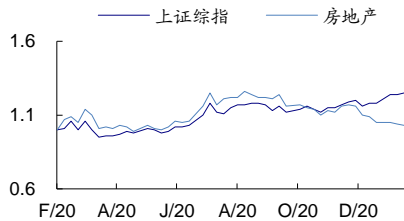


一年该行业与上证综指走势比较



行业专题

商业地产三大模式：求快，求优还是求精？

相关研究报告：

《上海《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》快评：热点城市调控如期升级，短周期景气度仍处高位》——2021-01-23
《数字化浪潮系列之房地产数字化：地产下半场，科技赋能助力新成长》——2021-01-22
《房地产行业专题报告：H股内房上涨的景气度基础》——2021-01-20
《商业地产行业专题报告（一）：消费繁荣，商业不息》——2021-01-13
《房地产2021年1月投资策略：寒冬已过，暖春可期》——2021-01-07

证券分析师：任鹤

电话：010-88005315
E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520040006

证券分析师：王粤雷

电话：0755-81981019
E-MAIL: wangyuelei@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520030001

联系人：王静

电话：021-60893314
E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

● 房企开发购物中心的三大模式：群雄逐鹿，各显神通

商业地产是居民进行消费活动的主要场所。在“双循环”背景下，消费的繁荣会带来商业地产的繁荣。据此，我们推出商业地产系列专题报告。本篇为系列报告的第二篇，主要分析购物中心的三类主流开发模式及典型房企的租金收入和投资回报率表现。

● 现金流滚资产：求快，以新城控股为典型

利用可售部分的利润填补持有部分资金缺口，同时开发期间富余现金流可实现资产规模滚雪球。该模式的关键要素是：1) 取地价格低；2) 发展速度快；3) 招商能力强。能够抢先锁定低能级城市商业空间，但销售业绩过于依赖综合体、运营团队扎根管理难度大、后期资产盘活难。

● 开发优资产：求优，以龙湖、华润为典型

项目中的持有物业面积占比更高，房企以高资本投入的方式获取商业地产长期收益。从运营角度看，最符合传统意义上“赚好地段的高租金”的商业地产逻辑；但从开发角度看，也面临“拿地难、回报慢”的现实问题。因此需要房企1) 品牌有魅力；2) 融资成本低。该模式在资本市场的认可度高，但已属红海，竞争激烈。

● 存量更新：求精，以大悦城为典型

很多早期过时的商场占据着较好的地理位置，却缺乏改造能力面临经营困境。房企通过激活这些存量项目，实现客流和销售额的大幅提高，能带来明显的租金收入提升。“明知山有虎、偏向虎山行”的房企需拥有以下关键要素：1) 运营能力强；2) 慢工出细活；3) 资金杠杆足。该模式是获取管理输出项目的最佳渠道，但也对房企核心竞争力的要求极高。

● 典型房企的运营表现对比：与选取的开发模式息息相关

开发模式决定收入特征，华润置地2019年租金收入达到91.5亿元遥遥领先，新城控股2015-2019年租金收入的年复合增速最高为126%，新城控股的总在管面积最大但租金单价水平最低。我们在同一口径下测算投资回报率进行横向对比，华润置地和龙湖集团分别以12.5%和9.2%表现领先。虽然新城控股和龙湖集团相仿为6.5%，但龙湖拥有更高的城市能级和更低的融资成本优势。

● 投资建议

“现金流滚资产”模式需要房企取地价格低、发展速度快、招商能力强；“开发优资产”模式需要品牌有魅力、融资成本低；“存量更新”模式需要运营能力强、慢工出细活、资金杠杆足。运用这三大模式的四家典型房企均已在商业地产领域打造出较深长的护城河，先发优势明显。建议关注A股新城控股和大悦城，以及H股龙湖集团和华润置地。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

投资摘要

关键结论与投资建议

1. **“现金流滚资产”模式下，房企求快：**以新城控股为典型，利用项目可售部分的利润填补项目的资金缺口，善用期间富余资金实现资产规模的滚雪球；
2. **“开发优资产”模式下，房企求优：**以龙湖、华润为典型，获取核心地、投入便宜钱，最符合传统意义上“赚好地段的高租金”的商业地产逻辑；
3. **“存量更新”模式下，房企求精：**以大悦城为典型，通过激活地段好运营不善的“休克鱼”，实现客流和销售额的大幅提高，带来明显的租金收入提升；
4. **横向对比典型房企的投资回报率：**华润置地和大悦城表现领先，新城控股和龙湖集团相仿，但龙湖拥有更高的城市能级和更低的融资成本优势。

综合来看，运用这三大模式的四家典型房企均已在商业地产领域打造出较深长的护城河，先发优势明显。**建议关注 A 股新城控股和大悦城，以及 H 股龙湖集团和华润置地。**

核心假设或逻辑

我们基于以下方法测算典型房企商业地产的投资回报率进行横向对比，

$$\text{投资回报率} \approx \frac{\text{2019 年投资物业净收入}}{\text{已完工投资物业实际投入成本}}$$

- (1) 粗略估算**投资物业净收入** \approx **投资物业租金收入** * **毛利率**；
- (2) 由于公司所得税率为 25%，推算**投资物业实际投入成本** = **投资物业账面价值** - **投资物业公允价值损益递延所得税** * 4；
- (3) 估算已完工**投资物业实际投入成本** = **投资物业实际投入成本** * **已完工投资物业账面价值占比**。

与市场预期不同之处

不同于市场对商业地产开发模式的点到为止、泛泛而谈，我们梳理出中国房企**开发购物中心的三大模式**，通过细致分析三者迥异的要素特点，解释典型房企不同的拓展速度，同时**测算典型房企商业地产的投资回报率进行横向对比**。

股价变化的催化因素

- 第一，“双循环”格局的相关政策落地**催动居民消费增长**，居民进行消费的重要场所**购物中心也随之受益**；
- 第二，下半年疫情减退，商场运营迅速恢复正常，同时主要房企均有**新开业项目**；随着**在营项目数量增长，租金收入提升**，伴随业绩陆续公布有望修复估值；
- 第三，开发行业政策**边际收紧的周期已接近尾声**，随着 2021 年主要数据的回落，**地产股将迎来明显的估值修复**，同样利好商业地产开发相关标的。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一，疫情经历多次反复，影响国内经济复苏。**居民下调预期收入，储蓄意向更强，消费总额不达预期**；
- 第二，房企新项目拓展步伐放慢，在建项目进展缓慢，导致**规模扩张不及规划，租金总收入不达预期**；
- 第三，房企拓展的下沉市场的居民**消费习惯、消费观念和消费能力不达预期，租金单价提升阻力较大**。

内容目录

前言	5
现金流滚资产：求快，以新城控股为典型	5
模式特点：利用可售部分控制资金缺口，盈余现金流滚动资产规模	5
关键要素 1：取地价格低	7
关键要素 2：发展速度快	8
关键要素 3：招商能力强	9
机会点和风险点	10
开发优资产：求优，以龙湖、华润为典型	11
模式特点：获取核心地，投入便宜钱	11
关键要素 1：品牌有魅力	11
关键要素 2：融资成本低	13
机会点和风险点	14
存量更新：求精，以大悦城为典型	14
模式特点：以被认可的运营能力撬动资金杠杆，激活“休克鱼”	14
关键要素 1：运营能力强	15
关键要素 2：慢工出细活	16
关键要素 3：资金杠杆足	16
机会点和风险点	18
典型房企的运营表现：与选取的开发模式息息相关	18
租金收入：华润置地总量最高，新城控股增速最快	18
投资回报率：纵向对比逐年上升趋势明显，横向对比房企差异较大	20
投资建议	22
国信证券投资评级	23
分析师承诺	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

图 1: “现金流滚资产”典型项目示意图	5
图 2: “现金流滚资产”典型项目的产品结构	5
图 3: “现金流滚资产”理想项目全周期资金节奏示意图	6
图 4: “现金流滚资产”典型项目全周期资金节奏示意图	6
图 5: 新城控股历年通过商业综合体模式获取土储占比	7
图 6: 新城控股历年各方式获取土储楼面价 (单位: 元/㎡)	7
图 7: 新城在营的各级城市购物中心数量占比, 2020	8
图 8: 新城落位在县市级别的购物中心构成, 2020	8
图 9: 新城土储超四成通过商业综合体方式获取, 2020H1	8
图 10: 新城土储超六成布局在三四线城市, 2020H1	8
图 11: 新城吾悦广场的开业速度快于大多同行	9
图 12: 新城吾悦广场的开业数量快速攀升	9
图 13: 新城控股部分商业合作品牌	10
图 14: 新城控股自营品牌及布局数量	10
图 15: 各级城市经济人口总量指标 2015-2019 年复合增速	10
图 16: 各能级城市人均 GDP 及 2015-2019 年复合增速	10
图 17: 重庆龙湖光年 TOD 项目外立面示意图	12
图 18: 重庆龙湖光年 TOD 项目截面示意图	12
图 19: 引入 LV 主力专卖店的中国内地购物中心数量	13
图 20: 中国重奢购物中心在管数量	13
图 21: 华润旗下近半数购物中心 2019 年销售额超过 10 亿	13
图 22: 龙湖集团、华润置地的净负债率, 2015-2020H1	14
图 23: 龙湖集团、华润置地的融资成本, 2015-2020H1	14
图 24: Top20 房企的净负债率, 2020H1	14
图 25: Top20 房企的融资成本, 2020H1	14
图 26: “J-DMP”智能数据平台	15
图 27: “J-DMP”下属模块的分析框架	15
图 28: 大悦城拿地新建项目从开工到开业周期 (月)	16
图 29: 大悦城存量更新项目从获取到开业周期 (月)	16
图 30: 大悦城地产分类营收 (单位: 亿元), 2015-2020H1	17
图 31: 大悦城地产各业务收入占比, 2020H1	17
图 32: 大悦城 (A 股) 公告的购物中心权益比例, 2019	18
图 33: 大悦城地产 (H 股) 公告及折算的自持比例, 2019	18
图 34: 房企购物中心总租金收入 (单位: 亿元), 2015-2019	19
图 35: 房企购物中心总租金收入的年复合增速, 2015-2019	19
图 36: 房企购物中心总建面 (单位: 万㎡), 2015-2019	19
图 37: 房企购物中心总建面的年复合增速, 2015-2019	19
图 38: 房企购物中心平均租金单价 (单位: 元/㎡), 2015-2019	20
图 39: 新城控股单广场 2020 年上半年平均租金收入	21
图 40: 龙湖集团单广场 2019 年平均租金收入	21
图 41: 典型房企租金收入的毛利率, 2015-2020H1	21
图 42: 龙湖、华润购物中心的整体回报率, 2015-2020E	21
表 1: 大悦城商业团队提升运营能力的案例	15
表 2: 持有大悦城旗下购物中心项目的三大基金	17
表 3: 2019 年房企投资物业投资回报率估算 (表中金额单位: 亿人民币)	22

前言

长期来看，中国住宅销售显然无法维持高速增长的态势，房企因此普遍存在“**第二曲线焦虑**”——城市化高峰结束后，新的发展空间在哪里，是每一家希望基业长青的房企都需要思考的问题。

捆绑持续消费需求的商业地产相比于捆绑增量居住需求的住宅地产，更能满足房企跨越周期、良性发展的需要，**商业地产成为许多房企试水多元化业务的第一步**。作为居民消费的载体，商业地产与消费强相关，更符合国家“双循环”的政策导向。**背靠全球第二大的消费市场，长期发展前景乐观。**

基于此，我们推出商业地产系列专题报告。在上篇，我们主要讨论了商业地产行业的基本特征、发展现状和空间前景。**本篇报告中，我们着力分析目前房企开发商业地产的三大主要模式及典型房企的租金收入和投资回报率表现，主要结论如下：**

- ◆ **“现金流滚资产”模式下，房企求快：**以新城控股为典型，利用项目可售部分的利润填补项目资金缺口，善用期间富余资金实现资产规模的滚雪球；
- ◆ **“开发优资产”模式下，房企求优：**以龙湖、华润为典型，获取核心地、投入便宜钱，最符合传统意义上“赚好地段的高租金”的商业地产逻辑；
- ◆ **“存量更新”模式下，房企求精：**以大悦城为典型，通过激活地段好运营不善的“休克鱼”，实现客流和销售额大幅提高，带来明显的租金收入提升；
- ◆ **横向对比典型房企的投资回报率：**华润置地和大悦城表现领先，新城控股和龙湖集团相仿，但龙湖拥有更高的城市能级和更低的融资成本优势。

现金流滚资产：求快，以新城控股为典型

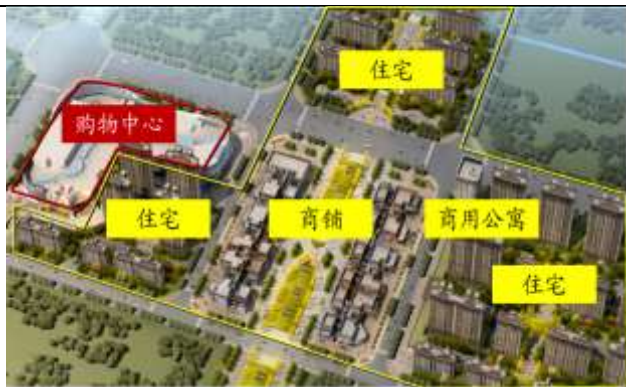
模式特点：利用可售部分控制资金缺口，**盈余现金流滚动资产规模**

产品结构：由销售型物业和持有型物业两部分组成的商业综合体

在“现金流滚资产”模式下，开发商除了建造自持收租的购物中心、写字楼、酒店以外，还会在周边建造大量销售型物业主要包括住宅、酒店式公寓及沿街商铺等。**通过将可售物业以高周转模式开发，快速收回现金流。**

- ◆ 如新城控股的项目通常为“**购物中心+商业街+住宅**”的商业综合体，通过销售商铺住宅等产品快速回款，覆盖建造购物中心的成本。

图 1：“现金流滚资产”典型项目示意图



资料来源：乐居网，国信证券经济研究所整理

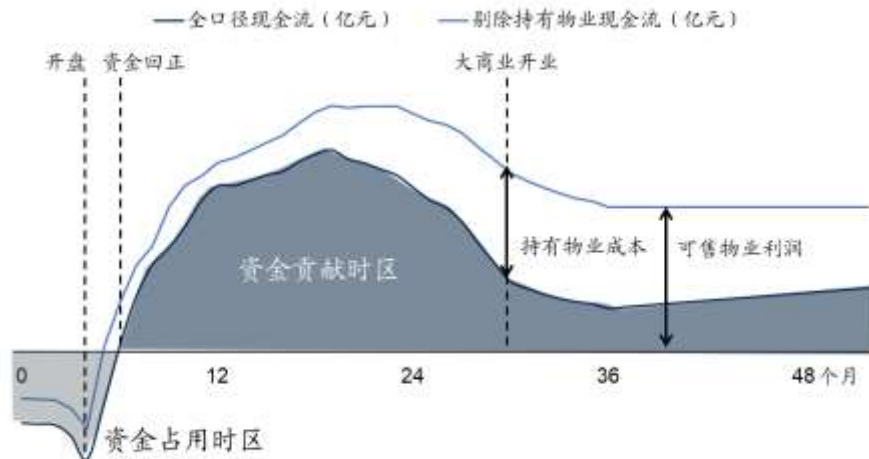
图 2：“现金流滚资产”典型项目的产品结构

销售型 (20-25万㎡)	持有型 (10-16万㎡)
70年产权商品住宅： 15-20万㎡	购物中心： 8-12万㎡
商用公寓（售价最低）： 2-4万㎡	写字楼（或有）： 1-2万㎡
商业街商铺（售价最高）： 3-6万㎡	酒店（或有）： 1-2万㎡

资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

资金节奏：支付集中在开发过程头尾，期间的富余资金可为其他项目作贡献
商业地产项目的资金投入集中在头尾，前期主要是土地款投入，后期主要包括工程款支付、土增税清算等。待可售物业开盘后，销售回款迅速补充项目现金流。在理想状态下，期房销售带来的利润覆盖购物中心建设成本后还有盈余，而购物中心建成后投入运营还能源源不断为公司创造租金收益。

图 3：“现金流滚资产”理想项目全周期资金节奏示意图

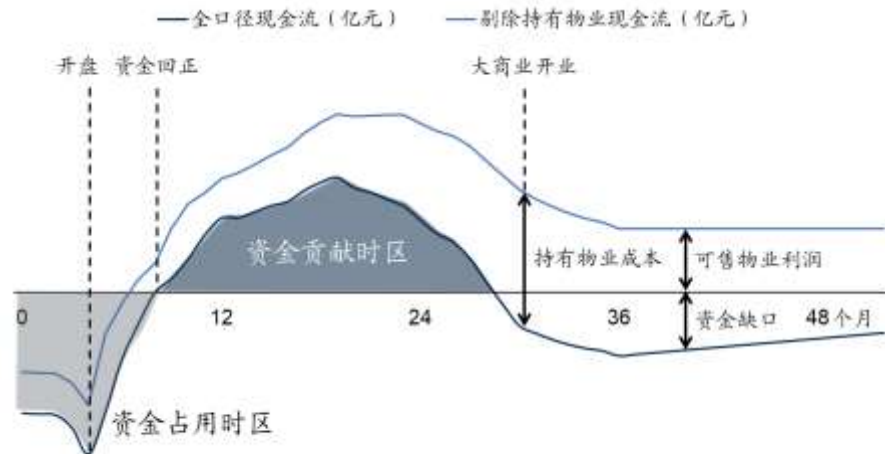


资料来源：国信证券经济研究所整理

但是，随着地价快速上升、房价涨幅收紧，大部分项目的资金节奏很难达到理想状态。当前，一个典型项目的全周期节奏如下：

- ◆ 期房销售带来的现金流将项目的实际资金缺口控制在可研预算内；
- ◆ 盈余现金流可以先投入下一个项目的取地、开发可售物业、取证再销售，实现资产规模的滚雪球；
- ◆ 由于商场、期房的建设期较长，资金回正后的贡献期最多可持续 2 年左右，资金的占用具有明显的延迟效果；
- ◆ 资金缺口后期由租金收益及大商业的经营性物业贷等融资方式覆盖。

图 4：“现金流滚资产”典型项目全周期资金节奏示意图



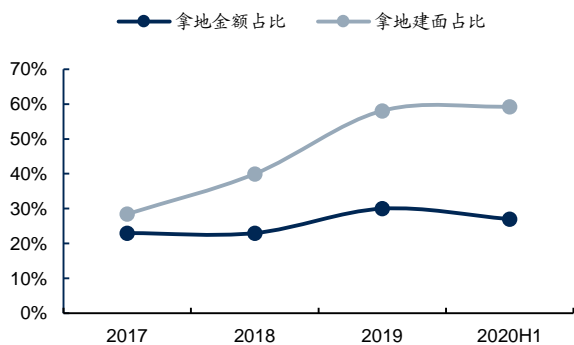
资料来源：国信证券经济研究所整理

以新城控股为例，采取“现金流滚资产”模式需具备以下关键要素。

关键要素 1：取地价格低

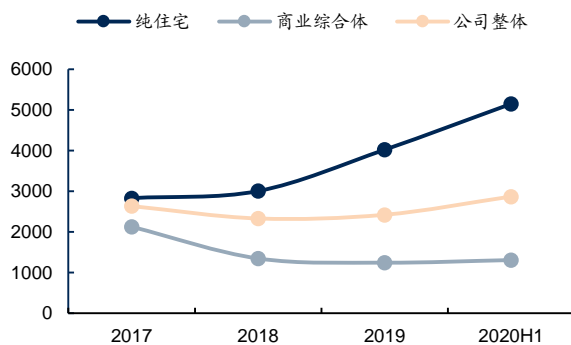
“现金流滚资产”模式对销售物业现金流覆盖投入成本的比例有较高要求，土地成本低、预售条件宽松才能创造以出售住宅、公寓、商铺等可售物业供养大商业前期建设成本的必要条件。新城控股开发商业地产的取地价格较低。

图 5：新城控股历年通过商业综合体模式获取土储占比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 6：新城控股历年各方式获取土储楼面价（单位：元/㎡）

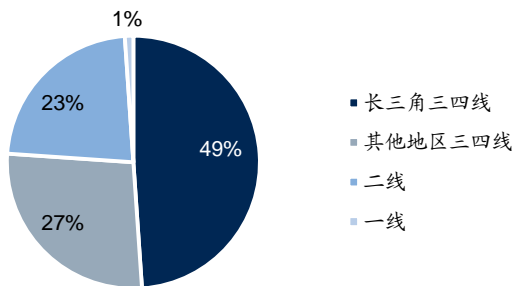


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

新城控股商业取地价格低主要有以下原因：

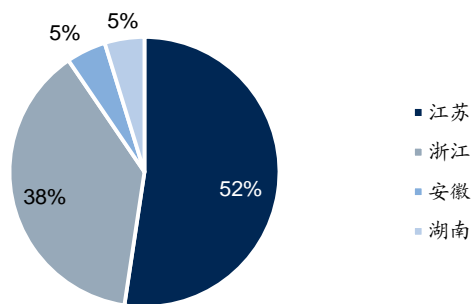
- ◆ 基本上都是采用勾地模式获取土地，依靠丰富的渠道资源和谈判经验提高了非标勾地的获取效率。先与政府协商谈判，锁定地块条件后再设置排他性条件（例如公司行业排名、在营商场规模、最晚开业时间等）挂牌摘取。该模式主要先依靠员工的人脉资源探索潜在出让地块，再与地方政府深入沟通对于各项条件的关注点，对投拓能力要求很高。
- ◆ 主要以商业地产竞争不算太激烈的低能级城市为拓展目标。截止 2020 年底已开业的 92 个吾悦广场中，落在一线城市的仅有上海青浦吾悦广场（2014 年开业）一个项目，76% 布局在三四线城市。其中，有 21 个吾悦广场布局在县级市或者县城，江浙两省占比 90%。从土储维度来看，截止 2020 年上半年末，新城控股 1.37 亿㎡土储的 42% 通过商业综合体方式获取，64% 布局在三四线城市。
- ◆ 通过造商圈而非依赖商圈的打法，迎合了政府建设商业中心的需求。虽然政府从勾地出让相较于招拍挂市场上直接竞价获取，但未来能通过商业氛围的营造改善居民生活水平、提升周边土地价值，实现政府、企业、居民的三方共赢。

图 7: 新城在营的各级城市购物中心数量占比, 2020



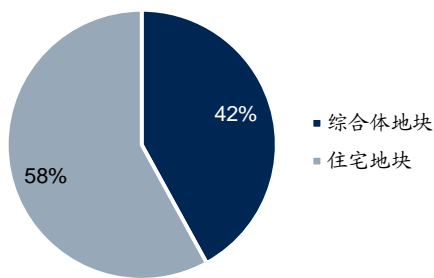
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 8: 新城落位在县市级别的购物中心构成, 2020



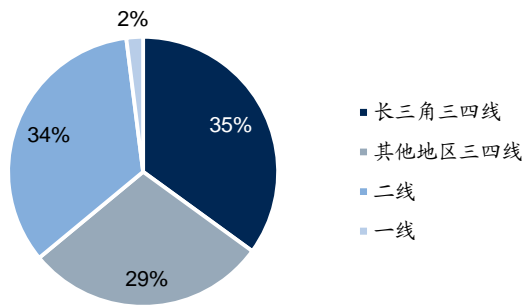
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理
备注: 湖南省长沙市长沙县的松雅湖吾悦广场是新城唯一落在二线城市下属县城的在营购物中心

图 9: 新城土储超四成通过商业综合体方式获取, 2020H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 10: 新城土储超六成布局在三四线城市, 2020H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

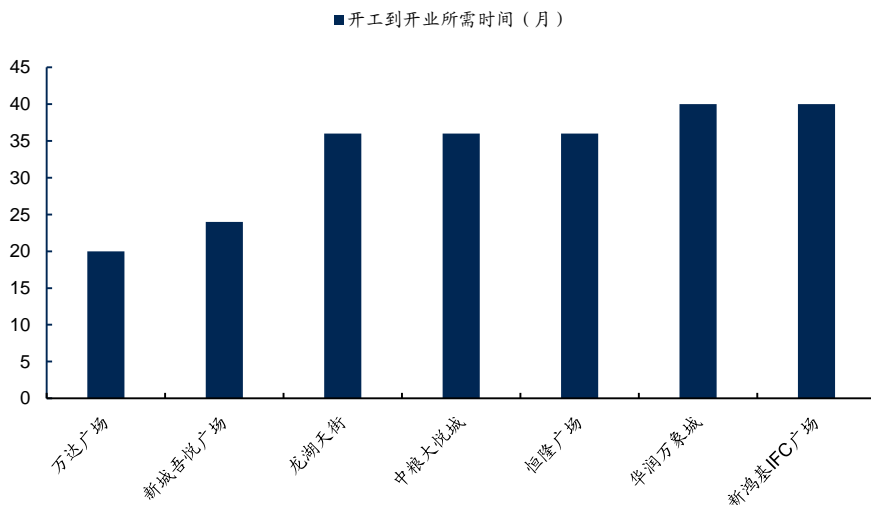
关键要素 2: 发展速度快

新城控股的商业地产发展速度快主要体现在两个方面。

一是在手项目的开发速度快。新城控股是业内极少数能在开工 24 个月内甚至 20 个月实现大商业招满开业的公司, 能满足当地政府对商业尽快开业、满铺开业的期许。新城控股能做到开发速度快主要是由于以下 3 个原因:

- ◆ **人才保障:** 新城控股起步之初从外部市场大量高薪聘请商业开发经验丰富的人才, 续以内部传承培养机制, 预备充足的设计、工程、运营、营销、财务人才后备池;
- ◆ **制度沉淀:** 新城控股在高强度的商业地产开发过程中积累了丰富的管理经验, 沉淀了穿插施工、节点倒排、开发招商并行、开业筹备清单等管控制度, 显著提高工作效率、降低节点延误可能性;
- ◆ **模板标准:** 新城控股在吾悦广场“有情怀、不复制、具规模”的基础上, 对基本要素采取标准化强管控模式, 降低不可控风险。集中的产品线、标准化的 8-10 万^m规模、模板化的动线设计, 都是是实现快开发的有力条件。

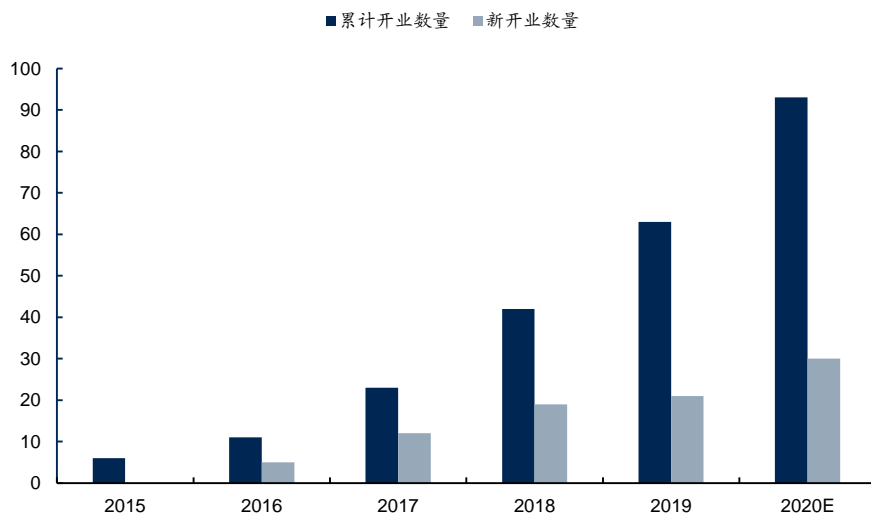
图 11: 新城吾悦广场的开业速度快于大多同行



资料来源: 亿翰, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

二是新项目的拓展速度快。“现金流滚资产”模式要求不断拓展新项目贡献新的可售物业, 现金流才能滚起来, 支撑到前期投入运营的吾悦广场开始收取租金、或者顺利抵押变现。因此, 与业内其他房企龙湖、华润、大悦城每年新增个位数个购物中心不同, 新城吾悦广场开疆拓土的速度很快。截至 2020 年 12 月 25 日, 新城控股已开业及在建的吾悦广场已达到 156 座, 分布在国内 118 个城市。

图 12: 新城吾悦广场的开业数量快速攀升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

关键要素 3: 招商能力强

三四线低能级城市的满铺开业需要房企极强的招商运营能力。

- 一方面, 品牌库要给力, 与长期合作品牌签署联合拓展协议, 吸引品牌商共担下沉风险, 或辅以旗下高能级城市购物中心项目的店铺资源作为交换。新城控股目前已与 100 多个连锁品牌形成战略合作, 为三四线城市项目的招商提供有力保障。

- ◆ 另一方面，本土化要积极，引入当地受欢迎的本土沿街商铺品牌并提供经营辅导，具有亲切感。

即便如此，对低能级城市的商业环境信心不足、不愿意承担入驻运营不达预期风险，仍有可能导致购物中心面临关键业态无品牌愿意入驻的尴尬局面。新城的解决方案是自建商业配套品牌星轶影城和多奇妙儿童乐园。

基于强有力的招商能力，新城控股的出租率从2016年至2019年来均维持99%左右，即使在受疫情影响的2020年上半年仍能保持96%的高位，在业内属于最高水平，保障租金收入的同时也打消了政府的顾虑，使吾悦广场的拓展盈利形成良性循环。

图 13: 新城控股部分商业合作品牌

服饰	UNIQLO NIKE adidas MO&Co.
餐饮	STARBUCKS 肯德基 海底捞 呷哺呷哺
珠宝	周大福 周生生 周大生 I DO
休闲	KM CHINA 康美健身

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 14: 新城控股自营品牌及布局数量

品牌名称	星轶影城 BESTAR	多奇妙 AMAZING LAND
开业数量	截至2019年末，已开业62家影院	截至2019年末，已开业64家儿童乐园

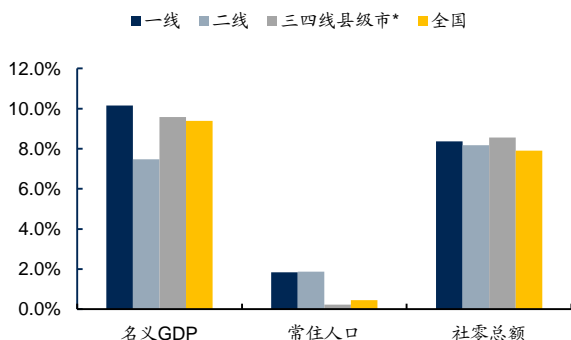
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

机会点和风险点

机会点：抢先锁定较发达的三四线县级市大型商业地产布局空间

三四线城市居民的收入追赶效应带动对高品质商业地产的需求。以新城已有开业吾悦广场的20个长三角三四线县级市及县城为例，除常住人口增速表现较弱以外，GDP和社零总额的平均增速都高于全国水平。从人均GDP角度看，吾悦广场选择入驻的城市均具备较强的经济实力和速度。

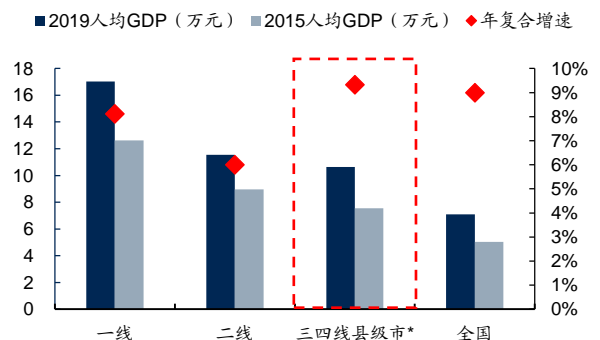
图 15: 各级城市经济人口总量指标 2015-2019 年复合增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

备注：三四线县级市样本为新城控股已开业购物中心落位的县级市或县城

图 16: 各能级城市人均 GDP 及 2015-2019 年复合增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

备注：三四线县级市样本为新城控股已开业购物中心落位的县级市或县城

新城控股抓住下沉市场尤其是江浙地区县级市的发展机遇，其先发优势体现在以下 2 点：

- ◆ **低价拿地的不可复制性：**低能级城市政府新造商业中心的能力和信心不足，才愿意低价出让大宗住宅土地让利开发商，因此后来者的落位成本更高。

- ◆ **消费市场的绝对覆盖性：**县级市人口大多在 50-100 万左右，商业承载容量有限，城区建面小，基本上少数几个大体量的购物中心就能覆盖全城全年龄段的需求，一定程度上抑制竞争者进入，留给先入者足够的时间磨合运营，并享受当地居民收入提升带来的零售额自然增长。

风险点：增量销售物业表现过好，掩盖存量持有物业运营难、盘活难的问题

1. 销售业绩过于依赖综合体开发

“现金流滚资产”的商业地产开发模式开辟了一种住宅低价拿地的方式，实质上以勾地为主要目的。但商业地产的存量意义在于长期稳定的租金管理费收入，其增量开发空间相比住宅开发更不可持续。**房企的签约销售额对商业综合体的依赖度过高，难以保障主营开发业务业绩增长的持续性。**

2. 运营团队扎根管理难度大

住宅开发团队可以随时转移阵地，但商业运营团队要深扎，以三四线城市拓展为主的全国化布局导致管理半径过大，运营成本被迫提高，进入下沉市场使得人才难留，运营本土化要求高。

3. 后期资产盘活压力大

从十年以上的长周期维度来看，三四线城市里大型商业地产的成立性仍存在争议。客户数量的萎缩能否被消费能力的提升抵消，是这些城市商业地产租金单价持续增长和空置率维持低位的关键。当前资本市场对这些非核心城市里实体商业地产的认可度较低，房企未来转手变现或抵押融资的难度较高。

开发优资产：求优，以龙湖、华润为典型

模式特点：获取核心地，投入便宜钱

“开发优资产”模式取地通常以在招拍挂市场竞争为主，项目中的持有物业面积占比更高，以高资本投入的方式获取商业地产长期收益。这也是开发经验丰富的港资房企、新加坡房企在内地参与商业地产的主要方式。**从运营角度上看，最符合传统意义上“赚好地段的高租金”的商业地产逻辑；但从开发角度看，也面临“拿地难、回报慢”的现实问题。**以龙湖集团、华润置地为例，采取“开发优资产”模式的公司均具备以下关键要素。

关键要素 1：品牌有魅力

龙湖集团和华润置地均属于较早开始进军商业地产的房企，甫一开始便致力于打造标杆项目。由于主打特色鲜明，商业品牌在消费者中已产生一定影响力，市场认可较高，一二线主要城市政府愿意引进龙湖和华润赋能本地商业环境。

龙湖重视 TOD 项目开发

龙湖商业的主要特色之一是开发以轨道交通为导向的 TOD（Transit Oriented Development）项目。TOD 项目由于客流集中、地形限制、安全要求等复杂性，需要房企具备极强的设计能力和丰富的开发经验。龙湖第一个购物中心北城天街就带有 TOD 光环——依托城市轻轨线开发。此后龙湖一直围绕 TOD 开发积累经验，**在 TOD 项目开发领域具有绝对的行业地位。**

- ◆ **布局数量遥遥领先：**据克而瑞统计显示，截至 2019 年年末，龙湖累计已开业的 39 个商业项目中，以 TOD 为主的天街就达到了 26 座。截止 2020 年 6 月底，龙湖持有及待开发的 TOD 项目有 65 个。
- ◆ **打造 TOD 业内必学范本“重庆龙湖光年”：**2017 年开建的重庆龙湖光年是国内首个商圈高铁综合体项目，依托沙坪坝商圈，内含五轨交汇（1 条

高铁线、1条规划中的城市快轨线、3条地铁线), 打造地下7层的立体交通空间以及地上7层的综合商业空间。在48万m²的规划总建面中有21万m²拟建龙湖重庆金沙天街, 已于2020年12月底开业。

图 17: 重庆龙湖光年 TOD 项目外立面示意图



资料来源: 沙坪坝微政务, 国信证券经济研究所整理

图 18: 重庆龙湖光年 TOD 项目截面示意图



资料来源: 沙坪坝微政务, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **参与编制中国首个 TOD 标准:** 由中国城市公共交通协会和中国房地产业协会共同组织编制的《城市轨道交通 TOD 综合开发项目通用技术规范》、《城市轨道交通 TOD 综合开发项目评价标准》于 2020 年 9 月正式发布, 龙湖作为编制组成员中的房企代表, 和华为、戴德梁行、宇恒可持续交通研究中心等企业及专业机构共同参与标准的制定。

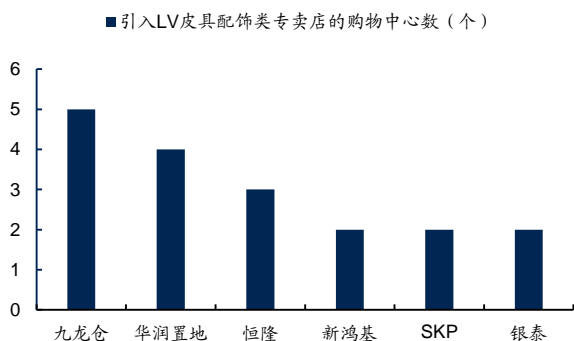
华润打造高奢商场形象

华润商业的主要特色是有多个重奢品牌加持的标杆商场, 打造了整体形象的高级感。重奢品牌是指提供价格昂贵、品质高级、独特、稀缺商品或服务的品牌, 如 LV、爱马仕、香奈儿等。而重奢购物中心指有多个国际重奢品牌入驻的购物中心, 通常占据一二线城市最核心的商圈, 是城市的商业标杆项目, 例如上海的 IFC 国金中心和恒隆广场、北京的 SKP 等。

华润置地旗下有多座重奢商场, 属于极少数与国际顶尖奢侈品牌达成战略合作的内地商业地产开发商。在中国内地, 能和顶级奢侈品牌合作的开发商以港资为主, 如九龙仓、恒隆、新鸿基等, 主要依靠其在发展香港商业地产项目时积累的合作资源。内地纵然有部分区域龙头开发商由于拥有地段优越的商场获得重奢品牌的青睐, 但仅限于当地 1 座, 资源不可复制。

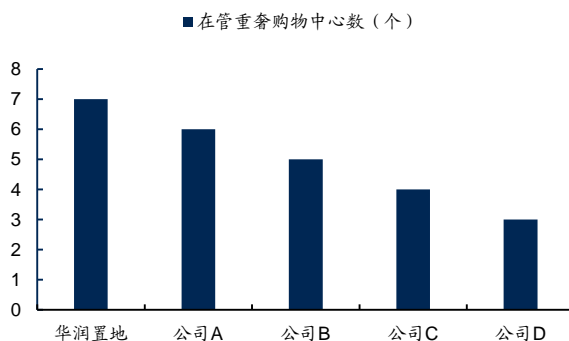
- ◆ **华润置地能与重奢品牌密切合作:** 以 LV 品牌专卖店在内地的布局为例, 目前华润置地旗下有 4 座购物中心引入了皮具配饰类主力店, 仅次于港资房企九龙仓, 超过了恒隆和新鸿基。
- ◆ **华润置地也是在中国在管重奢购物中心数量最多的运营商:** 根据弗若斯特沙利文的统计数据, 2019 年华润在管重奢购物中心有 7 个, 排名第一。

图 19: 引入 LV 主力专卖店的中国内地购物中心数量



资料来源: LV 品牌官网, 国信证券经济研究所整理
备注: 仅统计旗下购物中心引入 LV 专卖店的数量 > 2 的开发商

图 20: 中国重奢购物中心在管数量



资料来源: 华润万象生活招股说明书, 弗若斯特沙利文, 国信证券经济研究所整理

由于定位高端的购物中心客单价远高于普通商场, 通常销售额也非常高。2019 年中国销售额破百亿的三家购物中心北京 SKP、北京国贸商城和南京德基广场都是重奢商场。随着万象城品牌的高端形象深入人心, 万象汇品牌也一并受益, 在当地均属于口碑较好的商场, 客流有保障。因此, 华润置地旗下商场创造了极高的销售额, 在 2019 年 11 个购物中心销售额超过 20 亿, 22 个购物中心销售额超过 10 亿元。

图 21: 华润旗下近半数购物中心 2019 年销售额超过 10 亿



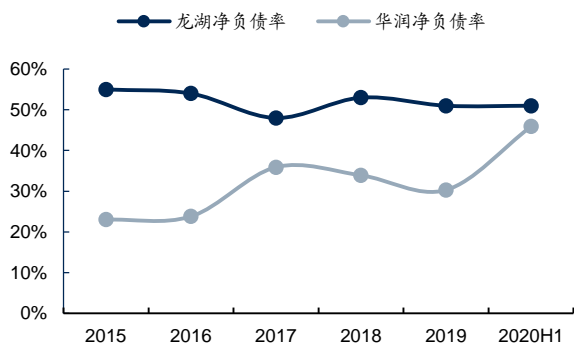
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

关键要素 2: 融资成本低

财务状况健康, 方能承受重资产投资和利息支出的负担。开发优资产项目前期需要投入大量资金, 由于收回资金的周期漫长, 房企的融资成本低是必要保障。融资成本通常与房企的违约风险有关, 通常房企销售规模越大、资金杠杆越低, 违约风险越低。龙湖集团、华润置地的财务表现在内地房企中属于佼佼者, 近年来净负债率在 50% 左右、融资成本均在 4.5% 左右。即使在销售规模 Top20 的房企中, 也处于较好水平。

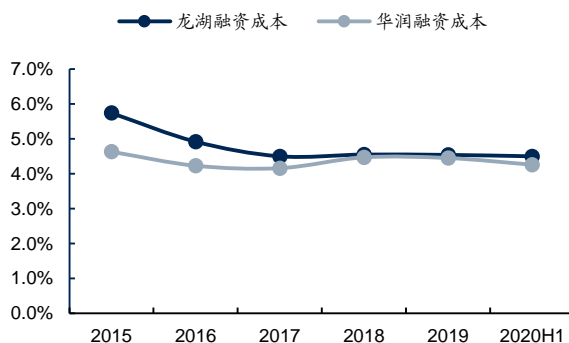
- ◆ 华润置地作为央企, 背靠实力雄厚的母公司华润集团: 违约风险极低; 同时受益于实力雄厚的母公司华润集团的孵化模式, 由华润集团出面购买、持有项目, 由华润置地开发但不占用现金流, 等到项目较成熟后再以市场价转入, 能够减轻华润置地商业地产前期投资资金过大带来的融资压力;
- ◆ 龙湖集团虽然是民企, 但投资不冒进: 住宅土储布局也以核心一二线城市为主, 项目资质良好, 变现能力强; 同时财务管理稳健, 资金杠杆较低, 可周转资金充沛, 偿债能力强。

图 22: 龙湖集团、华润置地的净负债率, 2015-2020H1



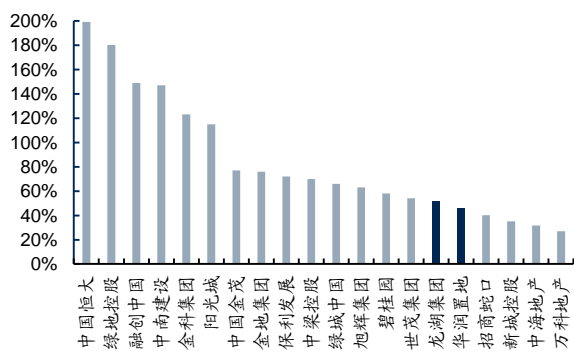
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 23: 龙湖集团、华润置地的融资成本, 2015-2020H1



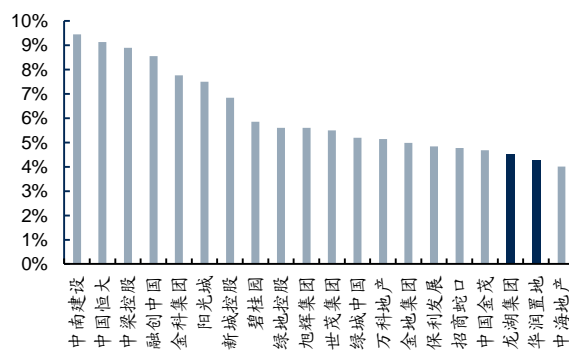
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 24: Top20 房企的净负债率, 2020H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 25: Top20 房企的融资成本, 2020H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

机会点和风险点

机会点: 资本市场的认可度高

一二线核心地段商业地产的盈利逻辑非常清晰: 伴随人口涌入, 城市成长, 未来购物中心资产不断增值, 租金单价持续上涨, 投资回报率越来越高。因此在资本市场上抵押融资变现均较容易。

风险点: 红海市场竞争激烈

好资产所在的一二线城市增量空间有限, 市场竞争激烈; 而表现优秀的存量项目仍需要持续更新以保持对客户的吸引力。

存量更新: 求精, 以大悦城为典型

模式特点: 以被认可的运营能力撬动资金杠杆, 激活“休克鱼”

很多早期的百货商场和过时的购物中心往往占据着较好的地理位置, 却门庭冷落, 经营艰难, 面临被市场淘汰的局面, 就是因为缺乏改造能力。拥有较强运营能力的房企通过激活这些存量项目, 实现客流和销售额的大幅提高, 能带来明显的租金收入提升, 使其重新焕发生机。

出于自身资金考量和开发周期权衡, 大悦城有意于在一二线城市较核心位置中寻找符合大悦城定位却又运营不善的“休克鱼”项目进行系统调改, 以更快提升规模、获取管理费收入及租金抽成收入。

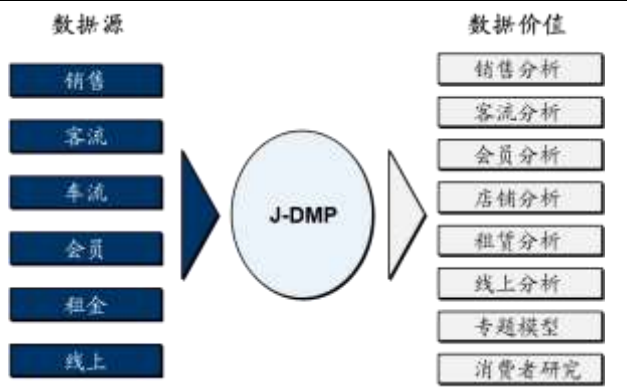
以大悦城地产为例，采取“存量更新”模式需具备以下关键要素。

关键要素 1: 运营能力强

房企必须要有足够强的比较优势，才能保证接盘存量项目后有明显的业绩提升。相比于其他房企，大悦城的主要精力不在于迅速扩大规模，而专注于打磨商业运营能力。购物中心每天会产生海量的运营消费数据，而如何处理数据以做出及时有效的分析是大悦城的核心竞争力，以标杆项目朝阳大悦城的做法为例：

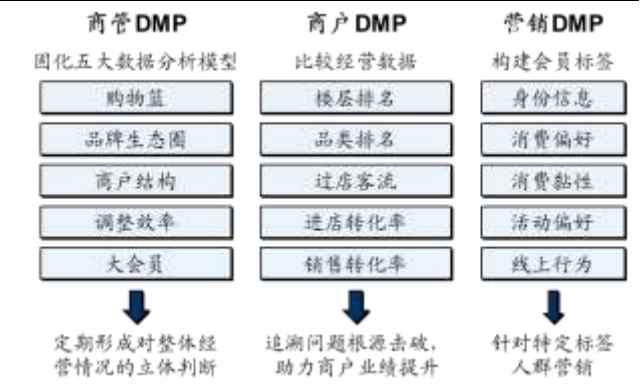
- ◆ **整合数据系统方便使用：**搭建“J-DMP”（JOYCITY-Data Management Platform）智能数据平台整合了六大数据源，供各个业务部门实时查看各类数据，实现了数据应用的自动化和智能化，方便挖掘数据价值；
- ◆ **建立分析框架辅助决策：**“J-DMP”下属的三个模块还能提供运营提升初步方案，商管 DMP 助力精细化运营，商户 DMP 助力商户业绩提升，营销 DMP 则助力精准营销。例如，营销 DMP 通过对会员贴标签，在购物中心或者商户策划营销活动针对特定标签用户宣传，提高营销效率。

图 26：“J-DMP”智能数据平台



资料来源：赢商网，国信证券经济研究所整理

图 27：“J-DMP”下属模块的分析框架



资料来源：赢商网，国信证券经济研究所整理

借助构建的数据收集平台和运营监测系统，大悦城地产积累了大量提升运营的经验，在商户运营辅助、客群精准营销等方面均处于业内领先水平，在降低营销费用的同时提高了商家、客户的活动参与度，提升了购物中心的运营效率。

表 1：大悦城商业团队提升运营能力的案例

运营方式	现象和分析	措施和效果
车流数据分析	察觉现象： 北京朝阳大悦城通过采集分析车流数据，发现项目销售变化与车流变化幅度的相关性接近 92%； 深入分析： 驾车客户是主要销售贡献客户，平均每个驾车用户单次可为商场贡献约 700 元的收入。	措施： 优化停车场，增加车辆进出坡道，升级车牌自动识别系统，调整车位导视体系等，力争吸引驾车客户；调整停车场附近商户布局； 效果： 提高了优质驾车客群的到店频率。
会员需求洞察	分析： 北京朝阳大悦城深入访谈贡献高消费的忠诚女性会员时发现，她们普遍反映大悦城服装品类可买东西不多，对单价在 2,000 元以上的设计师女装品类有突出需求。	措施： 集中打造一个设计师女装组团区域迎合购买需求； 效果： 新品类的成长良好，日均坪效能达到 200 元。
精准营销策划	分析： 上海静安大悦城通过客户偏好分析，把忠诚会员可能感兴趣的品种作为积分兑换目标。 分析： 大悦城北京大区根据历史会员消费偏好标签、消费时间标签，筛选喜欢在年末消费运动品类的客群。	措施： 将积分换购的促销活动信息发给 12 万会员中的 1,824 人； 效果： 其中 128 人进行兑换，参与率为 7%，而同行业同类促销活动的参与率不到 1%。 措施： 将运动品类年末团购活动信息发给筛选后的客群； 效果： 极大提高营销效率，减少无效费用和客户反感。

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

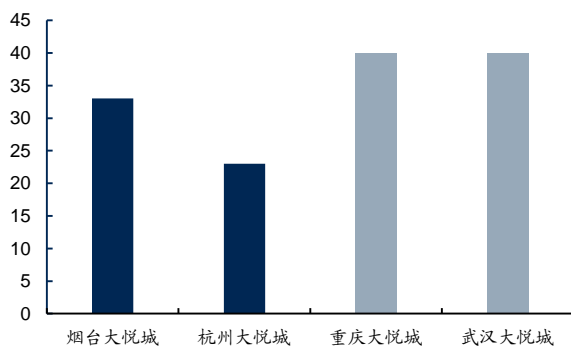
关键要素 2: 慢工出细活

需要被更新的存量项目通常都有建筑结构缺陷、商业印象不佳等硬伤，更需要花时间明确定位、大幅调整，才能达到运营显著提升的目的。**这样的调改对大多数经验不足的房企而言周期较长。**而大悦城在商业地产的开发节奏上正好习惯于慢工出细活，调改经验丰富，反而有相对优势。

相比大悦城自身从取地开始建设购物中心的开发速度，**存量更新项目已属于能较快扩张规模的方式**：我们比较大悦城新建项目和的存量更新项目的开发周期。即使不从更早的拿地日期计算，**新建项目从开工到开业平均要花费 35 个月，而存量更新项目从获取到开业平均仅需要 15 个月。**比如，

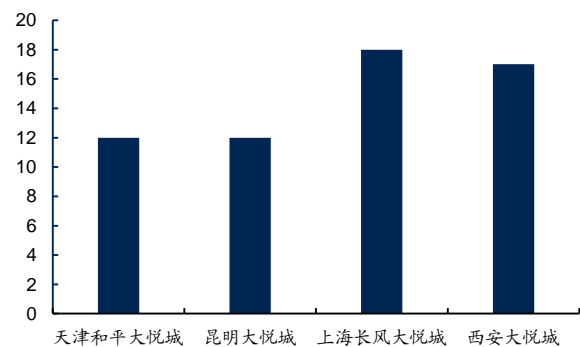
- ◆ 早在 2015 年 2 月就取地的杭州大悦城项目，到 2016 年 9 月才开工，虽然已经使用历史最快建造速度，也到 2018 年 8 月才开业，花费近两年时间；
- ◆ 而存量更新项目长风大悦城，从 2016 年 11 月购置其前身上海长风景观广场，到 2018 年 5 月开业，仅花费 1 年半时间。

图 28: 大悦城取地新建项目从开工到开业周期 (月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 标灰的重庆大悦城和武汉大悦城为在建项目, 以规划开业时间计算

图 29: 大悦城存量更新项目从获取到开业周期 (月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

关键要素 3: 资金杠杆足

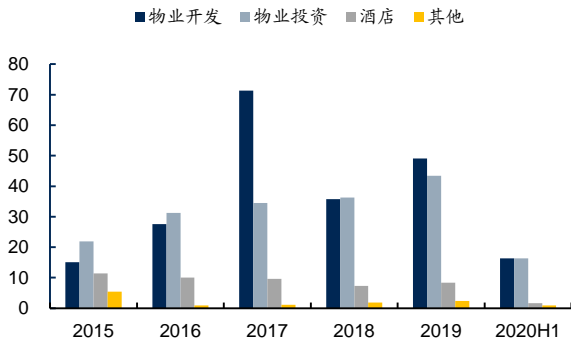
存量改造项目是在原有物业的基础上进行改造工程, 为了实现焕然一新的改造效果, 局部拆除和大面积停业在所难免, **因此面临较高的改造成本和歇业租金损失**, 这也是很多商业物业持有者选择拖延改造工程的主要原因。

- ◆ 以大悦城 16 年收购并更新的长风大悦城为例, 共进行了 90 多项重点改造工程, 包括户外中央广场加装约 3200 m² 的穹顶、约 2000 m² 的室内中庭改造。总改造面积超过 8 万 m², 总改造费用共计 4 亿元。

而大悦城的商业投资并不像其他房企有足够的自有投资现金流:

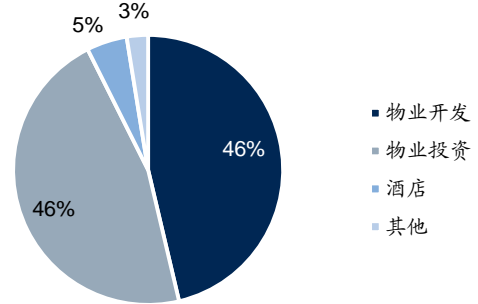
- ◆ 一方面, 母公司中粮集团的住宅销售业务并不强大: 2019 年全口径签约面积仅 290 万 m², 全口径签约金额仅 711 亿元, 远远低于新城控股、龙湖集团、华润置地的签约销售额, 不能给商业地产拓展提供太多的资金助力;
- ◆ 另一方面, 集团的住宅和商业合力较弱: 多年来中粮集团对销售型物业和持有型物业分中粮地产和大悦城地产两个平台运行, 直到 2019 年初才进行资产重组实现“A 控红筹”架构, 使得大悦城 (000031.SZ) 持有大悦城地产 (00207.HK) 59.59% 股份, 因此负责商业板块的大悦城地产本身的物业开发现金流更有限。

图 30: 大悦城地产分类营收(单位: 亿元), 2015-2020H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 31: 大悦城地产各业务收入占比, 2020H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

因此, 大悦城在 2016 年提出“大资管战略”, 表明要借助资本的力量加速发展, 从开发运营模式向资产管理模式升级。大悦城先后引入三个基金, 运用资金杠杆收购存量项目进行更新, 保障公司现金流安全。

表 2: 持有大悦城旗下购物中心项目的三大基金

基金名称	基金规模和持股方	成立目的	标的购物中心
大悦城商业地产基金 (2016.07)	规模: 95 亿人民币 持股: 大悦城不出资; 新加坡 GIC 持有 33.33% 的权益; 中国人寿持有 66.67% 的权益	作为大悦城核心基金, 收购已开业大悦城项目的部分股权, 减轻持有压力	持有北京西单大悦城、上海静安大悦城、天津大悦城、北京朝阳大悦城的 49% 股权
并购改造基金 (2017.08)	1. 境外基金 规模: 62.7 亿人民币 持股: 大悦城持有 36.36% 的权益; 新加坡 GIC 持有 63.64% 的权益 2. 境内基金 规模: 51.3 亿人民币 持股: 大悦城持有 22.22% 的权益; 其他投资方持有 77.78% 的权益	单独或共同寻找中国境内的潜在物业项目, 从而改造升级成大悦城购物中心或商业综合体并长期持有	持有上海长风大悦城 100% 股权、西安大悦城 80% 股权
城市更新并购母基金 (2018.08)	规模: 50 亿人民币 持股: 大悦城持有不超过 50% 的权益; 高和资本持有不少于 50% 的权益	专注于投资区域型并购改造项目	持有大兴大悦春风里项目

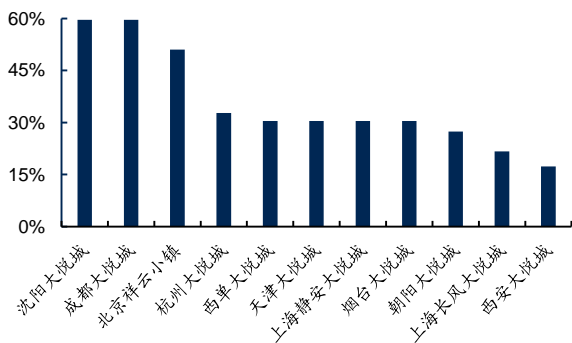
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

在基金的支持下, 大悦城减轻了资金负担, 在享受基金投资份额对应收益的同时掌握着基金投资的方向和项目运营的管理。

- ◆ 2019 年 8 月, 以长风大悦城、西安大悦城为例, 分别以 15.25 亿元 (包含股权交易对价 0.92 亿、股东借款及往来款 14.32 亿元) 和 7.84 亿元 (包含股权交易对价 1.15 亿、股东借款及往来款 6.69 亿元) 转让给基金后, 仍通过持有该基金份额拥有相应股权, 并作为输出管理项目收取管理费。

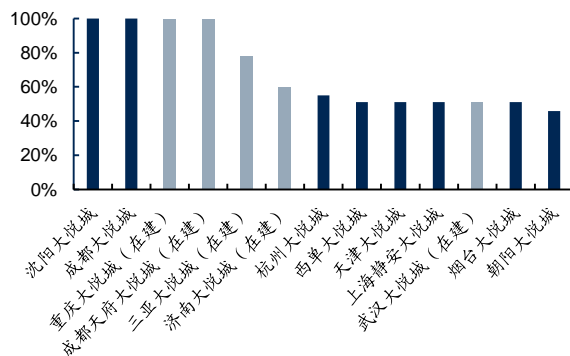
我们交叉验证大悦城控股和大悦城地产公布的旗下在营和在建购物中心持有份额, 发现大悦城目前持有和在建的大部分项目都有外部资金分担持有成本。我们判断, 大悦城未来拓展存量项目能够持续获取充裕的资金。

图 32: 大悦城 (A 股) 公告的购物中心权益比例, 2019



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 大悦城地产 (H 股) 公告及折算的自持比例, 2019



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

机会点和风险点

机会点: 有利于房企拓展轻资产输出管理项目

存量更新模式是获取管理输出项目的最佳渠道。例如, 大悦城通过存量改造充分显示出运营能力, 资产方和资金方都认可其管理水平, 愿意委托大悦城进行存量更新或者后期买入项目权益。目前, 大悦城在营的 6 个轻资产输出管理项目中有 5 个来自于存量更新。2020 年上半年, 管理输出收入已达 6450 万元。

风险点: 运营难度大、调改周期长、资金风险高

接手运营不好的存量项目是“明知山有虎、偏向虎山行”, 因此对房企商业运营核心竞争力的要求极高, “没有金刚钻、别揽瓷器活”。该模式的风险点与采用该模式的关键要素高度重合, 运营难度大、调改周期长、资金风险高。

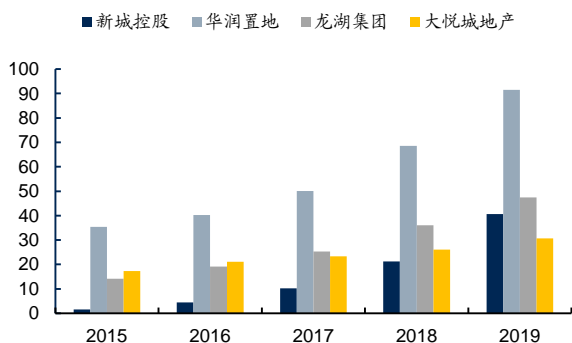
典型房企的运营表现: 与选取的开发模式息息相关

租金收入: 华润置地总量最高, 新城控股增速最快

租金收益和资产增值是房企投资商业地产的两项诉求。与资产增值不出售就不变现的账面收益不同, 租金是可持续、真实的现金流收入, 也是决定资产价值的关键因素。我们分析近年来三大模式的典型房企购物中心的租金收入表现:

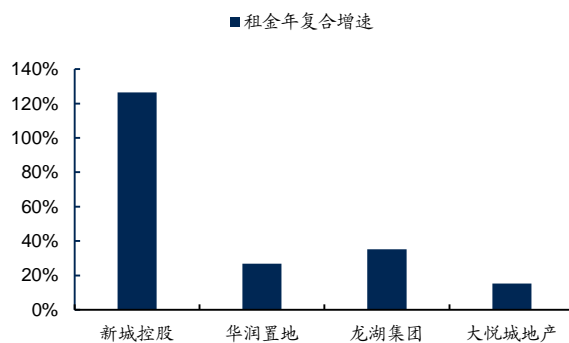
- ◆ **从租金收入总量观察:** 华润置地的租金收入遥遥领先, 2015 年至今一直相当于四家房企中第 2 名的两倍, 在 2019 年达到 91.5 亿元; 龙湖地产的租金收入在 2017 年超越大悦城地产, 2019 年达到 47.5 亿元; 新城控股四年间租金收入从 1.55 亿增长到 40.7 亿元, 即将追赶上龙湖; 大悦城地产的租金收入排名则逐渐下滑到 2019 年垫底, 仅为 30.6 亿。
- ◆ **从租金收入年复合增速观察:** 新城控股 2015-2019 年租金收入的年复合增速最高为 126%, 大悦城地产租金收入的年复合增速最低仅为 15%。华润置地和龙湖集团则在 30% 左右。

图 34: 房企购物中心总租金收入(单位: 亿元), 2015-2019



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 35: 房企购物中心总租金收入的年复合增速, 2015-2019



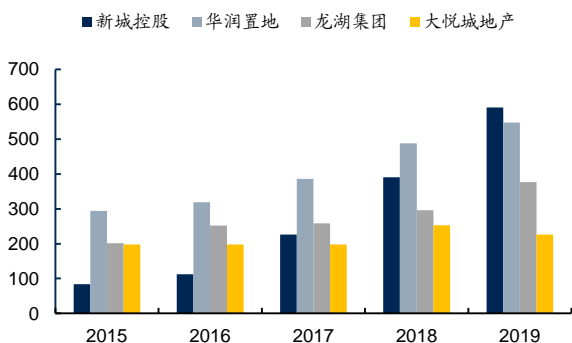
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

我们依次分析总租金收入的两个影响因素: 总在管面积和平均租金单价。

总在管面积: 由新项目的拓展速度决定, 对租金收入高低起关键影响作用

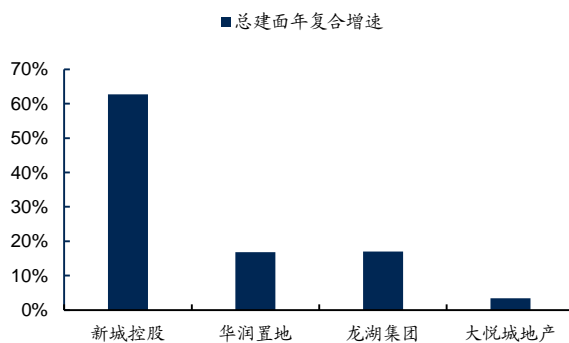
受益于“现金流滚资产”模式下规模快速扩张, 新城控股虽然直到 2012 年才落地第一个吾悦广场, 却实现了后来居上, 购物中心总建面年复合增速最高达 63%, 在 2019 年达到 591 万㎡, 首次超过华润置地成为典型房企购物中心持有面积龙头。大悦城“存量更新”模式下开拓慢, 出于资金压力还将在营项目转让给基金, 年复合增速最低仅为 3%。华润置地和龙湖集团的总建面稳步提升, 年复合增速均为 17%。

图 36: 房企购物中心总建面(单位: 万㎡), 2015-2019



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 37: 房企购物中心总建面的年复合增速, 2015-2019



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

平均租金单价: 各家房企的租金单价逐年上涨

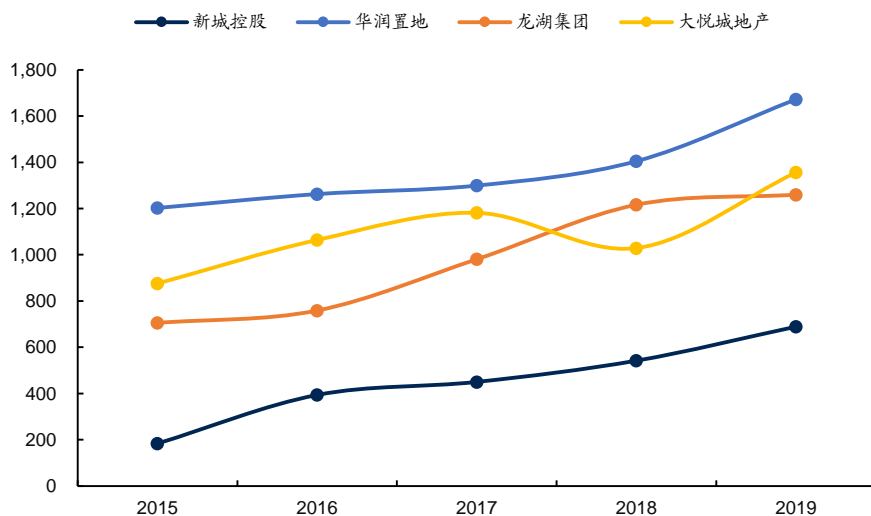
由于并非所有房企都披露购物中心的可出租面积, 我们以口径更一致的总建筑面积 (GFA, Gross Floor Area) 近似代替。

根据公式: $\text{平均租金单价} \approx \text{总租金收入} / \text{总建筑面积}$, 我们估算出典型房企购物中心 2015-2019 年的平均租金单价如下, 由于绝对值的代表意义不强, 我们仅参考相对趋势:

- ◆ **各房企购物中心的租金单价普遍逐年提升:** 主要是由于议价能力强, 同时商场运营能力提升带来的销售额提高使得商户也有能力支付更高的租金;
- ◆ **横向对比, 差距明显:** 华润置地的租金单价最高, 龙湖和大悦城表现也相对较好, 而新城控股的租金单价水平明显较低。这主要是购物中心布局区位选择的问题, 新城控股“现金流滚资产”模式布局的三四线城市租金水平难与“开发好资产”和“存量更新”布局的一二线城市抗衡;

- ◆ **纵向对比，增速不一：**华润置地的租金单价在 2019 年较 2015 年仅提升了 40%，而新城控股 2019 年的租金单价是 2015 年的 3.7 倍，主要由于华润相比新城涉足商业地产的时间早近 10 年，稳场经验更丰富，租金已处较高水平，提升相对平稳；而新城控股的基数低，提升空间较大；
- ◆ **新开业项目数波动带来一定干扰：**大悦城 2018 年的租金单价下降主要由于年中到年末新增的 3 座购物中心租金收入是不完整年度。而 2015 年仅新增一个重资产项目，2016、2017、2019 年均无新开业项目，租金水平较为稳定；出于同样原因，龙湖 2019 年新开业项目较多，影响了当年的租金单价。

图 38: 房企购物中心平均租金单价 (单位: 元/㎡), 2015-2019



资料来源: 国信证券经济研究所测算

投资回报率：纵向对比逐年上升趋势明显，横向对比房企差异较大

租金收入的高低很大程度上取决于在管面积规模和布局城市能级的天然差异，由于没有考虑房企开发购物中心的实际投入额，意义较单薄，租金收入不能作为唯一的比较标准。我们进一步比较投资回报率，

$$\text{投资回报率} = \frac{\text{EBITDA (或 NPI、NOI)}}{\text{投资额}} = \frac{\text{租金收入} - \text{支出}}{\text{投资物业开发成本} + \text{改造成本}}$$

该公式的分子中，收入=租金+管理费+停车场收入+多种经营收入+其他，支出=人力成本+行政办公费用+工程物业费用+营销企划费用+其他。选择不同的指标会有细微的计算口径差异：

- ◆ EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization): 息税折旧摊销前利润，适合纯商业地产公司选择；
- ◆ NPI (Net Property Income): 物业净收入，在 EBITDA 基础上不考虑政府补贴等营业外收入、投资性房地产公允价值变动损益，适合房企间比较；
- ◆ NOI (Net Operating Income): 营运净收入，在 NPI 基础上不扣减支付给第三方的运营管理费 (包括招商佣金)，适合房企内部的个体项目间比较；

由于购物中心的经营数据并非上市公司强制披露科目，我们整理分析房企自愿公开信息得到以下结论：

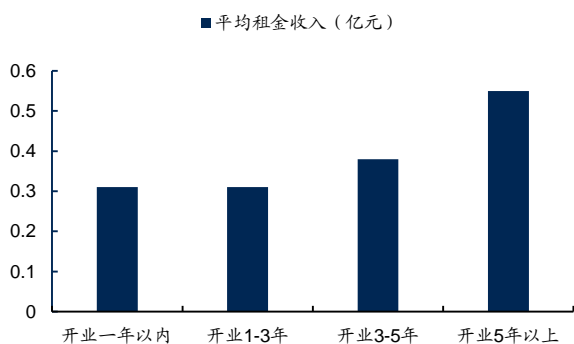
- ◆ 从购物中心单体项目角度来看，通常开业年限越长，投资回报率越高。主要有以下 3 个原因：

- (1) 运营团队熟悉场地、养铺培育需要 1-2 年时间，租金水平逐步提升：如，新城控股和龙湖的购物中心明显开业年限越长，租金收入越高；
- (2) 公司管理的购物中心越多，运营经验就越丰富，运营效率随之提升：如，龙湖和华润旗下购物中心的整体毛利率逐年上升；
- (3) 投入资本除非后期实施大型改造基本不会变动。

◆ **从房企整体投资收益来看**，越早期的购物中心开发成本越低，随着大量新开业的项目步入正轨，成熟期项目越来越多，购物中心投资回报率呈逐年上升趋势。例如，龙湖和华润的整体回报率（NPI/Cost）均呈上升趋势，华润尤为明显。

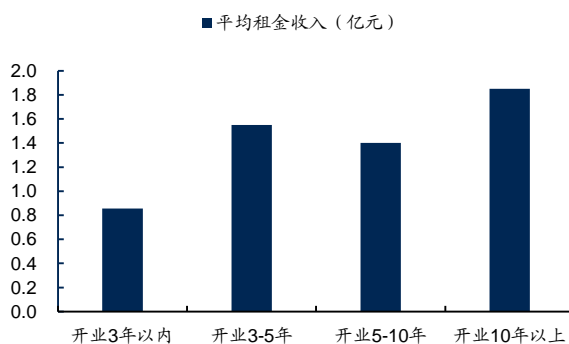
我们预期，当快速开发抢占市场的风口期过去后，持有优质购物中心资源、具备较强运营能力的房企投资回报率提升将更为明显。

图 39: 新城控股单广场 2020 年上半年平均租金收入



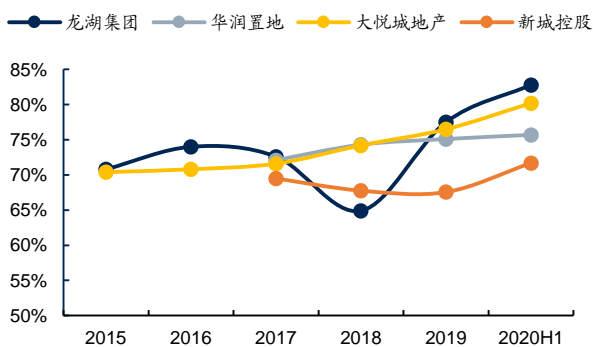
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 40: 龙湖集团单广场 2019 年平均租金收入



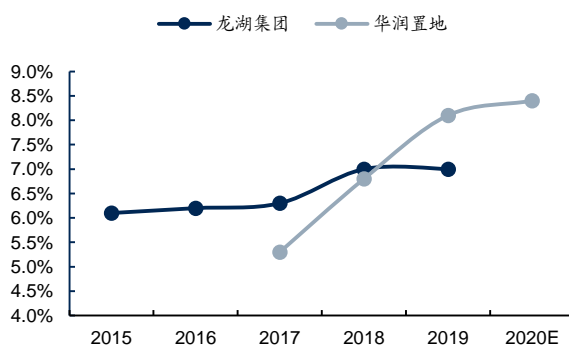
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 41: 典型房企租金收入的毛利率，2015-2020H1



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：除华润置地是购物中心毛利率外，其余房企均为投资物业毛利率

图 42: 龙湖、华润购物中心的整体回报率，2015-2020E



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

测算投资回报率作同一口径下的横向对比：华润置地和大悦城表现领先

由于只有龙湖和华润披露了购物中心的投资回报率，为尽量使用同一口径横向对比典型房企 2019 年的投资回报率，我们基于以下方法近似估算，

$$\text{投资回报率} \approx \frac{\text{2019 年投资物业净收入}}{\text{已完工投资物业实际投入成本}}$$

(1) 由于投资性房地产包括购物中心、写字楼、长租公寓，我们使用投资物业租金，而不仅仅是购物中心租金收入；

(2) 我们粗略估算投资物业净收入 \approx 投资物业租金收入 * 毛利率；

(3) 由于新城控股、龙湖集团、华润置地和大悦城地产均对投资性房地产采用公允价值计价方式，公司所得税率为 25%，我们推算**投资物业实际投入成本=投资物业账面价值-投资物业公允价值损益递延所得税*4**；

(4) 我们估算已完工投资物业实际投入成本=**投资物业实际投入成本*已完工投资物业账面价值占比**。

通过测算，我们得到以下结论：

- ◆ **华润集团投资物业的回报率最高，对资本的吸引力最强。**其中，购物中心以投资物业公允值 72% 的占比贡献了租金收入的 76%，属于优势业务；
- ◆ **大悦城的投资回报率水平也较高**，考虑到其布局城市的高能级属性，我们认为体现了大悦城地产卓越的商业地产管理实力；
- ◆ **新城控股投资物业的回报率与龙湖集团相当**，但龙湖相比于新城更低的融资成本也使得其购物中心的投资回报率有更厚的安全垫。另外，由于新城的吾悦广场主要布局在低能级城市，资本需要获得更多的风险补偿，实际有更高的投资回报率要求。

表 3：2019 年房企投资物业投资回报率估算（表中金额单位：亿人民币）

公司名称	租金收入 (A)	毛利率 (B)	账面价值 (C)	递延所得税 (D)	投资物业实际投入成本 (E=C-D*4)	已完工投资物业账面价值占比 (F)	投资回报率 (A*B/E*F)
新城控股	40.6	67.6%	682.2	25.4	580.6	72.2%	6.5%
龙湖集团	57.9	77.5%	1308.0	86.5	962.2	71.7%	6.5%
华润置地	120.3	75.1%	1564.9	169.4	887.3	81.2%	12.5%
大悦城	37.4	76.5%	573.0	61.2	328.3	94.9%	9.2%

资料来源：国信证券经济研究所测算

备注：由于子公司大悦城地产是大悦城的商业地产平台，表中大悦城相关数据选用大悦城地产公布的数据测算

投资建议

本篇报告作为我们商业地产系列专题报告的第二篇，主要深入分析了目前商业地产三大主流开发模式的特点、关键要素、机会点和风险点，并拉通比较典型房企的运营表现。主要结论有：

- ◆ **“现金流滚资产”模式下，房企求快：**以新城控股为典型，利用项目可售部分的利润填补项目资金缺口，善用期间富余资金实现资产规模的滚雪球；
- ◆ **“开发优资产”模式下，房企求优：**以龙湖、华润为典型，获取核心地、投入便宜钱，最符合传统意义上“赚好地段的高租金”的商业地产逻辑；
- ◆ **“存量更新”模式下，房企求精：**以大悦城为典型，通过激活地段好运营不善的“休克鱼”，实现客流和销售额大幅提高，带来明显的租金收入提升；
- ◆ **横向对比典型房企的投资回报率：**华润置地和大悦城表现领先，新城控股和龙湖集团相仿，但龙湖拥有更高的城市能级和更低的融资成本优势。

综合来看，“现金流滚资产”模式需要房企取地价格低、发展速度快、招商能力强；“开发优资产”模式需要品牌有魅力、融资成本低；“存量更新”模式需要运营能力强、慢工出细活、资金杠杆足。我们认为，运用这三大模式的四家典型房企均已在商业地产领域打造出较深长的护城河，先发优势明显。**建议关注 A 股新城控股和大悦城，以及 H 股龙湖集团和华润置地。**

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032