

行业研究

借 REITs 之力，存量运营亟待轻装上阵

——海外典型商业 REITs 产品及国内品牌商业地产专题报告

要点

商业地产迎来疫后复苏，2021 年我国拟开业购物中心达 1113 座：2020 年商业地产为受疫情影响较大的细分领域之一，当期我国拟开业购物中心数 874 座，实际开业 383 座，较 2019 年下滑 31.2%。延期开业增量及存量改造双重动力拉动 2021 年我国拟开业购物中心达 1113 座，较 2020 年开业计划同比+27.3%。

当前我国商业地产主要特点为：1.珠三角、长三角等城市群依托经济实力购物中心长期发展活跃；东北及西北区域拟开业商业项目增加。2.近五年二线城市购物中心拟开业数量占全国拟开业总数近五成；三四线仍有较大消费潜力，新开业数占全国购物中心拟开业总数近三分之一。3.近五年 5-10 万平中小型购物中心开业个数占比较高，在 40%左右浮动。4.疫情加速商业地产在轻资产运营模式上的探索。5.高坪效购物中心消费黏性更强，疫后业绩表现突出。6.我国商企相对缺失资产升维意识与经验，商业资产价值普遍偏低。

预计我国购物中心在填补县域商业空白及城镇存量改造上仍有较大增量空间：通过人均商业面积法推测我国购物中心商业面积：1) 中性情景下，可达 51651.6 万平，对应购物中心潜在增量空间约 967 个；2) 乐观情景下，可达 63642.2 万平，对应购物中心潜在增量空间约 2314 个。

商业地产公募 REITs 的推出有利于不动产存量运营升维：商业资产估值与运营效率直接挂钩，而 REITs 将进一步提升市场对商业资产优质性的检验，从而推进我国不动产存量市场的健康发展。同时，REITs 经营数据的定期披露制度将有效增强我国实体零售市场透明度，进一步提升购物中心经营管理机制。

海外典型商业地产 REITs 产品介绍：从海外经验来看：1.商业地产为海外成熟 REITs 市场的重要底层资产。2.剔除疫情及特殊因素影响，海外商业地产公募 REITs 在分红及二级市场上均可获得较为乐观的收益，典型 REITs 产品近年来股息率位于 3%-8%区间，均值约 5.4%，是一种低风险的稳健投资产品。3.除商业资产升值及稳定租金收益外，海外商业资产多通过改良翻新等工程提升标的估值。

国内商业地产金融化趋势明显，积极探寻产销到资管的破局之路：1.当前国内多数主流房企已入局商业地产，发展方向大致分为：拓展派、标杆派、商住联动派。2. 2020 年受三道红线等政策影响，主流商企多运用资产证券化作为重要融资拓展手段。3.行业竞争日趋激烈下，商企加速启动轻资产模式。同时我们注意到，部分商企或面临产品线金字塔问题，因自身项目配置要求较高而导致轻资产向下拓展的条件弹性较小。

投资建议：我国当前资产证券化市场已具备一定规模，但距离商业地产公募 REITs 的推行仍有较大空间。预期随着国内商业资产质量的提升及税收法规等架构的完善，公募 REITs 或将在商业资产上做一定程度的尝试。关注 REITs 发展对存量运营板块的估值重塑作用，建议关注商业资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的。

建议关注：华润置地（第二家购物中心租金收入破百亿的内地房企，一二线布局）、龙湖集团（借助 TOD 模式一二线网格化布局，全面启动轻资产模式）、新城控股（进入百店时代，聚焦三四线区域消费空白，新加坡试水公募 REITs）。

风险分析：商业地产经营风险；流动性风险；政策推进不及预期风险；终止上市风险。

房地产 增持（维持）

作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

hemiannan@ebsecn.com

联系人：周卓君

021-52523855

zhouzj@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

多元化经营板块表现出色，地产开发基本盘维持稳健——万科（000002.SZ、2202.HK）2020 年度业绩点评报告

乘 REITs 之风，展租赁宏业——海外典型租赁 REITs 产品及国内品牌租赁公寓专题报告

投资聚焦

从海外市场经验来看，商业地产证券化，尤其是公募 REITs 的发行为商业地产运营升维起积极引导作用。我国商业地产行业正从“产销模式”向“资管模式”转变，地产金融化趋势明显。综合来看，我国当前资产证券化市场虽具备一定规模，但距离商业地产公募 REITs 的推行仍有较大空间。

我们的主要观点

1) 我国购物中心在填补县域商业空白及城镇存量改造上仍有一定增量空间

通过人均商业面积法推测我国购物中心商业面积：1) 中性情景下，可达 51651.6 万平，对应购物中心潜在增量空间约 967 个；2) 乐观情景下，可达 63642.2 万平，对应购物中心潜在增量空间约 2314 个。

2) 对海外典型商业地产 REITs 进行梳理，为我国公募 REITs 发展提供参考经验

1. 商业地产为海外成熟 REITs 市场的重要底层资产。2. 剔除疫情及特殊因素影响，海外商业地产公募 REITs 在分红及二级市场上均可获得较为乐观的收益，典型 REITs 产品近年来股息率位于 3%-8% 区间，均值约 5.4%，是一种低风险的稳健投资产品。3. 除商业资产升值及稳定租金收益外，海外商业资产多通过改良翻新等工程提升标的估值。4. 商业资产估值与运营效率直接挂钩，而 REITs 将进一步提升市场对商业资产优质性的检验，从而推进不动产存量市场的健康发展。5. REITs 经营数据的定期披露制度将有效增强实体零售市场透明度，进一步提升购物中心经营管理机制。

3) 对国内主要房企系商业地产进行梳理，以帮助投资者更好了解商业地产市场

1. 当前国内多数主流房企均已入局商业地产，发展方向大致分为：拓展派、标杆派、商住联动派。2. 2020 年受三道红线等政策影响，主流商企多运用资产证券化作为重要融资拓展手段。3. 行业竞争日趋激烈下，商企加速启动轻资产模式。同时我们注意到，部分商企或面临产品线金字塔问题，因自身项目配置要求较高而导致轻资产向下拓展的条件弹性较小。

投资观点

我国当前资产证券化市场已具备一定规模，但距离商业地产公募 REITs 的推行仍有较大空间。预期随着国内商业资产质量的提升及税收法规等架构的完善，公募 REITs 或将在商业资产上做一定程度的尝试。我们认为优质商业地产具备规模性、运营力和现金流三大特征，关注 REITs 发展对存量运营板块的估值重塑作用，建议关注商业资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的。

建议关注：

华润置地（第二家购物中心租金收入破百亿的内地房企，一二线布局）

龙湖集团（借助 TOD 模式一二线网格化布局，全面启动轻资产模式）

新城控股（进入百店时代，聚焦三四线区域消费空白，新加坡试水公募 REITs）

目 录

1、我国商业地产市场概况	8
1.1、2021 年我国拟开业购物中心超千座	8
1.2、预计未来五年，我国购物中心仍有较大增量空间	11
1.3、不动产存量时代更看运营升维.....	12
2、海外市场商业 REITs 产品介绍	15
2.1、凯德综合商业信托（CICT）	15
2.2、领展房地产投资信托基金（Link REIT）	19
2.3、Realty Income Corporation	24
2.4、西蒙房地产集团（Simon Property Group）	28
2.5、日本都市基金（Japan Metropolitan Fund Investment Corporation）	31
2.6、边界不动产投资（FRI）	35
3、我国主要房企系商业物业标的	39
3.1、龙湖集团(0960.HK)_天街	39
3.2、华润置地（1109.HK）_万象城	43
3.3、新城控股集团（601155.SH）_吾悦广场	47
4、投资建议	50
5、风险分析	51

图目录

图 1: 商业地产相关政策汇总	8
图 2: 2018-2021E 年我国购物中心实际及计划增量.....	9
图 3: 2020 年各月我国购物中心开业数量 (座)	9
图 4: 2021 年我国拟开业购物中心地区分布	9
图 5: 2021 年我国拟开业购物中心城市线级分布	9
图 6: 2017-2021E 年我国购物中心增量各城市线级占比	9
图 7: 2017-2021E 年我国购物中心增量项目体量区间占比.....	9
图 8: 近 10 年中国购物中心存量及增量表现.....	11
图 9: 近 10 年中国购物中心“增量/存量”指标.....	11
图 10: 2020 年销售额 40 亿元以上购物中心	13
图 11: CICT 基金结构	15
图 12: CICT 资产总额及房地产资产规模.....	16
图 13: CICT 市值	16
图 14: CICT 持有物业数量及可租赁面积.....	16
图 15: CICT 持有资产类型个数划分	16
图 16: CICT 持有物业国家分布.....	16
图 17: CICT 零售资产组合区域分布	16
图 18: CICT 营收	17
图 19: CICT 房地产净利及可分配收入.....	17
图 20: CICT 出租率.....	17
图 21: CICT 资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率	17
图 22: CICT 市盈率及市净率	18
图 23: CICT 资产周转率	18
图 24: CICT 股价、股息及股息率.....	18
图 25: CICT 平均融资成本及杠杆比例.....	19
图 26: CICT 平均借贷年限及利息保障倍数	19
图 27: 领展房地产投资信托基金结构.....	19
图 28: 广州天河区太阳新天地购物中心区域位置	20
图 29: 广州天河区太阳新天地购物中心概念图.....	20
图 30: Link REIT 各类资产价值占比	20
图 31: Link REIT 资产区域分布占比.....	20
图 32: Link REIT 投资物业资产规模.....	21
图 33: Link REIT 总市值	21
图 34: Link REIT 香港单位停车场每月收入 (港币)	21
图 35: Link REIT 香港零售物业平均出租率, NPI margin 及平均月租	21
图 36: Link REIT 中国内地物业收益及物业收入净额	22
图 37: Link REIT 每股净资产 (港币)	22
图 38: Link REIT 营收.....	22
图 39: Link REIT 物业净收入 (NPI)	22

图 40: Link REIT 股价、股息及股息率	23
图 41: Link REIT 总资产回报率, 普通股东回报率及投资资本回报率	23
图 42: Link REIT 市净率及市盈率	23
图 43: Link REIT 平均融资成本、总资产负债率及 FFO/年化负债	24
图 44: Link REIT EBITDA 利息覆盖率	24
图 45: Realty Income 资产总额及房地产资产规模	25
图 46: Realty Income 市值	25
图 47: Realty Income 持有物业数量及可租赁面积	25
图 48: Realty Income 营收	26
图 49: Realty Income FFO 及 AFFO	26
图 50: Realty Income 出租率	26
图 51: Realty Income 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率	26
图 52: Realty Income 市盈率及市净率	27
图 53: Realty Income 资产周转率	27
图 54: Realty Income 股价、股息及股息率	27
图 55: Realty Income 平均融资成本及杠杆比例	28
图 56: Realty Income 平均借贷年限及固定费用偿付比率	28
图 57: Wrentham Village Premium Outlets	28
图 58: Northgate Mall	28
图 59: SPG 投资物业资产规模	29
图 60: SPG 总市值	29
图 61: SPG 在美物业平均月租及出租率	29
图 62: SPG 平均坪效 (美元/平方英尺)	29
图 63: SPG 营收	30
图 64: SPG 运营净收入 (NOI) 及同店 NOI 增长率	30
图 65: SPG 股价、股息及股息率	30
图 66: SPG 总资产回报率及投资资本回报率	30
图 67: SPG FFO 及每股 FFO	30
图 68: SPG 市盈率及市净率	31
图 69: SPG 资产周转率	31
图 70: SPG 现金流动性, 利息覆盖率及净负债/NOI	31
图 71: SPG 平均借贷成本	31
图 72: JMF 基金结构	32
图 73: JMF 资产规模及资产总数	32
图 74: JMF 总市值	32
图 75: JMF 持有资产类型划分 (按资产价值)	33
图 76: JMF 持有资产地区划分 (按资产价值)	33
图 77: JMF 租户数量及可租面积	33
图 78: JMF 平均出租率	33
图 79: JMF 营收	34
图 80: JMF NOI	34

图 81: JMF 总资产回报率, 普通股本回报率及投资资本回报率	34
图 82: JMF 市盈率及市净率	34
图 83: JMF 资产周转率	34
图 84: JMF 股价、股息及股息率	35
图 85: JMF 偿债覆盖率, 剩余至到期的平均贷款期限及平均贷款成本	35
图 86: 贷款价值比 (LTV), 长期借款率及固定利率比率	35
图 87: FRI 基金结构	36
图 88: FRI 资产总额及净资产	36
图 89: FRI 市值	36
图 90: FRI 持有物业数量及可租赁面积	37
图 91: FRI 持有资产类型划分	37
图 92: FRI 持有资产地区划分	37
图 93: FRI 营收	37
图 94: FRI 净运营收入 (NOI) 及 FFO	37
图 95: FRI 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率	38
图 96: FRI 市盈率及市净率	38
图 97: FRI 资产周转率	38
图 98: FRI 股价、股息及股息率	38
图 99: FRI 平均融资成本及贷款价值比 (LTV)	39
图 100: FRI 平均借贷年限及有息债务比率	39
图 101: 龙湖商业板块发展历程	40
图 102: 龙湖历年开业商场数量及建面	40
图 103: 龙湖商业分线城市布局	40
图 104: 截至 2021 年 6 月底, 龙湖商业开业项目城市分布简略图	41
图 105: 龙湖商业历年租金收入及出租率	42
图 106: 龙湖商业历年销售额及客流	42
图 107: 龙湖商业资本回报率及借贷成本	42
图 108: 龙湖商业轻资产项目占比	42
图 109: 华润置地商业地产发展历程	43
图 110: 华润置地商业地产总建面及营收	44
图 111: 华润置地购物中心数量及 GFA	44
图 112: 华润置地购物中心租金收入及同店增速	44
图 113: 华润置地购物中心月均销售额坪效及出租率	44
图 114: 华润置地购物中心公允价值	44
图 115: 华润置地购物中心回报率 EBITDA/Cost	44
图 116: 华润置地购物中心城市能级分布	45
图 117: 华润置地购物中心区域分布	45
图 118: 截至 2020 年底, 华润置地在营购物中心城市分布项目个数简略图	46
图 119: 华润置地写字楼租金收入及出租率	46
图 120: 华润置地酒店租金收入及毛利率	46
图 121: 新城商业板块发展历程	47

图 122: 新城“吾悦”品牌产品线	47
图 123: 吾悦广场开业情况	48
图 124: 吾悦广场新开业广场/已开业广场数量占比	48
图 125: 吾悦广场数量区域分布	48
图 126: 吾悦广场数量城市能级分布	48
图 127: 新城运营管理广场城市分布项目个数及租金简略图	49
图 128: 吾悦广场租金收入情况	49
图 129: 吾悦广场单方月租金	49
图 130: 东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划架构图	50

表目录

表 1: 22 城购物中心数据	10
表 2: 2020 年我国商业地产之零售物业及综合体 CMBS 产品统计（部分）	14
表 3: Realty Income 资产类别	25
表 4: 西蒙房地产集团主要产品线	28
表 5: 截至 2021 年 2 月日本都市基金资产组合	33
表 6: 龙湖主要商业产品线及定位	41
表 7: 2021 年龙湖已签约轻资产商业项目	43
表 8: 华润主要商业产品线及定位	45
表 9: 截至 2025 年末华润商业地产开业计划	47

1、我国商业地产市场概况

广义商业地产指作为商业用途的地产，区别于以居住功能为主的住宅房地产，包括百货超市、购物中心、商业广场、商业街区、商用办公楼等物业。狭义商业地产业务主要为包含零售业、餐饮业和其他服务业的商业综合体¹，为“实施统一管理、分散经营的商业集合体”，租金收入和资产增值构成其主要盈利来源。

图 1：商业地产相关政策汇总



资料来源：根据历年证监会、住建部、发改委、国务院等文件整理，光大证券研究所

1.1、2021年我国拟开业购物中心超千座

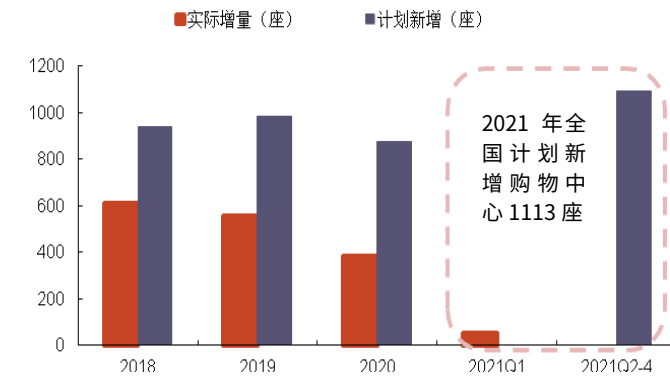
2020年商业地产为受疫情影响较大的细分领域之一。据赢商网数据，2020年我国拟开业购物中心²数为874座；实际开业383座，较2019年下滑31.2%；对应实际开业体量3489万平，单位开业体量约9.1万平，同比提升3.1%；开业率43.8%。

据赢商网数据，2021年我国拟开业购物中心达1113座，同比+27.3%；开业数量大增主要因：1、2020年部分项目延期开业；2、存量改造项目重新开业逐年增加，进而提升拟开业总量。据赢商网不完全统计数据，2020年存量改造项目约37个，为2018年存量改造项目近2倍。

¹下文主要就狭义商业地产业务展开；下文商业综合体又称“购物中心”

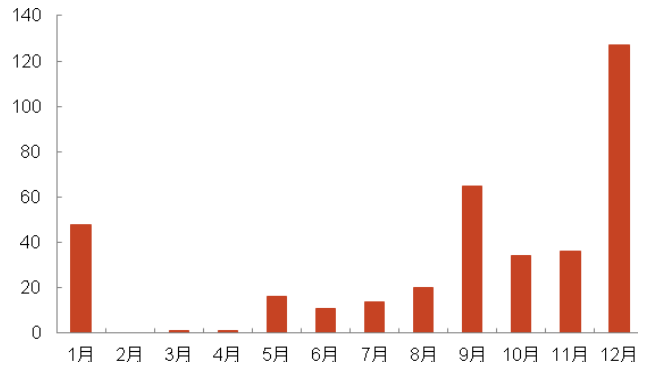
²统计全国367个城市（不含港澳台）管辖行政区内商业建筑面积3万平及以上购物中心

图 2：2018-2021E 年我国购物中心实际及计划增量



资料来源：赢商网，光大证券研究所

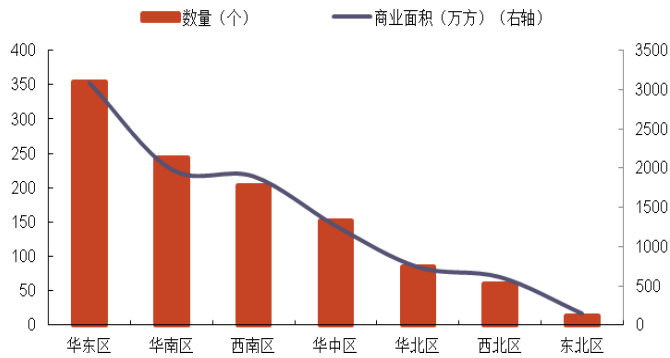
图 3：2020 年各月我国购物中心开业数量 (座)



资料来源：赢商网，光大证券研究所

2021 年拟开业购物中心地域分布存在结构性特征：1、珠三角、长三角等城市群依托经济实力购物中心长期发展活跃；东北及西北区域拟开业商业项目增加，合计 74 个。2、2017-2021E 二线城市购物中心拟开业数量占全国拟开业总数近五成；三四线仍有较大消费潜力，新开业数占全国购物中心拟开业总数近三分之一。

图 4：2021 年我国拟开业购物中心地区分布



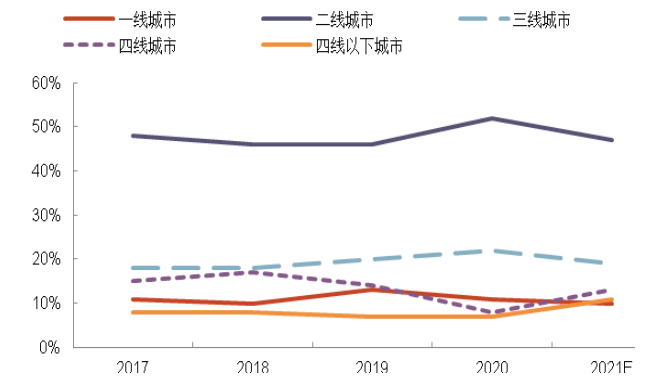
资料来源：赢商网，光大证券研究所

图 5：2021 年我国拟开业购物中心城市线级分布



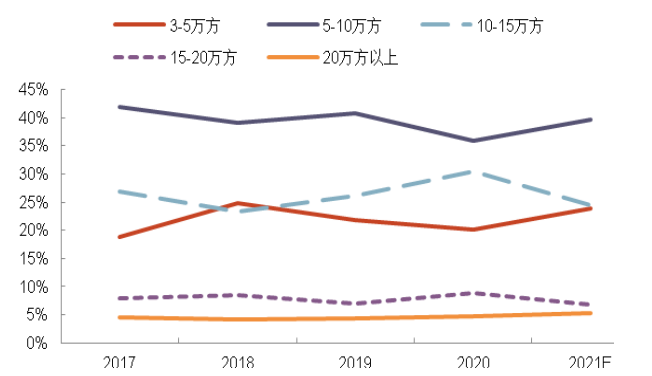
资料来源：赢商网，光大证券研究所

图 6：2017-2021E 年我国购物中心增量各城市线级占比



资料来源：赢商网，光大证券研究所。注：2021E 各城市线级占比为赢商网预测值。

图 7：2017-2021E 年我国购物中心增量项目体量区间占比



资料来源：赢商网，光大证券研究所。注：2021E 各体量区间占比为赢商网预测值。

项目体量来看：1、近五年 5-10 万平³中小型购物中心开业个数占比较高，在 40% 左右浮动。目前国内大多数商业品牌均有开发此类体量购物中心，一般对标区域商业或开放式街区，主打餐饮和生活休闲业态。2、10-15 万平城市级综合体及 3-5 万平社区型购物中心开业项目数次之，占比均 2 成以上且波动较大。3、此外，15 万平及以上购物中心因运营壁垒较高，历年开业占比约一成以上。

从管理模式来看，疫情加速商业地产在轻资产运营模式上的探索。2020 年，多数商企开始尝试或加速获取轻资产项目，通过品牌输出扩张规模的同时保持现金流稳定；同时市场上诸多存量商业项目也希望通过引入优质商管公司进而提升竞争力。据赢商网数据(不完全统计结果)，截止到 2020 年 9 月底，29 个涉及轻资产输出业务（总在管面积≥ 10 万平）的商企在管轻资产项目合计 287 个（开业时间截至 2023 年）。同时我们注意到，部分商企或面临产品线金字塔问题，因自身项目配置要求较高而导致轻资产向下拓展的条件弹性较小。

微观层面，纵观 22 城购物中心表现，可知：

1、2020 年购物中心整体承压，样本 22 城空置率普遍位于 10%上下，泉州空置率最高近 20%；开关店率（开店率/关店率）约 0.81，呈收缩状态。

2、一线城市依托需求支撑，人均购物中心面积、空置率及开关店率指标均优于样本二线城市。但二线中不乏如南京、郑州等城市展现出较高消费活跃度，如郑州丹尼斯大卫城以年 70 亿元销售额跻身全国购物中心销售榜前十（赢商网统计）。

表 1：22 城购物中心数据

	2020 年人均购物中心面积	2020H2 空置率	2020H2 开店率	2020H2 关店率
	平/人	%	%	%
北京	0.66	8.3	12.7	19.1
上海	0.92	9.5	9.8	11.1
广州	0.80	13.0	14.3	13.7
深圳	0.80	6.7	17.7	17.6
一线均值	0.80	9.38	13.63	15.38
佛山	0.50	11.8	16.4	18.6
南京	0.98	8.2	6.3	7.6
厦门	0.67	12.4	11.6	14.6
合肥	0.82	10.5	7.2	11.7
天津	0.48	13.3	9.5	11.2
成都	0.78	8.6	16.2	16.9
昆明	0.76	14.8	17.6	21.7
杭州	0.94	11.7	20.3	17.3
武汉	0.81	12.2	8.9	12.4
泉州	0.36	19.0	13.3	14.7
福州	0.54	13.9	11.3	12.8
苏州	1.07	17.1	13.0	18.6
西安	0.83	8.4	15.6	21.0
贵阳	0.58	6.5	4.8	13.8
郑州	0.55	4.0	2.5	5.5

³ 单期商业项目体量

重庆	0.44	9.2	13.0	16.9
长沙	0.78	7.5	5.5	9.3
青岛	0.50	11.8	16.4	18.6
其他城市均值	0.69	11.16	11.63	14.62
22 城均值	0.71	10.8	12.0	14.8
22 城最小值	0.36	4.0	2.5	5.5
22 城最大值	1.07	19.0	20.3	21.7

资料来源：赢商网，光大证券研究所。数据截至 2021-03-31。

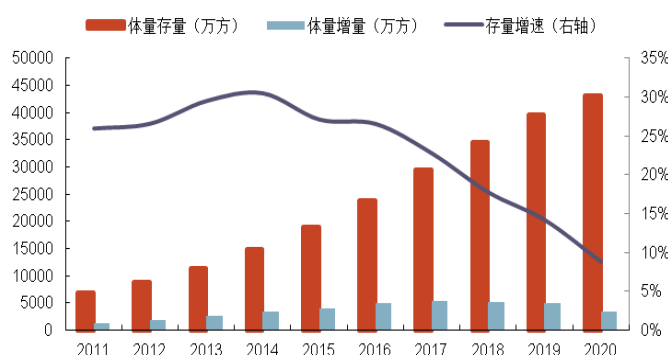
注：购物中心为管辖行政区内商业建筑面积 3 万平及以上购物中心；空置率及开关店率统计范围为该城市商业建筑面积 5 万平及以上的已开业购物中心品牌入驻数据

1.2、 预计未来五年，我国购物中心仍有较大增量空间

据赢商网数据，我国购物中心存量增速自 2014 年后直线下滑，增速由近 30% 跌至 8% 附近。截至 2020 年底，国内购物中心存量约 4832 家，同比+8.6%；存量面积达 4.3 亿平，同比+8.8%；对应单位体量约 8.9 万平，近三年持平。

随着生活水平的不断提高，居民消费升级趋势近年显著加速，消费对我国经济的支撑作用也愈发明显，我们认为我国购物中心在填补县域商业空白及城镇存量改造上仍有较大增量空间，下文我们将通过人均商业面积推算我国购物中心商业面饱和值。

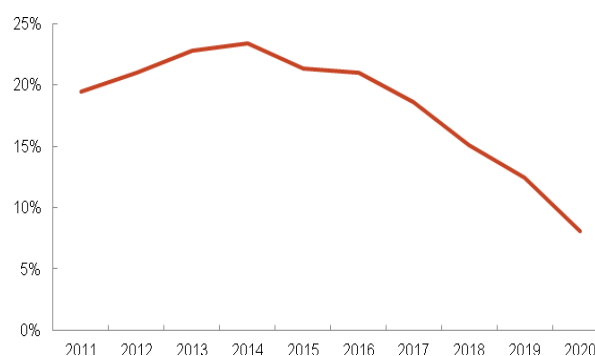
图 8：近 10 年中国购物中心存量及增量表现



资料来源：赢商网，光大证券研究所。

注：数据统计范围为体量 3 万平（含）以上的购物中心；数据统计时间为 2021 年 1 月 3 日，因数据更新，不同时间统计数量存在小幅差异。

图 9：近 10 年中国购物中心“增量/存量”指标



资料来源：赢商网，光大证券研究所。

注：数据统计范围为体量 3 万平（含）以上的购物中心；数据统计时间为 2021 年 1 月 3 日，因数据更新，不同时间统计数量存在小幅差异。

公式：全国购物中心商业面积=城镇人口峰值（或潜在消费总人口峰值，取低值）*人均商业面积

1、根据光大证券研究所宏观团队预测，中性情景下，我国人口将于 2026 年达到峰值 14.19 亿人；同时参考十四五规划“2025 年，常住人口城镇化率目标提高到 65%”，推算我国城镇人口峰值约 92235 万人，较我国当前 90199 万城镇人口(2020，国家统计局数据)提升 2.3%。

以劳动适龄人口（15-64 岁）视作购物中心潜在消费总人口。考虑到 2016 年后我国 0-14 岁人口回升至 2.3 亿人以上，或一定程度缓解我国劳动适龄人口的衰减，中性预测近期我国劳动适龄人口占总人口比例在 70% 附近波动。推算我国潜在消费总人口峰值可达 99330 万人，较 2019 年我国 98910 万 15-64 岁劳动

适龄人口(国家统计局数据)提升 0.4%。结合 2020 年底我国存量商业租赁⁴面积 43046 万平 (赢商网数据)：

当前我国人均购物中心面积约=43046 万平/90199 万人=0.48 平/人；

2、中性情况下：参考海外主流国家人均商业面积 (约在 1.2-1.7 平方米左右)⁵、结合我国人均可支配收入推测我国合理人均商业面积 (净零售营业面积) 范围应在 1.2-1.4 平/人区间⁶。参考美、澳及英国，假设成熟市场下，我国人均购物中心面积可达人均商业面积近 40%。此外，参考上文 2020 年底我国存量购物中心单位体量约 8.9 万平：

预计我国购物中心商业面积饱和值可达：92235 万人*(1.4*40%)平/人=51651.6 万平，为当前存量的 1.2 倍

预计我国购物中心商业面积潜在增长空间为：51651.6 万平-43046 万平=8605.6 万平

预计我国购物中心数量潜在增长空间为：8605.6 万平/8.9 万平=967 个

3、乐观情况下：假设商企充分开发县域商业空白，全国人均商业面积可达 0.69 平/人 (表 1：重点二三线人均商业面积均值)，假设单位购物中心体量均值约 8.9 万平：

预计我国购物中心商业面积可达：92235 万人*0.69 平/人=63642.2 万平，为当前存量的 1.5 倍

预计我国购物中心商业面积潜在增长空间为：63642.2 万平-43046 万平=20596.2 万平

预计我国购物中心数量潜在增长空间为：20596.2 万平/8.9 万平=2314 个

综上，通过人均商业面积法推测我国购物中心商业面积于中性情况下可达 51651.6 万平，对应购物中心潜在增量空间约 967 个。

1.3、 不动产存量时代更看运营升维

随着商业地产进入增量存量并举时代，现有商场运营效率的重要性愈发凸显，但当前我国商业地产存在重规模轻质量等问题，我们认为商场运营升维优于规模拓展的逻辑主要有：

1、区别于住宅，商业地产获利在于资产增值及持有阶段运营收入，因此商业地产应按收益法估值：价值=NOI⁷/资本化率 (根据资产的未来收益折现确定现在价值的转化率)。而国内商业地产行业相对缺失资产升维的意识与经验，因此我国商业资产价值普遍偏低。

2、高坪效购物中心消费黏性更强

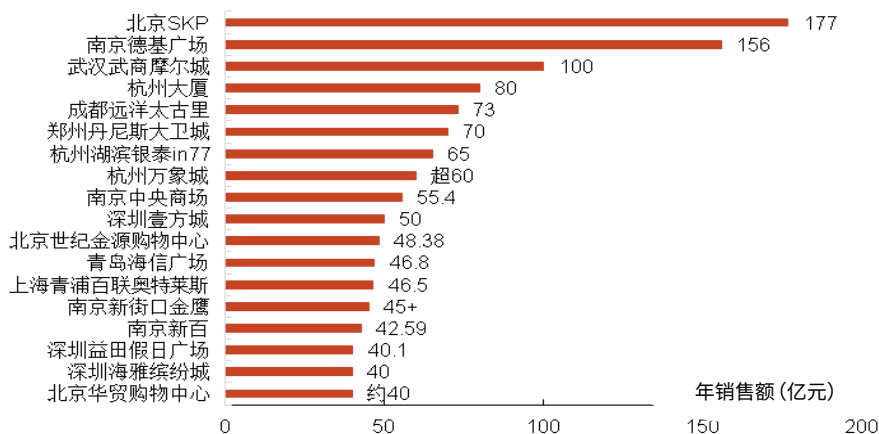
⁴统计全国 366 个城市 (不含港澳台) 管辖行政区内商业建筑面积 3 万平及以上购物中心
⁵人均商业面积是指一个国家或地区的零售面积的总和除以这个国家或地区的人口后所得出的数据。包括购物中心、百货、超市和街铺的全部面积。

⁶参考王玮商业地产研究“中外购物中心发展回顾和模式对比——在中国购物中心与连锁品牌发展峰会的发言”

⁷NOI:Net Operation Income=经营收入-经营成本

2020 年商业地产受疫情影响较大，但疫情相对稳定后经济回暖带来奢侈品消费回流，高端购物中心因客户黏性复苏势头强劲。据赢商网统计，2020 年销售额 40 亿元以上的购物中心多对标高端客群。具体项目来看，北京 SKP 业绩同比增长 15.7%至 177 亿元，首次超越英国哈罗德百货，问鼎全球购物中心销售额榜首；同样主打高奢消费的恒隆地产受益于上海恒隆广场销售额及租金增长，2020 年实现坪效正增长（同比+6.98%），达 179 元/平/月。

图 10：2020 年销售额 40 亿元以上购物中心



资料来源：赢商网，光大证券研究所

我们认为商业地产公募 REITs 的推出有利于企业由产销模式转向优化资产管理机制。上文已提及商业资产估值与运营效率直接挂钩，而 REITs 将进一步提升市场对商业资产优质性的检验，从而推进我国不动产存量市场的健康发展。同时，REITs 经营数据的定期披露制度将有效增强我国实体零售市场透明度，进一步提升购物中心经营管理机制。参考海外市场，如美国不动产信托投资协会 (NAREIT) 以日/月/季/年度为频率对所有上市 REITs 的关键指标进行截面整理和时间序列跟踪⁸。

此外，商业地产开发商可通过 REITs 有力拓宽融资途径、降低经营成本。介于我国商业资产回报率显著低于住宅，且回报周期更长，因此融资成本愈发成为商企跑赢市场的关键因素之一。2020 年，受三道红线等政策影响，主流商企多运用资产证券化作为重要融资拓展手段。据赢商网不完全统计，2020 年我国成功发行数十只以零售物业及综合体为底层资产的 CMBS 产品，观察可知：1、标的物业多位于核心一二线城市；2、发行主体多为具备一定规模效应且运营水平较高的头部商企。3、发行利率多位于 3-5% 区间。

我国当前资产证券化 (ABS、CMBS 及类 REITs) 市场已具备一定规模，但离商业地产公募 REITs 的推行仍有较大距离。预期随着国内商业资产质量的提升及税收法规等架构的完善，公募 REITs 或将于商业资产上做一定程度的尝试。

⁸ REITs 行业研究

表 2：2020 年我国商业地产之零售物业及综合体 CMBS 产品统计（部分）

发行时间	发行主体	首期/拟发行金额（亿元）	要点	备注	底层资产	预期收益率
2020-01-17	德基	53.0	华西证券-民生汇富-德基广场资产支持专项计划		德基广场	
2020-03-20	星河商置	45.8	南方资本-星河福田 COCO Park 资产支持专项计划	刷新 2017 年以来民企等级信用主题利率新低	星河福田 COCO Park	4.50%
2020-10-29	印力商置	40.0	中金-印力深圳印力中心第二期资产支持专项计划	ABS	深圳印力中心	4.40%
2020-10-12	银泰	39.0	杭州湖滨银泰 2020 年资产支持专项计划	ABS	杭州湖滨银泰 in 77	
2020-04-23	印力商置	33.7	中信证券印力-印象 2 号资产支持专项计划	创 AA+评级 CMBS 产品利率历史新低	杭州西溪印象城	AA+级, 3.8%
2020-06-09	新城控股	29.5	华西证券-新城吾悦商业物业第一期资产支持专项计划	新城 2018 年以来首次获批发行的吾悦广场商业物业 CMBS 产品	新城吾悦商业物业	4.80%
2020-09-07	融信集团	22.0	交银施罗德-世欧商业广场资产支持专项计划	融信集团首单	世欧商业广场	5.2%
2020-12-11	新城控股	21.4	平安汇通-新城吾悦商业物业第一期资产支持专项计划	ABS	江苏地区某吾悦商业物业	5.5%
2020-11-06	北京盛康基业装饰工程有限公司	21.0	东方影都 2020 年第一期资产支持专项计划	融创旗下	青岛东方影都融创茂购物中心	AAA 级, 5.5%
2020-08-21	银泰	19.4	王府井银泰资产支持专项计划		北京王府井银泰 in 88	
2020-05-29	重庆鹏润实业有限公司	13.6	华泰-首创-重庆国泰广场资产支持专项计划	重庆市首单 CMBS 产品	重庆国泰广场	4.8%-5.2%
2020-01-15	卓越	8.5	招商财富-卓越青岛大融城信托收益权资产支持专项计划		卓越青岛大融城	5.5%-6.5%
2020-08-31	天津中北旺资产管理服务有限公司	7.8	中北永旺梦乐城信托受益权资产支持专项计划	天津区域首单地方国企 CMBS、全国首单涉及集体土地的 CMBS	中北永旺梦乐城	
2020-03-20	杭州市居住区发展中心有限公司	7.0	杭安居资产支持专项计划	全国首单分散式住宅底商作为基础资产；创有史以来 AA+评级 CMBS 项目最低利率	杭州市都市水乡等小区内共 294 套商业房产	3.90%
2020-04-22	上海金外滩（集团）发展有限公司	6.8	海通华泰-金外滩商业物业资产支持专项计划	上海市黄浦区地方国企首单 CMBS	浦东新区及黄浦区的商业物业	3%-3.9%
2020-09-28	红星美凯龙	5.6	德邦-无锡红星美凯龙家居卖场一号馆资产支持专项计划	ABS	无锡红星美凯龙家居卖场一号馆	
2020-06-09	红星美凯龙	3.5	德邦-武汉正凯红星家居展示中心资产支持专项计划	ABS	锡山红星美凯龙商场	6.50%
2020-01-13	西藏林芝汇福投资有限公司	100.0	广州周大福金融中心 2020 年度第一期定向资产支持票据	银行间市场 ABN 产品发行规模之最，CMBN 产品单笔发行规模最大，广州地标性建筑、首单单层结构 CMBN	广州周大福金融中心	3.9%
2020-04-16	金融街	80.0	金融街中心资产支持专项计划	当时创下国内 CMBS 历史最低发行利率	金融街中心	2.80%
2020-04-28	中海	37.0	中信证券-中海商管 1 号绿色资产支持专项计划	ABS	北京和成都的写字楼及配套商业	2.5%
2020-01-21	首开股份	30.1	北京首都开发股份有限公司 2020 年度第一期资产支持票据		新洲商务大厦、联宝公寓等	4.32%-4.49%
2020-08-17	中海	30.0	中信证券-中海商管 2 号资产支持专项计划	ABS	北京中海广场项目	3.9%
2020-11-11	华润置地	25.0	中信证券-华润置地成都万象城资产支持专项计划	华润置地首单 CMBS 产品	成都万象城	优先级, 3.8%
2020-11-26	旭辉	25.0	中金-旭辉集团 1 号物业资产支持专项计划	ABS	上海恒基旭辉中心 D3 楼、西安旭辉中心等	AAA 级, 4.75%
2020-12-17	世茂	24.5	中山证券-济南世茂广场资产支持专项计划	次级资产支持证券全部由上海世茂股份有限公司持有	济南世茂广场	AAA 级, 5.1%
2020-07-28	正弘置业	22.0	中银资管-正弘城资产支持专项计划	河南首单民企 CMBS，郑州首个购物中心 CMBS	郑州正弘城	
2020-10-30	上海瑞龙投资资产管理有限公司	15.0	国泰君安-厦门宝龙一城资产支持专项计划	ABS	厦门宝龙一城	

资料来源：赢商网，上交所，光大证券研究所

2、海外市场商业 REITs 产品介绍

从海外市场经验来看，商业地产公募 REITs 的发行对行业提供了重要金融支持，利于企业在有限的资金条件下盘活更多存量资产、提升资产投资回报率。由于国内投资者对于 REITs 产品相对陌生，下文将从基金框架、底层资产、运营能力、投资回报等几个角度对海外市场典型商业 REITs 产品做出详细介绍，帮助投资者更好地了解 REITs 产品。

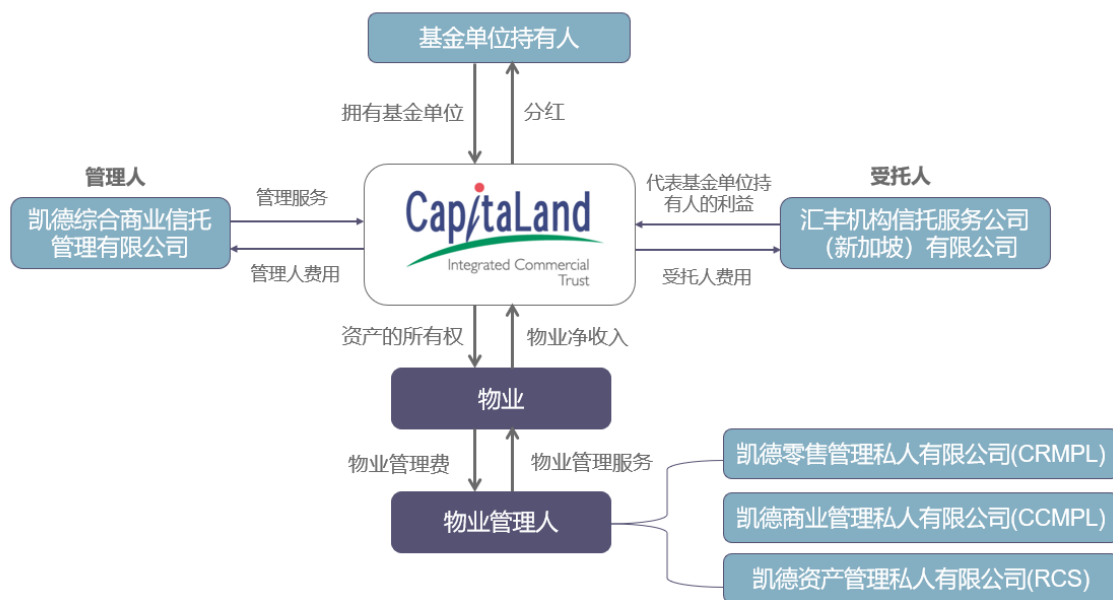
2.1、凯德综合商业信托 (CICT)

CICT 简介及构成

凯德商用新加坡信托 (CMT) 为新加坡证券交易所首支上市 (2002 年 7 月) 的房地产投资信托基金。2020 年 11 月，CMT 与凯德商务产业信托 (CCT, 当时新加坡规模第二大 REIT) 合并且更名为凯德综合商业信托 (CICT)，重组后 CICT 资产规模及市值得以大幅提升。截至 2020 年底，CICT 以 140 亿新元的市值位列亚太地区最大的房地产投资信托基金之一。

CICT 由凯德综合商业信托管理有限公司负责管理，该公司为新加坡上市企业凯德集团的全资子公司。凯德集团为亚洲最大的多元化房地产集团之一，截至 2021 年 Q1，集团管理资产约 1377 亿新元，投资组合横跨多元房地产类别，业务遍及全球 30 逾国家的 240 多个城市。此外，凯德集团房地产投资管理业务规模在全球领先，旗下共管理 6 支上市房地产投资信托基金 (REITs) 和商业信托，及 20 逾支私募基金。

图 11: CICT 基金结构

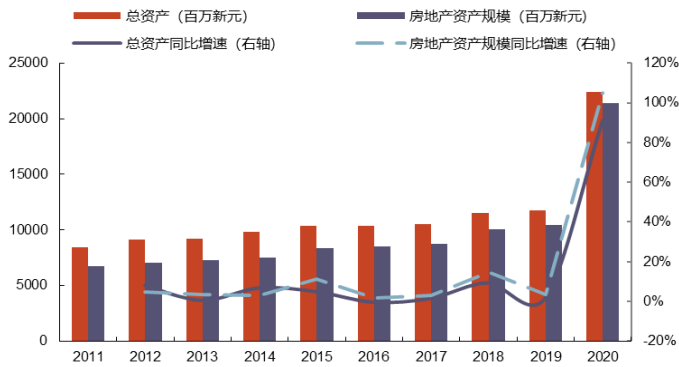


资料来源：公司官网，光大证券研究所

CICT 资产规模

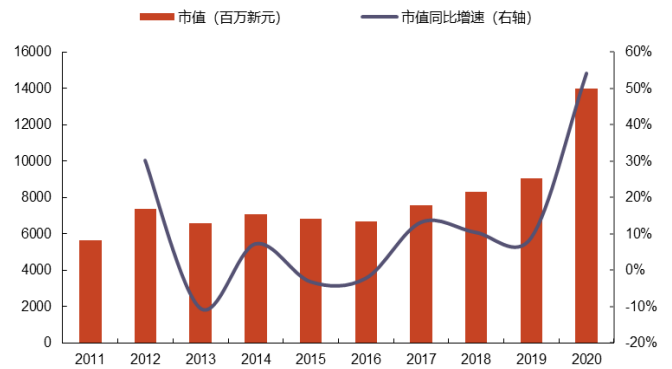
CMT (合并前) 资产组合数量稳健提升，资产总额及公司市值由 2011 年的 84.7 亿新元及 56.6 亿新元提升至 2019 年 117.3 亿新元及 90.7 亿新元。合并后 CICT 资产总额及总市值跃升至 224.2 亿新元及 139.8 亿新元 (2020 年底)。

图 12: CICT 资产总额及房地产资产规模



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

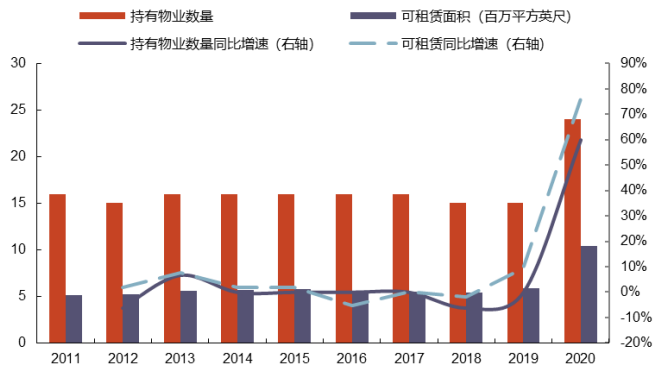
图 13: CICT 市值



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

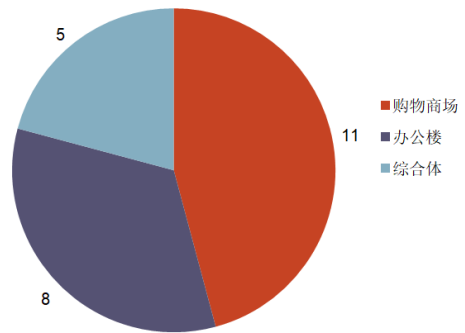
CMT 主要投资新加坡优质营收型商业标的(包括零售和/或办公), 旗下购物中心多位于靠近交通枢纽的人口密集区域。除商业资产升值及稳定租金收益外, CMT 还通过资产改良工程增厚标的估值。合并后, CICT 资产组合包括新加坡 22 处物业及德国法兰克福 2 处物业。具体来看, CICT 持有的零售及综合体资产(除在建项目 CapitaSpring 外, 权益比 45.0%) 近半位于市中心区域; 此外 CICT 持有 3 座不动产, 即 Plaza Singapura, Gallileo 和 , 其余 21 座为租赁物业。

图 14: CICT 持有物业数量及可租赁面积



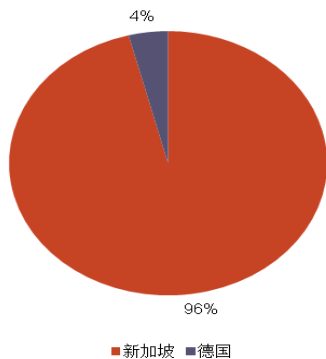
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 15: CICT 持有资产类型个数划分



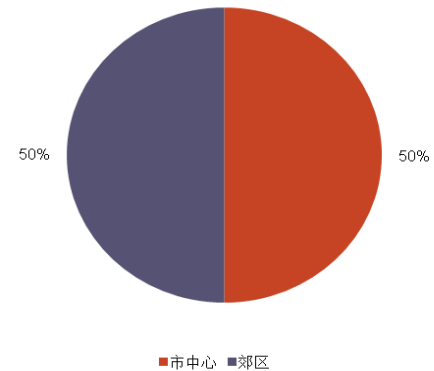
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。注:数据截至 2020 年底。

图 16: CICT 持有物业国家分布



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。注:数据截至 2020 年底。

图 17: CICT 零售资产组合区域分布



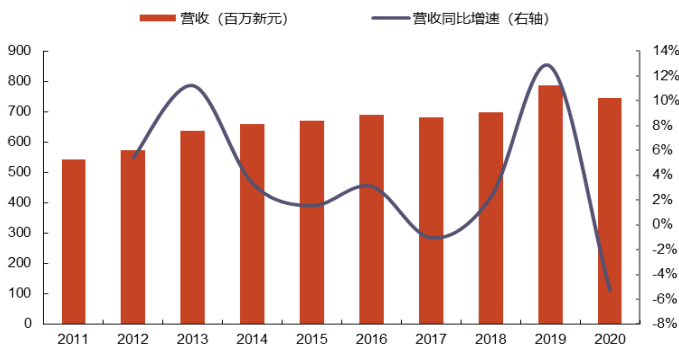
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。注:数据截至 2020 年底。

CICT 运营能力及投资回报水平

尽管受制于疫情及租金减免措施(2020年CICT为租户减免约1.28亿新元租金),资产组合的扩充及租户韧性为CICT业绩波动提供一定缓冲。2020年CICT维持95%以上的综合出租率,其中前10名租户月租金收入贡献比重达21.1%。整体来看,2020年CICT实现总收入及房地产净收入7.45亿新元及5.13亿新元,分别同比下降5.28%及8.15%。此外,同期CICT可派发收入约3.69亿新元,同比下滑16.35%。

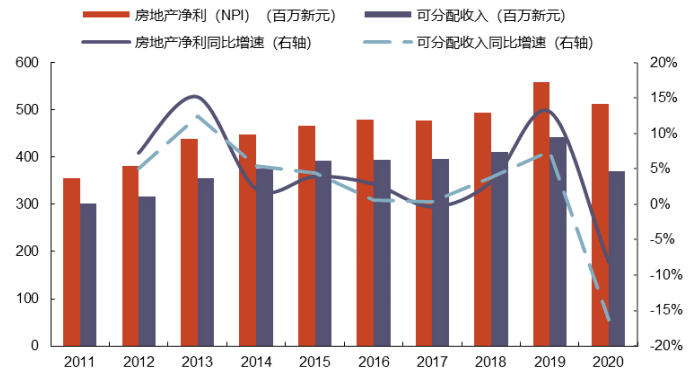
剔除疫情及重组影响,CICT总收入及房地产净收入增速相对稳健。出租率2011年受资产改良工程影响低于95%、2016年因福南综合体(Funan)重建而轻微下滑;同年CICT总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率同趋势变动。考虑到新加坡零售及办公市场新增供应有限,预计后疫情时代CICT业绩将稳步恢复至正常水平。

图 18: CICT 营收



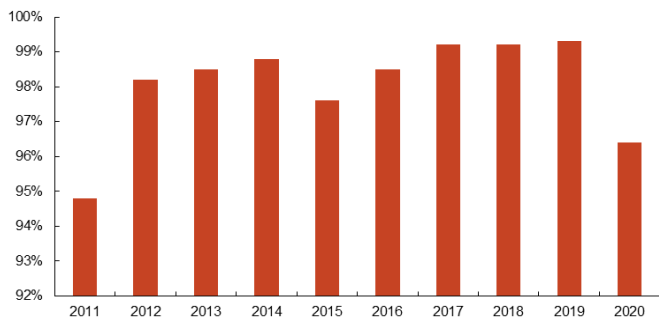
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 19: CICT 房地产净利及可分配收入



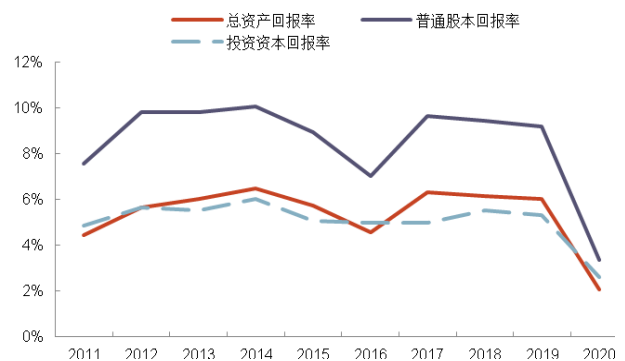
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 20: CICT 出租率



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 21: CICT 资产回报率⁹、普通股本回报率¹⁰及投资资本回报率¹¹



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

2011-2019年, CMT 市盈率稳定于 11.4PE-14.2PE 区间, 市净率稳定于 1.0PB-1.3PB 区间。因旗下资产以净自持为主, CMT 资产周转率近年维持于 7%

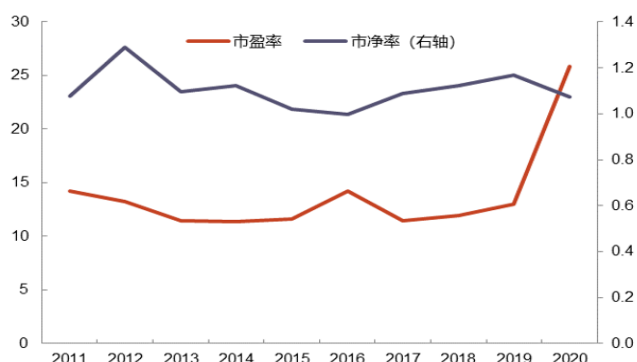
⁹ 总资产回报率 = (最近 12 个月净利润 / 平均总资产) * 100%

¹⁰ 普通股本回报率 = (最近 12 个月股东可分配净利润 / 平均总普通股东权益) * 100%

¹¹ 投资资本回报率 = (最近 12 个月税后净营业利润 / 平均投资资本)

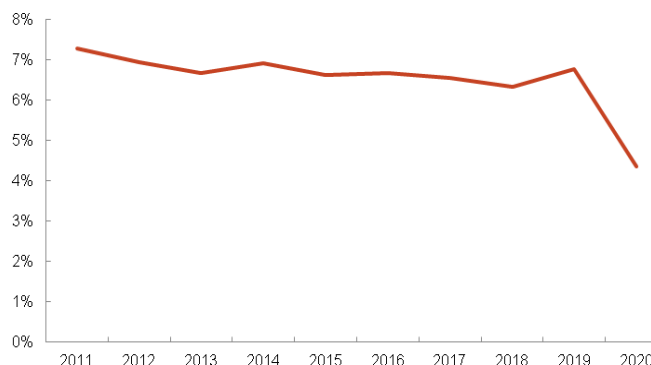
上下。2020 年受合并影响，CICT 市盈率走高，达 25.84PE；市净率因净资产扩容小幅下滑至 1.07PB；此外疫情拖累 CICT 资产周转率放缓至 4.36%。

图 22：CICT 市盈率及市净率



资料来源：公司官网，光大证券研究所

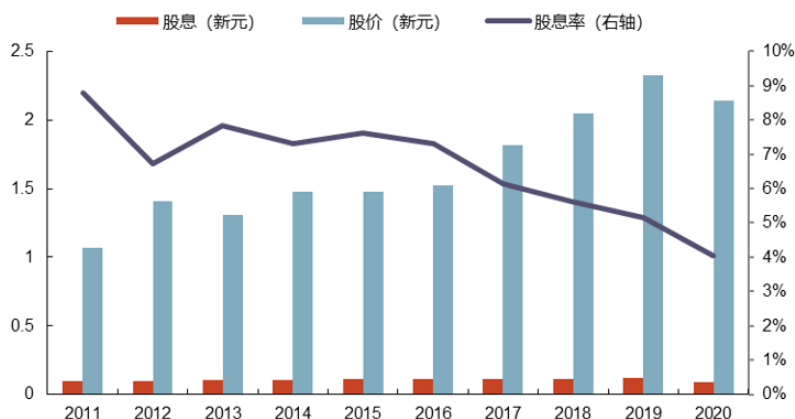
图 23：CICT 资产周转率¹²



资料来源：公司官网，光大证券研究所

近十年 CICT 年均股息分派约 0.1 新元/股左右，股价的拉升导致股息率由 2011 年的 8.8% 下滑至 2019 年的 5.2%，平均股息率约 7.0%。2020 年 CICT 股息派发跌回 0.09 新元/股，对应股息率 4.06%，为近十年低点。

图 24：CICT 股价、股息及股息率



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。注：股息率=当年每股派息/年末股价

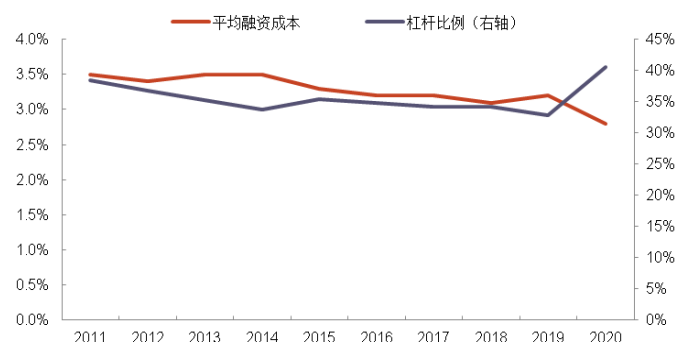
CICT 财务能力

CMT 杠杆比例长期低于 40%，具备较灵活加杠杆空间。2020 年 CMT 为现金并购新增一笔 10 亿新元贷款，当期资产负债比率达 40.6%。

资金来源多元及固定利率贷款比重高（2020 年约 83%）带来 CICT 融资优势突出，2020 年 CICT 平均借贷成本仅 2.8%。同时，为减轻疫情影响，CICT 采取谨慎成本管理措施，稳定现金流利于后续融资优势的固化。此外，CICT 的平均借贷年限近十年经历先升后降，2020 年借贷年限约 4.1 年。

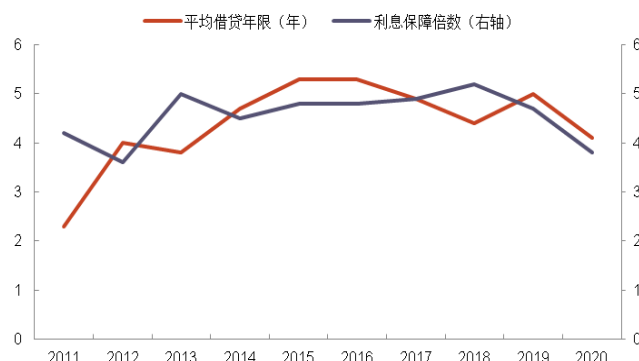
¹² 资产周转率 (Assets Turnover) = 最近 12 个月净营收 / ((本期总资产+上期总资产) / 2)

图 25: CICT 平均融资成本及杠杆比例



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 26: CICT 平均借贷年限及利息保障倍数¹³



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

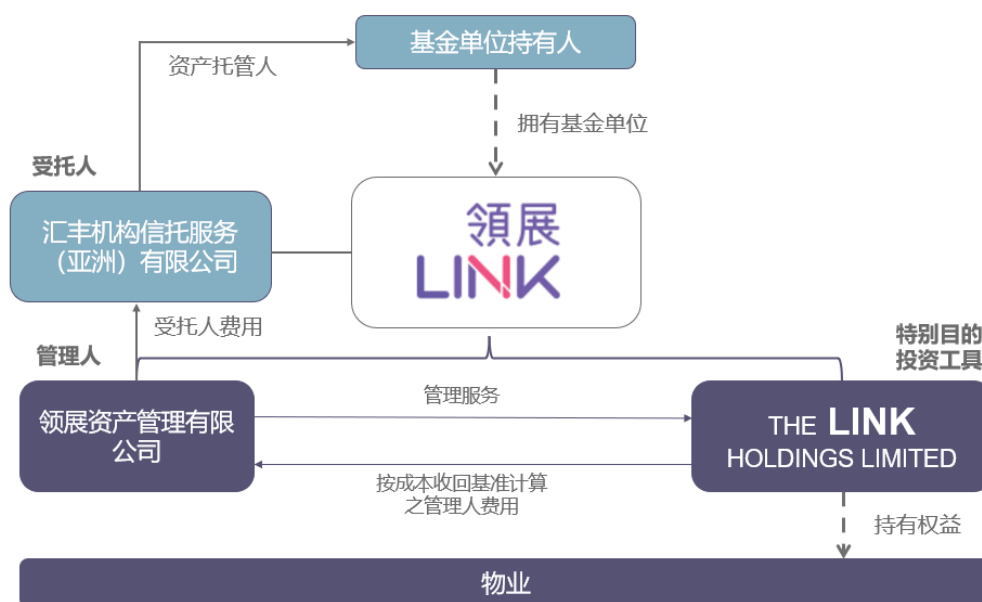
2.2、 领展房地产投资信托基金 (Link REIT)

领展房地产投资信托基金简介

因早年香港特区政府停售居屋, 叠加 2003 年 SARS 影响, 香港房屋委员会财政状况曾一度入不敷出。2005 年, 香港政府希望通过放开房地产信托市场以反哺公屋建设, 香港房委会顺势分拆旗下公屋配套的零售资产及停车场, 交由领展资产管理有限公司管理运营, 并于同年在港交所挂牌上市, 交易代码 0823。

作为当前亚洲唯一推行内部管理机制的 REITs, 领展旗下物业组合的管理人为领展资产管理有限公司, 由领展 REITs 完全控股。区别于“投资者---REITs---管理人”架构的外部管理组织链条, “投资者---REITs(管理人)”模式的内部管理链条具有简单、灵活、易调整的特点。

图 27: 领展房地产投资信托基金结构



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

¹³ 利息保障倍数 (Interests Coverage) = EBITDA / 利息支出

Link REIT 业务涵盖投资及管理多元资产组合，并专注于以必需品为主的零售、停车场及甲级办公大楼。当前 Link REIT 以香港为基地，管理物业外延至北京、上海、广州、深圳、伦敦及悉尼；此外 Link REIT 积极开拓其他市场机会，致力成为世界级的房地产投资管理机构。

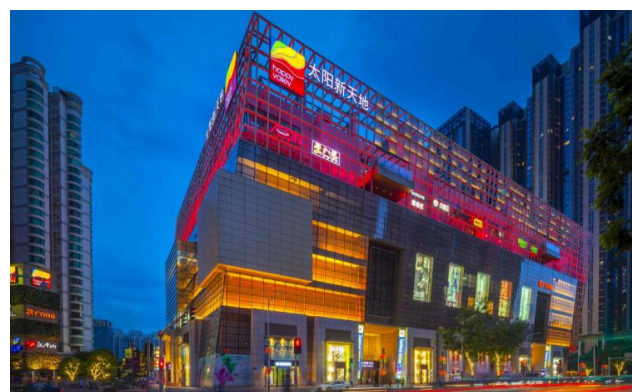
Link REIT 投资理念主要为高收益及低风险资产互补，通过维持物业组合的平衡来寻求稳定收入和可持续增长。公司定位风险较低且回报相对稳定资产为“核心型”及“核心增益型”；定位风险较高且潜在收益更高资产为“增值型”，后续通过对该类资产硬件的提升以创造更大增值机会。如，2021 年 6 月 Link REIT 收购广州天河区太阳新天地购物中心并计划对其进行改造，商场定位也由对标年轻客群的区域型商场升级为对标富裕现代家庭的综合休闲目的地。

图 28: 广州天河区太阳新天地购物中心区域位置



资料来源：公司官网

图 29: 广州天河区太阳新天地购物中心概念图

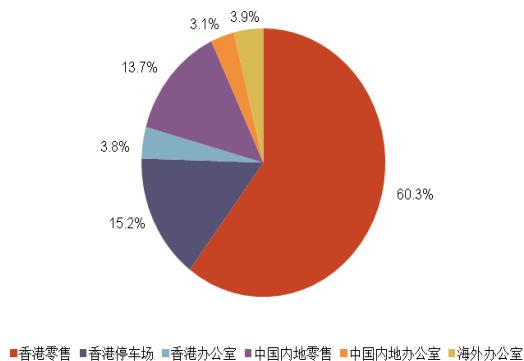


资料来源：公司官网

领展房地产投资信托基金资产规模

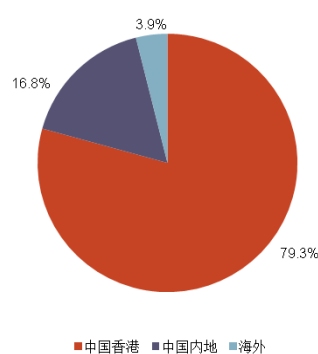
2005 年上市初期，Link REIT 植根香港，其拥有的 180 个商场及停车场均位于本土。近年来 Link REIT 积极寻求中国内地及海外布局机会以提高资产组合多元化、加强物业组合竞争力：2015 年 4 月，Link REIT 收购北京欧美汇购物中心，进军内地；2015 年 8 月，收购上海领展企业广场（前称企业天地 1 号及 2 号），其为 Link REIT 旗下首项内地办公物业投资；2019 年 12 月及 2020 年 2 月，Link REIT 分别收购悉尼 100 Market Street 及伦敦 The Cabot 甲级商业楼宇。当前 Link REIT 已形成以香港总部为基地，外拓中国内地一线城市及其周边地区的投资格局。2021 年 4 月及 6 月 Link REIT 完成收购上海七宝万科广场 50% 权益及宣布收购广州太阳新天地购物中心，进一步强化中国内地一线城市物业布局。截至 2021 年 3 月底，Link REIT 在中国香港拥有物业组合 127 项，在北京、上海等共拥有物业组合 9 项，总资产规模达 2098.9 亿港元。

图 30: Link REIT 各类资产价值占比



资料来源：公司官网，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

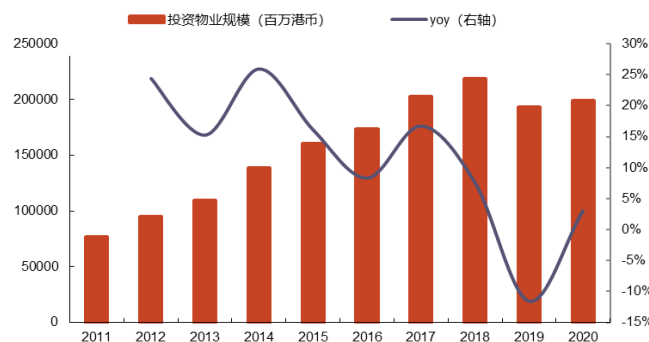
图 31: Link REIT 资产区域分布占比



资料来源：公司官网，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

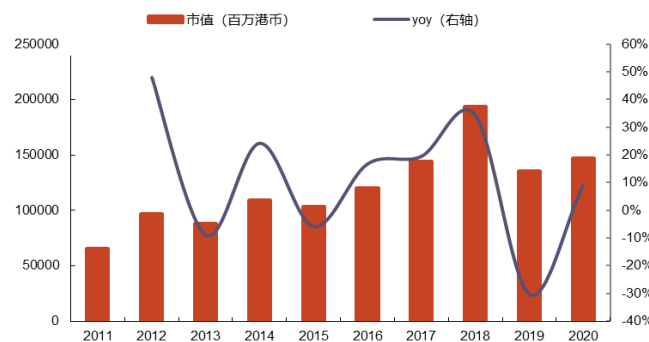
2011-2018 年 Link REIT 投资物业价值及市值均保持快速增长，分别由 2011 年的 766.7 亿港币及 653.8 亿港币增长至 2018 年的 2185.0 亿港币及 1936.4 亿港币。2019 年，受香港零售市场低迷影响，Link REIT 投资物业及市值分别同比下滑 11.6% 及 30.2% 至 1932.2 亿港币及 1352.0 亿港币。2020 年于疫情背景下，Link REIT 投资物业和市值呈逆势回升，分别增长至 1990.7 亿港币和 1474.0 亿港币。

图 32: Link REIT 投资物业资产规模



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

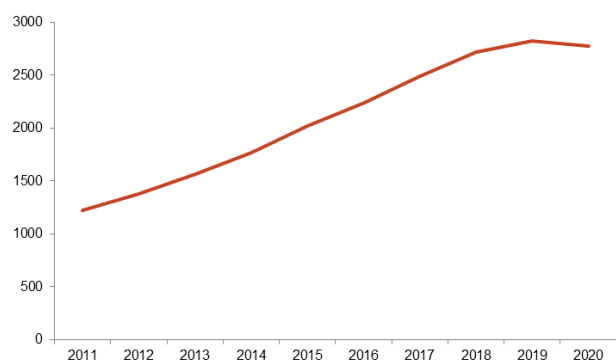
图 33: Link REIT 总市值



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

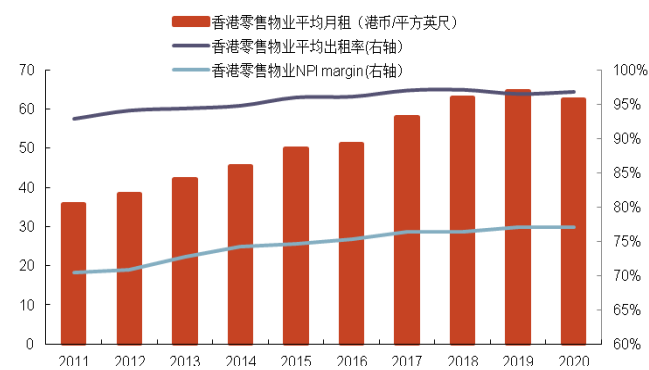
Link REIT 香港零售物业平均月租逐年增长，2020 年 Link REIT 为租户提供租金减免，月租由 2019 年的 64.6 下降至 62.4 港币/平方英尺。Link REIT 平均出租率及 NPI margin 均稳中有升，分别从 2011 年的 92.9% 和 70.5% 增长至 2020 年的 96.8% 和 77.1%。

图 34: Link REIT 香港单位停车场每月收入 (港币)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 35: Link REIT 香港零售物业平均出租率, NPI margin¹⁴ 及平均月租

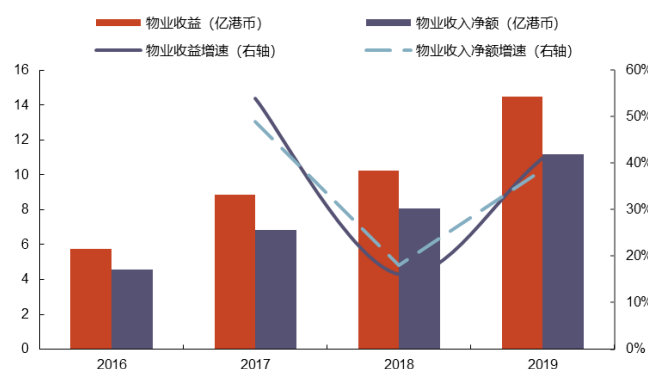


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

受益于 Link REIT 资产组合多元化，其物业收益及收入净额分别由 2016 年的 5.74 亿港币及 4.59 亿港币增长至 2019 年的 14.48 亿港币及 11.18 亿港币，展现出较大增长韧性。2011-2018 年，Link REIT 每股净资产价值处于上升快通道，2018 年跃升至 89.5 港币，较 2011 年提升 3 倍有余。

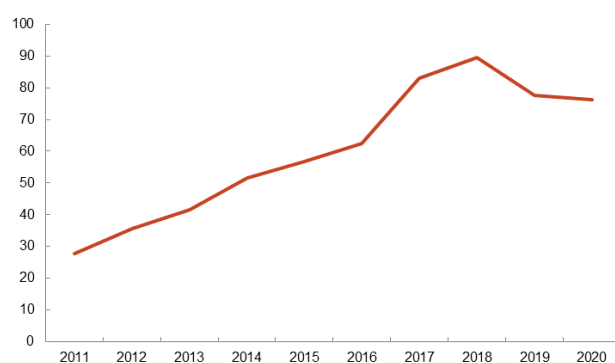
¹⁴ NPI margin=NPI/营业收入

图 36: Link REIT 中国内地物业收益及物业收入净额



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 37: Link REIT 每股净资产 (港币)

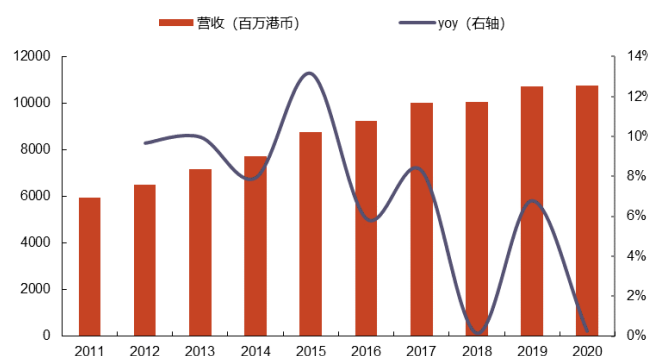


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

领展房地产投资信托基金盈利能力

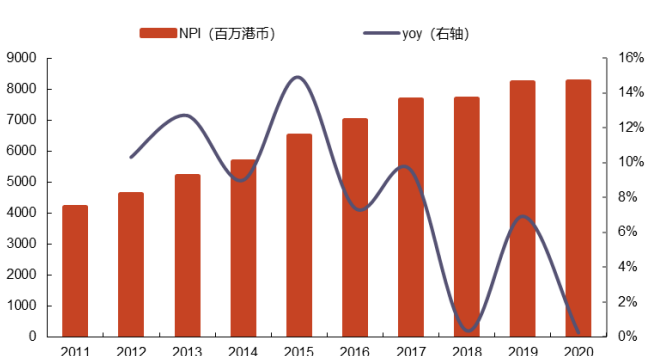
近十年 Link REIT 营收及 NPI 增势良好, 2020 年虽受疫情影响增速放缓, 但仍保持上升趋势。两者分别从 2011 年的 59.3 亿港币和 41.9 亿港币增长至 2020 年的 107.4 亿港币和 82.4 亿港币。

图 38: Link REIT 营收



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 39: Link REIT 物业净收入 (NPI)¹⁵

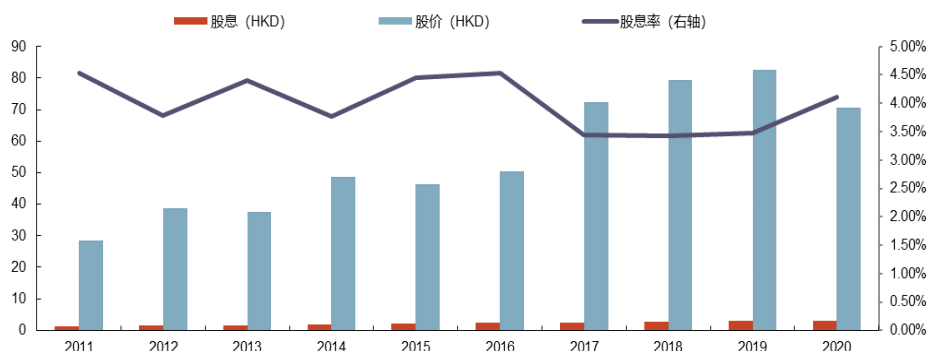


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2011-2016 年 Link REIT 股价整体表现平稳, 股息率维持 3.8%-4.5% 区间。2017 年因香港零售市场重拾升轨, 当年股价大涨 43.8%, 股息率因此降至 3.45%。

¹⁵ NPI (Net Property Income) = 租金收入 - 租赁业务运营成本 - 资产管理费用 - 折旧、摊销、资产增/减值

图 40: Link REIT 股价、股息及股息率

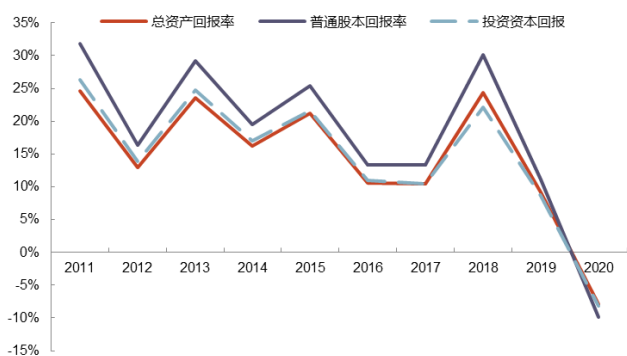


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

2011-2019 年间, Link REIT 总资产回报率, 普通股东回报率及投资资本回报率均有一定波动, 高点分别达 24.6%, 31.8%及 26.4%, 整体维持于 8.5%以上。

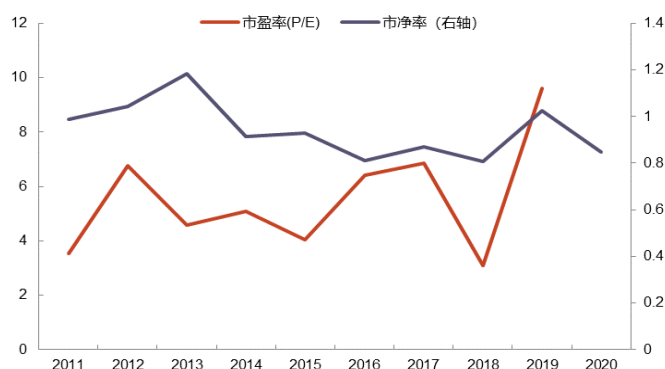
Link REIT 市净率相对稳定, 维持于 0.8-1.2PB 区间; 市盈率波动较大, 位于 3.1-6.9PE 之间, 2019 年受利润下滑影响, 市盈率拉升至 9.6PE。

图 41: Link REIT 总资产回报率, 普通股东回报率及投资资本回报率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 42: Link REIT 市净率及市盈率

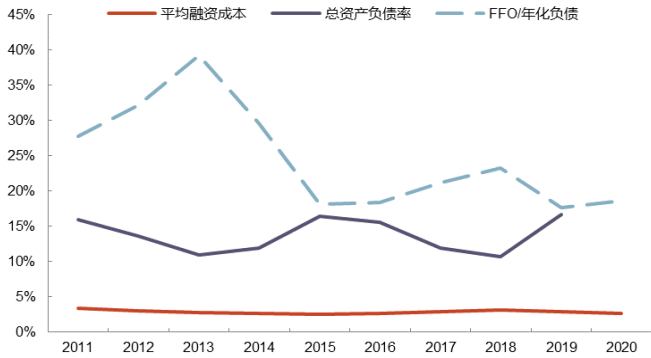


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所。注: Bloomberg 缺失 2020 年市盈率值。

领展房地产投资信托基金财务能力

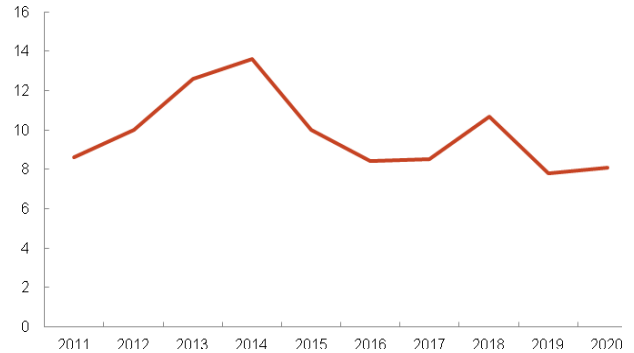
Link REIT 一直维持灵活审慎的资本架构以抵御市场波动, 近十年总资产负债率维持 17%以下。同时, Link REIT 的 EBITDA 利息覆盖倍数近 8X; 平均融资成本 2020 年仅为 2.66%, 财务状况良好。

图 43: Link REIT 平均融资成本、总资产负债率及 FFO¹⁶/年化负债



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所。注: Bloomberg 缺失 2020 年总资产负债率值。

图 44: Link REIT EBITDA 利息覆盖率¹⁷



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

2.3、Realty Income Corporation

Realty Income 简介及构成

Realty Income Corporation 成立于 1969 年，总部位于美国加利福尼亚州圣地亚哥，是一家投资于独立、单一租户的商业物业房地产投资信托，现为世界第 9 大 REIT，并入选标普 500 指数。

Realty Income 持有物业一般为位于所在州或城市相对中心地段的独栋建筑(不附属于任何其他结构)，属于单一租户商业地产 (Single Tenant Property)。主要租户有 Fedex、7-ELEVEN、Sainsbury's 等。其大部分商业资产采用三重(净)租赁模式 (triple-net leases)，即除每月支付租金外，客户还需缴纳物业的运营费用(税收、维护和保险费用)。三重(净)租赁结构有效缓解公司商业物业运营费用上涨的风险，并利于保留充足的可预测现金流以支付每月股息。

迄今为止，Realty Income 在其 52 年的经营历史中已连续支付 612 次普通股月度股息。自 1994 年公开上市(纽约证券交易所代码: O)以来，复合年化收益率达 15.3%，复合股息增长率达 4.4%。

Realty Income 资产规模

近年来 Realty Income 规模扩张迅速，资产总额及公司市值由 2011 年的 44.2 亿美元和 70.6 亿美元增长至 2020 年的 207.4 亿美元和 313 亿美元。除 2020 年公司市值受疫情影响略有回落(-3.7%)外，各项规模指标均保持上升态势。

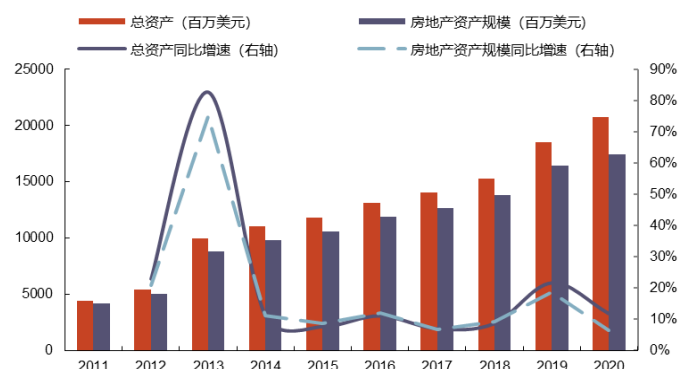
Realty Income 曾于 2013 年 1 月以 32 亿美元收购 American Realty Capital Trust (ARCT)，为公司历史上第一次实体级收购。ARCT 资产主要为三重(净)模式租赁物业，与 Realty Income 经营及发展策略契合。并购后，Realty Income 规模扩容近 35%，并于运营效率、成本控制等方面取得显著优化。

此外，2019 年 Realty Income 通过获取 12 座英国商业资产完成其第一次国际收购计划；2020 年 Realty Income 再于英国获取约 9.21 亿美元资产，累计投资总额超 17 亿美元。

¹⁶ FFO (Funds From Operations) = 净收入 (除去出售和置换物业的收益) + 折旧+摊销

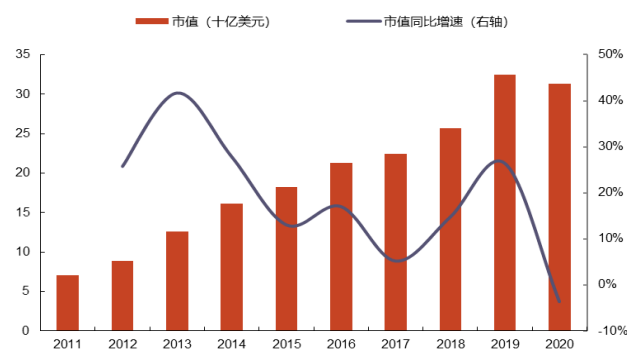
¹⁷ EBITDA 利息覆盖率= EBITDA / 利息支出

图 45: Realty Income 资产总额及房地产资产规模



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

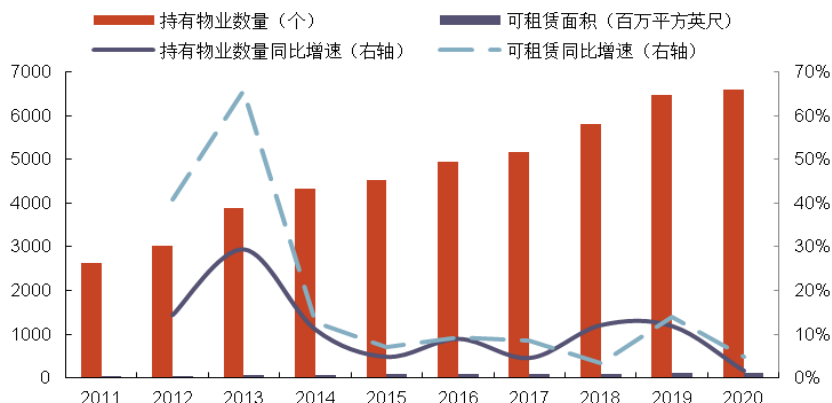
图 46: Realty Income 市值



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

截至 2020 年底, Realty Income 持有分散于美国 50 州、波多黎各及英国的超 6600 处商业物业投资组合, 资产规模约 174.7 亿美元。具体来看, Realty Income 于美国分别持有商业、工业、办公、农业物业 6483、121、43、15 处; 对应可租面积 8055.08、3033.08、317.57、18.45 万平方英尺; 年化合同租金收入分别为 14.53、1.99、0.52、0.27 亿美元, 占比 83.9%、11.5%、3.0%、1.6%。同时, Realty Income 于英国持有 54 处资产, 总价值为 22 亿美元, 出租率达 100%, 剩余租赁年限约 12 年。

图 47: Realty Income 持有物业数量及可租赁面积



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

表 3: Realty Income 资产类别

	数量	可租面积	总投资组合年化合同租金收入	占租金收入比例
单位	个	平方英尺	千美元	%
商业物业	6483	80550800	1452509	83.9
工业物业	121	30330800	199186	11.5
办公物业	43	3175700	51610	3.0
农业物业	15	184500	27144	1.6
总计	6662	33691000	1730449	100

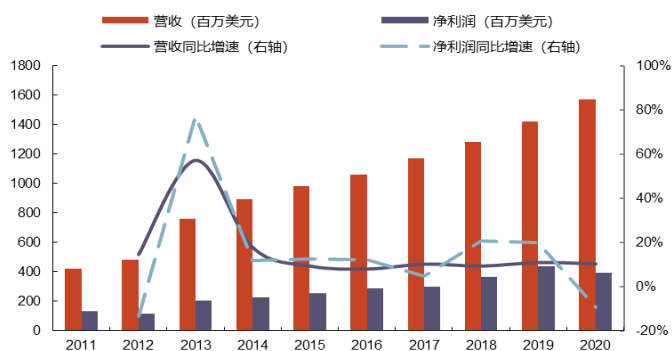
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

注: 数据截至 2021 年 3 月 31 日。不包含 2021 年 3 月 31 日分类为农业物业的 3300 英亩已出租土地。

Realty Income 运营能力及投资回报水平

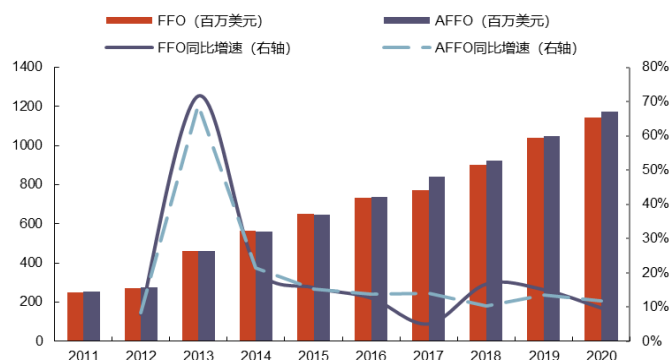
2020 年 Realty Income 录得总收入 15.7 亿美元，同比增长 10.5%；录得净收入 4.0 亿美元，同比下滑 9.4%；FFO 及 AFFO 分别为 11.4 亿美元及 11.7 亿美元，分别同比增长 9.8%和 11.7%。整体来看，Realty Income 主要租户（便利店、杂货店、药店及一元店，约占年租金收入近 40%）以生活必需品销售为主，叠加其资产出租率常年维持 96%以上，因而业绩在疫情期间仍具较强韧性。

图 48: Realty Income 营收



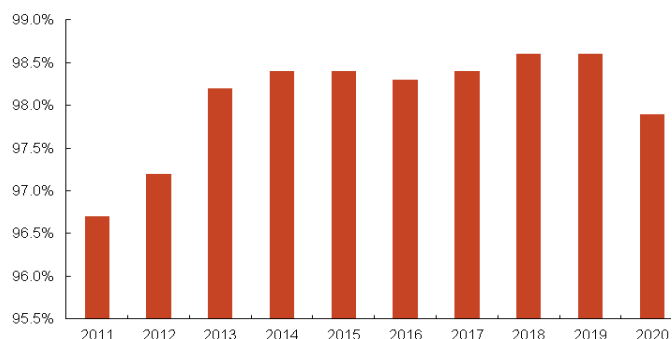
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 49: Realty Income FFO¹⁸及 AFFO¹⁹



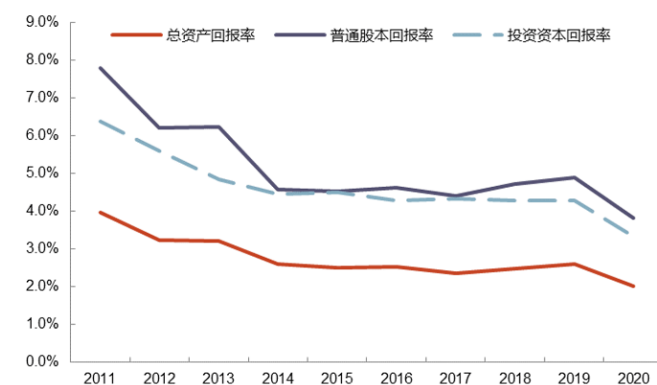
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 50: Realty Income 出租率



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 51: Realty Income 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率



资料来源：公司官网，光大证券研究所

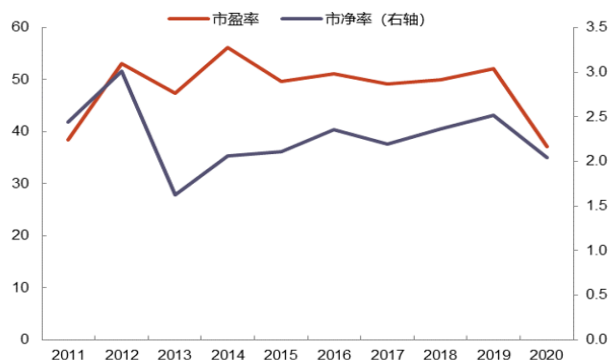
2011 年以来 Realty Income 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率呈下滑态势，分别由 2011 年的 3.95%、7.79%、6.36% 收缩至 2020 年的 2.01%、3.81%、3.31%。公司规模近年来大幅扩张，但线上购物对实体零售冲击较大带来行业利润空间普遍收窄，因利润增速不及规模增速致投资回报率走低。

¹⁸ FFO (Funds From Operations) = 净收入 (除去出售和置换物业的收益) + 折旧 + 摊销

¹⁹ AFFO (Adjusted Funds From Operation) = 净收入 - 出售和置换物业的收益 + 折旧 + 摊销

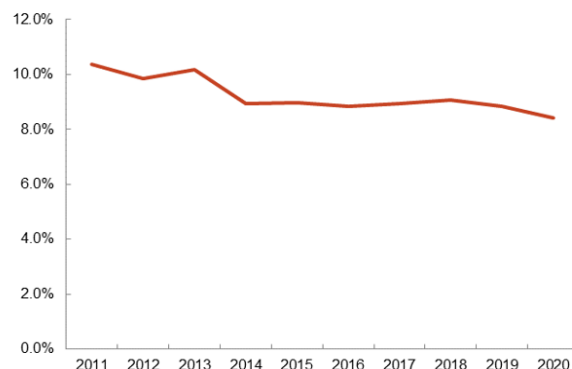
Realty Income 资产周转率缓慢回落，自 2011 年的 10.37% 下滑至 2020 年的 8.41%，资产利用效率的下降与公司规模扩张迅速密切相关，建议后续持续关注公司运营效率。

图 52: Realty Income 市盈率及市净率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

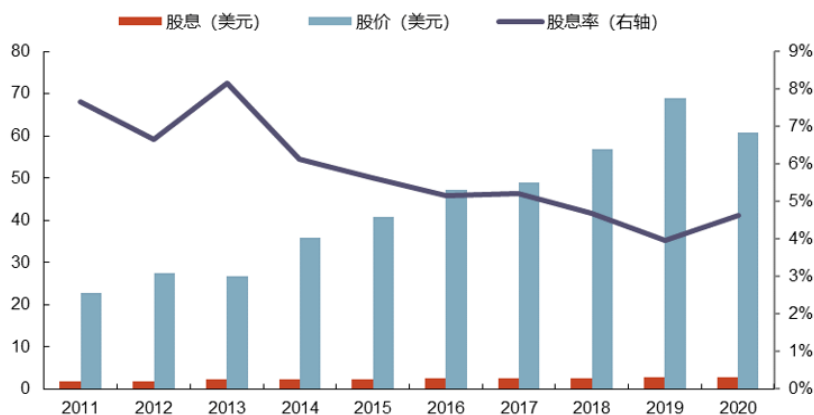
图 53: Realty Income 资产周转率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

2011-2020 年样本时间内 Realty Income 派息额逐年提升，2020 年以每股 2.81 美元派息达历史高点，对应股息率 4.63%；此外，Realty Income 在二级市场上表现优异，带来股息收益率小幅回落。

图 54: Realty Income 股价、股息及股息率

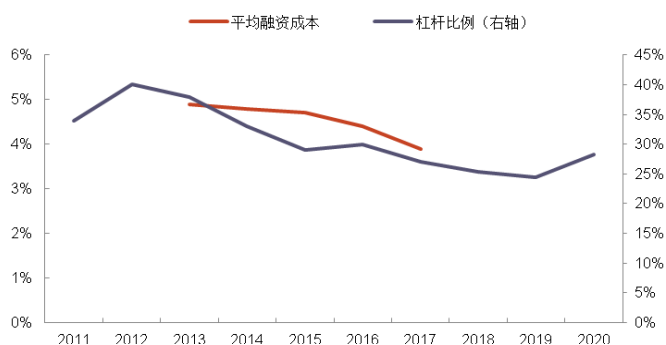


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

Realty Income 财务能力

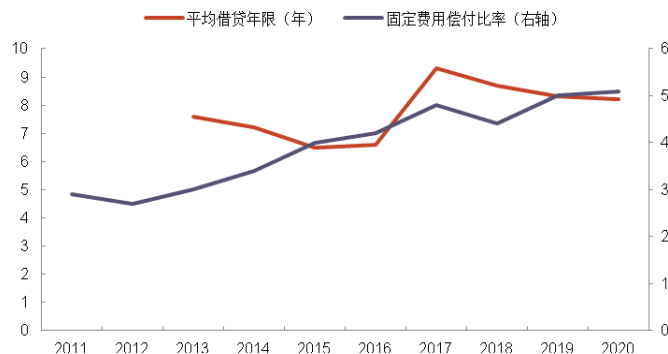
2012 至 2013 年因收购 ARCT，Realty Income 资产负债比率一度达 40%；收购完成后杠杆率回落至安全区域。借贷结构来看，Realty Income 全部贷款均为固定利率，平均借贷成本优化至 4% 上下；借贷年限波动上升，2020 年达 8.2 年，短期内偿债压力较小。健康负债结构支撑公司良好信用评级，Realty Income 为极少数获得两个 A 评级 (A3/A-) 的 REITs 之一。

图 55: Realty Income 平均融资成本及杠杆比例



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。注: 2011-2012 及 2018-2020 年平均融资成本值缺失。

图 56: Realty Income 平均借贷年限及固定费用偿付比率²⁰



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。注: 2011-2012 平均借贷年限值缺失。

2.4、西蒙房地产集团 (Simon Property Group)

SPG 简介

西蒙房地产集团 (Simon Property Group, Inc., SPG) 总部位于美国印第安纳州, 由西蒙家族于上世纪 60 年代成立, 并于 1993 年上市。SPG 作为一家推行内部管理机制的房地产投资信托公司, 从事业务包括零售房地产物业的开发、管理、租赁、收购和扩张; 当前业务线主要为 Mall、Premium Outlets 和 Mill。

表 4: 西蒙房地产集团主要产品线

业务线	业务类型	平均面积规模	主要业态	代表项目
Mall	地区性购物广场	几十万到几百万平方英尺	大型百货、零售、餐饮等	Northgate Mall
Premium Outlets	开放式商业街	五十万平方英尺	高档箱包、香水等奢侈品店	Wrentham Village Premium Outlets
Mill	大型商超	一百万平方英尺以上	服饰、餐饮、影院等	Sawgrass Mills

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 57: Wrentham Village Premium Outlets



资料来源: 公司官网

图 58: Northgate Mall



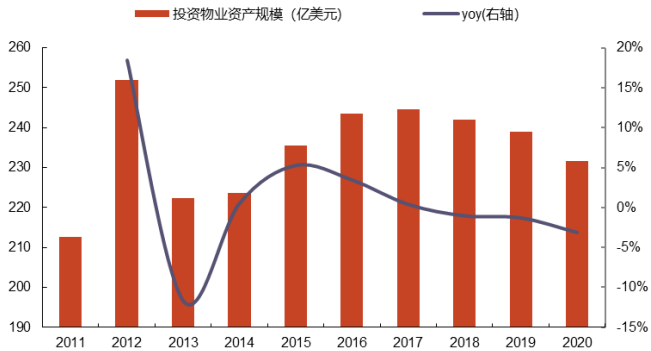
资料来源: 公司官网

²⁰固定费用偿付比率 (Fixed-Charge Coverage Ratio) = (扣除利息及税项前盈利+税前固定费用) / (固定费用+利率)

SPG 资产规模

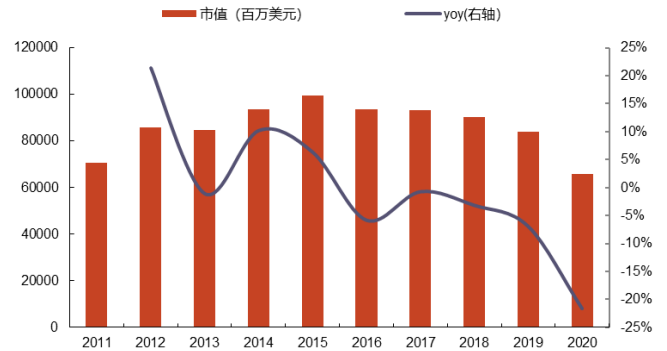
截至 2020 年底，SPG 在美国持有 203 处房产，包括位于 37 个州和波多黎各的 99 家购物中心、69 家奥特莱斯折扣店、14 家大都会零售娱乐、4 个生活中心²¹和 17 处其他零售房产；并于亚洲、欧洲和加拿大拥有 31 家优质专卖店和设计师专卖店（Premium Outlets and Designer Outlet）；持有资产总价值为 231.6 亿美元。

图 59：SPG 投资物业资产规模



资料来源：公司年报，光大证券研究所
注：2012 年因会计核算方式变更致资产规模激增。

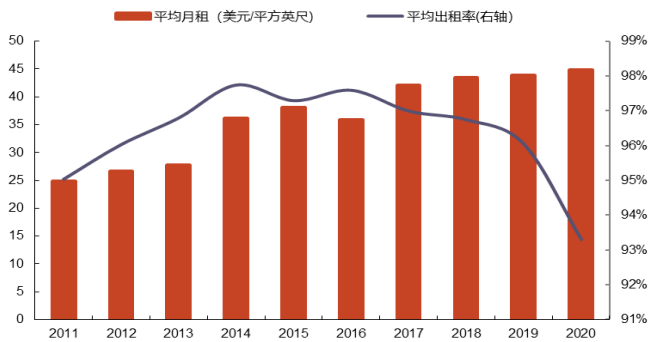
图 60：SPG 总市值



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

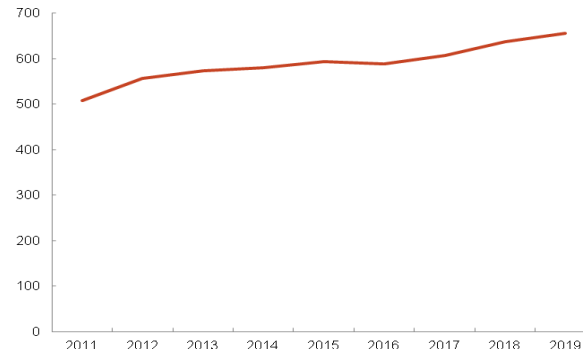
SPG 商业资产经营效益稳步提升，坪效由 2011 年的 508.5 美元/平方英尺增长至 2019 年的 656.5 美元/平方英尺。较高创收表现下 SPG 在美物业平均月租也呈稳步增长趋势，2020 年达 44.8 美元/平方英尺；同时 SPG 资产出租率基本保持在 96% 以上（除 2020 年受疫情影响下降至 93.3%）。

图 61：SPG 在美物业平均月租及出租率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 62：SPG 平均坪效（美元/平方英尺）



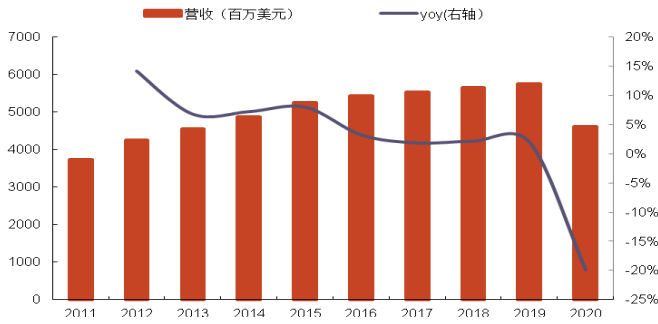
资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：公司年报未披露 2020 年 SPG 平均坪效。

SPG 盈利能力

近十年 SPG 营收增势较好，由 2011 年的 37 亿美元提升至 2019 年的 58 亿美元。2020 年疫情影响下，SPG 营收及 NOI 分别同比下滑 19.9% 及 17.1% 至 46 及 50.6 亿美金。

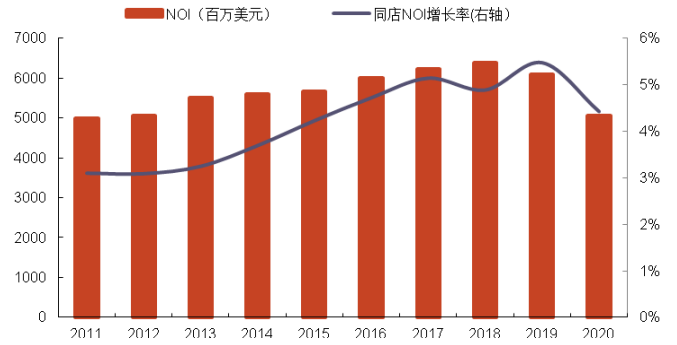
²¹ 生活中心指以“生活”服务为概念的消费场所

图 63: SPG 营收



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

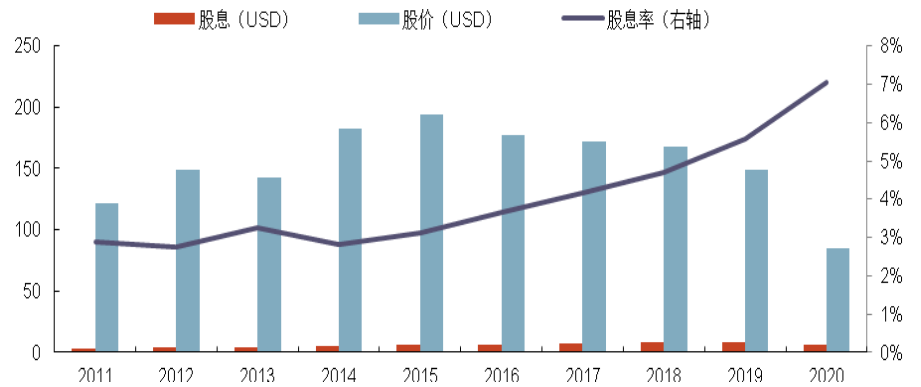
图 64: SPG 运营净收入 (NOI) 及同店 NOI 增长率



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2011-2015 年 SPG 股价涨势良好, 2015 年后处于轻微下行趋势; 股息率受益于派息额的稳步提升呈上行趋势。2020 年 SPG 股价下滑拉动当期股息率达 7.04%, 为十年来高点。

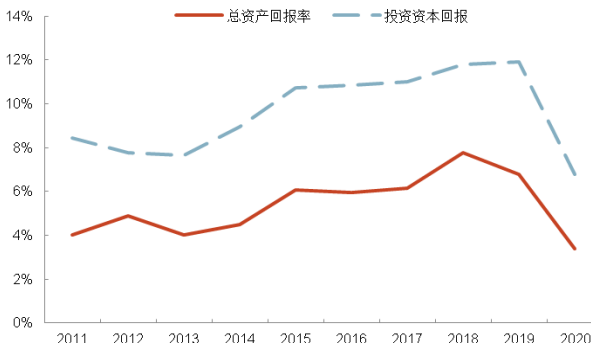
图 65: SPG 股价、股息及股息率



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

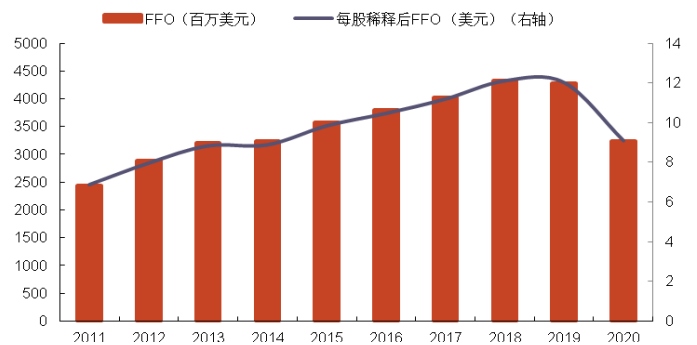
2011-2019 年 SPG 总资产回报率及投资资本回报率相对稳定, 分别维持于 4.0%-7.8% 及 7.7%-11.9% 区间。

图 66: SPG 总资产回报率及投资资本回报率



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

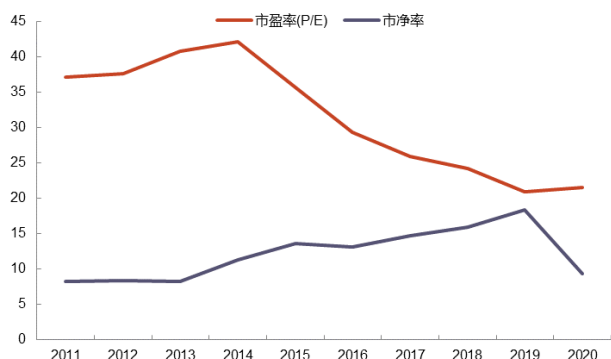
图 67: SPG FFO 及每股 FFO



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

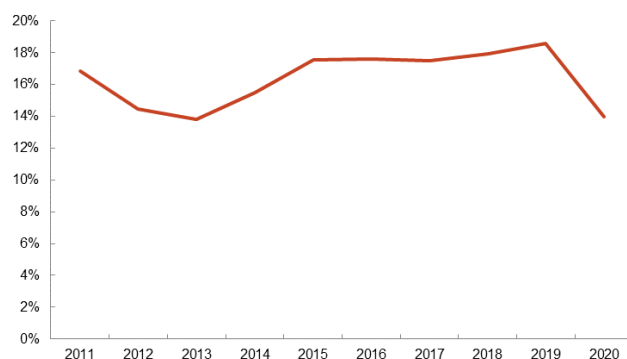
2014 年受股价上涨影响，SPG 当期市盈率达 42.1PE 高点，之后回落至 20.9-35.6PE 区间。与市盈率走势相反，SPG 市净率长期维持上升趋势，2020 年受疫情影响由高点回落至 9.3PB。

图 68: SPG 市盈率及市净率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 69: SPG 资产周转率

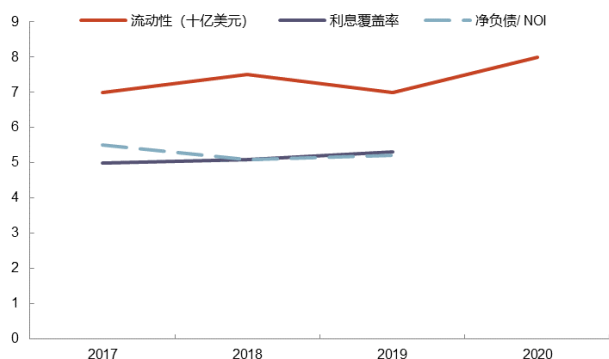


资料来源：公司年报，光大证券研究所

SPG 财务能力

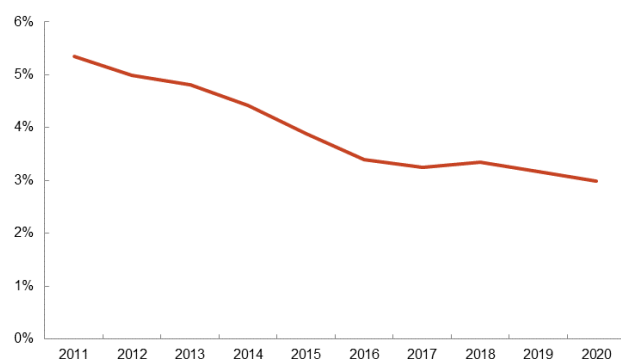
财务表现来看，2017-2020 年 SPG 现金流维持于 70 亿美元以上；平均借贷成本逐年优化，2020 年达历史低点（2.98%），融资成本优势显著。

图 70: SPG 现金流动性，利息覆盖率及净负债/NOI



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。注：Bloomberg 缺失 2020 年利息覆盖率及净负债/NOI 值。

图 71: SPG 平均借贷成本



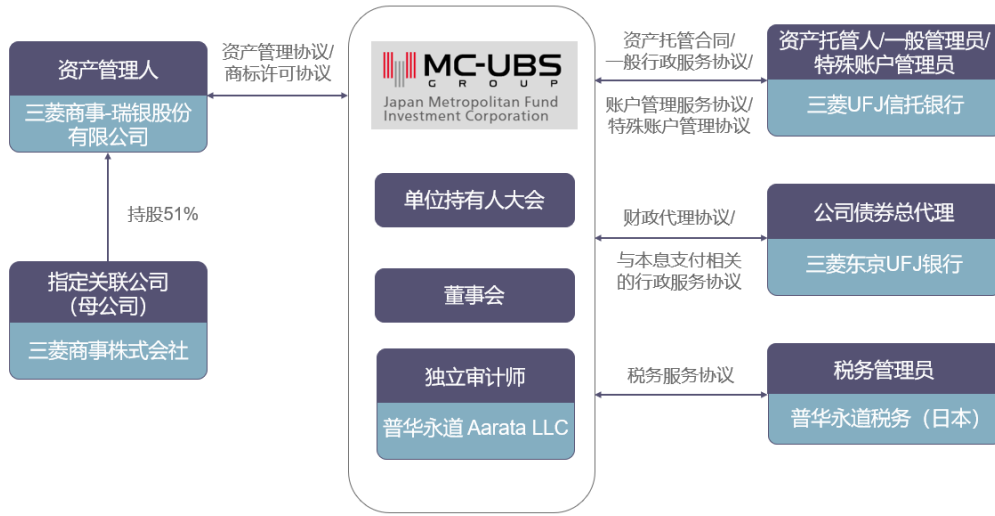
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

2.5、日本都市基金（Japan Metropolitan Fund Investment Corporation）

日本都市基金简介

日本都市基金（Japan Metropolitan Fund Investment Corporation, JMF）于 2002 年 3 月作为日本零售基金（Japan Retail Fund Investment Corporation, JRF）在东京证券交易所的房地产投资信托板块上市（证券代码：8953），JMF 是日本第一家专门针对零售物业资产的投资基金，同时也是日本市值排名前三的龙头 REITs。2010 年 3 月，JMF 与 LaSalle Japan REIT Inc. 合并；2021 年 3 月，JMF 与专注于写字楼的 MCUBS MidCity Investment Corporation 合并。

图 72: JMF 基金结构



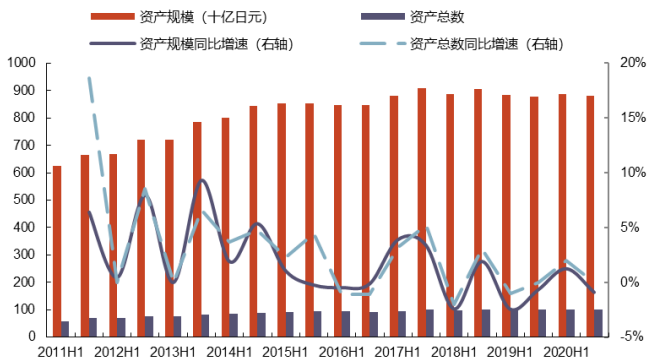
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

JMF 资产规模

JMF 擅长从“生活、工作和消费”的角度分析都市租赁需求的变化趋势，重点关注中长期租赁需求较强的人口聚集地区。为增强资产组合的多样性，JMF 趋于扩大投资范围以获得混合用途物业及住宅物业，后续通过资产置换等方式重新平衡资产类型构成。

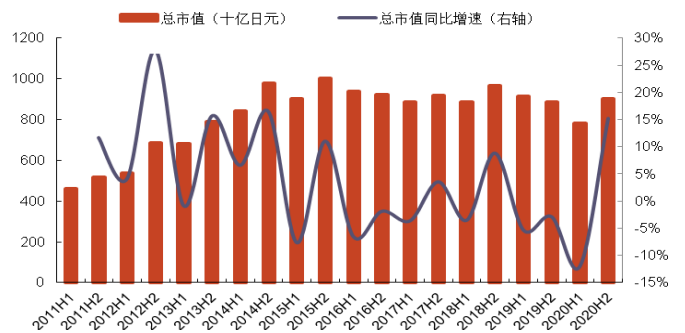
2011-2020 年期间 JMF 稳步发展，资产规模及资产总数分别由 2011 年的 6240 亿日元、59 个提升至 2020 年的 8800 亿日元、102 个；公司市值也随之增长至 2020 年的 9010 亿日元。

图 73: JMF 资产规模及资产总数



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 74: JMF 总市值



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

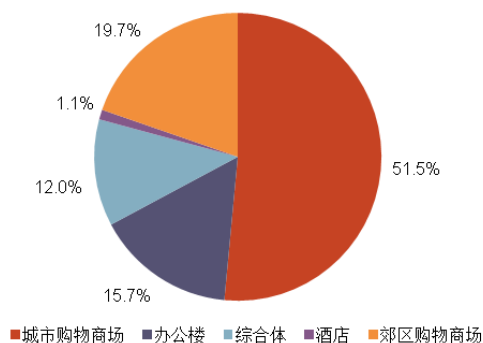
JMF 始终聚焦于东京、大阪、名古屋三大核心城市圈。截止 2020 年 H1, JMF 三大核心城市圈在管物业价值高达 10369.3 亿日元, 占总资产包的 88%。此外, JMF 资产结构多元, 主要资产类型分别为购物商场 (占比达 71.2%)、办公楼、综合体和酒店。

表 5：截至 2021 年 2 月日本都市基金资产组合

资产类型	城市购物中心	办公楼	综合体	酒店	郊区购物中心
数量	75	19	12	2	19
价值	6060 亿日元	1840 亿日元	1410 亿日元	120 亿日元	2310 亿日元

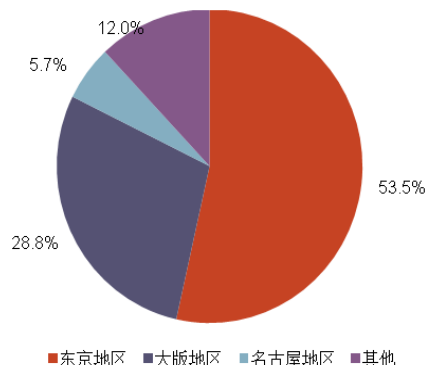
资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 75：JMF 持有资产类型划分（按资产价值）



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2021 年 2 月。

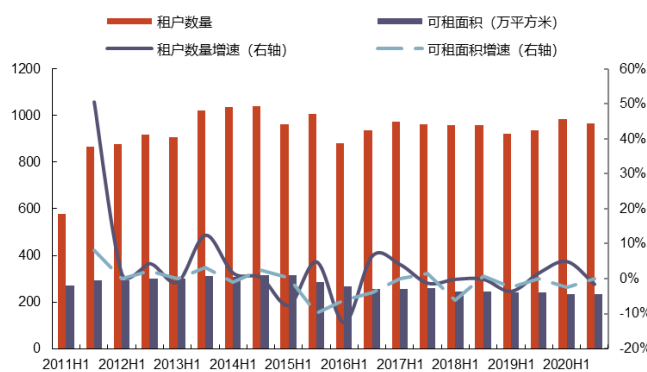
图 76：JMF 持有资产地区划分（按资产价值）



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2021 年 2 月。

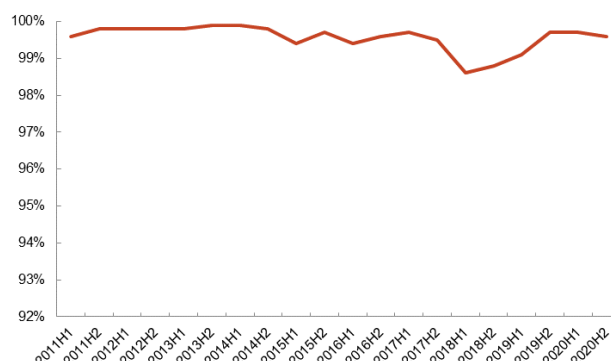
截至 2021 年 2 月，JMF 共有 968 个租户，可租面积约 233.6 万平方米。JMF 重视商户关系经营，着重培育长期租户群入驻。近十年 JMF 出租率维持高位，2020 年疫情影响下仍达 99.6%。

图 77：JMF 租户数量及可租面积



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2021 年 2 月。

图 78：JMF 平均出租率

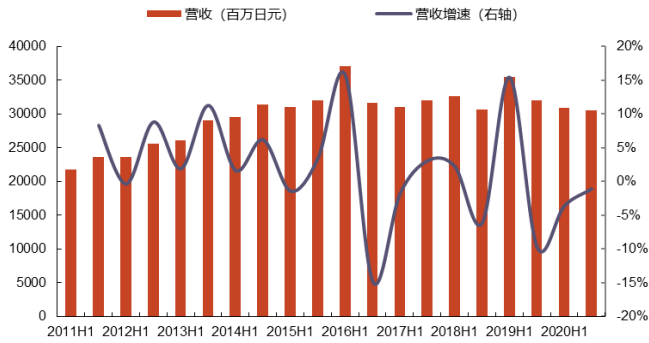


资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2021 年 2 月。

JMF 盈利能力

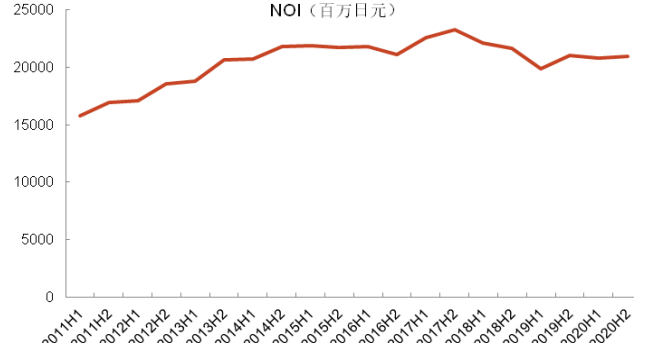
近十年 JMF 业绩增势较好，营收及 NOI 由 2011 年的 218.2 亿日元、157.8 亿日元提升至 2019 年的 320.0 亿日元、210.4 亿日元。2020 年 JMF 营收下滑至 305.2 亿日元，NOI 略微下滑至 209.5 亿日元。

图 79: JMF 营收



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

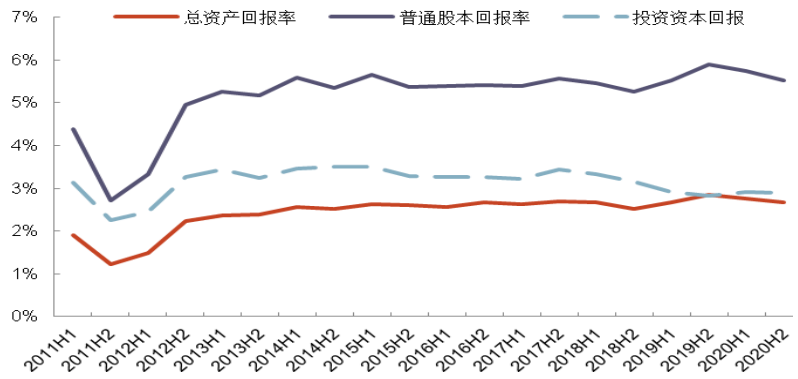
图 80: JMF NOI



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

JMF 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率自 2012 年后维持稳定水平, 2020 年分别为 2.7%、5.5%及 2.9%, 反映 JMF 多元化产品布局抗风险能力较强, 投资回报安全垫较高。

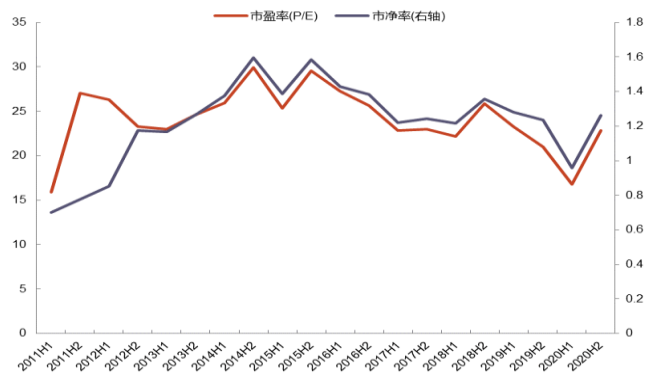
图 81: JMF 总资产回报率, 普通股本回报率及投资资本回报率



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

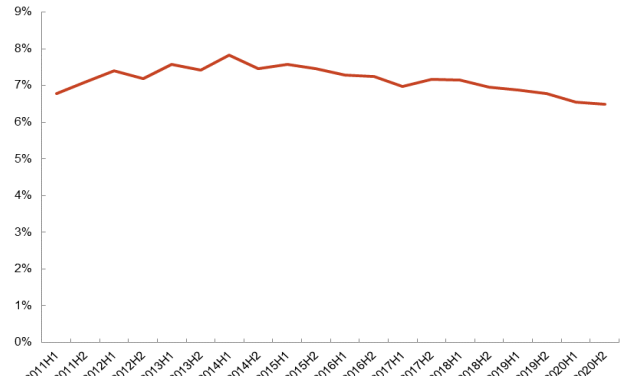
JMF 市盈率及市净率总体波幅较小, 维持在 21.0-29.9PE 和 1.2-1.6PB 之间; 资产周转率位于 6.5%-7.8%区间。

图 82: JMF 市盈率及市净率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

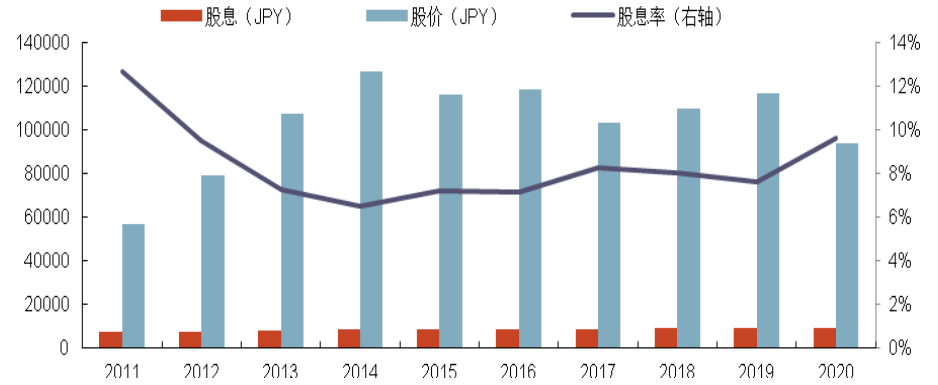
图 83: JMF 资产周转率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

2011-2014 年期间 JMF 股价受益于公开募股筹资计划而大幅提升，此后股价于 10.3-11.7 万日元之间波动，每股股息则由 2011 年的 7227 日元增长至 2020 年的 9000 日元。

图 84: JMF 股价、股息及股息率

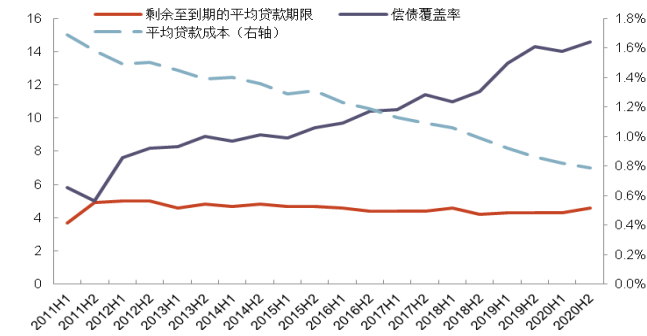


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

JMF 财务能力

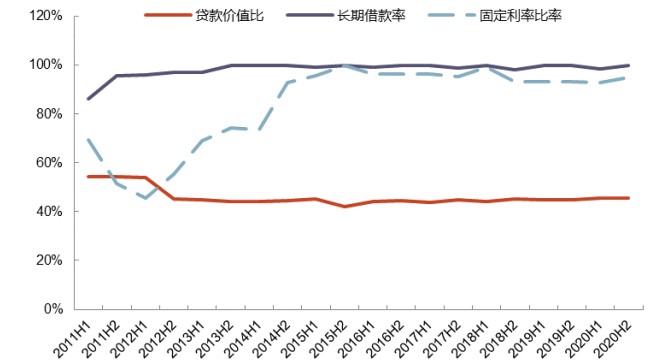
财务表现来看, JMF 偿债覆盖率长期处于优化通道, 2020 年达历史高位 14.6X; 受益于日本长期低利率政策, 2020 年 JMF 平均贷款成本仅为 0.79%。2013 年后, JMF 贷款价值比维持在 43.8%-45.6%, 长期借款率稳定在 98% 以上, 2020 年下半年达 100%, 健康财务状况利于增厚 JMF 盈利空间。

图 85: JMF 偿债覆盖率²², 剩余至到期的平均贷款期限及平均贷款成本



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 86: 贷款价值比 (LTV)²³, 长期借款率及固定利率比率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

2.6、 边界不动产投资 (FRI)

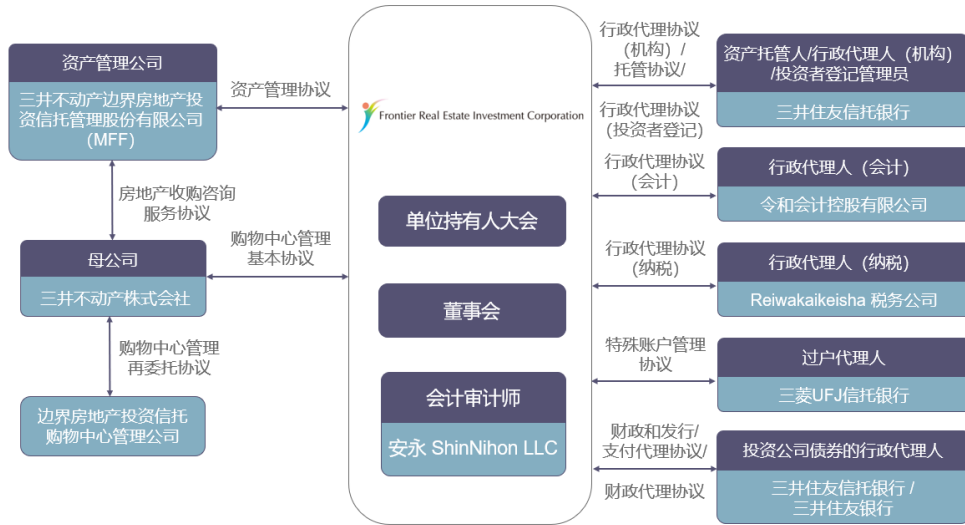
FRI 简介

自 2004 年 8 月在东京证券交易所上市以来, 边界不动产投资公司 (FRI, 证券代码: 8964) 专注于零售资产投资。2008 年 3 月, 三井不动产取代日本烟草 (JT) 成为 FRI 新发起人 (Sponsor)。变更后, FRI 通过三井不动产零售设施开发和信息收集渠道持续扩大规模。

²² 偿债覆盖率(Debt Service Coverage Ratio) = (息税前利润加折旧和摊销-企业所得税) / 当期应还本付息的金额 * 100%

²³ 贷款价值比 (loan to value) = 贷款金额 / 抵押品价值

图 87: FRI 基金结构



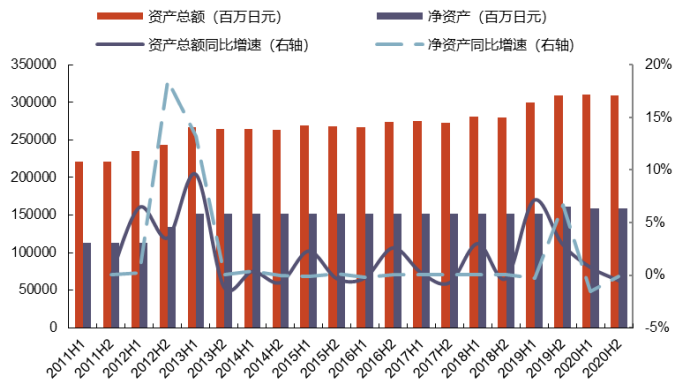
资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

FRI 资产规模

FRI 资产规模近年来较为稳定, 资产总额及公司市值由 2011 年 H1 的 2212.0 亿日元和 1373.5 亿日元增长至 2020 年 H2 的 3094.1 亿日元和 2038.0 亿日元。

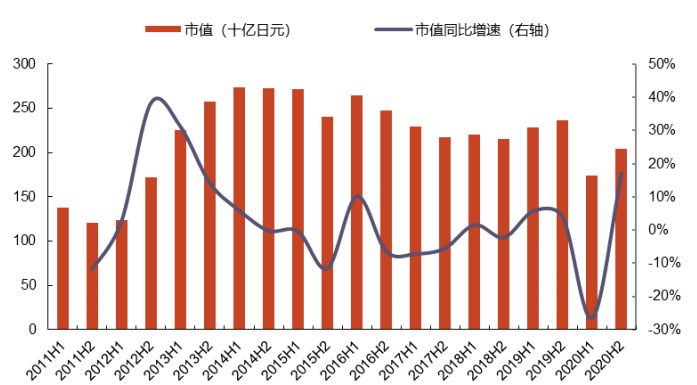
2012 年 7 月、2013 年 3 月及 2019 年 9 月, FRI 通过增资扩股推动当期资产及市值同比增速走高。此外, 2012 年底安倍晋三上台后迅速推出“安倍经济学”, 量化宽松背景下日本股市迎来利好, FRI 股价也随之提升。

图 88: FRI 资产总额及净资产



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

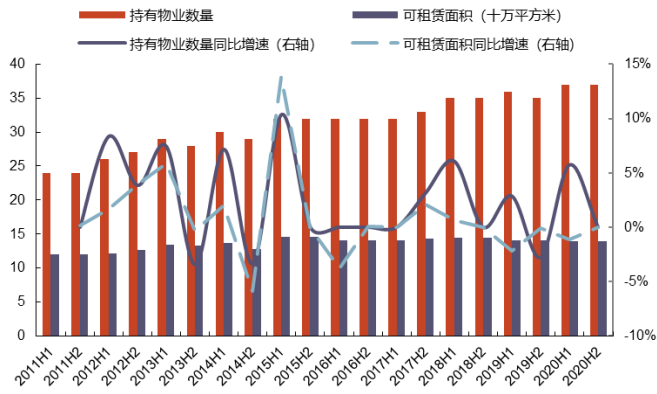
图 89: FRI 市值



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

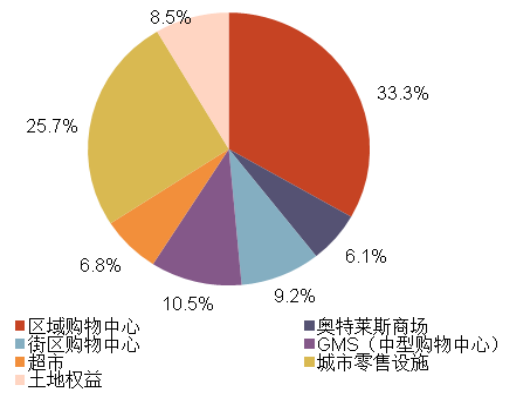
FRI 坚持扩充资产规模策略, 同时以大面积更新、再开发、资产处置等方式应对持有资产老化问题。如, 2015 年 4 月公司完成 AEON MALL Ibaraki 大规模改造工程 (FRI 历史上最大的全面翻新工程之一) 后, 商业标的客流量及销售增长强劲, 公司借势成功与租户签订租金与销售挂钩的 20 年固定期限租赁合同。截至 2020 年底, FRI 于日本拥有 37 处资产, 主要为购物中心、超市等, 总资产规模约 2984 亿日元。

图 90: FRI 持有物业数量及可租赁面积



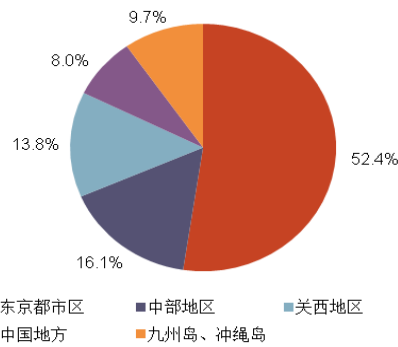
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。注: 数据截至 2021 年 2 月。

图 91: FRI 持有资产类型划分 (年化固定租金贡献度)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。注: 数据截至 2021 年 2 月。

图 92: FRI 持有资产地区划分 (年化固定租金贡献度)



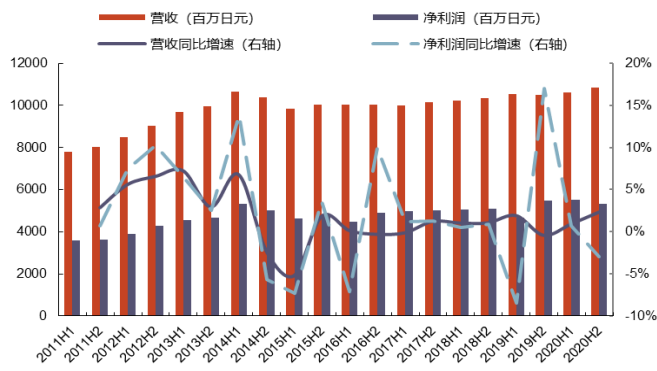
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。注: 数据截至 2021 年 2 月。

注: 中国地方 (日文平假名: ちゅうごくちほう; 英文名: Chugoku Region), 是日本的一个区域概念, 位于日本本州岛西部, 由鸟取县、岛根县、冈山县、广岛县、山口县 5 个县组成。

FRI 运营能力及投资回报水平

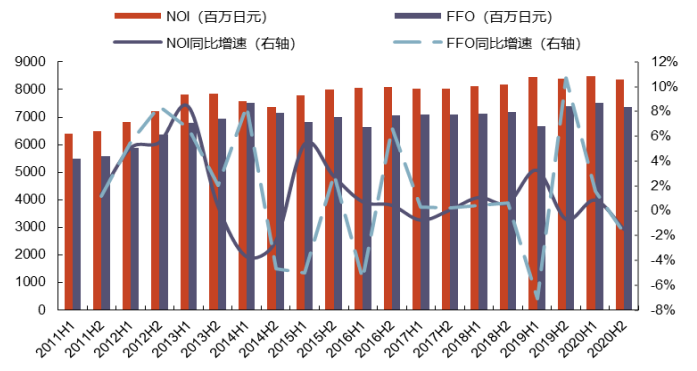
近十年来 FRI 出租率始终维持满租水平, 为营收提供强劲支撑。2011-2020 年公司营收、净利润、NOI 及 FFO 受宏观经济影响小幅波动, 但整体呈上升趋势, 分别由 2011 年的 78.0、35.8、64.1 及 55.0 亿日元增长至 2020 年的 108.5、53.4、83.5 及 73.7 亿日元。

图 93: FRI 营收



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

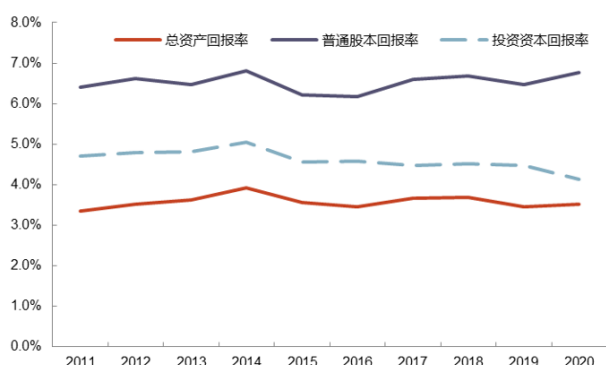
图 94: FRI 净运营收入 (NOI) 及 FFO



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2011-2020 年样本时间内 FRI 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率整体波幅较小，分别位于 3.3%-3.9%、6.4%-6.8%、4.1%-5.1% 区间。

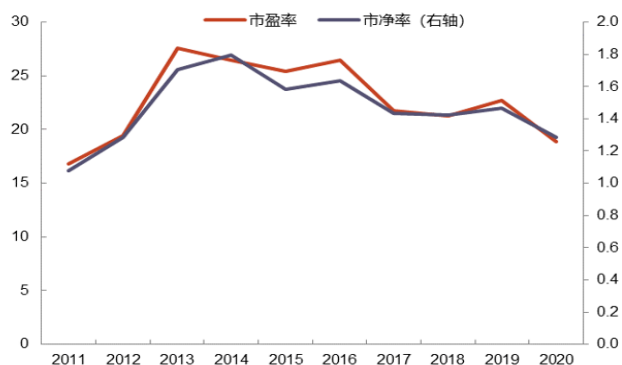
图 95: FRI 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

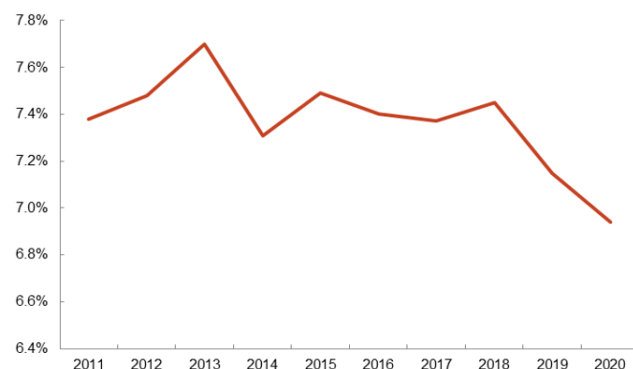
2011 年后日本经济逐渐从“东日本大地震”中恢复,2012 年底日本政府推出“安倍经济学”重振市场,但调控不及预期。FRI 市盈率、市净率受宏观经济环境影响分别自 2013 年 27.6PE、1.7PB 的峰值波动下滑至 2020 年的 18.9PE、1.3PB。

图 96: FRI 市盈率及市净率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

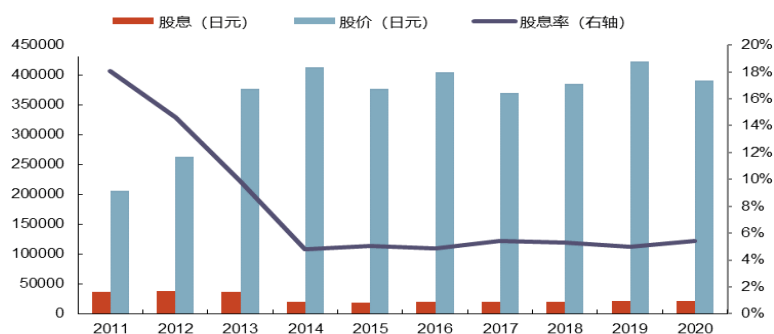
图 97: FRI 资产周转率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

2011-2014 年, 股价上升推动 FRI 股息率持续走低; 2014 年 1 月公司完成 2:1 股票分割, 此后数年 FRI 每股分红小幅上升, 股息收益率围绕 5% 波动。

图 98: FRI 股价、股息及股息率



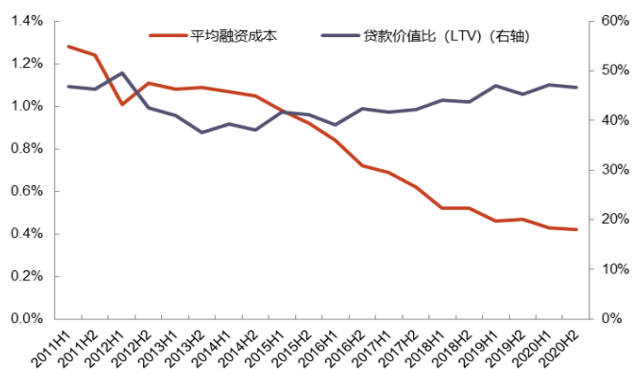
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

FRI 财务能力

2012年7月及2013年3月FRI两次增资扩股以降低贷款价值比(LTV)，此后FRI LTV比值再度走高，2020年达46.7%。

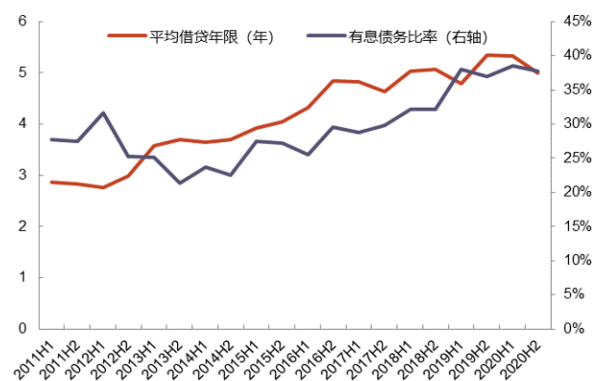
因日本长期采取低利率政策，FRI 2020年H2平均融资成本仅为0.42%。此外，FRI平均借贷年限倾向于延长，于2020H2达5年。

图 99：FRI 平均融资成本及贷款价值比 (LTV)



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 100：FRI 平均借贷年限及有息债务比率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

3、我国主要房企系商业物业标的

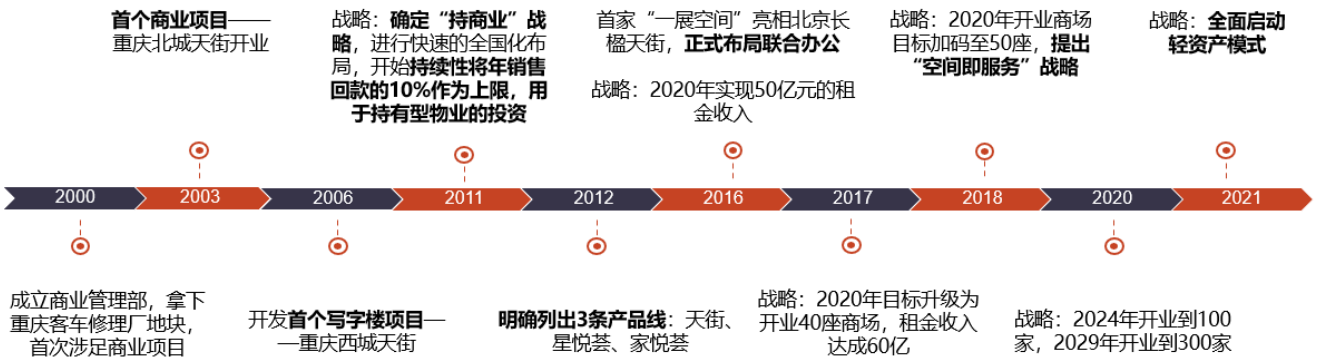
当前多数主流房企均已入局商业地产，项目拓展情况来看，国内主要商企发展方向大致分为：1.以万达（早期）、新城等为代表的拓展派，特点为产品线项目体量接近，招商流程、品牌组合等相对标准化，易大规模复制；2.以华润、龙湖等为代表的标杆派，特点为打造较大体量的区域标杆产品继而进行品牌复制；3.以万科等为代表的商住联动派，通过住宅稳定客流促进商铺销售，同时反哺住宅销售价格。

预期随着我国 REITs 市场建设的探索与完善，未来公募 REITs 试点或有望于商业地产领域做一定尝试，下文将分析国内商业资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的，帮助投资者更好地了解商业地产市场。

3.1、龙湖集团(0960.HK)_天街

作为中国内地最早一批商业地产开发运营商，龙湖于 2000 年成立商业管理部，同年拿下重庆客车修理厂地块，并于 2003 年开发出公司首个商业项目——重庆北城天街。2011 年，龙湖确定“持商业”战略进而开启全国化布局，并以年销售回款的 10%作为持有型商业物业投资上限。2016 年起龙湖不断对商业发展目标加码；2021 年 3 月，龙湖商业板块宣布全面启动轻资产模式。

图 101：龙湖商业板块发展历程



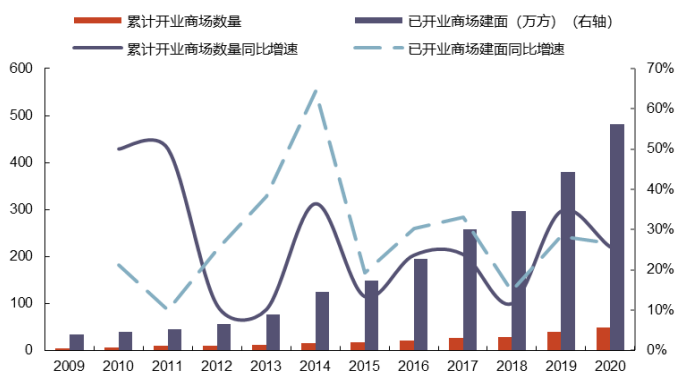
资料来源：公司年报，光大证券研究所。

2011年起龙湖开启全国化布局，2015年前后每年开业项目约3-5个，近两年提速到每年开业10个项目左右。2020年在疫情强烈冲击下，龙湖商业板块完成预定开业计划：新开商场10座，开业总建面104万平，年末整体出租率达96.9%。截至2021年6月底，龙湖于全国开业商场数达54座，累计开业总建面547万平；业务布局全国27城，覆盖华西、华东、环渤海、华南、华中五大区域，在手项目突破百个。

从布局理念来看，龙湖商业板块坚持一二线网格化布局策略，除却大本营西南片区外极少布局城市核心商圈。主要原因为：1. 顶级商圈培育成本较高，此外高端客群的稀缺性致核心城市顶端购物中心已相对饱和；2. 于国内一二线城市人口不断外溢、新城区逐渐崛起的背景下，龙湖项目选址多为核心城市中重要轨道交通节点（TOD模式），通过依托公共交通进行网格化布局，对标刚需高频人群。

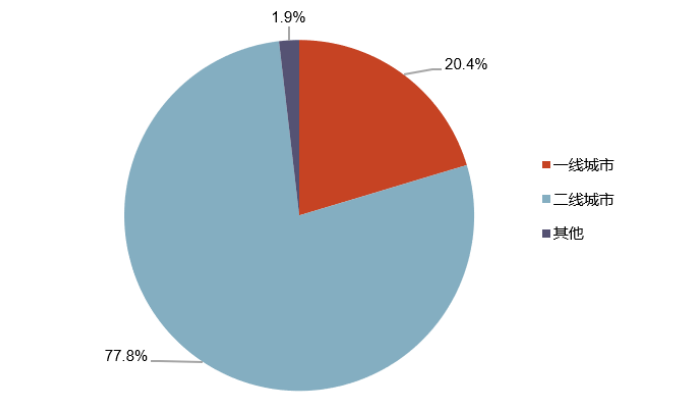
截至2021年6月底，龙湖已进入27个有地铁规划批准的城市（总计44个），并于其中14城开业。此外，近两年龙湖先后开发出成都一环内首个双地铁TOD项目——成都上城天街及全国首个商圈高铁TOD项目——重庆金沙天街。

图 102：龙湖历年开业商场数量及建面



资料来源：公司年报，光大证券研究所

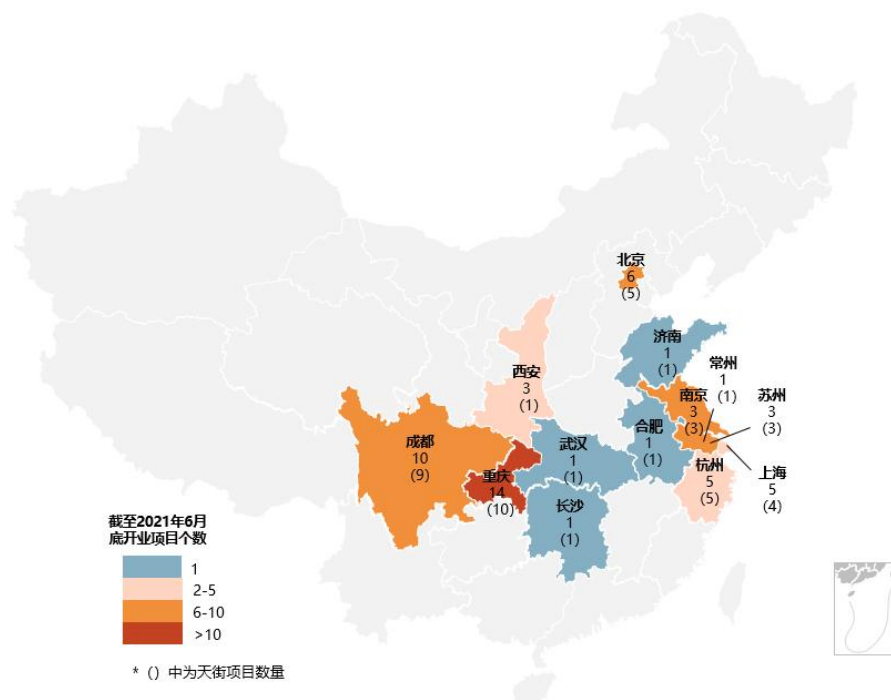
图 103：龙湖商业分线城市布局



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至2020年底。

针对不同区域及客群需求，龙湖商业板块先后推出都市型购物中心“天街”、社区型购物中心“星悦荟”和中高端家居生活购物中心“家悦荟”三条主要产品线。其中，天街为龙湖首要拓展方向，辅以星悦荟及家悦荟优势互补。截至2021年6月底，龙湖已开业天街45座、星悦荟8座、家悦荟1座。

图 104：截至 2021 年 6 月底，龙湖商业开业项目城市分布简略图



资料来源：公司官网，光大证券研究所。

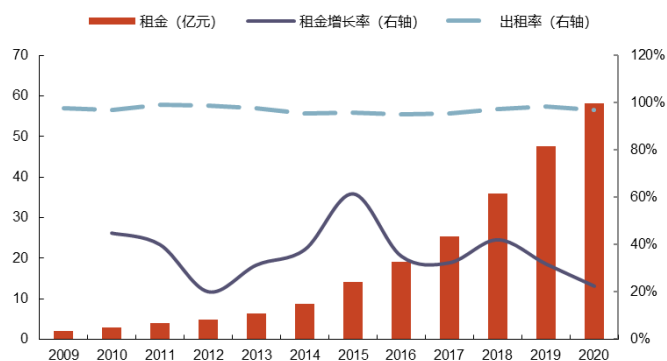
表 6：龙湖主要商业产品线及定位

产品线	开业个数	在建个数	租金 (亿元)	月租金坪效	定位	主要体量 (万平)	开发模式	扩张速度	综匹配物业	客群	代表项目
天街	45	27	58.2	约 100-200 元/平/月，个别项目如重庆北城天街达 340 元/平/月	都市型购物中心	8-20	买地自建为主，轻资产项目占比逐年提高	近年来主要拓展方向，年均新开业 10 家	集购物、餐饮、休闲、娱乐等业态为一体	中等收入新兴家庭	重庆北城天街
星悦荟	8	1			社区型购物中心	3-5	买地自建为主		餐饮、娱乐为主	社区居民、商务白领及周边人群	北京西苑星悦荟
家悦荟	1	0			中高端家居生活购物中心	3-5	买地自建		家具、建材、家居配套三大业态为主，辅以设计、餐饮等配套服务	中高收入人群	重庆 MOCO 家悦荟

资料来源：公司官网，光大证券研究所。注：月租金坪效区别于月销售额坪效，月租金坪效为样本统计，仅供参考；体量为单期购物中心面积。

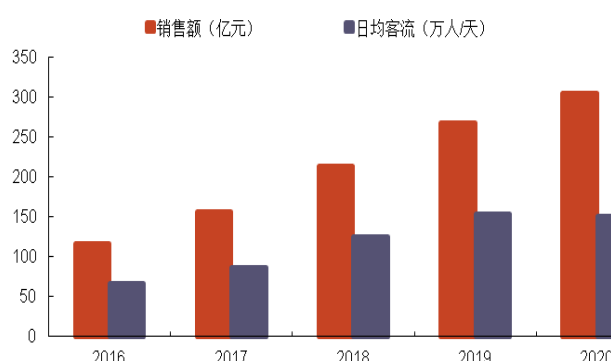
从运营数据来看，龙湖各商场出租率常年保持于 95%以上。同时，龙湖商业业绩目标为每年租金增长 30%，2009-2020 年龙湖商业租金 CAGR 达 36%，符合公司预期。纵向来看，剔除疫情影响，龙湖商业板块仅 2012 年租金增长率低于 30%目标值（录得 20.5%增长），主要因当年仅新开业 1 家商场。2015 年，北京长楹天街项目的成功运营（通过配置全北京购物中心中最大的餐饮区域吸引客流）再度推高租金增长率，当年长楹天街对总租金收入贡献度达 12.6%。2015 年后，龙湖加快扩张节奏，新开业项目一定程度上稀释租金增长率。因疫情影响，龙湖于 2020 年 1 月 25 日至 3 月 31 日期间对所有商户实行租金费用（含物管费、推广费）减半政策，因而影响租金增幅。

图 105：龙湖商业历年租金收入及出租率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

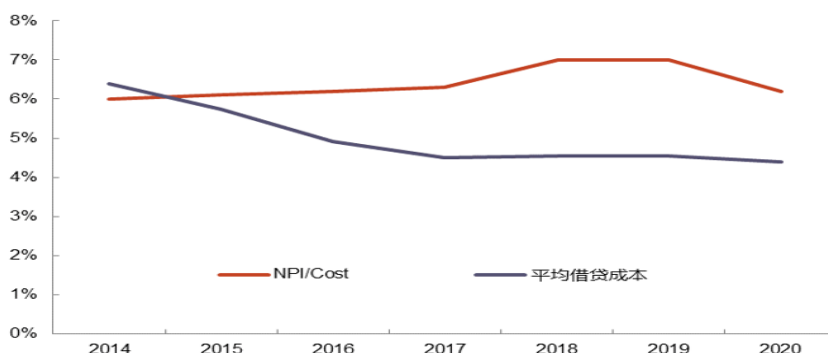
图 106：龙湖商业历年销售额及客流



资料来源：公司年报，光大证券研究所

龙湖商业板块延续住宅业务的财务审慎性原则，每年以销售回款的10%输血商业地产。2015年起龙湖商业投资回报率（NPI/Cost）已超过集团平均融资成本，实现正杠杆，且收益剪刀差逐年拉大。

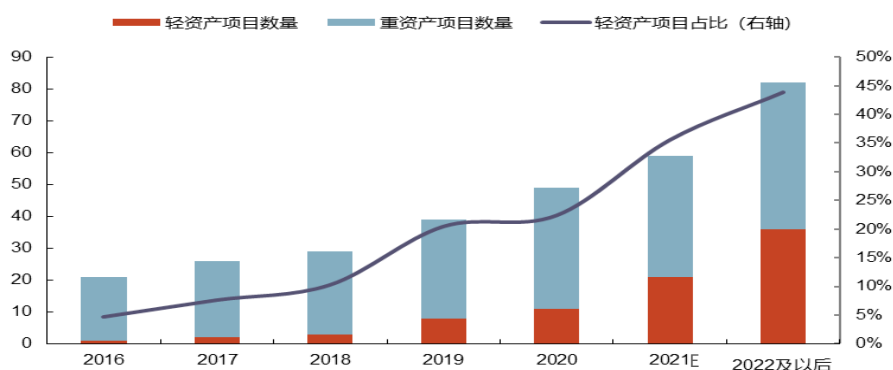
图 107：龙湖商业资本回报率及借贷成本



资料来源：公司官网，CRIC，光大证券研究所

截至2021年6月底，龙湖已开业的54个项目中，38个项目为重资产模式，16个为轻资产模式的合作开发项目。轻资产模式受益于融资成本低及拓展速度快双重优势，已成为近年来商业地产开发趋势。龙湖商业物业开发呈由重转轻趋势，轻资产物业项目占比已由2016年的5%上升至2020年的22%。

图 108：龙湖商业轻资产项目占比



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：2020年以后轻重资产项目数量参考公司预期规划值。

2021年3月，龙湖商业板块宣布全面启动轻资产模式，在运营持有项目的同时，推出代运营模式。此后，龙湖相继于杭州、重庆两地签约三个轻资产商业项目。预期后疫情时代龙湖将充分发挥精细化运营优势，采用轻资产模式实现规模的有效扩张。

表 7：2021 年龙湖已签约轻资产商业项目

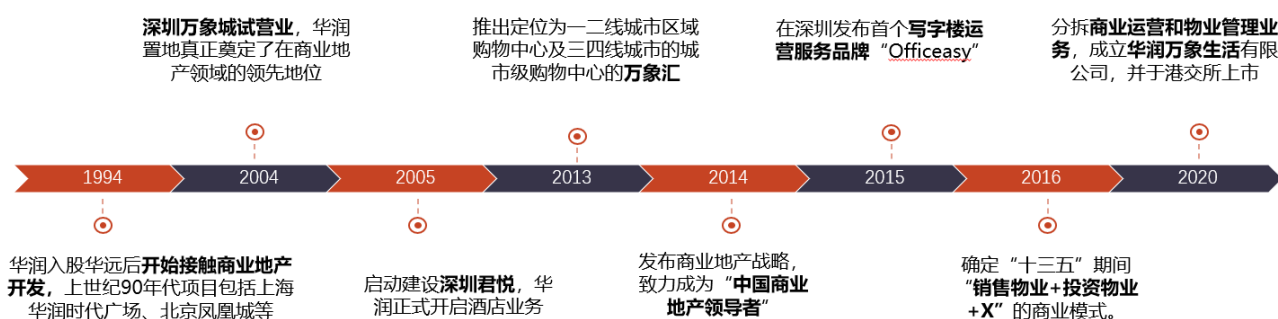
项目	总规模	交通区位	运营模式
下沙吾角商业中心	5.7 万平	连接地铁高沙路站，距杭州金沙天街 700 米	包租模式，租期 20 年
爱加两江星悦荟	13 万平	重庆北区核心商圈，接驳轨交 3 号线、15 号线（建设中）金童路站	与重庆宝田地产合作，龙湖负责商业运营
重庆日月光中心	72 万平	接驳重庆地铁 1 号线和 2 号线	与重庆鼎固地产合作，鼎固负责硬件改造，龙湖负责商业运营

资料来源：公司官网，光大证券研究所

3.2、 华润置地（1109.HK）_万象城

1994 年，华润入股华远后开始接触商业地产开发。2004 年，深圳万象城的开业奠定了华润置地在商业地产领域的领先地位。2005 年，华润置地启动建设深圳君悦，入局酒店业务。2017 年，华润置地将其旗下商业地产事业部调整为一级组织部门，自此商业地产发展与住宅开发两大业务平行发展。2020 年，华润分拆商业运营和物业管理业务，成立华润万象生活有限公司，并在香港联合交易所主板挂牌上市。

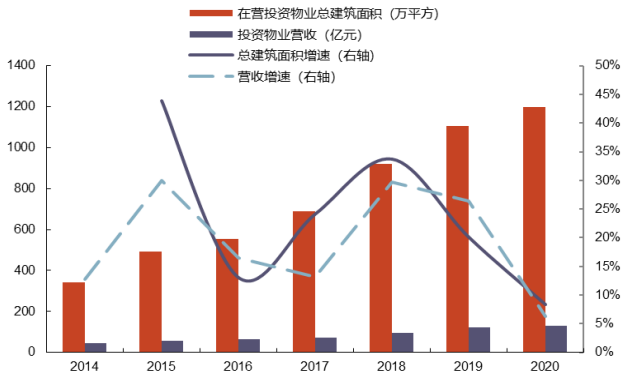
图 109：华润置地商业地产发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所

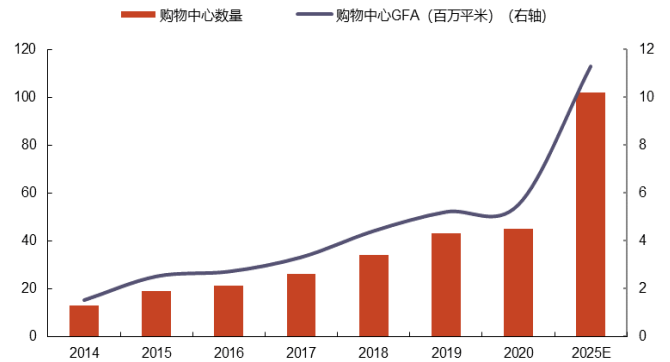
截至 2020 年末，包括购物中心、大厦、写字楼、酒店等在内，华润商业地产共实现租金收入 127.8 亿元，在营商业地产总建面 1198 万平方米。公司旗下在营购物中心 65 座，以自营自建可提供长期稳定现金流的重资产项目为主（轻重比约 3：7）。公司商业自持项目合计 45 座，对应总建面约 550 万平方米。据华润购物中心开业计划，预计 2025 年在营自持购物中心将达 102 座，总面积达 1130 万平方米。

图 110: 华润置地商业地产总建面及营收



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。

图 111: 华润置地购物中心数量及 GFA

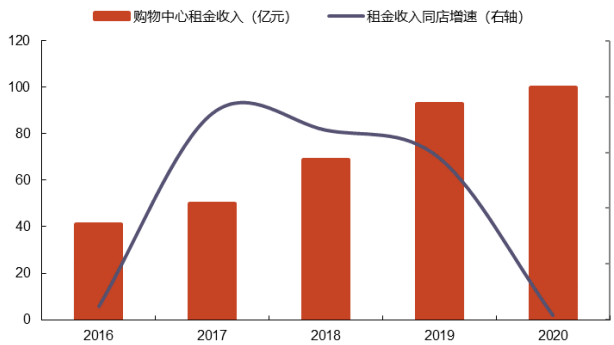


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。

2020 年华润商业板块 45 个核心购物中心租金收入同比增长 7.5% 至 100 亿元, 4 年 CAGR 达 25.0%, 成为除万达外, 第二家购物中心租金收入破百亿的内地房企。当前疫情影响逐渐淡化, 叠加储备项目加速投入运营, 预计短期内华润购物中心租金仍有较大增长空间。

据公司业绩报, 华润购物中心 (含在建) 公允价值呈稳健增长态势, 2020 年达 1365 亿元, 同比增长 21.5%, 4 年 CAGR 近 17.6%。此外, 华润 EBITDA/cost 自 2017 年后维持正增长, 反映出较强的投资管理能力。

图 112: 华润置地购物中心租金收入及同店增速



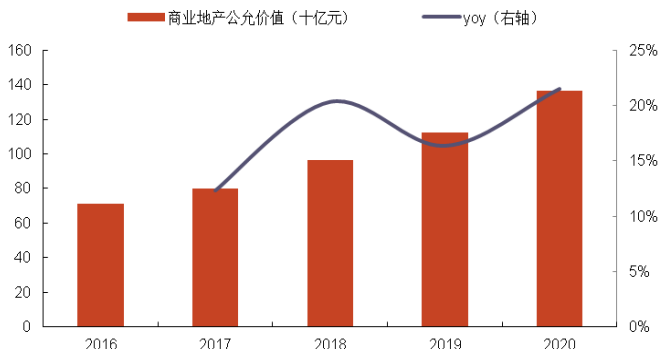
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 113: 华润置地购物中心月均销售额坪效及出租率



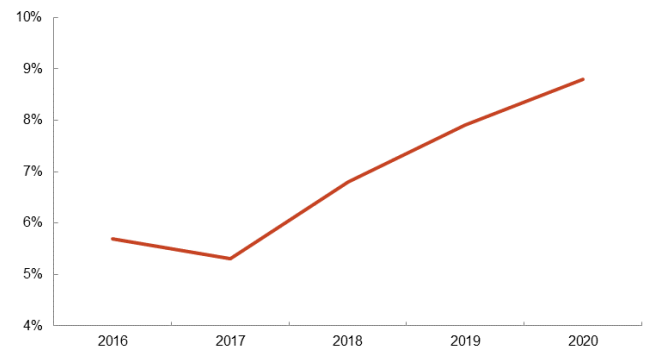
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。

图 114: 华润置地购物中心公允价值



资料来源: 公司业绩报, 光大证券研究所

图 115: 华润置地购物中心回报率 EBITDA/Cost



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

当前华润购物中心已形成万象城、万象汇/五彩城两条主要产品线；其他成熟产品包括街区式商业综合体万象天地、社区商业中心华润 1234space 等。

具体来看，万象城以体量大、档次高、业态全，辐射范围广为主要特征，一般布局一二线城市核心区域，对标中高端客户。截至 2020 年末，万象城已入驻全国 23 城，在深圳、杭州、沈阳、成都等城先后开业。定位为家庭区域商业中心的万象汇大多位于一二线城市中心区域或三线城市核心地段，以区域内家庭消费群体为目标，同时满足区域商务人群和流动人群消费需求。

表 8：华润主要商业产品线及定位

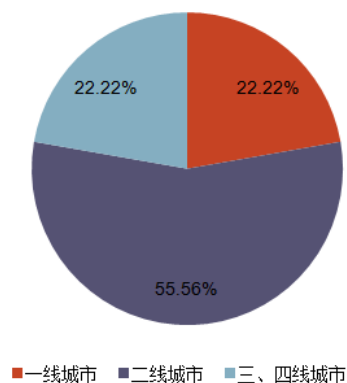
品牌	开业个数	在建个数	租金 (亿元)	月租金坪效	定位	主要体量 (万平)	开发模式	选址原则	综合体匹配物业	代表项目
万象城	25	57	100	200-300 元/平/月，个别项目如深圳万象城达 619 元/平/月	高端商业定位的城市综合体	20 左右	以买地自建为主，部分与新鸿基合作开发	一线及强二线城市核心商业地段	商业、写字楼、酒店、住宅、公寓	深圳万象城、杭州万象城
万象汇/五彩城	19					区域商业中心	8-15 左右	买地自建	一般位于新兴 (二三线) 的城市副中心	商业、住宅

资料来源：公司官网，光大证券研究所。

注：开业个数及租金仅统计自持项目；25 座万象城+19 座万象汇/五彩城+1 座万象天地合计 45 座自持项目；月租金坪效区别于月销售额坪效，月租金坪效为样本统计，仅供参考。

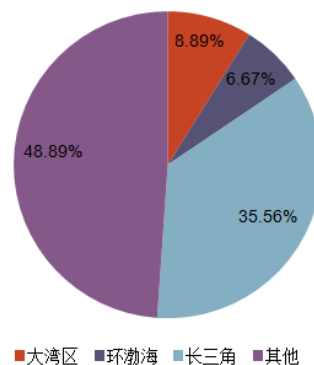
从城市能级分布来看，华润在营购物中心主要布局于全国一二线城市，占比分别达 22.2%及 55.6%，租金增长和资产升值空间较高；从区域分布来看，在营购物中心全国各区域布局较为均衡，其中长三角地区项目个数占比达 35.6%，抗风险能力较强。

图 116：华润置地购物中心城市能级分布



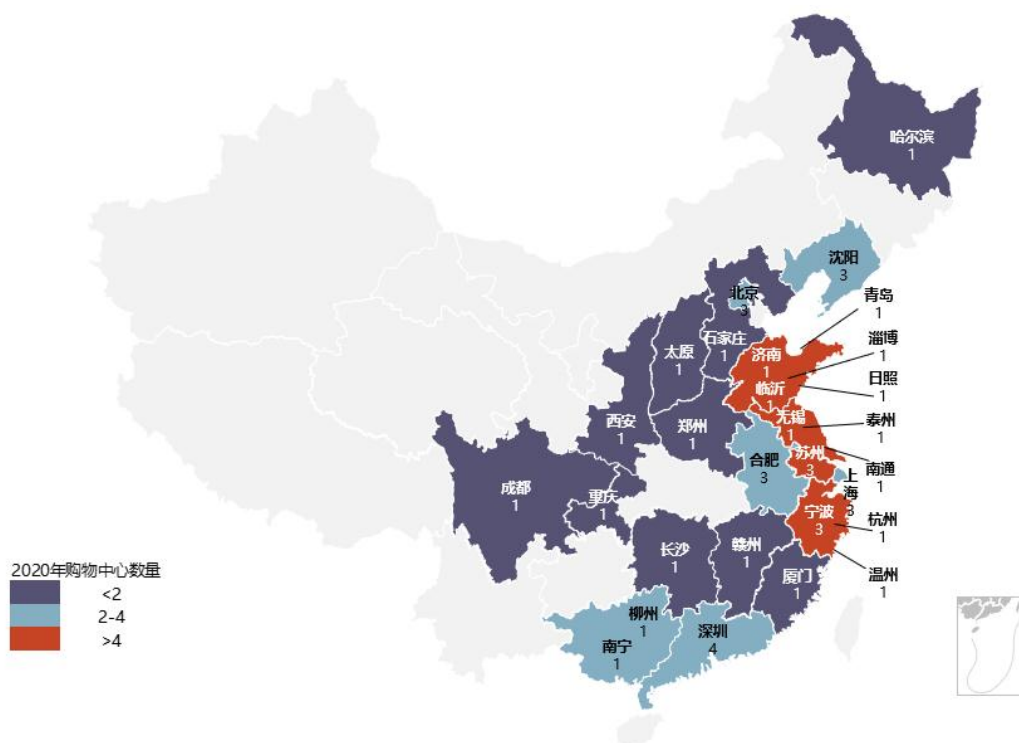
资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

图 117：华润置地购物中心区域分布



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

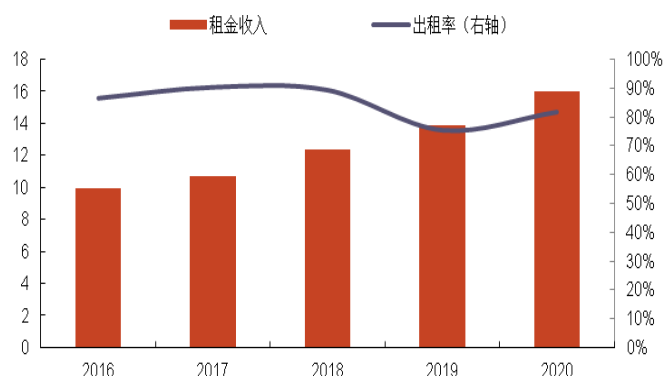
图 118：截至 2020 年底，华润置地在营购物中心城市分布项目个数简略图



资料来源：公司官网，光大证券研究所

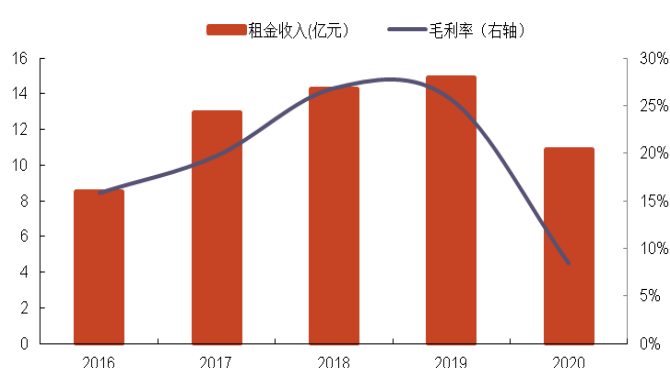
除购物中心外，华润商业地产还涉及办公楼、酒店等业务。截至 2020 年末，华润旗下在营写字楼项目（主要与万象城配套建造）22 个，总面积近 130 万平方米，全部布局一二线城市。当期写字楼租金收入 16 亿元，同比增长 15.5%；出租率 81.8%，同比提升 6pct。此外，华润旗下酒店板块录得租金收入 10.9 亿元，毛利率 8.4%，在营酒店共 13 家，包括 3 家华润自有品牌木棉花酒店。

图 119：华润置地写字楼租金收入及出租率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 120：华润置地酒店租金收入及毛利率



资料来源：公司年报，光大证券研究所

据公司“十四五”规划，华润置地将继续扩大购物中心与写字楼业务规模，以实现 2025 年租金收入翻番目标。

表 9：截至 2025 年末华润商业地产开业计划

	在营项目数量 (个)	在营项目总面积 (万平)	城市布局
购物中心	102	1130	一二线核心城市占比达 77%、四大核心城市群占比超 50%、深耕城市数量达 20 个
写字楼	44	291	基本全部布局一二线核心地区，四大核心城市群占比超过 70%

资料来源：公司业绩发布会，光大证券研究所

3.3、新城控股集团 (601155.SH) _吾悦广场

2008 年新城以“新城上街项目”入局商业地产开发领域。2012 年，首家吾悦广场于常州开业，宣告“吾悦”品牌的正式诞生。2015 年，新城公布住宅地产与商业地产双轮驱动战略，商业地产地位得以进一步提升。此后，公司坚持“1+3”²⁴全国化战略布局，不断赋能商业综合体品牌，实现租金收入与覆盖城市数量的跨越式发展。2020 年，第一家吾悦广场在温州开业，“吾悦”品牌自此进入百店时代。2021 年，新城公告称正筹划将境外控股子公司间接持有的 9 个商业物业作为底层资产于新加坡设立 REITs 上市。

图 121：新城商业板块发展历程



资料来源：公司官网，光大证券研究所

公司着力打造“吾悦广场”商业地产品牌，经近十年发展，“吾悦”已成为新城旗下旗舰型城市综合体项目品牌，涵盖吾悦广场、吾悦国际广场、吾悦生活广场三大产品线。

图 122：新城“吾悦”品牌产品线

产品名称	吾悦广场	吾悦国际广场	吾悦生活广场
产品定位	区域购物中心	大型城市综合体	社区商业中心
项目数量	99 (含 4 个轻资产项目)	1	1
产品特点	致力于以缤纷动感塑造区域型时尚商业中心	致力于打造城市地标	致力于打造便捷的社区生活中心
城市选择	一二线城市副中心或三四线城市轻资产输出合作主打三四线城市	二线城市核心地段	二线城市副中心
产品体量	8-15 万平左右 轻资产输出 7 万平以上中等体量为主	10 万平左右	5-8 万平左右
扩张速度	2017 年以前平均每年 4-5 个，2017 年开业 11 家，此后扩张速度加快，开业数量逐年递增，2020 年新开业 38 家	仅 2012 年开业 1 家	仅 2020 年 12 月开业一家

²⁴ 以长三角区域为“1”，环渤海、中西部及珠三角区域为“3”

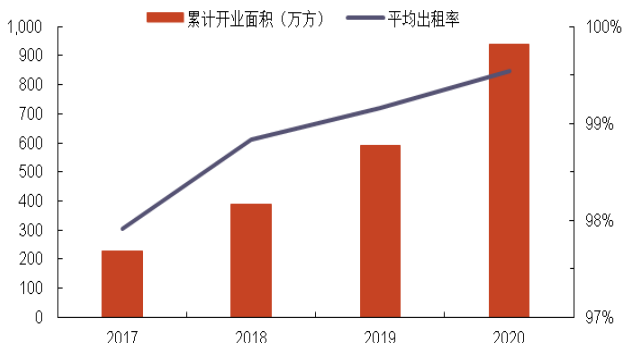
产品业态	商业、写字楼、酒店、住宅、公寓 新业态包括亲子、珠宝馆、鞋履馆、家居生活	集时尚新潮购物、休闲娱乐餐饮 和商业文化旅游于一体	满足购物、休闲、娱乐、 体验、文化需求的社区商业中心
客群定位	中等收入人群及三四线城市居民	中高收入人群	周边社区居民
未来品牌占比	苏州高铁吾悦广场	常州吾悦国际广场	长沙吾悦生活广场

资料来源：公司官网，光大证券研究所。

自 2017 年以来，新城新开业广场/已开业广场数量占比维持在 30%以上，扩张动能强劲；2020 年公司新开吾悦广场达 38 座。截至 2020 年末，公司持有已开业吾悦广场 93 座，管理输出吾悦广场 2 座（此外，新签约但未纳入业绩 5 座）；开业、在建及拟建吾悦广场已进驻全国 118 个城市，总数量达 156 座。

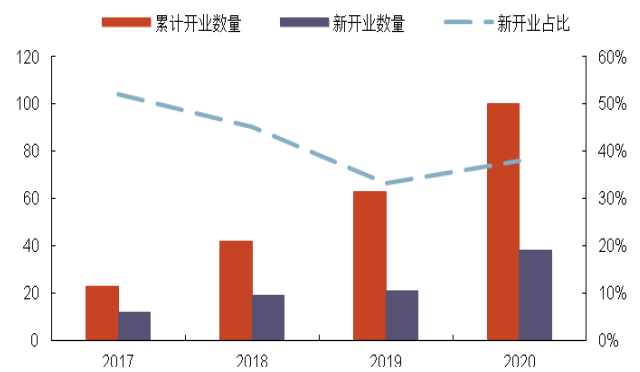
2020 年，公司将发展轻资产商业项目作为集团战略的重要组成部分，并推行轻重并举的发展战略。2021 年公司加快推进轻资产规模化进程，预计新开业吾悦广场数量 30 座，计划新开工商业综合体项目面积 884.14 万平，其中轻资产项目占比预期超 50%。

图 123：吾悦广场开业情况



资料来源：公司年报，光大证券研究所

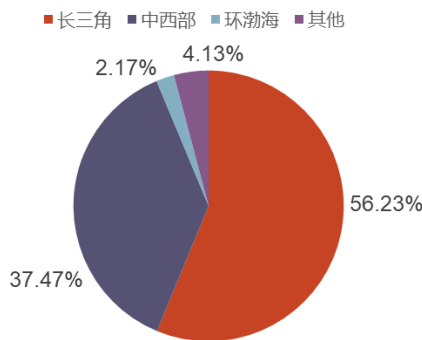
图 124：吾悦广场新开业广场/已开业广场数量占比



资料来源：公司年报，光大证券研究所

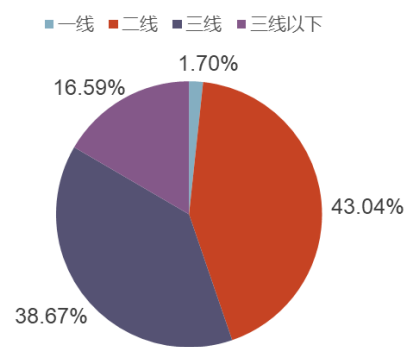
公司以长三角为根基，同时积极进驻西部地区省会城市，并向环渤海拓展以完善全国化布局。2020 年公司披露的 96 座吾悦广场中，长三角及中西部地区项目数分别为 45 和 46 个，合计占比 95%，两区域可租面积均超 250 万平。租金收入方面，2020 年长三角及中西部分别录得 29.9 亿元及 19.9 亿元，占总租金收入的 56.23%及 37.47%。

图 125：吾悦广场数量区域分布



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

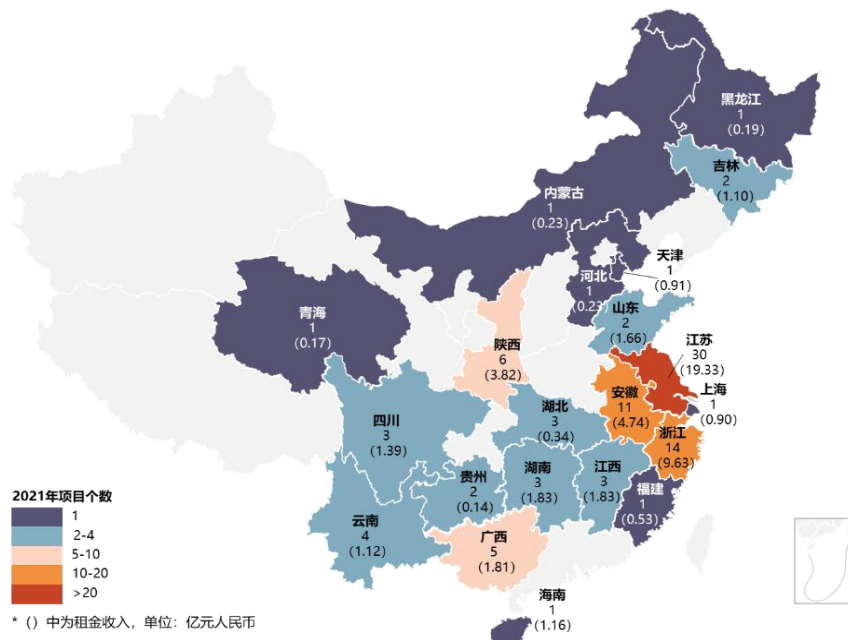
图 126：吾悦广场数量城市能级分布



资料来源：公司年报，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

从城市能级分布来看，截至 2020 年底，吾悦广场于一线、二线、三线及三线以下城市开业项目分别为 1 个、36 个、39 个及 29 个；录得租金分别为 0.9、22.9、20.5 及 8.8 亿元。公司精准布局三四线城市及一二线城市副中心区位，以向低能级城市下沉发展思路填补区域性购物中心空缺。

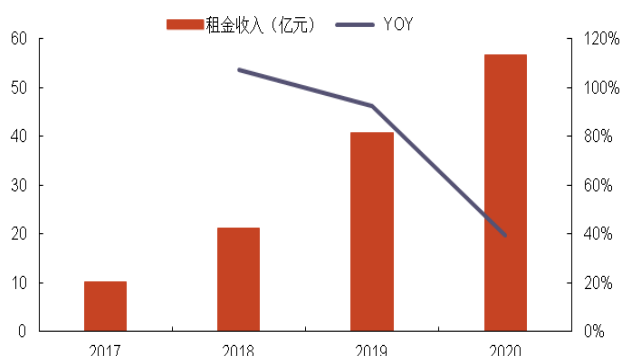
图 127：新城运营管理广场城市分布项目个数及租金简略图



资料来源：公司官网，光大证券研究所。注：数据截至 2020 年底。

公司兼顾商业地产规模扩张及运营效益的提升。2020 年吾悦广场销售总额达 319 亿元，同比增长 20%；客流总量达 6.55 亿人次，同比增长 13%。公司购物中心出租率也实现稳步提升，在 2020 年度已披露的 96 座吾悦广场中，78 座实现满铺运营，平均出租率达 99.5%，招商及运营实力突出。公司租管费近年增速表现优异，疫情不改上升趋势；租金收入由 2017 年的 10.2 亿元上升至 2020 年的 56.7 亿元，三年复合增长率约 77.14%。2020H1 受疫情影响，公司暂缓吾悦广场开业步伐，并对旗下自营吾悦广场商户实施为期 67 天的租金减半政策。得益于下半年疫情形势好转，公司吾悦广场项目进入密集开业期，9-12 月共开业项目 32 个，拉动全年租金实现 39% 的增长。

图 128：吾悦广场租金收入情况



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 129：吾悦广场单方月租金

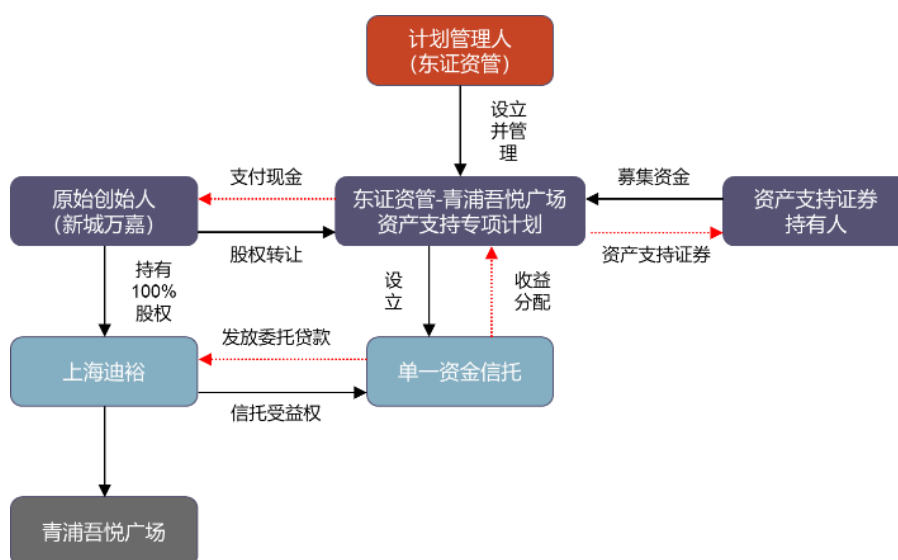


资料来源：公司年报，光大证券研究所

新城以多元融资渠道支撑吾悦广场高速扩张,并积极探索商业地产轻资产运营模式,为国内商业地产类 REITs 产品推进起到带动性作用。2016 年 6 月,新城旗下“东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划”获深交所无异议函,为国内首单商业综合体类 REITs 产品。上述类 REITs 产品底层资产为上海青浦吾悦广场项目,总建面 13.29 万平,2016 年录得租金收入 3931 万元;发行后成功募集资金 10.5 亿元。

2021 年 7 月,新城公告正筹划将通过境外控股子公司间接持有的、主要位于长三角区域和部分二线省会城市的 9 个商业物业作为底层资产在新加坡设立信托基金。商业地产公募 REITs 的试水是新城打通商业地产“投、融、管、退”链条的进一步尝试。

图 130: 东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划架构图



资料来源: 东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划说明书, 光大证券研究所

4、投资建议

我国当前资产证券化市场已具备一定规模,但距离商业地产公募 REITs 的推行仍有较大空间。预期随着国内商业资产质量的提升及税收法规等架构的完善,公募 REITs 或将于商业资产上做一定程度的尝试。我们认为优质商业地产具备规模性、运营力和现金流三大特征,关注 REITs 发展对存量运营板块的估值重塑作用,建议关注商业资产成熟稳定、发行人(管理人)主体优质可靠的标的。

建议关注:

华润置地(第二家购物中心租金收入破百亿的内地房企,一二线布局)

龙湖集团(借助 TOD 模式一二线网格化布局,全面启动轻资产模式)

新城控股(进入百店时代,聚焦三四线区域消费空白,新加坡试水公募 REITs)

5、风险分析

商业地产经营风险：商业地产可能受经济环境变化或运营不善等因素影响，存在投资回报收益率表现不佳风险。

流动性风险：二级市场交易存在流动性不足风险。

政策推进不及预期风险：国家商业地产相关政策等可能发生调整，或影响投资运作与资产收益。

终止上市风险：公募基金运作过程中可能因触发法律法规等情形而终止上市。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

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

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

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

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

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

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

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

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE