

# 商业资产存量竞争，优质商管服务成稀缺资源

——商业地产专题报告

## 核心观点

- **商业资产：商业资产从“大开发时代”进入“存量竞争时代”，供给过剩，竞争激烈，挑战加大。**我们认为，融资成本、经营能力和城市能级三个大要素是做好重资产商场的核心：项目经营利润（NOI）大于融资成本是基本的生存条件；经营能力保障租金持续增长，精细管控费用；城市能级决定退出难度，是赚取资本增值的关键。整体而言，无可售住宅物业的纯购物中心最难成功，需要同时具备上述三个条件。而综合体勾地受益于“以售养租”，成功条件略微宽松，三者中往往只需具备两者就可能成功。存量资产供过于求情况下，多数购物中心长期增长空间受到挤压，最终只有地段核心、投资规模更大、运营能力强，建造和设计标准高、定位高端的核心资产才能够赢得更高的回报率。我们认为“核心空间资源+高端内容组合”能构建差异化竞争壁垒，更容易取得成功，看好两类资产，即核心城市核心区中高端商场以及高能级城市 TOD 项目。C-REITS 前景广阔，推出有利于打通“投融资退”全生命环节，但好的资产才更可能获得机会，三四线城市购物中心可能面临有现金流但无法退出的局面。
- **商管服务：存量时代，空间资源不再稀缺，内容为王，迫使业主对购物中心运营管理能力提出更高要求，优秀的商管品牌和能力成为稀缺资源。**商管服务属于“轻资产”技术输出，商业模式好，能够有效避免资产价格波动所产生的影响，实现更快速的扩张，同时收入也具备成长性。我们认为，当前商管公司创造的资产增值与获得的经营利润不匹配，未来随着持有型资产退出渠道逐渐完善，商管公司或可以通过小股操盘等方式分享资产增值的收益，有机会逐渐发展为真正意义的资产管理公司。具体而言，管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”。轻资产则重团队，人才是管理的核心，管理人的经验和见识，对内容 IP 的理解，对用户偏好的认知等构成管理竞争力。品牌力的本质是品牌商和业主对管理人的信任感，信任的形成来自于成功案例的积累。“基础设施”如丰富的租户资源，强大的中后台，以及先进的数字化运营系统等是提升管理效率的工具。“基础设施”会随着管理规模的扩张而愈发完善，具备规模效应，但人才的管理半径却有边界，不能无限扩大“AUM”。因此，当规模达到一定程度后，人将成为制约规模扩张的首要因素，过快的扩张反而会影 响品牌形象。当前行业仍处于高速扩张但管理能力尚未被稀释的阶段，长期看好能够平衡规模与品牌的公司。

## 投资建议与投资标的

- **资产端**，我们看好核心城市的核心资产、高能级城市的 TOD 项目，我们认为具备中高端品牌组合的购物中心品牌优势明显。基于此，我们认为有强经营能力但谨慎勾地的开发商能够胜出。重点推荐标的：龙湖集团(00960, 买入)；建议关注华润置地(01109, 未评级)。服务端，存量竞争时代下，优秀商管能力是稀缺资源，轻资产输出前景广阔。重点推荐标的：星盛商业(06668, 买入)、宝龙商业(09909, 买入)；建议关注：华润万象生活(01209, 未评级)

## 风险提示

- 存量资产竞争超预期、商管公司管理能力摊薄导致运营效率下降

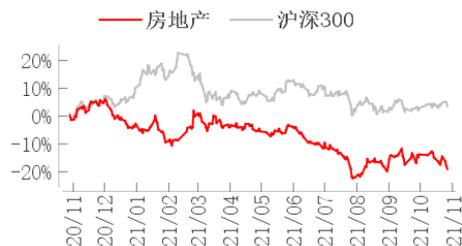


东方证券  
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
行业 房地产行业  
报告发布日期 2021年10月28日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵旭翔

zhaoxuxiang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070001

证券分析师 吴丛露

wuconglu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520020003  
香港证监会牌照：BQJ931

联系人 苏若琳

suruolin@orientsec.com.cn

联系人 吴尘染

wuchenran@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

持有型资产：“大开发时代”进入“存量竞争时代”	4
行业挑战：供给过剩，电商冲击，难以灵活应对变化	4
对于资产本身而言，仅少数资产能够取得财务回报	6
三种主流的商业地产开发模式	8
纯购物中心的财务回报最困难，综合体成功条件略微宽松，但绝对难度仍不小	9
REITS 打通“投融管退”全流程，好的资产才有退出机会	10
看好两种类型商业资产的成功	11
建议关注	12
华润置地：综合性地产开发商标杆，新时代下的领军者	12
龙湖集团：稳健房企标杆，不动产运营典范	12
商管服务：存量竞争时代，优秀的管理能力供不应求	13
产业结构性变化趋势下的商管服务机会	13
轻资产模式佳，但管理扩张有边界	14
如何理解地产公司单独拆分商管服务上市？	15
管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”	16
建议关注	17
华润万象生活：“物管+商管”综合服务能力，商管领域标杆	17
星盛商业：能力优秀的湾区商业专家	18
宝龙商业：长三角商管领头企业，未来增长可期	18
风险提示	19

## 图表目录

图 1：购物中心存量大.....	4
图 2：2009-2020 年商业营业用房新开工及竣工面积 .....	4
图 3：购物中心存量预测 .....	4
图 4：中国与发达国家人均购物中心面积比较 .....	5
图 5：线上零售逐渐抢占线下购物中心的份额 .....	5
图 6：不同类型购物中心初始总投入比较 .....	6
图 7：不同体量商场的销售额复合增速比较 .....	7
图 8：国内开发商的融资成本明显高于海外 .....	7
图 9：商业地产的三种主流商业模式 .....	8
图 10：典型一二线城市商场的盈利测算 .....	9
图 11：典型三四线城市综合体的盈利测算 .....	10
图 12：发达国家 REITS 市场情况 .....	11
图 13：看好两种类型的商业地产获得成功 .....	12
图 14：2019 年全国购物中心销售额分布比较（亿元） .....	14
图 15：本经营性不动产的资产管理组织架构——以三菱地所为例 .....	15
图 16：商管服务单项目模型拆解 .....	16
图 17：管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”等方面 .....	17

## 持有型资产：“大开发时代” 进入“存量竞争时代”

### 行业挑战：供给过剩，电商冲击，难以灵活应对变化

近年来，我国商业新开工面积及竣工面积逐步减少，购物中心面积规模增速整体呈下降趋势，购物中心正逐步走向存量市场。截至 2020 年末，我国购物中心存量规模 4.4 亿平方米，逾 6000 个，人均购物中心面积虽然仅为 0.3 平方米，但城镇人口口径人均购物中心面积接近 0.5 平方米，与日本 2017 年同口径接近。

根据中性假设估算，未来 3-5 年市场供给延续相对高速增长，2025 年后逐步回落。至 2030 年 3 万方以上我国购物中心约 9500 个，规模约 7.4 亿方。届时，我国人均购物中心面积将超越日本，追赶澳洲。届时，10 年以上成熟资产面积约占 2/3，行业完全进入成熟市场。

图 1：购物中心存量



数据来源：赢商大数据，中城商业研究院，东方证券研究所

图 2：2009-2020 年商业营业用房新开工及竣工面积



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：购物中心存量预测

	2020		2030	
		悲观假设	中性假设	乐观假设
购物中心个数（3 万方以上，个）	6000	8125	9500	11000
复合增速	-	2.8%	4.3%	5.7%
存量购物中心面积（3 万方以上，亿方）	4.4	5.9	7.4	8.7
人均购物中心面积（平米）	0.31	0.42	0.53	0.62

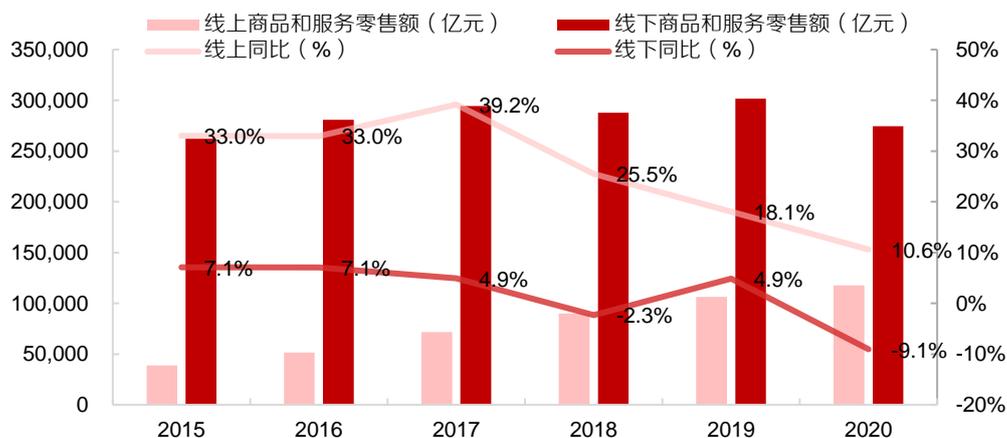
数据来源：《2020 中国购物中心租金趋势报告》，东方证券研究所

**图 4：中国与发达国家人均购物中心面积比较**

平米/人	2017	2018	2019
中国			0.31
中国（以城镇人口测算）			0.50
美国		2.18	
加拿大		1.56	
澳大利亚		1.04	
日本	0.41		

数据来源：赢商大数据，东方证券研究所

**线下销售普遍受到电商冲击，购物中心“职能”悄然改变。**2015-2020年，我国线上商品及服务零售额 CAGR 25%，同期线下零售额仅为 1%；线上零售额占比由 2015 年 13% 提升至 2020 年 30%。受线上购物行为普及以及线下商场逐渐饱和的影响，线下零售日渐式微，购物中心的“购物职能”被弱化，“体验与社交职能”被强化，成为客户除办公室和家以外的打发休闲生活的第三生活空间。这样的趋势下，内容重要性逐渐超越空间资源，空间越来越依赖于优质内容引流，空间运营的难度越来越高，购物中心业主普遍存在流量焦虑。

**图 5：线上零售逐渐抢占线下购物中心的份额**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**购物中心初始投入大，但调整空间小，难以灵活应对变化。**购物中心单项目体量大，项目建面从数万方到数十万方，项目投入重，从数亿到数十亿不等，越是大型项目，投入越高。同时，建筑体落成即定型，硬件方面很难大幅改动。这往往意味着，一旦客户消费审美偏好改变，则难以应对。例如 2015 年以来，大众线下消费需求往体验感倾斜，购物中心得以大行其道，以购物为主要职能的传统百货商场的生存空间明显受到较大挤压。

**图 6：不同类型购物中心初始总投入比较**

城市级购物中心	深圳万象城	北京西单大悦城	沈阳大悦城	天津大悦城	北京颐堤港	成都太古里	杭州金沙天街
开发商	华润	中粮	中粮	中粮	太古/远洋	太古/远洋	龙湖
总投资额（亿人民币）	18.0	33.0	19.0	44.0	18.0	40.0	22.0
每平方米投资（GFA）	11,000	25,000	8,000	28,000	21,000	34,000	15,000
每平方米投资（LFA）	20,000	50,000	17,000	55,000	37,000	51,000	30,000
建面（GFA）	159,585	132,352	225,654	160,552	85,566	119,077	151,135
经营面积（LFA）	9,0871	66,176	112,827	80,276	48,112	78,746	75,568
开业年份	2004年	2007年	2010年	2011年	2012年	2015年	2015年

区域级购物中心	常州武进吾悦	北京五彩城	厦门湖里万达	泉州浦西万达	南京建邺万达	北京西直门
开发商	新城	华润	万达	万达	万达	凯德
总投资额（亿人民币）	9.0	16.0	16.0	22.0	10.0	17.0
每平方米投资（GFA）	6,600	14,000	9,500	8,100	4,700	20,000
每平方米投资（LFA）	9,400	24,000	17,000	22,000	8,500	33,000
建面（GFA）	142,226	115,900	174,000	270,000	213,900	83,075
经营面积（LFA）	99,926	70,000	95,841	100,217	118,100	50,452
开业年份	2012年	2011年	2011年	2012年	2009年	2007年

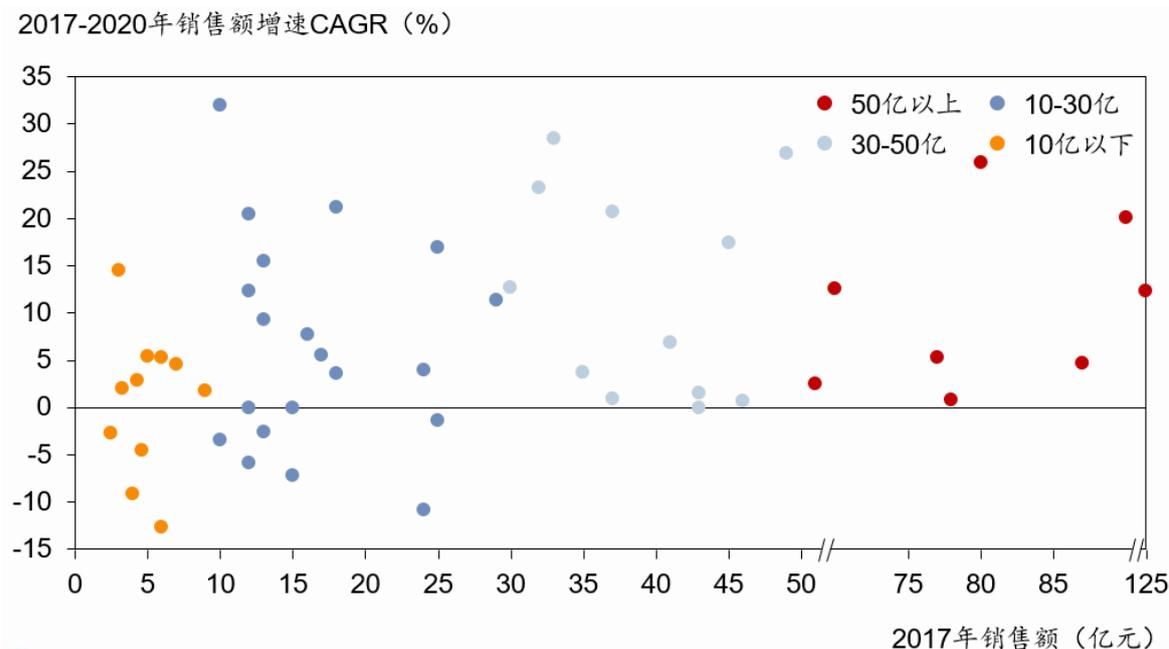
数据来源：草根调研、东方证券研究所

## 对于资产本身而言，仅少数资产能够取得财务回报

购物中心资产投入重，回报期长，想要获得财务回报，NOI 持续增长以及足够低的融资成本是核心。

**然而，大部分资产的增长潜力有限。**国内商业资产存在明显的头部效应，销售体量领先的商场其增长率往往领先，即优质的商业物业增长率往往更高。根据赢商网数据，我们取 2017 年国内不同销售额体量的购物中心，比较其 2017-2020 年的销售额复合增长率。结果显示，销售体量更大的购物中心，销售额增速往往也更高，例如销售额 30 亿以上的购物中心，过去三年销售额复合增速达到 11%，而 30 亿以下的购物中心的复合增速仅为 7%。此外，体量更大的购物中心抗风险性也更强，较少出现销售额负增长的情况，这在疫情期间表现得尤为明显，因为该类型项目通常位于城市核心区位，优越的地段奠定了其先天优势。

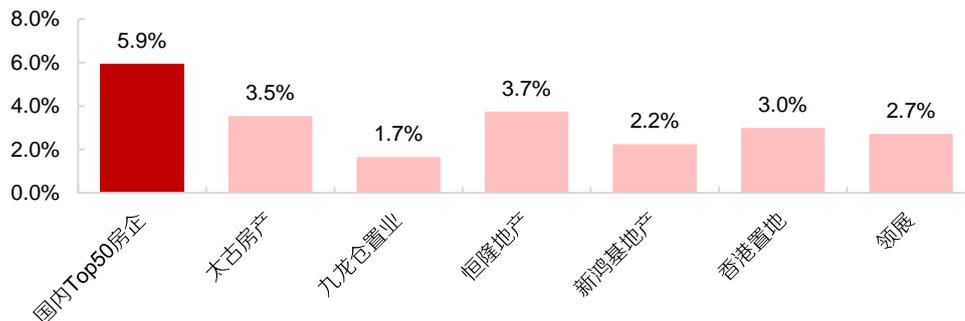
图 7：不同体量商场的销售额复合增速比较



数据来源：赢商网，东方证券研究所

同时，国内融资成本高企，导致“算账”困难。国内房企融资成本较海外同行高，租金回报难以覆盖利息成本。根据我们的测算，2020年国内Top50房企平均融资成本5.9%，而香港几家头部公司的平均融资成本仅2.8%。尽管近几年开发商纷纷加大以商业资产为主的持有型不动产投入，但受到地价以及运营能力等综合因素的制约，多数项目的投资回报率（即NOI率）几乎很难超过5%，无法覆盖高企的融资成本。尽管国内的融资利率呈下降趋势，但真正能够取得4-5%的低融资成本的企业也仅限于央企和极少数头部民企。融资成本成为算账的核心，同时决定了一家企业是否有能力长期培养和运营一个购物中心。

图 8：国内开发商的融资成本明显高于海外



注：融资成本计算公式为 2020 年利息支出/有息负债

数据来源：Wind、东方证券研究所

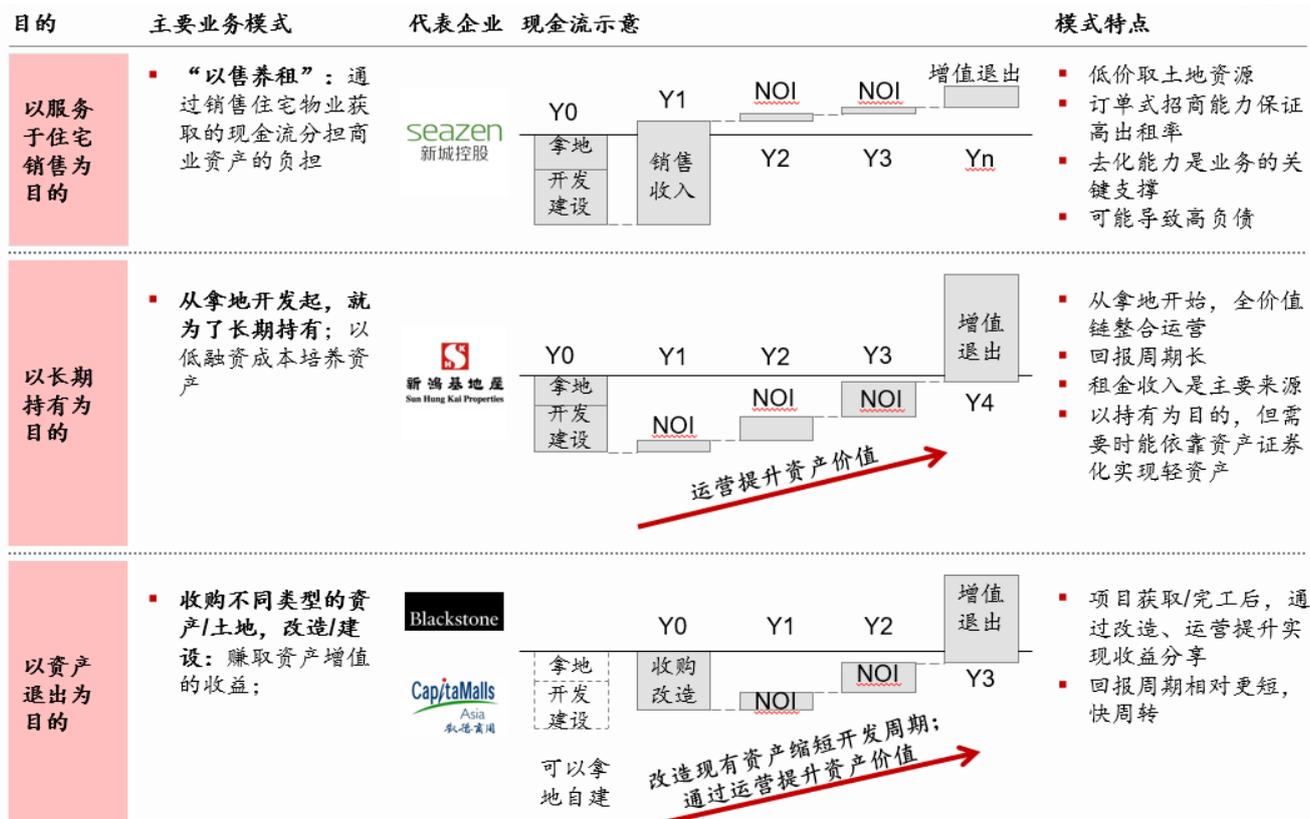
## 三种主流的商业地产开发模式

**服务于住宅销售的“以售养租”模式。**开发商获取商住综合用地，前期通过销售住宅物业，快速回笼现金，从而分担较重的商业资产投入，典型的开发商如早期的万达集团，以及当前的新城控股。开发商通过该模式以更低的价格获取土地资源，同时依托于标准化的建筑设计和运营招商能力得以规模化扩张。商业资产也能够为可售住宅分摊更多地价，优化可售部分结算利润率。总体而言，可售住宅的利润可以覆盖部分（很难做到全部）商业地产的开发成本，短期内商业资产经营业绩也能够保持较高增长，但长期来看，商业资产能否实现退出是决定该商业模式能否“跑通”的关键。

**以长期持有为目标的开发建设。**企业从拿地，开发建设，至后期运营全程参与。企业通常可以在市场上获取较低的融资成本，以经营利润覆盖利息成本，花费长周期培养资产，通过运营不断提升资产价值。该类型资产通常位于核心城市核心地段，具备稀缺性，可遇而不可求，只能以“捡珍珠”的心态一个一个做，以持有为目的，回报周期长，但需要时亦能通过资产证券化实现退出。

**以资产退出为目标的开发建设/收购改造。**企业直接拿地开发建设，或者收购现有资产进行改造，提升运营收益后退出，获得资产增值收益。此类商业模式主要为凯德、黑石、博枫等房地产基金所采取，尤其对于收购资产，收购与出售更看重的是经济周期所处的位置，本质挣的经济周期和均值回归的钱。

图 9：商业地产的三种主流商业模式



数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

## 纯购物中心的财务回报最困难，综合体成功条件略微宽松，但绝对难度仍不小

**融资成本、经营能力和城市能级三个大要素是做好重资产商场的核心。**项目 NOI 大于融资成本是本生存的基本条件。好的经营能力能确保租金持续增长，同时更加精细高效地管控费用。城市能级决定退出难度，是赚取资本增值的关键。我们认为，无可售的纯购物中心最难成功，需要同时具备三个条件，如华润置地融资成本低，运营能力强，同时拿地地区位通常较好，才比较容易获得成功。而综合体勾地得益于“以售养租”，成功条件略微宽松，三者中往往只需具备两者即可能成功，如龙湖集团具备较低的融资成本和较高的运营水平。

**就现状而言，纯购物中心其实很难获得理想的回报。**具体而言，由于当前我国高地价导致项目总投资通常较高，而项目销售额上限通常又取决于城市消费水平，商业资产的经营回报率（NOI 率）通常很难突破 10%。同时，项目增长潜力和达到稳态后的经营可持续性会对资产的估值水平产生很大影响，往往只有一二线城市的项目才具备更高的成长天花板和更强的经营可持续性，从而享受更高的退出估值。即便纯购物中心同时具备上述三大要素，往往也得 10-12 年的长周期才能实现退出，考虑了退出收益的无杠杆 IRR 很难超过 10%。

我们测算典型一二线城市纯购物中心的投资回报率。假设项目体量 10 万方，单方建安成本 10000 元/平，平均地价 4500 元/平，租金复合增速 0-3 年 10%，3-5 年 8%，5-10 年 5%，退出时资本化率 6.5%。则项目约在第 10 年才能达到 10% 左右 NOI 率。假设开发商融资成本 7.0%，自有出资占比 30%，则全生命周期的无杠杆 IRR 回报率仅为 6.9%。可以看出，面对这样的回报率，仅有极少数企业才能获得较好的财务回报，融资成本较高的普通开发商，经营利润甚至难以覆盖融资成本，带杠杆的 IRR 只会低于无杠杆 IRR。

图 10：典型一二线城市商场的盈利测算

一个典型一二线城市商场的盈利测算													
<b>假设：</b>													
总建面（万方）	10	退出时资本化率	6.50%										
地下建面（万方）	2	租金增速假设	前三年年化10%，3-5年8%，5年以上5%										
地上（万方）	8	贷款比例假设	70%										
可租面积（万方）	6	加权融资成本	7.00%										
单方建安（元/平）	10,000	运营成本	40%										
分摊地价（元/平）	4,500	租金收入占比	75%										
总造价（万元）	145,000	租售比	15%										
<b>现金流模拟：</b>													
年份	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售坪效（元/月）			800	880	968	1,065	1,150	1,242	1,341	1,408	1,479	1,553	
租金收入（万）			8,640	9,504	10,454	11,500	12,420	13,413	14,486	15,211	15,971	16,770	
项目总收入（万）			11,520	12,672	13,939	15,333	16,560	17,885	19,315	20,281	21,295	22,360	
(-) 运营成本			4,608	5,069	5,576	6,133	6,624	7,154	7,726	8,112	8,518	8,944	
NOI(万)			6,912	7,603	8,364	9,200	9,936	10,731	11,589	12,169	12,777	13,416	
NOI/总造价			4.8%	5.2%	5.8%	6.3%	6.9%	7.4%	8.0%	8.4%	8.8%	9.3%	
退出时价值（NOI/Cap Rate）													206,399
自有资金投入（万）	43,500												
贷款（万）	101,500												
(-) 利息支出（万）		7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105	7,105
自有现金流：	(43,500)	(7,105)	(7,105)	(193)	498	1,259	2,095	2,831	3,626	4,484	5,064	5,672	92,790
不考虑资产退出现金流回正时间	10												
自有资金的IRR-带杠杆	6.8%												
自有资金的IRR-无杠杆	6.9%												

数据来源：东方证券研究所

**综合体勾地受益于“以售养租”，成功条件略微宽松。**我们测算典型三四线城市纯购物中心的投资回报率。假设项目体量 36 万方，其中住宅 27 万方，购物中心 9 万方。住宅部分，采取简化处理，假设单方销售均价 10000 元/平米，项目净利率 7% 测算销售利润。购物中心部分，单方建安成本 8000 元/平，平均地价 1500 元/平，租金复合增速 0-3 年 10%，3-5 年 7%，5-10 年 4%，退出时资本化率 8.0%。简单假设住宅的销售利润全部用于抵消购物中心的预计总投（不考虑现金回款的周期），开发商融资成本 7.5%，自有出资占比 30%，则项目无杠杆回报率可以达到 10% 左右，显著高于纯购物中心项目。

**但综合体的核心问题在于能否退出，绝对难度仍然不小。**只有成功退出才能完成财务模型的闭环。而三四线的城市相较一二线城市，购物中心的发展潜力和经营的可持续性更弱，一方面较难寻得潜在买家，另一方面退出可能需要付出较高的估值折价。

图 11：典型三四线城市综合体的盈利测算

一个典型三四线城市综合体的盈利测算

假设：													
<b>可售部分</b>													
总建面（万方）	36	项目净利率		7%									
销售均价（元/平米）	10,000	销售利润		25,200									
<b>商场部分</b>													
总建面（万方）	9	退出时资本化率		9.00%									
地下建面（万方）	1.8	租金增速假设		前三年年化10%，3-5年7%，5年以上4%									
地上（万方）	7.2	贷款比例假设		70%									
可租面积（万方）	5.4	加权融资成本		7.50%									
单方建安（元/平）	8,000	运营成本		40%									
分摊地价（元/平）	1,500	租金收入占比		75%									
总造价（万元）	85,500	租售比		15%									
<b>现金流模拟（不考虑可售部分）：</b>													
年份	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售绩效（元/月）				600	660	726	777	831	864	899	935	972	1,011
租金收入（万）				5,832	6,415	7,057	7,762	8,383	9,054	9,778	10,267	10,781	11,320
项目总收入（万）				7,776	8,554	9,409	10,350	11,178	12,072	13,038	13,690	14,374	15,093
(-) 运营成本				3,110	3,421	3,764	4,140	4,471	4,829	5,215	5,476	5,750	6,037
NOI（万）				4,666	5,132	5,645	6,210	6,707	7,243	7,823	8,214	8,625	9,056
NOI/总造价				5.5%	6.0%	6.6%	7.3%	7.8%	8.5%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
退出时价值（NOI/Cap Rate）													100,620
自有资金投入（万）	25,650												
贷款投入（万）	59,850												(59,850)
(-) 利息支出（万）		4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489	4,489
自有现金流（万）：	(25,650)	(4,489)	(4,489)	177	643	1,157	1,721	2,218	2,754	3,334	3,725	4,136	40,801
不考虑资产退出现金流回正时间	10												
自有资金的IRR-带杠杆	5.6%												
自有资金的IRR-无杠杆	6.7%												
<b>现金流模拟（考虑可售部分）：</b>													
年份	-2	-1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
销售绩效（元/月）				600	660	726	777	831	864	899	935	972	1,011
租金收入（万）				5,832	6,415	7,057	7,762	8,383	9,054	9,778	10,267	10,781	11,320
项目总收入（万）				7,776	8,554	9,409	10,350	11,178	12,072	13,038	13,690	14,374	15,093
(-) 运营成本				3,110	3,421	3,764	4,140	4,471	4,829	5,215	5,476	5,750	6,037
NOI（万）				4,666	5,132	5,645	6,210	6,707	7,243	7,823	8,214	8,625	9,056
NOI/总造价				5.5%	6.0%	6.6%	7.3%	7.8%	8.5%	9.1%	9.6%	10.1%	10.6%
退出时价值（NOI/Cap Rate）													100,620
自有资金投入（万）	18,090												
贷款（万）	42,210												(42,210)
(-) 利息支出（万）		3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166	3,166
自有现金流：	(18,090)	(3,166)	(3,166)	1,500	1,966	2,480	3,044	3,541	4,077	4,657	5,048	5,459	59,764
不考虑资产退出现金流回正时间	10												
自有资金的IRR-带杠杆	14.5%												
自有资金的IRR-无杠杆	10.7%												

数据来源：东方证券研究所

## REITS 打通“投融管退”全流程，好的资产才有退出机会

**持有型资产的 C-REITS 推出有利于打通“投融管退”全生命环节，市场空间广阔。**长期以来，我国缺少持有型资产的退出渠道，导致业主方投入过重，融资渠道受限，资产流动性不足。我国 GDP 规模 100 万亿，参考发达国家的 REITS 市场，若假设 REITS 市值占 GDP 比重为 2.8%（参考日

本)，则我国潜在的 REITS 市场规模为 2.8 万亿，若假设 REITS 市值占 GDP 比重为 6.2%（参考美国），则潜在的市场规模 6.2 万亿。

通过 REITS 方式出售重资产，由一方或者多方接盘，本质上为长期持有，交易仅改变了持有方。而考虑到大部分资产潜力有限，不符合长期持有的标准，不仅很难上市，即便上市也难以获得好的估值，最终仅有好的资产才有机会退出。

**三四线城市购物中心可能存在退出问题。**三四线购物中心的优势在于：1) 单方成本低，面积适中，因此成本可控；2) 短期内，具备城市“首进效应”，经营回报率不算低。新城、万达等开发商将更高级别的购物中心引入三四线城市，对存量资产形成降维打击，在短期内能够获得较好的增长。但其同时也存在劣势：1) 周边的新增商业地块供应有不确定性，且存量项目竞争激烈，新项目的首进效应未必长期维持；2) 人口、消费力天花板较低，长期来看可能时间不友好，资产存续期存在不确定性。这类资产最终可能面临有现金流，但仍无法退出的局面；估值也可能比预期更低，因为资产退出的定价权掌握在不动产基金手中，而非二级市场。

图 12：发达国家 REITS 市场情况

	REITS 开展的年份	数量（个）	市值（万亿美元）	占 GDP 比重
美国	1960s	255	1.34	6.2%
日本	2000	62	0.15	2.8%
澳大利亚	1971	55	0.10	7.4%
新加坡	2002	33	0.06	17.3%
香港	2003	12	0.04	10.1%

注：考虑到 2020 年疫情的影响，我们取 2019 年末的数据作参考

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

## 看好两种类型商业资产的成功

存量供过于求情况下，多数购物中心长期增长空间受到挤压，最终只有地段核心、投资规模更大、运营能力强，建造和设计标准高、定位高端的核心资产才能够赢得更高的回报率。相比于写字楼、物流仓储等资产的客户，购物中心客户对经营异质化的要求更高，客户对于商场本身的品牌重视度更低，更看重空间的内容是否“好逛”。我们认为“核心空间资源+高端内容组合”能构建差异化竞争壁垒，更容易取得成功。

**图 13：看好两种类型的商业地产获得成功**

类型	地段	产品定位	成功要素	范例
核心城市 核心地段 中高端商场	一线或 强二线 城市核 心区位	城市级或区域级 高端及重奢购物 中心	地段好 建筑设计好 品牌力强 租户组合差异化	华润万象城/万象天地 新鸿基IFC 恒隆广场 九龙仓 太古
高能级城市 TOD项目	二线及 以上城 市，中 等以上 地段	城市级或区域级 高端及重奢购物 中心；车辆段上 盖	人流量汇集 综合体运营能力 轨交配合能力	龙湖天街 凯德广场 COCO Park

数据来源：东方证券研究所

## 建议关注

### 华润置地：综合性地产开发商标杆，新时代下的领军者

**深耕高能级城市，土储优质且充足。**坚持深耕高能级城市，截至 21H1 土储面积 7098 万平，权益土储面积 5116 万平，聚焦在粤港澳、长三角、京津冀、成渝经济圈四大区域以及九大国家中心城市等一二线城市，可保障未来 3-5 年销售平稳增长。

**行业利润率下行，综合体拿地优势明显。**公司先于同行布局商业地产，成功转型综合性地产开发商。行业销售毛利率回归制造业属性趋势下，公司凭借国内最高品质的综合体开发运营能力，能够更低成本获取高能级城市土地，保持领先的盈利水平。21H1 新增项目 33 个（13 个为非公开市场拿地），全口径建面 838 万方，权益建面 714 万方。

**内资最具影响力的重奢购物中心品牌。**旗下万象城品牌是唯一能与港资匹敌的内资重奢品牌，多年来经营业绩出众、投资回报率远超同行、掌握广泛且高端的租户网络，为众多国际奢侈品所认可，管理能力行业数一数二。截至 21H1 累计租金收入 83 亿元，同比+63.4%。已开业万象系列购物中心 48 个（其中 8 个为重奢），储备项目约 60 个。

**新时代下央企竞争占优。**行业融资环境恶化，房企信用利差扩张背景下，公司央企背景成本优势明显。截至 2020 年末，公司加权平均融资成本 4.08%，保持在行业低位。资债指标稳健，剔除资产负债率 59.7%，净负债率 33.3%，现金短债比 2.23，符合“三条红线”绿档标准。同时，母公司的项目资源对接能力有助于公司拿地。行业底层逻辑已经改变，稳健的头部央企更为有优势。

### 龙湖集团：稳健房企标杆，不动产运营典范

**稳健和平衡是公司的底色，追求更有质量的发展。**龙湖集团 90 年代创建于重庆，二十八载铸就稳健增长的标杆房企。2016 年至 2020 年，公司营业收入和归母净利润分别实现年均复合增速 27.5% 和 19.1% 的增长。龙湖保持财务长期稳健，截至 2020 年底，公司剔除预收账款的资产负债率为 67%，净负债率 46%，现金短债比为 4.2，平均融资成本仅 4.4%，属于绿档房企。

**战略和执行领先，十载探索终成六大航道全面扬帆。**地产扮演稳健增长角色，注重城市深耕，高端产品线具有溢价，预计继续保持 10-15% 的增长，2020 年销售 2700 亿，一二线占比达 97%，土地储备 7400 万方满足三年以上开发需求，通过综合开发和适度下沉控制拿地的地货比，未来毛利率大幅下滑的空间不大；商业是公司标签之一，开业提速预计租金保持 30-40% 的增长，2020 年公司实现租金收入 58.2 亿元，2010-2020 年 CAGR 达到 35.1%，整体出租率一直维持在 95% 以上。公司严格恪守投资纪律，以十年的战略定力和累计千亿计的销售量为机会成本，铸就了其在商业地产领域的核心能力。物业实现服务的闭环，储备深厚有望保持 40-50% 的增长，2020 年实现物业收入 58.4 亿元，近五年 CAGR 为 42%，同时具备了平台化输出的潜力。长租公寓 2021 年可能迎来盈利拐点。

**坚持长期主义，从优秀到胜利。**展望未来，龙湖在赛道选择、扎实经营和组织能力具备长期投资价值。公司牢牢把握 TOD 风口，综合开发能力一流。商业上公司因超低的融资成本、具有潜在退出能力建立竞争优势。龙湖擅长从客户出发，具有强大的客研能力。同时形成了年轻化数字化的氛围和具有凝聚力的文化确保公司发展后劲。

## 商管服务：存量竞争时代，优秀的管理能力供不应求

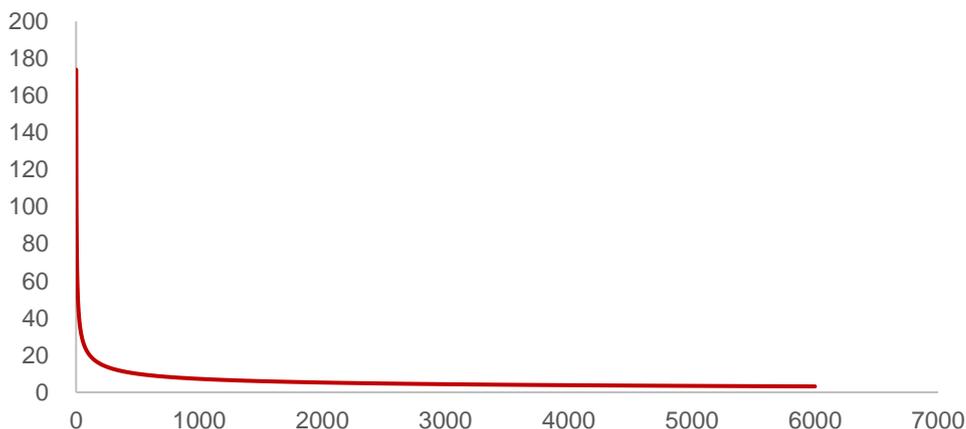
由于存量资产规模大，且仍有源源不断的新项目入市，购物中心竞争激烈，业主对于运营管理能力的要求日益提高，优质的商管服务能力成为稀缺资源，供不应求。

### 产业结构性变化趋势下的商管服务机会

如前文所述，线上购物行为普及以及线下商场逐渐饱和的今天，购物中心“购物职能”被弱化，“体验与社交职能”被强化，实际上“购物中心”的称呼已经无法准确表达其全部功能定位，运营管理的复杂度提升。当空间资源不再稀缺，内容竞争日益激烈，一切迫使业主对购物中心运营管理能力提出更高的要求，如出色项目定位能力、优质租户资源、非标化的品牌组合能力、高效运营管理等。优质的商管能力成为稀缺资源，优秀的商管公司因此获得更多机会，可以通过轻资产输出去的方式盘活其他企业或者非专业运营方手中更困难的资产。

当前行业两极分化，马太效应明显，我们认为其大致遵循幂律分布。基于此，根据全国百强购物中心销售零售数据，来模拟构建购物中心市场规模预测模型，推算 2019 年全国购物中心零售额接近 3.5 万亿。假设全国商场平均租售比为 15%，租金收入占项目总收入的 70%，单个项目 EBITDA 利润率 50%，商管公司单项目利润占 20% EBITDA 来计算，纯商管业务潜在市场规模约 750 亿元。而排名前 25%，预计约 1,500 个购物中心创造收入 360 亿元（单项目销售额高于 6 亿元），市占率 48%。同时，考虑到新增项目同样以每年数百个的速度在增加，行业的蛋糕正在变得越来越大。

图 14：2019 年全国购物中心销售额分布比较（亿元）



注：考虑到 2020 年疫情影响因素，以 2019 年赢商网全国百强购物中心销售额数据为基础，模拟构建全国 6000 个购物中心对应的幂律函数。

数据来源：国际购物中心协会亚太市场专委会、东方证券研究所

## 轻资产模式佳，但管理扩张有边界

**商管服务属于“轻资产”技术输出**，主要通过管理团队、技术团队的输出，为购物中心、写字楼等提供从前期定位设计、招商、筹备，到开业后租户、客户、营销等运营管理的全流程支持。其商业模式的优点在于：

- **避免资产价格波动所产生的影响。**商业资产价格存在明显的周期性波动，但商管以提供服务为主，能够有效避免资产价格波动的影响。经济下行时，商业地产零售额下降会对公司的收入造成影响，但损失相对可控。
- **业务扩张速度较快。**轻资产管理输出投入低，复制相对容易，扩张速度较快。但由于管理运营工作相对依赖于项目管理者的经验和专业能力，扩张速度过快会在一定程度上稀释管理能力，影响力项目管理质量。
- **具备成长性。**此外，商管收入通常与购物中心经营利润挂钩，在假设租售比和费用率一定的情况下，经营利润与购物中心零售额相关，随着零售额增长而增长。因此商管业务单项目的收入具备成长性，这是其区别于写字楼等其他业态的最大不同点。

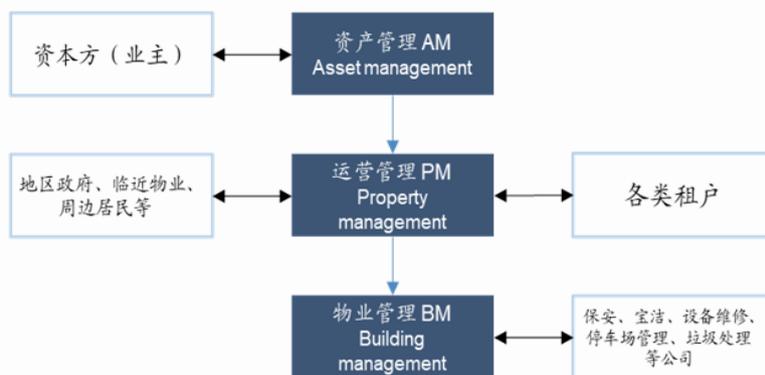
**资产“轻”则团队“重”，管理的扩张有边界。**商管服务输出的是管理，因此管理人的项目经验、对内容 IP 的理解、对用户喜好的认知等能力，构成了其区别于竞争对手的核心优势。对外输出管理的过程中，丰富的租户资源、强大的中后台、先进的 IT 系统以及标杆项目所积累的声誉均属于“基础设施”，具备规模效应。但每个项目有其独特性，需要项目管理者量身定制运营策略，很多时候依靠管理者的经验与判断。而个人的管理半径总归有限，规模扩张摊薄管理能力，因此当规模扩张到一定程度后，人将成为制约规模扩张的因素，过快的扩张会影响品牌形象。当前行业仍处于高速扩张但管理能力未被稀释的阶段，长期看好能够平衡规模与品牌的公司。

## 如何理解地产公司单独拆分商管服务上市？

**商管服务属于资产管理业务的一个环节，不应简单将其单独切割来看。**广义上，资产管理业务覆盖了资产“投”“融”“管”“退”全生命周期的管理。其中“管”包含了物业管理和运营服务。物业管理主要包括保安、保洁、维修等。运营服务直接面对客户，关注租金的实现和费用的管控，其目的是提高购物中心经营表现，实现资产增值，最终配合“投”“融”“退”等“重”环节兑现资产价值。国内单独切分商管子公司的现象越来越多，部分原因在于地产行业受制，估值较低，切割轻资产上市被视为提升估值以及融资的一种手段。另一方面，我国商管业务目前面临的问题是缺乏资产退出渠道，“投融管退”循环被切断，商管创造的价值难以通过资产交易的方式变现。

**以三菱地所为例，看日本经营性不动产管理公司的管理架构。**三菱地所是日本排名第一的综合地产发展商，自1998年起在东京核心商务区大丸有地区进行都市改造，目前持有丸之内地区约1/3（约30座）的写字楼。在三菱地所的三级架构中，其“资产管理-AM”作为业主（资本方）代表，主要负责与投资者沟通汇报，同时将投资者的财务要求转化为经营指标给到“运营管理-PM”。“运营管理-PM”作为实现经营指标的执行者，主要负责在运营层面将提升租金、提高出租率等具体举措落实到位。“物业管理-BM”，则主要负责保安、保洁、维修等物业层面的日常工作。

图 15：本经营性不动产的资产管理组织架构——以三菱地所为例



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**商业模式存在升级的可能。**当前阶段商管服务作为一个独立的商业模式存在，服务于购物中心，但其创造的价值与收益不匹配。商管公司通常从项目 EBITDA 中抽取 20-25% 作为经营利润，相比于资产增值给业主带来的收益明显偏小。但我们认为，未来随着我国持有型资产退出渠道逐渐完善，商管公司可以通过小股操盘等方式分享资产增值的收益，有机会逐渐发展为真正意义的资产管理公司。

**图 16：商管服务单项目模型拆解**

<b>核心假设</b>		
建筑面积（万平方米）		10
可租赁面积占比		60%
单方销售坪效（元/月）		700
租售比		15%
租金收入占比		65%
EBITDA 利润率		50%
总收入提成比例		2.5%
EBITDA 提成比例		5.0%
固定收入占比		50%
<b>项目（万元/年）</b>	<b>托管前</b>	<b>托管后</b>
销售额	50,400	50,400
租金收入	7,560	7,560
管理费及多经收入	4,071	4,071
项目总收入	11,631	11,631
项目 EBITDA	5,815	5,815
商管公司收入提成	233	291
商管公司 EBITDA 提成	-	291
商管公司固定费用收入	-	582
商管公司经营利润占 EBITDA 比例	0%	20%
商管公司经营利润	-	1,163
业主经营利润	5,815	4,652
商管公司经营利润占项目总收入比例	0.0%	10.0%

数据来源：公司调研、东方证券研究所

## 管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”

**轻资产则重团队，人才是一切的核心。**本质上，商管服务输出的是管理，管理人才的经验和见识，对内容 IP 的理解，对用户偏好的认知是核心。开业前，准确的定位是决定项目成败的最重要因素之一，而做好定位靠团队。开业后，商业运营是一个持续且动态变化的过程，不同发展阶段面对的主要问题不同，需要经营者不断调整定位和策略，作出符合市场需求和项目要求的改动，考验的管理者基于相同的品牌，创造出优于竞争对手的“租户组合”，让客户选择自己而不是竞争对手。

**品牌力是品牌商和业主的信任感。**从品牌方角度来说，大多数城市的大多数项目同质性强，可做可不做，其进驻与否的核心在于对商管公司和团队的信任感，而信任形成于过往合作项目的业绩积淀，本质是公司的品牌力，而品牌力来自于一个个成功的标杆项目。同样的，业主方选择适合自己方的商管公司，很大程度上也依靠其对商管公司标杆项目的认知。

**“基础设施”具备规模效应。**商管公司的“基础设施”包括丰富的租户资源，强大的中后台支持，先进的数字化运营系统等。随着规模扩张，公司所积累的供应商资源会更多，中后台能力愈发成熟、制度更加健全；同时经过更多项目检验和迭代的数字化运营系统也更加完善，能够更好地支持经营决策。强大的“基础设施”支持公司不断优化运营结果，提升经营业绩，具备规模效应。

**管理的扩张有边界，质量重于规模。**尽管“基础设施”具备规模效应，同时优秀的人才可以扩大数倍的“AUM”，但个人的管理半径始终有限。公司扩张到一定规模后，人成为制约因素，强行扩张可能导致规模不经济，甚至影响品牌口碑。

图 17：管理人的竞争优势体现在人才、品牌和“基础设施”等方面



数据来源：东方证券研究所

## 建议关注

### 华润万象生活：“物管+商管”综合服务能力，商管领域标杆

**“物管+商管”稀缺标的，竞争站位突出。**物业服务美誉度高，商管实力行业顶尖。依托于母公司华润置地强劲实力支持，以及轻资产商管能力输出，成长性好。IPO后在手现金充足，可通过外延并购助力增长。

**全业态综合服务标杆，商管能力行业领先。**区别于传统住宅物管企业，公司具备国内最高品质的综合体物管与商管运营服务能力。物管美誉度高，收缴率、单方收费等指标优秀。商管能力卓越，旗下万象城是唯一能与港资匹敌的内资品牌，业绩出众、投资回报率高于行业平均水平；手握广泛且高端的租户资源网络，为众多高标准严要求的国际奢侈品所认可，能力护城河深。

**“十四五规划”：物管第一梯队，商管行业第一。**公司规划 2025 年物管在管面积达到 4 亿平米，较目前 1.2 亿平米（包含住宅及非住）增长 2.8 亿平；实现在管开业购物中心 150 个，较目前在管 57 个增加 90 余个。物管方面，计划 4 亿平米中 50% 由外拓实现，同时 50% 以上为非住业态。商管方面，华润置地旗下逾 120 个已开业及储备项目将全部交由华润万象生活管理。

### 星盛商业：能力优秀的湾区商业专家

**商业地产从“大开发时代”进入“存量竞争时代”。**购物中心供过于求，同质化问题严重，竞争激烈。优秀的主动管理能力能够拉开资产差距，业主需求大，稀缺性凸显，轻资产管理能力输出空间巨大。

**湾区纯商管标杆，管理能力优秀。**公司始于深圳，专注商管服务，旗下 COCO 品牌美誉度高，定位年轻时尚，深受年轻人追捧，成功打造城市级地标如福田 COCO Park。坚持市场化和职业经理人化管理，核心团队能力出众，商业地产运管经验超 20 年，积淀深厚；团队稳定性高，星河体系内平均任职时间超 10 年。经过多年发展，公司在租户资源、IT 系统等“基础设施”已较为完善，形成规模效应。截至 21H1，合约管理项目 69 个，合约管理面积 348 万方，64% 位于大湾区，聚焦高能级城市；其中已开业项目 22 个，在管面积 171 万平，我们认为其管理能力相对于当前的管理规模是超配的。

**母公司储备充足且优质；市场化程度高，三方外拓潜力大。**母公司星河控股土地储备约 4000 万方，其中约 400 万方为商业用地，且土储资质优质，多为大湾区中心区，为长期增长提供保障。公司坚持市场化路线，为国内最早一批开展轻资产输出的企业，合约管理面积中第三方占比达到 62%，远超同行，以委托管理、品牌及管理输出、整体租赁三种模式持续推动市场化扩张，取得了良好口碑，看好“增量项目+潮流高端品牌”组合外拓潜力。

**扩张目标明确，业绩增长指引五年五倍。**在保持大湾区行业领先地位前提下，公司将继续向长三角及中西部核心城市扩张，2021-2023 年发展计划为“总合约面积不低于 550 万平米，开业面积不低于 450 万平米，出租率不低于 95%”，同时核心净利润目标为五年五倍。

### 宝龙商业：长三角商管龙头企业，未来增长可期

**商业物管领头羊。**公司为港股首家上市商管公司，2020 年实现营业收入 19.2 亿元，同比增速为 18.8%；毛利润和净利润分别为 5.9 亿元、3.1 亿元，同比增速分别为 38.8%、72.1%，毛利率、净利率提升至 30.9%、16.0%。商管和住宅物业两大业务中，商业运营服务营收占比超过 8 成，毛利占比接近 9 成，是绝对的主导业务。

**行业进入整合期，优秀公司输出的黄金时代。**商业地产总体过剩，但零售物业将领跑商业地产细分领域。未来三到五年，大量商业地产项目将面临运营困境，这意味优秀的商管公司，正在迎接轻资产输出的黄金时代。

**聚焦长三角，把握比较优势。**公司拥有宝龙一城、宝龙城、宝龙广场和宝龙天地四大产品线，具备多维度运营能力。分散发展期后，公司选择聚焦长三角，项目占比提升至 71%。2020 年 7 月，公司收购浙江星汇 60% 股权，预计 21 年业绩增厚 10%，该平台也成为轻资产扩张桥头堡之一。

**未来三年公司致力于持续提升经营管理能力，树标杆、领行业。**母公司交付和外拓并举，目前商业在管面积 857 万方，住宅 1440 万方，预计三年规模翻番。2020 年 6 月，陈德力先生加盟出任

总裁，全面统筹集团商业板块的运作，并建立梯度人才培养计划；公司联手腾讯打造“纽扣”计划，继续挖掘数字平台潜力。

## 风险提示

**存量资产竞争超预期。**预计未来几年仍然有较大规模新项目入市，新入市供应过多可能超过市场吸纳量，或可能进一步恶化竞争环境。

**管理能力摊薄导致运营效率下降。**商管生意的核心在人，规模扩张过快可能导致管理精力被摊薄，项目的运营效率下降，影响品牌美誉度，同时也影响盈利水平。

## 分析师申明

### 每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)