

道合矩阵  
Data Edge



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

## 商业的诞生，城市的运营

——商业地产系列报告（一）

### 证 券 研 究 报 告

2019年06月11日

相关行业：房地产

### 道合矩阵数据支持报告

DataEdge

#### 本报告导读：

商业地产发展进入新阶段。本篇报告对商业地产的业态和模式进行梳理，借助于 DataEdge 的大数据开发，我们详细分析了商圈、人口等，看好全国规模化扩张和区域精细化运营两种模式

摘要：

- **城市的形成离不开人口聚集、非农产业、交通便利、商业活动。**一个城市商业活动最活跃的区域形成商圈，是大量商业物业聚集的区域，主要包括零售地产、写字楼、酒店/公寓和综合体这4类业态。目前发达城市商圈已基本成型固定，城镇化达到较高水平，大量存量商业物业存在改善的空间，会是房地产基金积极参与到的领域。
- **商业地产的参与者简单分为三类：**1) 以房企为代表，追求规模、精细化运营，或者两者平衡（多产品线运营）；2) 以房地产基金为代表，既提供债权融资，又寻求主动获取潜在机会的物业，持有类型以写字楼、公寓、零售等为主；3) 以租户/商户为代表的零售商或企业，是优质物业的核心组成部分之一，与运营商既是租户-业主关系，也是合作伙伴关系。零售类商户的趋势是加大餐饮和休闲娱乐。从写字楼租户看，目前北上广深一线城市前三大租户类别是TMT、专业服务业和金融类产业。
- **商业地产的运营模式主要是通过提供物业赚取租金收入，通过运营提升租金议价能力，并享受资产增值。**运营的核心是通过各类业态和品牌的组合使得物业收益最大化，从而有效提升租金水平。运营形式又分为重资产自持，轻资产商管品牌输出。
- **商业地产投资增速自2010年左右后持续处于下行阶段**，特别是2017~2018年，商业地产投资（商业营业用房、写字楼）与行业出现背离。行业增长放缓，运营精细化程度加深，目前与商业地产相关的一级市场赛道包括餐饮类品牌、联合办公、企业服务、智能建筑等。
- **零售类商业地产已经进入到整体行业过剩。**但是二三线城市在城镇化进程中，随着城市扩张，依然有大量新增供给和需求，因此这类区域看好规模化扩张（轻重并举）。另外，商业氛围发达的地区，商业地产运营竞争更加激烈，只有精细化运营的运营商才能突围。

### 相关系列报告

#### 产业研究 中心

郝亚雯  
电话：010-59312829  
邮箱：haoyawen@gtjas.com  
资格证书编号：S0880518010005

鲍雁辛  
电话：0755-23976830  
邮箱：baoyanxin@gtjas.com  
资格证书编号：S0880513070005

#### 关于 DataEdge

道合矩阵数据 DataEdge 是国泰君安证券研究所独立数据品牌，部分数据由恒生聚源独家提供。道合矩阵数据 DataEdge 致力于用另类数据解决客户关注问题，用不同角度看待问题并为客户提供解决方案。



# CONTENTS 目录

## 1、商业的诞生，城市的运营

- 1.1、城市商圈：社区级、地区级、都市级
- 1.2、商业地产：零售、办公、酒店/公寓
- 1.3、优质物业：地址、物业、租户、运营

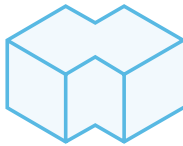
## 2、参与者：房企、金融、租户

- 2.1、房企：追求优质规模资产，由重到轻，由多到优
- 2.2、房地产基金：机会型基金，寻找改善空间
- 2.3、租户/商户：在选择与被选择之间

## 3、物业类型：零售、办公、居住

- 3.1、购物中心：精细化运营突围
- 3.2、写字楼：智能化、多元化提升产值

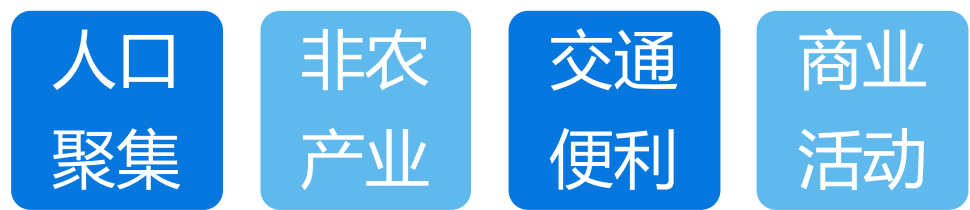




## 1、商业的诞生，城市的运营

现代意义上的城市与乡村的区别非常明显，即是以非农业产业和非农业人口聚集的较大居民点，并且具备一定程度的社会分工。不同领域对城市的定义关注点会有偏差，例如在经济学的定义中，城市是人口聚集、具有规模经济效益的成片地理区域，或者是各种经济活动相互交织在一起的网络系统。在社会学的定义中，城市是一种社会组织形式，人口较多，且具备一定分工，至少部分人从事非农业生产。而在地理学的定义中，城市是交通环境方便、覆盖一定面积人群和房屋的密集结合体。在城市规划学的定义中，城市是以非农业产业和人口聚集为主的居民点。城市为什么会有大量人口聚集，可以从“城市”两个字的拆分看出，“市”即是“集市”。城市的起源之一便是集市说，即人们聚集在一起做买卖交易，促使商品货物的交换活动集中于此，当形成一定规模时便形成了城市。因此，城市的发展与商业贸易密不可分。因此，我们可以总结出四大关键词，就是**人口聚集、非农业产业、交通便利、商业活动**。

图 1：城市是人口、非农产业、交通便利、商业活动聚集的区域

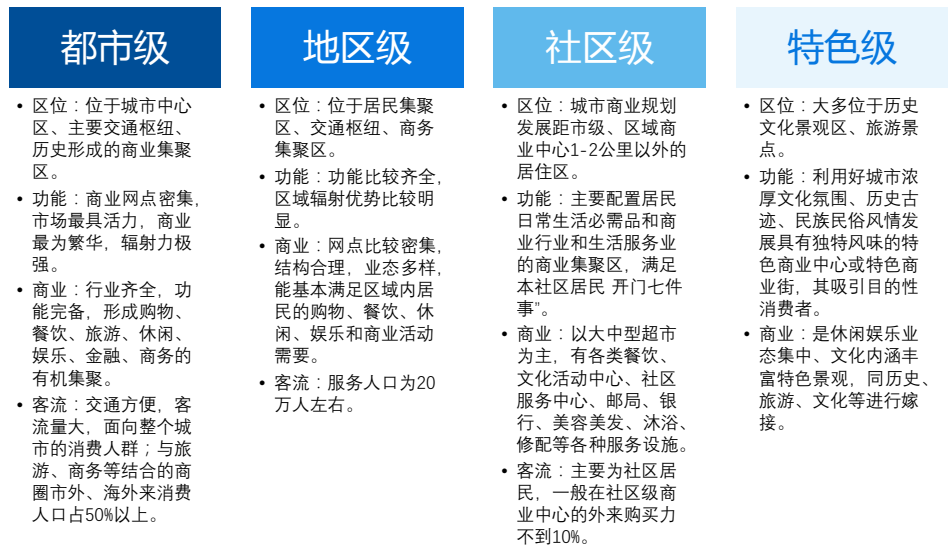


数据来源：国泰君安证券研究

### 1.1、城市商圈：社区级、地区级、都市级

一个城市或区域最繁华的地方，一般是商业贸易活动最活跃的地方，形成商业中心或者商圈。商业中心是一定区域范围内的组织商品流通的枢纽，商圈是以一些商店为中心，沿着一定的方向和距离扩展，对周围的居民点进行一定的范围的辐射和覆盖。都市级的商业中心，一般位于城市的中心区和主要交通枢纽，通常是历史形成的商业集聚区。该片区商业高度集聚、经营服务功能完善、服务辐射范围和能力极大，一般功能完备，形成购物、餐饮、娱乐、休闲、商务等多种功能的聚集。地区级别的商业中心，规模相对较小一些，但是同样具备商业集聚能力、经营服务功能等也较完善，同样位于交通枢纽区域。而社区级商圈，则是以居民的日常生活必需品、生活服务和商业行业为主的商业聚集，一般以大中型超市为主，有各类餐饮、文化活动中心、社区服务中心、银行等各种服务设施，外来购买力占比较低，但是是最基本的商圈和城市服务体系。

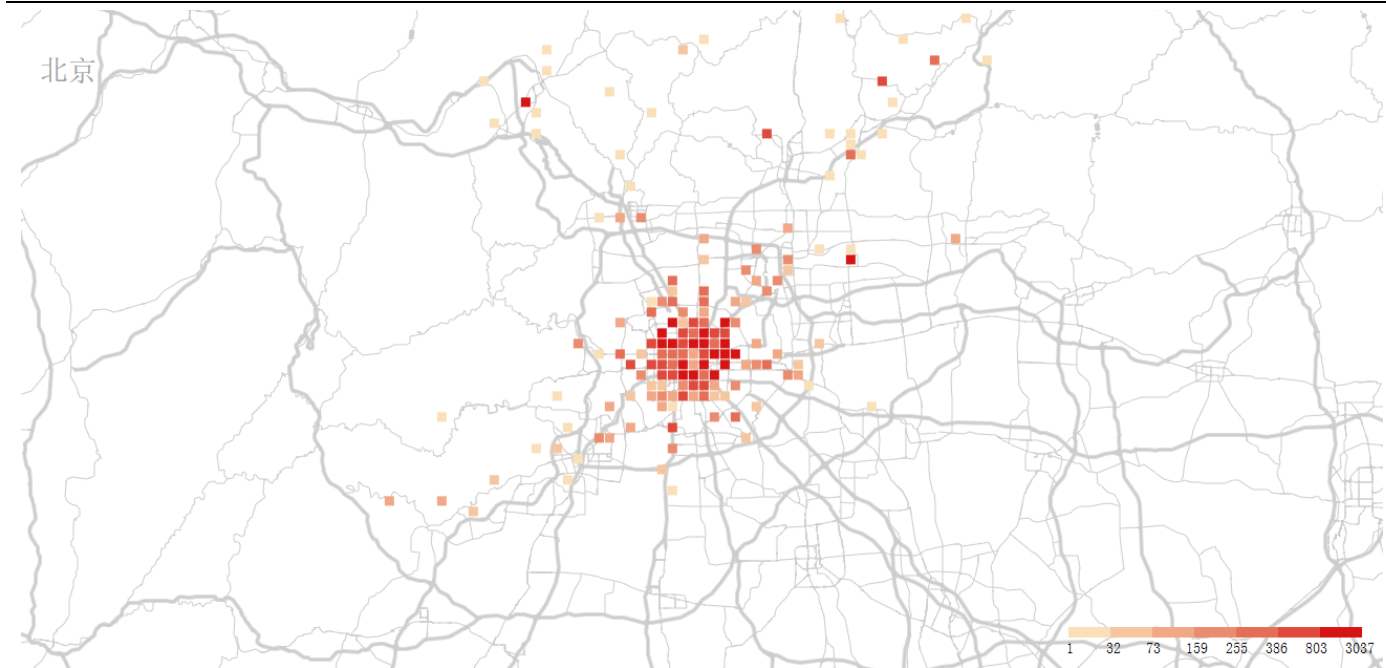
图 2：一个城市的商业中心根据区位、功能、辐射范围等通常分为 4 大类



数据来源：MBA 智库百科、国泰君安证券研究

我们整理出北京和上海零售类、居民服务类消费较活跃的区域，除了历史以来的传统商圈外，也有一些新的活跃区域。北京的传统商圈主要是西单、王府井-东单、三里屯、CBD、燕莎、东直门等。除了这些商圈外，我们还能看到中关村、五道口、亚运村、五棵松、前门、崇文门，甚至西红门都有较高的居民消费活动。北京居民消费活跃度较高的区域主要在三环内，且主要依然以东边居多。

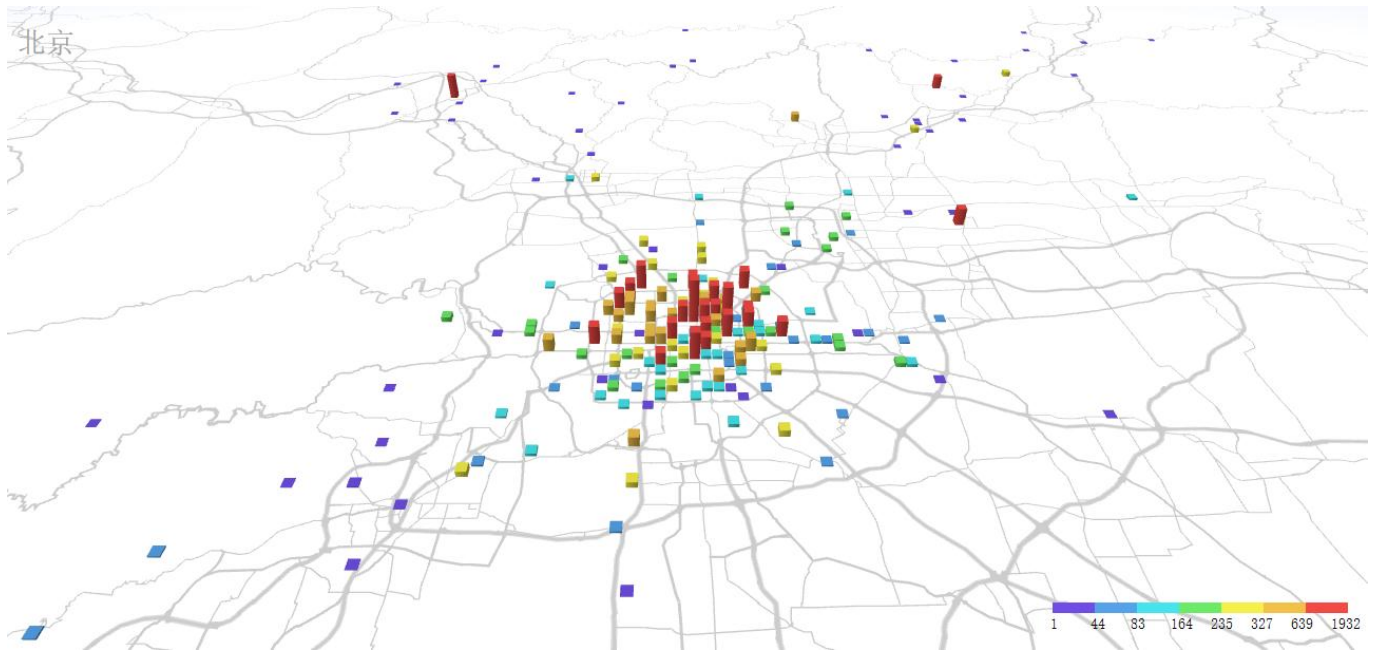
图 3：北京商圈分布热力平面图，主要集中在三环以内



数据来源：道合矩阵 DataEdge、国泰君安证券研究

注：这里商圈的定义主要以居民消费行为的活跃度来看，不能反映产业聚集形成的商圈。居民消费活跃度以居民留痕数据观察（以点评数量为），留痕越多，总量越大，出于这个假设，我们用来观察居民消费活跃度的分布情况。下同

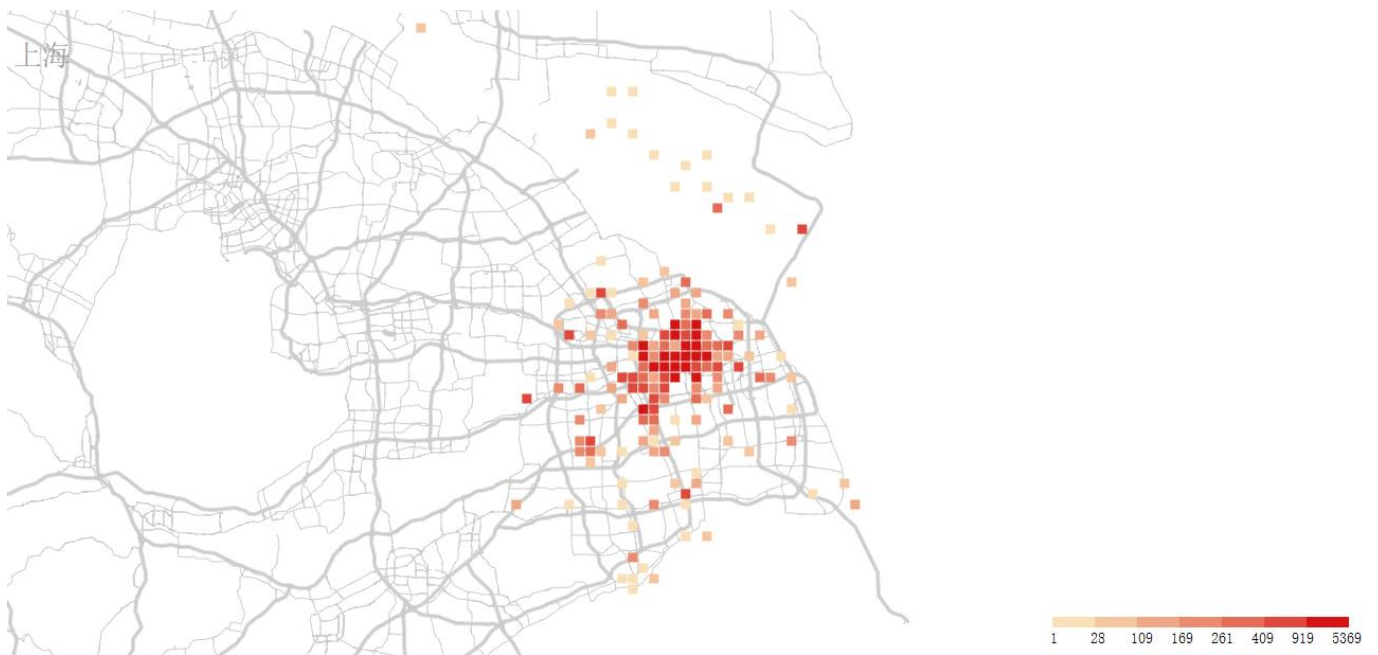
图 4：北京商圈分布热力立体图，主要分布在东边



数据来源：道合矩阵 DataEdge、国泰君安证券研究

上海的传统商圈主要是南京路、淮海路、徐家汇、浦东陆家嘴、五角场、人民广场、中山公园等。除了这些商圈外，我们还能看到虹桥区域、梅川路、大宁地区、虹口足球场区域、世博源区域、浦东金桥区域、崇明的陈家镇等，居民消费活跃度都比较高。整体上来看，还是分布在浦西，而且南京路、徐家汇、淮海路这些传统商圈依然是核心地区。

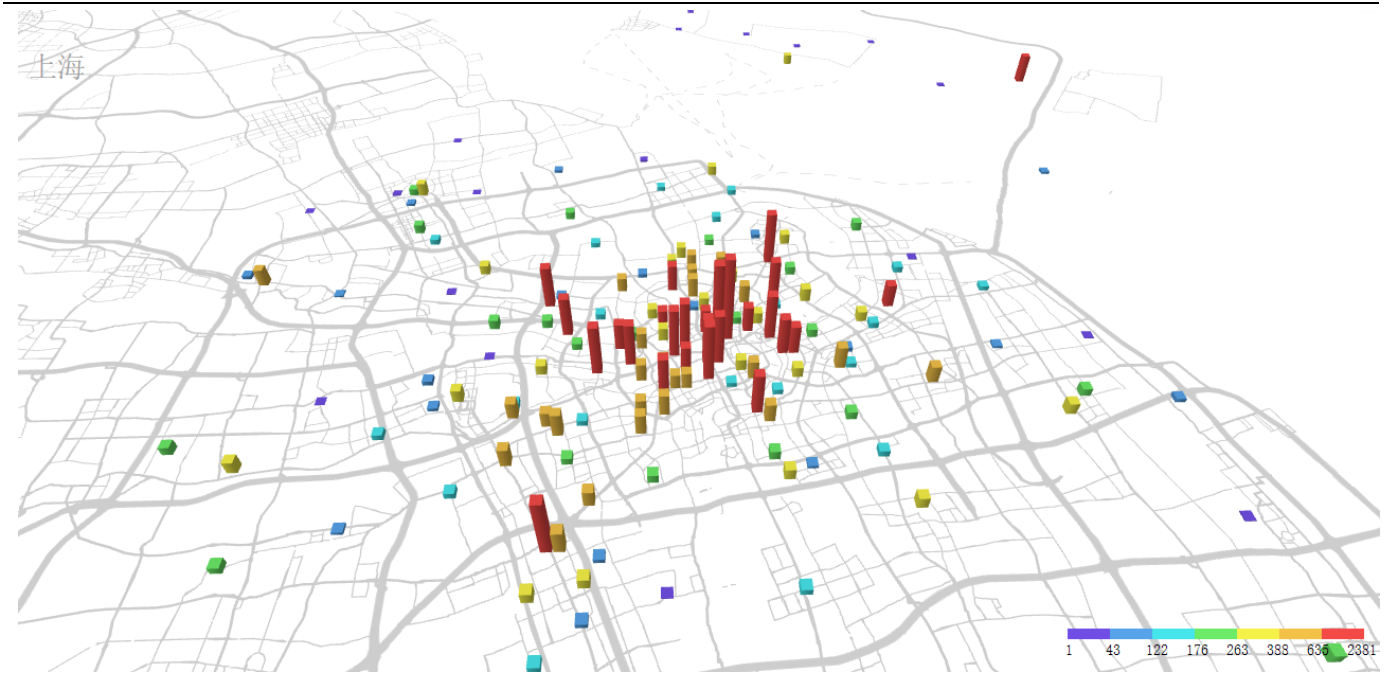
图 5：上海商圈分布热力平面图，主要集中在浦西



数据来源：道合矩阵 DataEdge、国泰君安证券研究



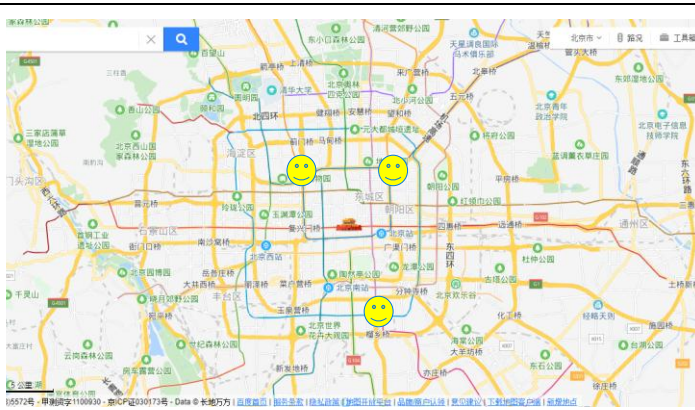
图 6：北京商圈分布热力立体图，传统商圈分布较集中



数据来源：道合矩阵 DataEdge、国泰君安证券研究

从轨交来看，上海的核心商圈通常也是轨交枢纽站，但是北京不是。从轨交的枢纽站看，首先筛选出至少 3 条线汇总的站，北京有西直门、东直门这 2 个站，除了东直门较活跃以外，西直门附近没有核心商圈。如果算是延长线的话，北京还有宋家庄站，但附近也没有核心商圈。上海 3 条线及以上汇总的站较多，例如虹桥路、宜山路、中山公园、金沙江路、上海火车站、汉中路、东方体育中心、陕西南路、南京西路、人民广场、徐家汇、世纪大道、龙阳路这 13 个站，其中南京西路-人民广场、徐家汇、中山公园等都是上海核心商圈。

图 7：北京地铁 3 条线路交集的站有 3 个，基本上不属于核心商圈



数据来源：百度地图、国泰君安证券研究

注：宋家庄站是 5 号线的终点站和亦庄线的起点站连接在一起，与 10 号线交错

图 8：上海地铁 3 条线路交集的站有 13 个，主要在核心商圈位置



数据来源：百度地图、国泰君安证券研究

注：东方体育中心位置超过图片界面显示范围

## 1.2、商业地产：零售、办公、酒店/公寓、综合体

按照土地用途，我们可以把商业地产分为 4 大类：零售类地产（如购物中心）、办公类地产（写字楼）、居住休憩类地产（酒店和公寓）、综合体（以上功能的混合）。其中写字楼主要是 2B 的业务，酒店/公寓主要是 2C 端的业务。而零售地产，以购物中心为例，本质是 2B 业务，因为赚取的是商户的租金，但同时也是 2C 的业务，因为同时还要参与各大品牌在物业内的运营管理，共同实现零售额的最大化；如果以商铺自营为例的话，主要是 2C 端的业务。商业综合体则是这三类物业的混合，有的时候还有住宅项目，但通常住宅项目销售。商业地产的玩家可以分为 3 类，作为物业的持有者或者运营者：房企、房地产基金、商业地产运营商。三类玩家涵盖了三类模式：重资产、中资产、轻资产。

图 9：商业地产主要包括零售地产、写字楼和酒店/公寓、综合体这 4 类

类别	零售地产	写字楼	酒店/公寓	综合体
定义	提供商品和服务交易的场所	集中收集和处理信息、制定决策、文书处理和其他形式的经济活动管理场所	提供安全舒适，短暂休息或睡眠的场所	综合零售、办公、酒店，甚至住宅项目
商业模式	通过物业的规划和设计，不同业态的组合，实现客流和消费的最大化	通过基础设施和物业管理等服务，以及租户和相关产业定位的选择，促进办公效率和区域产值提升	通过房间、餐饮、会务等服务，实现房费收入的最大化	住宅项目销售，商业项目运营，商业运营创造品牌溢价，综合左侧模式
盈利模式	租金、零售、资产增值	租金、资产增值	房费、资产增值	销售、租金、零售、房费、资产增值
类型	2B+2C	2B	2C	2B+2C

数据来源：国泰君安证券研究

**龙头房企进入商业地产，布局各类业态，以零售地产和公寓类较多。**随着房地产结束黄金年代，城镇人均住房面积已逐渐达到国际水平，住宅市场行业集中度持续提升，大量房企寻求转型，进入到商业地产和城市运营领域。目前房企 TOP20 里基本上都陆续布局商业地产或者产业地产，从品牌运营看，其中以购物中心、公寓为主流。自持酒店物业的房企虽多，但主要以委托给第三方管理的形式为主。产业地产方面布局较多的领域包括康养、文旅、特色小镇等为主。

表 1：房企 TOP20 基本上都已在商业地产和产业地产布局

房企	购物中心	写字楼	酒店	公寓	工业	其他
碧桂园	○	○	碧桂园酒店	碧家		
万科集团	印象城 MEGA、印象城、印象汇、印象里、万科广场	○		泊寓	普洛斯、万纬物流	养老地产、度假地产
中国恒大	○	○				旅游地产
融创中国			○			文旅城、社区服务
保利地产	○	○	○	N+ 瑜璟阁		会展中心、体育场馆、产业园区、主题公园、旅游度假区等
绿地控股	○		铂瑞、铂骊、Q 酒店、Q-Box Hotel 铂派酒店			会议中心
中海地产	UNI 环宇系：环宇城、环宇荟、环宇坊、富华里	中海系列	○	中海“海棠”、中海“友里”、青年产品全系品牌	○	教育、养老、联合办公 OfficeZip、城市规划馆

新城控股	“吾悦”品牌				儿童乐园、孵化器、影城、养老
华润置地	万象城、万象汇/五彩城、1234space	○	○	推动中	城市更新、康养地产、产业小镇
龙湖集团	天街、星悦荟、家悦荟	○		冠寓	养老
世茂房地产	世茂国际中心、世茂摩天城、世茂广场、世茂 52+	世茂大厦	御榕庄、茂御酒店、世御酒店、茂御居以及睿选尚品、睿选		旅游、教育
招商蛇口	○	○	○	壹棠公寓、壹间公寓、壹栈公寓	○ 康养地产、文创
华夏幸福					产业新城
阳光城	○	○	○	○	
旭辉集团	旭辉广场、旭辉mall、旭辉 U 天地	○		旭辉领寓	
金地集团	○	○	○	○	产业地产
绿城中国					
中南置地	○	○	○		特色小镇、旅游养生、产业园区
富力地产	富力广场等	○	○	○	物流园 文体旅游、医疗健康、联合办公等
泰禾集团	泰禾广场、泰禾新天地、泰禾中央广场	○	○		
正荣集团	○	○			

数据来源：克尔瑞 2018 年中国房地产企业销售 TOP200 排行榜、上市公司官网、国泰君安证券研究

注：此处商业地产分类指的是自持投资物业，不包括销售业务；○ 表示涉及该领域业务，但无公布品牌，例如社区商业、商业综合体裙楼等

**商业地产对运营能力要求较高，特别是零售地产/购物中心。**商业地产运营商 20 强可以分为 3 类模式：1) 以房企为代表的多产品线规模扩张；2) 以港资为代表的核心商圈持有核心物业；3) 小而美的精细化运营商。除了专注购物中心运营外，商业地产通常持有运营综合体，涵盖多种商业业态，例如万达广场、恒隆广场、来福士广场、国金中心等。

表 2：商业地产运营商主要包括 3 类：多产品线规模扩张、核心商圈自持核心物业、精细化运营品牌物业

商业地产运营商	零售地产/购物中心	写字楼	酒店	公寓
华润置地	万象城、万象汇/五彩城、1234space	○	○	推动中
凯德集团	来福士、凯德 Mall，等	来福士，等	雅诗阁	雅诗阁酒店式公寓
印力集团	印象城 MEGA、印象城、印象汇、印象里			
龙湖集团	天街、星悦荟、家悦荟	○		冠寓
恒隆地产	恒隆广场	恒隆广场		
九龙仓	国金中心	国金中心	尼依格罗、马哥孛罗	
新鸿基	国金中心、APM 等	国金中心	○	
万达商管	万达广场	○	万达瑞华、万达文华、万达嘉华、万达锦华、万达美华	
大悦城地产	大悦城、大悦春风里	○	○	○



中海地产	UNI 环宇系：环宇城、环宇荟、环宇坊、富华里	中海系列	○	中海“海棠”、中海“友里”、青年产品全系品牌
太古地产	太古里、太古汇、颐堤港等	○	○	居舍系列
富力地产	富力广场等	○	○	○
宝龙地产	宝龙广场、宝龙城、宝龙一城	○	○	艺筑、艺珺、艺悦精选、艺悦
爱琴海商业集团	爱琴海			
碧桂园文商旅集团	碧乐时光	○		BIG+碧家
嘉里建设	嘉里中心、嘉里城等	嘉里中心等	○	○
中国金茂	览秀城、J-LIFE、金茂汇	○	○	
金融街	○	○	○	○
合生商业	合生汇、合生广场等	合生财富广场等	○	
星河商置	coco park、coco city、星河ico、coco garden、第3空间	星河中心		星河盟客

数据来源：观点指数研究院 2018 度中国商业地产 TOP100 榜单、上市公司官网、国泰君安证券研究

注：此处商业地产分类指的是自持投资物业，不包括销售业务；○表示涉及该领域业务，但无公布品牌，例如商业综合体里用作办公和酒店等  
中海地产、凯德集团等在写字楼业务的基础上，还进入了联合办公领域

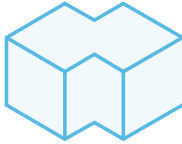
### 1.3、优质物业：地址、物业、租户、运营

一个优质商业物业主要体现在 4 个方面：地址、物业本身、租户/商户、运营管理。地址是商业物业最重要的影响因素之一，原因在于房地产本身的不可移动性，而其所处的区域或位置的土地本身就具有其价值，例如潜在的产出、潜在的需求等。物业本身的硬件设施、设计、配套设施等也对物业价值产生较大的影响，一方面是从成本估算来看，高端的建筑材料、优秀的建筑设计和空间规划、电梯、停车场、智能设备等，都能提升物业自身的价值。租户/商户和运营则是带来商业物业的增加值。写字楼的等级划分标准会看租户类型，例如世界 500 强、高端产业类别下的企业等，零售地产的分类也会根据品牌的高端和中端来划分自己的定位，例如同是中高端定位的购物中心，零售品牌入驻却是有较大差异的。运营对物业的影响则包括招商能力、品牌运营管理能力、物业服务、安保服务等。

图 10：优质物业有 4 大核心要素：地址、物业自身、租户/商户、运营管理



数据来源：国泰君安证券研究



## 2、参与者：房企、金融、租户

### 2.1、房企：追求优质规模资产，由重到轻，由多到优

#### 2.1.1、规模型案例：万达、万科

大连万达集团创建于 1988 年，以大连市的旧城改造出身，发展至今万旗下包括商管集团、文化集团、地产集团和金融集团合计 4 大业务板块。万达的商业物业类型包括购物中心、酒店、文旅商业综合体等，旗下品牌为“万达广场”、“万达城”、“万达茂”等。截至 2018 年底，已在全国开业 280 余座万达广场，累计持有物业面积 3586 万方，年客流 38 亿人次。

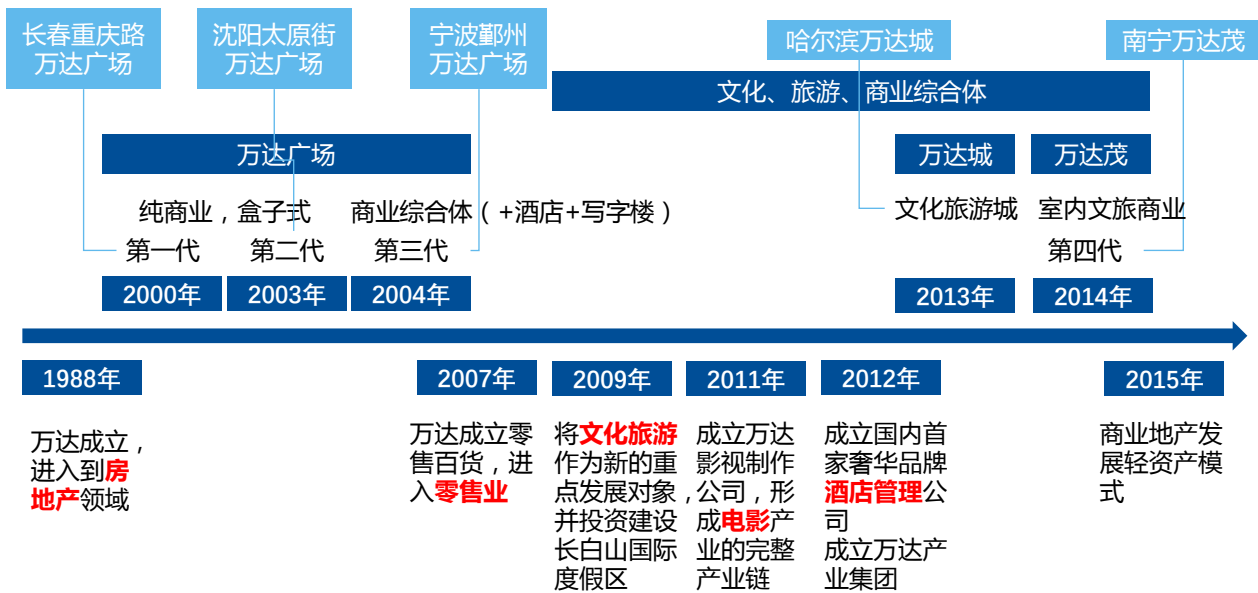
图 11：截止 2018 年底，万达已在全国开业 283 座万达广场



数据来源：公司官网

从万达商业地产项目的发展路径看，既享受房地产发展的黄金十年形成规模，又随着新进入不同的产业，商业地产的业态越来越丰富，形成特色经营。万达从 2000 年开发建设第一个商业地产项目“长春重庆路万达广场”至今，商业项目已经从第一代发展至今已有四代产品，在手项目合计约 277 个（含在建）。万达以房地产起家，并在中国加入 WTO 前夕进入零售商业，享受地产和商业的黄金发展年代。随着万达从地产延伸至零售（2007 年），到文化旅游（2009 年），再到影视（2011 年），并进入奢华酒店管理（2012 年），万达商业项目的业态也日益丰富，特别是“万达城”产品，是一个大型的集文化、旅游、商业为一体的项目。当前第四代产品“万达茂”，是一个完全室内的文化、旅游、商业综合体。其中，万达 2004 年的第三代产品是全国首家提出“城市综合体”开发模式的项目。第三代万达广场一般位于市中心、新开发区的中心地区或者具有增长及开发潜力的地区，通常包括购物中心、写字楼、住宅楼和溢价豪华酒店。

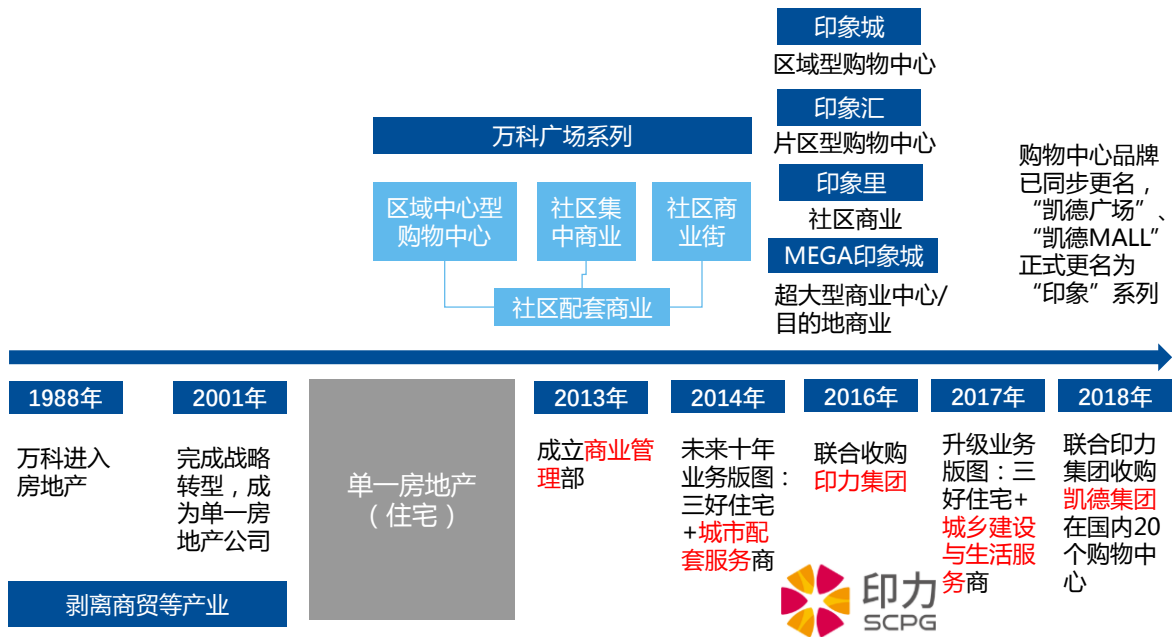
图 12：万达商业地产的发展是随着房地产黄金十年一起发展的，至今已到第四代产品，并能进行管理输出



数据来源：公司官网、公司招股说明书、国泰君安证券研究

**万科在地产白银时代转型进入商业地产，定位在服务住宅的社区商业，通过收购和合作迅速上升管理规模。**万科从 90 年代开始做减法专一做住宅地产，陆续剥离了原有的商贸、工业和文化等业务。直到 2013 年 1 月，公司成立商用地产管理部，围绕“三好”住宅的定位，发挥商住协同效应，探索商业地产的发展模式。同年，万科以社区配套商业为主体，围绕区域中心型购物中心、社区集中商业和社区商业街三条产品线，完善了公司商业产品线。关键性的突破是在 2016 年，万科联合合作方收购了黑石基金持有的商业地产公司印力集团 96.55% 的股权，黑石集团联营公司管理的基金及印力集团管理层共同持有剩下 3.45% 股权。印力集团成为万科旗下的商业地产运营平台，专注于国内商业地产的投资、开发和运营管理。2018 年 1 月，公司与印力集团等联合收购凯德 20 家购物中心，印力集团管理面积总规模已经达到行业第二。

图 13：万科 2013 年左右开始进入商业地产，2016 年联合收购印力集团，后者管理规模为全行业第二



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

**印力集团业务贯穿商业地产全价值链，在 2007 年从做规模转型为做精品。**印力集团成立于 2003 年，前身为“深圳国投商用置业发展有限公司”，专注于购物中心投资、开发和运营管理，业务贯穿商业地产领域“投—融—管—退”的全价值链。在印力集团的发展历程中，常可以看到外资的身影，包括 2004 年与凯德置地成立合资公司，在中国首创“金融+开发+商业”的独特运作模式。2005 年与美国西蒙和摩根士丹利成立合资公司，开发“印象城”品牌的系列购物中心。2006 年引入华润和美国普洛斯作为重要股东。2009 年完成与凯德置地、美国西蒙和摩根士丹利等合作伙伴的资产置换和项目回购。2013 年与凯雷集团签订“展翅”项目协议，达成战略合作关系，黑石和工银国际成为公司的战略投资者。

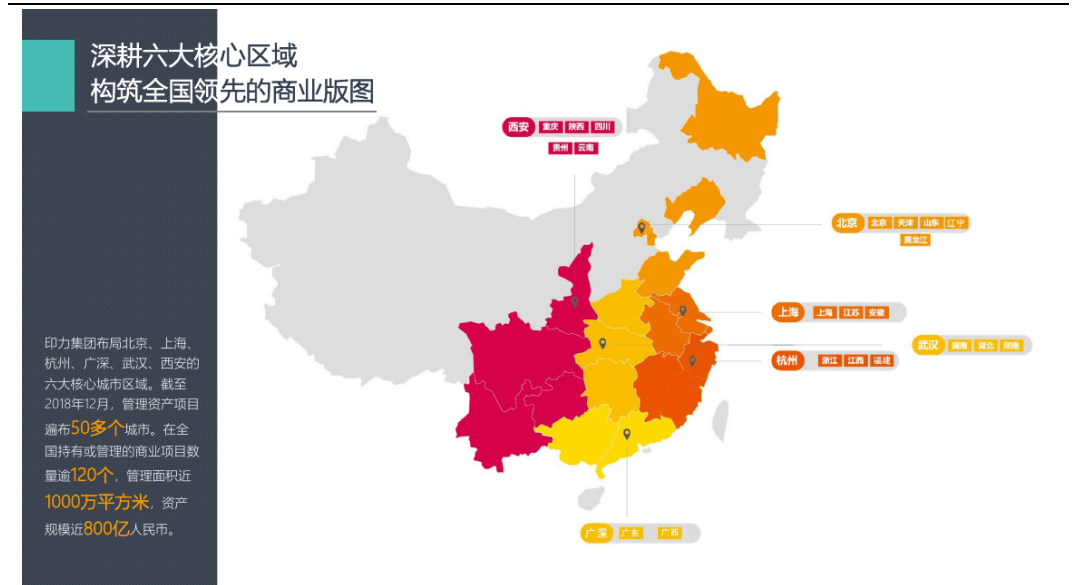
图 14：印力集团 2003 年进入到商业地产，目前品牌价值为行业 TOP3



数据来源：印力集团公众号

印力集团的管理规模已达到全行业第二，与万科合作，为后者做商业项目的运营管理服务输出。截至 2018 年底，万科管理商业项目共计 210 余个，总建筑面积超过 1300 万方。其中，印力集团作为本集团商业开发与运营平台，专注于国内商业地产的投资、开发和运营管理，运营项目逾 120 个，遍布国内 50 多个城市，管理面积近 1000 万平方米，管理资产规模近 800 亿元。管理的商业项目品牌包括印象城 MEGA、印象城、印象汇、印象里、万科广场等。2018 年公司与印力集团等完成联合收购凯德 20 家购物中心后，管理面积总规模已经达到行业第二。印力集团平均每个覆盖的城市 2~3 个项目，平均每个项目的体量在 8 万方左右，属于中型体量。

图 15：截止 2018 年底，印力集团管理项目超过 120 个，管理规模为行业 TOP2



数据来源：印力集团公众号

### 2.1.2、运营型案例：太古地产、大悦城地产

太古地产 1972 年在香港成立，在中国香港和内地、新加坡以及美国均有投资。公司主要发展及管理大型综合项目，并将其发展为都市的核心地标。太古地产的母公司为太古股份有限公司是一家综合企业集团，旗下有五大业务板块：地产、航空、饮料、海洋服务、贸易及实业。太古地产旗下的投资物业包括综合体、零售物业、办公楼、住宅、酒店及餐厅。从太古地产在内地的零售物业看，主要的品牌有太古里、太古汇和颐堤港，分布在北京、广州、成都、上海这 4 个城市。



图 16：北京三里屯太古里设计融合当地胡同特色



数据来源：太古地产官网

图 17：上海兴业太古汇打造文娱、科技等新型零售体验



数据来源：太古地产官网

图 18：成都远洋太古里以川式建筑打造历史感的零售区域



数据来源：太古地产官网

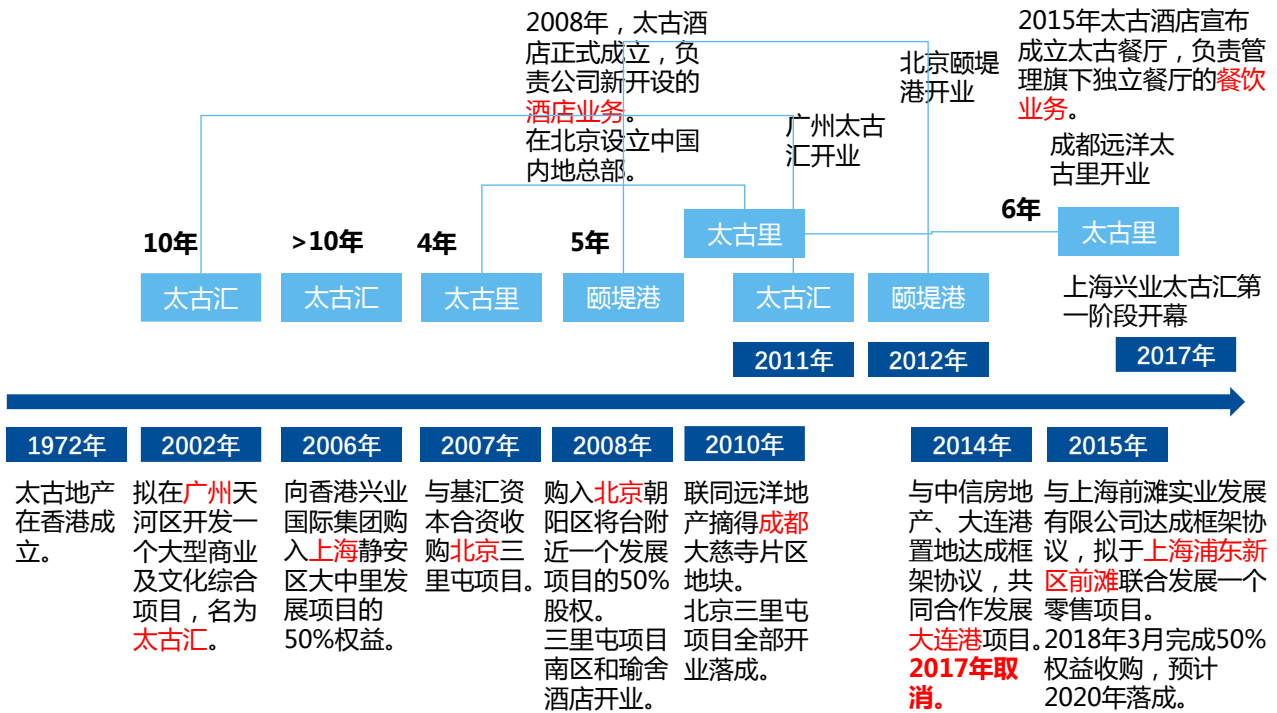
图 19：广州太古汇位于广州中心商务区核心地带



数据来源：太古地产官网

**太古地产的项目扩张缓慢，但是每一个都拟打造成城市的地标。**太古地产于 2002 年正式在中国内地发展商业地产项目，截止到 2018 年底，在手零售项目合计 6 个，也就是说，进入中国内地的 19 年里，平均每 3 年新增一个项目；扩张最快的时候是 2006~2010 年间平均 1 年获取 1 个项目。项目的前期规划到后期落地也基本上在 4 年左右以上，太古里和颐堤港项目在 4~6 年，两个太古汇项目基本上在 10 年左右。太古地产的项目多包括综合体，例如广州和上海的太古汇项目，以及北京的颐堤港。尽管发展缓慢，但是太古的每一个项目基本上都是当地的地标。此外，太古还有自己的酒店品牌“居舍”系列和独立餐厅。

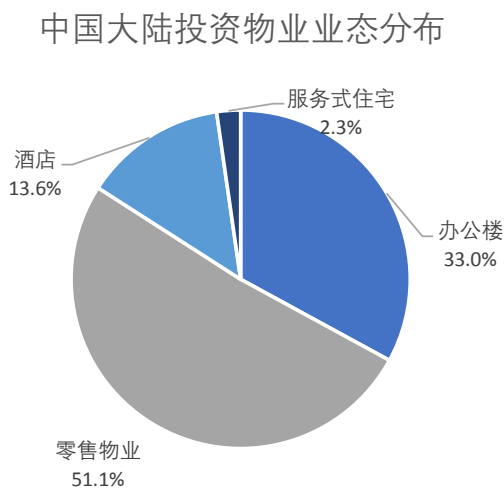
图 20：太古地产在中国大陆的商业项目扩张缓慢，但是都打造成了当地的地标项目



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

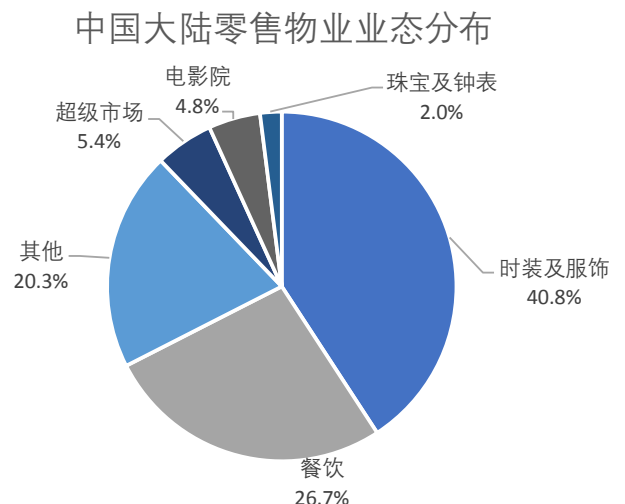
太古地产的商业地产业务涵盖全业态，其中中国大陆主要以零售为主，香港以写字楼为主，美国以酒店为主。截止到2018年底，太古地产在中国大陆已落成的持有物业880万平方米（约82万方）。其中办公楼290万平方米（约27万方），零售物业450万平方米（约42万方），酒店120万平方米（约11万方），服务式住宅20万平方米（约2万方）。从大陆的零售物业的租户看，占比较高的是时装服饰和餐饮。

图 21：太古地产在中国大陆投资物业主要以零售物业为主



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

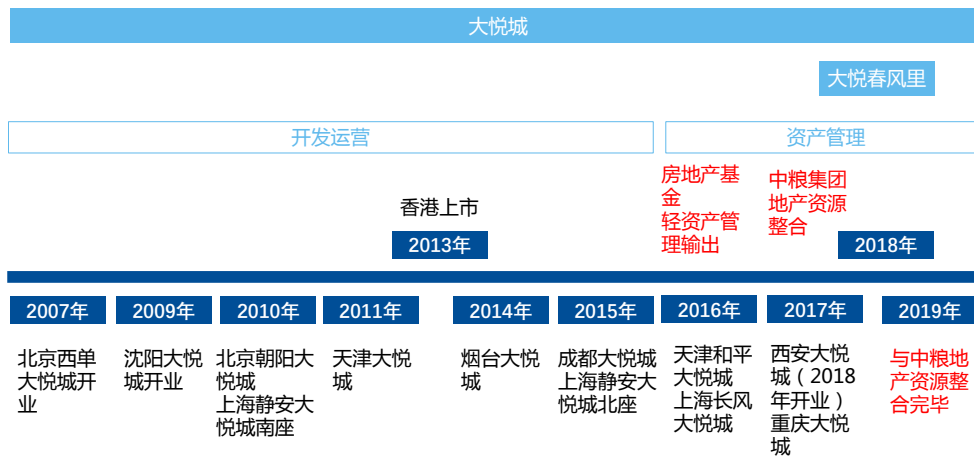
图 22：太古地产在大陆的零售物业以时装服饰和餐饮为主



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

大悦城地产是专注商业地产的房地产公司，重点运营管理零售类地产业务，对消费群体精细化定位运营。公司原名为“中粮置地控股有限公司”，2013 年公司完成收购中粮集团旗下一批优质商业物业组合并在香港上市。大悦城地产拥有四大业务板块，包括投资物业、物业开发、酒店运营和管理输出及其他服务四大业务板块。其中开发、经营和管理大悦城品牌城市综合体是主要业务方向。在 2018 年，公司推出新的商业地产品牌“大悦春风里”，定位更加生活化。“大悦城”定位在 18~35 岁的新兴中产，而“大悦春风里”则是定位 25~45 岁的年轻中产。2019 年初，公司完成与中粮地产的整合，成为“大悦城控股”旗下的商业地产运营平台，开始加速扩张。

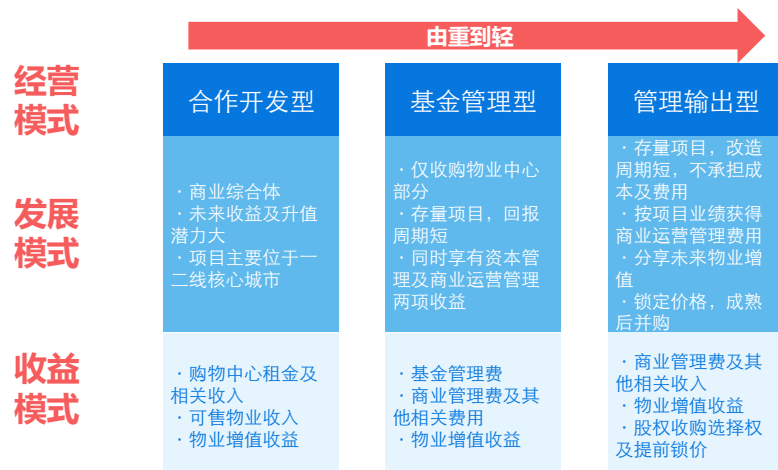
图 23：大悦城于 2016 年战略转型，从开发运营项目到资产管理路线，并开启快速扩张



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

大悦城的运营有三种模式，一种是合作开发型，另一种是通过房地产基金获取核心区域存量商业物业，第三种是轻资产管理输出。公司获取项目也是新增土地招拍挂，以及存量物业或土地收购这两条途径。

图 24：大悦城地产的运营有合作开发、基金管理、管理输出三种模式



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究



截止 2018 年底，大悦城已布局五大城市群的核心城市和周边辐射区域，包括京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝都市圈、长江中游城市群里的 12 个城市。公司在手 16 个大悦城城市综合体项目（运营和在建），2 个大悦春风里项目（包括 3 个管理输出）。此外，公司还持有三个写字楼物业、3 个酒店项目、1 个公寓项目。

图 25：截止 2018 年底，大悦城地产进入 5 大城市群中 12 个核心城市



数据来源：公司年报

### 2.1.3、金融型案例：凯德集团

凯德集团是亚洲知名的大型房地产集团，总部在新加坡，并以新加坡和中国为核心市场。凯德集团于 1994 年进入中国，中国是凯德集团在海外最大的市场。凯德集团的房地产业务多元化，包括商业综合体、购物商场、服务公寓、办公楼和住宅，旗下还设有房地产基金业务。截止到 2018 年底，凯德集团在全球的房地产规模超过 1000 亿新加坡币（约 5075 亿元人民币）。2018 年 ROE 为 9.3%，较 2017 年提升 0.7 个 pct。

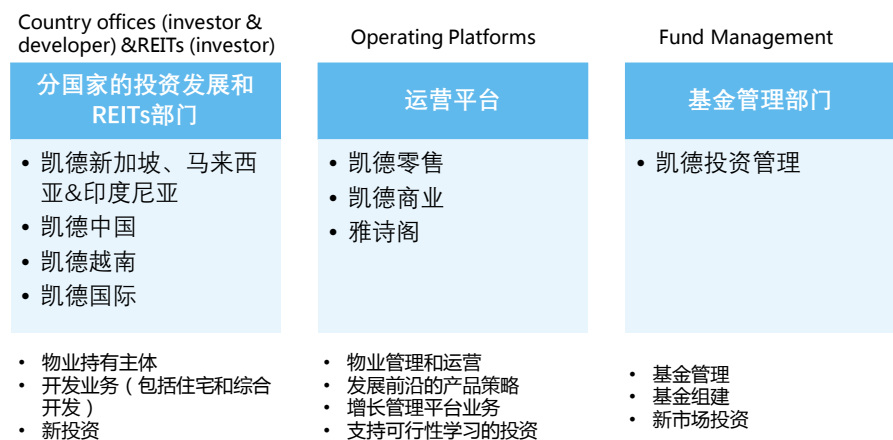
图 26：凯德集团在 90 年代进入中国，是其海外最大的市场，并设立一支中国商业地产信托基金



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

凯德集团的商业地产业务基本上形成闭环：开发投资、运营、REITs 退出。凯德集团的业务架构主要分为 3 大块：分国家的投资发展和 REITs 部门、运营平台、基金管理部门。凯德中国的收入能占到 41.4%，是第一大收入来源。从资产类别上看，商住综合体 (residential and commercial strata) 占比 38.5%，也是收入最主要来源的类别。凯德的收入来源主要是两部分：住宅物业的销售和投资物业的租金收入，公司计划保持 2:8 的资产配置比例在这两类物业中。

图 27：凯德集团旗下业务分 3 大板块：投资发展、运营平台、基金管理



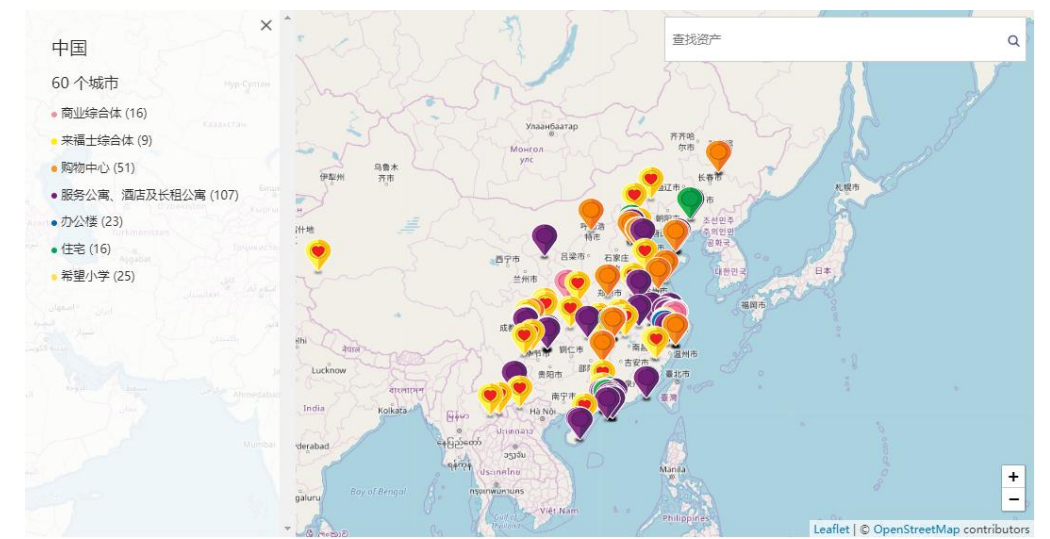
数据来源：公司年报、国泰君安证券研究



凯德中国的商业地产产品主要有商业综合体（来福士系列和其他综合体）、办公楼、购物中心（凯德 Mall 系列、凯德广场系列等）、服务式公寓等。来福士品牌于 1986 年发源于新加坡，至今在全球拥有 9 座项目，其中 8 座在中国，这 8 座来福士总建面达 310 万方，建成后价值超过 620 亿元。每座来福士地处城市黄金地段，融合住宅、购物中心、办公楼、服务公寓、酒店等多种业态，旨在拉动区域升值，提升城市容纳能力，优化城市商业结构。截止 2018 年底，凯德在中国的物业合计 450 万方，其中购物中心 205 万方。2018 年，凯德的收入为 56 亿新加坡币（约 284 亿元 RMB），其中凯德中国收入为 23 亿新加坡币（约 117 亿元 RMB）。

凯德中国聚焦重点核心区域，优化资产，并发展创新业务。凯德中国有 5 个重点发展的核心城市群，包括：上海/杭州/苏州/宁波、北京/天津、广州/深圳、成都/重庆/西安、武汉。2018 年初，凯德以约 84 亿元的价格剥离了 20 个非核心物业（交易对手为印力集团）。截止 2018 年底，凯德在中国持有 52 个购物中心。在现有传统业务基础上，凯德在 2018 年与浙江省签署两个备忘录项目，发展大规模的商业园区和小镇项目，以及在成都发行自己的联合办公品牌 C<sup>3</sup>。

图 28：凯德在中国的发展聚焦 5 个重点核心城市群



数据来源：公司官网

### 2.1.4、办公型案例：中海地产

中海的商业地产从 90 年代左右开始在香港起步。进入中国大陆市场后，中海继续发展持有型物业，以写字楼为主，逐渐提升投资物业比重。2012 年开展购物中心业务，并成立中海地产商业发展有限公司，标志着商业地产业务开始公司化运营。早期发展投资物业是为了获取长期稳定的现金流，平衡房地产经营的风险。2014 年，中海发布行业内首创的写字楼运营服务品牌“中海云商”，以中海系甲级商务楼宇、入驻企业及员工形成的资源为依托，整合商务市场上下游商家资源，为企业提供员工生活服务、企业管理服务和企业发展服务等增值服务。2016 年优化投资物业，出售非核心业务。2018 年公司提出用 90% 的资源发展住宅开发，10% 的资源用于商业与创新业务。

图 29：中海地产发展商业地产获取长期、稳定的现金流，平衡地产风险，目前已成为内地最大单一业权写字楼发展商



数据来源：公司官网、公司年报、国泰君安证券研究

**商业物业是中海聚焦城市运营、扩大价值与品牌提升的重要战略支点。**截止 2018 年底，中海持有并投入运营的商业物业达 409 万方，包括 42 栋写字楼，13 家购物中心，12 家星级酒店，是内地最大的单一业权写字楼发展商。公司另外正在开发和待开发的商业面积达 547 万方。公司写字楼布局全国 15 个核心城市，旗下联合办公产品 OfficeZip 进驻北京、上海、成都等 6 个城市，共享办公面积约 3 万方。公司旗下的购物中心品牌为“UNI 环宇系列”，包括“环宇城”、“环宇荟”、“环宇坊”、“富华里”，已布局 11 个核心城市，以直辖市和省会城市为主。另外，公司还有长租公寓四条产品线：服务型商务公寓、社交型菁英公寓、互动型青年公寓，以及传统型长租住宅，构建了中海“海堂”、中海“友里”及青年产品全系品牌，目前在建项目 10 余个。

图 30：截止 2018 年底，中海商业地产布局国内 16 个核心城市



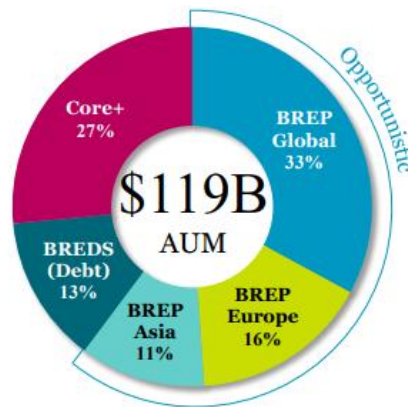
数据来源：公司官网

## 2.2、房地产基金：机会型基金，寻找改善空间

### 2.2.1、Blackstone 黑石：寻求主动管理，最大房地产 PE 之一

黑石集团是世界上规模最大的房地产私募股权基金之一。截止 2018 年底，管理规模达 4722 亿美元，其中房地产基金 1362 亿美元。黑石成立于 1985 年，但是其房地产团队直到 1991 年才成立。如今，黑石集团业务遍及全球，旗下的房地产基金类型包含多种风险偏好类型，从机会型（opportunistic）到核心型（core+），再到债权型（debt）。截止 2019 年 3 月，黑石集团的物业组合中办公楼 2146 万方（2.31 亿平方英尺），零售类物业 697 万方（0.75 亿平方英尺），酒店房间数 15.1 万间，物流地产 5212 万方（5.61 亿平方英尺），公寓房间 30.8 万间。

图 31：黑石集团旗下房地产基金以机会型为主，占比 60%

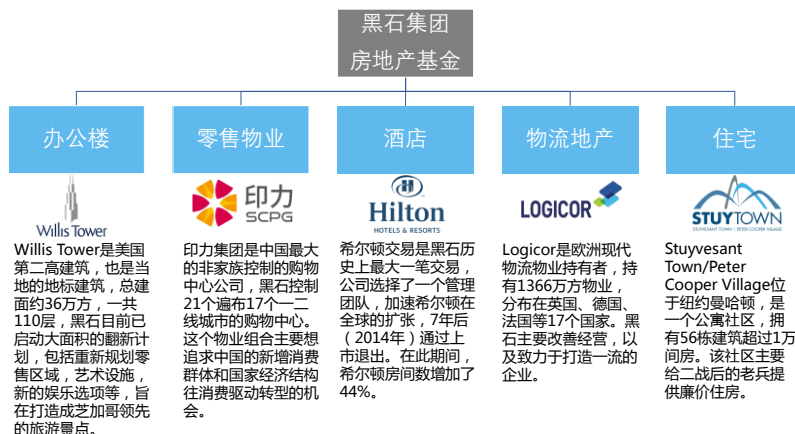


数据来源：公司官网

注：该数据截止 2018 年 9 月 21 日

黑石集团的模式是用比重置成本更低的价格获取物业，然后通过公司的管理和增加价值的操作来改善物业，最终带来较高的收益。黑石集团的房地产业务组合包括办公楼、零售物业、酒店、工业和住宅等类型。公司同样管理世界领先的房地产投资平台，包括一些高评级和流动性好的房地产债权基金，以及一个公开交易的黑石抵押贷款信托基金 REIT（NYSE:BXMT）。

图 32：黑石集团的房地产组合包括 5 大业态：办公楼、零售物业、酒店、工业和住宅



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

黑石的核心竞争力在于融资的渠道（众多 LP 中有两个主要的组成是公众和企业的年金），全球配置，绑定利益（黑石会在每个投资项目里投入大笔自己的资金）。黑石的房地产投资团队负责选择项目、评估项目、调整结构、持续督查、谈判、实施方案、管理、把控项目以及退出项目，追求项目运营上的改善和创造价值。房地产操作业务有一个全球的投资委员会去审核和批准所有项目。通常由一个项目组提交交易预案由委员会的成员审核，该委员会成员会进行详细审视这个潜在交易，给项目组提供建议和指导，如果可行就批准项目。

机会型基金简单来说就是“买-修护-卖”（Buy it, Fix it, Sell it）。公司主动搜寻并用低于重置成本的价格获取较好品质，地理位置较好，并产生稳定现金流的物业，通过积极的资产管理方式去解决任何物业和商业问题，最终在物业稳定后将物业卖给长期持有者或者达到公司计划后退出。核心型基金着重于全球门户城市潜在的稳定的房地产物业，为了挖掘物业收购后的价值并提升回报率，通常持有时间较长。另外，黑石集团还管理一个非交易类型的 REIT（BREIT），主要投资于美国前 50 市场的稳定商业物业，给投资者带来稳定收入。债权型基金自 2008 年成立以来，获得或贷出超过 550 亿美元的贷款，为客户提供创新的融资途径。

图 33：黑石集团旗下的房地产基金分为 3 个类型：机会型、核心型、债权型

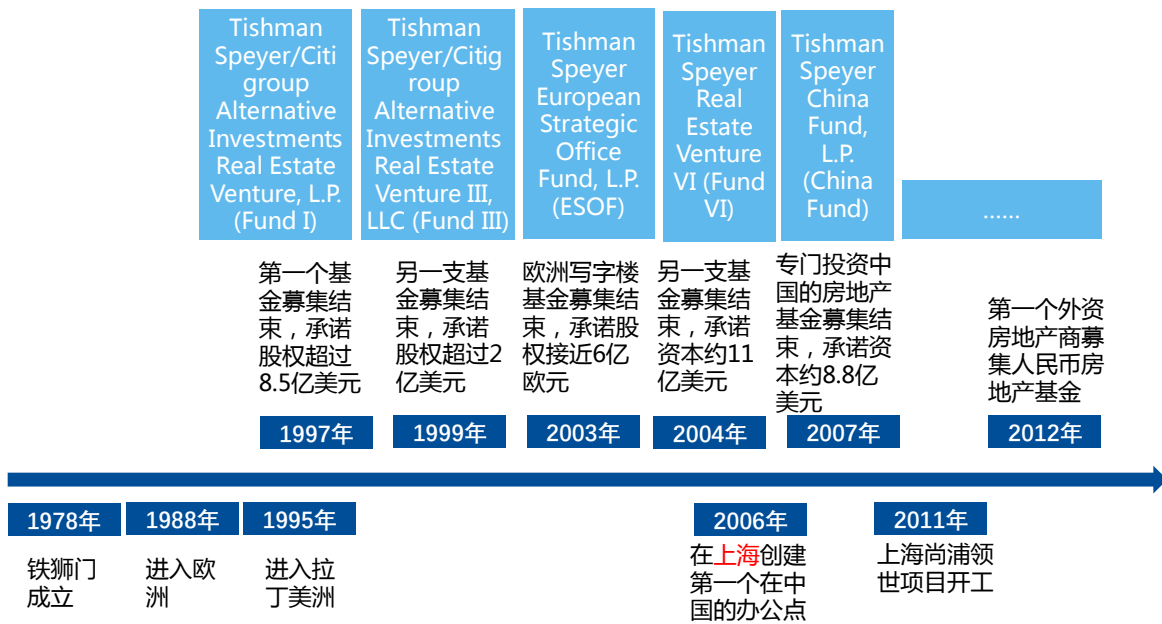
机会型 opportunistic	核心型 Core+	债权型 Debt
<ul style="list-style-type: none"> <li>“买-修护-卖”（Buy it, Fix it, Sell it），</li> <li>主动搜寻并用低于重置成本的价格获取较好品质，地理位置较好，并产生稳定现金流的物业，通过积极的资产管理方式去解决任何物业和商业问题，最终在物业稳定后将物业卖给长期持有者或者达到公司计划后退出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>着重于全球门户城市潜在的稳定的房地产物业，为了挖掘物业收购后的价值并提升回报率，通常持有时间较长。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供创造性融资解决方案</li> </ul>

数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

### 2.2.2、Tishman Spyer 铁狮门：寻找有债务压力的公司和项目

铁狮门是第一个在中国设立人民币房地产基金的外资房地产商。铁狮门自 1978 年成立以来，累计募集基金资金 323 亿美元以及合作投资美国、欧洲、巴西和亚洲的房地产市场。铁狮门前身“铁狮门地产和建筑公司”创立于 1898 年。为了应对房地产市场的变化，铁狮门地产公司以合伙人的形式在 1978 年成立于美国，随后在 1988 年海外扩张。1997 年，铁狮门封闭其第一个房地产基金，当时的股权承诺超过了 8.5 亿美元。2006 年在中国上海创建了第一个办公点，2007 年完成了中国基金“Tishman Spyer China Fund, L.P. (China Fund)”的募集，资本承诺出资超过 8.8 亿美元。铁狮门是第一个专门设立中国房地产基金的美资房地产公司。2012 年，铁狮门是第一个外資房地产商设立人民币房地产基金。

图 34：铁狮门 2006 年在中国设立办公室，随后募集一支专门投资中国的房地产美元基金，以及一支人民币基金



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

铁狮门的业务包括从基金管理到项目开发运营，从施工到建筑运营，公司开发并运营世界许多一流的综合物业。公司当前为全世界 2200 家租户提供服务，旗下标志性建筑除了洛克菲勒中心，还有洋基体育场，法兰克福的歌剧院塔楼等。铁狮门投资开发经营的资产达 406 项，面积达 1600 万方，全球拥有的房地产投资组合总价值超过 880 亿美元，业务遍布全球 28 个市场和 100 多个物业及项目业务机构。

铁狮门的核心竞争力在于有自己的专业团队，吸收当地的专业投资团队的支持，而不是依赖于第三方的服务机构，并且涉及整个投资的生命线。铁狮门的关键职能包括项目获取、开发、租赁、物业管理、组合和资产管理、债务融资市场、营销等，都参与到公司的每一个投资的全生命周期中。另外，铁狮门与高质量办公楼租户维持友好关系，包括全球大型跨国企业等；与全球房地产公司的高管建立直接联系；还有当地和全球的金融机构的关系等等。这些关系能帮助公司获得很多不在市场上的投资机会，例如定制化建筑服务、卖掉回租的交易等。

铁狮门旗下的房地产基金有 3 种类型：核心型 (Core Funds)、价值增加型 (Value Added Funds)、机会型 (Opportunity Funds)。核心型基金在全球 50 个市场累计超过 17 个，累计投资接近 113 亿美金的股权。核心型基金着重于在全球主流地区获取方便出租、方便维护的写字楼，并与值得信赖的租户保持较高的出租率，最终赚取稳定的现金流。价值增加型基金主要是去搜寻拥有增值潜力的存量物业，靠公司的垂直整合平台，通常作用于资本改善，出租和收入强化，改善经营效率等，目标是为了重新定位、重新开发去最大化项目的经营性收入并产生较高回报。机会型基金主要通过获取、开发和重新开发高品质写字楼、用作销售的住宅和综合体项目，并且寻找未开发的土地来创造价值。公司至少有 5 支机会型基金，中国 2008 年封闭的地产基金就是这个类别，目前已获取 5 个项目，分布在上海、天津和成都。



图 35：铁狮门旗下的房地产基金分为 3 个类型：核心型、增值型、机会型

核心型 Core Funds	增值型 Value Added Funds	机会型 Opportunity Funds
<ul style="list-style-type: none"> <li>全球主要市场出租率较好、维护水平较好、优质租户的写字楼。旨在获取产生稳定现金流的物业。</li> <li>欧洲战略写字楼ESOF基金于2003年封闭，认购金额约6亿欧元。该基金获取了11个位于主要西欧中心商务区位置较好的物业。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要寻找展现潜在增值机会的存量物业。依靠公司垂直整合平台，旨在资本改善、租赁和收入加强、提高运营效率。目标是重新定位、重新开发物业去最大化运营收入，产生诱人回报。</li> <li>披露9支基金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要通过收购、开发、再开发高品质的写字楼、可供出售的住宅和综合体，以及未开发的土地来创造价值。</li> <li>披露5支基金，主要布局新兴市场，如巴西、中国、印度</li> </ul>

数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

铁狮门的一个模式是寻找有债务压力的公司或项目，并介入进去，例如 90 年代中期的洛克菲勒中心项目。当时洛克菲勒中心因管理不善以及地产市场的不断恶化，濒临破产。铁狮门联合其他四家投资者于 1996 年合作投资，并且立即对这一综合性建筑群实施全面的管理和运作。由于洛克菲勒中心位于纽约核心位置，是曼哈顿中城的地标，因此这是一个千载难逢的机会，2001 年 4 月，铁狮门与一个长期投资伙伴联手买下了其他合作商拥有的洛克菲勒中心股权达到控制权，建立了一个持续至今的资产结构。铁狮门如今的总部就位于洛克菲勒中心。

图 36：铁狮门在纽约洛克菲勒中心濒临破产时进入，重新改造并随后达到控股



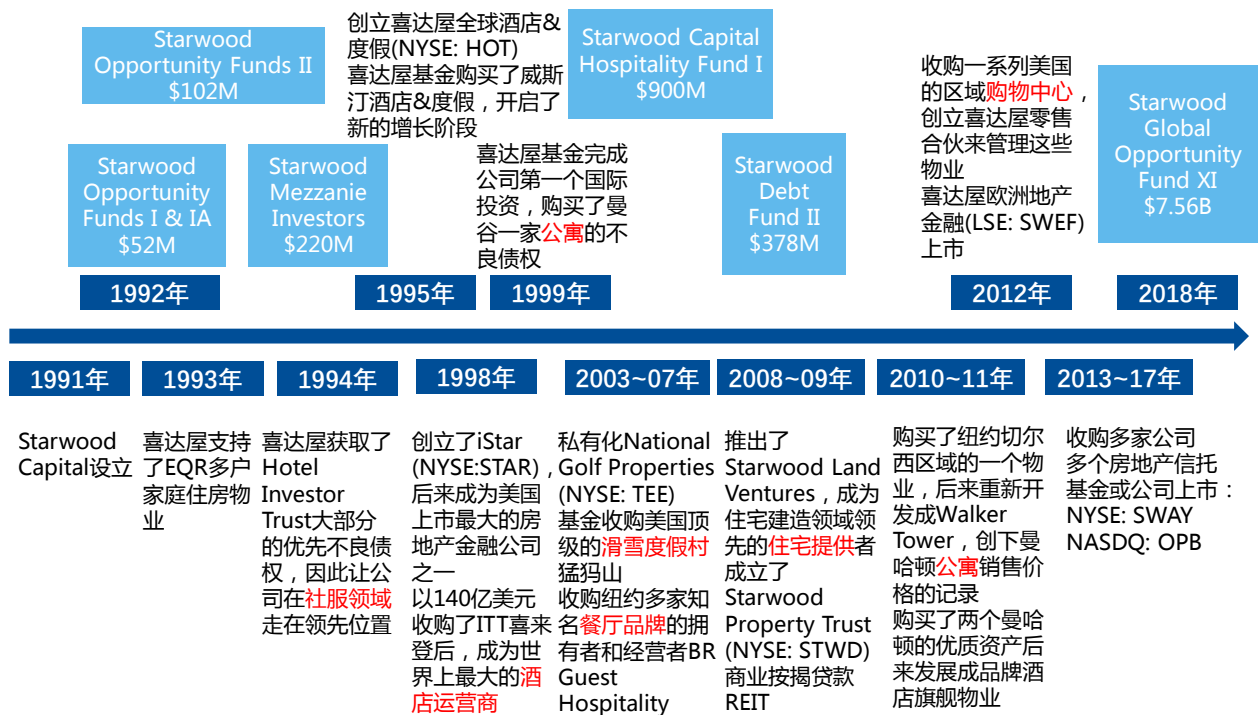
数据来源：公司官网

### 2.2.3、Starwood 喜达屋：主动管理，多种投资方式

喜达屋投资全球房地产市场，着重在酒店度假、公寓、零售等领域。喜达屋资本集团主要着重于全球房地产市场，成立于 1991 年，公司累计募集了 450 亿美元资本，管理规模超过 600 亿美元。喜达屋的特点是机会性地在不同地理位置，资产类别和定位的资产堆里轮动投资。公司旗下有各种领先的运营平台，包括世界上最大的酒店上市公司之一喜达屋酒店&度假（以前的 NYSE: HOT，现在与万豪合并）、美国最大的商业贷款融资公司之二（NYSE: STWD、STAR）、美国最大的多家庭住户公寓的持有者之一、美国领先的区域购物中心运营者之一。

喜达屋目前设立最多的基金就是全球机会型基金，截止到 2018 年，喜达屋的全球机会型基金（SOF）已经发行到第 15 支，募集资金也从最初的 5200 万美元到现在的 76 亿美元的规模。从公司发展历史看，主要通过旗下基金多项收购布局了酒店和度假村等领域，以及投资不良债权来获取物业。喜达屋获取了约 5400 万平方英尺（502 万方）的零售物业资产，8200 万平方英尺（762 万方）的写字楼资产，17.5 万间公寓和高级公寓，5.5 万个住宅地段，2900 余个酒店。

图 37：喜达屋资本的房地产基金全球覆盖多业态，通过收购不和不良债权获取的方式快速发展



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

注：篇幅有限，多个基金成立未在图上标注

喜达屋集团旗下的房地产部门分为 7 个业务线：全球机会型房地产（Global Opportunistic Real Estate）、房地产债务（Performing Real Estate Debt）、贷款服务（Loan Servicing）、酒店品牌管理（Hotel Brand Management）、多住户管理（multifamily）、零售（Retail）、喜达屋房地产收益信托（Starwood Real Estate Income Trust）。

### 1) 全球机会型房地产 ( Global Opportunistic Real Estate )

定义为最小化下行风险，最大化上升空间。公司寻找房地产全部资产类别，提供诱人的风险收益提议。例如在金融危机大量投资不良债权，同时以低于重置成本的价格收购产生现金流的写字楼、住宅、工业、零售和酒店。公司拥有各种类别资产的平台，例如住宅用地、零售购物中心和选择性服务的酒店等。公司已经累计募集了 15 支机会型房地产基金

### 2) 房地产债务 ( Performing Real Estate Debt )

Starwood Property Trust ( NYSE: STWD ) 是美国最大的商业贷款房地产投资基金，自成立以来展开了累计超过 480 亿美元的资本。STWD 着重于设立、收购、融资和管理商业按揭贷款和其他商业地产债权投资。另外还有一个欧洲房地产融资公司 Starwood European Real Estate Finance Ltd. (LSE: SWEF) 在欧洲开展类似的业务。

### 3) 贷款服务 ( Loan Servicing )

在美国提供特殊贷款服务，并且扩张业务包括固定利率和管道贷款。通过 2013 年收购的 LNR Property LLC，着重于不良债务市场。

### 4) 酒店品牌管理 ( Hotel Brand Management )

SH Group 由喜达屋支助的一个基金持有，为公司提供优先投资机会，并帮助加强酒店投资的表现，包括帮助喜达屋室内设计、酒店运营特长。

### 5) 多住户管理 ( multifamily )

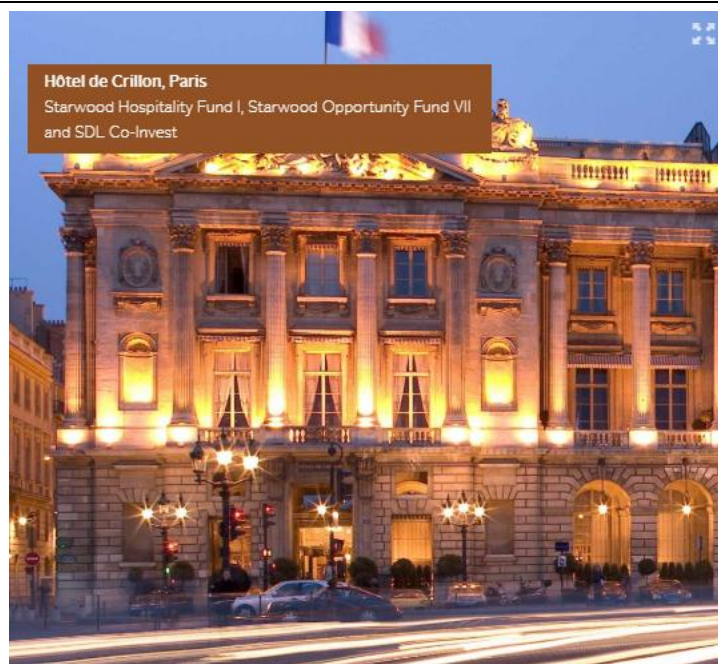
公司 2017 年收购了一个多住户管理公司，现在拥有 6 万间房，后者还为公司提供资产和市场独家信息。

### 6) 零售 ( Retail )

喜达屋零售合伙人成立于 2012 年，负责收购、重新开发、出租、管理和运营零售中心。零售合伙人寻找在快速变化的零售市场的机会，包括区域购物中心、生活中心、街区零售和购物公园领域。零售合伙人通过多样的投资模式包括联合投资、合资合伙、独立交易、封闭式核心基金，目前管理运营和出租各类物业超过 28M sf. ( 260 万方 ) 的物业。

### 7) 喜达屋房地产收益信托 ( Starwood Real Estate Income Trust )

图 38：喜达屋资本旗下基金投资遍布美洲、欧洲和亚洲



数据来源：公司官网

喜达屋集团的投资策略是：

**1) 当市场新增供应低的时候投资；**

目标市场进入门槛高，基本上没有竞争力强的供给。经济恢复通常是缓慢且平稳的，一般来说在这个时候近期的租金增长和市场强度不会出现过度供给。

**2) 参与到资本流动中；**

寻找在资本流入经济增长预计将带动租户需求增长但是供给还没有达到平衡之前介入的机会。资本流动通常会影响资产价格，就像或者超过当地市场供给和需求的趋势影响。一旦这类市场被发现，那么就在微观层面去寻找机会，通过增值的资产管理产生不对称的投资回报。

**3) 以比重置成本低的价格买入；**

购买缺乏资金、关注和有效管理，但是本质上优质的资产。

**4) 合理应用债务杠杆；**

用合理的杠杆（合适的金额和久期）来反应各个资产现金流的稳定性。喜达屋通常购买物业得到的回报超过债务成本，而且在持有期产生较丰厚的现金回报。通常喜达屋能锁定债权比持有期更长的时间，因此在退出的时候如果利率上升就创造了潜在的资产。

**5) 构建多元化的组合；**

通过多元化应对风险，包括风险类别、地域位置、资产类别和定位来主动管理基金。

**6) 通过资产管理给投资增值；**

收购管理不善或者资本不足的资产，通过稳定、重新装饰、完成多元资产管理的方式来使得每一个投资都卖到最高价格。在合适的时候，公司还会通过收购相互补充的资产或者组合来创造增长空间。

**7) 维持投资准则；**

**8) 利用好资产处置的长处；**

设计合适的退出方式来获取最大资产价值，包括分开独立资产销售、组合销售、经营公司销售或者公开市场运作等。

**9) 与投资者利益绑定。**

喜达屋资本的合伙人与 LP 一起在每个交易里都参与投资，并在机会型基金上不赚取交易费。

## 2.3、租户/商户：在选择与被选择之间

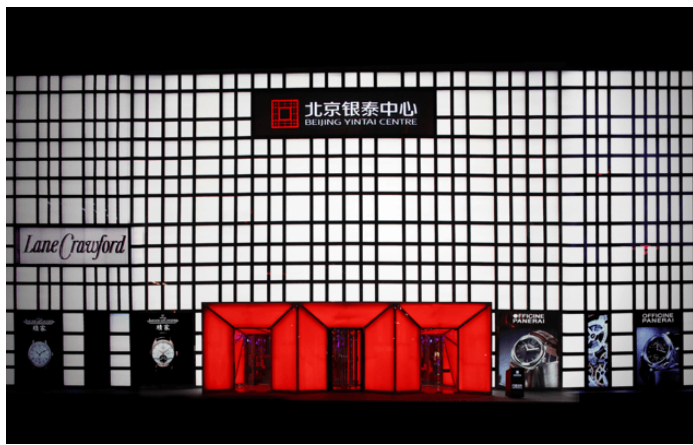
### 2.3.1、零售商：自我转变，或融入商业地产生态

零售商可以分为两类，一种是以百货为代表的企业，早期都有自己的物业，通常也处在城市较核心的区域，百货里有选择融合至购物中心成为租户的，也有自己发展购物中心的。另一种是品牌商，与商业地产运营商战略合作，构成购物中心生态圈一环。品牌商既是商业地产运营商招商能力的体现，也是助力商业地产品牌的核心资源。

百货类企业知名品牌包括王府井、百盛、银泰百货等。银泰置地的商业集团旗下包括银泰百货、银泰购物中心、银泰网、in。其中银泰购物中心里面主要是“银泰城”品牌。in 是银泰集团打造的高端商业品牌，统一管理招商、运营、设计、市场等环节。目前公司旗下有 4 个 in 项目：北京银泰中心 in01、杭州湖滨银泰 in77、北京王府井银泰 in88、成都银泰中心 in99。这 4 个 in 项目均位于核心城市的核心商圈，打造高端休闲的特色大型综合体项目。



图 39：北京银泰中心 in01 位于 CBD 核心，有品牌旗舰店



数据来源：银泰集团官网

图 40：杭州湖滨银泰 in77 是西湖滨唯一多功能复合型综合体



数据来源：银泰集团官网

图 41：北京王府井银泰 in88 位于北京核心历史商圈王府井



数据来源：银泰集团官网

图 42：成都银泰中心 in99 由六大国际顶级设计公司共同打造



数据来源：银泰集团官网

**零售品牌与购物中心共同构建一个商业项目生态圈。**品牌商则有各种业态和类别的品牌，从餐饮到购物到休闲娱乐，特别是近两年来，餐饮类出现了很多网红品牌，成为购物中心宣传营销的重要手段之一。通常品牌价值高商户，一般是购物中心引进帮助引流的品牌，例如快销时尚品牌，连锁餐饮品牌等。通常为了引入这类品牌，运营商会提供最好的区位和较低的租金。在这个时候，品牌的旗舰店选在哪个购物中心就体现了同一个区域内各个运营商的综合水平。

### 2.3.2、企业：写字楼的核心伙伴

**写字楼的租户主要是第三产业的企业或第一第二产业的总部等。**中国经济结构的调整和升级，以及科学技术带来的写字楼往智能化升级等带来的办公环境更新升级，办公方式的多样化转变（联合办公、远程办公、休闲办公、分散式办公等），中小企业的发展等，都是写字楼未来的潜在需求。从具体租户上来说，优质写字楼运营商会与世界 500 强和顶尖企业等有良好合作关系。据戴德梁行分析，大中华区甲级写字楼的需求主要来自于金融行业、TMT 行业、制造业、医疗健康行业、联合办公。其中，2017 年 10 月~2018 年 9 月，北京甲级写字楼成交租赁面积前三为 TMT、专业服



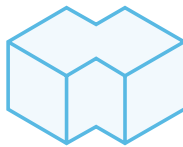
务、金融业。上海前三产业为专业服务、金融、TMT。深圳前三产业为 TMT、专业服务、金融。广州前三产业为 TMT、专业服务、房地产。

表 3：大中华地区写字楼甲级写字楼租赁前三需求来自于专业服务、TMT、金融这三大产业

城市	北京	上海	深圳	广州	成都	武汉	香港	台北
TOP1	TMT 36.5%	专业服务 27.9%	TMT 36.2%	TMT 29.4%	专业服务 56.0%	专业服务 36.8%	专业服务 35.4%	专业服务 48.4%
TOP2	专业服务 27.2%	金融 17.9%	专业服务 31.2%	专业服务 25.9%	TMT 23.2%	房地产 17.0%	金融 32.0%	TMT 23.3%
TOP3	金融 21.7%	TMT 16.3%	金融 15.2%	房地产 15.2%	房地产 11.3%	金融 15.6%	制造业 8.4%	制造业 11.4%
TOP4	能源 6.8%	制造业 16.2%	房地产 8.8%	金融 9.6%	其他 3.7%	TMT 11.4%	其他 6.1%	其他 7.7%
TOP5	房地产 3.9%	零售 8.1%	制造业 3.2%	其他 8.0%	医疗健康 3.4%	制造业 6.7%	TMT 5.8%	零售 4.9%
TOP6	制造业 2.4%	医疗健康 8.0%	能源 3.0%	零售 6.4%	金融 2.3%	零售 5.8%	零售 4.5%	金融 4.2%
TOP7	医疗健康 1.1%	房地产 2.4%	医疗健康 1.1%	医疗健康 5.4%	零售 0.2%	物流 2.8%	房地产 4.0%	
TOP8	零售 0.2%	能源 1.5%	零售 1.1%			医疗健康 2.1%	医疗健康 3.0%	
TOP9	物流 0.2%	物流 1.3%	其他 0.1%			能源 1.9%	能源 0.8%	
TOP10		其他 0.4%						

数据来源：戴德梁行研究部、国泰君安证券研究

注：统计范围为 2017 年 10 月~2018 年 9 月



### 3、物业类型：零售、办公、居住

#### 3.1、购物中心：精细化运营突围

购物中心是零售业态的一种形式，建筑体量较大，是租赁店和多种经营结构的交易场所。租赁店或商户包括百货、超市、专卖店、餐饮娱乐、服务等。购物中心是在上世纪 90 年代随着零售业的发展由外资引入而来，发展至今整体呈现行业过剩，但是优质购物中心较少，优质零售地产运营商仍能突围的局面。经历了线上销售对线下的冲击，然而购物中心作为公共场所，充当了公共社交功能，并不能完全被替代，目前线下已经调整定位，进入与线上互补的布局时代。

根据商务部发布的零售业态分类，购物中心主要分为 3 类：社区购物中心、区级购物中心、市级购物中心。另外奥特莱斯也算是一种大型购物中心形态。根据体量、区位和辐射范围不同，3 类购物中心覆盖的客户群体也不同，因此当前零售类地产商也开始扩张旗下购物中心品牌，并进行不同定位的运营和管理。

图 43：购物中心是多种零售商店、休闲娱乐活动的集中区域



数据来源：颐堤港官网

零售地产的供给主要来自于新增土地市场和存量物业的翻新。二三线城市城镇化尚未结束，城市仍在扩张，因此开发区和新区的开发离不开新增购物中心为城市导流，特别是综合体项目。一线城市发展已较为成熟，城镇化程度高，且城市处于限制扩张状态，因此新增购物中心多来自于存量项目的收购和翻新。由于城市基本发展成熟，核心商圈已基本固定，然而物业设施和业态却较为落后，因此存在大量翻新和更替的空间。例如上海长风大悦城，原来是“上海长风景畔广场”（零售部分），此前已经处于亏损状态。大悦城于 2016 年收购后一边改造一边运营，于 2018 年改造后正式开业。

图 44：重庆大悦城是通过拿地-设计-建设的购物中心项目



数据来源：大悦城控股官网

图 45：上海长风大悦城是收购存量物业改善翻新的购物中心



数据来源：大悦城控股官网

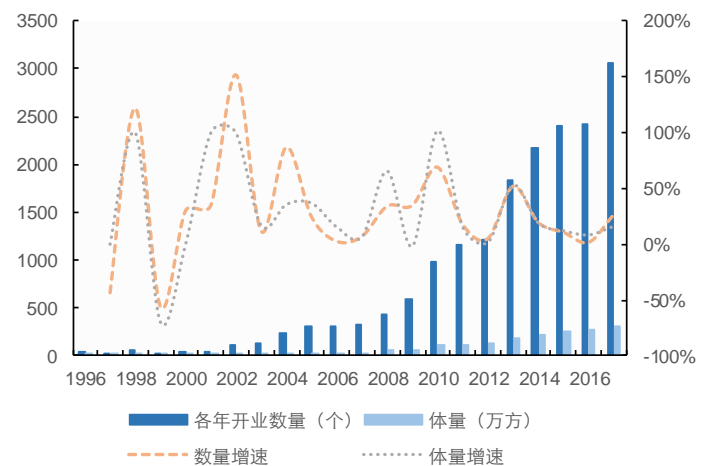
购物中心的需求来自多个方面，首先从城市规划的角度，新区和开发区的设立需要引流，因此当地规划有诉求。其次，购物中心与零售商主要呈现业主与租户的关系，也反映了零售商扩张和布局的需求。最后，购物中心是零售地产的业态，客流量和消费额意味着当地的消费水平和消费需求。因此，当地的人口、消费水平和经济实力是购物中心需求的支撑。

**国内零售地产市场在 2016 年左右进入行业整体过剩状态。**据赢商网大数据中心统计,1996~2017 年全国 30 个重点城市按年新增购物中心统计看,截止到 2017 年底,30 城购物中心达 1.8 万个,体量(商业建面)达 1870 万方。另外根据商业地产大数据,截止到 2016 年底,全国已开业购物中心总建面超过 3.6 亿方。购物中心增长较快的时期主要有几个时间段:90 年代末~2000 年初,零售企业快速扩张以租赁门店的方式取缔自建门店,与初期商业地产的萌芽相结合,同时各城市商业街区大规模发展和规划,大城市形成基本的商业体系;中国加入 WTO 后,零售市场全面放开,零售商往二三线城市和中西部地区下沉,土地招拍挂制度建立,商业地产也开始随着房地产市场增长。随着 2004 年 831 大限,房地产市场进入正轨发展,同年商业地产也经历宏观调控,随后也跟着房地产市场周期一起波动,直到 2017 年出现分化。

图 46:截止 2017 年底,重点 30 城购物中心存量约 1.8 万个



图 47:重点 30 城新增购物中心最快的时期在 2013 年前



数据来源:赢商网大数据中心、国泰君安证券研究

数据来源:赢商网大数据中心、国泰君安证券研究

注 1:数据统计时间截止 2017 年底,其中存量特指零售商业的建筑面积,不含公寓、写字楼、酒店等物业面积。

注 2:30 个重点监测城市名单,包括北京、上海、广州、成都、武汉、重庆、天津、深圳、南京、杭州、苏州、宁波、无锡、南通、厦门、西安、长沙、沈阳、青岛、大连、济南、郑州、佛山、东莞、福州、合肥、昆明、南昌、泉州、贵阳

图 48:商业营业用房投资增速与行业在 2017~2018 年背离

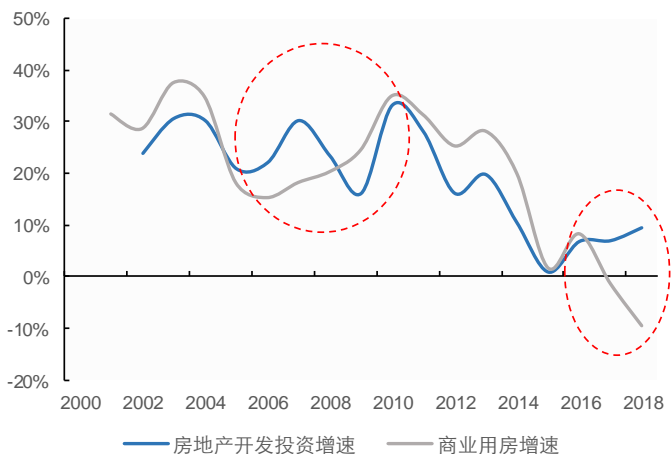
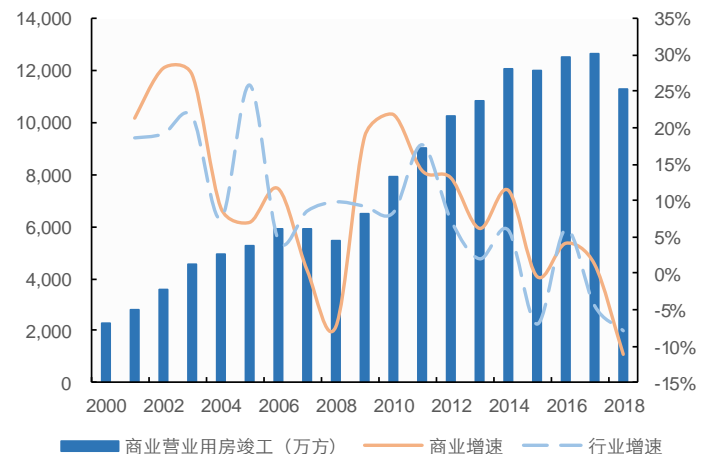


图 49:商业营业用房竣工高峰在 2010 年后增速处于下行期



数据来源:Wind、国家统计局、国泰君安证券研究

数据来源:Wind、国家统计局、国泰君安证券研究

**国内零售地产整体存量行业集中度低，且地域性特征和内部竞争明显。**如果按照十强商业地产品牌来看，除了万达下沉得最深，其余都基本上集中在一二线城市，按照他们在手项目数量看，合计近300个项目，约占到前面提到的存量购物中心1.8万个的1.7%，行业品牌集中度非常低（注意的是品牌十强不代表规模十强，所以该数据仅供勉强参考）。商业地产与住宅开发不一样，对资金和运营能力要求非常高，同时还有历史形成的商圈导致的大量存量商业项目，而且商业地产存在大量隐形冠军，仅是局部布局，例如北京的侨福芳草地购物中心、前门北京坊，上海新天地、重庆长嘉汇弹子石老街项目等，具备当地特色或自我特色定位的项目，难以复制。

表 4：商业地产品牌 TOP10 中除了印力和万达项目较多外，其余不到 50 个

商业地产品牌	购物中心品牌	购物中心个数
华润置地	万象城、万象汇（五彩城）、潮人生活馆	35（不含酒店、写字楼）
凯德集团	凯德 mall、凯德广场、来福士广场、来福士中心	46（购物中心）
印力集团	印象城 MEGA、印象城、印象汇、印象里	120（含商管项目）
龙湖集团	天街、星悦荟、家悦荟	29
恒隆地产	恒隆广场	10（综合体）
九龙仓	国际金融中心、会德丰国际广场、时代广场	9（含综合体）
新鸿基	国金中心、APM	16（含综合体）
万达商管	万达广场	283
大悦城地产	大悦城地产、大悦春风里	16（不含写字楼、公寓，含商管输出）
中海地产	UNI 环宇系：环宇城、环宇荟、环宇坊、富华里	7（已开业）
太古地产	太古里、太古汇、颐堤港	5

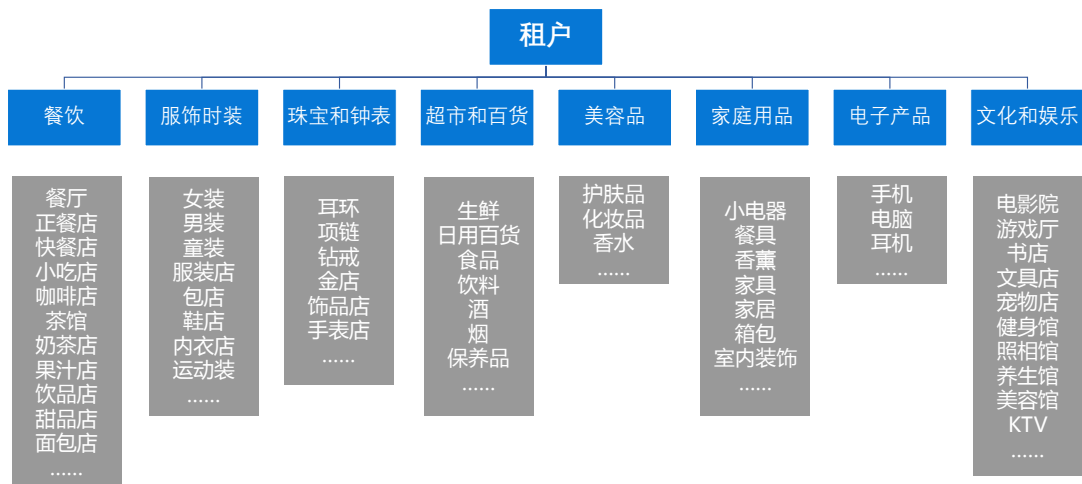
数据来源：各公司年报、国泰君安证券研究

**一个购物中心的销售额可以简单用“客单价\*客流量\*转化率”，购物中心的运营主要是围绕着提高这 3 个指标。**购物中心与商户虽然赚取的都是零售消费额，但是商户是直接赚取零售消费，而购物中心的盈利模式却是租金和物业增值。零售地产运营商通过业态与品牌的组合，以及针对客流量和转化率的运营，使得物业的坪效和租金达到最大化。

**业态和品牌的组合是为了实现租金收益的最大化，空间的运营也是为了实现这个目标。**购物中心的租户/商户即是经营业态，可以分为 8 大类：餐饮、服饰时装、珠宝和钟表、超市和百货、美容、家庭用品、电子产品、文娱。餐饮、超市、文娱等业态导流效果较好，特别是网红店。餐饮、文娱等类别赛道和玩家较多，例如茶饮店、咖啡店、火锅店、书店、健身房等。购物中心的运营不仅是在租户业态和品牌的选择上，还有公共空间的运用和经营，例如艺术展、比赛活动、明星活动等。营销渠道上增加品牌和业态的曝光度也必不可少。



图 50：零售地产的租户可以细分为 8 类，购物中心的运营即是在业态和品牌中寻求零售额的最大化的平衡组合

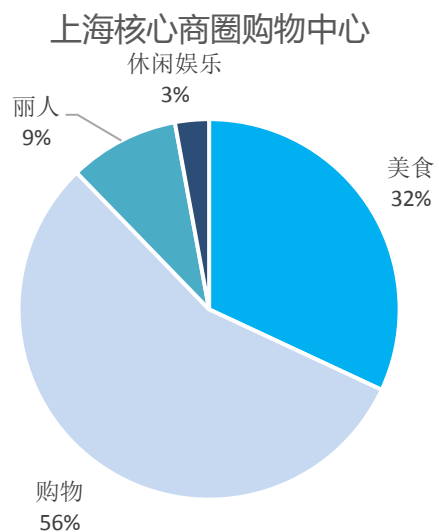
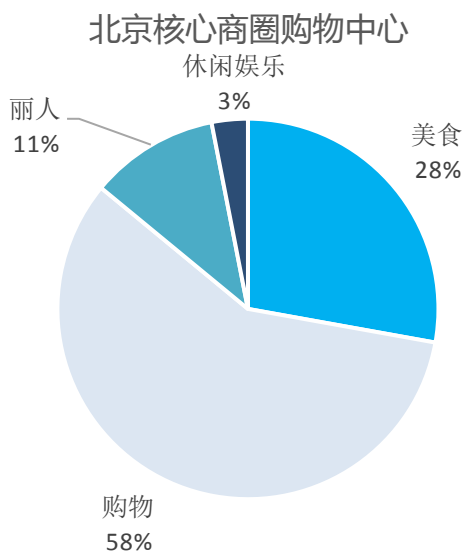


数据来源：国泰君安证券研究

通常来说，购物类别的是购物中心租户的主要类别，但是未来趋势是加大餐饮和休闲娱乐类别。把上述的细分 8 类的租户类别，再简单分为三大类：购物、美食（餐饮）、服务（美容美甲、休闲娱乐等）。从上海和北京核心商圈的物业业态看，购物类占比均在 50% 以上。以购物中心为场所，一级市场的项目主要集中在餐饮、生鲜、文娱类。餐饮中目前项目主要集中在餐饮品牌和餐饮支持服务，例如供应链、餐饮信息化等。从餐饮品牌上看，2018 年国内投资项目 100 余个，包括西餐、甜品、茶饮、咖啡等，主要处于早期融资阶段。

图 51：北京核心商圈购物中心购物和服务类占比略高于上海

图 52：上海核心商圈购物中心美食类占比略高于北京



数据来源：道合矩阵 DataEdge、国泰君安证券研究

数据来源：道合矩阵 DataEdge、国泰君安证券研究

注：我们选取了北京和上海各 30 家购物中心，均是处于核心商圈，居民到访活跃度较高的购物中心



### 3.2、写字楼：智能化、多元化提升产值

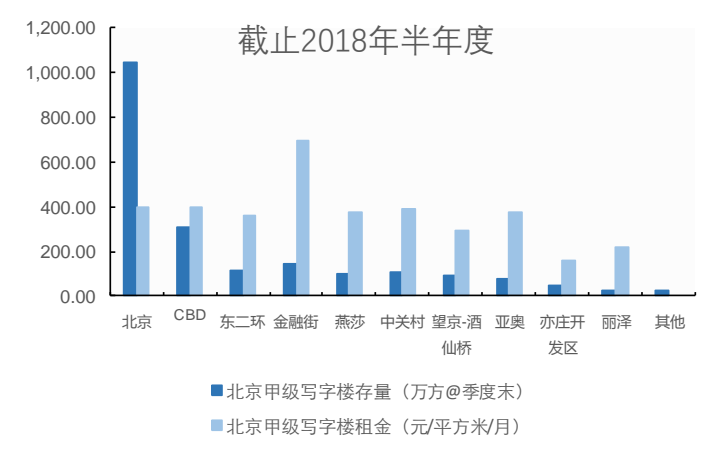
写字楼是专业的商业办公用楼，是集中收集和**处理信息、制定决策、文书处理和其他形式的经济活动管理场所**。由于写字楼是商业办公活动场所，因此一个好的写字楼，除了地理位置好之外，相关的物业和服务设施也处于优越水平。一个城市越发达，意味着城市的效率越高，除了基础设施外，商圈的集聚和高效率也必不可少，而这也离不开建筑体的质量和设施。而当前发展中的智慧建筑和智慧城市离不开写字楼这个重要载体。写字楼和购物中心是一个城市商圈的核心组成部分。目前国内写字楼品牌商有中海地产、远洋集团、SOHO 中国、金融街控股、富力中心、中国国贸等。

图 53：金融街是北京核心金融产业功能区



数据来源：百度百科

图 54：金融街是北京商圈中甲级写字楼租金最高的商圈



数据来源：Wind、戴德梁行、国泰君安证券研究

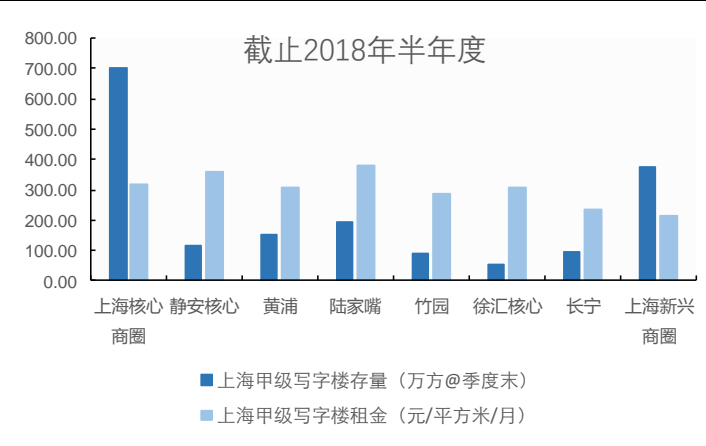
注：北京写字楼总存量统计范围仅包括北京五大核心商圈（中央商务区、金融街、燕莎、东二环、中关村）、望京-酒仙桥、亚奥、亦庄开发区、北京丽泽金融商务区及其他商圈

图 55：陆家嘴是长江经济带国家级金融中心



数据来源：百度百科

图 56：陆家嘴是上海租金最高的商圈，但是整体差异不大



数据来源：Wind、戴德梁行、国泰君安证券研究

注：上海核心商圈写字楼总存量统计范围仅包括静安、黄浦、徐汇、浦东、长宁及其他商圈

写字楼的分级一般从寻找一个楼宇市场或者一个城市的“锚”开始，根据 A 级写字楼来划分剩余的等级。按照 BOMA 国际建筑业主与管理协会对写字楼的分级，写字楼分为“大都市”和“国际性”两个基础分为 3 类。这些类别代表写字楼的主观评级和竞争力，通过租金、装修、楼宇系统标准和效率、楼宇设施、位置与交通、市场认知度等因素作为衡量。“大都市”的分类适用于某一写字楼市场，“国际化”的分类适用于多个大都市市场间使用。“国际性”下的标准分为 3 类：投资级、机构级、投机级；“大都市”下的标准分为 A\B\C 三级。目前行业没有正式分级标准，而且不同城市间的 A 同一级建筑差异性也会非常大。一般商业地产专家会根据优越的地理位置和完善的基础设施来确定一个市场的 A 级写字楼，然后再根据 A 级写字楼来给其他楼宇划分级别。

表 5：按照 BOMA 分类，写字楼按照“国际性”和“大都市”两个基础各分 3 类

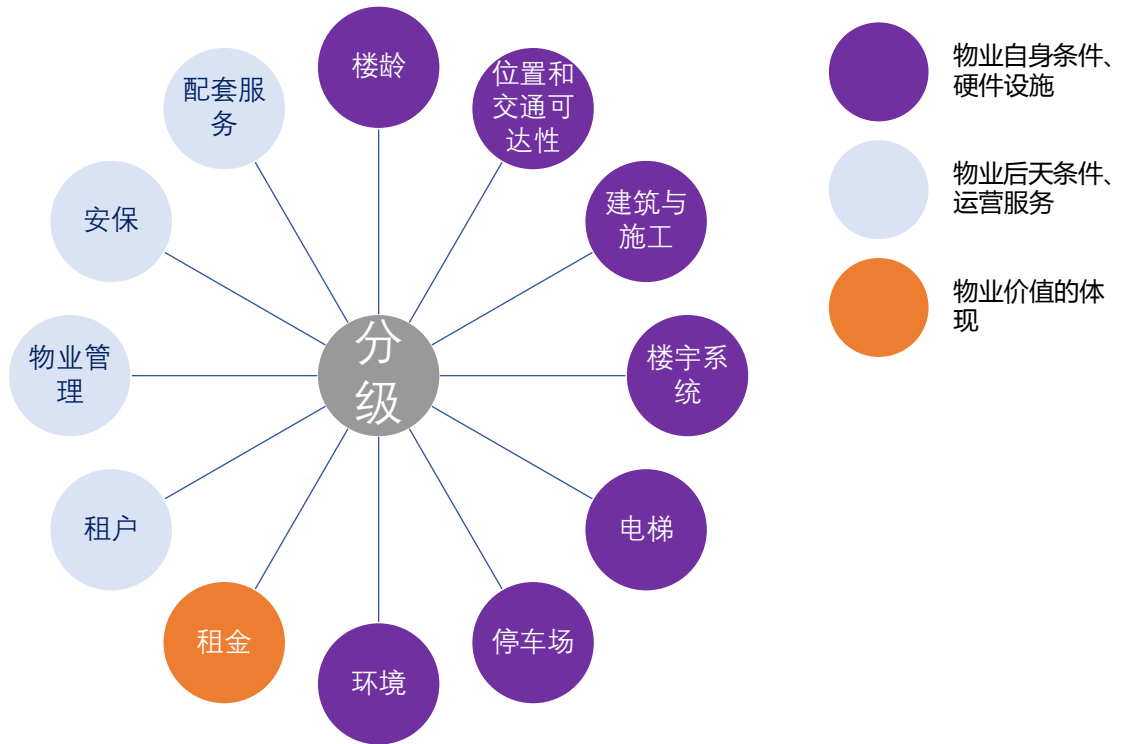
标准	分级	标准
国际性	投资级	投资级房地产位于世界重要大城市市场的黄金地段，特征表现在设计和施工质量、所服务的租户和租户市场的稳定性，以及楼宇团队出色的运营和维护管理等方面。通常拥有最先进的机械、电气、生命安全、电梯和通信系统。其室内装修符合最高标准，并为租户提供各种优质设施（在品类和质量上）。通常楼宇以一位重要的租户来命名，一般位于大都市的黄金地段。
	机构级	机构级房地产规模足够大，并有一定地位，受到国内大投资者或国际投资者的关注而因此得名。这些房地产拥有优良的设计和施工，但在设计和建筑材料使用方面不足以成为典范。通常体量较大，可能位于二级都市区，但都以拥有非常稳定的租户为基础。
	投机级	投机性房地产通常符合（建造时）设计潮流，但没有采用特殊的材料或施工方法。这类房地产的设计和建造强调功能性，在美学或形象设计上，很少表现任何特定租户或住户形象。为了吸引国家级或国际级投资者的注意，投机级房地产必须有较大的体量，但对位于黄金地段写字楼市场的楼宇，其面积要求则低一些。通常由多个租户使用。
大都市	A 级	楼宇负有盛名，能以高于当地平均水平的租金吸引优质办公租户。拥有高品质的建造标准、先进的楼宇系统、出众的交通可达性，是具有绝对优势的楼宇。
	B 级	楼宇能以当地平均水平的租金吸引广泛的租户。楼宇装修在当地属于中上水平，楼宇系统完备，但无法以相同租金价格与 A 级写字楼竞争。
	C 级	楼宇能以低于地区水平的租金吸引需要功能性空间的租户。

数据来源：BOMA《国际写字楼分级指南》、国泰君安证券研究

注：目前行业没有正式的分级标准，需要考虑的其他因素还包括：楼层载重能力、天花板高度、公共区域的改善措施、周边服务（餐厅、商业集群、干洗服务、银行、ATM 机等）、交通可达性（高速公路、公共交通）。在某些市场，A 级写字楼进一步细分为特级、AAA 级、AA 级和 A 级，甚至还有新级别，如 I 级（工业园区变成写字楼）

楼宇的分级因素较大比例的取决于自身物业条件，核心还是地理位置。根据 BOMA 的国际写字楼分级标准，纳入考虑的因素有 12 个，可以简单分为 2 类：物业自身的硬件设施和天生地理位置等因素，以及后天运营管理服务。租金是两者的综合体现。其中，物业自身因素比后天改善重要，特别是地理位置。

图 57：国际写字楼分级考量因素可以简单分为两类：物业自身条件和设施，以及后天运营服务



数据来源：BOMA《国际写字楼分级指南》、国泰君安证券研究

写字楼的新增供给主要来自于新增土地，而需求主要来自于企业的发展，特别是第三产业下的企业。一方面随着城市的扩张和新区或者开发区的建设，使得新增用地供给增加，但是在各个城市的规划下，对于城市扩张放缓且严格控制增量的部分城市，整个市场逐渐转变为存量市场。当前中国城镇化进程尚未结束，随着产业结构的调整，第三产业的发展，以及企业的扩张下员工数量的增长，带来大量写字楼和办公空间的需求。

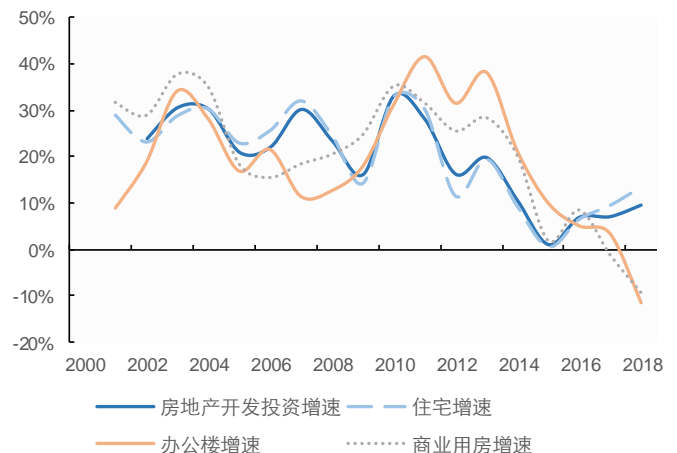
图 58：商服用地成交增速在 2010 年达到高峰期随后下行



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

注：商服用地包括商业、金融业、餐饮旅馆业及其他经营性服务业建筑及其相应附属设施用地，即物业含零售类和写字楼或综合体等形式

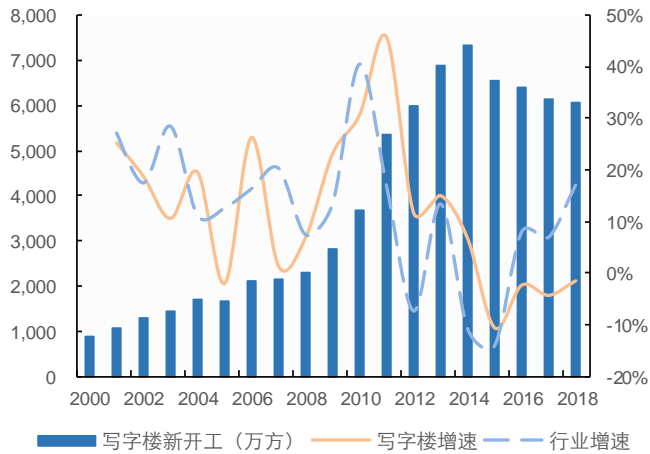
图 59：写字楼投资增速自 2013 年以来下行，2018 年为负



数据来源：Wind、国家统计局、国泰君安证券研究

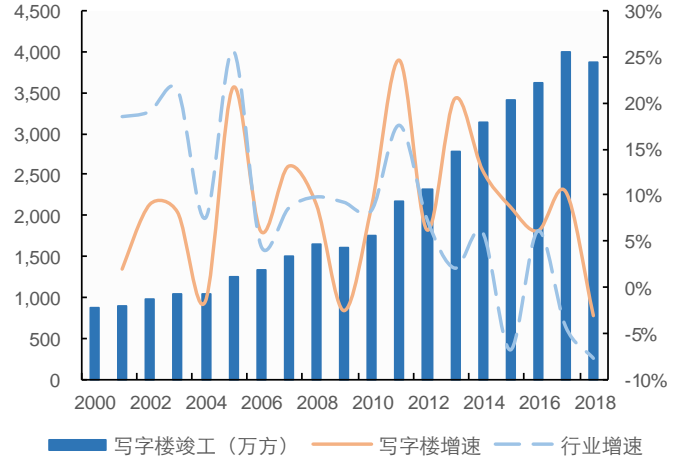
2011~2013年是写字楼投资的高峰期，投资增速达到历史最高，随后持续回落。从土地市场看，商服用地的成交增速在2010年达到高峰后持续回落，直到这一轮房地产周期回升。从房地产投资看，写字楼的增速自2013年后持续回落，在本轮周期中也与行业持续背离。写字楼的新增供应量来自于新开工和竣工端，其中竣工反映了入市的可投入使用的供应量，供给高峰同样出现在2011~2013年，随后2017年出现了小幅反弹。

图 60：写字楼新开工在 2015 年增速有所回暖



数据来源：Wind、国家统计局、国泰君安证券研究

图 61：写字楼竣工增速在 2011~2013 年达到高峰后回落



数据来源：Wind、国家统计局、国泰君安证券研究

除了独栋写字楼，也有分散型短期租期的办公区域提供商，如联合办公。此外，智能建筑/楼宇、企业服务等都是写字楼相关领域里的一个发展方向。联合办公是一种共享办公的模式，通过特别设计和安排使得来自不同公司的人在同一个环境中办公，提供相应的基础设施和服务，并创造信息、知识分享和社交的环境。联合办公的需求来自于中小型创业企业和团队。联合办公旨在为中小企业或团队甚至个人提供办公场所，以及基础服务设施等因此赚取的是工位租金和增值服务费。目前市场上的联合办公企业分为三种：自持物业运营，转租物业运营，运营品牌输出。据前瞻产业研究院披露，截至 2018 年 6 月底，中国联合办公平台数超过 300 家，布局网点数超 6000 多个，总体运营面积达 1200 万方，提供工位数达 200 万个。



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号 上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界 中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰 中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	021-38676666	0755-23976888	010-59312799
E-mail :	gtjaresearch@gtjas.com		