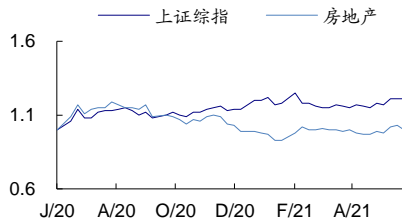


一年该行业与上证综指走势比较



行业专题

轻重模式之辩：冒风险吃有限的肉 还是凭实力喝多家的汤？

相关研究报告：

《REITs 专题报告（一）：公募 REITs 扬帆，“新资产”起航》——2021-06-18
 《房地产行业周报：成都厦门集中供地热度较高，北京鼓励社会资本参与城市更新》——2021-06-16
 《房地产行业周报：土地出让金划归税务征收，长沙苏州土拍热度较高》——2021-06-07
 《土地出让金划转税务征收政策点评：并非针对地产，但潜在影响值得关注》——2021-06-07
 《房地产行业周报：政策补丁有序跟进，二手房调控显成效》——2021-06-01

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码：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码：S0980520030001

联系人：王静

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

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

● 行业空间测算：预期 2025 年租金收入达 1.6 万亿元

目前市场上对国内购物中心行业发展空间的预测存在三大误区：1. 将人均零售商业面积作为测算参数，忽略各国商业环境差异及中国供给特征；2. 将购物中心单体销售额或坪效作为租金收入空间的测算参数，忽略在行业马太效应影响下的线性外推不完全有效；3. 与发达国家水平对标，高估中国购物中心销售额渗透率的极限。经测算，2025 年购物中心租金收入=社零&服务总额×渗透率×租售比≈73×15%×15%=1.6 万亿元。

● 解构租金收入：源于资产还是源于服务？

在过往重资产开发模式下房企兼具商业地产持有者和运营者身份，因此所获得的收入并未拆分，在财报上体现为商业租金收入。但从严格意义上来说，要区分持有方的财产性收入和运营商提供运营服务的服务性收入。逐渐意识到服务性收入价值的房企开启了商业地产轻资产模式，实现路径包括：1. 转让自持项目股权（弱版替代方案为抵押融资）；2. 主要负责运营工作，引入合作方或直投机构出资建造新项目；3. 分拆商管业务板块，接管母公司项目并拓展第三方在营项目。我们推算商业运营服务约收取总租金收入的 10-35%或物业净收入的 15-30%。

● 竞争格局预判：争抢赛道诞蓬勃供给，去芜存菁是必然趋势

一方面，多家公司 2025 年开业目标超百座，行业迎来蓬勃供给，但后期项目可能由于经营能力落后于建造能力陷入亏损困境，而不能实现持续获得投资物业收益的初衷。另一方面，行业近五年运营规模 CR5 基本保持在 11-12%之间，集中度低提升困难主要因为重资产模式下的规模拓展受制于公司对资金&土地资源的获取能力，强运营能力的房企顾虑现金流安全，无法发挥运营优势快速扩张规模；基于此，有运营实力的头部房企以轻资产模式拓展商业规模是双赢的解决方法。未来，我们将会看见重资产持有方和轻资产运营方共助商业体成长，帮助行业实现去芜存菁。

● 发展模式选择：重资产冒风险“吃肉”，轻资产凭实力“喝汤”

重资产模式高风险高收益，能融到低成本长期限的资金是必要条件，坐拥财产性收入和资产增值，但要承担亏损的风险；轻资产模式凭实力谈价格扩规模，具备较强的运营管理输出能力是必要条件。建议在财务状况不稳定时不要选择重资产模式，会面临严重的资金风险；在运营能力未提升之前不要强行转型轻资产，会遇到较大的续约问题。

● 投资建议

综合来看，我们认为重资产模式享受租金收入及资产增值，但受制于资金沉淀压力规模难提升、还担亏损风险；轻资产模式凭运营实力走天下，有议价能力、容易扩规模。建议关注商业地产重资产开发商华润置地、龙湖集团，以及轻资产运营商华润万象生活、宝龙商业、星盛商业。

投资摘要

关键结论与投资建议

1. 行业空间测算：预期 2025 年购物中心租金收入=社零&服务总额 × 渗透率 × 租售比 ≈ 73 × 15% × 15%=1.6 万亿元。

2. 解构租金收入：要区分持有方的财产性收入和运营商提供运营服务的服务性收入。意识到服务性收入价值的房企开启了商业地产轻资产模式，我们推算商业运营服务约收取总租金收入的 10-35%或物业净收入的 15-30%。

3. 竞争格局预判：一方面，行业参与者越来越多，但后期可能由于经营能力落后于建造能力陷入亏损困境；另一方面，重资产模式受制于公司资金&土地资源。有运营实力的公司以轻资产模式拓展商业规模是双赢方案。

4. 发展模式选择：重资产模式高风险高收益，能融到低成本长期限的资金是必要条件，坐拥财产性收入和资产增值，但要承担亏损的风险；轻资产模式凭实力谈价格扩规模，具备较强的运营管理输出能力是必要条件。

综合来看，我们认为重资产模式享受租金收入及资产增值，但受制于资金沉淀压力规模难提升、还担亏损风险；轻资产模式凭运营实力走天下，有议价能力、容易扩规模。**建议关注商业地产重资产开发商华润置地、龙湖集团，以及轻资产运营商华润万象生活、宝龙商业、星盛商业。**

核心假设或逻辑

我们认为行业租金收入的合理测算公式为社零&服务总额 × 渗透率 × 租售比。

Step1: 以社零总额为基准测算 2025 年社零&服务总额为 73 万亿元；

Step2: 以商业发展领先城市上海为标杆测算购物中心销售额渗透率约 15%；

Step3: 以龙头房企为标杆测算购物中心租售比约 15%；

Step4: 将参数估算值代入公式，得到 2025 年行业租金收入约为 1.6 万亿元。

与市场预期不同之处

我们认为目前市场上对中国购物中心行业增长空间的预测存在以下三大误区，在我们的估算公式中均已经规避：

- ◆ 误区一：将人均零售商业面积作为测算参数，忽略各国商业环境差异及中国供给特征；
- ◆ 误区二：将购物中心单体销售额或坪效作为租金收入空间的测算参数，忽略在行业马太效应影响下的线性外推不完全有效；
- ◆ 误区三：与发达国家水平对标，高估中国购物中心销售额渗透率的极限。

股价变化的催化因素

1. “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；

2. 随着各家房企持有的购物中心越来越多、运营经验不断增长，选择分拆商管板块上市的房企越来越多，可投资标的数量增加进一步带动市场关注度提升。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，国内经济增速放缓，居民下调收入预期、收缩消费计划，影响购物中心销售额及租金收入；

第二，房企重资产工程进度滞后或轻资产规模扩张不及规划，收入不达预期；

第三，轻资产模式输出管理经验不足，给业主带来的收益不及预期，续约困难。

内容目录

前言	6
行业空间测算：预期 2025 年租金收入达 1.6 万亿元	6
追根溯源：深入剖析购物中心前后端市场的供需方	6
短期判断：2020 年开业量受疫情影响，预计将于 2021 年爆发	9
中长期趋势：关注购物中心面积增长和租金收入间的分化	10
解构租金收入：源于资产还是源于服务？	17
背景：财产性收入和服务性收入混合收取、未加区分的历史原因	17
趋势：正视服务性收入价值，开启商业地产轻资产模式	18
商业运营服务收费标准：约为总收入的 10-35%或物业净收入的 15-30%	22
发展模式选择：重资产扩规难，轻资产或是突围之策	25
争抢赛道诞蓬勃供给，去芜存菁是必然趋势	25
重资产模式需要资金长期沉淀，风险收益互依共存	28
轻资产模式助力扩规模，本身也是门好生意	31
总结：重资产模式冒风险“吃肉”，轻资产模式凭实力“喝汤”	34
投资建议	35
国信证券投资评级	36
分析师承诺	36
风险提示	36
证券投资咨询业务的说明	36

图表目录

图 1: 购物中心前后端供需图	6
图 2: 100 大中城市历年商服用地供应建面及占比	7
图 3: 100 大中城市历年商服用地成交建面及占比	7
图 4: 中国商业营业用房竣工面积 (单位: 万 m^2)	7
图 5: 中国购物中心占商业营业用房累计竣工面积比重	7
图 6: 全国人均商业面积存量及增量	8
图 7: 全国及城镇居民口径人均购物中心面积对比	8
图 8: 中国历年城镇人口数及城镇化率	8
图 9: 中国历年城镇居民人均年可支配收入及实际同比	8
图 10: 中国历年城市地铁运营线路长度 (公里)	9
图 11: 中国历年汽车销量 (万辆)	9
图 12: 中国新开业购物中心体量 (单位: 万 m^2)	9
图 13: 中国新开业购物中心数量 (单位: 个)	9
图 14: 2020 年购物中心开业数量按月分布	10
图 15: 2019Q1-2021Q1 购物中心开业数量按季度分布	10
图 16: 2017 年各发达国家人均购物中心面积 (单位: m^2)	11
图 17: 100 大中城市历年商服用地成交/供应建面	11
图 18: 100 大中城市历年土地成交/供应建面	11
图 19: 上海 3 万 m^2 以上购物中心存量 (单位: 个)	12
图 20: 上海购物中心单体项目平均销售额 (单位: 亿元)	12
图 21: 2019 及 2020 年上海购物中心单体项目销售额分布对比 (单位: 亿元)	12
图 22: 2020 年典型房企购物中心单体项目平均销售额	13
图 23: 2020 年典型房企购物中心平均销售坪效	13
图 24: 2020 年华润置地购物中心租金收入 (单位: 亿元)	13
图 25: 2020 年新城控股购物中心租金收入 (单位: 亿元)	13
图 26: 中国网上零售额占社零总额比重	14
图 27: 美国网上零售额占社零总额比重	14
图 28: 中国历年社零总额及同比 (单位: 亿元, %)	14
图 29: 龙湖集团购物中心各业态面积占比, 2020	15
图 30: 恒隆地产购物中心各业态占比, 2020	15
图 31: 上海购物中心渗透率	16
图 32: 典型房企购物中心租售比	16
图 33: 商业租金收入需区分财产性收入和服务性收入	17
图 34: 华润万象生活各类型商管运营收入占比, 2020H1	18
图 35: 宝龙商业各类型商管运营服务收入占比, 2020	18
图 36: 华润置地将乐都汇购物中心改造成万象里, 进行轻资产管理输出	21
图 37: 浙江星汇承诺的扣非归母净利润, 2020-2024	22
图 38: 华润商管运营收入与总租金收入 (单位: 亿元)	23
图 39: 华润万象生活商管运营收入母公司及第三方占比	23
图 40: 宝龙商业商管运营收入与总租金收入 (单位: 亿元)	23
图 41: 宝龙商业商管运营收入母公司及第三方占比	23
图 42: 轻重资产模式下收支构成拆解	24
图 43: 典型房企商业部分重资产模式毛利率	24
图 44: 典型运营商商业部分轻资产模式毛利率	24
图 45: 星盛商业各类型商管运营服务收入占比, 2020	25
图 46: 星盛商业运营成本及费用拆解, 2020	25
图 47: 2020 年开业购物中心数量按公司分布	25
图 48: 2021 年计划开业购物中心数量按公司分布	25
图 49: 龙湖集团购物中心开业计划	26
图 50: 华润置地购物中心开业计划	26
图 51: 中国购物中心行业 CR5 公司存量和增量面积	27
图 52: 中国购物中心行业 CR5 公司的市场份额	27
图 53: 华润置地典型万象城历年租金收入 (单位: 亿元)	28
图 54: 华润置地典型万象城历年评估值 (单位: 亿元)	28
图 55: 华润置地典型万象城历年租金收入占比	28

图 56: 华润置地典型万象城历年评估占比	28
图 57: 2020 年典型房企投资性房地产占总资产比重	29
图 58: 2020 年典型房企投资物业租金收入占总收入比重	29
图 59: 2020 年典型房企投资物业投资回报率和融资成本对比	30
图 60: 星盛商业商业地产合约项目来源 (单位: 个)	31
图 61: 华润万象生活购物中心加权平均物业管理费	32
图 62: 远洋服务商写物业费均价	32
图 63: 华润住宅物业管理和商业运营管理的收入	32
图 64: 华润住宅物业管理和商业运营管理的毛利率	32
图 65: 宝龙商业住宅物业管理和商业运营管理的收入	33
图 66: 宝龙商业住宅物业管理和商业运营管理的毛利率	33
图 67: 远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的收入	33
图 68: 远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的毛利率	33
图 69: 星盛商业营业收入及同比 (单位: 亿元, %)	33
图 70: 星盛商业成本&费用及同比 (单位: 亿元, %)	33
图 71: 星盛商业除税前利润及同比 (单位: 亿元, %)	34
图 72: 星盛商业除税前利润率	34
表 1: 中国商业地产常见的三种融资形式与 REITs 对比	19
表 2: 以轻资产模式开拓第三方在营项目可提供的商管服务方式	21
表 3: 万达商管轻资产运营项目向业主支付方式 (余下收益均由万达商管留存)	22
表 4: 房企购物中心 2020 年开业数量及未来开业计划	26
表 5: 中国每年 3 万 m ² 以上商场运营规模前 5 企业 (标蓝底的为内地房企)	27
表 6: 2020 年典型房企投资物业投资回报率测算 (表中金额单位: 亿人民币)	30

前言

在之前的两篇商业地产系列专题报告中，我们主要介绍了中国商业地产的发展路径及房企开发商业地产的三大主要模式，本篇报告中，我们将着力分析行业发展空间，并对轻重资产发展模式的优劣。主要结论如下：

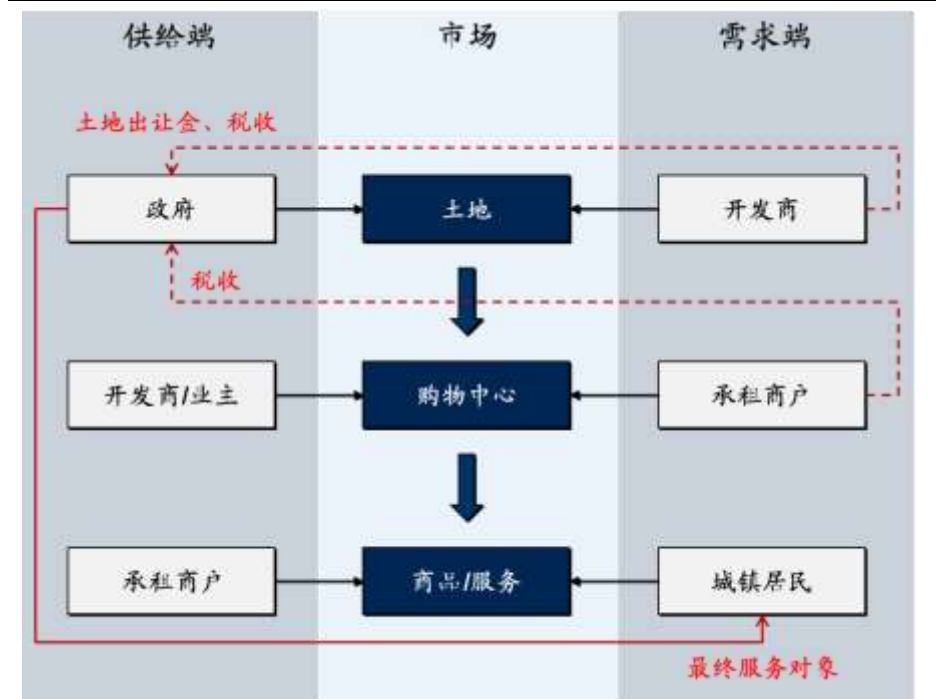
- ◆ **行业空间测算：**预期 2025 年购物中心租金收入=社零&服务总额×渗透率×租售比≈73×15%×15%=1.6 万亿元。
- ◆ **解构租金收入：**要区分持有方的财产性收入和运营商提供运管服务的服务性收入。意识到服务性收入价值的房企开启了商业地产轻资产模式，我们推算商业运管服务约收取总租金收入的 10-35%或物业净收入的 15-30%。
- ◆ **竞争格局预判：**一方面，行业参与者越来越多，但后期可能由于经营能力落后于建造能力陷入亏损困境；另一方面，重资产模式受制于公司资金&土地资源。有运营实力的公司以轻资产模式拓展商业规模是双赢方案。
- ◆ **发展模式选择：**重资产模式高风险高收益，能融到低成本长周期的资金是必要条件，坐拥财产性收入和资产增值，但要承担亏损的风险；轻资产模式凭实力谈价格扩规模，具备较强的运营管理输出能力是必要条件。

行业空间测算：预期 2025 年租金收入达 1.6 万亿元

追根溯源：深入剖析购物中心前后端市场的供需方

购物中心通常由开发商建设持有并出租给商户，对行业空间的测算离不开对行业供需端的分析。要预测购物中心体量增长的空间，除了分析自身的供给和需求端以外，还要追根溯源去分析购物中心的前端土地市场和后端商品/服务市场的供需水平，分析政府供应的土地如何最终成为城镇居民购买商品/服务的场所。

图 1：购物中心前后端供需图

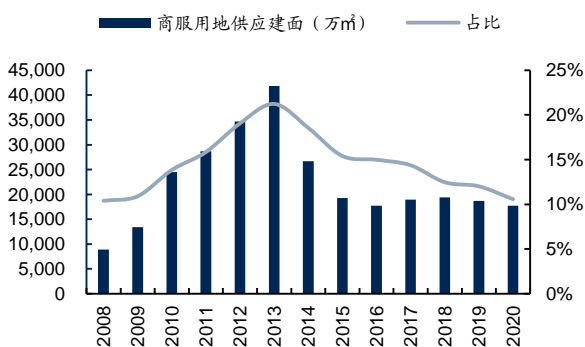


资料来源：国信证券经济研究所整理

前端：土地市场的核心在于供给方，即政府发展商业、利民增收的愿景

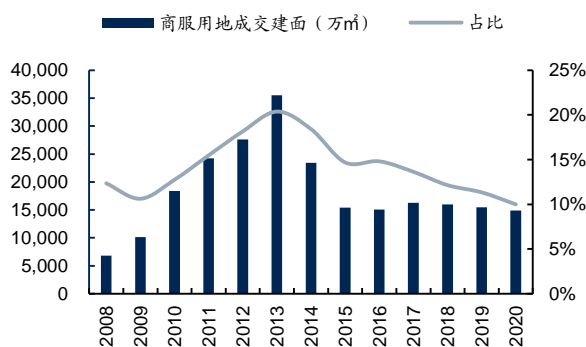
获取土地使用权是建设购物中心的前提。与欧美国家土地私有制下的市场经济不同，中国土地市场的供给方是政府，通常由国家制定年度国有建设用地使用权出让计划的大方向，再将指标分解到省、市、县的自然资源规划部门。这些用地指标细分到住宅、商服、工业用地，有计划有步骤地出让。在城市规划中，从政府的角度看，商业地块是“下金蛋的鸡”。商业物业设施本身提振经济、改善消费环境的能力，此外也能增进当地财政收入，进一步为民服务。除与住宅地块一样在使用权出让时缴纳的出地出让金及相关税费等，商业地块在建成营业后的每一年都要向政府缴纳商业租赁增值税、经营税等。我们观察过去十多年，100大中城市历年商服用地供应&成交建面均呈现先升后降再稳的变化态势。商服用地在建设用地总建面中的供应&成交占比从2013年的最高点20%逐渐下降至2020年的10%。但即便如此，商服用地近五年的年均成交量仍达1.5亿m²，依旧可观。

图 2：100 大中城市历年商服用地供应建面及占比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

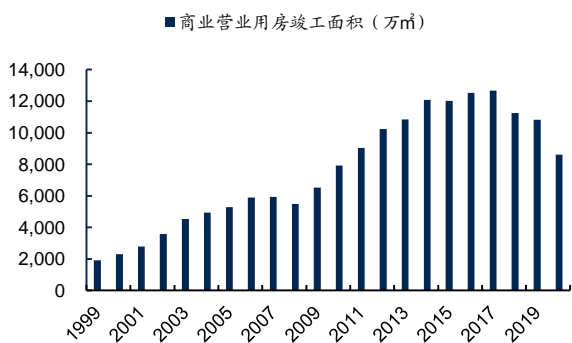
图 3：100 大中城市历年商服用地成交建面及占比



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

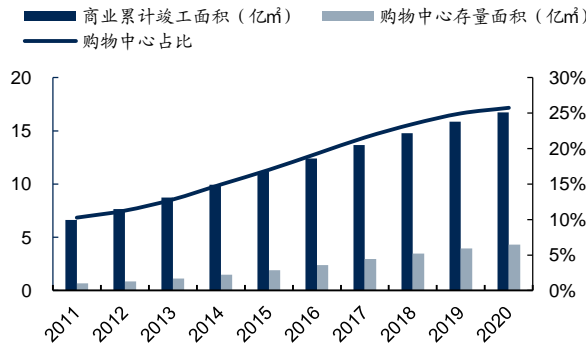
在商服用地供应一定的前提下，我们发现购物中心存量面积占商业营业用房累计竣工面积的比重越来越高。主要由于购物中心虹吸周边消费的结构优势明显（详细请参考我们的报告《商业地产专题报告（一）：消费繁荣，商业不息》），开发商们越来越愿意将商业用地打造为购物中心而非其他零售商铺、商业街等业态。我们计算商业营业用房自1999年起的累计竣工面积，作为中国零售商业面积总量的近似值。截止2020年底中国零售商业面积总量为16.7亿m²，而据赢商大数据统计2020年中国购物中心存量面积为4.3亿m²，购物中心面积占比已从2011年的10%提升至2020年的26%。

图 4：中国商业营业用房竣工面积（单位：万㎡）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

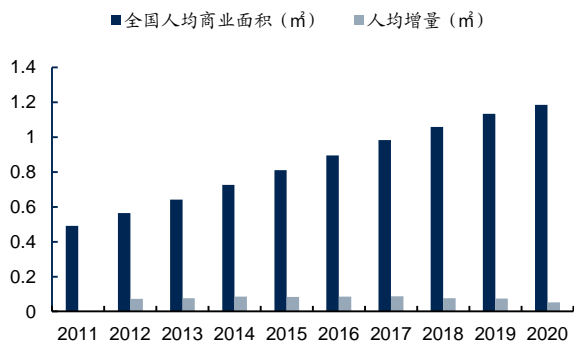
图 5：中国购物中心占商业营业用房累计竣工面积比重



资料来源：国家统计局，赢商网，国信证券经济研究所整理

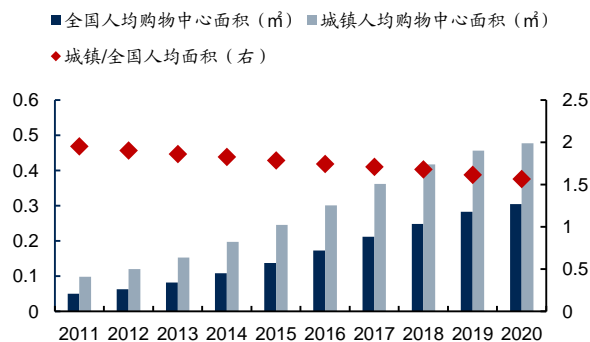
商服用地持续推出的供给叠加开发商建设购物中心的需求，推动中国人均购物中心面积进一步提升。截止 2020 年末，人均商业面积为 1.2 m²，较 2011 年增加 0.7 m²，预期未来每年仍会持续增加 0.07 m²。由于购物中心的服务对象仍以城镇居民为主，采用城镇人口计算人均购物中心面积更为合理。截止 2020 年末，以城镇人口计算的人均购物中心面积为 0.5 m²，是 2011 年 0.1 m² 的 5 倍。随着城镇化率的提升，城镇与全国人均购物中心面积差距逐步缩小，城镇/全国人均面积比从 2011 年的 2.0 降至 2020 年的 1.6。

图 6：全国人均商业面积存量及增量



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 7：全国及城镇居民口径人均购物中心面积对比



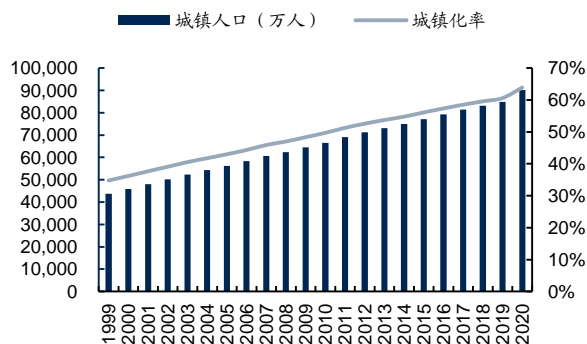
资料来源：国家统计局，赢商网，国信证券经济研究所整理

后端：商品/服务市场的核心在于需求方，即居民消费的意愿及支付能力

从城镇居民的角度看，消费升级带来对更好消费场所的渴望。随着城镇化率的快速提升，中国城镇居民人口数不断增加，从 1999 年 4.4 亿人翻倍到 2020 年 9 亿人；同时城镇居民人均年可支配收入提升，从 1999 年 5854 元增长 6.5 倍到 2020 年 43834 元，居民对于更好商品和更佳服务的需求将保持旺盛。

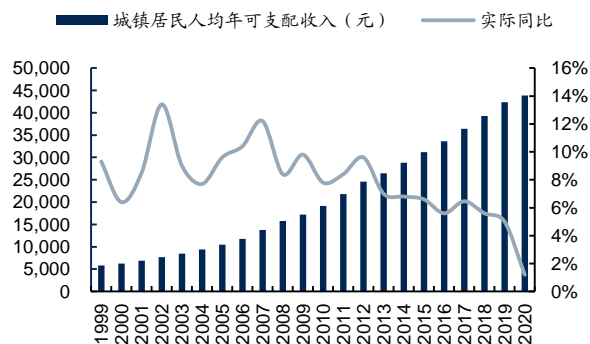
更方便的城镇交通方式，也使得居民到达购物中心更便捷，带来大体量购物中心的发展机遇。城市地铁运营线路长度从 2010 年 1217 公里增长 3.5 倍到 2020 年 5481 公里，年度汽车销量从 2003 年 439 万辆增长 4.8 倍到 2020 年 2531 万辆。在一二线城市，居民可以靠轨道交通方便触及“TOD”模式商场，激发消费欲望；在三四线城市，居民家用汽车的普及使得 3-5 公里的距离不再遥远，当地购物中心覆盖的客群范围更广，盈利空间持续打开。

图 8：中国历年城镇人口数及城镇化率



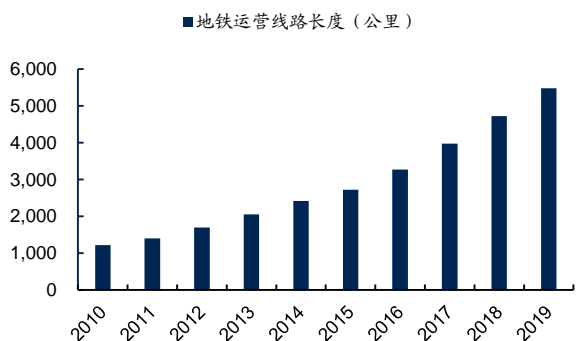
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 9：中国历年城镇居民人均年可支配收入及实际同比



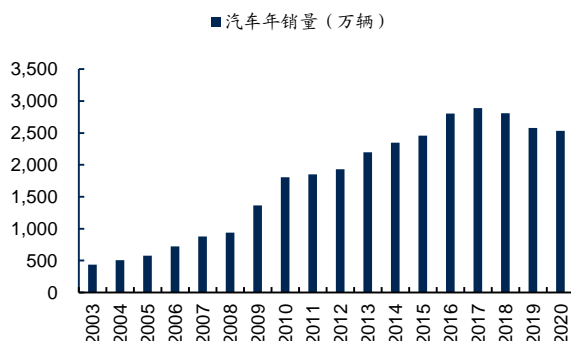
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 10: 中国历年城市地铁运营线路长度 (公里)



资料来源: 交通部, 国信证券经济研究所整理

图 11: 中国历年汽车销量 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 国信证券经济研究所整理

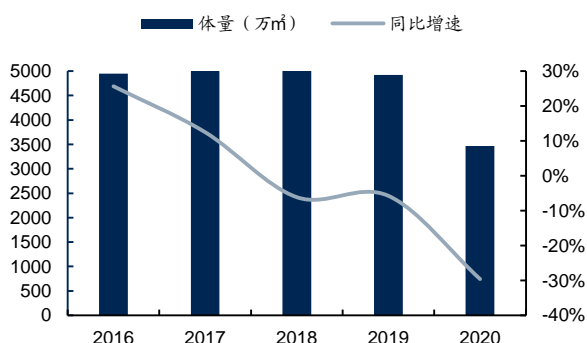
短期判断: 2020 年开业量受疫情影响, 预计将于 2021 年爆发

受疫情影响, 2020 年购物中心的新开业数量和体量急剧降低。根据赢商网的数据统计, 2016-2019 年间购物中心年度新增保持在年均数量增加 500 个、体量增加 4500 万 m² 左右, 而 2020 年新开业购物中心数量仅为 373 个、体量仅增加 3447 万 m²。

但商业地产的回弹力较强。按月观察, 可见疫情对购物中心新开业数量的冲击主要体现在 2 至 4 月份, 随后爬升, 并在年底 12 月单月开业 127 座, 占全年开业数量的 1/3。我们认为, 2020 年计划开业却被疫情耽搁的项目将延迟至 2021 年开业, 2021 年会是购物中心补偿性爆发开业的大年。

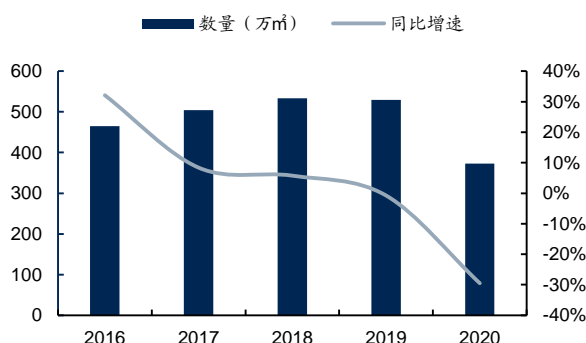
根据赢商网调研数据, 我们认为 2021 年购物中心新开业数量应能达 700 个、新增体量约 6000 万 m²。虽然 2021 年一季度仅新开业购物中心 56 个, 但我们相信新开业数据会像往年一样逐季度攀升, 并在下半年实现爆发。这主要由于开发商通常愿意选择四季度作为购物中心的开业时间, 一方面节日多、有充分理由为新开业的商场营销造势, 另一方面靠近年底居民消费预算提升、消费热情旺盛, 此时开业更有把握给商场营运起个好头。

图 12: 中国新开业购物中心体量 (单位: 万 m²)



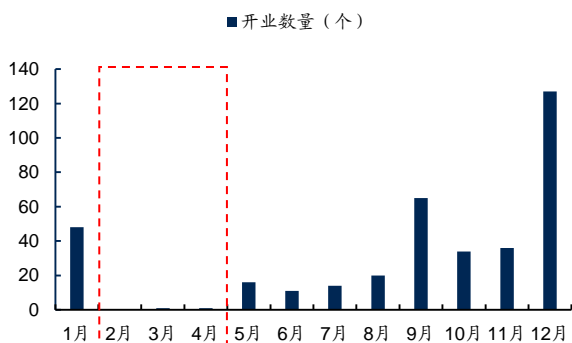
资料来源: 赢商大数据, 中城研究院, 国信证券经济研究所整理
备注: 统计对象为商业建筑面积 ≥ 3 万平方米的集中型零售物业

图 13: 中国新开业购物中心数量 (单位: 个)



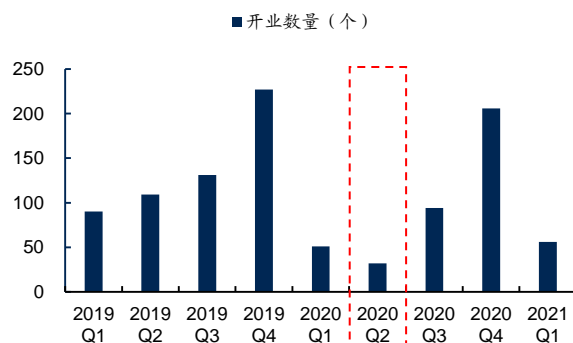
资料来源: 赢商大数据, 中城研究院, 国信证券经济研究所整理
备注: 统计对象为商业建筑面积 ≥ 3 万平方米的集中型零售物业

图 14: 2020 年购物中心开业数量按月分布



资料来源: 赢商大数据, 中城研究院, 国信证券经济研究所整理
备注: 统计对象为商业建筑面积 ≥ 3 万平方米的集中型零售物业

图 15: 2019Q1-2021Q1 购物中心开业数量按季度分布



资料来源: 赢商大数据, 中城研究院, 国信证券经济研究所整理
备注: 统计对象为商业建筑面积 ≥ 3 万平方米的集中型零售物业

中长期趋势: 关注购物中心面积增长和租金收入间的分化

目前市场上对中国购物中心行业增长空间的预测, 普遍采用中国人均零售商业面积、购物中心坪效及购物中心销售额渗透率等指标, 对标发达国家各类参数水平来估算中国购物中心的面积增长及租金收入提升空间。

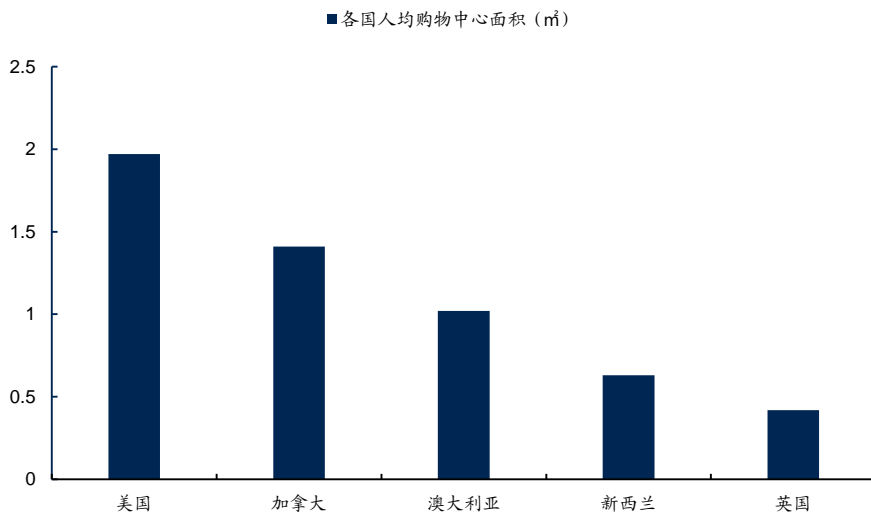
估算中国购物中心行业空间时需规避的三大误区

误区一: 将人均零售商业面积作为租金收入空间的测算参数

首先, 各个发达国家间的人均零售商业面积差异本身就非常大。这既跟当地商业环境和人口消费特征有关, 也与政府对商业类型的指导规划偏好相关。对比 2017 年各国人均购物中心面积数据, 美国为 2.0 m², 澳大利亚为 1.0 m², 而新西兰和英国分别为 0.6 m² 和 0.4 m²。

- ◆ **政府对商业发展的引导影响:** 美国人均购物中心面积高, 主要由于各地政府竞争就业岗位数和消费税收入、同时消费主义盛行, 购物中心容易获得建造许可也容易在经营中获利。而英国政府则相反, 总是试图控制市区购物中心的数量和体量, 避免对小型商业体造成经营影响。
- ◆ **当地商业环境及人口消费特征差异:** 澳大利亚的购物中心受益于开发运营能力较强的西田集团等商业地产商的建设, 发展良好。而新西兰全国人口仅 500 万人, 仅与澳大利亚的悉尼或墨尔本的人口数量相当; 且人口分布极为分散, 最大城市奥克兰面积高达 1100 平方公里但人口仅 160 万, 第二大城市首都惠灵顿人口不到 50 万, 无力支撑大型购物中心体的盈利。

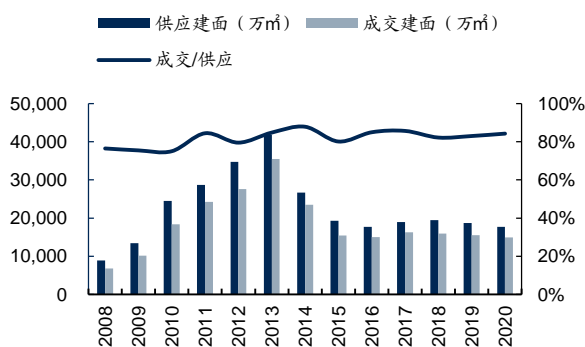
图 16: 2017 年各发达国家人均购物中心面积 (单位: m²)



资料来源: Shopping Centre Council of Australia, 国信证券经济研究所整理

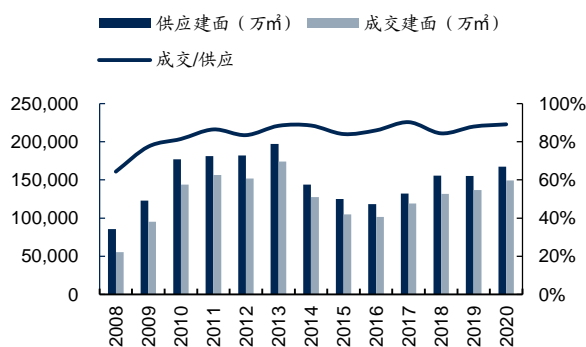
且根据我们在前面对于供给端的分析, 对中国购物中心的面积增长空间的估算并无太大意义。根据我们在上文的分析, 可知政府出于发展商业、利民增收的愿景会持续供应商服用地。且从成交维度看, 2008 年至 2020 年 100 大中城市历年商服用地成交/供应建面一直维持在 80%, 虽略低于整体土地成交/供应建面比例 90% 的水平, 但足以说明历年商服用地的流拍率都很低。主要由于政府出让商服用地时通常也已对周边配套设施制定规划为开发商注入信心, 有时会将商服用地与住宅用地捆绑出让, 而房企出于勾地目的及多元化发展战略, 也愿意接受商服用地并投资建造购物中心。我们认为, 未来商服用地的流拍比例仍能控制在合理范围内, 这也就意味着, 未来购物中心的面积供给并不完全取决于市场需求天花板。

图 17: 100 大中城市历年商服用地成交/供应建面



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 18: 100 大中城市历年土地成交/供应建面



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

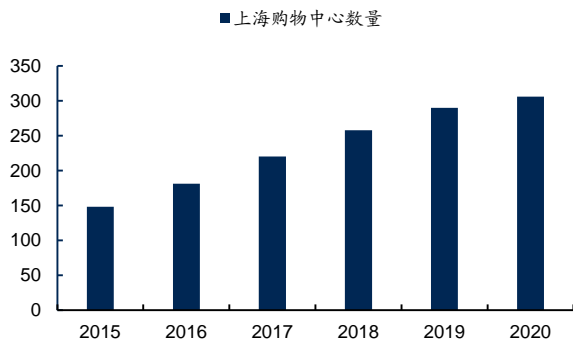
误区二: 将购物中心单体销售额或坪效作为租金收入空间的测算参数

单体购物中心销售额及坪效预测是无效的, 因为行业优胜劣汰的马太效应过于强烈, 购物中心的销售额并不会随着数量的扩张和体量的增长而线性攀升。

(1) 同一个城市内购物中心的销售额分化明显: 以上海为例, 从 2015 年到 2020 年, 上海 3 万 m² 以上购物中心的数量从 148 个逐步增加到 306 个, 但是购物中心的单体项目平均销售额却从 9.2 亿元逐年下降至 5.9 亿元。以 2020 年为例, 上海购物中心的总销售额 1815 亿元, 在疫情影响下同比下滑了 9.7%, 但头部

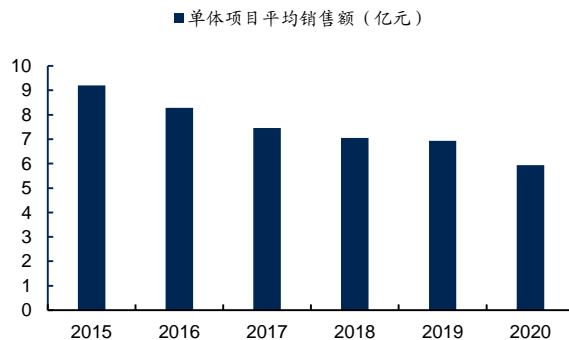
购物中心仍然创造了不错的销售额，如恒隆广场、港汇恒隆广场、尚嘉中心、连卡佛销售额分别同比增长 60%、42%、37%、12%，以销售奢侈品牌为主的国金中心、恒隆广场、月星环球港销售额均超 100 亿元。

图 19: 上海 3 万㎡以上购物中心存量 (单位: 个)



资料来源: 上海购物中心协会, 国信证券经济研究所整理

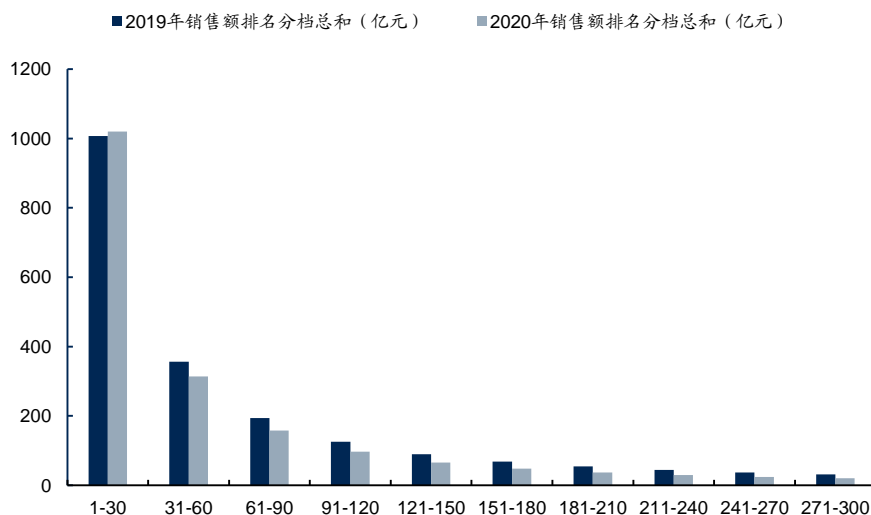
图 20: 上海购物中心单体项目平均销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 上海购物中心协会, 国信证券经济研究所整理

我们根据上海购物中心协会统计的 2019 及 2020 年上海购物中心单体项目销售额分布, 发现除 Top30 (即前 10%) 购物中心销售额之和在 2020 年仍增长, 其他购物中心均出现了销售额的下滑。Top30 的购物中心的销售额之和占比从 2019 年的 50% 提升至 2020 年的 56%。这充分显示在购物中心行业, 利用当地个别购物中心的平均销售额或者坪效以线性外方式推预测当地未来或者其他购物中心的业绩是不完全有效的。

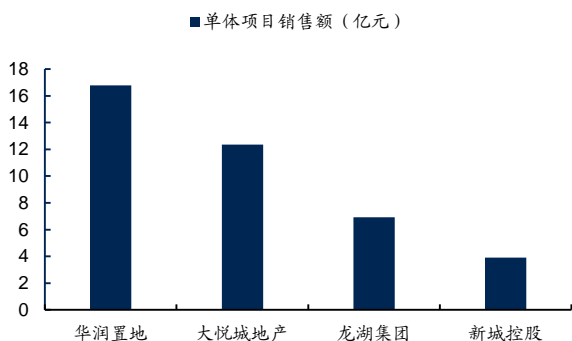
图 21: 2019 及 2020 年上海购物中心单体项目销售额分布对比 (单位: 亿元)



资料来源: 王玮商业地产课堂《以网络思维的幂率法则对 2020 年国内购物中心销售额的剖析》, 上海购物中心协会, 国信证券经济研究所整理

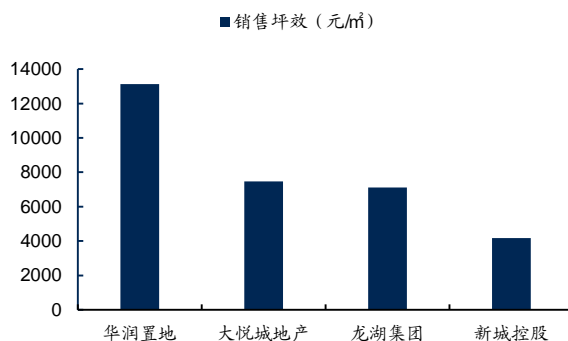
(2) 不同公司单体购物中心销售额数据差异巨大: 我们比较典型房企购物中心的平均销售表现, 2020 年华润置地购物中心单体项目平均销售额为 17 亿元, 是新城控股的 4.3 倍; 华润置地购物中心平均销售坪效为 1.3 万元/㎡, 是新城控股的 3.2 倍。业内标杆房企的购物中心销售表现分化就如此严重, 我们更不能以这些头部房企购物中心的销售额数据估测其他购物中心的表现。

图 22：2020 年典型房企购物中心单体项目平均销售额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：单体销售额=2*全年销售额/(上年未开业个数+本年未开业个数)

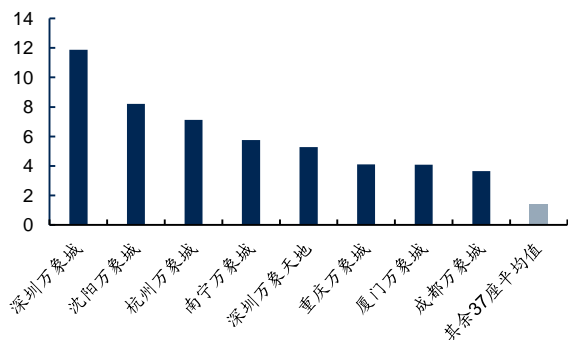
图 23：2020 年典型房企购物中心平均销售坪效



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：销售坪效=2*全年销售额/(上年未开业建面+本年未开业建面)

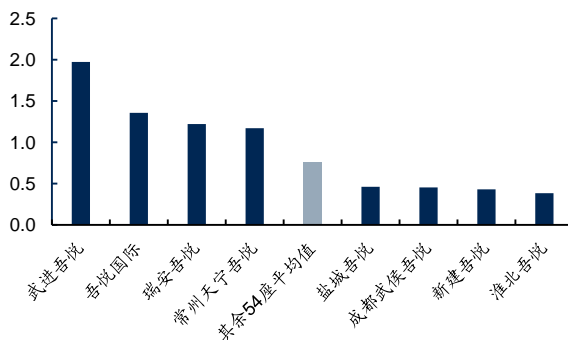
(3) 同公司内部购物中心之间的业绩对比差异巨大：如果说华润置地和新城控股购物中心销售额表现之间巨大的差异主要源自布局城市能级的不同，那在同一家公司内部购物中心的表现差异更能说明单体间的业绩不可比性。华润置地 2020 年 45 个购物中心的总租金收入为 101 亿元，Top8 项目的租金就占 50%，而其余 37 座的租金收入平均值仅为 1.4 亿元。新城控股 2020 年开业时间一年以上的购物中心有 62 个，其中前 4 个租金合计 5.7 亿元，是最后 4 个的 3.3 倍。

图 24：2020 年华润置地购物中心租金收入 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

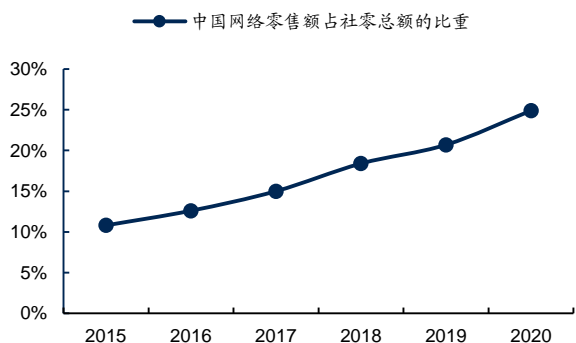
图 25：2020 年新城控股购物中心租金收入 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：仅统计开业 1 年以上的项目

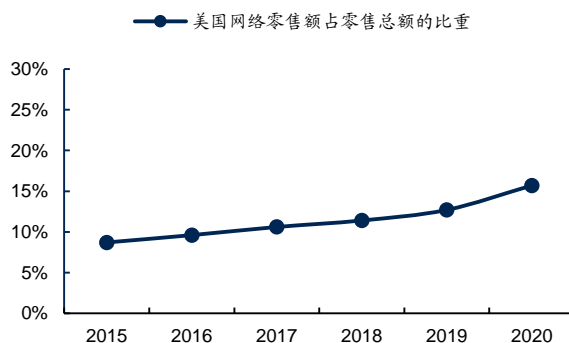
误区三：与发达国家水平对标，高估中国购物中心未来销售额的渗透率极限
考虑网络购物在社零总额的占比情况，我们认为中国购物中心的渗透率预期应低于发达国家水平。由于中国人口分布集中、人力成本相对便宜，创造出了又便宜又快速的快递配送条件，极大推动了互联网购物的发展。2015 年时，中国实物商品网上零售额占社零总额比重为 11%，与美国 9% 的水平相当。而到了 2020 年，中国网上零售额占比已经高达 25%，比美国高出 9 个百分点。由于购买便捷、价格优势、不用搬运，中国居民会选择在线上购买部分商品，尤其是超市百货类，很大概率会造成中国购物中心的渗透率低于发达国家水平。

图 26: 中国网上零售额占社零总额比重



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 27: 美国网上零售额占社零总额比重



资料来源: 美国商务部普查局, 国信证券经济研究所整理

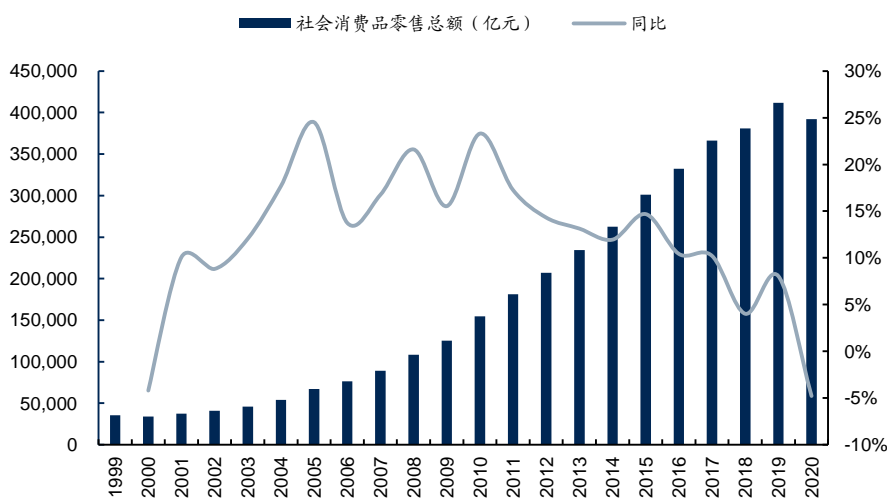
测算结果: 2025 年购物中心整体租金收入约为 1.6 万亿元

鉴于对上述三大误差的分析, 我们在估算行业空间 (即购物中心行业整体租金收入) 时不会采用人均零售商业面积和销售坪效等参数, 也会避免使用并不靠谱的发达国家对应参数水平。我们认为, 行业空间的合理测算公式为 $\text{租金收入} = \text{社零\&服务总额} \times \text{渗透率} \times \text{租售比}$ 。

Step1: 以社零总额为基准测算社零&服务总额

常住人口的迁徙会带来人口流出地购物中心的客流窘迫和人口迁入地购物中心的客流充裕, 但社零总额并不受迁徙因素的影响, 因此是相对准确的租金收入估算依据。不过需要注意的是, 社会消费品零售总额指企业 (包括单位、个体户) 通过交易直接售给个人、社会集团非生产、非经营用的实物商品金额以及提供餐饮服务所取得的收入金额, 因此不包括购物中心内健身、电影院、KTV、教育培训等娱乐服务类业态产生的收入。为避免遗漏购物中心内提供娱乐服务类业态创造的租金收入增长空间, 我们通过估算在购物中心销售额中娱乐服务类业态贡献的收入占比, 以此为系数估算除餐饮以外的其他服务总额, 并加进社零总额中, 作为社零&服务总额备用。

图 28: 中国历年社零总额及同比 (单位: 亿元, %)



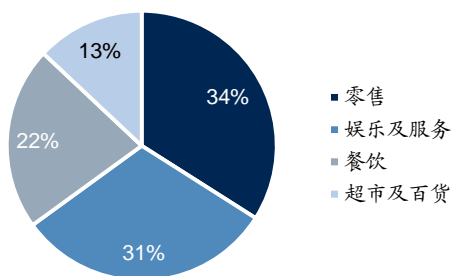
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

由于业内披露购物中心各业态面积或收入占比的公司不多, 我们对商业地产标杆房企龙湖集团、恒隆地产旗下购物中心业态占比数据进行分析。主打大众消

费的龙湖集团旗下购物中心里娱乐及服务业态租赁面积占比为 31%，主打奢侈品消费的恒隆地产 9 个内地在营购物中心消费及娱乐业态的面积占比平均值为 18%。我们预估 2025 年行业内娱乐服务类业态贡献的收入占比的平均水平为 25%，因此将除餐饮以外的其他服务总额与社零总额的比较系数定为 25%，将其加进社零总额中，即将社零&服务总额定为 1.25 倍的社零总额。

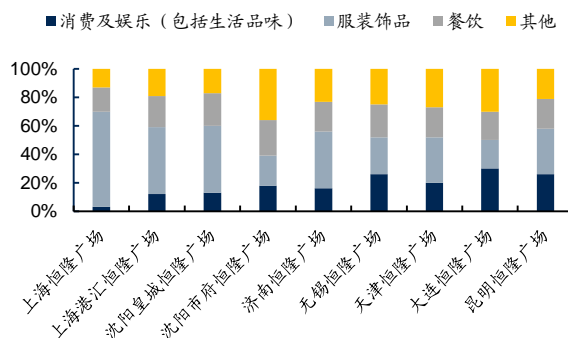
由于 2020 年社零总额受疫情冲击下滑明显，我们以 2019 年社零总额 41.2 万亿元为基数，以 6% 的保守预测作为年复合名义增速，估算 2025 年社零&服务总额 $\approx 41.2 \times (1+6\%)^6 \times 1.25 = 73$ 万亿。

图 29: 龙湖集团购物中心各业态面积占比, 2020



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 恒隆地产购物中心各业态占比, 2020



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

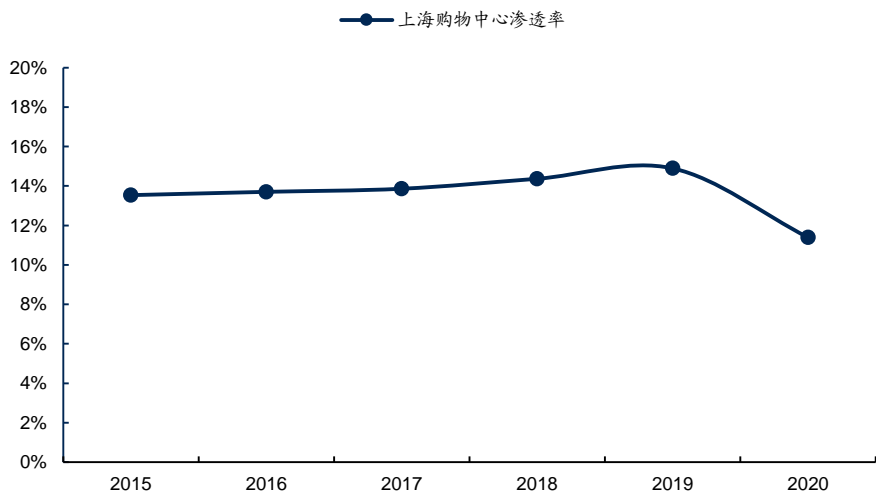
Step2: 以商业发展领先城市上海为标杆测算购物中心销售额渗透率

根据我们在误区三中的分析, 考虑中国强大的网络购物在社零总额的占比情况, 我们认为中国购物中心的预期渗透率水平不能参考发达国家, 但可以对标中国商业发展水平领先、网络购物也很强势的上海。

将上海购物中心协会披露的数据代入公式: 上海购物中心渗透率=当年上海购物中心总销售额/当年上海社零总额。2020 年渗透率的显著下降主要是受疫情冲击, 因此我们主要以疫情前 2015-2019 年的数据作为参考。上海销售额渗透率在 2015/2016/2017/2018/2019 年分别为 13.5%/13.7%/13.9%/14.4%/14.9%, 明显呈现逐年提升的趋势, 我们推断除了购物中心供给增加、消费升级客单价提升等因素外还有一个可能的原因, 即购物中心里体验业态占比提升使得销售额渗透到了社零之外的服务收入中。

鉴于上海在全国城市商业发展的领先地位, 我们中性估测 2025 年全国购物中心销售额对社零&服务总额的渗透率能达到 15% 的合理水平。

图 31: 上海购物中心渗透率



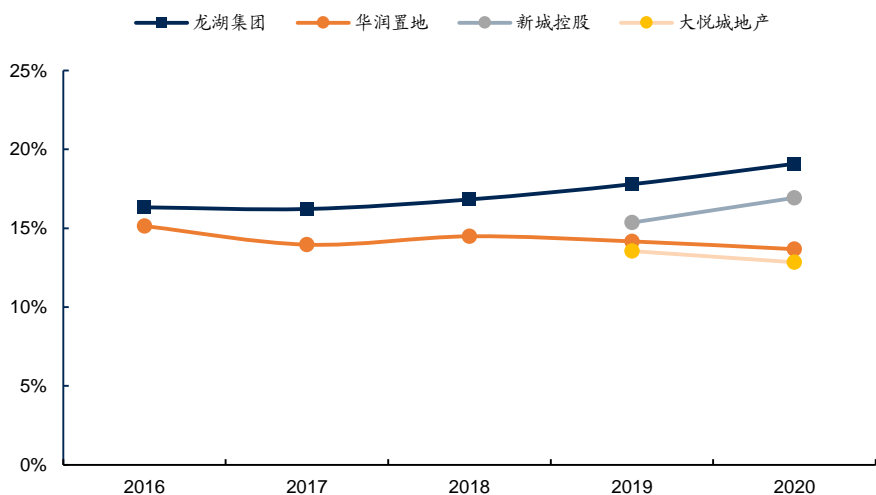
资料来源: 上海购物中心协会, 国信证券经济研究所整理
备注: 渗透率=当年销售额/当年社零总额

Step3: 以龙头房企为标杆测算购物中心租售比

虽然典型房企旗下各单体购物中心的销售额差异较大, 但是租售比水平还是保持了相对一致, 均在 15% 左右的合理水平。对于 2020 年出现的租售比分化, 我们倾向于用各家在疫情期间对商户的免租时长及范围不同来解释。但是我们相信, 不管哪类购物中心, 其租售比在长期趋势上还是会相仿。因为租售比的提升会增加商户的运营成本, 过高的租售比无异于杀鸡取卵。

鉴于这几家房企在商业地产行业所处的龙头领先地位, 具备较强的议价能力, 我们中性估测 2025 年全国购物中心租售比能达到 15% 的合理水平。

图 32: 典型房企购物中心租售比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 租售比=当年租金收入/当年销售额

Step4: 将参数估算值代入公式, 得到 2025 年行业租金收入约为 1.6 万亿元

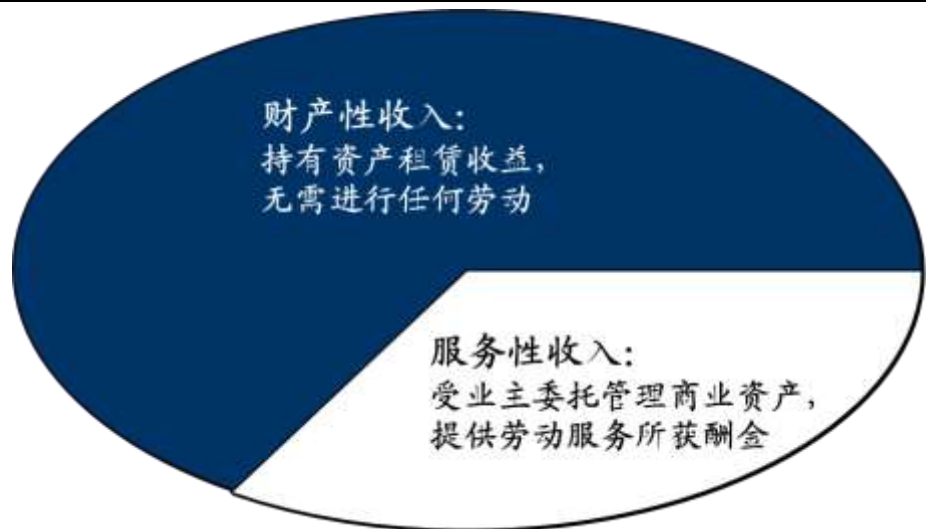
根据 Step1-3 的估算过程, 我们准备好了行业空间测算所需的所有参数。将其代入公式, 可计算得出 2025 年行业租金收入=社零&服务总额×渗透率×租售比 $\approx 73 \times 15\% \times 15\% = 1.6$ 万亿元。

解构租金收入：源于资产还是源于服务？

背景：财产性收入和服务性收入混合收取、未加区分的历史原因

目前商业地产仍处于增量发展阶段，通常情况下，房企作为主要的开发商会自持并运营管理购物中心，因此兼具持有者和运营者身份，所获得的收入并未拆分，在财报上体现为商业租金收入。而实际上，正如能从宝龙地产和华润置地拆分出既提供住宅物业管理服务也提供商业运营管理服务的宝龙商业和华润万象生活一样，商业租金收入从严格意义上来说，要区分源于资产和源于服务的收入，即持有方的财产性收入，和运营方提供商业运营管理服务的**服务性收入**。

图 33：商业租金收入需区分财产性收入和服务性收入



资料来源：国信证券经济研究所整理

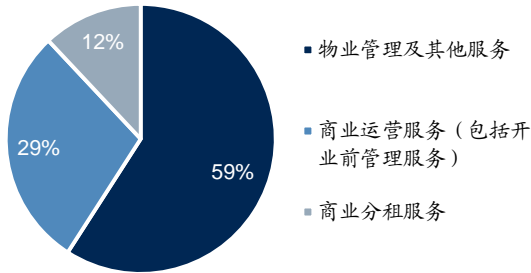
商业地产的服务性收入是支付给运营方作为提供商业运营管理服务的酬劳，从一个购物中心开业到运营，商业运营管理服务内容主要包括以下三种类型：

- ◆ **开业前的定位、建筑咨询及租户招揽服务：**主要包括购物中心的市场定位、业务策划咨询、设计及建筑咨询以及租户招揽服务；
- ◆ **开业后的商业运营和物业管理服务：**主要包括制订购物中心的运营策略、举行营销及推广活动、租户管理和收租服务及物业管理服务；
- ◆ **增值服务：**主要包括管理购物中心内可短期租作限定店及举行促销活动的公共空间以及广告空间（例如购物中心的 LED 显示屏以及内墙及外墙）。

我们以提供商业运营管理服务的华润万象生活和宝龙商业为例，分析其商管服务部分收入构成：

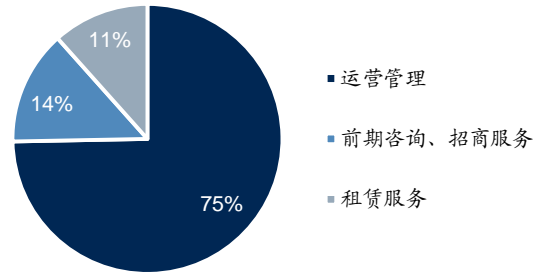
- ◆ **华润万象生活：**物业管理及其他服务（主要包括秩序维护、清洁及绿化、维修及养护及其他增值服务）收入占比高达 59%，而商业运营服务（包括开业前管理及运营管理）收入占 29%，分租模式收入占 12%；
- ◆ **宝龙商业：**开业后的运营管理收入占比为 75%，开业前的前期咨询、招商服务收入占比为 14%，分租模式收入占比为 11%。

图 34: 华润万象生活各类型商管运营收入占比, 2020H1



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 2020 年上半年, 购物中心物业管理服务收入模式为包干制

图 35: 宝龙商业各类型商管运营服务收入占比, 2020



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

趋势: 正视服务性收入价值, 开启商业地产轻资产模式

我们在之前两篇商业地产行业专题报告中有提及, 中国购物中心发展时间仍然较短, 集中度相对较低, 目前重资产开发持有仍是主要发展模式, 但随着行业竞争趋于激烈、外部融资逐渐收紧, 坚持纯重资产模式拓展的资金压力增加, 越来越多的公司看见了商业地产轻资产模式的吸引力, 制定了轻资产转型战略。轻资产模式的本质是输出管理, 即以保留运营管理收入为基础, 放弃全部或者部分所有权的租赁收益。是否承担物业建造成本、掌握物业所有权是判断轻重资产模式的最主要依据。当前, 轻资产模式主要有三种实现路径:

- ◆ 转让自持项目股权(弱版替代方案为抵押融资)
- ◆ 主要负责运营工作, 引入合作方或直投机构出资建造新项目
- ◆ 分拆商管业务板块, 接管母公司项目并拓展第三方在营项目

从上到下, 路径的轻资产化程度越来越高。前两种路径通常需要深度参与重资产建设阶段, 可能垫付成本或出资持有部分股权, 而最后一种则是完全意义上的存量项目轻资产管理, 也是现在备受资本市场关注的房企剥离商管板块独立上市后想做的事情。

路径一: 转让自持项目股权(弱版替代方案为抵押融资)

出售在管项目股权的最大作用是将重资产项目轻资产化, 尽快收回投资成本或变现资产增值收益。出于对项目价值的信心, 目前采取该路径的房企大多只出售部分股权, 仍保持对项目的控制权和管理权。例如, 大悦城地产以股换钱。在 2016 年 8 月以总价 92.89 亿元出售全资附属公司立运、熙安及锦星的 49% 股权给新加坡 GIC 和中国人寿共同持有的大悦城商业地产基金, 将西单大悦城、静安大悦城、天津南开大悦城、朝阳大悦城、北京中粮广场、中粮·置地广场 6 个项目的 49% 股权变现, 大大减轻了资金压力。

在美国、日本、新加坡等发达国家的成熟市场, 房企旗下商业地产项目的股权转让可以通过发行公募 REITs 实现。目前, 中国大陆地区尚未出台针对商业地产的 REITs 政策, 除尝试境外 REITs 外, 也可以借助类 REITs、CMBS 或者经营性物业贷实现抵押融资、盘活存量资产。例如, 新城控股采用 CMBS 和经营性物业贷融资盘活自持的吾悦广场项目, 2020 全年通过 CMBS 及经营性物业贷盘活资产共计 102.72 亿元。其中 50.84 亿元 CMBS 的期限为 3+3+3+3+3, 利率在 4.8%-5.5%; 而 51.88 亿元经营性物业贷的期限为 8.8 年, 利率为 6.5%, 与公司 6.7% 的融资成本相仿。

- ◆ REITs (Real Estate Investment Trusts): 不动产投资信托基金, 引入公募基金, 转移物业所有权减轻持有负担, 给资本市场提供一种强制分红、减

免税费的投资标的；

- ◆ **类 REITs:** 部分条款符合国外成熟市场 REITs 的标准，但在交易结构、募集范围、运营方式、收益分配方式、税负水平等方面仍存在一定差异；
- ◆ **CMBS (Commercial Mortgage Backed Securities):** 商业房地产抵押贷款支持证券，债权银行以原有的商业抵押贷款为资本，发行证券；
- ◆ **经营性物业贷:** 银行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，以该物业的经营收入作为主要还款来源的贷款。

表 1: 中国商业地产常见的三种融资形式与 REITs 对比

	REITs	类 REITs	CMBS	经营性物业贷
融资属性	股权融资 (同股同权)	股权&债权融资	表外债权融资	表内有息负债
募资用途	不限制	不限制	指定用途	只能归还股东借款或支付日常经营、装修改造支出等，不得用于房地产开发
收益分配	租金分红	分红/付息	分级付息	本息固定
目标物业是否转让	是	是	否	否
流通性	强	较弱	弱	无

资料来源：国信证券经济研究所整理

REITs 由于其股权性质对于房企具有不可替代性，我们期待继基础设施 REITs 之后对商业地产 REITs 的放开，但对于投资者来说，持有旗下拥有优质商业地产的房企股票是持有 REITs 份额的替代方案：

- ◆ **对房企来说，REITs 的股权性质最重要：** REITs 是完全真实的股权融资，而其他都更类似于债券性质，需要在一定期限后归还本金。2020 年 4 月，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，正式启动基础设施领域的公募 REITs 试点工作。若未来 REITs 试点能放开到商业地产领域，出台合理的发行机制和税收减免政策会对商业地产持有者盘活存量资产、增强收益能力、实现轻资产运营产生极大利好。
- ◆ **事实上，市场对 REITs 产品的认可度很高：** 2021 年 5 月，沪深交易所首批 9 单基础设施公募 REITs 产品正式开启发售工作，战略配售部分均实现 100% 有效认购，网下认购和公众投资者部分均实现了超募，其中公众认购的配售比例大多在 10% 以下，受欢迎程度很高。
- ◆ **对投资者来说，REITs 的资产回报率最重要：** 投资商业地产不必去购买竞争力弱、增值空间小的沿街商铺，避免了由于自寻商家入驻的经验不足而导致年租金收益率甚至不如无风险利率。通过购买打包优质购物中心资产的 REITs 能获得更理想的回报。虽然分红比例和税收减免政策相比 REITs 还有一定差距，购买持有购物中心的房企股票算是比较不错的替代方案。

路径二：主要负责运营工作，引入合作方或直投机构出资建造新项目

与发达国家商业地产发展成熟后以存量收并购、融资运营的主要发展模式不同，目前中国的商业地产受益于人口城镇化和经济持续发展，还有增量开发空间。因此，有丰富的建造和运营经验的房企能找到有资金成本优势或者土地资源优势的公司合作开发新项目，双方各取所需，房企主要赚取商业运营服务收入。

1. 资方直投类：与资金成本低的金融机构合作

例如，龙湖采取与海外低成本资金合作。海外资金方认可中国商业市场的长期发展潜力但没有自行开发建设管理商业地产的能力，通过出资与龙湖合作能够持股中国具备增长潜力的大型商业项目，而龙湖可以少投入资金开发项目但能赚取全部运营管理收入。

- ◆ **与渣打银行等进行股权合作：**2014年7月，龙湖联合渣打银行等投资机构开发重庆观音桥龙湖新壹街项目（2013年12月由龙湖以25.2亿元竞得的地块）。其中，龙湖占51%的权益，渣打银行投资7.6亿元占28%的权益，其他投资者持有余下21%的权益。
- ◆ **与加拿大养老基金投资公司 CPPIB 合作：**2014年12月，龙湖与 CPPIB 成立合资公司，CPPIB 宣布以2.34亿加元（约12亿人民币）投资开发苏州时代天街项目；2016年10月，CPPIB 又以1.93亿加元（约10亿人民币）投资开发重庆龙湖西城天街项目，占49%的权益。

2. 土地合作类：与拿地有优势的本地公司合作

例如，万达与村镇集体、城投公司和本地房企合作开发项目。合作方出地又出项目的投资资金，万达不出钱，只输出“万达广场”品牌并负责设计建造。项目建成后万达与合作方签署租赁协议以获取购物中心的使用权进行商业运营管理，通常万达能分享项目30%的物业净收入（NPI）。

- ◆ **与村镇集体合作：**万达的第一个轻资产项目北京槐房万达广场，由北京市丰台区槐房村集体企业出地、出资，万达规划设计、建设管理、招商运营；
- ◆ **与国有城投公司多次合作：**万达与西藏拉萨市国有城投公司的首个轻资产合作项目位于拉萨市城关区2018年已开工，2019年12月又签订拉萨第二座万达广场——堆龙区万达广场的合作协议。
- ◆ **与本地房企多次合作：**万达与日照兴业房地产在2017年6月合作，后者出资出地，日照万达广场于2019年12月开业。2019年6月双方又签约第二个轻资产合作项目诸城万达广场。

路径三：分拆商管业务板块，接管母公司项目并拓展第三方在营项目

房企将商管服务性收入与持有资产财产性收入剥离、分拆上市后，以商管轻资产平台公司身份接管母公司项目资源并外拓第三方项目。上市融到的资金一方面能助力团队经费无忧地聚焦心思提升商管运营的专业化能力和数字化水平，另一方面又可帮助房企拓展第三方在营项目或收并购其他轻资产商管平台。

1. 承接母公司及兄弟公司的项目管理运营需求

对被分拆上市的商管服务公司来说，运营管理经验都是从母公司的项目中锻炼出来的，而公司上市后通常最基础的业务收入就来自于承接母公司及兄弟公司的项目管理运营服务，以远洋服务和华润万象生活为例：

- ◆ **远洋服务承接母公司及兄弟公司的项目：**远洋服务定位于远洋集团的轻资产平台，为母公司及兄弟公司的商写项目提供定制化物业管理服务，未来增长空间还有远洋集团在建待运营商写180万 m^2 ，以及远洋资产提供每年不少于200万 m^2 的商写物业、工业园、物流中心及数据中心项目。2021年6月，远洋服务又承接了远洋集团的商业及写字楼资产运营管理业务。
- ◆ **华润万象生活向母公司华润置地旗下项目输出管理：**华润置地本身就持有多个万象城、万象汇等品牌条线的购物中心项目。而与华润置地同在母公司华润集团旗下的兄弟公司华润万家2014年收购乐购在中国的业务后，将其旗下的乐都汇购物中心收入囊中，由华润置地进行改造。华润万象生活作为住宅物管&商管运营服务商上市后，接管了华润置地商业地产项目的商业运营和物业管理业务，向华润置地收取服务费。

图 36: 华润置地将乐都汇购物中心改造成万象里, 进行轻资产管理输出



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2. 直接向第三方商业地产在营项目输出管理

轻资产运营商向第三方商业地产项目输出运营管理服务, 按照提供的服务类别获得对应的收入, 收费标准有固定收入、租金收入/物业经营净收益的抽成等。以华润万象生活为例, 向第三方在营项目提供的商管服务方式包括 (1) 承租后分租 (即二房东模式); (2) 委托管理; (3) 运营外包; (4) 品牌授权。

表 2: 以轻资产模式开拓第三方在营项目可提供的商管服务方式

类型	收入来源	成本投入
承租后分租	<ul style="list-style-type: none"> 向开发商或业主租用购物中心及分租予租户 主要包括租金收入及物业管理收入 	<ul style="list-style-type: none"> 承担支付予物业开发商或业主的租金以及人力与经营成本
委托管理	<ul style="list-style-type: none"> 派遣管理团队和运营人员 收入主要为运营管理收入 	<ul style="list-style-type: none"> 主要是人力成本和经营成本
运营外包	<ul style="list-style-type: none"> 派遣核心部门管理层 收入主要为运营管理收入 	<ul style="list-style-type: none"> 主要是人力成本和经营成本
品牌授权	<ul style="list-style-type: none"> 品牌授权费 	<ul style="list-style-type: none"> 考察经营状况以维护品牌声誉

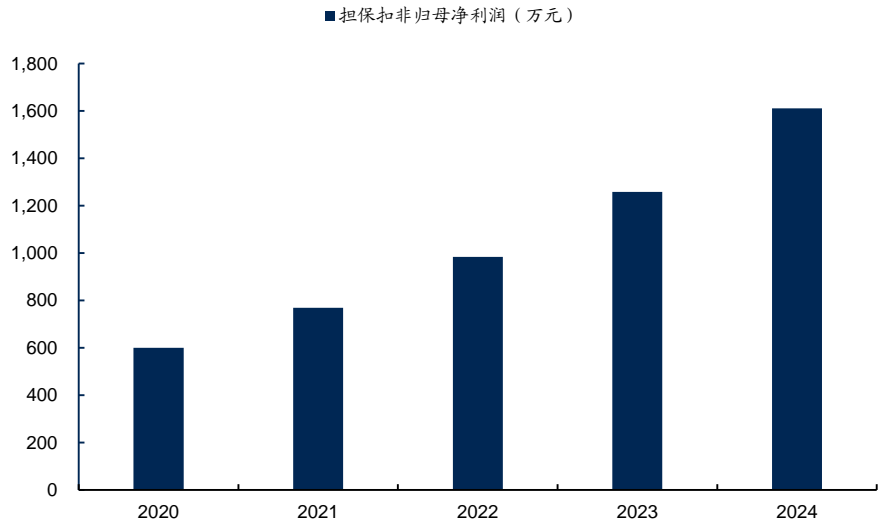
资料来源: 华润万象生活招股说明书, 国信证券经济研究所整理

3. 通过收并购第三方轻资产平台公司拓展面积

例如, 宝龙商业在 2019 年 12 月上市后, 时隔半年即以 4055 万元收购了位列浙江省第一的轻资产商业管理公司浙江星汇 60% 股权, 实现在管面积的增加以及运营收入的提升, 进一步扩展商业运营的版图。

- ◆ **管理规模提升:** 浙江星汇主打商业街产品, 与宝龙主打购物中心的产品线形成互补; 宝龙商业计划星汇能在 5 年内管理 100 个商业街项目;
- ◆ **运营利润增加:** 浙江星汇的股权转让方向宝龙担保, 未来 5 年浙江星汇的扣非归母净利润从 2020 年的 600 万元增长到 2024 年的 1611 万元, 年复合增速为 28%; 如任意年度实际收益未达到担保额, 将由转让方补足差额。从 2020 年净利润实际达成数据 647 亿元来看, 运营增益良好。

图 37: 浙江星汇承诺的扣非归母净利润, 2020-2024



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

商业运营服务收费标准: 约为总收入的 10-35%或物业净收入的 15-30%

在将服务性收入从总商业租金收入中剥离时, 势必要明确运营方提供商业运营服务的收费标准, 即牵扯到运营者与持有者之间如何分配收入的问题。我们通过以下三种方式进行推算, 得出提供商业运营服务约收取总租金收入的 10-35%或物业净收入的 15-30%。

推算方式一: 公司披露的收费比例差异明显, 万达商管收取 30%净物业收入与住宅物业管理同质化、标准化的收费标准不同, 商业物业管理和运营管理的收费标准差异化明显。如果是运营商的服务对象是母公司, 通常是按照租金收入、经营收入及/或营业利润的相对比例提取; 若是第三方拓展项目, 基本上由运营商跟业主商谈议价, 灵活性较高。我们以业内公司在公告中披露的几则典型的提供商业运营服务的轻资产项目收费标准为例。

- ◆ **华润万象生活按提供的商业运营服务类型收费, 但仅阐释大致收费模式, 未披露具体费率:** (1) 开业前管理服务按每平方米固定费率或月租或定额年费收取, 取决于所提供服务的性质; (2) 开业后运营管理服务一般按相关购物中心的租金收入、经营收入及/或营业利润的百分比计算。
- ◆ **万达对轻资产模式商管项目的主要收费方式是在提取运营支出成本之余收取项目年净物业收益的 30%, 个别项目支付给业主固定租金、或者保底租金及抽成比例取其高者。**

表 3: 万达商管轻资产运营项目向业主支付方式 (余下收益均由万达商管留存)

购物中心名称	与业主协商的收入分配方式
成都武侯、嘉兴龙鼎、淮安楚州、张家港汇金等 80%的万达广场	按比例抽成: 年净物业收益的 70%支付给业主, 其余归万达所有。
武汉东西湖万达广场	抽成+保底租金: 年净物业收益的 70%支付给业主。开业后前三年每年支付给业主的净收益不低于 4000 万元, 第四年起每年的净收益不低于 5000 万元。其余归万达所有。
槐房万达广场	固定租金+抽成: 每年固定支付给业主 1 亿元, 租赁期内如年净物业收益在扣除 1 亿元前超过 1.43 亿元由双方五五分成。

西铁营万达广场

固定租金：支付给业主第1年1.25亿元，第2年1.26亿元，第3年1.27亿元，第4-6年1.33亿元，第7-9年1.4亿元，第10-12年1.47亿元，第13-15年1.54亿元，第16-18年1.62亿元，第19-20年1.7亿元。其余归万达所有。

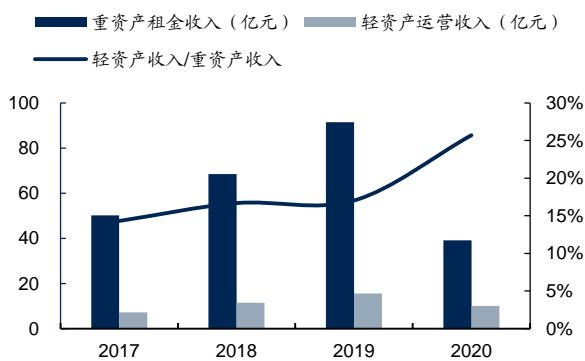
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

推算方式二：从持有/运营方收入比值判断，商业运营服务收入占比约 10-25%

我们对比华润置地、宝龙地产的商业重资产收入和华润万象生活、宝龙商业来自母公司的商业运营收入，粗略估算商业运营服务收费标准。

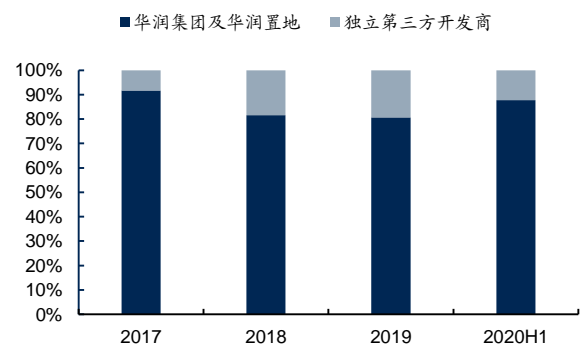
- ◆ **华润万象生活**：约 88% 的购物中心商管运营收入来自于华润集团及华润置地，不过之前以收取物业管理费为主，自 2020 年起才开始就向购物中心提供的商业运营服务进行收费，因此 2020 年轻资产收入/重资产收入比值猛增。预估物业管理费占比约 15%，商业运营管理服务费合计占比约 25%。

图 38：华润商管运营收入与总租金收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：重资产租金收入和轻资产运营收入的统计口径均为购物中心

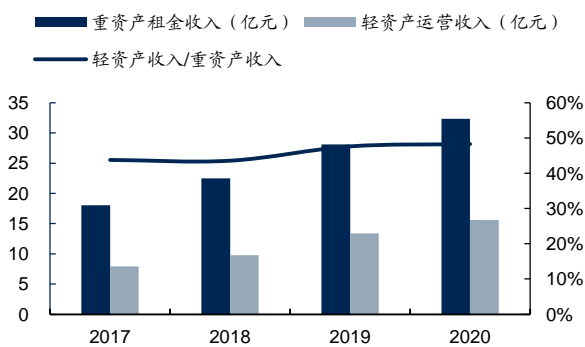
图 39：华润万象生活商管运营收入母公司及第三方占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
备注：轻资产运营收入的统计口径为购物中心

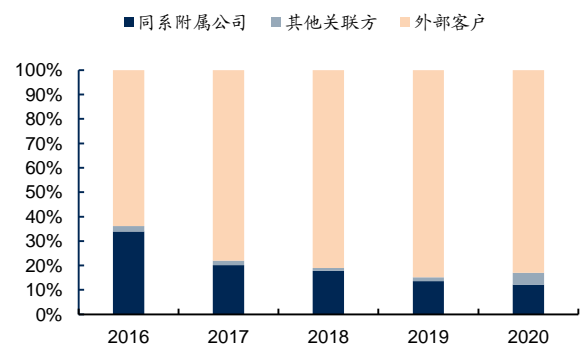
- ◆ **宝龙商业**：虽然轻资产/重资产收入比值逐步提升至约 50%，但宝龙商业的商业管理运营收入中约 80% 是来自于第三方的部分，我们估测宝龙商业向母公司收取的商业运营管理服务费约占宝龙地产商业租金收入的 10%。

图 40：宝龙商管运营收入与总租金收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 41：宝龙商业商管运营收入母公司及第三方占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

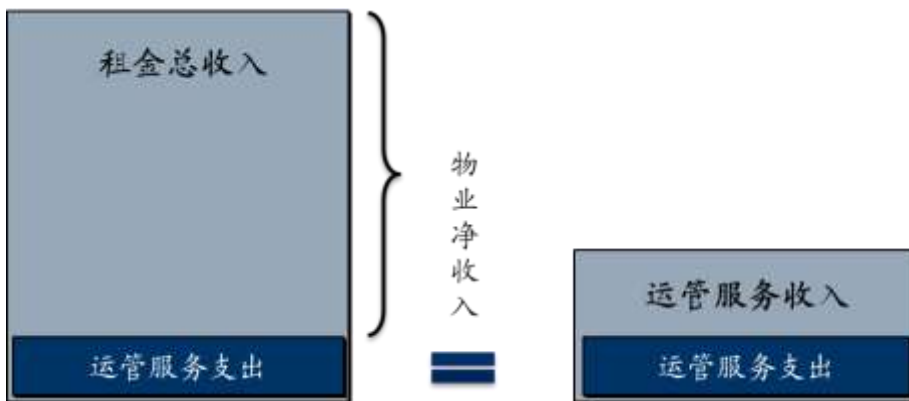
推算方式三：毛利率交叉验证得到轻资产收入占比为 35%，以毛利率计算的物业净收入占比约为 15%

我们对购物中心轻重资产模式下的收入构成拆解，得到公式：重资产收入 * (1 - 重资产毛利率) = 轻资产收入 * (1 - 轻资产毛利率)，由此推断出：轻资产收入/重资产收入 = (1 - 重资产毛利率) / (1 - 轻资产毛利率)。

根据我们对典型房企商业部分重资产模式毛利率及典型运营商商业部分轻资产

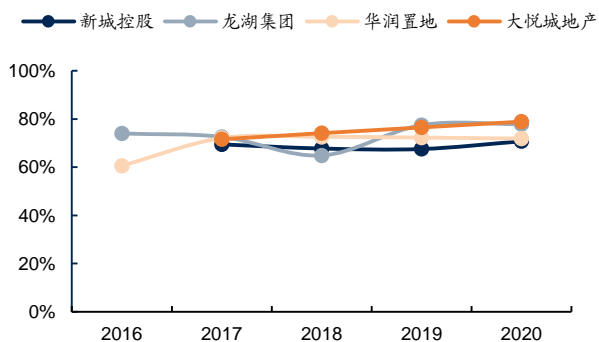
模式毛利率进行观察分析，重资产模式下75%的毛利率是常态，而轻资产模式下30%的毛利率是常态。需要注意的是，如果运营商提供商业物业管理服务，即收取相应的物业管理费用，与住宅物业管理服务收费一样可以采取包干制或酬金制计算收入。由于人力成本较高、物业管理服务的毛利率较低，因此也有运营商完全不负责物业管理服务或将这一部分工作外包。根据市场经验，物业管理服务收入通常约占购物中心租金总收入的15-30%，且物业管理服务支出也是最主要的商业管理运营支出，因此运营商是否提供物业管理服务、以包干制还是酬金制计算收入均会影响商业运营服务的收费比例和毛利率水平。

图 42：轻重资产模式下收支构成拆解



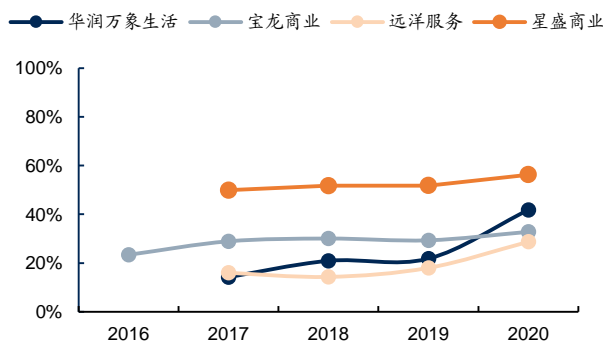
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 43：典型房企商业部分重资产模式毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 44：典型运营商商业部分轻资产模式毛利率



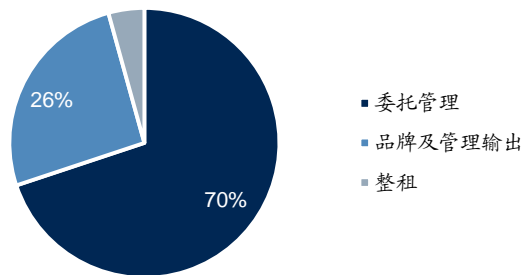
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

华润万象生活和星盛商业的轻资产模式下营业成本不完全包含物业管理支出成本，与其他运营商毛利率计算公式差异较大，也不具备和重资产模式毛利率比较的参考意义，作为异常值剔除比较：

- ◆ **华润万象生活**：2020 年商业运营及物业管理服务毛利率为 41.8%，较去年同期增长 20 个百分点，主要由于 2020 年开始收取的商业运营服务毛利率相对较高，以及自 2020 年下半年开始，购物中心物业管理服务的收入模式由包干制改为酬金制；
- ◆ **星盛商业**：占收入比重 26% 的品牌及管理输出服务业务不提供物业管理服务、不承担项目上绝大多数员工薪酬开支，因此毛利率偏高。

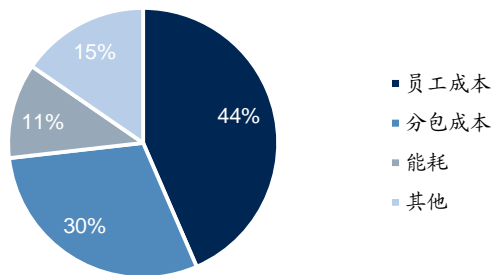
我们将重资产毛利率 75%、轻资产毛利率 30% 代入公式 $\text{轻资产收入}/\text{重资产收入} = (1 - \text{重资产毛利率}) / (1 - \text{轻资产毛利率})$ ，得到轻资产收入占比约为 35%，以毛利率计算的轻资产净物业收入占比约为 15%。

图 45: 星盛商业各类型商管运营服务收入占比, 2020



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 46: 星盛商业运营成本及费用拆解, 2020



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 成本及费用包括服务成本、销售及营销开支、行政开支

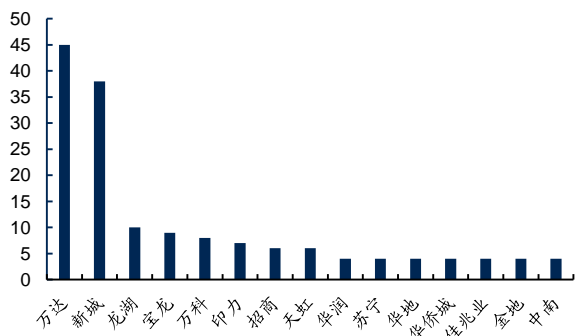
发展模式选择: 重资产扩规难, 轻资产或是突围之策

争抢赛道诞蓬勃供给, 去芜存菁是必然趋势

众人争抢“香饽饽”, 多家公司 2025 年开业目标超百座

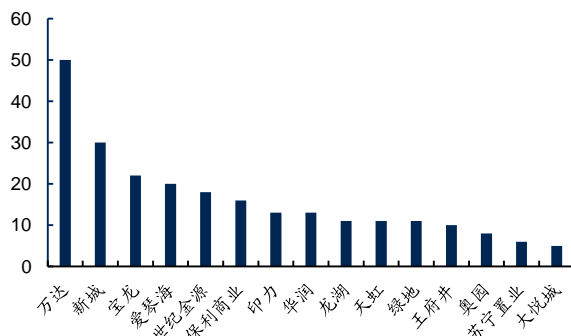
2020 年受疫情影响, 全国新开业购物中心数量仅为 373 个, 但商业地产行业内头部房企的开业数量仍维持不错表现, 如万达集团开业 45 个 (其中 27 个轻资产)、新城控股开业 38 个 (其中 5 个轻资产)、龙湖集团开业 10 个。从 2021 年各房企计划开业数量看, 领先者恒强。万达集团预期开业 50 个 (其中 34 个轻资产)、新城控股预期开业 30 个 (其中 5 个轻资产)、宝龙地产预期开业 22 个 (其中 2 个轻资产)。但同样也能看见, 身后追赶者无数。

图 47: 2020 年开业购物中心数量按公司分布



资料来源: 联商网, 国信证券经济研究所整理

图 48: 2021 年计划开业购物中心数量按公司分布

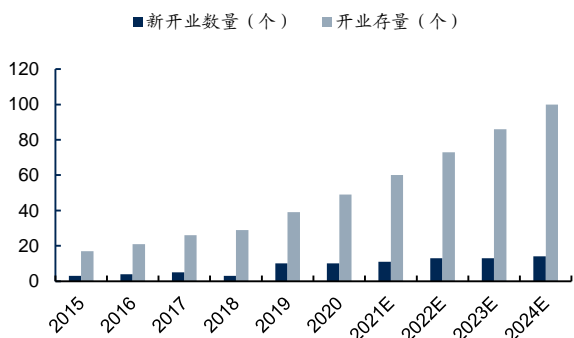


资料来源: 赢商大数据, 中城研究院, 国信证券经济研究所整理

在住宅开发主业监管趋严的大环境下, 加快投资建设购物中心的房企越来越多, 而传统百货商、零售商也在转型打造购物中心迎合消费者, 多家公司立志在 2025 年实现“百座”计划:

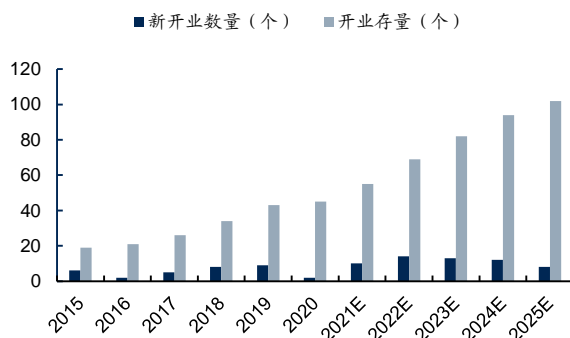
- ◆ 万达集团、新城控股已实现百座在营, 龙湖集团、华润置地、宝龙地产已布局项目数量均已超百家, 预期在 2025 年底也将达到百店开业规模;
- ◆ 除商业地产行业领先标杆房企外, 房企旭辉控股集团计划到 2023 年布局 50 个商业综合体项目、中骏集团计划在 2025 年前完成百城布局;
- ◆ 百货商、零售商起家的银泰集团、世纪金源、星月集团也在大力拓展购物中心规模, 预期在 2025 年实现百座计划。

图 49: 龙湖集团购物中心开业计划



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 公司 2023 年及以后计划开业的 27 个, 平均分配至 2023/2024 开业

图 50: 华润置地购物中心开业计划



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 4: 房企购物中心 2020 年开业数量及未来开业计划

公司	2020 年开业数量	2021 年开业计划	未来战略规划
万达集团	45 个, 其中轻资产 27 个, 总开业 368 个	50 个, 其中轻资产 34 个	每年开业 50 个, 不再拓展重资产
新城控股	38 个, 其中托管在营轻资产 5 个, 达成百店里程碑	30 个, 其中轻资产 5 个	每年拓展 30 个 (包括轻资产)
龙湖集团	10 个, 总开业 49 个	11 个	预计 2023 年及以后在营购物中心总量超过 100 个
华润置地	2 个, 总开业 45 个	10 个	预计截至 2025 年末在营购物中心数量超过 100 个
大悦城地产	4 个	5 个	/
宝龙地产	9 个 (包括 3 个轻资产外拓), 总开业 54 个 (包括 6 个轻资产外拓)	22 个, 其中轻资产 2 个	未来三年, 公司目标商业开业面积超过 1500 万平方米, 在长三角区域规模进入行业前三
旭辉控股	3 个, 新增商业地产土储 12 块, 共储备 30 个项目	/	到 2023 年布局 50 个商业综合体项目
中骏集团	新增 14 个购物中心项目, 已开业及在建超过 30 座	/	到 2025 年, 中骏世界城开业及在建数量超过 100 座“五年百城”
银泰集团	目前已开业 30 个银泰百货、已开业及在建 40 余个银泰城购物中心、4 个银泰 in 系列高端商业项目	/	2014 年即提出未来十年计划打造 100 座购物中心
世纪金源	已开业 11 个购物中心、1 个奥特莱斯、73 个方圆荟	18 个	计划至 2021 年实现全国范围内超过 100 家项目拓展与运营
月星集团	目前全国在营和在建的环球港项目达近百个	/	未来三年要做到“百城百港”

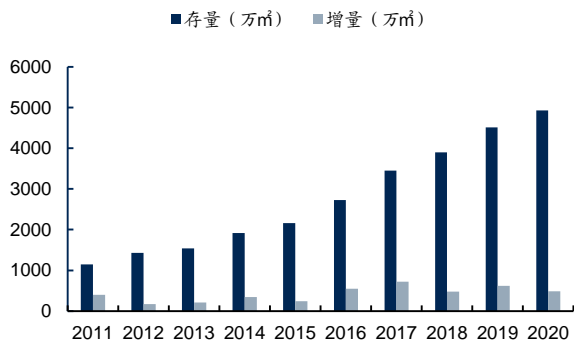
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

由于源源不断的商业用地供给和房企追求商业地产可持续经营收益的逐利行为, 直到 2025 年行业都会处于显而易见的蓬勃供给阶段。但是我们认为, 大多数公司的经营能力落后于建造能力。正如我们在上文对于上海市购物中心销售额分布进行分析时所提到的, 相比于建造购物中心并实现开业而言, 想做到在运营阶段不亏损、产生正收益要困难得多。与住宅地产面向的低频购房客户相比于产品本身更注重地段、交通、周围教育医疗配套设施不同, 商业地产面向的高频消费者更看重商场的商户质量、调性、氛围感带来的消费体验。精细化管理的运营力、对客户需求的洞察力、与品牌商户的信任感都需要在长期经营中锻炼沉淀, 不可能一蹴而就。随着运营经验不足的行业参与者越来越多, 未来各家购物中心间的业绩分化将更加明显。

重资产开发模式市占率难提升，轻资产代运营模式助力行业去芜存菁

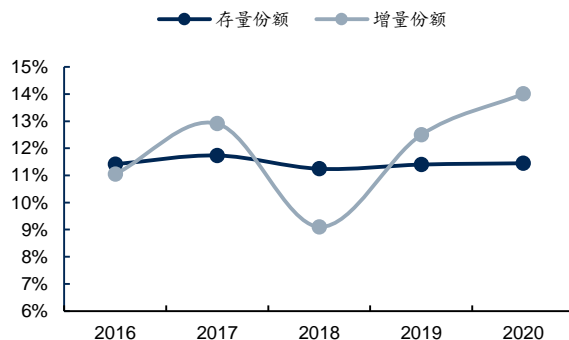
近五年，购物中心行业运营规模市占率前五的公司新开业项目的增量面积占全行业的份额在 12%左右波动。2020 年 CR5 增量面积所占份额大幅增加至 14%，说明规模靠前的头部公司节点管控及招商筹备能力更强。不过 CR5 存量份额基本保持在 11-12%之间，市场集中度仍处于较低的水平。我们认为市占率提升困难的主要原因是当前业内公司拓展项目还是以重资产模式为主，规模扩张非常受制于公司可支配的资金数量及所储备的土地资源。

图 51: 中国购物中心行业 CR5 公司存量和增量面积



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理
备注: 市场份额以公司旗下运营的购物中心体量代表, 公司取近 5 年每年运营规模前 5 企业

图 52: 中国购物中心行业 CR5 公司的市场份额



资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理
备注: 市场份额以公司旗下运营的购物中心体量代表, 公司取近 5 年每年运营规模前 5 企业

观察 2011-2020 这十年间行业 CR5 名单的变化, 我们发现在资金和土地方面有资源优势的内地房企逐步替代传统百货商及外资房企, 占据更大的市场规模。这进一步验证了我们的观点, 即重资产模式下, 市占率提升拼的就是对资金 & 土地资源的获取能力。我们认为, 这一方面会使得强运营能力的房企在融资受限时不得不顾虑自身现金流安全, 无法发挥运营优势快速扩张规模; 另一方面, 有一定资金实力的房企开发投资了商业地产, 但后期由于运营能力与建造能力不匹配陷入亏损困境, 并不能实现持续获得投资物业收益的初衷。

基于此, 有运营实力的头部房企以轻资产模式拓展商业规模是双赢的解决方法。低估运营难度的重资产开发持有者将会求助于运营能力更强的公司扭转乾坤, 而运营方可以挑选合适的项目实现业绩提升以获得服务性收入。未来, 我们将看见重资产持有方和轻资产运营方共助商业体成长, 帮助行业实现去芜存菁。

表 5: 中国每年 3 万㎡ 以上商场运营规模前 5 企业 (标蓝底的为内地房企)

年份	Top1	Top2	Top3	Top4	Top5
2011	万达商管	世纪金源	印力集团	凯德商用	宝龙地产
2012	万达商管	世纪金源	凯德商用	印力集团	华润置地
2013	万达商管	印力集团	凯德商用	世纪金源	宝龙地产
2014	万达商管	华润置地	凯德商用	世纪金源	中国银泰
2015	万达商管	华润置地	中国银泰	世纪金源	凯德商用
2016	万达商管	华润置地	中国银泰	宝龙地产	世纪金源
2017	万达商管	华润置地	中国银泰	凯德商用	宝龙地产
2018	万达商管	华润置地	中国银泰	新城控股	凯德商用
2019	万达商管	华润置地	新城控股	中国银泰	凯德商用
2020	万达商管	新城控股	华润置地	中国银泰	龙湖地产

资料来源: 赢商大数据, 国信证券经济研究所整理

重资产模式需要资金长期沉淀，风险收益互依共存

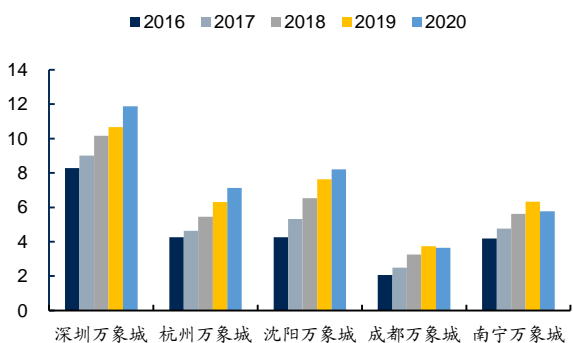
优势：保有商业地产的所有权，享受资产增值带来的可转让变现收益或者抵押融资额度，抗周期风险能力强

以华润为例，旗下重资产项目增值潜力大。2020年，华润置地投资物业规模行业领先，租金收入高达128亿元，当前租金覆盖股息及利息倍数达0.84，公司预期在两年内有望成为行业中唯一一家租金收入全额覆盖利息及股息支出的开发商，大大提高公司的抗周期风险能力。

我们深入分析华润置地持有的5个老牌万象城的运营状况，包括深圳万象城（2004年开业）、杭州万象城（2010年开业）、沈阳万象城（2011年开业）、成都万象城（2012年开业）、南宁万象城（2012年开业），近年来各家租金均不断上涨，历年资产评估值也稳步提升。租金收入之和从2016年的8.3亿增长到2020年的36.6亿元；评估值之和也不断提升，从2016年的191亿元增长到2019年的326亿元。

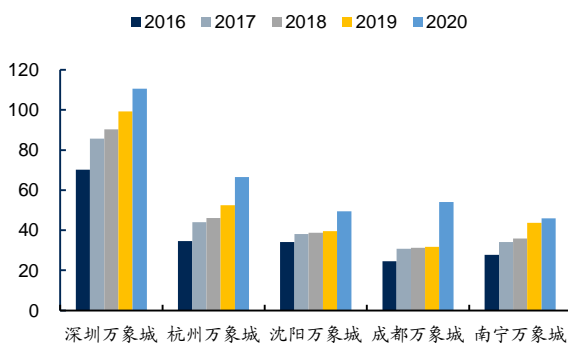
我们从趋势上判断，华润置地的其他购物中心的租金表现会逐渐向标杆项目靠拢。例如重庆万象城、厦门万象城也逐渐成为顶尖力量，年租金收入逐渐增长。合计来看，5家老牌万象城在公司购物中心的总租金占比从2016年的57%降至2020年的36%，公允价值占比从2016年的35%降至2020年的30%。随着各个新开业商场陆续步入成熟期，所在市场的消费能级不断提升，公司未来在调改铺过程中可以引入更多的重奢品牌，租金收取比例也会逐步提升。这样的核心资产抵押、变现能力强，是华润置地宝贵的看家门面。

图 53：华润置地典型万象城历年租金收入（单位：亿元）



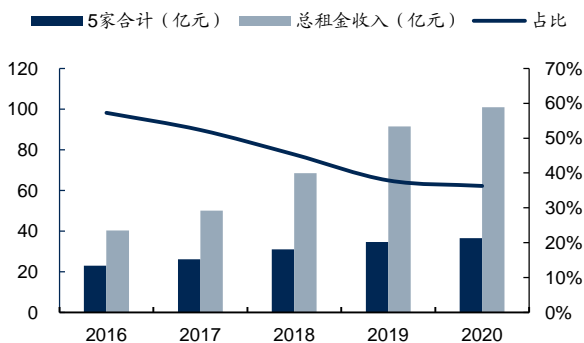
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 54：华润置地典型万象城历年评估值（单位：亿元）



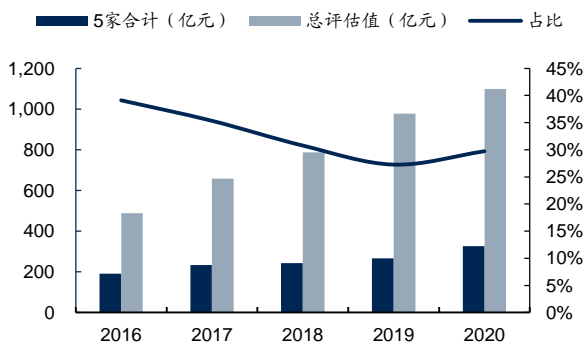
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 55：华润置地典型万象城历年租金收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 56：华润置地典型万象城历年评估值占比

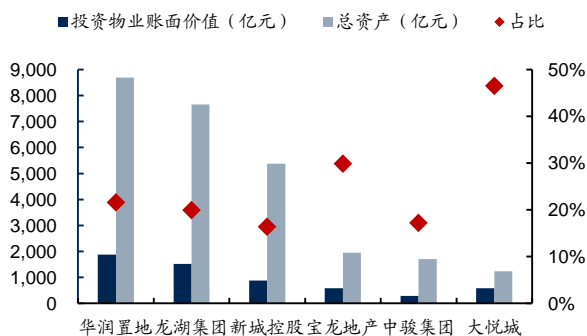


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

劣势：资金沉淀压力大，回报周期长，收益不确定，且通过重资产收并购拓展规模也很难保证理想的效果

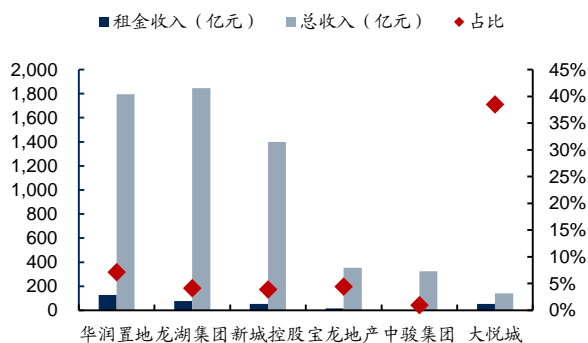
- ◆ **自有资金沉淀重、回报周期长：**重资产模式需要沉淀大量资金，在当前融资环境下较为困难。以新城控股的吾悦广场为例，单体购物中心项目 9 万 m²左右，拿地成本 1000 元/m²，建安成本 5000-6000 元/m²，计算可得单个项目的期初投入 6-7 亿元，即使抵扣项目的可售物业利润 4-5 亿元，沉淀的资金仍达到 2 亿元左右，而旗舰店如苏州、温州吾悦广场单广场的投入达 10-20 亿元。严苛融资环境下的房地产商的资金压力本就较大，如果开发经营所获的利润大多沉淀在不动产上而不是流动性好的现金形式，影响公司现金流的健康程度。通过观察典型房企投资物业的运营情况，我们能够看到重资产模式下开发商业地产的资产周转率之低、预期回报周期之长。除宝龙地产和大悦城地产外典型房企的投资性房地产账面价值占公司总资产比重普遍较高达 20%左右，但除大悦城地产外典型房企的租金收入占公司总收入的比重普遍在 5%左右，两者之间的差距极大。

图 57：2020 年典型房企投资性房地产占总资产比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 58：2020 年典型房企投资物业租金收入占总收入比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

- ◆ **收益不确定：**投资建设过程首先需要 2-5 年，而开业以后还需要经历漫长的培育期，也面临客流少、空置率高等风险，非标属性强、招商营运能力要求高，投资回报率的确定性不如能快速回收现金流、运营管理较体系化的住宅地产。根据我们对市场关注度较高的几家房企投资物业回报率的测算，可见并非所有房企的投资回报率能高过融资成本，这意味着对于商业地产的重资产投资对公司而言有可能带来亏损风险。

表 6: 2020 年典型房企投资物业投资回报率测算 (表中金额单位: 亿人民币)

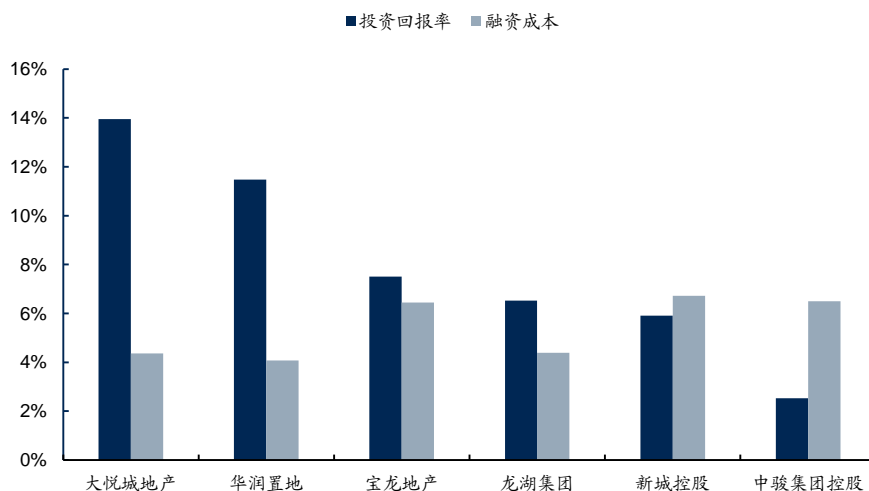
公司名称	租金收入 (A)	毛利率 (B)	账面价值 (C)	递延所得税 (D)	投资物业实际投入成本 (E=C-D*4)	已完工投资物业账面价值占比 (F)	投资回报率 (A*B/E*F)
新城控股	54.0	70.8%	882.9	31.9	755.5	85.6%	5.9%
龙湖集团	75.8	77.9%	1524.9	96.1	1140.6	79.4%	6.5%
华润置地	127.9	71.9%	1873.8	204.0	1058.0	75.8%	11.5%
大悦城地产	54.3	78.9%	577.3	60.2	336.7	91.2%	13.9%
宝龙地产	32.4	70.0%	582.4	61.9	334.8	90.2%	7.5%
中骏集团控股	3.2	70.0%	293.3	43.5	119.2	78.4%	2.4%

资料来源: 国信证券经济研究所测算

备注:

- 1、投资回报率的详细测算过程请参考我们的报告《国信证券-商业地产行业专题报告(二): 商业地产三大模式: 求快, 求优还是求精?》;
- 2、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;
- 3、由于宝龙地产和中骏集团控股并未披露投资物业的毛利率, 我们保守估测为 70%。

图 59: 2020 年典型房企投资物业投资回报率和融资成本对比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

- ◆ **重资产收并购效果难言理想:** 以收并购的方式进行重资产投资可以缩减购物中心投资建设的时间, 但投资回报率的风险仍很高。以万科为例, 万科曾试图以收并购方式扩大商业版图但不达预期, 2016 年收购运营能力更强的印力集团六成股权, 提出未来三年目标管理面积达到 2000 万 m² 的目标。2017 年继续收购凯德 20 个商业地产项目。但 2020 年万科与印力的总商业在管面积不到 1000 万 m²。除母公司和控股子公司之间的管理摩擦外, 还有战略协同的问题。根据凤凰网采访信息, 2019 年以来在万科“聚焦收敛、巩固提升基本盘”的整体方向下, 印力陆续剥离酒店、写字楼等非主营业务, 更专注于主营业务购物中心的运营和提升, 管理面积已不是其发展的唯一目标。

轻资产模式助力扩规模，本身也是门好生意

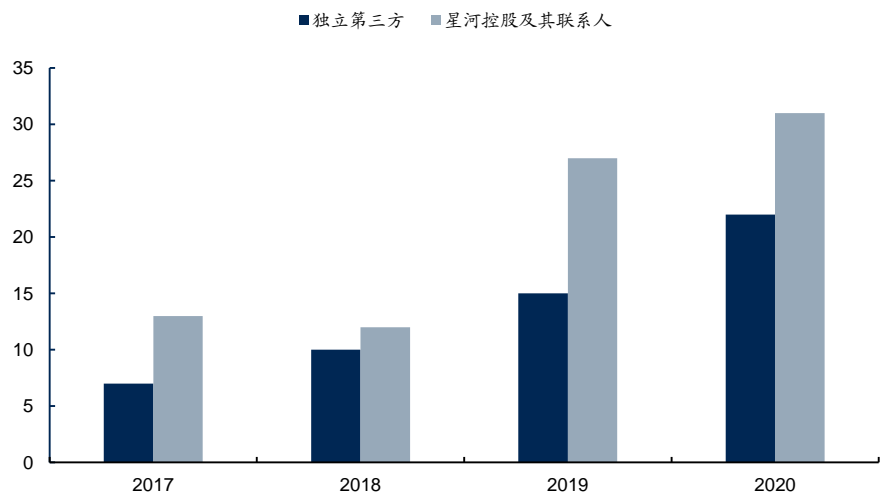
优势：能快速拓展管理规模，同时享有运营成效显著带来的提价能力

对项目更高的资金投入带来更大比例的持有份额，意味着对项目拥有更高的控制权和收益权，轻资产和重资产的特征差异具有相对性，决定了双方的优势互为另一方的劣势：（1）**资金压力**：重资产模式资金沉淀大，轻资产模式资金压力小；（2）**控制权**：重资产模式的控制权强，轻资产模式对项目的控制权弱；（3）**收益权（尤其是租金收入外的资产增值部分）**：重资产模式的收益权强，轻资产模式对项目的收益权弱。

但抛开和“高沉淀高风险高收益”重资产模式的比较，对于有丰富经验、优异战绩的商业地产运营商来说，轻资产运营本身就是一门一本万利的好生意。

- ◆ **由于资金压力减少，运营方能快速拓展管理规模**：华润置地拥有较强的运营管理能力，外拓能提高持有方项目的运营效率、创造更高的租金收入，实现双赢。按照华润置地重资产拓展计划到 2025 年将开业 102 个购物中心，而华润万象生活预计到 2025 年包括第三方拓展在内管购物中心数量要在 150 个左右，极大助力了在管商业地产项目规模的扩张。同样，星河控股旗下轻资产运营商星盛商业来自第三方的合约项目数迅速增长，2021 年计划开业项目不少于 7 个，远超重资产模式下的年均开业数量。

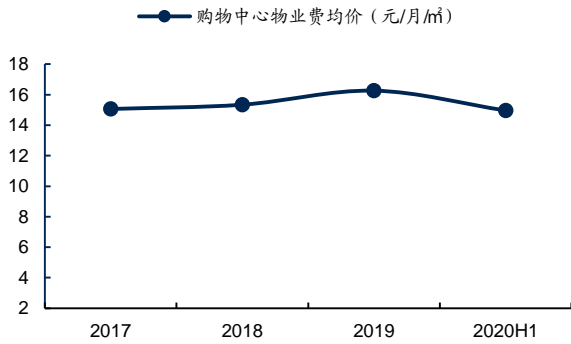
图 60：星盛商业商业地产合约项目来源（单位：个）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

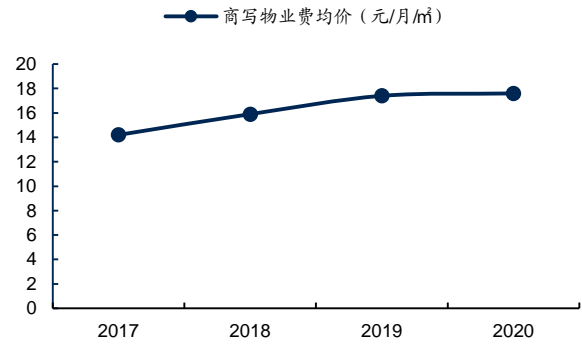
- ◆ **随着轻资产运营效果呈现，持有方对运营商的认可度提升，轻资产运营商的提价能力增强，盈利水平提升**：除开 2020H1 疫情影响，华润万象生活对购物中心收取的加权平均物业管理费费率不断上升，主要是由于新增在管购物中心的物业管理费率较高。且从 2020H2 开始，华润万象生活收取物业管理费的方式由包干制改为酬金制，分享运营提升收益。远洋服务从 2017 年起，每年商写物业费均价都会提升。在 2020 年，远洋服务 40% 的商写项目实现了提价，若计入太古合作系列则有 50% 的项目实现了提价。

图 61: 华润万象生活购物中心加权平均物业管理费



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 62: 远洋服务商写物业费均价



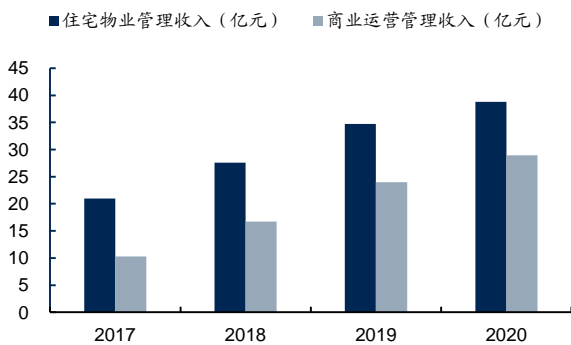
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 同为赚取房地产存量市场的运营收入, 商业运营比住宅物管更有利可图
通过分析业内同时覆盖住宅商业的物业管理运营商华润万象生活、宝龙商业、远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的毛利率, 可见相比于住宅物业管理, 商业运营管理的毛利率水平更高, 主要有以下两个原因:

(1) 商业管理效能差异大, 品牌议价能力强: 不同于住宅物业管理的项目同质化、工作内容简单、从业门槛低, 商业运营管理的项目差异化、管理难度更大、创新要求更高; 同时商业单体项目价值高, 好的商业运营管理团队能显著提升业主收入, 业主挑选运营商的意愿更强;

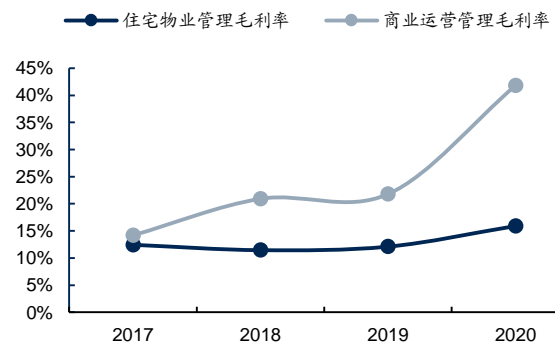
(2) 商业地产所有权集中, 谈判、收费更容易: 相比于住宅物业服务通过收并购其他物业管理公司而非与单个住宅小区谈判输出管理, 商业运营管理可以输出单个商业项目; 不同于住宅物业管理需向小区里每户业主收费, 商业运营管理与商业地产所有者签约、向商家收费, 客户的缴费意识更强。

图 63: 华润住宅物业管理和商业运营管理的收入



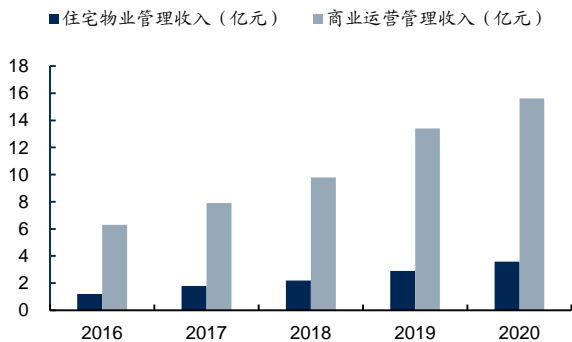
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 商业运营管理收入的统计口径包括购物中心和写字楼

图 64: 华润住宅物业管理和商业运营管理的毛利率



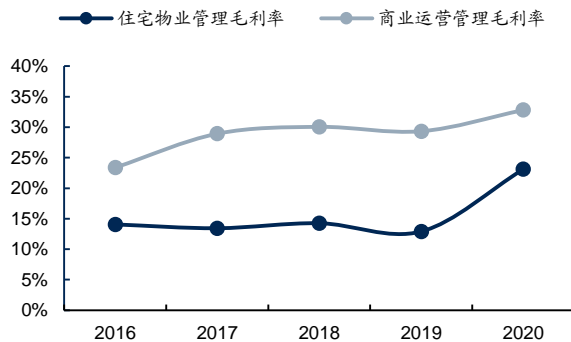
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 商业运营管理收入的统计口径包括购物中心和写字楼

图 65: 宝龙商业住宅物业管理和商业运营管理的收入



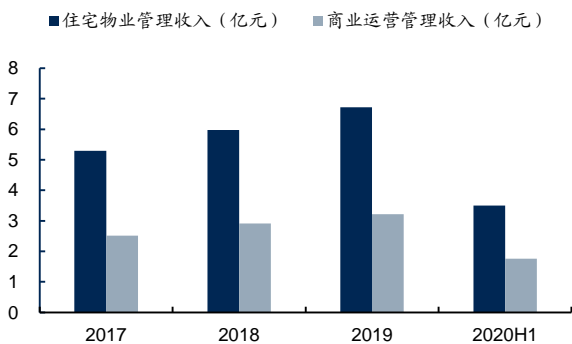
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 66: 宝龙商业住宅物业管理和商业运营管理的毛利率



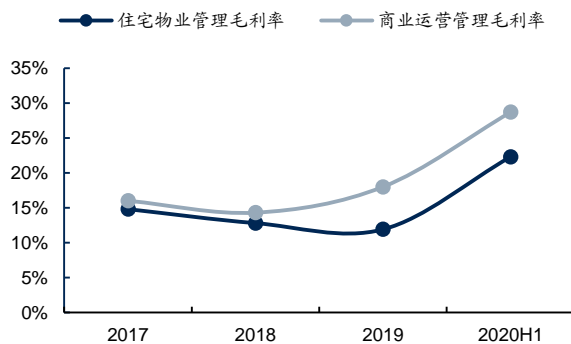
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 67: 远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

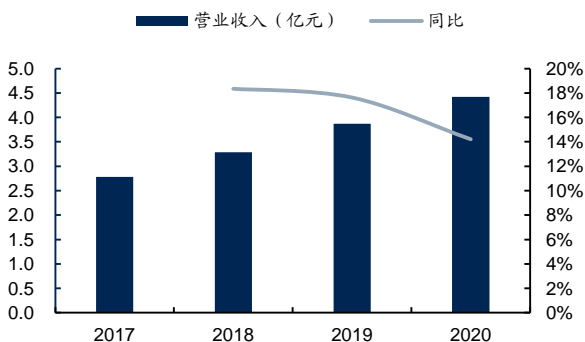
图 68: 远洋服务住宅物业管理和商业运营管理的毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

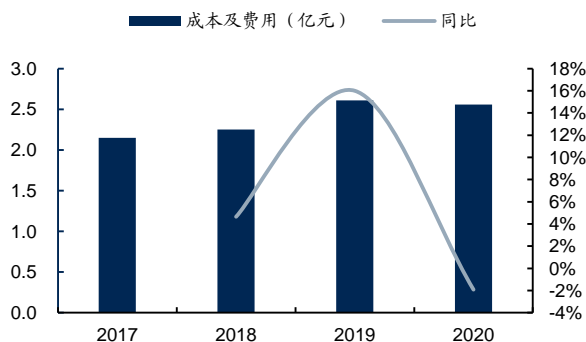
基于以上优势, 我们能看见像星盛商业这样的纯商业地产管理运营服务商, 在收入规模持续提升的同时, 有效管控成本及费用。从 2017 年至 2020 年, 星盛商业的营业收入年复合增长率为 16.7%, 成本及费用年复合增长率为 6.0%, 除税前利润年复合增长率为 37.7%, 基于此, 星盛商业的除税前利润率从 2017 年的 24% 提升至 2020 年的 40%。

图 69: 星盛商业营业收入及同比 (单位: 亿元, %)



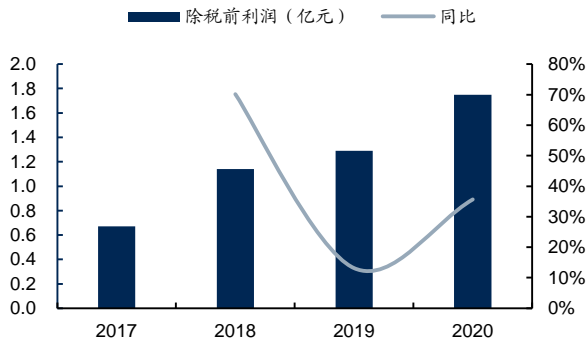
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 70: 星盛商业成本&费用及同比 (单位: 亿元, %)



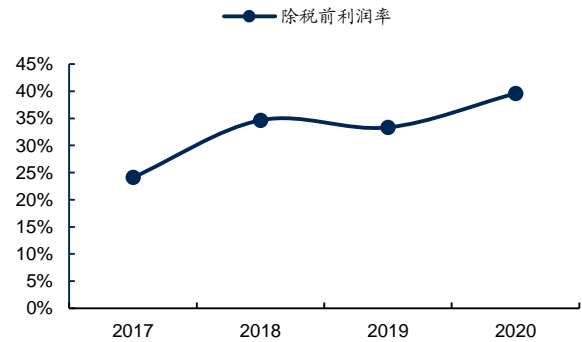
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理
备注: 成本及费用包括服务成本、销售及营销开支、行政开支

图 71: 星盛商业除税前利润及同比 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 72: 星盛商业除税前利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

劣势: 在合作开发新项目时, 运营商对项目的控制权较弱, 与合作方的目标难以达成一致, 沟通成本较高, 导致项目动工、开业受阻。

- ◆ **万达未实现计划开业的万达广场数量大多为轻资产项目:** 万达于 2015 年宣布转型“轻资产路线”, 但由于合作模式下规模进展不达预期, 高强度开业计划难完成。2019 年新开业 43 座万达广场, 其中轻资产 29 座; 2020 年开业 45 座万达广场, 其中轻资产 27 个, 均未完成开业 50 个的年度计划, 大多是由于轻资产项目难产。
- ◆ **大悦城地产多个合作共建类的管理输出项目最终搁浅:** 原本规划中贵阳大悦城是继天津和平大悦城之后的第二个合作新建项目, 但过程中受到阻力最终未落地。
- ◆ **不过, 直接外拓在管面积不太会遇到此类问题:** 与合作开发新项目不同, 直接外拓时由于获取的项目为第三方已建成项目, 且基本上是面临一定经营困境的项目, 第三方的求助意愿较强, 只要运营商能尽快带给业主较好的租金回报效果, 就能加强信任感、增强控制权, 形成良性循环。不过如果运营商收取的保底运营费过高, 而自身能力有限无法给业主创造租金收入增益, 很可能导致业主不满并解约。

总结: 重资产模式冒风险“吃肉”, 轻资产模式凭实力“喝汤”

轻资产和重资产模式没有绝对的优劣之分, 要根据不同公司的财务状况、运营能力和风险偏好进行选择。我们建议公司在财务状况不稳定时不要选择重资产模式, 会面临严重的资金风险; 在运营能力未提升之前不要强行转型轻资产, 会遇到较大的续约问题。

- ◆ **重资产模式高风险高收益:** 能融到低成本长期限的资金是必要条件。持有者作为“地主”, 收益主要来源于财产性收入和资产增值。但前期的重资金投入能否带来预期回报, 极其看重项目运营期的经营状态。如果项目能成熟运转, 持有者每年持续享有租金现金流, 还可以在需要资金的时候转让部分股权或将项目抵押融资, 如果项目持续亏损则损失惨重。
- ◆ **轻资产模式凭实力谈价格扩规模:** 具备较强的运营管理输出能力是必要条件。运营方作为“打工人”, 收益主要来源于服务酬劳。由于不必承担资金压力, 提供商业运营服务是稳赚不赔的生意, 不过也无缘资产增值收益, 表面约定的租金/收益抽成其实都是在业主“吃肉”的前提下“喝汤”。但轻资产模式拥有扩大管理规模的优势, 再加上实力强的运营商具备将项目收入水平明显提振甚至扭亏为盈的稀缺能力、有资本与业主议价, 轻资产模式量价齐升的空间广阔。

投资建议

本篇报告着力分析行业空间并对比重资产发展模式的优劣。主要结论如下：

- ◆ **行业空间测算：**预期 2025 年购物中心租金收入=社零&服务总额×渗透率×租售比≈73×15%×15%=1.6 万亿元。
- ◆ **解构租金收入：**要区分持有方的财产性收入和运营商提供运管服务的服务性收入。意识到服务性收入价值的房企开启了商业地产轻资产模式，我们推算商业运营服务约收取总租金收入的 10-35%或物业净收入的 15-30%。
- ◆ **竞争格局预判：**一方面，行业参与者越来越多，但后期可能由于经营能力落后于建造能力陷入亏损困境；另一方面，重资产模式受制于公司资金&土地资源。有运营实力的公司以轻资产模式拓展商业规模是双赢方案。
- ◆ **发展模式选择：**重资产模式高风险高收益，能融到低成本长期限的资金是必要条件，坐拥财产性收入和资产增值，但要承担亏损的风险；轻资产模式凭实力谈价格扩规模，具备较强的运营管理输出能力是必要条件。

综合来看，我们认为重资产模式享受租金收入及资产增值，但受制于资金沉淀压力规模难提升、还担亏损风险；轻资产模式凭运营实力走天下，有议价能力、容易扩规模。建议关注商业地产重资产开发商华润置地、龙湖集团，以及轻资产运营商华润万象生活、宝龙商业、星盛商业。

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