行业评级：推荐

商业地产：存量地产运营的桥头堡

商业地产专题深度报告（一）：利析秋毫 vs. 开疆扩土

投资要点

- **我们认为目前具有可持续性发展的商业地产模式有两种:重运营类的商业地产运营模式和重规模的商业地产运营模式。**我们一共选取了九家商业地产开发商或者运营公司进行分析，分别是：港资三家商业地产商：恒隆地产（0101.HK），新鸿基地产（0016.HK）,以及太古地产（1972.HK）；和六家内地的商业地产开发商：万达商管、大悦城地产（0207.HK），华润置地（1109.HK），新城控股（601155.SH），龙湖集团（0960.HK）和宝龙地产（1238.HK）。恒隆地产、新鸿基地产和太古地产，以及内资地产商中的大悦城地产和华润置地，我们认为是重精细化运营的商业地产模式；其余几家内资地产商万达商管、新城控股、龙湖集团以及宝龙地产，以拓展规模为策略，是重规模商业地产运营模式的代表。
- **重精细化运营类的商业地产：**这一类商业地产的特点是大多集中在一二线城市的黄金地段，高坪效，低规模，低增速，商业业态丰富，除了零售地产之外，还包括写字楼、公寓、酒店等。在混合商业地产运营方面更有经验。这类公司以港资商业地产为典型，内地商业地产中可以划分为这类的是大悦城地产和华润置地，重运营的商业地产单个购物中心的平均收入水平约在 2 亿/年以上，每平米租金水平约在 100 元/平方米/月以上。
- **重规模运营类的商业地产：**这一类商业地产的特点是全国范围内布局，一般随着地产母公司在住宅地产领域的高歌猛进而迅速壮大，更多采用“以租养售”模式经营商业。这类公司购物中心总体量比较大，下沉城市覆盖广，多定位在“社区商业”，因而每平米租金收入低。规模运营商业的代表是新城控股和宝龙地产，一般靠大量开购物中心、提高周转效率来实现扩张，租金收入三年复合增速在 25%以上。
- **两种模式均看好。重运营的模式是通过提升租金及服务收入保持高资本回报，而中规模的模式则通过规模化效益提升资本效率。**重精细化运营的地产商中我们看好华润置地及其分拆商业运营平台华润万象控股，公司在重精细化运营的地产商中规模最大，是国内首个引入奢侈品品牌的内地商业地产商；且受益于国企低融资成本，相对其他重精细化运营的地产商，扩张更为迅猛；我们预计公司分拆商业运营平台后将释放出更多的潜力；重规模的地产商中我们看好新城控股和宝龙地产，以及宝龙地产分拆的商业运营平台宝龙商业。我们认为三四线城市的社区商业仍然有很大的增长潜力，随着两家公司近年来开业的大量购物中心进入成熟期，业绩变现也会更上一层楼。
- **风险提示：**疫情反复，线上电商的冲击

分析师 李蒙，CFA
执业证号：APQ664
852-25105555
meng.li@cricsec.com

分析师 徐婵娟，CFA
执业证号：BOI213
852-25105555
sarah.xu@cricsec.com

分析师 丁希璞
执业证号：BQD388
852-25105555
cassie.ding@cricsec.com

内容目录

核心数据比较 4
1. 规模分析 5
1.1. 购物中心租金收入水平分析 5
1.2. 购物中心数量分析 6
1.3. 购物中心总建筑面积分析 7
2. 效率分析 8
2.1. 单个购物中心租金收入水平分析 8
2.2. 单个购物中心建筑规模分析 8
2.3. 平均每平米租费水平分析 9
3. 资本化率分析 10
公司简介 11
1. 新鸿基地产 11
2. 恒隆地产 11
3. 太古地产 11
4. 万达商管 11
5. 大悦城地产 12
6. 华润置地 12
7. 龙湖集团 13
8. 新城控股 14
9. 宝龙地产 15

图表目录

图 1：各商业地产开发商第一家购物中心开业的时间表 5
图 2：2019 年购物中心租金收入水平以及 2017-19 年购物中心租金收入 CAGR 6
图 3：2019 年已开业购物中心数量 6
图 4：2019 年购物中心总建筑面积 7
图 5：三家港资地产商的内地购物中心数量以及总建筑面积占比 7
图 6：2019 年单个购物中心租金收入平均水平 8
图 7：2019 年单个购物中心平均建筑面积 9
图 8：2019 年单个购物中心每平米租金收入水平及出租率 9
图 9：2019 年投资物业公允价值及租金收入/公允价值 10
图 10：2019 年公司已开业购物中心数量-按城市能级分 13
图 11：华润置地 2012-19 年新增购物中心个数 13
图 12：2019 年公司已开业购物中心数量-按城市能级分 14
图 13：龙湖集团 2012-19 年新增购物中心个数 14

图 14：2019 年公司已开业购物中心数量-按城市能级分 14
图 15：新城控股 2012-19 年新增购物中心个数 14
图 16：2019 年公司已开业购物中心数量-按城市能级分 15
图 17：宝龙地产 2012-19 年新增购物中心个数 15

表 1：万达商管、大悦城地产退出购物中心情况一览 4
表 2：大悦城地产储备项目列表 12

核心数据比较

商业地产的开发运营和住宅地产开发逻辑完全不同，其以自持运营而非销售为主要模式，因而门槛更高，回报周期也更长。按照功能分，我们可以把商业地产分为四大类：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）以及商业综合体（以上功能的混合）。本报告将集中研究零售类商业地产和综合体中的零售部分，即以购物中心为主要表现形式的商业地产业态。

和住宅地产相似的是，购物中心本质上也是 To C 的业务：商业地产商与商户唇齿相依：商户直接赚取零售消费额，而购物中心则从商户处收取租管费，帮助商户招揽客流以实现物业增值。由此可以看出，这是一门前期投入巨大，后期现金流回收周期也很漫长、且需要持续化、精耕细作的商业模式，其周期对应资本运营中“融投管退”的四个环节，而对于我们今天要讨论的九家商业地产开发商来说，仅有万达商管和大悦城地产的部分购物中心真正完成了退出过程。对于大部分商业地产开发商来说，通过商业运营管理获取租金收入是比较常见的盈利模式。因而，我们以典型商业地产上市企业为例，比较不同商业地产商在“管理”这一个环节上的优劣，我们选取三家港资商业地产上市领先企业：恒隆地产（0101.HK），新鸿基地产（0016.HK）,太古地产（1972.HK）和六家内地的商业地产上市领先企业：万达商管、大悦城地产（0207.HK），华润置地（1109.HK），新城控股（601155.SH），龙湖集团（0960.HK）和宝龙地产（1238.HK）比较分析不同模式的特点。

表 1：万达商管、大悦城地产退出购物中心情况一览

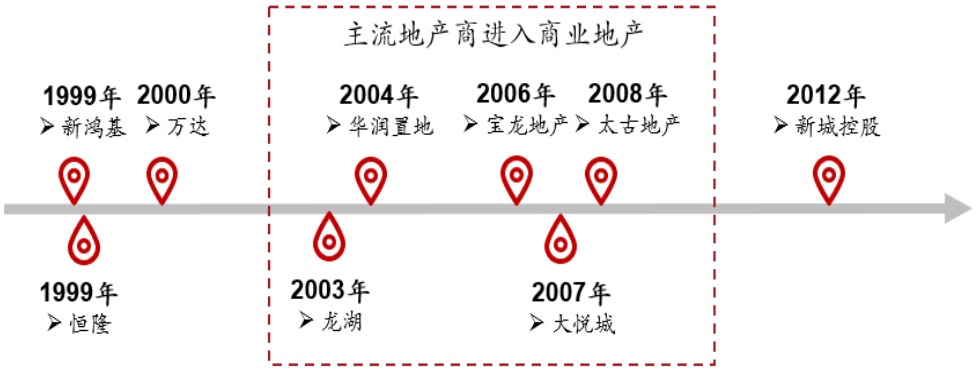
交易日期	购物中心名称	买方	交易对价(亿元)
2017/1/18	柳南万达广场	中信信托有限责任公司	2.06
2017/4/11	枣庄万达广场	中信信托有限责任公司	0.1
2017/4/17	盐城万达广场	中信信托有限责任公司	2.63
2017/4/20	焦作万达广场	中信信托有限责任公司	2.27
2017/5/4	北海万达广场	中国民生信托有限公司	NA
2017/5/27	抚州万达广场	中国民生信托有限公司	NA
2017/6/8	九江万达广场	中国民生信托有限公司	NA
2017/6/22	雅安万达广场	中国民生信托有限公司	NA
2017/6/29	辽阳万达广场	中国民生信托有限公司	NA
2017/7/5	南昌西湖万达广场	珠江人寿保险股份有限公司	NA
2017/8/14	成都金堂万达广场	中信信托有限责任公司	2.13
2017/8/17	桂林叠彩万达广场	中信信托有限责任公司	2.53
2017/8/21	新乡万达广场	中信信托有限责任公司	2.37
2017/8/28	衢州万达广场	中信信托有限责任公司	2.42
2019/9/30	上海长风大悦城	GIC (Realty) Private Limited	0.92
2019/9/30	西安大悦城	GIC (Realty) Private Limited	1.15

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

1999 年，新鸿基和恒隆在内地的购物中心正式开业，标志着港资商业地产正式进入内地发展；一年之后，内地商业地产商也开始进入市场：第一代万达广场于 2000 年开业，随后国内地产商在 2003-2008 年间也纷纷开出自己的第一家购物中心。新城控股虽然是最晚加入的一家，但这两年每年的新增购物中心数量最多，颇有后来

者居上的意思，目前已经成为三四线商业地产的代表，我们亦将其纳入分析范围。

图 1：各商业地产开发商第一家购物中心开业的时间表



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

商业地产的估值多以租金收入/资本化率来计算，而一家商业地产商的租金收入水平又和总收入水平、总建筑面积以及购物中心数量有关，资本化率则和购物中心的公允价值有关。我们主要从规模、单个购物中心的效率以及资本化率三个角度来比较不同企业间两种商业模式的区别。

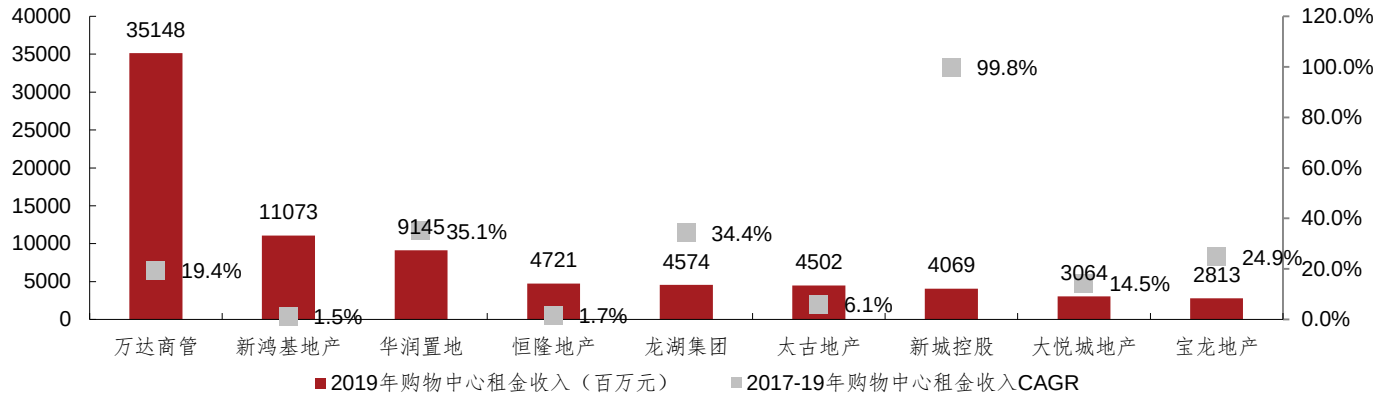
经过对比之后，我们发现这九家商业地产商呈现出两种典型的商业模式，分别是:重运营类的商业地产运营模式和重规模的商业地产运营模式。我们认为港资的三家地产商（即恒隆地产、新鸿基地产、太古地产）和内地地产商中的大悦城地产、华润置地属于这一类型，而其余的内地地产商（即万达商管、新城控股、龙湖集团、宝龙地产）属于重规模运营的商业地产运营商。

1. 规模分析

1.1. 购物中心租金收入水平分析

我们从九家地产商“物业投资收入-来自购物中心的收入”入手，分析目前内地商业地产商的规模：从总规模来看，万达商管处于绝对领先地位，这和公司庞大的商业体量相关。其余内资及港资地产商从总购物中心租金收入规模角度来看没有明显拉开差距，但内资地产商近年来收入的复合增长率更高：港资的三家地产商 2017-19 年间的 CAGR 仅为个位数，而内资的五家商业地产商均有 15%以上的增长，尤其是新城控股旗下吾悦广场，2017-19 年年均几乎实现翻倍增长，成为内资商业地产中的黑马选手。

图 2：2019 年购物中心租金收入水平以及 2017-19 年购物中心租金收入 CAGR



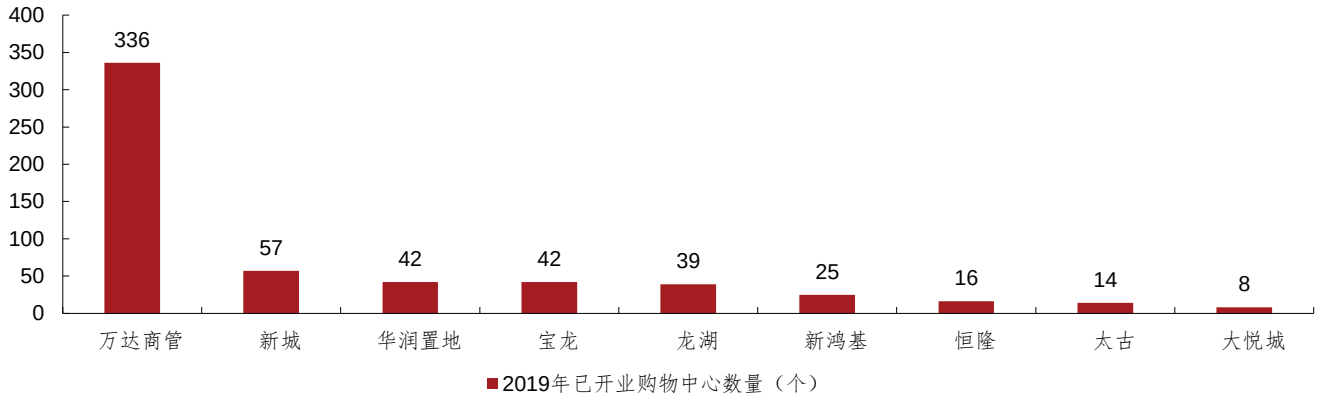
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院
注：新鸿基地产，恒隆地产以及太古地产的收入水平均按照年均汇率调整为人民币

1.2. 购物中心数量分析

从购物中心数量对比来看：港资地产商拥有的购物中心数量大多低于内地地产商，这和两者经营策略不同相关。港资的地产商打造一个购物中心平均需要 5 年以上：上海港汇广场 1992 年拿地 7 年后购物中心开业；上海恒隆广场 1993 年拿地 8 年后购物中心开业；昆明恒隆广场 2011 年拿地直到今年才开业；而太古地产在内地的第一家购物中心——三里屯太古里也筹备了 10 年之久，如此漫长的前期投入需要雄厚的资金实力以及后期强大的运营能力。反观内资地产商，建成一座购物中心平均只需要 2 年时间，其拿地更多的是为了以相对较低的价格一并拿到配套的住宅用地，从而维持自身的高周转，大部分的内地地产商的商业事业部往往只是住宅地产事业部的一个旁支，本身没有强有力的运营团队在背后支持。

内资地产商中，旗下购物中心最多的是万达商管，以 2019 年拥有 336 座万达广场的数量遥遥领先；在我们的统计中，排名第二的是新城控股，旗下有 57 家吾悦广场，是近两年在商业地产上发力最猛的一家。

图 3：2019 年已开业购物中心数量



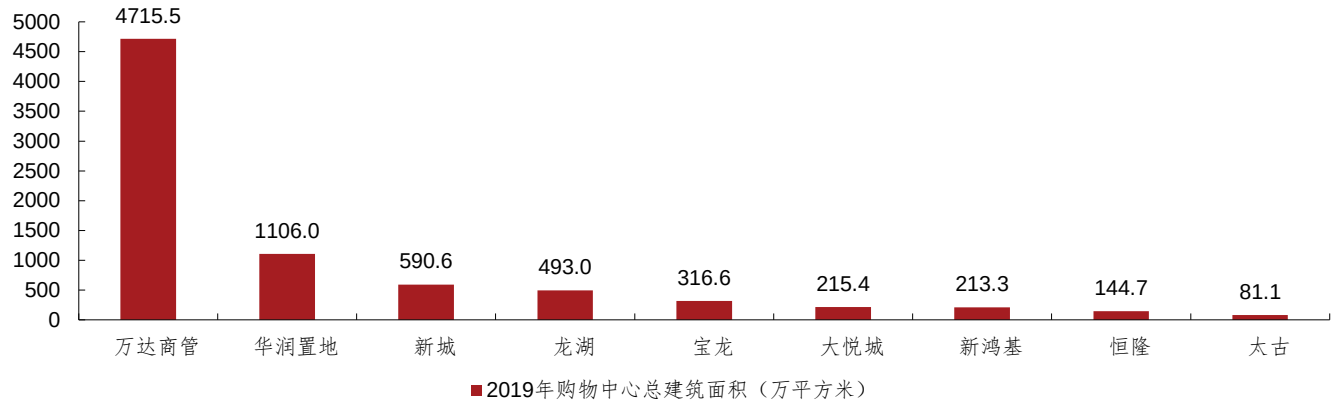
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

1.3. 购物中心总建筑面积分析

从购物中心总建筑面积的对比来看：港资地产商拥有的购物中心建筑面积远低于除大悦城地产以外的内资地产商，即重精细化运营类的商业地产商的建筑面积和增长性大多低于重规模运营的商业地产商。

重规模运营的地产商中，万达商管仍然是当之无愧的老大，其购物中心总面积是华润置地的四倍有余，截止到 2019 年的总建筑面积为 4,715.5 万平方米。

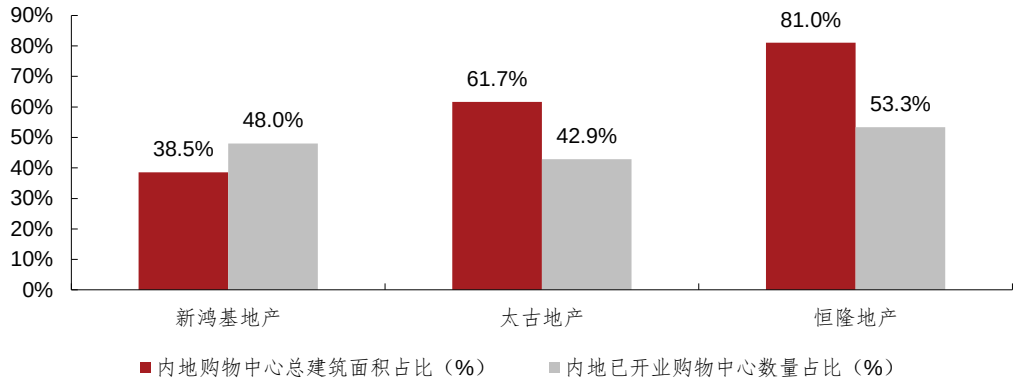
图 4：2019 年购物中心总建筑面积



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

我们若单独统计三家港资地产商在内地的购物中心的总建筑面积和数量占比可以发现：恒隆是最倚重内地市场的港资地产商，其 53.3%的已开业购物中心位于内地，占到其总建筑面积的 81.0%；太古地产其次：42.9%的已开业购物中心位于内地，占到其总建筑面积的 61.7%，新鸿基地产在内地的业务量占比最小：48.0%的已开业购物中心位于内地，占到其总建筑面积的 38.5%。

图 5：三家港资地产商的内地购物中心数量以及总建筑面积占比



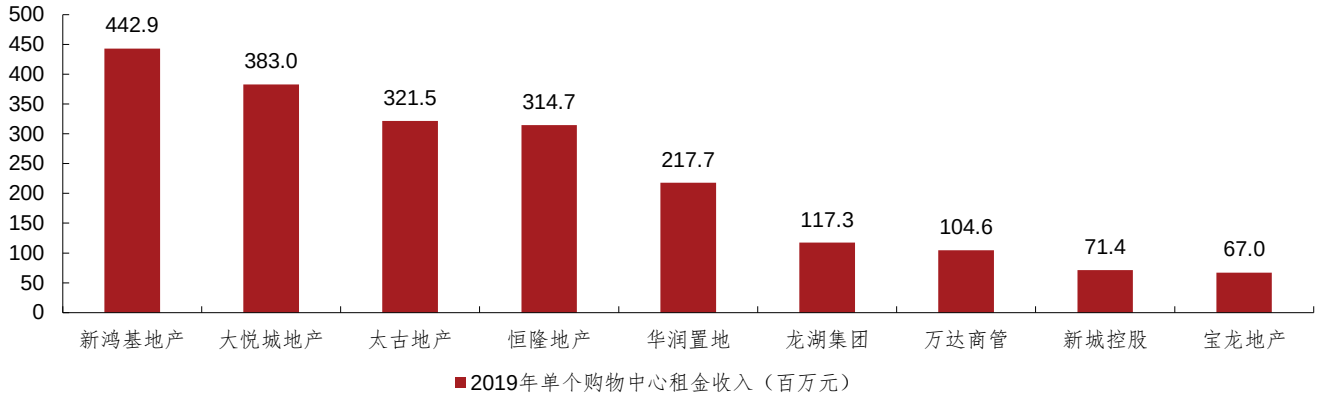
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2. 效率分析

2.1. 单个购物中心租金收入水平分析

从单个购物中心收入水平来看：港资地产商单个购物中心的收入水平远高于除大悦城地产以外的其余内地商业地产商，即重精细化运营类的商业地产商平均每个购物中心的收入水平远高于重规模运营的商业地产商：新鸿基地产的单个购物中心收入突破 4 亿元/年，大悦城地产、太古地产和恒隆地产的单个购物中心收入水平在 3 亿元/年以上。重规模运营的商业地产商中华润置地的单个购物中心收入水平最高，大概在 2 个亿/年左右，龙湖集团和万达商管在 1 个亿/年左右，而新城控股和宝龙地产则不足 1 个亿/年。

图 6：2019 年单个购物中心租金收入平均水平



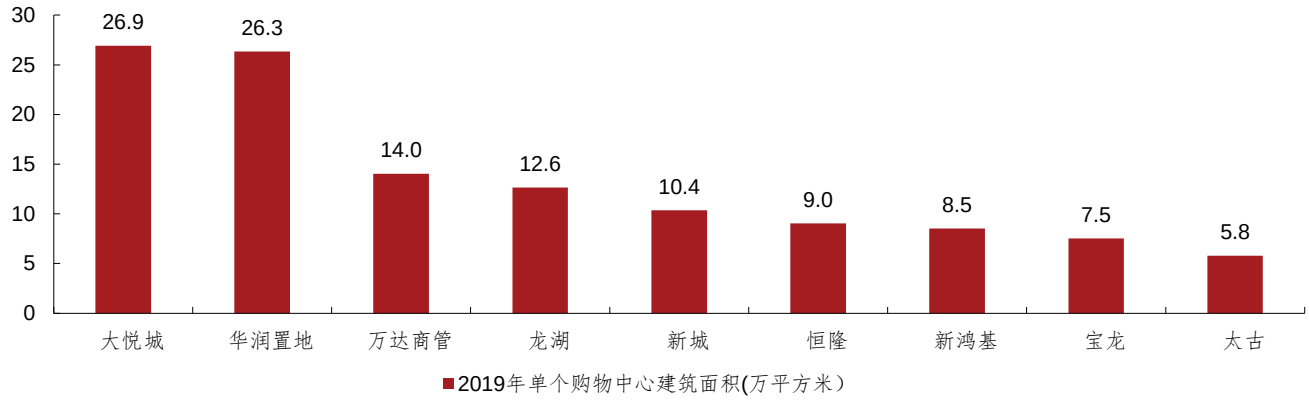
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2.2. 单个购物中心建筑规模分析

从单个购物中心的建筑面积（含车位面积）对比来看:港资商业地产商的建筑面积低于内地商业地产商，尤其低于重运营类的内地商业地产商：太古地产单个购物中心仅为 5.8 万平方米，新鸿基地产和恒隆地产单个购物中心面积也不足 10 万方。若单看三家港资地产位于内地的单个购物中心建筑规模：新鸿基地产单个购物中心仅为 6.9 万平方米，太古地产和恒隆地产内地的单个购物中心平均为 8.3 万平方米和 13.0 万平方米，和另外五家内地地产商相比仍然很低。

内地地产商中，重运营的地产商大悦城地产、华润置地的单购物中心面积最大，平均每个购物中心建筑面积约为 27 万方；万达商管、龙湖集团、新城控股、旗下单个购物中心规模则在 10 万方以上，宝龙商业单个购物中心规模略低于 10 万方。

图 7：2019 年单个购物中心平均建筑面积



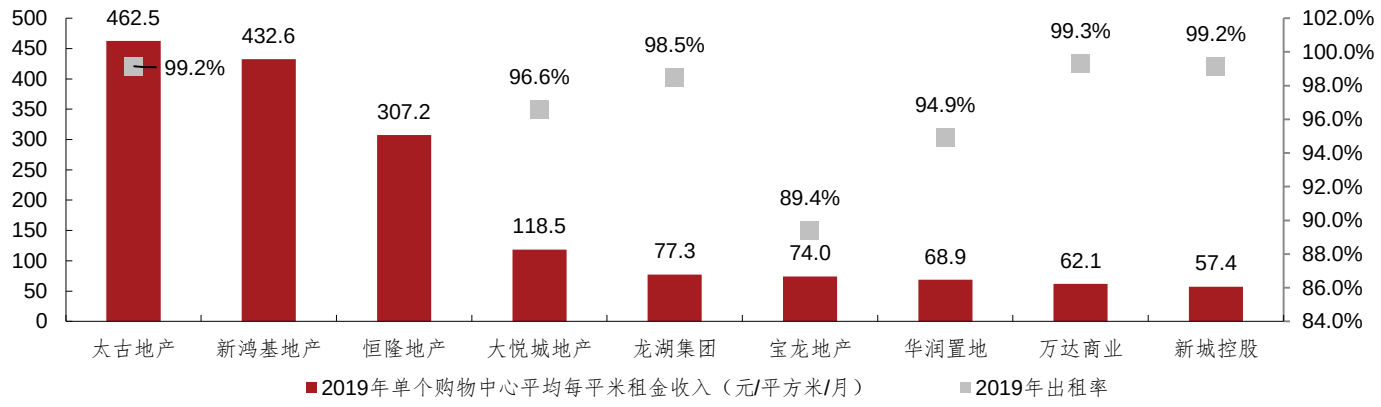
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

2.3. 平均每平米租费水平分析

我们用“来自购物中心的收入/总建筑面积”得到单个购物中心的每平米租金收入水平。我们选取 2019 年的数据进行横向比较可以发现：重运营类的商业地产商中除了华润置地其余四家平均每个购物中心的租费水平高于重规模运营的商业地产商，尤其是港资的单个购物中心的每平米租费水平是内地规模型地产商的 6-8 倍。同样是重运营类的大悦城地产，2019 年的每平米租费水平也仅为 118.5 元/每平米/月，和太古地产的 462.5 元/每平米/月和新鸿基地产的 432.6 元/每平米/月相比也相差甚远。

九家商业地产中出租率最低的是宝龙地产，仅为 89.4%，而深耕三四线的内地地产商新城控股，其旗下购物中心吾悦广场的出租率达到 99.2%，和太古地产出租率相同。我们的统计显示，内地地产商的出租率也普遍都在 95%以上。

图 8：2019 年单个购物中心每平米租金收入水平及出租率



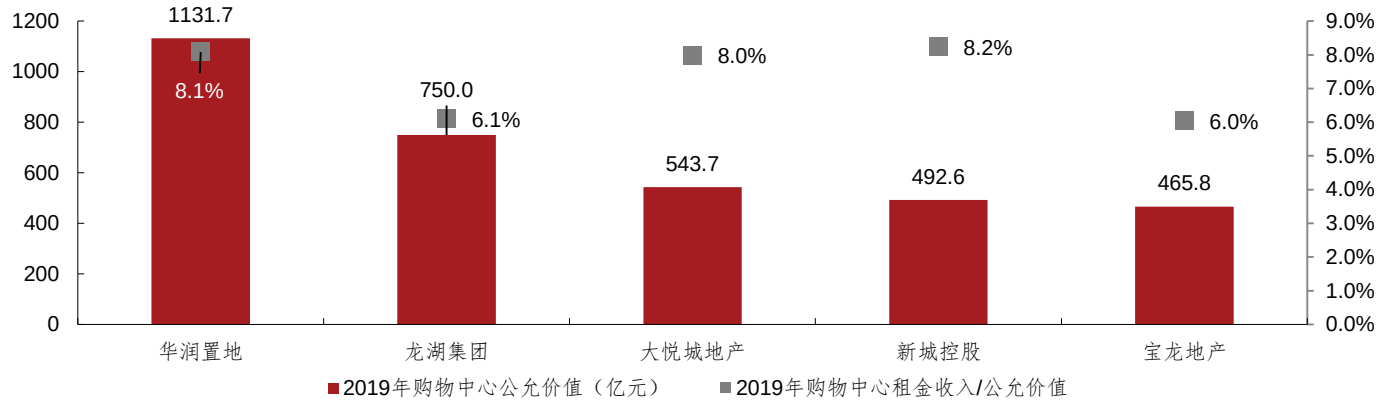
数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院
注：新鸿基地产和恒隆地产未单独披露旗下购物中心出租率水平

3. 资本化率分析

从投资物业公允价值来看，虽然港资地产商拥有的购物中心数量低于内地地产商，但其投资物业公允价值远高于内地地产商，这主要是因为其投资物业多位于一线城市的核心商圈，可以享受更高的客流溢价。内地地产商中，华润置地的投资物业公允价值最高，而购物中心大多位于三四线城市的宝龙地产和新城控股的购物中心公允价值最低。对比来看，太古地产的购物中心的公允价值几乎是宝龙地产的 6 倍。

从资本化率来看，集中在一二线城市的华润置地、大悦城地产和龙湖集团中龙湖集团的资本化率低于另外两家；而聚焦三四线城市的新城控股和宝龙地产中，宝龙地产的资本化率较低。我们认为资本化率取决于两个方面：1.投资物业所处地段的公允价值：一般来说，购物中心公允价值越高，资本化率越低 2. 购物中心的租金水平：同一公允价值下，购物中心租金水平越高，资本化率越高。

图 9：2019 年投资物业公允价值及租金收入/公允价值



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院
注：新鸿基地产、太古地产以及恒隆地产没有单独披露购物中心公允价值

公司简介

1. 新鸿基地产

集团积极发展优质住宅、办公楼和购物中心等项目。新购入地块除兴建销售物业，亦建立庞大投资物业网络，土地储备充裕，确保新地持续稳健发展。此外，集团亦积极参与非物业投资项目，令整体业务产生更大的协同效应。新鸿基地产是香港三大房地产企业的龙头之一，占据着香港最多的土地储备。新鸿基地产集团和其他的两大地产巨头一样，都有悠久的历史，发展时间以及充足的资金储备。新鸿基地产在香港上市之后，还积极开发内地的房地产市场，其中住宅地产以及商业地产的开发都是新鸿基地产的战略目标之一。其在内地的代表购物中心有：上海国金中心，上海环贸广场，广州 IGC 天汇广场和天环广场以及北京 NTP 新城广场。

目前新鸿基在内地发展中的项目有：上海徐家汇国贸中心第二期预计 2023 年落成开业，南京国金中心预计 2021 年开业。

2. 恒隆地产

恒隆集团早在九十年代初进入中国内地物业市场，1999 年上海港汇恒隆开业。公司在中国内地的策略是在主要城市的黄金地段开发最优质的商业地产。目前恒隆在上海拥有两项大型投资物业，包括集购物中心、写字楼和住宅于一身的港汇广场，以及集购物中心和写字楼于一身的恒隆广场，并把这两个项目的成功经验逐渐复制到沈阳、济南、天津、无锡和大连等其它核心二线城市，在三家港资地产商中，恒隆对于内地商业地产业务最为重视也投入最多。

恒隆目前仍在推进其下沉核心二线城市的策略：今年 8 月份昆明恒隆广场开业，公司目前还有武汉恒隆广场和杭州恒隆广场，预计分别将于 2021 年和 2024 年落成开业。

3. 太古地产

太古地产于 2002 年开始筹划在中国内地发展商业地产项目，但一直到 2008 年北京三里屯太古里才正式开业。截止到 2018 年底，在手零售项目合计 14 个，内地有 6 个，平均每三年才在内地新增一个项目，但其实 2017-18 年没有新增项目。太古地产的项目大多为综合体，例如广州和上海的太古汇项目，以及北京的颐堤港。此外，太古还有自己的酒店品牌“居舍”系列和独立餐厅。太古在内地拿地最为谨慎。

太古地产目前在内地发展中的项目有上海前滩太古里，预计 2021 年开业。

4. 万达商管

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。从 2000 年至今，万达广场历经了四代变化，当前第四代产品“万达茂”已经演化成集文化、旅游、商业为一体的城市综合体。

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。

截至 2019 年底，已在全国开业 366 余座万达广场，其中自持占比 77.1%，另有 5.7%的轻资产购物中心以及 17.3%的合作购物中心。

5. 大悦城地产

大悦城于 2007 年开出自己的第一家购物中心西单大悦城。2019 年 3 月份，大悦城地产与中粮地产 147 亿元重组落地，中粮地产更名为大悦城控股。重组完成后，大悦城地产成为大悦城控股子公司，大悦城控股成为中粮集团旗下唯一地产平台。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 8 月大悦城地产将旗下两个项目注入境外并购改造基金，加速轻重并举的扩张策略。

截至目前，公司拥有 19 座大悦城综合体以及 1 座大悦春风里。

表 2：大悦城地产储备项目列表

	项目	开业年份
大悦城	重庆渝北大悦城	2021
	武汉大悦城	2021
	成都天府大悦城	2022
	三亚大悦城	2023
	济南大悦城	NA

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

6. 华润置地

作为内地代表，华润置地商业较好地消化了三地的优秀基因，既有港资的沉淀，亦有外资的金融思维，更兼顾内地商业地产商的积极进取。

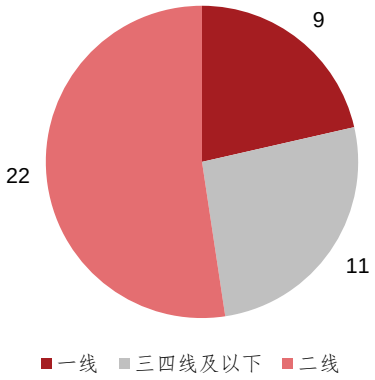
2004 年华润置地在深圳开出第一家万象城，并在 2005 年确立了以“开发物业+投资物业”为核心业务的双驱动发展策略，通过投资物业的租金收入带来相对稳定的利润收益，实现长短期回报平衡、持续的盈利增长以及稳定的业务。2017 年，华润

置地为了进一步优化组织架构以及管控模式，提升市场竞争力，华润置地将旗下的商业地产事业部调整为一级组织架构，商业地产模块不再依赖住宅的开发和投资，形成了独立的发展逻辑。

华润置地目前发展了包括万象城购物中心的城市综合体、区域商业中心的万象汇和体验式时尚潮人生活馆的万象空间三种模式的购物中心。万象城作为高端的商业地产产品，主要分布在一二线城市的核心地段，已经发展成为中国最具示范效应的购物中心。截止至 2019 年底，华润置地已开业万象城/万象天地 25 个，万象汇/五彩城 17 个，管理输出项目 19 个，储备自营项目 46 个。另有管理输出项目 28 个，其中已开业项目 19 个，储备项目 9 个。

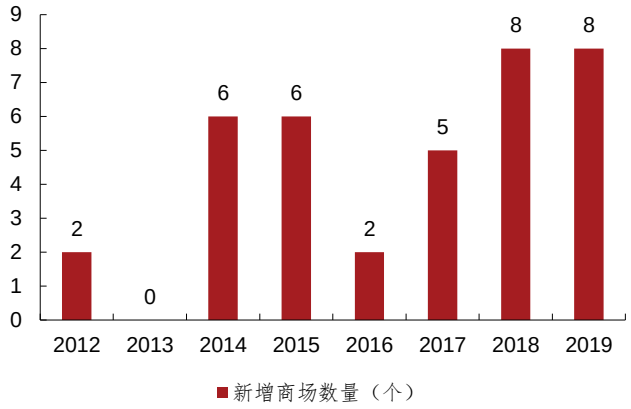
华润置地于今年 12 月分拆旗下商业物业管理平台——华润万象生活（1209.HK）上市。截至 2020H1，华润万象生活拥有合约面积 1.42 亿平方米，其中购物中心占比仅为 2.8%；在管面积 1.07 亿平方米，其中购物中心占比 3.7%。尽管面积占比小，华润万象生活凭借出色的运营能力，平均每平米物业费 16.3 元/平方米/月，位居上市物业公司商业物管费榜首，2019 年商业运营部分收入达到 23.96 亿元，占总收入比重达到 43.6%。2020H1 受疫情影响商业运营部分收入达到 14.53 亿元，占总收入比重达到 31.9%。

图 10：2019 年公司已开业购物中心数量-按城市能级分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 11：华润置地 2012-19 年新增购物中心个数



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

7. 龙湖集团

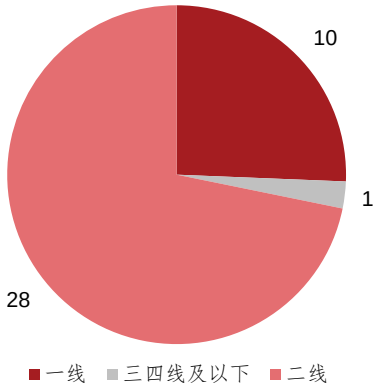
2003 年龙湖集团在重庆开出第一家龙湖天街，从此深耕成渝经济区，2009 年龙湖集团的商业板块从重庆走向全国。2009 年—2014 年是龙湖商业地产板块的第一个五年规划，公司还明确提出“持商业”战略，即平均每年销售回款的 10%用于持有性物业。到 2014 年的时候商业地产将成为龙湖集团的支柱产业之一。

龙湖作为中国最早的购物中心开发商之一，已从事商业地产运营 20 年，先后发展出都市型购物中心“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”三个业态品牌，截至 2019 年底，龙湖商业已成功布局环渤海、华东、华西、华中、华南五大板块，进入城市数量达 19 个。其中，龙湖商业累计开业购

物中心数量 39 个，开业购物中心建筑面积为 377 万平方米（含车位总建筑面积为 493 万平方米）。

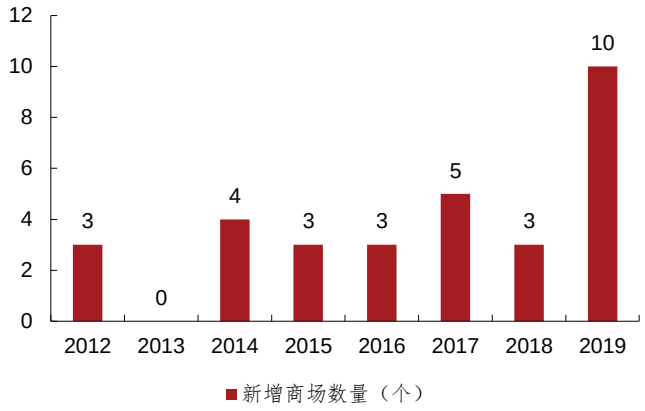
根据龙湖集团 2019 年年报，公司目前待开业项目有 21 个。

图 12：2019 年公司已开业购物中心数量-按城市能级分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 13：龙湖集团 2012-19 年新增购物中心个数

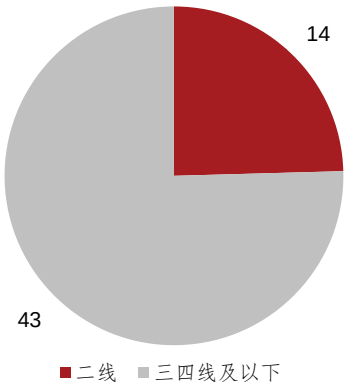


数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

8. 新城控股

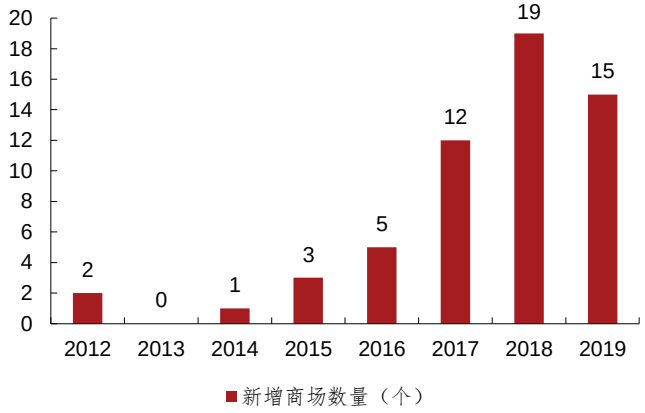
随着新型城镇化的持续推进，新城控股集团加大了城市综合体项目的收储和开发，开启了住宅地产与商业地产双核驱动的战略模式。“吾悦”是新城控股集团旗下的城市综合体项目品牌。2012 年，“吾悦”商业品牌诞生；此后，新城不断升级吾悦品牌、打磨吾悦系产品，截至 2019 年底，新城控股集团在全国 80 个大中城市共布局 122 座吾悦广场，其中已开业吾悦广场达 57 座（另有轻资产管理输出的有 6 座），已开业面积达到 590.6 万方。

图 14：2019 年公司已开业购物中心数量-按城市能级分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 15：新城控股 2012-19 年新增购物中心个数



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

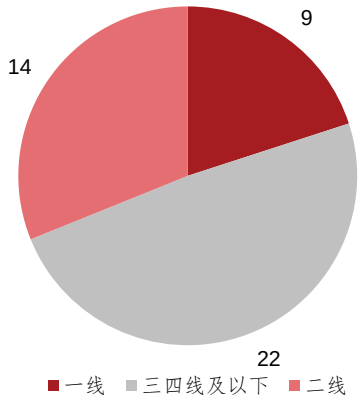
9. 宝龙地产

宝龙地产 2006 年在福州开出第一家宝龙广场，之后经过十几年的长期摸索，公司形成了“宝龙一城”、“宝龙城”、“宝龙广场”、以及“宝龙天地”四个不同定位的产品线。公司从 2014 年开始尝试向第三方输出运营及物管服务，截止 2019 年底公司已开业 42 座购物中心，以轻资产模式管理输出 3 座购物中心。

按地域分，商业运营项目主要集中在长三角地区的三、四线城市。

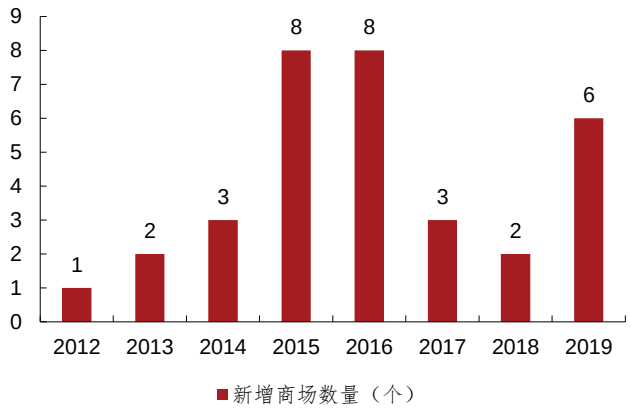
宝龙地产于 2019 年底分拆旗下商业物业管理平台——宝龙商业上市。截至 2020H1，公司实现在管面积 1,862.9 万平方米，其中商业部分占比 37.5%;合约面积 2,980.8 万平方米，其中商业部分占比 33.2%;宝龙商业 2020H1 实现商业运营板块收入 7.00 亿元，同比增长 12.8%，占公司总收入 80.6%。

图 16：2019 年公司已开业购物中心数量-按城市能级分



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

图 17：宝龙地产 2012-19 年新增购物中心个数



数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。
本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。
本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。
本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。
本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。
投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。