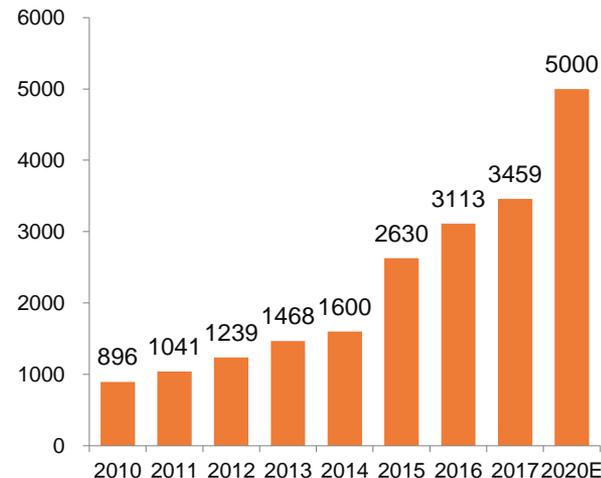
#### 超市、便利店销售额保持快速增长



#### 17个省市区已发文允许“商改住”



#### 我国共享办公空间数量及预测 (家)





### 三、商业地产机会在哪？

#### 3.3 商业地产资产证券化提速，缓解企业资金压力

近几年，存量商业物业加速盘活，迎来资产证券化的热潮，2018年众多优质商业物业成功发行证券化产品。资产证券化能够帮助商业地产企业拓宽融资渠道，盘活存量资产，快速回笼资金，重塑商业模式；在保持物业经营权的完整性的同时，提升物业管理水平，同时给予中小投资者参与机会，分享商业地产带来的租金回报和增值收益。

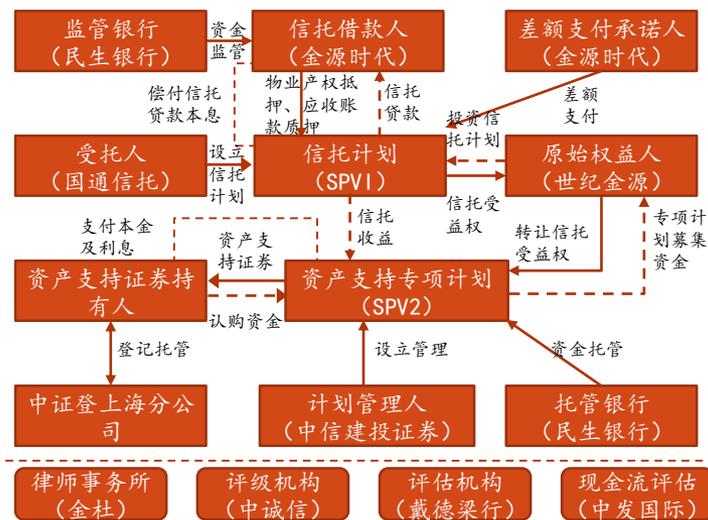
#### 近期大量商业物业实现资产证券化

发行企业	底层资产	发行规模
正佳企业	广州正佳广场	73亿元
国瑞置业	北京国瑞购物中心	44亿元
国瑞置业	北京哈德门广场	41.1亿元
合生创展	北京合生汇	56亿元
世纪金源	北京世纪金源	30亿元
新建元	苏州10处社区商业	20.5亿元
大华集团	大华社区商业	20亿元
印力	印象汇、印象城	21.06亿元
光明房地产	光明地产大厦	8.80亿元

#### CMBS能够达到比经营性物业贷更低的融资成本

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，多起续发	最长10-12年
资金用途	根据融资人需求，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
融资成本	依靠债项信用，成本相对较低	依靠主体信用

#### 世纪金源CMBS交易结构图



数据来源: Wind, 平安证券研究所



### 三、商业地产机会在哪？

#### 3.4 未来人口将向都市圈聚集，核心城市商业地产需求空间扩大

我国城镇化战略发生重大转变，从控制大城市人口规模转向以城市群建设为主，强调发挥核心城市的引领作用。城镇化建设将紧紧围绕19个国家级城市群展开，这19大城市群以1/4的土地聚集了全国74%的人口，创造了90%的GDP。预计到2030年，新增加的2亿城镇人口将有80%以上分布在这19个城市群。根据第一财经城市商业魅力排行榜，北上广深、成都、杭州、重庆、苏州、南京等核心城市的商业门店数量、用户行为、城市资源较为活跃，未来具有较大发展潜力，商业地产租金具备上涨空间。

#### 19个国家城市群空间分布



#### 城市商业魅力排行榜

城市类型	城市名单
一线城市	北京、上海、广州、深圳
新一线城市 (15个)	成都、杭州、重庆、武汉、西安、苏州、天津、长沙、郑州、东莞、青岛、沈阳、宁波、昆明
二线城市 (30个)	无锡、佛山、合肥、大连、福州、厦门、哈尔滨、济南、温州、南宁、长春、泉州、石家庄、贵阳、南昌、金华、常州、南通、嘉兴、太原、徐州、惠州、珠海、中山、台州、烟台、兰州、绍兴、海口、扬州

#### 我国落户政策全面开放放宽

城市类型	落户政策	代表城市
100万人以下的中小城市和小城镇	全面取消落户限制 (前期已执行)	570城：廊坊、中山、嘉兴、昆山等
100-300万人的II型大城市	全面取消落户限制	66城：石家庄、南昌、福州、珠海、无锡、贵阳、佛山、惠州、海口、保定、南通、常州、绍兴等
300-500万人的I型大城市	全面开放放宽落户条件，并全面取消重点群体落户限制	13城：西安、哈尔滨、青岛、长春、济南、大连、合肥、昆明、太原、厦门、南宁、苏州、宁波
500万人以上的超大特大城市	调整完善积分落户政策，大幅增加落户规模、精简积分项目，确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例	14城：上海、北京、深圳、广州、武汉、重庆、天津、成都、东莞、南京、郑州、杭州、长沙、沈阳

数据来源：发改委《2019年新型城镇化建设重点任务》，第一财经，平安证券研究所

## Contents

---

- 01 什么是商业地产？
- 02 商业地产现状如何？
- 03 商业地产机会在哪？
- 04 商业地产怎么做？**
- 05 投资建议及风险提示



## 四、商业地产怎么做？

### 4.1 商业地产发展模式：只租不售为主，租售并举为辅

#### 房企布局商业地产的初衷：

第一，在土地出让时，多数地块普遍为综合性项目，需要企业具备一定的商业开发能力，房企如果能够将住宅与商业协同发展可帮助企业建立拿地优势，且作为住宅项目重要配套，配建高水准商场可以促进地产销售；

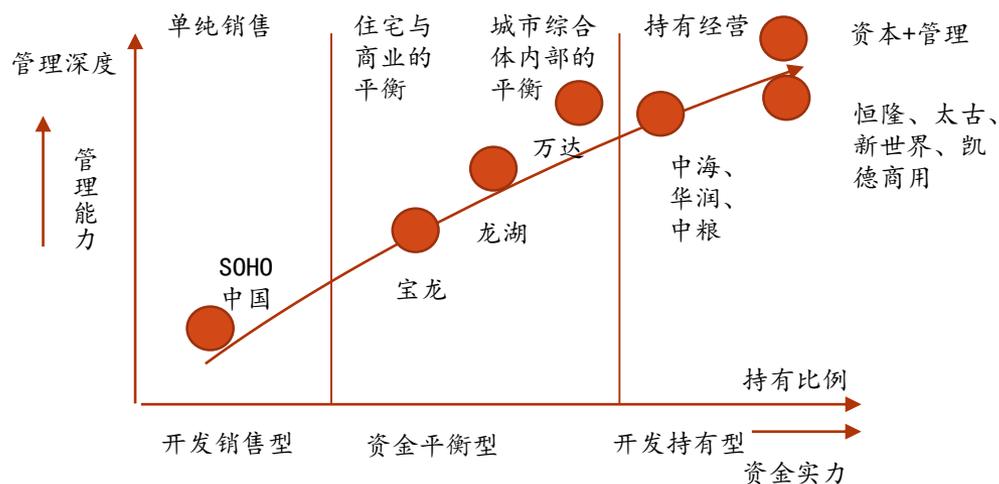
第二，房企普遍具备多年的商业地产开发运营基础，尽管受电商和新零售影响，房企需重新调整商业业态的布局，但仍比介入一个全新的多元化领域更有优势；

第三，房企持有国内一二线城市核心区域的商业地产作为优质投资资产，凭借稳定的租金收入，未来可以通过资产证券化等新型融资方式获取资金。

#### 商业地产发展模式：

主要为只租不售或租售并举，只售不租模式的较少。随着商业地产的发展，越来越多的专业商业地产开发企业开始整合商家或发展自营商业，采取以租为主、租售并举的商业模式。

#### 不同商业地产开发模式下的特点与典型企业



数据来源：世邦魏理仕，平安证券研究所



## 四、商业地产怎么做？

### 典型商业地产开发运营模式：以美国为代表的专业化模式、以中国香港为代表的全能型模式

以美国为代表的专业化模式主要特征为：土地自由供应、市场化程度高，专业分工明确，以金融运作为核心，收益大众化；

以中国香港为代表的全能型模式主要特征为：土地成本高昂，进入门槛高，项目运作“一条龙”，行业集中度较高，资金投入量大，融资渠道相对单一，大多采用租售并举的经营模式。

### 中国大陆商业地产开发运营模式：

目前，按照是否参与商业地产运营，大陆商业地产开发运营模式主要分为三类：一是全能型企业自营；二是半托模式；三是专业化全托模式。

### 专业化模式、全能型模式优劣势及代表企业

典型代表	优势	劣势	代表企业
专业化模式	行业标准化、树立企业品牌、形成核心竞争力、提高效率、便于区域扩张和复制	产品和服务过于单一，在一定程度上放弃了许多商业机会	西蒙、GGP、西田、IRC
全能型模式	多元化经营、现金流稳定、风险分散、单一企业全流程运作保证项目完整性	资金短缺内流动性较差，周转率低；企业从前期策划、招商和运营等多方面具有足够的专业水平和综合性	新鸿基、新世界、恒隆、瑞安、凯德

### 中国大陆商业地产开发运营模式特征及对应企业

全能型企业自营	半托模式	专业化全托模式
<b>特征：</b> 由开发商主导商业管理，比较容易实现开发商的管理意图和能够发展自己的商业管理团队	<b>特征：</b> 发展商主导商业管理，自建管理团队，聘请专业运营公司担任管理顾问	<b>特征：</b> 包括前期策划、后期招商管理等后续运营全权交给商业管理公司
<b>对应企业：</b> 比较适合于有意开发连锁购物中心或同质商业地产的开发商	<b>对应企业：</b> 比较适合于想锻炼自己的管理团队，又想避免专业顾问公司介入过深的开发商	<b>对应企业：</b> 比较适合于缺乏商业运营经验，尤其是住宅开发商转型做商业地产开发运营的发展商



## 四、商业地产怎么做？

### 4.2 凯德：全产业链模式+定制化&标准化

凯德集团是亚洲知名的大型房地产集团，总部设在新加坡，并在新加坡上市。截至2019年3月31日，集团在全球拥有及管理资产总值超过1030亿新币（5234亿人民币）。

房地产业务多元化，包括商业综合体、购物商场、服务公寓、酒店、长租公寓、办公楼、住宅、房地产投资信托及基金业务。

集团业务遍及全球30多个国家的180多个城市，以新加坡和中国为核心市场，并不断开拓越南、欧洲和美国等市场。

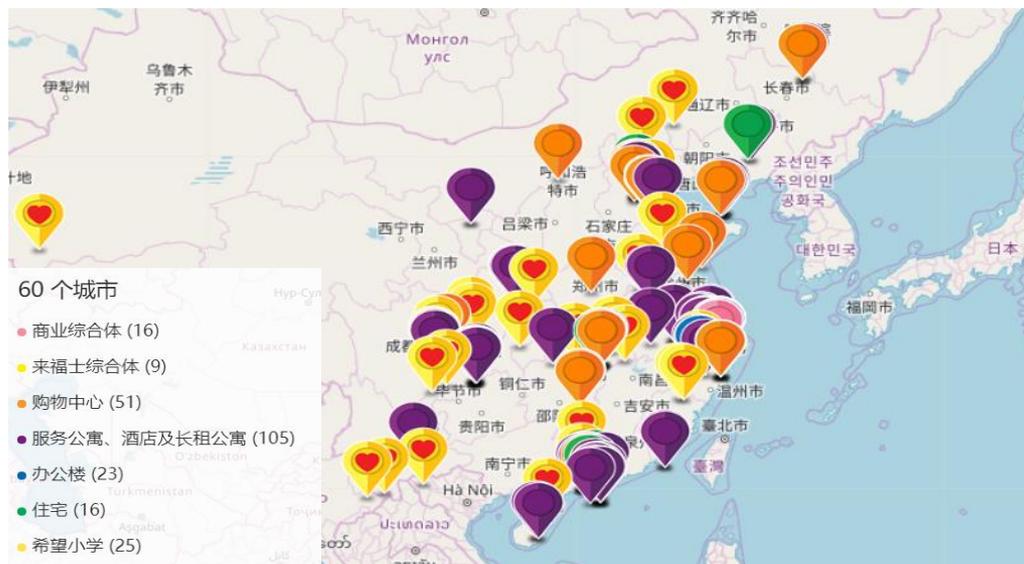


### 凯德项目类型

产品线	定位	特点
凯德MALL/ 凯德广场	区域型购物中心	凯德MALL是纯粹的购物中心
来福士综合体	都市型中高档时尚购物中心	融合住宅、商场、办公楼、服务式公寓、酒店等多种业态
龙之梦	一站式综合购物中心	与长峰合作的品牌



### 凯德在中国的业态分布及布局



数据来源：公司公告，平安证券研究所



## 四、商业地产怎么做？

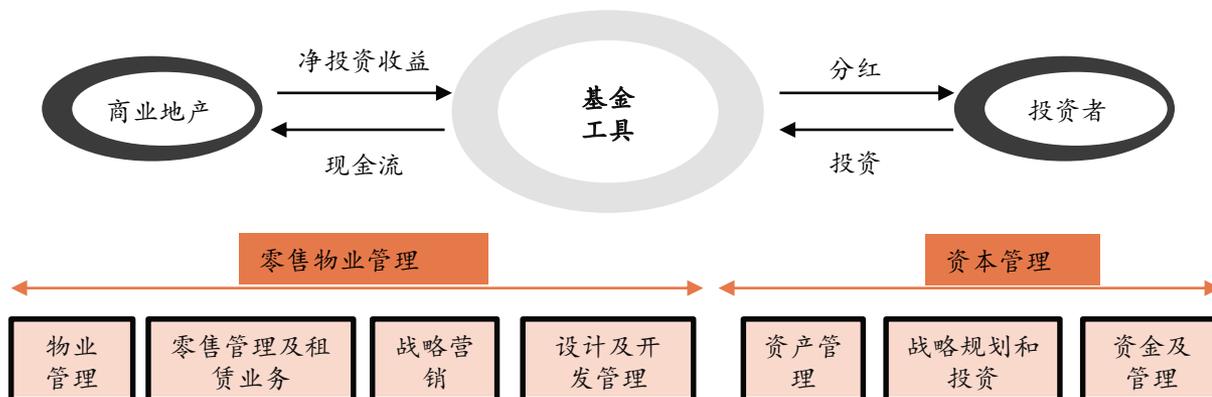
### 凯德商业地产全产业链模式：

凯德中国拥有一体化的零售房地产投资商业模式，具有零售物业投资及开发、购物中心运营、资产管理和基金管理的全产业链能力。全产业链业务模式帮助凯德中国在整个零售物业投资价值链中获取价值，并使凯德在相对较短的时期内成功觅得、开发、拥有和管理庞大的零售物业投资组合。由于凯德有获得财务资源的基金构筑和管理能力，且能够从一开始便制订项目开发计划，从概念到完工再到持续租赁及零售物业管理，可对房地产收购和开发机会作出较快的反应。全产业链的业务模式为凯德提供了一个多元化盈利基础，包括租金收入、管理费收入和物业增值。

### 凯德各环节能力展示

项目拓展能力	开发能力	运营管理能力	资本管理能力
<ol style="list-style-type: none"> <li>获取土地储备和投资机会的能力；</li> <li>在各市场拥有专职地方团队，负责土地及项目的收购。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>全面的开发能力；</li> <li>具有开发面向多元化租户及消费群体的不同类型购物中心经验。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>运用资产改良措施赚取价值；</li> <li>通过庞大租户网络，在短时间内实现高出租率，并通过品牌推广活动吸引消费者。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>擅长高效利用资本，以提升运营效率；</li> <li>在建立及管理私募基金及上市房地产投资信托基金方面拥有丰富经验。</li> </ol>

### 凯德商业地产全产业链模式



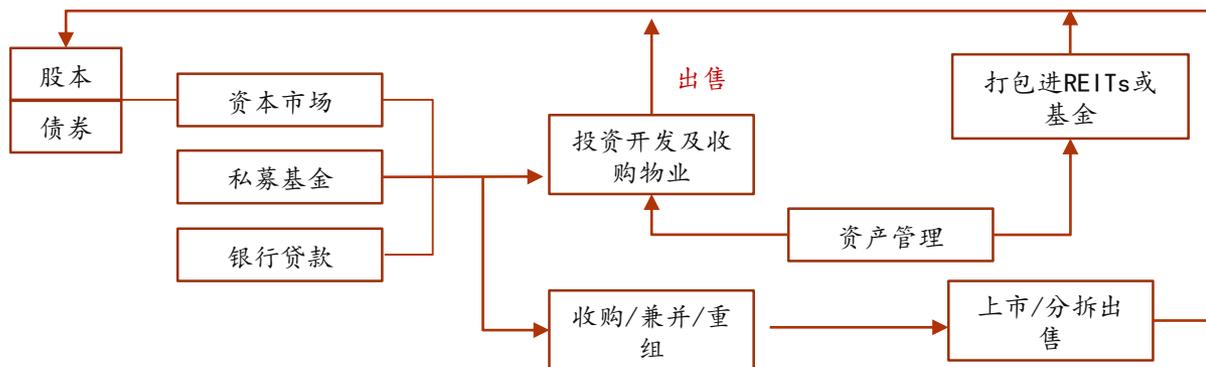


## 四、商业地产怎么做？

**凯德商业地产产品的标准化与定制化：**鉴于中国经济增长，市场有强大增长潜力，凯德中国双管齐下，以“定制化”与“标准化”模式进一步加强在中国的发展优势。凯德采用“聚焦式扩张”战略，通过专注在已进入的城市深耕，努力强化其在中国的布局。加强在这些城市的布局，加深了凯德对当地市场的了解、深化与租户和地方政府的关系，并增强凯德在这些区域的市场领先地位，从而使其更具竞争力。

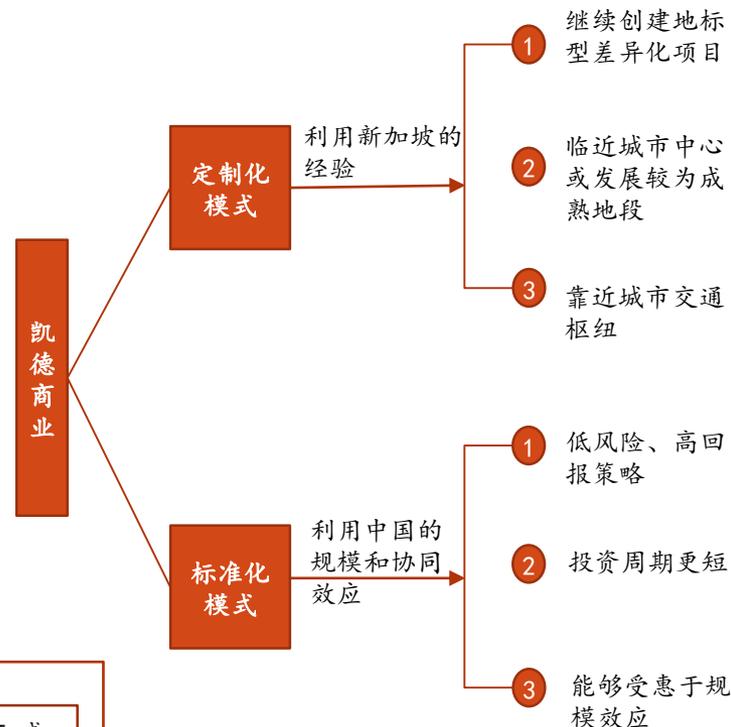
凯德模式的关键点是以地产为核心主导，PE、REITs等工具仅仅是融资辅助与退出通道，与美国模式以金融机构为主导寻找地产项目的模式在顺序上迥异。同时由于采用“轻资产”战略，凯德中国仅以330万平方米的权益建筑面积，却能撬动高达3000亿元的资产管理总额。

### 凯德轻资产运营模式



数据来源：公司公告，平安证券研究所

### 凯德商业地产标准化与定制化





## 四、商业地产怎么做？

### 4.3 西蒙：运用REITs撬动资金完成大规模并购，打造品牌提升溢价空间

西蒙集团 (SPG) 是全球最大的商业地产开发商及全美最大的零售地产上市公司，核心业务包括商业地产投资、开发、出租及物业管理，此外还拥有北美地区公开发售的最大商业地产信托基金 (REITs)。

西蒙的业务经营以美国国内地区为主，遍及北美37个州以及波多黎各、墨西哥以及亚洲等其他国际区域。截至2018年底，西蒙可租赁面积超过2200万方，2018年每尺平均销售额（坪效）达到661美元，在美国坪效排名前十的商场中西蒙独占五家，其中包括坪效超过1600美金的拉斯维加斯凯撒之宫豪华购物中心。公司的零售地产业态主要包括地区性购物中心、奥特莱斯名品折扣、大都会区购物中心以及社区生活中心。

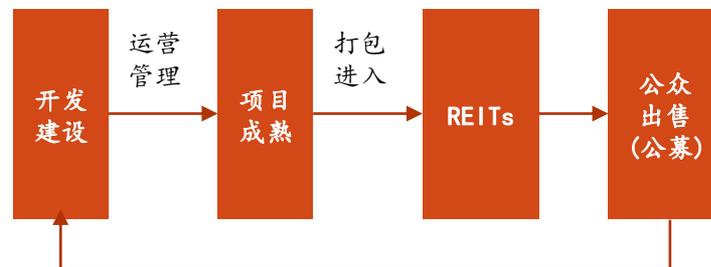
**西蒙的商业模式：**在商业项目运营成熟之后，通过出售、分散和打包设立REITs，并在公开市场出售，引入投资人、资产管理人和托管人，从而实现资金快速回笼。当然，西蒙本身也持有部分REITs份额，从而同时享受分红和物业升值的收益。

#### 西蒙产品结构

产品线	特征	规模	数量	可租面积
区域购物中心	包括至少一个临街的传统百货商场，围起的内部是几个大零售商店和很多规模较小的店铺，还有一些零星店铺通常坐落在停车场周边	2.4-25万方	107个	1121万方
厂家直销中心	是厂家直销的专卖店聚集在类似厂房的开发的卖场，位置靠近纽约、洛杉矶、芝加哥这样的大都会和旅游景点城市	1.4-8.4万方	69个	283万方
大型城市购物广场	位于大都市区，集购物中心、奥特莱斯、百货及休闲娱乐为一体	11.1-21万方	14个	199万方
社区生活中心	至少有两个临街商场，其他租户以较有名的零售商为主。	1.6-5.58万方	4个	18.6万方
其他零售物业	被作为非核心业务	1.5-7.9万方	12个	60.9万方

数据来源：公司公告，平安证券研究所

#### 西蒙商业模式





## 四、商业地产怎么做？

### 西蒙通过REITs完成大规模并购，确立龙头地位：

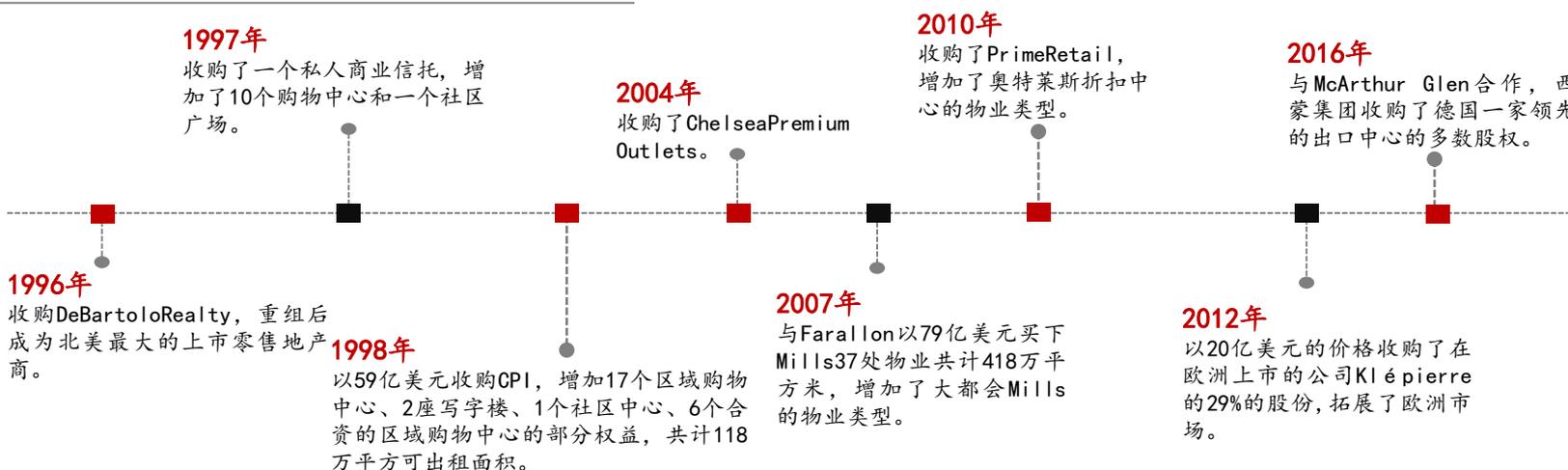
通过发行和持有REITs，西蒙得以撬动资金，再通过并购实现快速扩张，以庞大的资产规模来分散风险。西蒙已将285亿美金用于并购活动，这也是西蒙资金的主要使用去向，连续的并购活动使其成为全美商业地产龙头。

### 西蒙打造品牌，提升溢价空间：

除收并购外，西蒙的成长得益于稳健的发展战略和运营管理。西蒙专注于零售类物业经营，其战略始终坚持“在最好的市场拥有最佳的商场”，不像从事多种物业经营的其他REITs，这保证了西蒙旗下物业平均租金十年以来持续高于行业平均水平，西蒙地产的出租率水平较行业平均更高，且更为稳定。

西蒙利用公司的规模经济，撬动公司客户以及零售商共同购买力，向西蒙的零售租户提供其他购物中心无法提供的产品，收益以及折扣。通过促进供应商与零售租户之间良好关系，西蒙旗下物业的租户在购买相关服务和产品时能够得到具有竞争力的折扣，更重要的是能够拥有“西蒙质量保证”。

### 西蒙发展历程



数据来源：公司公告，平安证券研究所



## 四、商业地产怎么做？

西蒙凭借丰富的产品业态及优秀的运营能力，实现营业收入稳步增长，2018年实现营业收入56.6亿美元，净利润24.4亿美元，同比增长25.8%。西蒙的收入来源则包括**最低租金、超额租金、租户补偿、管理费用**四个主要方面，其中最低租金、租户补偿收入占比最高，分别占比约为60%、25%。

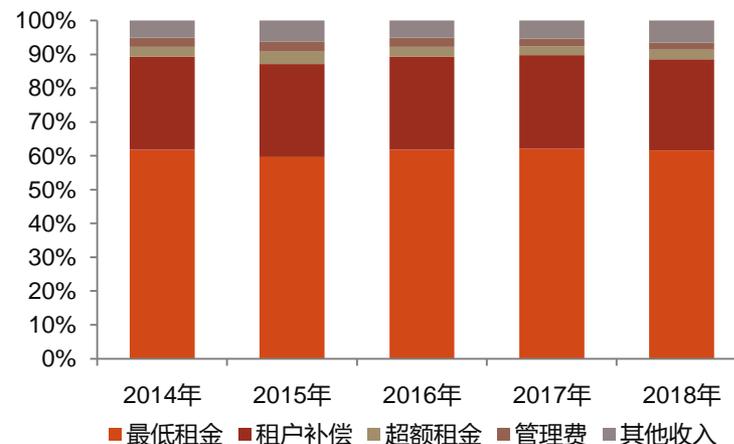
**西蒙运营经验：**1) **凭借品牌优势，提高与租户谈判能力，丰富收入来源。**西蒙除了约定租金增长率外，会与租户确定销售额分成协议，分享租户超过基线销售额的红利。租户会分担西蒙大部分的物业运营、房地产税、保险费、修理维护和宣传推广的费用。另外，通过输出管理，向管理的合资物业收取管理费。2) **注重对租户的调整，及时淘汰经营不善的物业。**西蒙很注意对租户的调整，保持了很高的出租率，所有物业平均出租率约为96%。对于经营很好的物业，西蒙会设法进行改建扩建或提高品质，实现收入最大化。此外，西蒙每年都会卖掉一批经营情况不理想的物业。3) **将传统零售物业与信息技术联系起来。**如SBN是网上交易相关的收入，是西蒙的礼品卡以及其他合作型业务收入，这两项占到总收入增长额的20%左右。



西蒙营业收入及净利润变化（单位：亿美元）



西蒙的营业收入结构





## 四、商业地产怎么做？

### 4.4 万达：低价拿地，以售养租，高周转，低成本资本运作

万达商管集团是全球规模领先的商业物业持有及管理运营企业。截止2018年，已在全国开业北京CBD、上海五角场、成都金牛、昆明西山等280座万达广场，持有物业面积3586万平方米，年客流38亿人次。万达商管集团创造连续13年租金收缴率超过99.5%的行业纪录，连续举办了11届的万达商业年会是全球规模领先的线上线下融合的商业盛会。

#### ➤ 快速运营——商业高周转

万达对项目开发及招商运营各个环节实行严格时间节点控制，要求一个项目从前期拿地后到商场开业，整个过程不能超过18个月。快速运营除了增强资金运作效率、实现资本利用率最大化外，同时满足地方官员对任期内政绩要求，容易获得低价土地。

#### ➤ 招商在前、建设在后，降低风险

此为万达商业运营关键核心点，招商在前、建设在后，有利于降低风险、降低成本。万达前期请主力商家参与选址、可行性调研，在开发建设时，90%商户已经全部确定。另外万达会通过商家谈判，提前签订租约，先租后建，提前获得预付租金收益。

万达初期与沃尔玛联合，形成战略合作，如今的客户都是国内国际知名品牌商家。具体操作上，万达订单招商的关键四要素表现为：平均租金、联合选址、共同设计、先租后建。



### 万达订单招商的关键四要素

平均租金	联合选址	共同设计	先租后建
要求合作伙伴接受平均租金概念，即将全国城市分为三等租金，事先约定租金水平，改变分别与主力店谈判对发展速度的制约。	和17家跨国企业签订联合发展协议，约定目标城市的选择、商业面积的要求、租金条件等条款，共同确定城市和地块。	商家派出专业人员与万达规划设计部进行设计，设计图纸确定后，商家给万达一个正式具有法律效力确认文件及一笔保证金，后期违约要赔偿万达一年的租金。	正式开工建设前先签订租约，要求商家先交保证金后万达开工建设，租金采取统一的计租方式：商场开业90天或商家进场90天后即开始计租。



## 四、商业地产怎么做？

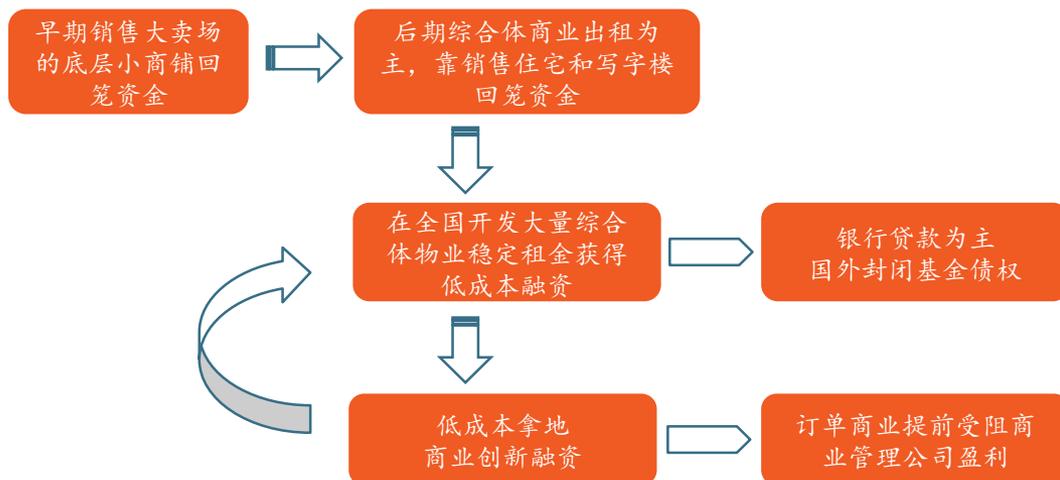
### 万达资本运作：短期项目资金滚动+中长期金融支持

万达的资金收益方式经历了从“卖街铺→售住宅及写字楼整租→稳定租金收益→低成本拿地→订单商业提前收租”这一转变的过程，目前已形成“短期项目资金滚动”和“中长期金融支持”融资方式，满足商业地产项目大资金投入的要求。

**短期项目资金滚动：**万达将低成本融资的方式用到了极致。首先，利用万达的就业、税收、招商引资等红利与政府博弈，尽可能地低成本拿地，以节约前期资本投入；其次，通过订单商业预收租金及商家保证金，提前获得现金支持；最后，利用先售住宅、写字楼等销售型物业、后建持有型大商场的开发模式，尽可能前期获得现金收益，并以此补贴后期商场经营的部分开支。

**中长期金融支持：**成立麦格理万达中国基金，获得优良评级，在海外发债募资成本较低；另一方面，万达通过自身的影响成为全国房地产金融改革试点企业，允许异地贷款，不受地域的约束，单笔贷款在5亿内无需审批，三天内即可以放款；此外，商场经营成熟后可获取长期、稳定的租金收益和资产增值。

### 🏠 万达资金受益方的变迁





## 四、商业地产怎么做？

### 4.5 华润置地：集团孵化战略+差异化的产品线

华润置地旗下商业地产包含万象城购物中心的城市综合体、区域商业中心万象汇/五彩城和体验式时尚潮人生活馆万象空间三种模式。截至2018年末，华润已开业万象城/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17个，储备8个，总建筑面积达921万平方米。2018年，华润投资物业实现营业收入95.2亿元，同比增长24.5%。

**独具特色的母公司孵化战略：**华润集团的企业孵化模式，可以看做“先放后取”的商业模式，华润在土地、金融杠杆上的使用，以及与资本运作的有效结合，为华润置地、华润万家的商业地产扩张提供极大的资金支持。同时也使华润集团在资本投入上获得高回报，沉淀资金得到了有效使用。虽然华润置地向集团返回少量现金，但在资金使用成本与资产溢价等方面，华润集团与华润置地实现双赢。



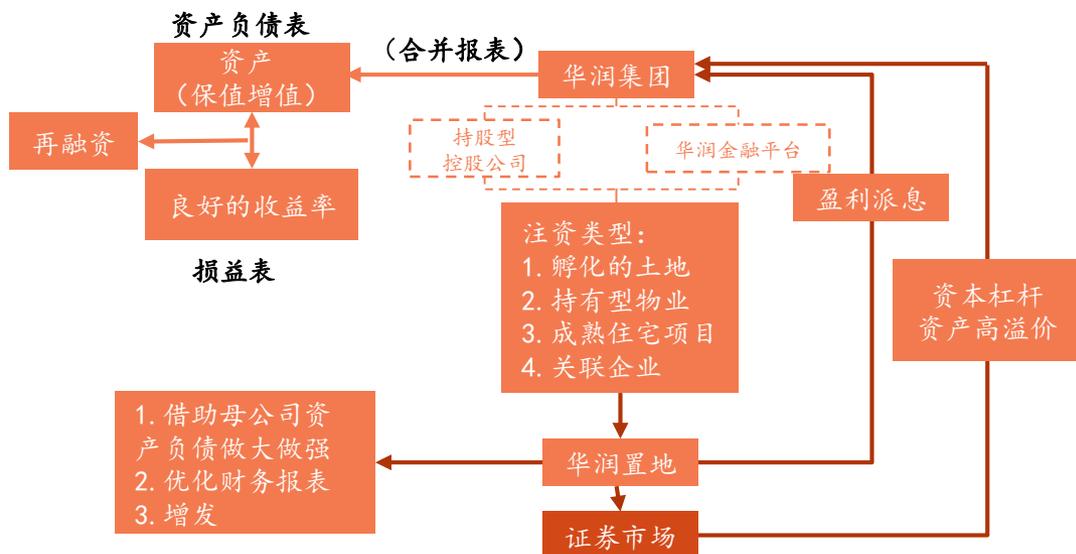
#### 华润置地产品线

产品线	定位	特点
万象城	城市综合体	核心产品，力推“一站式”消费和“体验式”购物
万象汇/五彩城	区域商业中心	立足一线城市的区域中心或二三线城市核心地段，以区域内的家庭消费群体为目标，家庭和生活是其重要主题
1234Space	生活体验时尚潮人生活馆	结合万象城的高品质概念与轻奢的潮人时尚理念，被称为“mini万象城”
万象天地	复合式商业	万象城升级版，其在建筑空间设计上，突破盒子格局，以街区与Mall、独栋与裙楼组合成复合式商业空间

数据来源：公司公告，平安证券研究所



#### 华润置地母公司孵化战略





## 四、商业地产怎么做？

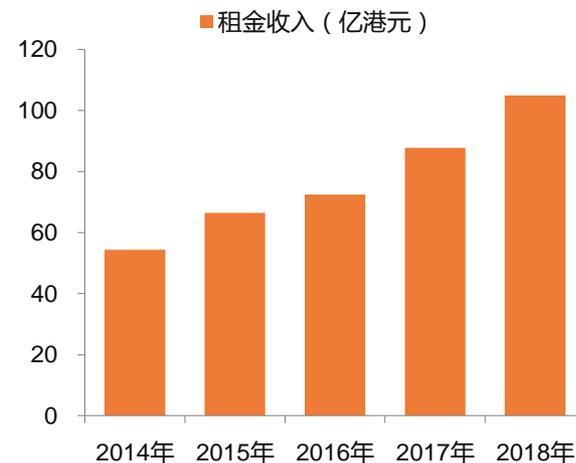
华润构建“购物中心+互联网”生态体系，“一点万象Pro”APP助力商场运营升级：

华润自主研发的“一点万象Pro”陆续登陆成都、青岛、长沙、南宁及西安等城市，一方面为消费者提供了更为便捷、专属、全场景、全渠道的服务，提升消费体验；另一方面帮助华润置地对购物中心的运营进行升级。

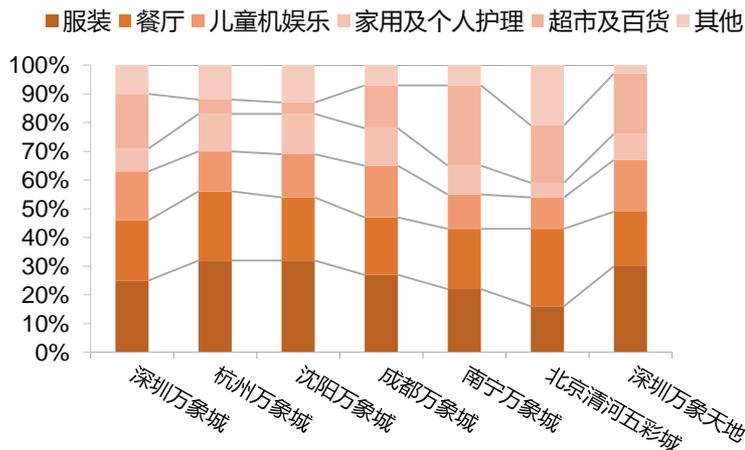
华润通过“一点万象Pro”APP随时获取海量的信息，实现商家与消费者之间、消费者与消费者之间信息的传递和分享，构建新的消费关系和互动模式。华润通过在移动终端增添趣味性功能，比如一键WiFi、电子会员、自助积分、自助寻车等，提升消费体验。同时，万象城还积极开展关于消费者行为习惯及消费能力的大数据分析，吸粉增加人气的同时，刺激商圈经济。



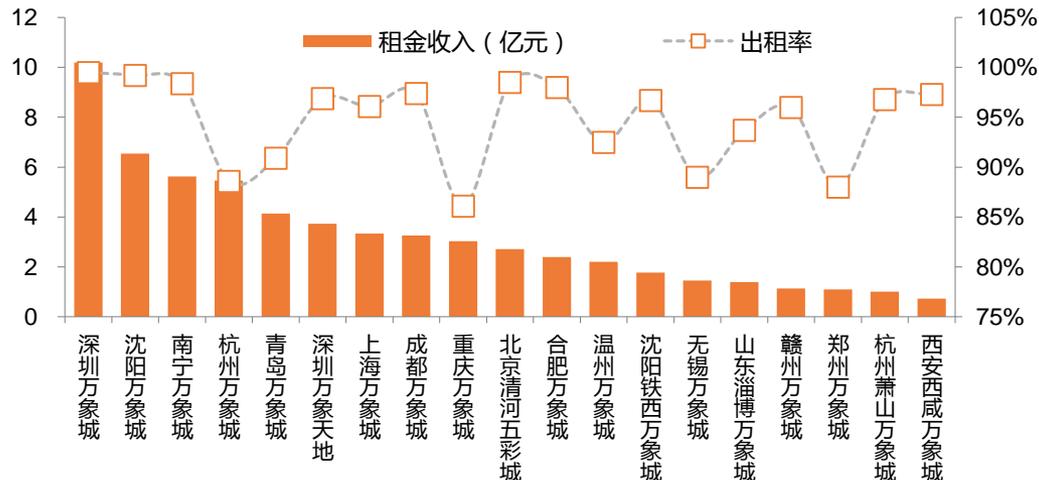
## 华润商业地产租金收入



## 华润部分商业项目业态配比



## 华润部分商业项目2018年租金收入及出租率



## Contents

---

- 01 什么是商业地产？
- 02 商业地产现状如何？
- 03 商业地产机会在哪？
- 04 商业地产怎么做？
- 05 投资建议及风险提示**



## 五、投资建议

房企出于通过商业综合体实现商业与住宅协同发展、提升拿地能力以及稳定现金流的考虑，大多将商业地产作为多元化布局的首选之一。商业地产典型开发运营商有万达、印力、华润、中海、龙湖等，行业呈现多强竞争格局。中国大陆商业地产发展模式以只租不售为主、租售并举为辅，该模式资金占用时间较长，更为考验开发者运营能力。当前典型商业地产开发运营模式为以美国为代表的专业化模式和以中国香港为代表的全能型模式。前者市场化程度高、专业分工明确、往往通过金融运作提前退出；后者土地获取成本较高、长期持有、全流程运作，造就较高的行业进入壁垒。综合来看，土地资源获取能力、运营招商能力与资金使用效率高成为构筑商业地产核心竞争力的关键所在。

尽管受制于短期供需不平衡，当前商业地产投资热情有所减弱（2018年新开工2.1亿平米，较2015年的3.3亿平米高点明显下行），但中长期来看，随着城镇化率持续提升、城市群建设推进、消费升级以及资产证券化提速等，行业发展动力依旧强劲。展望未来，我们认为土地资源获取能力、运营能力及资金使用效率将成为商业地产企业做大做强的关键点所在。我们预计，资金实力及运作能力较强、运营服务水平较高的商业地产企业有望脱颖而出。



## 五、风险提示

- 1、**国内经济增速回落、消费增速大幅下行风险：**商业地产行业需求主要来自企业办公场地租赁与零售行业的发展，如果未来经济增速超预期回落，导致企业生存空间收窄、办公场地需求减弱或居民消费增速下行，将对商业地产行业发展产生负面影响。
- 2、**电商冲击弱化程度低于预期风险：**过去几年网上消费额增速高于线下交易，电子交易模式的扩张对商业地产带来一定冲击，导致商业地产需求量及消费量受到抑制，亦为推动商业地产供需失衡原因之一。若后续电商冲击弱化程度低于预期，则商业地产需求仍将持续受到压制。
- 3、**资产证券化推进进程不及预期风险：**资产证券化能够帮助商业地产企业拓宽融资渠道，盘活存量资产，快速回笼资金，重塑商业模式，在保持物业经营权完整性的同时，提升物业管理水平，同时给予中小投资者参与机会，分享商业地产带来的租金回报与增值收益。如果未来商业地产项目资产证券化推进进程不及预期，将对商业地产企业的参与积极性造成影响，同时影响商业地产项目投入退出时间，拉低投资回报率。

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。

谢谢阅读!

