

2019中国商业地产发展年度报告

China Commercial Estate Development Annual Report

TOP100暨商业表现奖

100

观点
指数

目录

2019 中国商业地产发展年度报告

市场综述 颠覆商业地产固有想象——	03
购物中心篇 以“新”为题的想象——	08
长租公寓篇 公募 REITs 前夜——	13
联合办公篇 黑夜里的开拓者——	17
社区商业篇 万亿蓝海商业新宠——	22
商业地产金融漫途——	27

2019 年度中国商业地产 TOP100 暨商业表现奖

榜单产生过程——	32
指标体系——	33
2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单——	34
2019 年度商业表现奖获奖名单——	46

市场综述 | 颠覆商业地产固有想象

如果要给 2019 年的商业地产划定一个关键词，也许“重塑”再恰当不过。

过去的十几个月中，房地产行业焦虑和迷茫如影随形，市场延续下行调整态势，输血渠道遭遇收紧，而销售却未能延续过去热度。对于商业版块来说，投资回归谨慎，同时不管是开发、运营、融资还是退出，都在尽力淡化“以房养商”的地产业属性。

摆脱传统路径，转换发展思路，是切实和必要的。受益于此，我们也可以看到，2019 年商业地产行业“脑力激荡”，在多元视角中颠覆商业地产固有想象。

过去的一年中，消费结构的更新迭代，为商业地产发展带来了别样的动力。摆脱传统路径是切实和必要的，因此可以看到 2019 年商业地产行业在多元视角中颠覆固有想象。

商业地产自持意识加强，年内投资回归谨慎

行至 2019 年末，回首过去的 10 几个月中，可以明显看到，商业地产的传统地产属性正在逐渐淡化，运营商的自持意识在加强。

如果简单以物业的销售面积与新开工 + 竣工面积之和的比值（比值越高，自持比例越低），来反映项目的自持比例，可以看到过去的 1 年中，商业地产的自持比例明显提高。

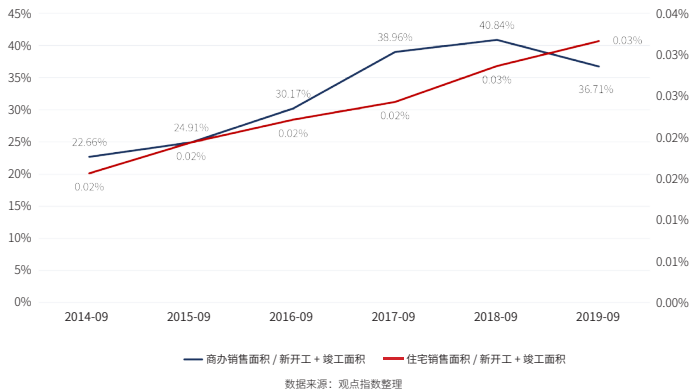
以国家统计局公布的数值计算，2014 年 9 月商办销售面积除以商办新开工和竣工面积之和为 22.66%。此后的几年中，该比例不断上升，至 2018 年同期达到最高值，为 40.84%，提升了 18.18%。说明自持比例有一定下降，这个和新开工和竣工面积的大幅减少也有关系。不过，2019 年的自持比例则较 2018 年同期有了较大提高，为 36.71%，提升了 4.13%。反观，住宅物业的销售面积除以新开工和竣工面积之和的比值基本不超过 0.03%。

这也体现出，过去几年中国房地产快销式的住宅开发模式基本不变，而商业地产自主持有、运营的观念逐步加强。

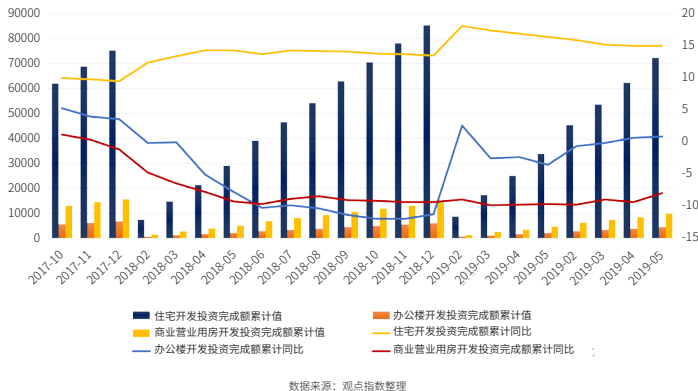
另外需要关注的是，2019 年融资紧绷，房企要用好每一颗子弹，将更多的精力集中在住宅开发、销售及回款上，以获得运转空间。而相应的，商办物业因为开发周期更长、资金沉淀等特性，在 2019 年开发投资更加谨慎。

从国家统计局公布的数据来看，2019 年 1-9 月份，全国房地产开发投资 98008 亿元，同比增长 10.5%，增速与 1-8 月份持平。其中，办公楼开发投资完成额累计 4447 亿元，同比增长 0.8%，增速比 1-8 月环比上涨 0.2%；商业营业用房开发投资完成额累计 9796 亿元，累计同比 -8%，跌幅比 1-8 月减少 1.4%，这也是自 2018 年 5 月开始，商业营业用房开发

2019 年商办、住宅物业自持比例变化



2019 年商办物业开发投资完成额



投资完成额累计同比首次跌幅回落超过 1%。

总体而言，办公楼开发投资完成额累计值终于在 2019 年 1-8 月、1-9 月迎来了正增长，虽然 2019 年商业营业用房开发投资累计同比依然保持负增长，但是下减幅度有所收窄。一定程度上，体现了商业地产商在谨慎中依然积极参与商业地产投资。

人均消费支出跃升 8.3%，商品零售额稳中有进

回顾 2019 年，人均收入录得平稳上升，大众的消费需求也由过去的物质、发展需求向更高层次的享受阶段过渡，这也促使商业地产各业态在服务品质、消费体验、个性化偏好等方面迭代升级。

根据国家统计局公布的数据，2019 年前三季度，全国居民人均可支配收入 22882 元，比上年同期名义增长 8.8%。其中，城镇居民人均可支配收入 31939 元，同比名义增长 7.9%；农村居民人均可支配收入 11622 元，增长 9.2%。

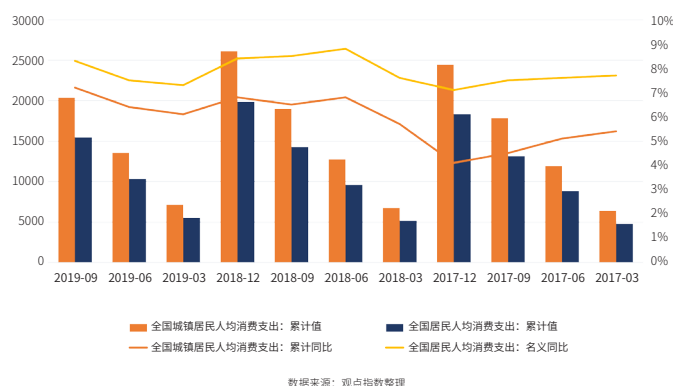
受益于此，2019 年 1-9 月全国居民人均消费支出累计值也相应“慷慨”，表现亮眼。2019 年前三季度，全国居民人均消费支出 15464 元，比上年同期名义增长 8.3%。其中，城镇居民人均消费支出 20379 元，增长 7.2%；农村居民人均消费支出 9353 元，增长 9.5%。

可以看到，居民人均消费支出实现稳步增长的同时，消费结构也进一步升级，服务类消费支出表现突出。其中城镇居民人均消费支出中，占比最大的依然是食品烟酒，但是比例已有所下降。由 2014 年第三季度的 30.42% 跌至今年同期的 27.67%。同时衣着、生活用品及服务、等基础性消费比例均有所下降。

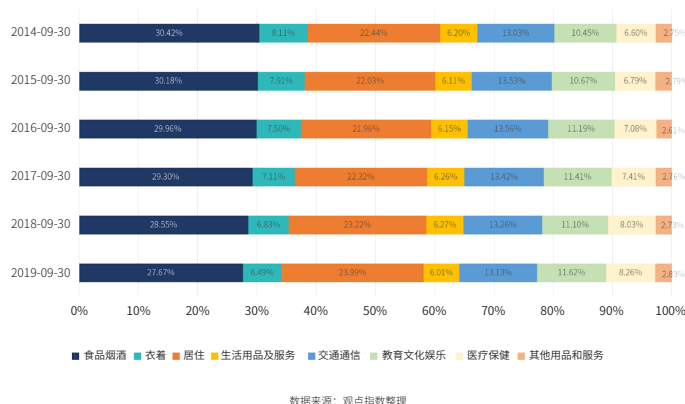
需要注意的是，教育文化娱乐、交通通信、医疗保健等消费性支出比例增加，其中教育文化娱乐由 2014 年第三季度的 10.45% 上升 1.17 个百分点。无论是在购物中心、写字楼，亦或是联合办公、长租公寓等商业地产，这些都是受运营者青睐的引进业态。

最为直接的，2019 年 1-9 月升级类商品销售增长较快。国家统计局发布数据显示，2019 年前三季度，社会消费品零售总额 296674 亿元，同比名义增长 8.2%。前三季度，限额以上单位智能家用电器和音像器材、可穿戴智能设备零售额同比分别增长 41.6%、11.1%。

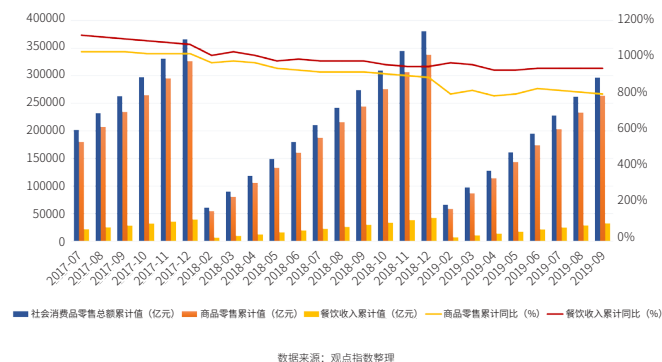
全国城镇居民人均销售支出



城镇居民各类人均消费支出累计值占比



近 24 个月社会消费品零售额情况



作为和住宅功能相异的空间载体，商业地产要满足的正是人们各类消费服务需求和经济活动需求。因此消费结构的革新，在促进商业模式创新的同时，也给商业地产各业态带来最为直接的客源支撑。

新兴消费特性凸显，商业空间运营多元视角

如上文所述，过去的一年中，消费结构的更新迭代，为商业地产发展带来了别样的动力，运营视角更加多元。

以购物中心而言，小众群体的消费需求得到更多关注，过去较为封闭、小范围流行的文化逐渐得到认识和接受。这一部分需求也恰是运营商追求细分化市场的绝佳对象，成为业绩增长点的不二之选。

因此可以看到，2019 年购物中心将小众文化作为轻主题融入商业，并引进相应特性品牌吸引客群的动作不在少数。如今年上半年，成都环球 MALL 进行品牌调整，引进了立巢航空博物馆，这是国内首个开在商业综合体里的迷你型航空博物馆。另外一些定制化的小众香水、包包等特色品牌也频现商场。

除此之外，在原有的业态中求新求变，也是 2019 年比较普遍的现象。如以北京天通苑社区为载体的龙德广场细化餐饮需求，打造以辣味美食街为主题的餐饮业态。另外为满足消费者的“新追求”，一些购物中心加大了对网红店的引进力度，如卡丁车赛车馆、射箭馆等。

当然，长租公寓、联合办公等商业业态中，也不乏新的消费特性涌现。如引入科技力量，注入智慧办公系统，以实现更高效、智能化、人性化的办公服务。随着时代发展，主流消费群体迭代，消费需求更加多元化。因此，如何打造细分领域的产品，驱动消费动力成为商业运营的又一关键。

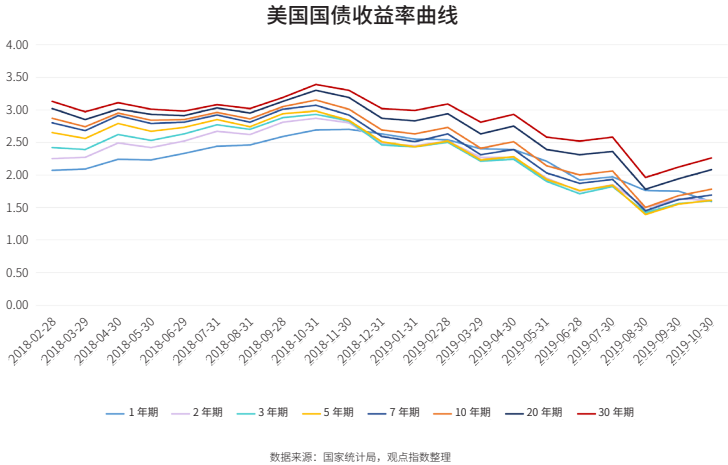
外资进场，优质资产荒下的交易博弈

受累于融资环境影响，过去的一年中，国内房企尽可能减少投资动作，而外资似乎是“风景这边独好”，成为商业地产大宗交易中“最活跃”的部分。

研究数据显示，2019 年美资加大了在中国商业地产的收购，投资额于 2019 年 5 月已超越去年全年交易额。而在一线及新一线城市，外资成为商业地产投资领域的主力军。据不完全统计，仅 2019 年上半年，中国内地商业地产项目（包括纯商业、商办、商住项目，不含纯写字楼及其他物业）收并购案例达 17 宗，交易金额超 970 亿元。其中 7 宗为外资，涉资近 300 亿元。

外资的积极进场与全球优质资产荒不无关系。在全球央行普遍降息、资金面宽松的大背景下，业内观点透露，有超过 13 万亿美金的金融资产存在于以德国、日本为代表的负利率国家的银行体系中无处可去。

一直以来受捧的国债资产，因为资金的疯狂涌入，也陷入收益率争先下降的循环。以美元国债收益率为例，自 2018 年 2 月 28 日至 2019 年 10 月 30 日，600 多天时间里，不



管是 1 年期、2 年期亦或是其他期限国债产品，收益率均录得较大下跌。其中，7 年期产品收益率下跌幅度最大，达到 1.11%，其次分别为 10 年期和 5 年期，下跌幅度达到 1.09% 和 1.04%。

有资金找不到优质的投资标的，正在成为全球资本市场的一大焦点问题。而中国商业地产则也因为中资融资问题，投资机遇溢出。更为重要的是，受益于资本化率下降，国内商业地产物业估值提升，成为较具吸引力的优质资产之一。

以单体商业地产的主流估值方法，即市场价值等于 NOI/ 资本化率来计算，目前宽货币的背景下，将驱动商业物业资产价值重估提升。尤其是央行 LPR 新机制实施后，提高了 LPR 市场化程度，发挥了对贷款利率的引导作用。

从全国银行间同业拆借中心公布的数据来看，自实行 LPR 改革以来，1 年期 LPR 下降明显，由 4.31% 逐步下降至 4.20%，使得基于短期 LPR 的贷款利率下降。

随着市场利率的下行，国内商业地产资本化率也会相应下跌，促使 NOI 不变的情况下，商业地产资产价值也会得到一定提高。这也推动国内商业物业成为大宗交易乃至外资眼中的优质投资选择。

贷款市场报价利率(LPR)		
时间	1年期	5年期
2019-10-21	4.20%	4.85%
2019-09-20	4.20%	4.85%
2019-08-20	4.25%	4.85%
2019-08-16	4.31%	--

数据来源：全国银行间同业拆借中心，观点指数整理

融资途漫漫，IPO、REITs 中的桎梏与抉择

2019 年，传统房地产融资政策持续收紧，多种融资渠道罕见同时遭遇“冰点”，在行业销售难以突破的背景下，商业地产融资也面临焦虑。

可以看到，2019 年初至今，房地产开发企业到位资金增速整体放慢。其中 2019 年 1-9 月份，房地产开发企业到位资金 130571 亿元，同比增长 7.1%，增速较去年同期下降 0.7%。因此不管是开发业务还是商业地产业务，除了传统渠道外，各地主体都在寻求融资上的突破。

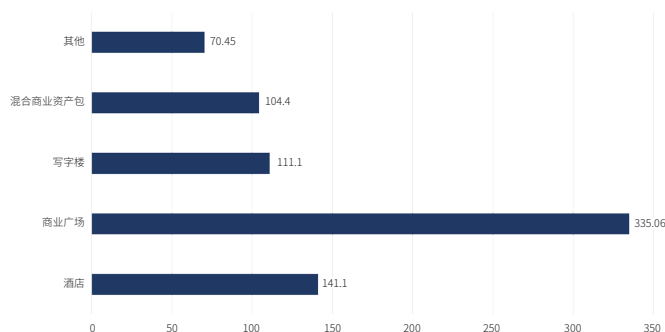
当中“资产证券化”，或者具体到“REITs”，是资本市场的热门词汇。据观点指数不完全统计，2019 年 1-9 月，商业地产资产证券化投向各业态的总规模为 762.11 亿元，其中业态占比最大的为商业广场，为 43.96%，规模达到 335.06 亿元。其次为酒店业态，发行规模为 141.10 亿元，所占比例为 18.51%。

从监测的数据中，还可以看到 CMBS 依旧是最受青睐的资产证券化产品，发行规模接近 500 亿元，所占比例为 65.44%。而 REITs 依然是以“类”的形式存在，2019 年 1-9 月类 REITs 的发行规模所占比例为 5.25%。

自第一只类 REITs，即 2014 年中信金石基金管理有限公司发起设立的私募 REITs 基金“中信启航”发行以来，商业地产资产证券化无疑获得了较大推进，最为关键的指标则是 CMBS 和类 REITs 的发行规模逐年递增。但公募 REITs 却一直缺席，待落地。

也许值得欣慰的是，2019 年传出了更多

2019 年 1-9 月商业地产资产证券化投向各业态规模



数据来源：观点指数整理

值得欣喜的消息。其中 3 月有消息称上交所召集券商和公募基金开会，鼓励机构准备上报公募不动产信托投资基金 REITs 项目，以期推出上交所第一批试点。4 月，国务院发展研究中心证券化 REITs 课题组秘书长王步芳表示，公募 REITs 首批试点产品近期有望推出。

随着公募 REITs 脚步渐行渐近，有望解决商业地产投入高、回收慢的难题。除了常见的购物中心、写字楼、酒店、长租公寓等，公募 REITs 的底层地产多种多样，包括物流地产、养老地产等可以产生现金流的资产都在此范围内。因此公募 REITs 的落地，不仅可以引导企业从开发、销售的发展模式过渡到开发、运营中来，还可以充分挖掘存量物业的潜在价值，发展新的“增长极”。

当然，回顾 2019 年资本市场不容忽略的关键词还有“IPO”。其中，宝龙地产分拆旗下宝龙商业管理公司于港股主板 IPO，募资约 50% 用于战略购及投资于其他商业运营服务商。

而其他商业地产创新领域则动态会多一些，其中长租公寓蛋壳、青客争相 IPO。联合办公领域，继 WeWork 上市折戟后，消息称优客工场已于 9 月底向美国证券监管机构提交了一份保密的招股说明书，希望在年底前进行首次公开募股。

商业地产融资可以说贯穿了项目存续的各个环节，而目前除却传统的资金募集渠道外，需要行业上下而求索，结合项目实际，考虑更多与资本市场的融合。上述 IPO 亦或是资产证券化只是其中较具前景或现实的路径。未来伴随更多 REITs 利好政策推进房地产行业格局变化，相信商业地产融资路途终将化“漫漫”为坦途。

购物中心篇 | 以“新”为题的想象

在存量当道的时代，购物中心的发展面临着诸多挑战。如何规划和发展购物中心？又怎样实现运营目标？成为每个从业者思考的问题。那么 2019 年至今，购物中心的发展又发生了哪些变化，从中又能摸索到哪些规律和经验？

在存量当道的时代，购物中心的发展面临着诸多挑战。如何规划和发展购物中心？又怎样实现运营目标？

各经济数据稳定增长 行业投资较谨慎

回望 2019 年前三季度，随着经济的平稳发展和人们日益增长的消费需求，社会消费品零售额也实现了相对稳定的增长。据国家统计局数据显示，2019 年 1-9 月我国的社会消费品零售总额为 296674.2 亿元，最高累计同比为 8.4%，增速虽略有波动，但总体维持在 8% 以上。

在社会零售额稳定增长的大趋势下，以零售业为重要依托的购物中心的销售额也在稳定增长。据商务部最新数据显示，今年 1-9 月，我国重点零售企业购物中心的销售额也维持稳定增长，增速总体保持在 5%-8% 之间。

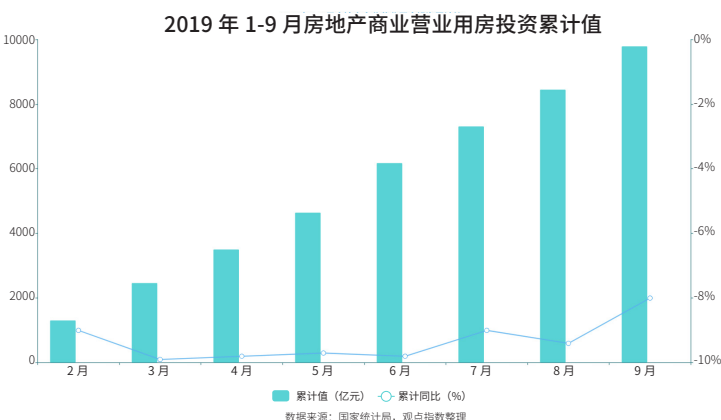
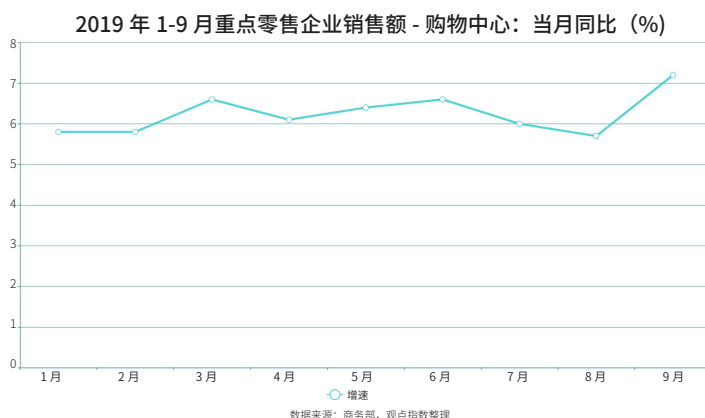
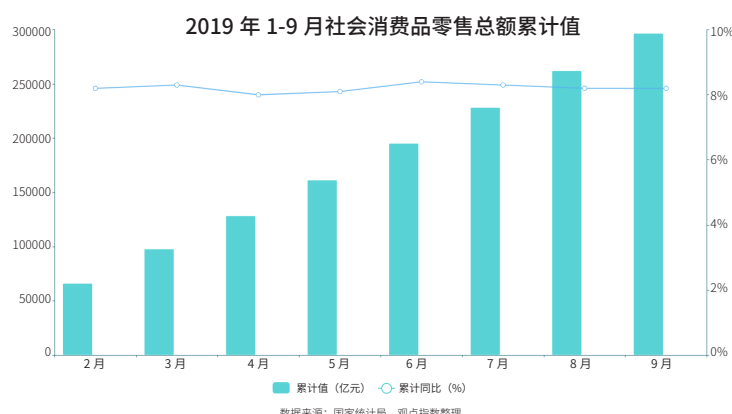
以上两个数据的增长都说明了我国零售业目前处于平稳发展的阶段。在此背景下，投资者的态度又如何？作为购物中心发展重要指标之一的房地产商业营业用房投资累计值或许可以说明问题。

据国家统计局数据显示，在 2019 年的前三季度，我国的房地产商业营业用房投资累计值依然呈现稳步上升趋势，累计同比有所波动，但始终维持在 -8% 到 -10% 之间。值得一提的是，9 月最新录得的 -8% 累计同比增速为全年最高。

从上述数据可以看出，目前对于购物中心的发展，不少投资者还是保持比较谨慎的态度。存量时代下，购物中心的发展之路仍在探索，相信这种审慎的投资态度还会持续较长一段时间。

新开业购物中心 298 个 长三角仍为布局重点

据观点指数不完全统计，2019 年 1-9 月，



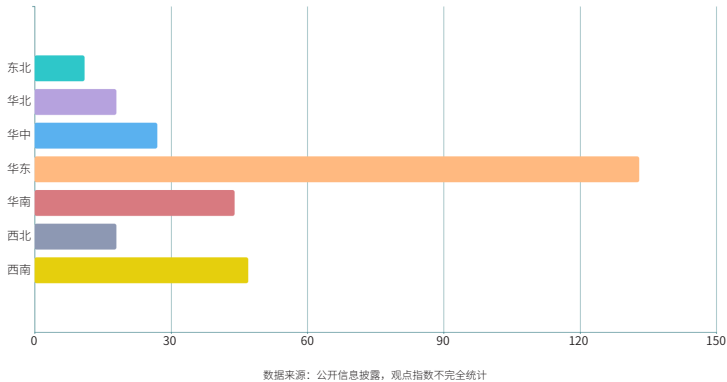
全国共有 298 个购物中心开业，分别分布于东北、华北、华东、华中、华南、西北、西南等 7 个区域。其中华东地区作为我国的重要经济地带，在长三角城市群的经济效益驱动下，拔得头筹，以 133 个新开业购物中心稳居第一。

而西南凭借成都、重庆、昆明等新兴消费型城市带来的需求，成功贡献了 47 个新开业购物中心，排名第二。紧随其后，华南也凭借着大湾区优势成功开业了 44 个购物中心。此外，西北、东北等因为经济增长带来的消费需求有限，位居末位。

在新开业的购物中心中，存量改造成为了一大亮点。据观点指数统计，由存量改造开业的购物中心明显增多，仅 9 月就有 5 个存量改造的购物中心入市。以上海为例，在 9 月新开业的 10 个购物中心中，存量改造的占 4 个，占比为 40%。

大批量购物中心的入市一方面能满足人们日趋多元化的消费需求，但另一方面也给本就进入存量时代，竞争日趋激励的购物中心行业增加了不少压力。如何在存量时代下生存，充分发挥出自身的商业价值成为了购物中心探索的主要问题。

2019 年 1-9 月新开业购物中心区域数量分布



存量改造趋势明显 收并购成主要扩张方式

在上述背景下，改造原有的购物中心，使之更能满足消费者的需求，成为目前非常明显的趋势。一方面，旧的购物中心因进入市场的时间较早，在地段选择上有明显优势；另一方面，在旧的购物中心原有基础上进行改造，所耗费的时间和金钱相对较少。

2019 年前三季度，国内的标杆购物中心都或多或少做出了相应的改变，无论是内地企业，还是港资企业，似乎谁也不愿在这波改造浪潮中“静坐”。

据观点指数统计，目前通过存量改造实现资产优化的商业地产企业有华润置地、龙湖、大悦城、恒隆、太古等，形式主要有两种，一是改造自持的购物中心，使之焕发新的动能，获得更为可观的收益，二是通过收并购其他运营商持有的商业资产进行改造升级，借助自身的商业品牌和运营优势，扩大购物中心规模，以此增加利润收益。

重点商业地产企业存量改造项目情况

企业	项目	获得形式	详情
华润置地	华润万象汇	收并购	南京桥北乐都汇购物中心打造为华润万象汇
大悦城	大悦春风里	收并购	大兴火神庙改造为大悦春风里
龙湖	华泾天街	收并购	华泾商业商务中心改造为华泾天街
恒隆	港汇恒隆广场	自持	港汇恒隆广场改造
恒隆	沈阳皇城恒隆广场	自持	三楼儿童区进行改造
恒隆	天津恒隆广场	自持	部分区域改造
太古	三里屯太古里	自持	西区将翻新成为延伸部分

数据来源：公开信息披露，观点指数整理

在存量改造的企业中，可以看出，内地商业地产企业主要采取的方式是收并购，这同时也是近年来商业地产企业为扩大规模而采取的主要手段之一，去年万科旗下的印力集团就通过收并购成功获得了凯德的 20 家购物中心。虽然如此大批量的收购在今年前三季度并没有再现，但收并购依然是今年商业地产企业发展购物中心的一大亮点。

而传统的港资企业因自身自持自营、做精做细的特性，主要以改造升级自身的购物中心为主，以此实现资产优化，取得更好的租金收益。

轻资产模式多样 金融化运营策略突出

除通过存量改造实现资产优化外，改变自身持有的购物中心商业模式也成为了不少商业运营商的共识。今年以来不少企业都明确了未来的轻资产发展方向，并逐渐对购物中心布局做出了相应调整。

目前国内商业地产企业发展轻资产模式主要有三种，但基本都是围绕运营和资金做文章。运营是其核心部分，只有具备优质的运营能力才能进行项目的管理输出，其次借助外部资金则可以高效利用资本，实现较高及安全的投资收益。

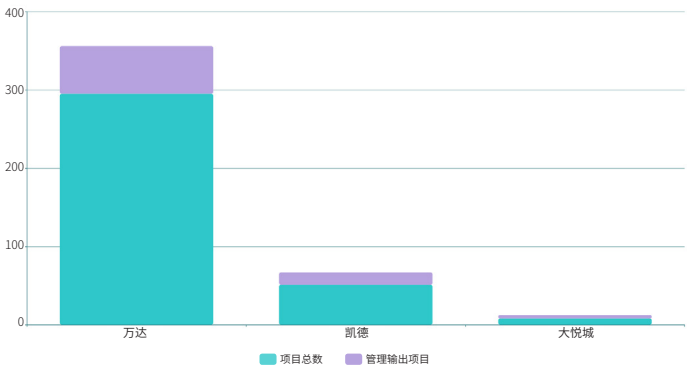
上述三种模式的代表企业在国内的轻资产运营情况如何？据观点指数不完全统计，万达因为只输出运营管理服务，操作起来最为简单，因此目前的项目数量最多；其次是凯德，因为自身较强的资本运作能力，在中国也有不少的管理输出项目。最后是大悦城，因为发展的时间较晚，目前的管理输出项目最少，但相信在未来几年里将会得以提升。

随着轻资产模式的日趋完善和成熟，相信会有更多的商业地产企业加入到这个行列中来，届时的购物中心的发展也将更加多元。

商业地产企业轻资产发展模式		
模式	特点	代表企业
运营核心模式	输出管理运营服务	万达
运营+投资模式	投资管理人、运营机构双重身份	凯德
投资+运营+合作开发模式	成立并购基金，输出管理运营服务 选择合作伙伴共同开发	大悦城

数据来源：观点指数整理

商业地产企业管理输出项目情况



数据来源：企业半年报、公开数据，观点指数整理

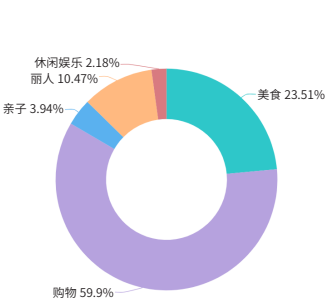
业态升级之战 “首店经济” 受青睐

随着新购物中心的入市，传统的购物中心也面临着巨大的挑战，在存量时代下无论是为谋生存而改变，亦或是为了自身规模扩大而创新，购物中心都在发生着明显变化。

除了商业地产企业的发展策略调整外，购物中心本身的运营也要顺应时代发展。目前购物中心主要通过业态调整、借助新技术等手段来发展自身，以适应当下日趋激烈的竞争环境。

在观点指数观察的 10 个一线城市样本标杆购物中心中，购物类业态的占比依然最高，

样本购物中心业态占比



数据来源：观点指数整理

其次是美食类业态以及丽人类业态。值得注意的是，随着近年来场景化、体验化趋势的加强，一些购物中心为了进一步增加消费粘性，提升了亲子类业态以及休闲娱乐类业态的占比。

除了从整体上对业态进行调整以外，样本标杆购物中心还采用了引进首店的策略，即通过首店来丰富固有业态，激发消费者的消费欲望，此外也能提升购物中心知名度，吸引更多的消费者前来，带动人气和流量。

据观点指数不完全统计，仅在 2019 年上半年，就有接近 40 家的首店入驻一线城市样本标杆购物中心。其中，北京商圈的标杆购物中心新增首店数量最多，三里屯太古里更是以 11 个首店的数量稳居首店收割机的宝座。

那么在首店竞争中，什么业态是最受购物中心运营者们青睐的呢？据观点指数对一线城市样本标杆购物中心的观察，在首店数量上，餐饮、服饰、箱包鞋履的占比最多，分别位居前三位，美妆、珠宝、家居次之，奢侈品类型的首店占比最小。

目前的首店经济依然以传统的餐饮和零售业占主导地位，网红类的餐饮首店层出不穷，如北京的西单大悦城就于 7 月引入了“现象级”排队品牌——西湖船宴桂满陇的华北首店，开业后场面火爆，经常出现排队长的情况，但仍然有很多客人乐此不疲。流量时代下，网红餐饮的确能为购物中心吸引更多的消费者，提升客流量。

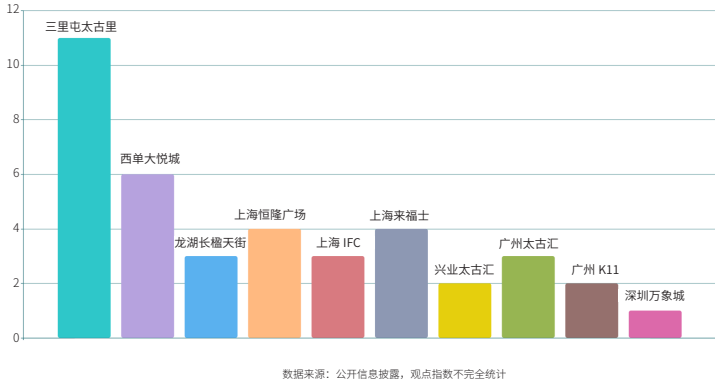
在服饰类传统业态中，男装的首店占比也在提升，观点指数统计的一线城市样本标杆购物中心 39 家首店中，服饰类的首店共有 14 家，其中明确为男装服饰首店占 3 家，占比达到 21.4%，这也从侧面说明了当今男性消费群体在购物中心业态布局中越来越受重视。

体验化业态日趋细分化 科技新零售入局加码

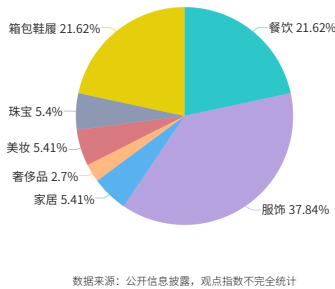
在购物中心同质化严重的当下，一方面，相较传统零售业，体验式、场景化业态具有鲜明性，因此在购物中心业态布局中一直受到运营者们的青睐。另一方面，以新科技为重要依托的新零售也纷纷进驻购物中心。

据观点指数了解，仅今年上半年，北京地区就引入了不少新的体验化业态，如英国曼联

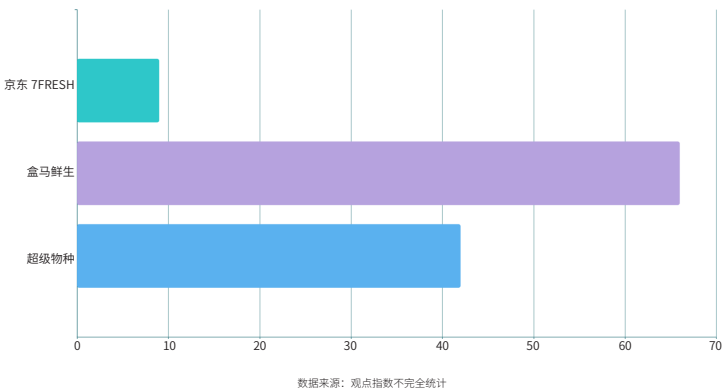
全国标杆购物中心上半年首店数量



标杆购物中心上半年首店业态及占比



科技新零售入驻购物中心数量



足球俱乐部开设的曼联体验中心、世界顶级超跑品牌 SALEEN 赛麟的汽车体验中心、下厨房开出首个厨房美学实体店“好室好得”、全球首家国粹京剧体验馆“亮相天乐园”等。

而在体验业态的构成中，娱乐休闲类业态由于本身的体验特性，始终占据着主要的地位，且日趋多元化。目前主流的娱乐休闲类业态主要有 VR 体验馆、密室逃脱、主题乐园、电竞馆、真人 CS、轰趴馆等，此外还有不少跨界集合店。

在新零售方面，阿里的盒马鲜生、京东的 7FRESH 以及永辉的超级物种等新科技零售业纷纷进驻购物中心。据观点指数不完全统计，目前进驻购物中心数量最多的是阿里的盒马鲜生，其次是永辉超市的超级物种，而京东的 7FRESH 数量最少。相信随着时间的推移和布局的加快，这类新零售门店的数量将会持续增长。

新科技零售的进驻，对于其本身和购物中心而言都具备一定的积极作用。一方面，如盒马鲜生、超级物种这类的新鲜食品零售对选址有一定要求，需尽可能地贴近消费者的生活，且距离生活区不能太远，购物中心在这方面无疑满足了这一点；另一方面，此类新鲜食品零售门店的入驻也丰富了购物中心本身的业态构成。

线上线下融合时代 科技助力运营

科技即未来，如今购物中心也迎来了线上线下的融合。在此背景下，不少商业地产企业都制定了自己的科技战略，力求通过科技赋予购物中心发展新动力。

据观点指数统计，目前商业地产企业发展科技的方式主要有两种，一是成立自己的科技公司或者团队，如凯德、太古、红星美凯龙，主要开发属于自己的科技运营产品，为购物中心的运营提供技术支持；二是通过与国内科技巨头合作，借助其先进的科技水平和相关产品来发展自身购物中心，如大悦城、万达，就与腾讯在科技方面合作，借此实现线上线下的一体化运营，打造智慧购物中心。

无论是自己开发亦或是和他人合作，购物中心未来的运营势必要借助科技创新，运用科技实现智慧运营，这将是购物中心未来一个重要的发展方向。

总体而言，在存量当道、同质化严重的当下，购物中心的发展面临着不少挑战，但商业运营商也针对发展战略正在努力做出调整，购物中心的运营也在发生着变化。如今，生活服务 + 零售 + 餐饮业态格局被打破，标杆购物中心寄希望于首店效益，科技新零售业态也初见端倪。如此种种，都意味着购物中心的未来发展将更具想象空间。

商业地产企业科技战略		
企业	日期	科技战略
凯德	2019年1月	商业新物种“来探Next-Ten”全球首店亮相北京凯德MALL·太阳宫，提供场地入驻服务、凯德星智慧零售解决方案、运营配套服务。
大悦城	2019年4月	腾讯与中粮集团达成战略合作，将智慧零售和社区相融合，做到线上线下一体化运营。
万达	2019年5月	万达和腾讯携手打造全国第一个“智慧广场”试点落地北京丰台科技园万达广场。
太古	2019年5月	正式推出子品牌K11Select，落地K11生态圈中的最新科技，为消费者提供“实验性”与“未来感”的艺术文化购物新体验。
红星美凯龙	2019年5月	首次对外发布红星美凯龙信息技术有限公司自主研发的智慧商场管理系统、数据中台解决方案、商业地产管理解决方案。

数据来源：公开数据披露，观点指数整理

长租公寓篇 | 公募 REITs 前夜

盈利不足一直是长租公寓行业的“痛点”，截至目前处于盈利状态的长租公寓屈指可数。也就是说，长租公寓必须依靠源源不断的外部融资才能勉强维持经营。但我们知道，风险资本的加持是暂时性的，到达一定的时间点后，如果没有见到实际收益，就会出现“逃离”。

截至 2019 年前三季度，因资金链断裂而倒下的长租公寓数量超过 25 家。其中，备受关注的乐伽公寓在 8 月 7 日官方宣布正式停止运营，其“高收低租”的烧钱模式被人诟病。

另一方面，在私募融资收紧的环境下，有报道称，蛋壳、自如、青客公寓纷纷转向寻求上市募资的道路。美东时间 10 月 7 日，青客公寓正式递交赴美 IPO 文件，成为国内首家披露招股书的长租公寓企业。碰巧的是，在青客递交申请书的同时，悦如公寓称其无力维持 1600 套房源的运营成本和资金压力，现阶段资金链断裂，只能出售公司予郑州比逊达美公寓管理有限公司，但后来收购事项因故中止。在融资道路上，除了寻求上市，还有一种可能存在的方式是公募 REITs。据报道称，上海证券交易所 2019 新年致辞中表示，“上交所推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs”。

2 月 9 日，《深圳证券交易所发展战略规划纲要（2019 ~ 2020 年）》发布，明确指出要大力发展公募 REITs。

随后的 3 月 21 日，据外媒报道，上海证券交易所近期召集券商和公募基金开会，鼓励机构准备上报公募不动产信托投资基金 REITs 项目，以期推出上交所第一批试点。

目前为止，中国内地还没有发展出真正意义上的公募 REITs。那么，假设在政策等条件成熟的情况下，在长租公寓领域推出公募 REITs 的可能性有多大？目前长租公寓行业满足了哪些条件，还有哪些难点是需要突破的？

即便国内公募 REITs 放开，问题的关键还得看底层资产的质量。从目前不足 3% 的回报率来看，即便公募 REITs 放开，长租公寓的资产也难以配售。

资金压力待解，长租公寓的轻重抉择

理想情况下，长租公寓本身具有“资产特定化、租金收入稳定、运营模式清晰”的特点，在政策带动下租赁住房市场的发展为 REITs 提供了大量可选择的基础资产。

根据国际经验，基础资产应当为优质的、能够产生稳定真实、持续、稳定现金流的资产，物业的毛租金收益率需达到 6% 以上。这对于不足 3% 的长租公寓行业来说，达到此条件并非易事。

因为经营成本远远高于净收入总额，为了维持稳定的现金流，长租公寓企业通常采取两种方式：一种是“租金贷”，另一种是寻求融资。如今政策严控“租金贷”，寻求融资成为长租公寓纾解资金压力最快速的方式。

由于类 REITs 增长速度快、利润空间高，因而受到资本市场青睐。截至 2019 年前三季度来看，作为类 REITs 的长租公寓产品数量约为 14 个。在这些发行类 REITs 产品的企业里，

截至2019三季度长租公寓类REITs产品（部分）				
发行时间	发行主体	首期/拟发行金额	要点	备注
2017-11-03	新派公寓	2.7亿元	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	国内首单租赁住房类REITs；首单长租公寓权益型类REITs产品
2018-03-13	保利	17.17亿元	中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产支持专项计划	储架总规模50亿元；国内首单由房企发行的租赁住房类REITs
2018-04-25	寓见公寓	3.60亿元	华泰佳越-中南寓见资产支持专项计划	国内首单托管型长租公寓类REITs；寓见公寓于2018年10月出现“资金链断裂”，后被麦家公寓和蛋壳公寓分别进行了部分收购重组
2018-04-27	碧桂园	17.17亿元	中联前海开源-碧桂园租赁住房一号资产支持专项计划（第一期）	总规模100亿元；国内首单达到百亿级规模的租赁住房类REITs产品
2018-06-21	旭辉领寓	2.5亿元	高和晨熈-中信证券-领昱系列资产支持专项计划	储架规模达30亿元；国内首单民企长租公寓储架类权益型REITs
2018-07-05	恒大	—	中联前海开源-恒大租赁住房一号第N期资产支持专项计划	总规模100亿元；恒大集团首单租赁住房ABS产品
2018-08-10	越秀集团	4.9666亿元	中联前海开源-越秀租赁住房一号第一期资产支持专项计划	总规模50亿元；越秀租赁住房类REITs首期产品
2018-09-19	阳光城	12.1亿元	中信证券-阳光城长租公寓1号资产支持专项计划	国内A股民营房企首单储架式长租类REITs
2018-09-07	泰禾	8.1053亿元	中信证券-泰禾集团鼎盛长租公寓1号资产支持专项计划	
2018-12-13	远洋	32.03亿元	中联前海开源-远洋集团一号资产支持专项计划	
2019-01-21	上海地产	17.1亿元	国开-上海地产第一期公开租赁住房资产支持专项计划	
2019-02-20	金地	20亿元	华夏资本-金地火花长租公寓1-8期资产支持专项计划	品种为ABS
2019-03-12	佳兆业	30亿元	首笔长租公寓资金支持专项计划	获深交所发出无异议函
2019-03-13	朗诗	10.68亿元	平安汇通-平安不动产朗诗租赁住房1期资产支持专项计划	首单合作型长租公寓储架式REITs

来源：网上公开资料，观点指数整理

目前而言长租公寓企业 A 是实现了资产管理完整闭环的企业之一。

从 2012 年底创建资产管理品牌，到 2013 年中期募集收购型私募基金，再到改造提升物业资产，实现资产持有运营，最后到类 REITs 的成功发行并退出，长租公寓企业 A 建立起了自己的资产管理程式，为长租公寓筹资难的“痛点”，找到了一个新出口。一旦推出标准公募 REITs，其闭环会更加完整。这给那些背后没有强有力资本支撑的长租公寓企业树立起标杆，大家可以共同享受公募 REITs 红利。

长租公寓并不是一个短期盈利的行业，因此不少业内企业均对其未来发展保持信心。当城市发展到一个成熟阶段，房地产市场不再只是单纯的买卖关系，而衍生出更多的租赁关系，因为这样可以使城市容纳更多的人。

在现有的长租公寓运营模式中，可分为轻资产和重资产。前者即“二房东”，利润主要来自交易的差价，操作简便，容易复制，可快速实现规模扩张，但是竞争相当激烈，而且容易形成“高收低租”的恶性竞争，难以产生良好的规模效应；后者是操作最难的，也难以实现大规模扩张，但能带来不错的盈利。

有些企业则取中庸之道，比如自如、蛋壳，就是二者兼顾的“轻重并举”模式。这种模式的优势在于，可以通过培养强有力的运营能力，挖掘持有物业的价值空间。

长租公寓作为底层资产：稳定但不优质

那么，长租公寓作为底层资产的收入前景如何呢？对此，我们可以先从长租公寓企业 B 的财务数据中窥视当前长租公寓存在的某些共同问题。

从收入构成来看，租金收入是长租公寓企业 B 的主要来源，同时这也是产生稳定现金流的保证。2017 财年和 2018 财年，其净收入分别为人民币 5.23 亿元和 8.90 亿元，同比增长 70.3%。

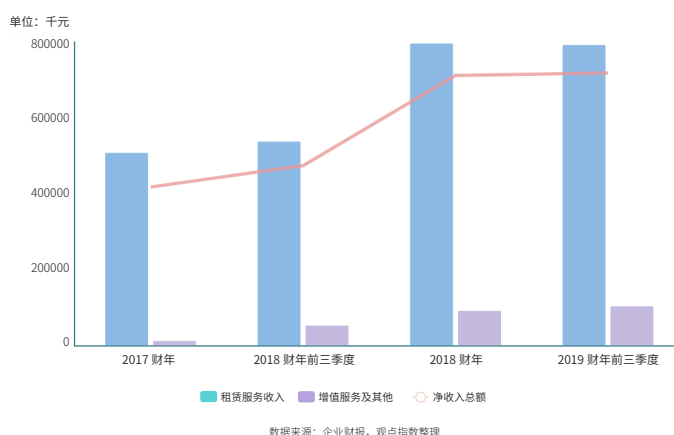
按财年划分，截至 2018 年 6 月 30 日和截至 6 月 30 日的 2019 财年的前三个季度，其净收入分别为人民币 5.93 亿元和人民币 8.98 亿元，较上一季度增长 51.4%。

但将其与经营成本进行对比，就会发现经营成本与收入大致相抵，总成本甚至高于净收入。按财年划分，截至 2019 年 6 月为止的 9 个月，长租公寓企业 B 每个房间平均月租金 1149 元，折扣后 1075 元，平均租金利差为 25.1%，折扣后利差为 20%；据此计算，每间房月租金价差为 215 元-288 元，不超过 290 元。

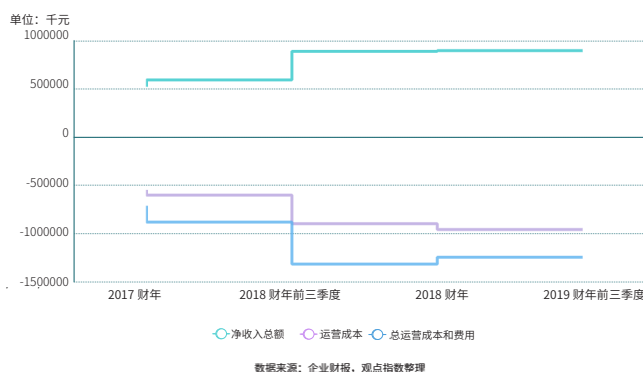
但每间房的平均装修费用为 1.47 万元，如果按照 290 元的租金利差计算，大约需要 50.69 个月，也就是超过 4 年时间才能收回装修成本，然而还没包括装修折旧及租房空置带来的费用。

在利润方面，长租公寓普遍处于亏损状态。对于长租公寓企业 B 而言，亏损的金额

长租公寓企业 B 近三财年的净收入



长租公寓企业 B 近三财年净收入与成本



远远高于账面上的现金流，目前已累计亏损 20.29 亿元。2017 财年和 2018 财年，其净亏损分别为人民币 2.45 亿元和人民币 5.0 亿元，EBITDA 为负人民币 9,290 万元和负人民币 2.68 亿元。

按财年划分，截至 2019 年 6 月 30 日止 9 个月，其净亏损为人民币 3.73 亿元，而现金及现金等价物为人民币 3.42 亿元，大致相抵。

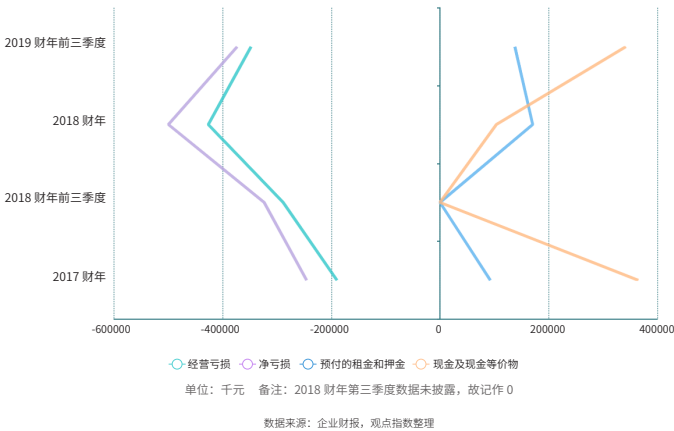
从以上数据来看，目前长租公寓行业仍处于前期“烧钱”的阶段，如果按现有的以租金收入为主的盈利模式来测算，至少需要 5-10 年时间才能实现良好的盈利，以及稳定的现金流。

长租公寓行业前期投入大、回报周期长的特点，促使其在开发、运营过程中需要大量的资金支持，重资产模式下的资金要求甚至更高。

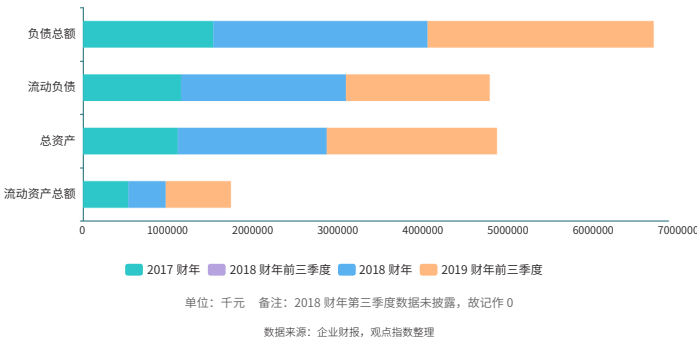
然而，在私募资本市场上，长租公寓并不是特别受投资者青睐的标的，即使是拥有资本号召力的头部品牌，更多的是持有股份的自家融资方继续追加多轮融资，所得的现金流也很有限——仅勉强能够用于还清债务，以维持经营。

为了方便地获取融资，不少长租品牌纷纷提及上市 IPO 的目标，比如 SOHO 3Q、自如、蛋壳公寓、青客公寓，目前青客公寓、蛋壳公寓已先后提交了赴美 IPO 文件。青客公寓预计于 11 月 5 日在纳斯达克挂牌上市，证券代码为“QK”。从其披露的经营数据来看，青客公寓此次赴美 IPO，更像是舒缓资金压力下的“背水一战”。

长租公寓企业 B 近三财年的亏损与现金流对比



长租公寓企业 B 近三财年资产与负债情况



长租公寓 REITs 难点：投资吸引力不足

华尔街有一句名言：如果你有一个稳定的现金流，就将它证券化。在资产证券化道路上，国内创立了独具特色的类 REITs 产品，亦称“中国式 REITs”，它更多的是将房地产项目公司股权与资产证券化（ABS）相结合，以未来能够产生的可预期稳定现金流（如租金、物业经营性收入等）为基础的结构化融资产品。

考虑到市场环境、法律制度、税收政策等因素的影响，国内目前的操作模式是通过发行专项资产管理计划，即契约型的方式，为证券提供可在交易所转让的流动性。但专项资产管理计划并不能直接收购物业公司股权。

而在公募 REITs 的模式下，投资者可以通过认购成为公司的股东，从而间接持有物业资产的股份，公司将投资收益以股利的方式分配给投资者。

由于公司型 REITs 拥有一个独立的按照投资者最佳利益行事的董事会，而非委托外部管理人负责 REITs 的运营发展，公募 REITs 通常可以更好地解决投资者和管理者的利益冲突问题。

因为 REITs 在股票交易所进行交易，具有很好的流动性，所以很容易转化成现金。这对于

长租公寓行业来说，是一件好事。REITs 还可以通过投资于不同的物业，以分散风险。对长租公寓而言，这样一方面有利于维护投资者的信心，分散投资风险，另一方面也可以促使长租公寓行业形成良性竞争。

理想状态下，长租公寓品牌依靠资产质量和运营能力，可以形成从“私募基金收购存量资产——改造持有运营——公募 REITs 退出”的完整闭环。

这里关键性的一环，则是“资本通过公募 REITs 融资和退出”的过程，这是资产证券化的“最后一公里”。

从结构来看，REITs 可被视为一个共同基金，它通过在二级市场融资的方式，来直接投资具有稳定现金流的持有物业，中小投资人亦可参与其中，并获得定期的现金回报和增值收益。

通过 REITs 作为有效的退出渠道，长租公寓品牌可以实现长期的资金回流，缩短开发和建设周期，以及为银行减缓贷款压力提供了可行的途径。

2017 年开始，由于长租公寓领域的政策利好不断，以长租公寓为标的物业发行比例开始逐渐提升。经过多轮“洗牌”之后，那些具备运营实力、注重产品质量的长租公寓品牌更容易享受到政策红利。

一旦公募 REITs 放开，这些长租公寓头部品牌很可能会成为第一批“试点”。但目前而言，还需要突破以下难点：

第一个是底层资产的质量问题。即便国内公募 REITs 放开，问题的关键还得看底层资产的质量。从目前不足 3% 的回报率来看，即便公募 REITs 放开，长租公寓的资产也难以配售。

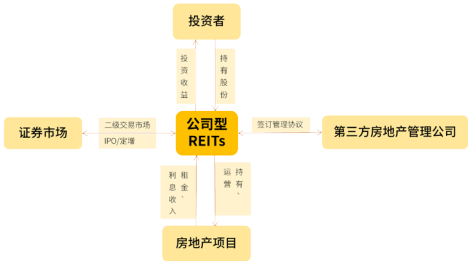
第二个是税负问题。虽然两大证券交易所都明确指出要大力发展公募 REITs，证监会和住建部也联合发布了《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，明确提出将试点发行公募 REITs，但只要财政部和国家税务总局没有在税负问题上“松绑”，公募 REITs 的推行依旧是“纸上谈兵”。

第三是长租公寓收益率远低于国内目前的无风险利率。REITs 等资产证券化产品只有在其收益率高于无风险利率情况下才能体现出对机构投资者吸引力。而目前长租公寓的收益率过低，对机构投资者的吸引力非常有限。

此外，区块链技术的大量应用也可能为公募 REITs 的落地提供有效机制，形成 T-REITs（Tokenized REITs 的简称，指 REITs 的 Token 化与上链），为中小投资者投资房地产打开一扇窗，从而让房地产投资的门槛降低。

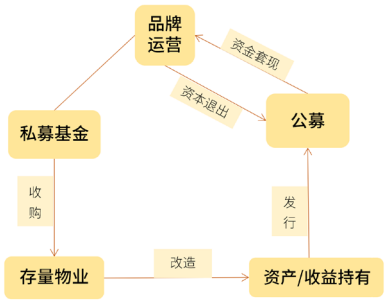
	标准REITs	类REITs
交易结构	公司型/契约型	契约型
税负水平	REITs收益分配达到90%后，分配给投资者的部分，免征公司层面所得税。	资产转移过程中，需缴纳公司所得税、土地增值税等较高税负。
收入来源	已设相关的法律要求。收入大部分来自可产生稳定收入的房地产租金、相关处置收入，以及其他合格投资者收益。同时，REITs公司购入的新资产也会贡献一部分收入。	未设相关的法律要求。收入大部分来自项目成立时的基础物业公司运营收入、处置收入等。
分配要求	90%收益分配给投资者，可长期持有。	分设优先A级、B级或次级。优先A级享有固定收益，B级或次级可享有物业处置收益，但通常设有期限，且期限较短。
募集形式	设有公募REITs。成立时股东数量超过100人，上市公开发行人时要求更多。	股东数量一般在200人以下，原始权益人拥有优先回购权，这可能会影响到最后的以公募REITs形式退出。

数据来源：观点指数整理



数据来源：观点指数整理

长租公寓 REITs 运作设想



数据来源：观点指数整理

联合办公篇 | 黑夜里的开拓者

19 世纪中叶,17 岁的农夫亚默尔揣着一夜暴富之梦,挤入了加利福尼亚的淘金大潮。

藏金的山谷里水源奇缺,干旱燥热,持续的干渴成了淘金者难以忍受的体肤之苦。精明的亚默尔从短缺中发现了商机,他放弃了挖矿,转而寻找水源,把水装在壶里、桶里卖给淘金者,靠卖水而非挖矿,亚默尔很快成为了百万富翁。

这就是“卖水理论”的来源。

联合办公,看起来做的正是卖水生意 -- 从别的写字楼开发商里租下项目后,进行资源整合和服务赋能,然后再转租。2015 年起,联合办公行业在中国凶猛扩张,至 2019 年,行业已经出现由经营亏损引起的合并、收购;而在美国,成立九年的联合办公鼻祖 WeWork 完成了市值 470 亿美元到 70 亿美元的大跳水。

由 WeWork 引领的共享办公风口,也因为其 IPO 终止而阶段性冷却,但估值跳水引起的余震仍在不断蔓延。独角兽们的桀骜不驯以及资本市场的浮躁得到重新审视,从产业模式到核心价值都在经受一众投资者担忧,包括其商业模式是否可持续。也许估值泡沫的破灭只是刚刚开始。

wework 上市梦碎,行业受到市场怀疑,正所谓“谁无暴风劲雨时”,行业仍在摸索前行,待行业走出困顿,或许能守得云开见月明。

共享办公潮退,一线城市独占鳌头

2015 年,全国上下兴起“大众创业万众创新”浪潮,直接带动办公需求,“共享办公”概念流行开来,主打弹性空间、弹性租期的联合办公开始走向公众视野,涌现出一大批众创空间、联合办公空间。

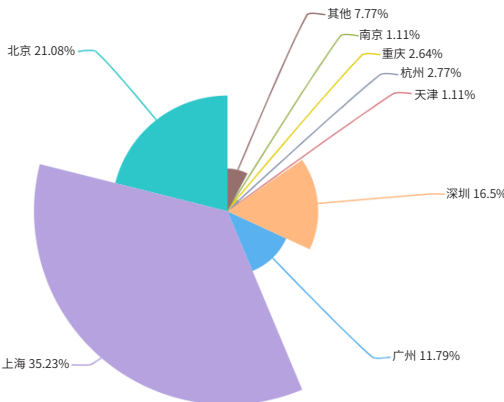
新兴的业态让投资者看到了可能性,一时间大量的资本注入联合办公行业,而不少企业开始疯狂的跑马圈地。有研究机构的数据显示,上海超甲级、甲级以及乙级写字楼总体量约为 1400 万平方米,而联合办公产品总体量已达到 85.7 万平方米,联合办公总体量与优质写字楼总体量的比例达到 6%。

来到 2019 年 9 月,据观点指数研究院不完全统计,目前全国联合办公在营项目数达到 721 个,北上广深仍是联合办公的主战场,联合办公项目数占据了全国市场份额的 92%。就目前情况来看,联合办公营业点均集中在经济能力较强的一线、强二线,这类城市有更为集中的客户群体。但同时碍于目前联合办公企业大都仍是“二房东”,运营和盈利模式比较单一,因此写字楼也成为联合办公最大的空间资源支撑。

这种情况,同时也体现在观点指数研究院追踪的 7 家联合办公企业上。据观点指数不完全统计,目前 7 家联合办公企业,在北上广深四城合计在营项目的 290 个,占据了 4 个城市总联合办公项目数的 47.5%,接近半数。

同时上述 7 家企业均获得了不同程度的资本注入。借此,它们可以利用充足的资金在一线城市拿到优质项目,或者收购较小的联合

全国联合办公在营项目分布



数据来源: 观点指数整理

办公企业。而中小型联合办公企业，不论从资本上还是优质项目上都先天不足，竞争优势略逊一筹。

在 4 个准一线城市之中，北京、上海联合办公项目独占鳌头，分别达到了 144 个和 101 个；广州、深圳的联合办公项目数较少，其中深圳占了 10%，而广州则仅占 5%。广州、深圳的联合办公市场仍未被完全开发，观点指数研究院认为，未来深圳、广州将会孵化出大批优秀的联合办公企业和项目，亦有望成为联合办公企业跑马圈地新战场。

资本普遍观望，融资事件屈指可数

迄今为止，联合办公行业仍在冲击规模，头部企业笃信规模化可以带来成本优势、议价优势和资源优势。

然而，从 2018 年起，联合办公获得融资的情况就逐步减少。以观点指数研究院跟踪监测的 7 家联合办公企业公开数据显示，2015 年起，联合办公的融资事件不断飙升，2017 年达到顶峰，但 2017 年后资本热度减退。加上 WeWork 频频被投资者质疑其盈利能力，最为直接的就是 2019 年的联合办公融资事件缩水。观点指数研究院统计，2019 年至今 7 家联合办公企业发生的融资事件仅 3 起，涉及资金超 12 亿元人民币。

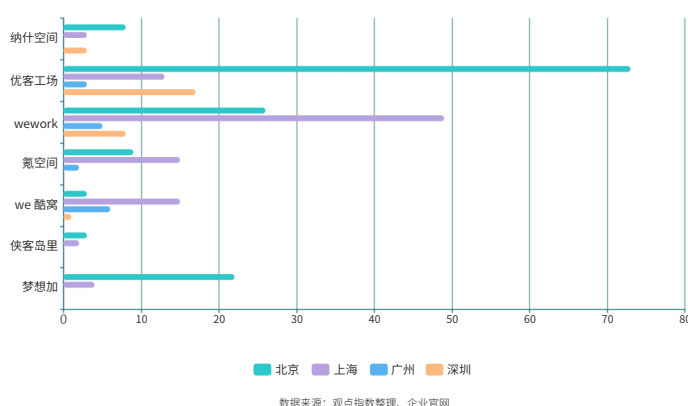
喧闹过后，行业不可避免地要回归理性。数据显示，从 2018 年至 2019 年，联合办公品牌减少约 40 家，发展缓慢、濒临破产倒闭状态的联合办公品牌占总数的 31.1%。

这一效应带来的另一个结果是，联合办公这一香饽饽似乎变成了一块难啃的骨头，呈现两极分化，小公司不断倒闭，大公司开始收购壮大。头部玩家在资本助力下疯狂扩张，资本退潮后中小玩家无力扩张，要么被兼并要么被淘汰出局。一时之间，兼并、倒闭、裁员、关店、转型的消息不绝于耳，而融资等利好消息则越来越少。

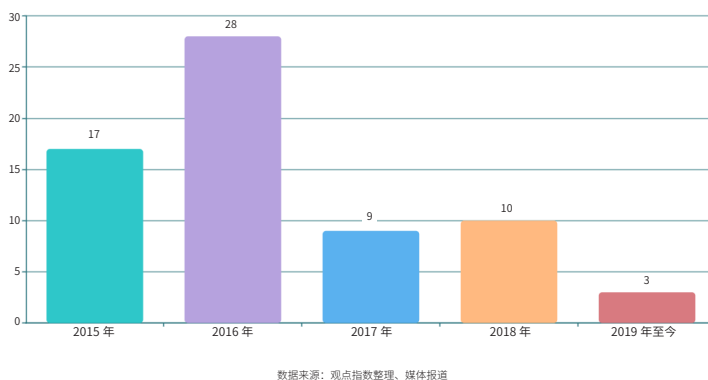
其实，不光中小玩家存活越来越困难，即便头部玩家也不得不面临高速扩张的阵痛，在经历裁员、关店风波后，氪空间宣布从“联合办公”向“综合办公服务+新型资产管理”升级，试图以轻资产运营方式破局。

去年，裸心社以半价出售给 WeWork、

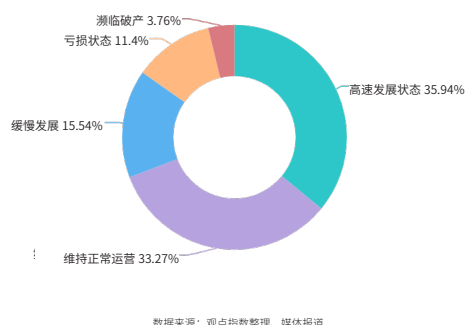
头部联合办公企业全国重点城市项目布局



近五年联合办公融资事件数



目前联合办公企业运营状态



优客工场接连并购四个联合办公品牌则依然让人印象深刻。今年1月，某地产联合办公品牌黯然退出联合办公行业；5月底，聚梦空间进入破产清算程序；9月，WeWork的IPO失败更是引起一系列讨论。当然也不乏好消息传出，比如10月25日，有消息称优客工场将赴美上市，但目前尚无更多进展。

除了靠联合办公起家的企业卯足劲抢占市场，联合办公市场还吸引一众房地产企业大举杀入，龙湖、碧桂园、当代、中骏、远洋等纷纷进场。这些地产届“种子选手”优势和劣势都很明显。优势是手中拥有充裕资金，可以实现规模化扩张，自持物业可以很方便地改造成联合办公空间；劣势则是缺乏成熟的运营经验和耐心，希望能尽快获利。

房企玩家加入虽然使得行业有所回暖，但寒意仍然持续。今年1月，金地商置旗下联合办公品牌ibase原点宣布暂停运营，并表示关店的原因主要由于整体经济形势下行，经营不善，已长期处于亏损状态；而近期更有消息称拥有大面积自持写字楼优势的SOHO将会出售旗下联合办公品牌SOHO 3Q。

头部企业入不敷出，亏损运营依然是常态

据某公开招股书的联合办公企业数据显示，最大的支出是空间运营支出（Location Operating Expenses），其中大部分是租赁的费用。据其介绍，公司一般与房东签订10至15年的租约，租赁的费用一般用直线分摊法计算在每期的费用支出之中。招股书中的财务业绩部分显示，从2016年至2018年，该企业的营业收入从4.36亿美元增长至18.21亿美元，每年营收同比增长100%以上。而进入2019年后营收增速依然保持，截至2019年6月30日，上半年营收已经高达15.35亿美元。

与此同时，上述企业的亏损额也在逐年扩大，2016年全年亏损4.29亿美元，到2018年全年亏损额已经进一步扩大至19.27亿美元，今年上半年亏损9亿美元。

从该联合办公企业的成本结构来看，包含长租签约费用在内的商业办公用地运营费用占比最大。2016-2018年的空间运营支出分别为4.3亿美元、8.1亿美元和15亿美元，占总营收的比例为99%、92%和83%。虽然总体来看占比有下降的趋势，但仍然占了营收80%以上。

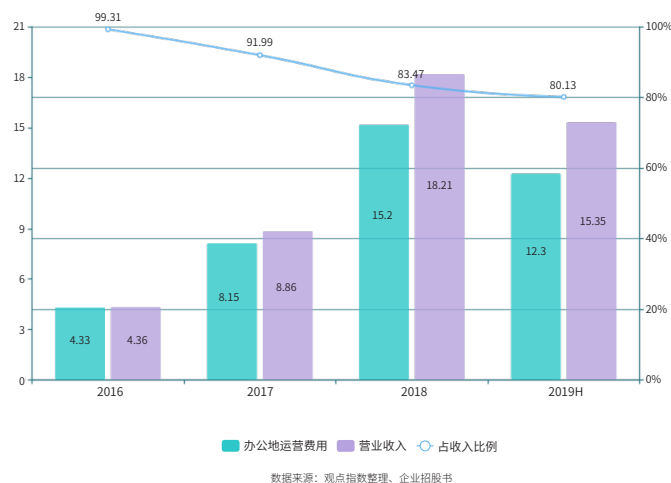
上述企业在招股书中称，商业办公用地运营费用中并不包含物业的折旧和摊销费用，这部分作为单独的费用项目列示出来，如果将这部分费用也算在运营费用中，则占营收的比例在过去几年将超过100%，即该企业通过联合办公业务获得的收入，并不足以覆盖获取物业的成本。更勿论，除了获取物业的支出外，成本中还包括市场营销、行政费用等多项其他成本。

由前文所述的联合办公企业财务数据不难看出，这是一种具有风险性的商业模式。因为签订合约之后，在未来数年公司承诺支付数十亿美元，但却不能保证未来经济情况保持良好。

而且联合办公存在一定的拓客压力，其招商主要途径较为依赖中介公司。相关资料显示，目前联合办公六成以上的客户都来自于中介渠道，中介费已经从过去的8%上涨到15%。这也意味着联合办公运营商需要付出高额的中介费，加重了运营的成本。

有研究机构数据显示，目前我国联合办公空间的租金水平与传统写字楼齐肩，在价格

某联合办公企业营收与办公地运营费用对比情况



上并没有存在太多优势。因此要实现营利，减少办公用地运营费成了一众联合办公企业目前要面对的难题。

联合办公最初采取的主要是赚差价，低价拿到写字楼，改造后再出租。这种模式的准入门槛低，如果能低价拿到写字楼再通过服务、创意、运营、差异化等创造出空间的增值，就能赚取租金的差价。有业内人士表示，如果将一个租金在 5 元 / 平方米 / 天的乙级写字楼改造成共享办公，其租金可以达到 7-12 元 / 平方米 / 天，甚至更高的水平。但现在，这种单一的盈利模式已经很难“活下去”。

数据显示，联合办公出租率平均达到 85% 时才能保持盈亏平衡。但单体项目 85% 的出租率只能在部分一线城市的核心区域才可达成。而选址一线城市核心区域往往会变相增加成本，降低了溢价率。

实际上，大部分共享办公空间的实际出租率都达不到 80%，标杆企业的出租率也才仅仅超过 80%。公开资料显示，即便项目大多数位于城市核心商圈，SOHO 3Q 的平均出租率也仅有 88%，氪空间的出租率达到 94%，优客工场、纳什空间的出租率行业最高，均为 95%。如何改变场地高额费用造成的资金困局，不少联合办公企业开始另辟蹊径，把眼光聚焦在与第三方企业合作，通过后续增值服务获得高利润的战略上。

跨界合作并不是新鲜事，但却能有效的缓解目前联合办公目前客源来源单一的困顿与增加联合办公服务的多元化。行业普遍认为，近年来联合办公的合作，是因为这是一条双方都认可的融资、品牌曝光、获客三位一体的新商业路径，隐藏影响着产业变革的机会。

目前联合办公企业面临的问题



来源：观点指数整理

联合办公跨界合作情况

联合办公+公寓	优客工场+新派公寓
	裸心社+湾流国际
	纳什空间+自如
联合办公+酒店	优客工场+首旅如家
联合办公+文旅	纳什空间+中粮生态谷
联合办公+电商	优客工场+阿里巴巴
	优客工场+青芒盒子
联合办公+地产	wework中国+远洋
	优客工场+新世界中国地产
	优客工场+招商蛇口
	纳什空间+碧桂园
	WE+酷窝+绿地
联合办公+商业地产	方糖小镇+碧桂园
	优客工场+凯德新民众乐园
联合办公+旅游	纳什空间+青普人文度假
联合办公+交通	裸心社+摩拜单车
	优客工场+滴滴出行

来源：观点指数整理

估值受质疑，上市命题如何破？

自联合办公兴起之初，涌入很多玩家。与此同时，资本也一路跟随，不少联合办公品牌受热捧，估值也水涨船高。但是，随着“联合办公鼻祖”上市失败且估值斩腰后，市场不得不重新审视联合办公行业到底是否“物超所值”？

由于大部分联合办公企业均没有相关财报，观点指数研究院通过观察某公开上市资料的联合办公企业，试图分析联合办公企业是否普遍存在估值过高的情况。

从该企业的收并购项目上看，自 2015 年起，其共发生收购事件 13 起。被收购的企业类型可划分成设计能力提升型、新增服务型、运营效率提升型、市场拓展型四类。通过收购快速建立生态系统，提升自己的竞争力，这与目前我国联合办公市场发生的收并购事件目的相似。

表面上看，该企业借着企业收购提升主营业务核心竞争力。但其实其一直想做的是地产界

的科技公司，办公租赁只是其获客的渠道。真正让上述企业赚取收入的是通过各种服务将这些流量绑定在其体系内，赚取各类企业服务。其创始人曾表示，该企业真正想做的是拥有大量不同的业务，最终形成一个广大的生态系统。

对于资本市场来说，这样的公司更有前景，也更具有想象空间。但回归现实的盈利问题，2017 年上述企业的营业收入为 8.86 亿美元，净亏损为 9.33 亿美元。2018 年其营收 18.21 亿美元，同比增长 105.4%，亏损 19.27 亿美元，同比增长 103.6%。2019 年中期，营业收入 15.35 亿，净亏损 9.05 亿美元。而该企业此前声称的企业服务收入则仅占到总营收的 12%。

若按照 12% 的比例计算，2019 年该公司的企业服务收入仅为 1.84 亿美元，与投入收购的数十亿美元资金相比，投入与回报相差甚大。目前来看，联合办公企业收购价值尚未完全体现在营收上，甚少联合办公企业发出利好消息，这也让业内对联合办公企业的估值产生了怀疑。

即便市值遭受怀疑，不可否认的是联合办公行业仍确实存在巨量的市场空间，市场蓝海仍待发掘。

根据国家市场监督管理总局显示，2013 年，中国约有 250 万家新注册的企业，近五年来中国新增企业的数量在以 20% 的平均增长率增长。到 2018 年，新注册企业数量已经达到了 670 万家。

这些初始资金有限的中小型企业，创业之初就不得不面对传统商业办公室租赁的最低起租面积、最短合同期限、办公室设计装修以及基础办公家具采购等一系列固定投入。而联合办公的出现大幅提高了办公的灵活度，这让平均寿命不到三年的中小微企业得以更低成本开启征程。

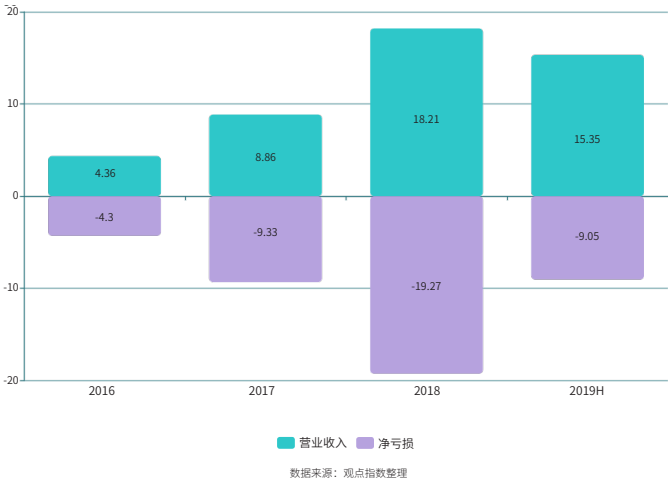
一边是资本压力，一边是市场蓝海。身处其中，联合办公就像那只困在玻璃瓶内的昆虫，看得见未来，出口依旧困顿，下一步怎么走，多数人还在探索。

截至2019年6月某联合办公企业收购情况

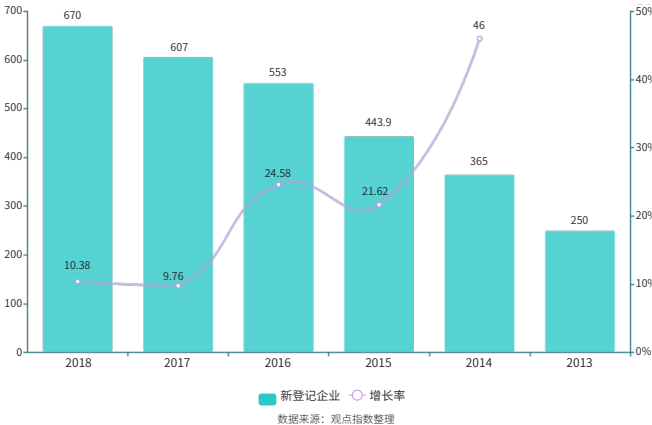
公司名称	日期	金额（亿）	公司类型
Waltz	2019年6月25		资产安防科技公司
Managed ByQ	2019年4月4		物业管理平台
Euclid	2019年2月7		空间运营效率分析
Teem	2018年9月12	1	办公空间运营平台
Naked Hub	2018年4月12	4	联合办公企业
Conductor	2018年3月		网络营销公司
Meetup	2017年11月	2	活动组织公司
Flatiron School	2017年10月		电脑编程教育公司
Unomy	2017年8月		营销公司
Spacemob	2017年8月		联合办公企业
Fieldlens	2017年6月		手机应用
Welkio	2016年3月		客户交流平台
Case	2015年8月		BIM服务、开发、建筑、工程、资讯运营

来源：观点指数整理

某联合办公企业营收与亏损对比情况



2013-2018 全国新注册企业数量



社区商业篇 | 万亿蓝海商业新宠

近日，某省会城市对社区周边的生活服务设施满意度进行一次采访调研，13.7% 的被访市民直接表示不满意或不太满意，这说明社区周边生活服务设施仍旧有很高的提升空间。

社区周边生活服务设施以便民、利民和满足居民生活消费为主要目的，包括餐饮、医院、娱乐、培训等业态，属于社区商业的大范畴之内。

相对于市中心大型商业综合体，社区商业具有“便利性”这个无可比拟的优势。人们逐年增加的可支配收入以及“就近原则”的消费观念为社区商业带来了新机遇。

外国发展经验显示，在人均 GDP 超过 3000 美元之后，社区商业所占消费零售总额的比例一般在 40%-60% 区间。但即使在中国一线城市上海，社区商业也仅占社会商业支出总额的 30% 左右，侧面反映了社区商业背后的市场商机还有待充分发掘。

目前，一些敏锐的开发商看中社区商业中的蓝海商机，在社区周边统一规划建设住宅配套设施，植入自己的社区商业品牌自主运营或者直接进行销售，在满足社区消费需求的同时获取利润。一些电商甚至物业公司也根据自身经营优势，加入瓜分社区商业利润的行列之中。社区商业将逐渐成为城市商业中的新宠儿。

相对于市中心大型商业综合体，社区商业具有“便利性”这个无可比拟的优势。人们逐年增加的可支配收入以及“就近原则”的消费观念为社区商业带来了新机遇。

社区业态百花齐放

社区商业最早出现于 20 世纪中叶，是一种以社区范围内居民为服务对象，满足和促进居民日常综合消费为目标的属地型商业。

根据物业类型，社区商业可分为社区底商、社区商业内街、社区中心三种类型。其中社区底商以楼盘底层作为商业用房，是最为常见的一种社区商业类型。社区底商业态主要包括零售业以及服务业，针对的是社区内居民的必要生活物质与服务需求。至于社区居民更高层次的需求则是由社区中心予以满足。

社区中心主要包括服务、餐饮、零售、休闲娱乐等业态，业态的配比并非固定，而是受区域位置、布局规划以及大众需求所驱动。例如苏州邻里中心主要针对方圆 1 公里内的居民，注重服务性，生活配套服务占据主要地位；但上海瑞虹生活广场却因老城区的地理特性和当地居民的消费偏好，选择将餐饮和零售作为主打业态，且没有引进娱乐设施。

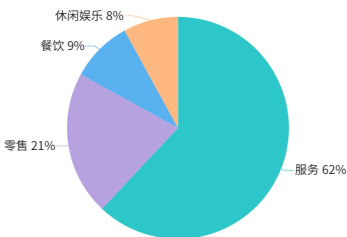
除了服务、餐饮、零售、休闲娱乐之外，人们日益增长的生活需要也催生了社区商业新的生态圈，比如养老圈以及教育圈等。

据国家社科基金测算，2050 年，中国老年市场规模将达 48.52 万亿元，养老产业规模将达 21.95 万亿元。这亿万养老市场必将撬

社区商业分类			
物业类型	案例	物业形态	消费人群
社区底商	星河世纪广场	楼盘底层作为商业用房	小区居民为主
社区商业内街	阳光棕榈园	以平面形式按照街的形态布置新的单层或多层商业	小区居民为主
社区中心	万科城	由社区底商、社区商业内街独立商业建筑及其他配套组成	小区内和周边区域人群

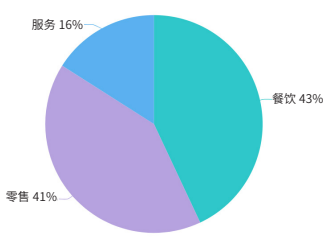
来源：观点指数整理

苏州邻里中心业态分布



来源：观点指数整理

上海瑞虹生活广场业态分布



来源：观点指数整理

动社区商业周边养老业态的发展。

同时，在提倡发展素质教育的大背景下，教育机构房租人力成本高、商场消费稍显疲软等因素交织，促使了教育入驻商场和教育综合体的出现，教育也逐渐成为社区商业中的重要一环。

规模趋小发展

相比于大型的商业地产项目，社区商业凭借体量小、投资低、利润稳定等特质得到企业的青睐。在宏观经济增速不断放缓、场地租金攀升的大环境下，社区商业业态规模呈现出趋小化发展的态势。

以社区商业的零售业态为例，商务部发布的《中国零售行业发展报告(2018/2019年)》显示，2018年便利店销售额同比增长8.3%，远高于体量更大的超市、专卖店、大型超市等业态的同比增长率。

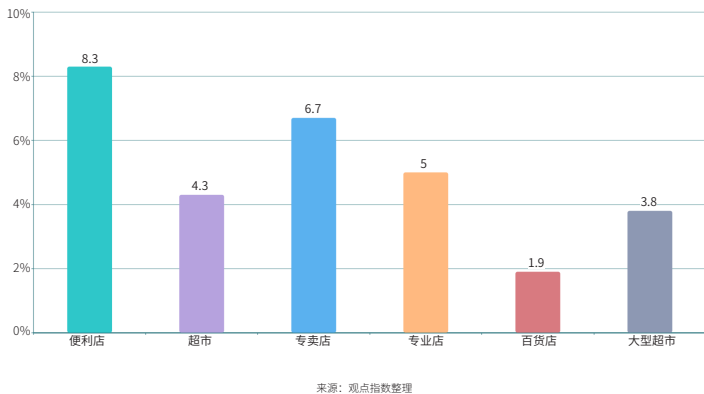
作为深入社区各个单元的一种零售业态，便利店凭借着距离、营业时间、服务等多方面特性，成为社区居民日常消费的场所。此外，相较于大型超市，便利店依靠合理的选址和稍高定价，小规模体量就能达到稳定创收，成为了企业热衷的零售业态。

商务部数据披露，在连锁百强企业中，去年便利店门店总数增长18%，增速比整体高8.9个百分点，连续三年在零售业态中保持最快水平。

便利店的快速增长和抢占市场，促进了一些大型零售业态如大卖场向“小”转型。2019年1月，华润万家借由深圳梅龙店推出全新品牌“万家MART”，营业面积约8500平方米，压缩近一半。此外，永辉超市表示今年将加快小业态门店的探索步伐；物美2019年计划新开的260家门店中，有160家属于小业态门店。

大卖场向“小”转型体现出了“大而全”向“小而精”经营理念的转变。这也要求商家从需求端出发，精确定制符合消费者购买需求的产品服务清单，提升“小型化”业态对消费者的吸引力和黏性。这种业态“小型化”不仅能够在成本控制和定价议价等方面凸显优势，还能够凭借着“小”的灵活特性渗入社区生活圈，成为社区商业最富生命力的业态模式。

2018年零售业态销售额同比增速



万亿蓝海之争

城市化进程的推进，促进了社区数量和社区消费的增多，数据显示，预计到2020年，全国城镇住宅物业面积将达300亿平方米，中国社区服务消费将迈入万亿级市场。

看中社区商业这片蓝海的包括房企、电商以及物业公司等主体，这些主体凭借着独特的资源优势以及不同的经营方式，意图抢占社区商业市场中的一席之地。

房企

对于房企来说，在购物中心存量巨大、去化困难的大背景下，体量较小、易于操作的社区商业成为了其关注的重点，目前不少房企纷纷开始打造自己的社区商业版图，例如万科的“五菜一汤”、协信星光邻里、龙湖的星悦荟、金科的美邻街等等。

现阶段对于房企来讲，社区商业有众多盈利模式，包括纯销售、售后返租、先租后售、纯

租赁、租售结合等模式，房企可根据社区商业店铺经营情况、配套要求以及业态配比等多方面因素进行考虑，选择适当的经营模式。卖出社区商业物业可以快速回笼资金；“租”意味着短租期带来的业态配比调整以及未来资产增值空间；当然也可以选择自主经营，统一布局规划，植入并打造具备影响力的社区商业自营品牌。

以万科社区商业为例，万科 2012 年左右开始确定社区商业的市场定位，目前有 5 条社区商业产品线，分别是万科里、邻里家、万科生活广场、万科红、万科 2049。

选址方面，不同于绿地、金科偏好“人气中心”区域以及龙湖选择具有某种地理或人文特性的区域，万科社区商业选址范围更广一些。

具体到万科的 5 条社区产品线，各条产品线体量并不相同，最大的是万科生活广场，体量在 3-8 万平方米左右。万科生活广场项目普遍位于城市郊区，一般采取小股操盘的模式，业态组合集餐饮、购物、娱乐、社交于一体。代表项目是位于郑州的美景龙堂·万科广场，该项目体量 4 万平方米，业态配比上，餐饮占比 33%、新零售占比 30%、儿童亲子业态占比 22% 以及休闲娱乐占比 15%。

万科的另一条社区商业产品线是邻里家，该产品类别体量相对较小，仅有 1-2 万平方米，主打的标准业态是“五菜一汤”。后来万科将“五菜一汤”升级为 V-LINK 社区服务商 2.0 模式，即利用互联网的思维将原有的服务再度扩容，由万科提供社区场地、市场推广还有成长管家，合作方提供内容支撑，落地了众筹咖啡馆项目、创客空间、社区图书馆、社区学堂、童玩中心等合作项目。

万科邻里家代表项目是无锡万科邻里家 Live，该项目是万科在无锡持有的第一个社区商业项目，采用“333”模块化经营模式，即 1/3 项目由万科招商主力品牌联营，1/3 项目由万科业主经营，剩余 1/3 项目出售。

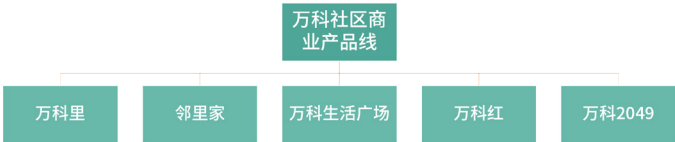
对于配套尚未完善的社区商业，万科会选择自主运营社区商业，通过植入并做大自营品牌如梅沙教育、鱼羊市集、万享荟等，做好社区服务。而随着项目周边配套的成熟，万科可以选择出售这些社区商业，或者继续运营。

电商

随着时代变迁，电商利用互联网快速发展的红利期已过，纯电商模式的发展遇到了瓶颈。引入线上流量成本的增高促使电商们纷纷在线下寻求突破，拓展新的流量入口。定位为“最后一公里”的社区商业凭借着广阔的发展前景成为了电商争抢的重点对象。

房企社区商业盈利模式		
模式	优势	适用情况
纯销售	快速回笼资金、操作简便	成熟区域的商业物业
售后返租	短期套现，快速回笼资金	考虑分割出售的大型商业物业
先租后售	租期短，容易调整业态； 物业升值空间大	严苛业态要求且目前整体经营不佳
纯租赁	按照定位及业态规划招商， 提升整体投资价值	成熟高价位或配套有严格要求的商圈
租售结合	售可增加现金流；租可完成 配套要求，未来实现增值收益	开发体量大且分期开发的商业物业

来源：观点指数整理



来源：观点指数整理

万科产品线基本情况				
产品类别	体量	业态	运营模式	代表项目
万科里	3-5万㎡	以餐饮、家政中心、超市、花店、药房等家庭型消费为主	招商+销售+自主运营	广州基胜万科里
邻里家	1-2万㎡	五菜一汤（超市、便利店、洗衣店、银行、餐饮、医疗）	联营+租赁+销售	无锡万科邻里家 Live
万科生活广场	3-8万㎡	集购物、休闲娱乐、餐饮于一体的一站式休闲购物中心	小股操盘	郑州美景龙堂·万科广场
万科红	1-3万㎡	一站式汇聚餐饮、儿童母婴、潮流家居、时尚服饰等业态	租赁+销售	上海万科红生活广场
万科2049	1-1.5万㎡	以餐饮、生活服务业态为主	自主运营	上海万科2049海上传奇

来源：观点指数整理

电商抢占社区商业流量的方式主要是通过社区内小型门店的扩张。目前，天猫、京东和苏宁三家电商分别建立起了自身的社区经营小店品牌，分别是天猫小店、京东便利店和苏宁小店。

以苏宁小店为例，苏宁小店是 2017 年底苏宁发布智慧零售大开发战略之后推出的社区商业新品牌。围绕社区居民的用餐需求，苏宁小店主打生鲜、果蔬、热鲜食等品类，致力于提供快递代收、家电维修和清洗服务、房屋中介、彩票购买等一系列增值服务。

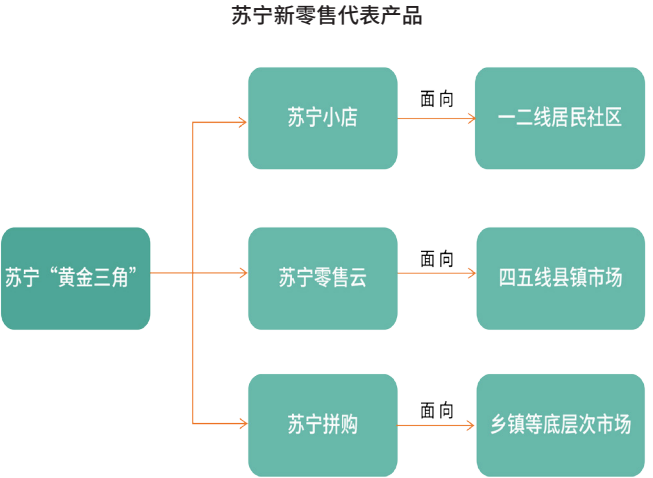
同时，苏宁小店还为消费者提供极致的物流服务，这是其抢占社区高地的重要依靠。苏宁小店通过前置仓库进行商品存储、加工、拣选发货，同时完成线下小店的补货和线上订单的发货，大幅提升配送效率，完善最后 100 米的配送管理，最终实现社区级即时配送。截至 2019 年 6 月 30 日，苏宁小店即时配服务覆盖城市数量 88 个。

除了苏宁小店之外，苏宁还推出了苏宁零售云以及苏宁拼购 APP，组成了苏宁智慧零售的“黄金三角”。三个产品针对不同市场消费者差异化的需求，最大程度地满足多样化的购物需要。今年前半年，苏宁新开 1626 家苏宁小店（含迪亚天天）和 1347 家零售云加盟店，“黄金三角”的规模和覆盖广度进一步度扩大。

但由于目前苏宁小店采用的是直营模式且处于快速发展阶段，可能会受到市场激烈竞争、商品同质化及运营经验缺失等因素影响，短期面临亏损，预计未来将随运营经验的丰富而逐步扭亏为盈。

电商社区小店业态形式		
品牌	定位	经营特点
天猫小店	依托阿里大数据，借助“零售通”进货平台，拓展进货渠道	通过线上品牌影响力占领线下流量入口；搭建开放平台召集入驻，没有自建物流；零售通提供供应链支撑
京东便利店	改造原本的夫妻店、小卖部等	加盟模式；不提供商品退换货服务
苏宁小店	社区服务的平台和入口，打造成本地生活服务平台	直营模式，主打生鲜、果蔬等食品，致力于为消费者提供增值服务

来源：观点指数整理



来源：观点指数整理



来源：观点指数整理

物业公司

10 月 21 日，江苏宿迁一小区物业公司给业主发 24 万元“红包”的新闻引起人们热议。24 万元“红包”来源于车位出租费和电梯广告费，是扣除了公共设施维修、改造等费用后，小区公共收益的结余。

为众多业主提供社区服务的同时，物业公司掌握着社区流量入口和社区居民消费需求信息，凭借着投放电梯广告费等手段能够为居民创造可观收益。在社区商业发展的大浪潮下，物业公司如何运用掌握的社区资源，为社区以及自身牟取更大的利益？彩生活社区新零售思路为我们提供了一个参考的案例。

彩生活社区新零售是指通过构建服务平台，将社区新零售与缴纳物业管理费结合起来，实现物业公司、电商以及业主的三方共赢。

具体的运营思路是彩生活构建服务平台，吸引商家入驻，凭借物业公司对社区居民消费能力和消费需求的精准把握，减少商家寻找目标客户的营销费用，降低流量成本；同时，物业公司将节约的营销费用转换为物业费，直接赠送给在服务平台上消费的业主。

这一运营模式实现了更高的社区流量资源利用效率，有效解决了商家营销难以触达用户痛点，满足用户对价格优惠、

获得优质产品及服务的需求，为社区商业发展提供了另一个视角。

目前，彩生活已通过构建服务平台“彩惠人生”，并与京东、网易严选、携程、滴滴等互联网平台进行合作，在服务平台上购买对应商品及服务即可获得物业费赠送，赠送比例（即物业费抵扣额/商品价格）可以达十几个点以上，有的处于 30%-50% 之间。

凭借着流量价值最大化的运营思路，2019 年彩惠人生取得了突破性进展，累计成交 62.2 万单，同比增长 91.1%，累计成交金额 1.21 亿元，同比增长 323.2%。

此外，该运营思路也得到市场上资本的认可。7 月 19 日，彩生活获得了 360、京东 4.91 亿港元战略入股，彩生活将与京东、360 共同探索“社区+商业”、“社区+物流”等融合业态创新应用。

前景光明，局限犹在

尽管社区商业未来前景光明，但现阶段问题依然需要重视。

社区商业是满足本地社区居民商品和服务需要的商业，服务半径有限，大多不超过 1 公里。社区商业本身的定位就决定了其有限的经营范围和有限的流量，没有流量就没有商业，如何发掘并保有流量是社区商业需要考虑的问题。

首先，选址是发展社区商业的关键，如果没有上百万平米的居住小区以及小区带来的客户流量，很难支撑起一个好的社区商业。

其次，丰富且有指向性的业态是发掘社区新流量的重要抓手，例如，针对有钱有闲、偏爱就近消费的未来退休老人，可以通过构建老年大学、老年合唱团、老年人活动中心，形成新的社区消费点；针对年轻客群，餐饮业、美甲美容美发、按摩休闲健身甚至宠物店等都是不错的社区商业业态选择；至于小孩子喜欢玩耍的需求，可以通过社区儿童乐园亲子体验业态进行满足……

但需要注意的一点是业态过多可能会形成杂而乱、小而散以及恶性竞争等问题，这就需要政府部门或者开发商的统一规划来规避这些问题。

第三，仓储物流设施的完善是社区攫取区域外客流消费的根本保障，目前苏宁小店已在 88 个城市提供即时配服务，盒马鲜生可以在 20 分钟内实现 3 公里以内的配送……这些发达的物流组织使得社区商业通过线上获取小区外流量成为可能。

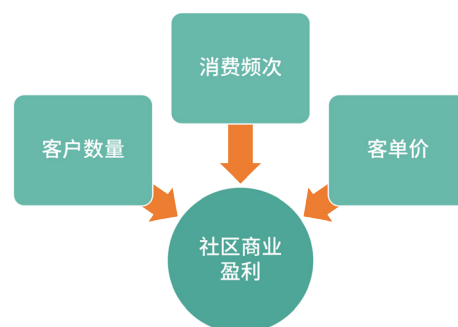
此外，社区商业服务对象主要是社区居民，是平民化的商业，这就意味着低客单价以及低回报率，商家相对较低的回报盈利难以承受过高的社区商业租金，这是现阶段社区商业的另外一个局限。

从商家的角度来看，社区商业盈利局限可以从客户数量、消费频次、客单价三个方面寻求突破，提升客户数量可以从社区商业选址、业态多样化、线上渠道等方面着手；增加客户消费频次需要商家精准的推广，到位的服务以及良好的口碑；客单价可以从业态的差异化 and 产品的个性化两方面进行提升。

解决社区商业盈利难题的另一方法是开发商自主经营，通过在社区商业中植入并运作自营品牌，获取价值提升收益。但自主经营涉及到现金流沉淀以及长期精细运作，对于部分资金吃紧和习惯“短平快”的开发商来说是一个重大的挑战。

不过针对资金沉淀问题，市场上也推出了社区商业 REITs 产品。2018 年 4 月 2 日，国内首单社区商业 REITs 产品“中联东吴—新建元邻里中心资产支持专项计划”在上海证券交易所挂牌上市，发行规模为 20.5 亿元，发行利率 5.8%。该 REITs 产品将分布在苏州工业园区生活圈核心的 10 处邻里中心打包成一个金融产品，盘活了既有资产，同时对底层资产运营提升起到很大的促进作用。

社区商业盈利突破点



来源：观点指数整理

商业地产金融漫途

过去十几年，中国商业地产经历了一个黄金期，购物中心和写字楼数量急剧增长，其他商业业态也如雨后春笋般冒出。

早期的地产商通过发展商业拿地，再以商业配套作为一个卖点，去销售周边商品住宅来盈利，而住宅销售资金周转又较商业物业快，由此可以快速填补重资产商业物业的前期投入，达到“以房养商”的效果。而以港资为代表的外资的进入，却依赖其成熟的商业运营模式，仅依靠租金就获取了相当丰厚的回报。

在经过多年的野蛮生长后，核心城市的黄金路段中，商业地块变得可遇不可求。而于此同时，早先一步进场的商业地产玩家，由于住宅市场在严控之下遇冷，“以房养商”的旧路很难再走下去，都面临着如何运营增收，如何盘活存量商业物业以稳定现金流的问题。

随着盘活商业地产存量、推动行业向轻资产转型逐渐成为新的发展趋势，资产管理和金融创新已经成为了企业存量时代“活下去”的重要能力，而商业地产的资产证券化则正是这股浪潮里最重要的话题之一。

资产管理和金融创新已经成为存量时代企业“活下去”的重要能力，而商业地产的资产证券化则正是这股浪潮里最重要的话题之一。

资产证券化路径

所谓资产证券化，就是房企在面临资金紧张时，找到银行、证券或信托公司，请他们把自己手上的债权和股权转化为一单单证券化产品，将未来稳定的现金流变成欠条，再找到合适又有投资意愿的投资者，说服他们购买，日后待房企获得收入后再结清欠款。

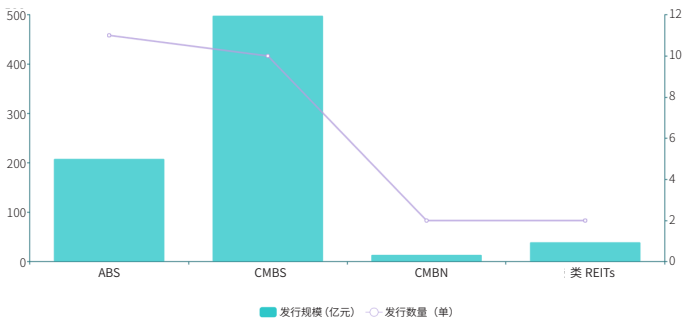
目前，与中国商业地产开发商相关性最高的资产证券化产品包括：商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）、商业地产抵押贷款支持票据（CMBN）、资产担保证券（ABS）和类 REITs（房地产信托基金）。

除类 REITs 外，这些资产证券化产品的主要优势，都是在资产持有人权益不发生转移的情况下，同时释放资产价值。

根据观点指数统计，截至 2019 年 9 月 30 日，中国内地市场上已发或待发的，以商业地产作为底层资产的资产证券化产品共 25 单，规模达到了 762.11 亿元。其中，ABS 发行 11 单，总规模 208.85 亿元；CMBS 发行 10 单，总规模 498.76 亿元；CMBN 发行 2 单，总规模 14.5 亿元；类 REITs 发行 2 单，总规模 40 亿元。

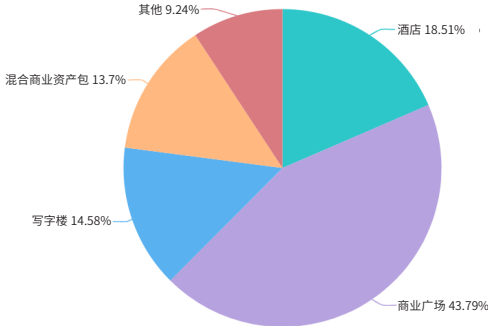
而从投向上来看，以商业广场作为底层资产的有 335.06 亿元，为最主要投向；以酒店作为底层资产的资产证券化产品总规模有 141.1 亿元；以写字楼作为底层资产的有

2019 年 1-9 月商业地产资产证券化产品发行情况



数据来源：观点指数统计

2019 年 1-9 月商业地产资产证券化产品各投向规模



数据来源：观点指数统计

111.1 亿元；以混合商业资产包作为底层资产的有 104.4 亿元；其他业态作为底层资产的，规模较少，合共 70.45 亿元。

从前三季度的数据来看，CMBS 为商业地产开发商最喜欢使用的一种资产证券化方式，因此本小节将以 CMBS 作为主要讲述对象。

CMBS 作为资产证券化的一种方式，主要靠商业物业的租金收入和运营收入来产生现金流，从而还款给投资者，其具有抵押率高、融资期限长、充分利用不动产价值等优点。

另外，银行作为商业地产资产证券化产品的主要投资者，对于风险相当敏感，而商业抵押贷款违约率又高于住房抵押贷款。此时，CMBS 不仅可以帮其出表不良商业抵押贷款资产，CMBS 的分层设计还可帮银行降低投资商业地产的风险。

CMBS 在产品的交易结构设计中需要设置严格的增信措施，而从大类上可分为内部增信措施及外部增信措施。

内部增信措施会设置结构化分层，分别设置优先级和次级，优先级证券在 CMBS 的存续区内具有优先偿付权，而次级证券则通常由原始权益人或其子公司购买持有，从而达到内部增信的效果。

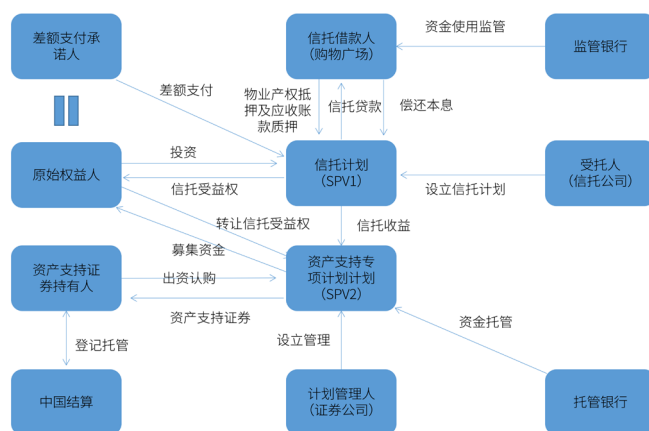
外部增信措施则分有 5 类，分别为：（一）标的物业资产抵押；（二）标的物业应收账款质押；（三）差额支付承诺；（四）标的物业租金预期现金流超额覆盖；（五）租金监管。

观点指数选取了今年新发行的其中一单 CMBS 作为例子，用以解释 CMBS 的架构和增信措施，该单 CMBS 以北京某商业广场作为底层资产。

观点指数选择该单 CMBS 作为例子，不仅因为其规范的结构设置能有效代表 CMBS 这一类资产证券化产品，还因其选取了内外结合的多重增信方式，是国内资产证券化产品里的典型。

从具体来看，该单 CMBS 内部上，设立了两档优先级产品及一档次级产品；外部上，使用了包括资产抵押、应收账款质押、差额支付承诺在内的三重内部增信措施。由此提升了该单 CMBS 的评级，也提高了投资者的信心。

北京某单商业广场 CMBS 架构



数据来源：观点指数整理

REITs 现状与国内类 REITs

2014 年 9 月 30 日，央行和银监会出台了《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，共计四条内容，业内将其简称为“央四条”。其中，在第四条“继续支持房地产开发企业的合理融资需求”里，就提到了应“积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点”。

此后，房地产资产证券化逐渐破冰，龙头房企依靠其“强主体”的特性，各式金融运作手段让人眼花缭乱。但由于扶持公募 REITs 的文件仍停留在纸上谈兵，税收优惠作为公募 REITs 产生的先决条件让各房企及各金融机构望眼欲穿，市场对公募股权 REITs 陷入了“等待戈多”的怪圈。

作为公募 REITs 来临前的备选，类 REITs 由此诞生，而由于 REITs 具有的股权性质，使其更适合以商业地产作为底层资产进行发行。2019 年 1-9 月，国内已发或待发的类 REITs 产品有两单，

总规模 40 亿元，分别投资于写字楼和商业广场。

据观点指数不完全统计，国内类 REITs 自 2014 年“央四条”的出台开启，已发行类 REITs 产品的最大投向为购物中心，占总发行规模的 29%；其次就是写字楼，占总发行规模的 25%；零售百货商店占比为 18%；租赁住房则占比 13%。

REITs 在国外是面向公众投资者的，资产出售之后通常不会再回购，收益根据标的物业的运营情况来计算，不固定。但是国内的类 REITs 是面向特定机构投资者进行销售的，原始权益人到期回购资产，且有明确存续期，通常为 3 年，且收益固定，形成事实上的明股实债。

REITs 第一次出现是在 1967 年的美国，后逐步扩展到亚洲各国和地区，各方均为 REITs 的落地设置了税收上的优惠。以美国为例，美国税法规定，在满足投资范围、收入比例、组织形式等各方面要求后，只要 REITs 公司将应税收益的 90% 以上分配给投资者则可以免征公司层面的所得税，但分配后的留存收益仍需缴纳公司所得税，REITs 产品的投资者需缴纳个人所得税。

REITs 的运作环节可大致分为设立环节、持有环节和退出环节。而从目前国内的税制环境来看，主要在 REITs 设立和持有运行环节具有较重税负，并且存在大量的重复征税。因此，国内类 REITs 发起人都会通过“债+股”的形式来发行，通过一定的配比使债息接近覆盖股权收益所得额，从而避免 25% 的所得税。

由于整体市场环境上，国内商业地产存在着租金收益率较低的现实情况，过重的税负会将最终的分红收益率压得更低，使得真正以股权形式投资商业不动产的产品，无论是对于发行该产品的基金公司还是购买产品的投资者都无法获取理想的回报。

最终，投资者不愿意购买，基金公司也不愿意再发行，房企也懒得选用，陷入一个恶性循环。

底层资产与主体信用评级问题

无论是何种资产证券化产品，都面临着两个最基础的问题，底层资产和主体信用评级问题。发行主体是否具有有良好的信用评级，还款能力是否充足；证券化产品的资产池里所放的资产质量如何，现金流是否充足以覆盖债息，都是投资者关心的问题。

但与国外投资者更关心底层资产的优劣相比，国内投资者更加关注主体信用评级问题，有些极端情况下甚至是只关心主体评级，“弱主体”即使手握良好的商业物业，在进行商业资产证券化时也会面临难以推销出去的窘境。这就产生了严重的价值选择风险问题，存在“劣币驱逐良币”的隐患。

“强主体”可能凭借自己良好的信用评级，即使资产池里的商业物业并不优质，但是凭借先天优势，还是会得到投资者的青睐。与之相反，“弱主体”即使持有优秀资产，在做资产证

REITs的历史进程



数据来源：观点指数整理

类 REITs 设立持有阶段主要税负构成

流程	交易环节	被征税对象	应税行为	税种	计税依据	税率
设立环节	SPV收购资产	卖方（REITs发起人）	资产转让	增值税	转让收入	5%或11%
				增值税附加	增值税	12%
				土地增值税	增值额	30%-60%
				印花税	合同金额	0.05%
				企业所得税	应纳税所得额	25%
	REITs收购股权	SPV	受让资产	契税	交易金额	3%-5%
				印花税	合同金额	0.05%
				企业所得税	应纳税所得额	25%
				印花税	合同金额	0.05%
				印花税	合同金额	0.05%
持有运营环节	物业运营	项目公司	物业出租	增值税	租金收入	5%或11%
				增值税附加	增值税	12%
				印花税	租金收入	0.1%
				企业所得税	应纳税所得额	25%
			持有物业	房产税	物业值/租金收入	1.2%/12%
				土地使用税	面积	1.5-30元

数据来源：观点指数整理

券化过程中也不得不额外增添更多的增信措施，这样不仅提高了证券化的融资成本，也延长了产品发行和完成销售的时间，资金到位的延后又间接提高了融资成本。

然而对于投资者来说，偏好“强主体”的证券化产品也实属无奈之举，其偏好的原因主要有以下两点：

一、投资者缺乏处理商业物业能力。

国内商业银行作为资产证券化产品的主要投资者之一，是商业地产证券化产品的常客。然而，受监管及内部风控限制，其无论是在发放银行贷款还是投资证券化产品时，都有企业和产品的“白名单”，以“弱主体”发行的产品很可能在查看企业“白名单”这一环节就已经被筛选出去。

再者，商业银行均缺乏管理运营商业物业的团队，倘若“弱主体”因经营问题无法偿付银行投资本息，银行在得到该商业物业后，难以自持，只能以打折拍卖的方式快速出手以部分弥补资金缺口。因此，对“弱主体”发行的证券化产品，投资者的顾虑难以消除。

二、国内商业物业项目建设开发阶段分工单一，多为单主体开发，风险难以分散。

国内商业物业大多从拿地开始，到开发建设，再到最终开门营业进入运营阶段，都由单一或少数的主体全程负责。因此，整个商业项目的未来效益和现金流都与这单一的主体息息相关。由此而产生的资产证券化产品的偿付压力，也全都压在了这单一主体之上，投资者只好选择押宝“强主体”，而非押宝好资产。

投资者何处寻：险资的大举进入

无论是这个资产证券化产品证券化的是商业广场、写字楼，还是酒店、长租公寓、租赁住宅，又无论这个证券化产品是 ABS、CMBS、CMBN，还是类 REITs，所有产品的最终归宿都是要找到意向投资者，并把产品销售出去。

上海某信托公司负责人在针对商业地产资产证券化的问题上，就曾表示：“我们能找到好的项目，但找不到投资者。”

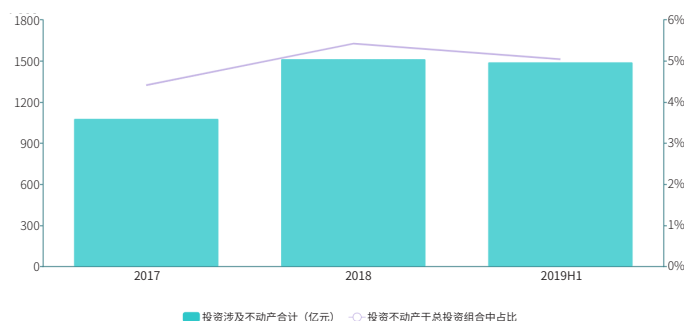
出现商业地产证券化产品难以销售的问题，除了前文所说的主体信用评级和底层资产问题，还有一个重要因素就是收益率的问题。

以美国为例，投资商业不动产的租金回报率常可以达到 6.3%，而从美国的商业银行拿到贷款的利率仅为 3.5%；而在国内，商业不动产，特别是长租公寓、租赁住宅这样的住宅项目，租金回报率通常只有 2%-5% 左右，而从国内商业银行拿到经营性物业贷款，其利率却达到了约 6.2%。较低的租金收益率，再加上较长的期限，令商业地产资产证券化产品在收益上较其他投资产品缺乏竞争力。

但与之相对的是，“财大气粗”的大型险企对收益率的要求却只有 4%-5%，再加上寿险险单的期限通常在 5-10 年，与商业不动产从投入到运营成熟的时间相契合。

根据《保险资金投资不动产暂行办法》，保险资金可以投资基础设施类不动产、非基础设施类不动产及不动产相关金融产品。保险资金可采用债权、股权或者物权方式投资的不动产，仅限于商业不动产、办公不动产和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务

某险企投资涉及不动产情况



数据来源：观点指数整理

等不动产及自用性不动产。

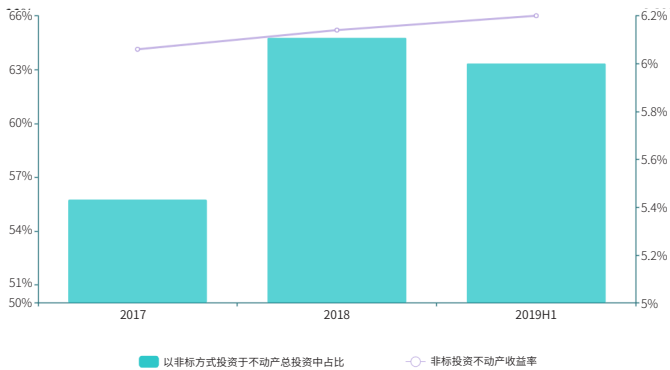
从规定上，断绝了保险资金投资于商品住宅，并有意识地把险资引向商业地产的投资。

观点指数选取了国内其中一家最早从事房地产投资的大型险企来作为例子。根据其2019年中报，该险企投资资产合计29568亿元。其中，投资性物业547亿元，债权计划及债券型理财产品中，有21.2%投向不动产，金额达到945亿元。该险企投资组合中涉及不动产的达到了1492亿元，占整个投资组合的5.04%。

另外，值得注意的是，险企在投资不动产的渠道选择上，主要使用债权计划及债权型理财产品这样的非标渠道。根据该险企2019年中报，其以非标方式投资不动产在投资不动产的总金额中占比达到了63.36%，收益率6.20%，在该险企非标投资涉及的行业中收益最高。

总的来说，从宏观层面上看，由于税收、配套政策等因素尚未解决，国内商业不动产资产证券化还是以固收类的债券、债权类产品为主，股权投资仍处于萌芽阶段；而在微观层面，国内商业地产租金收益率较低，运营购物中心等商业项目的成熟团队较少，再加上国内大部分投资者不够成熟，只追求高收益，而忽略风险，使得“过于稳健”的商业地产在资产证券化的道路上仍然“负重前行”。

某险企以非标方式投资不动产情况



数据来源：观点指数整理

商业地产 TOP100 暨商业表现奖

在多地调控、融资收紧的市场焦虑下，住宅市场未来充满不确定性，而在另一片价值洼地之上，商业地产却大展锋芒。无论是攀升高峰的大宗交易金额，商业资产格局洗牌；还是创新物种与金融化的渗入，都在昭示着，商业地产正在往多元化、新格局的道路上转向，并将带来无限的市场想象。那么在这一年里，面对新商业道路的选择，并购与调整不断涌现，创新与合作依旧盛行，谁能在群雄逐鹿的市场中把握商机，成为了这片红海的领跑者，谁又在不断耕耘中成为备受众人赞许的行业标杆？

2019 年度中国商业地产 TOP100，百强企业将在这荣誉榜单中用数据展现他们的实力，用成绩续写他们的辉煌。

商业表现奖，观点指数研究院将放眼全国商业地产版图，由开发商、运营商、零售商、品牌商到金融机构等，寻觅引领行业发展潮流的企业和团队，共同带领中国的商业地产迈向更高的未来。

榜单产生过程

筛选城市范围：

中国大陆地区，主要覆盖面为“北上广深”四大一线城市，以及商业地产发展活跃的二三线城市。

企业甄选标准：

在中国内地运营的商业地产开发经营管理企业与机构。

数据获取方法：

企业自行申报、上市公司公开资料、第三方专业机构提供、观点指数调研与统计。运营指标统计的是在内地运营的商业地产企业数据。由于很多非上市企业不对外公开数据，因此我们在采取相关数值计算时，可能会有些许误差，非绝对准确。调研过程中，部分企业要求数据不对外公布，观点指数对此表示理解及尊重。

商业物业数据统计口径：

包括购物中心、写字楼、联合办公、公寓、长租公寓、酒店、社区商业或商业街区在内的商业用途物业。（所有统计数据仅为内地商业物业的数据。）

研究数据系统：

观点指数长期跟踪商业地产企业表现、行业动态、经济走势，并在此基础上捕捉到精准而全面的市场数据，将实时、准确的数据与深度的分析相结合，采用实地调研、问卷访问、企业访谈、资料检索、历史研究、数量统计构建独特的数据分析模型体系。

指标体系

本榜单由营运、管理、品牌、创新四大指标体系构成，总分值 100 分，权重分别为营运指标 40%、管理指标 30%、品牌指标 15%、创新指标 15%，即分别为 40 分、30 分、15 分、15 分。

营运指标 40 分

包括投资物业收益、投资物业资产值、区域布局等。其中投资物业收益是指企业投资及持有性物业的收益总额，包括租金收入及其它收入。投资物业资产是指企业投资及持有性物业总资产值，以当前公允价值计算。物业区域布局是指各投资物业（包括购物中心、写字楼、联合办公、公寓、长租公寓、酒店、社区商业或商业街区在内的商业用途物业）的分布区域、城市地段及物业数量。

管理指标 30 分

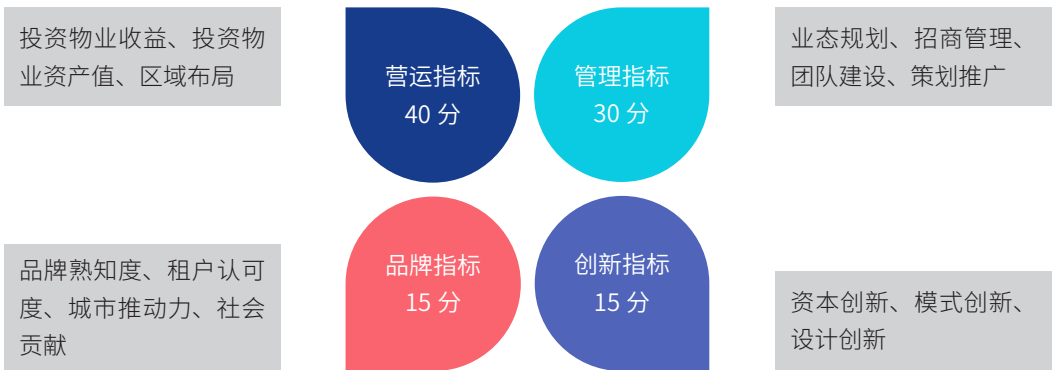
主要是评选具有丰富经验与规范体系、具有专业团队的企业，包括业态规划、招商管理、团队建设、策划推广等。

品牌指标 15 分

品牌影响力在越来越残酷的市场竞争中至为重要，主要包括品牌熟知度、租户认可度、城市推动力、社会贡献等，这是品牌开拓市场、占领市场、并获得利润的能力，也是消费者选择产品的信心指标。

创新指标 15 分

创新指标是一个可以充分反应企业勇于改变及可持续发展的指标，创新能力也是衡量一个企业卓越与否的重要标准，包括资本创新、模式创新、设计创新等。



2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单

名次	企业名称	营运指标 40 分					管理指标 30 分				品牌指标 15 分				创新指标 15 分			总分
		投资 物业 收益	投资 物业 资产 价值	已开 业物 业个 数	已开 业物 业面 积	城市 布局	业态 规划	招商 管理	团队 建设	策划 推广	品牌 熟知 度	租户 认可 度	城市 推动 力	社会 贡献	资本 创新	模式 创新	设计 创新	
1	凯德集团	38.5					22.9				14.0				11.1			86.5
2	华润置地商业地产事业部	37.8					23.8				14.5				9.8			85.9
3	恒隆地产有限公司	33.2					26.1				13.8				11.4			84.5
4	印力集团	37.1					21.8				12.6				12.5			84.0
5	龙湖集团控股有限公司	36.9					22.1				12.9				11.5			83.4
6	九龙仓集团有限公司	32.2					25.7				14.9				10.5			83.3
7	新鸿基地产	34.0					24.1				14.2				10.7			83.0
8	大连万达商业管理集团股份有限公司	39.0					21.9				14.0				7.8			82.7
9	中海商业发展有限公司	36.6					23.7				14.1				7.9			82.3
10	碧桂园文商旅集团	33.9					22.2				11.2				10.8			78.1
11	大悦城控股集团股份有限公司	29.8					23.8				13.7				10.6			77.9
12	太古地产投资有限公司	30.8					25.0				13.9				8.0			77.7
13	宝龙地产控股有限公司	32.3					22.5				10.6				6.8			72.2
14	爱琴海集团	31.5					22.3				11.5				6.1			71.4
15	新城控股集团股份有限公司	34.3					20.5				10.5				6.0			71.3
16	富力地产集团商业运营管理有限公司	37.0					17.0				11.0				6.0			71.0
17	世茂商业及主题娱乐	33.1					20.5				10.2				7.0			70.8
18	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	33.8					20.5				10.0				6.3			70.6
19	广州越秀商业地产投资管理有限公司	33.8					19.4				9.2				6.9			69.3
20	深圳市星河商用置业股份有限公司	30.1					22.4				9.2				6.8			68.5
21	蓝光文商旅集团	28.5					21.3				9.6				9.0			68.4
22	合生商业集团	35.8					16.0				9.3				7.2			68.3
23	苏宁置业集团有限公司	36.5					16.0				8.7				7.0			68.2
24	嘉里建设有限公司	31.3					19.7				9.3				7.5			67.8
25	世纪金源商业管理集团	33.1					18.5				9.0				7.0			67.6

2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单

名次	企业名称	营运指标 40 分					管理指标 30 分				品牌指标 15 分				创新指标 15 分			总分
		投资 物业 收益	投资 物业 资产 价值	已开 业物 业个 数	已开 业物 业面 积	城市 布局	业态 规划	招商 管理	团队 建设	策划 推广	品牌 熟知 度	租户 认可 度	城市 推动 力	社会 贡献	资本 创新	模式 创新	设计 创新	
26	保利商业地产投资管理有限公司	27.8					19.5				9.1				10.9			67.3
27	中国金茂控股集团有限公司	30.5					20.5				9.1				7.0			67.1
28	新世界中国地产有限公司	31.1					18.2				9.2				8.0			66.5
29	北京金融街资管管理有限公司	30.8					19.5				9.5				6.3			66.1
30	上海陆家嘴商业经营管理有限公司	30.6					18.6				9.3				6.8			65.3
31	绿地控股集团股份有限公司	29.3					18.0				9.7				8.0			65.0
32	复星国际有限公司	30.5					17.3				9.0				8.0			64.8
33	瑞安房地产有限公司	30.8					17.2				9.4				6.9			64.3
34	深圳市益田旅游商业集团股份有限公司	31.5					17.0				9.3				6.0			63.8
35	光大安石	27.3					18.0				9.0				7.8			62.1
36	融创中国控股有限公司	28.1					18.0				9.0				6.0			61.1
37	首创钜大有限公司	23.0					18.0				10.0				8.5			59.5
38	中国勒泰集团	26.3					17.9				8.7				6.3			59.2
39	银泰商业（集团）有限公司	25.8					18.0				9.3				6.0			59.1
40	阳光天地商业管理有限公司	25.8					16.0				7.8				7.2			56.8
41	佳兆业商业集团有限公司	29.1					10.6				9.4				7.1			56.2
42	远洋商业管理有限公司	26.5					15.8				8.2				5.6			56.1
43	恒大商业集团	34.0					12.0				6.2				3.8			56.0
44	合景泰富集团控股有限公司	27.6					15.3				8.0				5.0			55.9
45	北京金隅集团股份有限公司	27.3					15.3				8.0				5.0			55.6
46	北京北辰实业股份有限公司	25.8					15.8				8.3				5.6			55.5
47	恒基兆业地产有限公司	26.0					14.8				8.0				6.0			54.8
48	泰禾商业	25.0					14.5				8.9				6.0			54.4
49	深圳市卓越商业运营有限公司	24.7					16.0				7.8				5.8			54.3
50	雅居乐商业管理集团	25.8					14.0				8.6				5.8			54.2

2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单

名次	企业名称	营运指标 40 分					管理指标 30 分				品牌指标 15 分				创新指标 15 分			总分
		投资 物业 收益	投资 物业 资产 价值	已开 业物 业个 数	已开 业物 业面 积	城市 布局	业态 规划	招商 管理	团队 建设	策划 推广	品牌 熟知 度	租户 认可 度	城市 推动 力	社会 贡献	资本 创新	模式 创新	设计 创新	
51	深圳市中航九方资产管理有限公司	23.3					16.0				7.8				7.0			54.1
52	凯华地产（中国）集团有限公司	27.3					13.5				7.8				5.0			53.6
53	禹洲商业投资集团有限公司	22.8					16.3				9.3				5.0			53.4
54	协信商业地产（集团）有限公司	24.1					15.5				8.9				4.8			53.3
55	国瑞商业集团	25.8					15.3				6.8				5.3			53.2
56	深圳市绿景资产管理有限公司	25.0					14.5				8.1				5.3			52.9
57	宝能商业有限公司	25.8					15.3				6.7				5.0			52.8
58	金地商置集团有限公司	21.8					15.5				8.0				7.0			52.3
59	花样年商业旅游文化发展（深圳）有限公司	25.8					14.3				7.3				4.7			52.1
60	福晟集团	24.6					15.5				7.6				4.1			51.8
61	弘阳商业集团	22.6					14.6				7.9				6.0			51.1
62	奥园集团	21.8					15.3				8.5				5.3			50.9
63	广州市时代商业管理有限公司	20.1					15.9				7.6				7.1			50.7
64	旭辉集团商业地产管理总部	23.6					13.6				8.3				5.1			50.6
65	深圳茂业（集团）股份有限公司	25.0					13.3				7.5				4.6			50.4
66	高德置地控股有限公司	22.0					14.9				8.4				5.0			50.3
67	上海实业城市开发集团有限公司	21.8					15.1				8.3				5.0			50.2
68	天河城（集团）股份有限公司	23.3					14.1				8.0				4.7			50.1
69	长江实业集团有限公司	22.5					14.6				8.1				4.8			50.0
70	五矿地产有限公司	28.3					12.5				5.8				3.3			49.9
71	河南建业商业管理有限公司	22.3					14.7				7.9				4.7			49.6
72	南京金鹰国际集团有限公司	21.1					14.8				8.2				4.6			48.7
73	仁恒置地集团有限公司	25.0					12.5				7.4				3.7			48.6
74	阳光 100 中国控股有限公司	20.8					13.6				7.5				5.8			47.7
75	中南商业发展有限公司	18.3					15.0				8.6				5.6			47.5

2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单

名次	企业名称	营运指标 40 分					管理指标 30 分				品牌指标 15 分				创新指标 15 分			总分
		投资 物业 收益	投资 物业 资产 价值	已开 业物 业个 数	已开 业物 业面 积	城市 布局	业态 规划	招商 管理	团队 建设	策划 推广	品牌 熟知 度	租户 认可 度	城市 推动 力	社会 贡献	资本 创新	模式 创新	设计 创新	
76	深圳市壹方商业管理有限公司	20.5					14.6				7.5				4.6			47.2
77	正佳企业集团有限公司	23.3					12.3				7.1				3.9			46.6
78	上海中骏商业管理有限公司	24.3					12.0				6.0				4.1			46.4
79	深圳市莱蒙商业投资管理有限公司	18.5					15.7				7.5				4.6			46.3
80	京基集团有限公司	18.2					14.5				7.8				4.3			44.8
81	金科地产集团股份有限公司	21.3					12.5				6.8				4.1			44.7
82	中山市大信新都汇商业投资有限公司	22.6					13.5				4.5				4.0			44.6
83	龙光商业地产	23.0					11.3				6.6				3.5			44.4
84	上海水游城商业投资管理有限公司	20.6					12.1				6.6				5.0			44.3
85	苏州港龙控股集团有限公司	20.1					12.0				7.2				4.5			43.8
86	广东海印集团股份有限公司	18.3					13.3				7.2				4.7			43.5
87	融侨集团商业资产管理总公司	19.5					13.1				6.1				4.5			43.2
88	上亿企业集团有限公司	22.1					11.8				5.4				3.8			43.1
89	步步高置业有限责任公司	21.3					12.0				5.6				3.6			42.5
90	三盛集团	22.3					11.5				4.7				3.8			42.3
91	荣盛发展商管公司	17.5					11.8				6.6				5.6			41.5
92	南国置业股份有限公司	16.6					14.5				6.2				4.1			41.4
93	建发房地产集团有限公司商业管理中心	19.3					11.8				6.6				3.5			41.2
94	杭州新天地集团有限公司	17.8					13.0				5.2				5.0			41.0
95	上海证大商业经营管理有限公司	16.8					13.1				6.8				4.0			40.7
96	深业置地有限公司	15.5					13.5				6.8				4.2			40.0
97	月星集团有限公司	19.3					11.7				5.3				3.4			39.7
98	广东富港投资集团有限公司	18.1					12.1				4.5				4.3			39.0
99	福星惠誉商业发展有限公司	15.0					12.2				6.1				3.8			37.1
100	成都蓝润润达商业管理有限公司	17.3					10.9				5.5				3.2			36.9

商业地产 TOP100 榜单点评

1. 凯德首次登顶，华润、恒隆位列榜眼探花

时隔一年，“2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单”紧张和惊喜同步上演。100 强竞争和以往一样激烈，要在全国的商业地产商中脱颖而出，需要的不仅仅是靓丽的经营数据，还有先进的发展理念，积极进取云云。

经过 300 多天的耕耘与细作，“2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单”正式揭晓，分别是凯德、华润与恒隆。来自三地不同背景的商业地产商名列前茅，一定意义上也说明了中国商业地产市场的多元以及光明前景。

其中需要注意的是，过去几年，凯德进步明显，继去年夺得榜眼后，首次问鼎“2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单”。从凯德的发展轨迹来看，其在中国的布局不断扩围，资产规模也日益壮大。

自 1994 年进入中国以来，25 年的时间里，凯德已在中国 42 座城市拥有或管理 200 多个项目。除了新加坡本土市场外，中国也成长为凯德的两大核心市场之一。

目前凯德在中国的总开发规模约 2300 万平方米，管理的总资产超过 2800 亿元人民币。包含今年 10 月揭开水晶连廊神秘面纱的重庆来福士，凯德在中国已经布局购物中心 51 个，办公楼 26 个，商业综合体 24 个，以及 24000 多套服务式公寓。

截至 2019 年 9 月 30 日，凯德集团管理资产 1317 亿新元。投资组合涉及多元房地产类别，包括办公楼、购物中心、商业综合体、服务公寓、酒店、长租公寓等，业务遍及全球 30 多个国家的 200 多个城市。

凯德之外，华润置地商业的发展也不容小觑。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。今年华润置地商业位列榜眼之位，继续为来年积蓄能量。

从华润置地商业的发展路径来看，过去的 25 年中，其商业版块获得了长足进步。其中于 2019 年 1-9 月，其租金收入达到 89.06 亿元，有望今年突破百亿大关。这不仅对于华润置地商业本身，对于内地本土商业运营主体来说，都是值得欣喜的。

根据 2019 年中期业绩会上管理层的表态，华润置地商业的拆分节点渐近，未来或许可以期许其与资本市场接轨后，迸发出更大的发展动力。

三甲的另一个焦点来自恒隆地产，过去的几年中其一直是商业地产 TOP100 榜单的常胜将军，位列榜单上位，今年同样没有意外。这样的稳定发挥来自于恒隆地产对 5 大商业基因近乎苛刻的追求——地点、体量、规划、设计、建筑。

这些要求再加上管理、运营，为恒隆保持优势提供了坚实的基础。仅以上半年来说，内地租赁物业方面，恒隆整体组合的收入增加 7% 至人民币 18.94 亿元。其中，上海的恒隆广场在两年前完成翻新后，上半年租金收入达到 8.27 亿元，录得 8% 的强劲增长。上海以外的大部份商场，收入及销售均录得双位数升幅。

凯德、华润与恒隆位列“2019 年度商业地产 TOP100 榜单”三甲。三地不同背景的商业地产商名列前茅，一定意义上也说明了中国商业地产市场的多元以及光明前景。

华润2014-2019年1-9月投资物业运营情况					
时间	租金收入	同比增速	资产值	城市布局	总建筑面积
2014年	43.49	17.60%	752.71港币	35	341.26
2015年	53.20	22.33%	883.19	39	491
2016年	58.00	9.02%	951.4	39	555
2017年	70.24	21.10%	1186.8	44	689
2018年	95.2	35.54%	1268.6	56	921
2019年1-9月	89.06	29.10%	1402.5 ^{附注(1)}	59 ^{附注(2)}	950 ^{附注(3)}
附注(1) (2) (3) 为截止2019年6月30日数据；			2014-2017年租金收入和资产值涉及港币换算，汇率统一为1港元=0.80元人民币。		

数据来源：企业公告，观点指数整理

2019 年 8 月，历时近 8 年的精雕细琢，昆明恒隆广场正式开业。加上原有的 8 个项目，目前恒隆地产已经开业运营的项目达到 9 个，另有武汉及杭州项目处于发展中。根据 2019 年中报介绍，恒隆地产位于内地的投资物业的总值为 705.88 亿港元，超过香港投资物业。

而发展中的投资物业总值为港币 403.35 亿元，包括位于内地的昆明（彼时未开业）、武汉及杭州项目，以及沈阳和无锡项目的余下发展期数。这些项目涵盖商场、办公楼、酒店和服务式寓所。

2. 精细化运营，商业 TOP100 租金增长 16.65%

观点指数以商业 TOP100 企业作为样本，统计发现过去的一年中，整体租金增长录得一定增长，达到 16.65%。尽管关于地产行业的迷茫之声不断传来，但是商业地产行业还是一步一脚印，丈量出自己的价值空间。

从数据来看，包括上述的华润置地商业在内，租金排名前 50 的企业中，不乏表现突出的种子选手。其中 2019 年 1-9 月中，租金收入超过 50 亿元的有 4 家，租金收入处于 20-50 亿元的有 19 家。

而从租金收入增速来看，整体稳定提升，但也呈现出阶梯分化的现象。如图中所示，租金收入增速超过 100% 的企业占商业 TOP100 榜单的 11.11%。这些企业商业体量一般较小，而过去的一年中，其商业物业业态和面积双双增长，因此租金收入增幅也会相对可观。

需要关注到租金收入增速呈现负数的企业也不在少数，占“2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单”的 31.11%。过去的一年中，相对于住宅市场，商业地产感受到的库存压力明显，这也困扰着不少商业项目，使其被同行业竞争裹挟，难以获得突破。

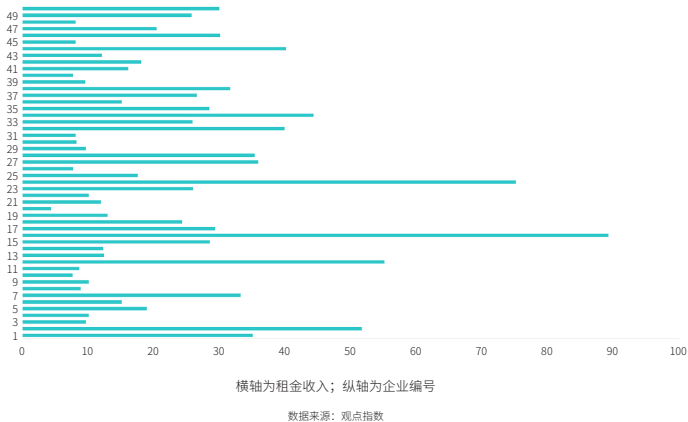
当然，若果回到租金收入增速的整体分布，可以看到 68.89% 的企业，过去一年都实现了正增长。一正一负，考验的不仅是企业如何维持持续的增长预期，更考究面对行业愈加集中、多元的生存环境时，要怎么保持及发挥自己的商业优势。

从 2019 年购物中心的商业动作来看，不少商业运营商选择主动革新，贴合消费者升级迭代的消费需求，重新组织布局，调整消费业

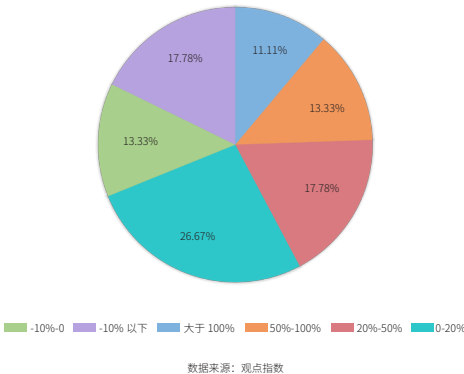
态。这一效果是明显的，比如某企业位于北京的项目，通过调整服装、餐饮等品类，引入更多潮流时尚品牌和高量级内容店，上半年项目租金收入同比增长 27.4%，达到 2.2 亿元。

当然，也有一些商业运营商一如既往地坚守高端奢侈等品牌组合带来的坪效，对于目前时兴的体验式业态、餐饮、小众化倾向保持谨慎。其实，不管是主动革新还是坚守已有的运营理念，都是各个商业地产运营主体对于未来的判断，无关对错，或许需要留待到更远的未来予以审视。

租金收入排名前 50 的企业分布（亿元）



2019 年商业地产 TOP100 企业租金增速分布



3. “三人行必有我师焉”，内地、港资各自精彩

“2019年度中国商业地产TOP100榜单”中，值得予以关注的还有内地和港资的各自亮眼表现。观点指数选取了8个样本企业，当中港企和内地企业各占一半。

以内地样本企业A到D来看，其2019年1-9月的租金收入在所有8个企业中表现较为优异，基本处于28亿元人民币以上。而从增速来看，内地的同比增速均为双位数，处于20%-39%之间，最高的为样本企业B，2019年1-9月的租金收入预计为35.8亿元，同比增长39%。

该企业除了传统的购物中心以及写字楼外，近几年在商业创新业态，如联合办公、长租公寓等领域也在积极布局。其中，长租公寓方面，其已在北京、上海、深圳、杭州、南京、重庆、成都等一线及二线城市开业运营，全年收入和开业目标分别为10亿元和8万间。

对比可以看到，港资样本企业的租金收入相对较为可观，不过增速上则稍逊于内地商业地产商，一定意义上也和港企相对谨慎、稳健的心态有关。

一直以来，不管是开发、运营、管理还是退出，港资房企都是内地企业学习的榜样，总能在不同的环节中找到学习的范本。不过也许和固有的住宅开发思维有关，内地商业地产行业相对浮躁，追求大包大揽、跑马圈地，静下心来细细雕琢产品的企业还是少数。这也是上述港资样本企业为何布局城市范围小、项目少，但资产价值和租金收入却较高的原因。

8个样本企业中，内地单位资产值贡献的租金收入（即1亿元资产值贡献的租金收入）普遍处于0.02亿元-0.05亿元之间，港资样本企业的该数值则要略高一些。另外从单位面积的租金收入（即1平方米建筑面积产生的租金收入）来看，港资样本企业均过千元，其中最高的为2290.91元/平方米。而内地样本企业最高的仅为632.68元/平方米。

从以上数据来看，“三人行必有我师焉”，不管是内地亦或是港资，不管是保守还是进取，各有优劣。双方需要做的，或许是针对中国市场的融合和学习，共同进步。

样本企业2019年1-9月投资物业运营情况对比						
企业	租金收入	按年增长	投资物业资产值	单位资产值贡献的租金收入（亿元）	已开业城市布局（个）	单位面积租金收入（元/平方米）
内地样本企业A	89.06	29.10%	1402.55	0.0635	61	586.61
内地样本企业B	35.80	39.00%	1156.00	0.0310	24	441.98
内地样本企业C	28.02	25.00%	603.56	0.0464	10	632.68
内地样本企业D	29.85	20.56%	1046.26	0.0285	20	615.73
港资样本企业E	28.41	7.37%	621.17	0.0457	9	1585.82
港资样本企业F	25.85	22.03%	480.48	0.0538	7	1374.04
港资样本企业G	28.34	7.61%	670.74	0.0423	4	2144.73
港资样本企业H	31.50	10.01%	866.55	0.0364	8	2290.91

附注：以上数据除部分来源于企业公告外，其余为观点指数预测，或存在误差，请以企业公布为准。

数据来源：观点指数

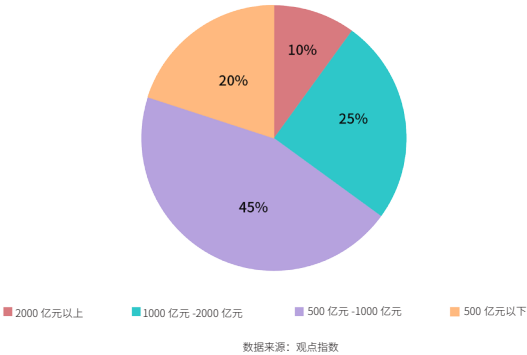
4.16 家企业资产值过 500 亿元，单位面积资产值稳中有升

“站在2019年末的节点，回看“2019年度中国商业地产TOP100榜单”，不容忽视的就是商业地产商的投资物业资产值，这是活跃在企业报表中的关键指标——既可以提升资产规模、提高利润表现，亦可以作为有利的融资工具。

从投资物业资产值前20名企业来看，有16家企业的资产规模均超过500亿元，其中500亿元-1000亿元的企业有9家，占比45%；1000亿元以上的企业有7家，占20名企业的35%。

对于商业地产来说，产生稳定的现金流是

投资物业资产值前 20 名企业资产规模分布



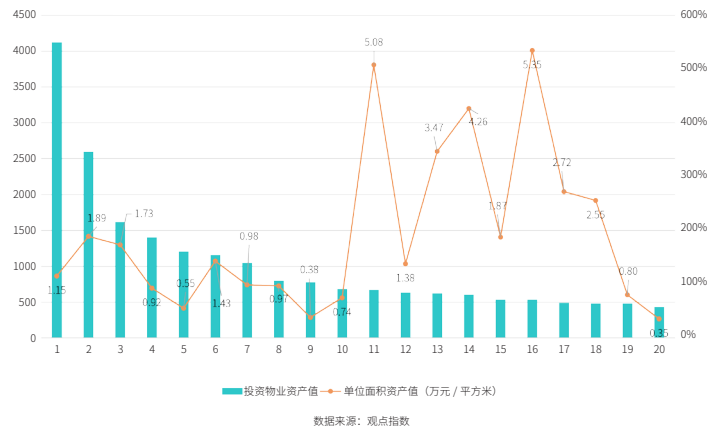
亮点之一，但同样需要予以重视的还有资产的保值和增值。通过资产管理、运营，改造、提升，提高市场价值，并辅以相适应的金融手段，在合适的时机实现价值变现。

投资物业资产值前 20 名企业中，不乏金融和运营好手。如有个别企业，通过发起和管理基金，让不同投资诉求的资金为商业地产务服务，解决资金投入大的难题。于此，也可以获得长期持有商业项目的先决条件，再通过集中、专业化的管理，持续提升资产价值，最终退出、获得增值回报。

观点指数统计资产值数据发现，上述 20 家企业单位面积资产值（即 1 平方米建筑面积对应的资产值）基本位于 0.35 万元 / 平方米 -5.35 万元 / 平方米之间，平均单位面积资产值为 1.11 万元 / 平方米。其中有 6 家企业该数值高于 2 万元 / 平方米，1.11 万元 / 平方米 -2 万元 / 平方米的企业有 6 家，这也意味着有 8 家企业低于投资物业资产值 TOP20 的平均线。

总体而言，“2019 年度中国商业地产 TOP100 榜单”的投资物业资产值稳中有升，但单位面积资产值则有待提高。换个角度说，未来商业地产行业不能仅仅追求体量大，还要通过规划、定位、管理、运营，提高资产的价值和租金收入，使得商业地产价值更为名副其实。

投资物业资产值前 20 名企业单位面积资产值情况



2019 年度中国商业地产运营能力 TOP30

论运营之高低，不只有传统的常胜将军，更不乏前景无限的后起之秀。在如此激烈的竞争中，相信商业地产的未来会有更多可能性。

2019 年度中国商业地产运营能力 TOP30，旨在评选和表彰 2019 年度中国商业地产领域中具有杰出运营能力的企业。作为分榜单，本榜单从企业投资物业收益、投资物业资产值、区域布局等各维度综合评选表现出色的企业。

从榜单上看，虽排名略有调整，但万达、凯德、华润、印力依然以自身庞大的资产规模以及稳定的投资物业收益牢牢占据着前四的宝座，其中万达更是凭借最大资产规模拔得头筹。此外，富力也因丰富的酒店资产挺进前五。

在榜单前五中，内地企业的数量最多，这与内地商业地产企业一直以来对商业地产的重视和加速布局不无关系。

此外，今年港企依然是榜单上的常客，新鸿基、恒隆、九龙仓、太古等依然榜上有名。传统港资企业的商业地产扩张速度虽远不如内地企业，但依然凭借其优质资产和可观收益占据一席之地。

虽然今年老牌商业地产企业的实力依然强劲，但不少后起之秀的表现也同样亮眼。

世茂商业及主题娱乐的多元化发展令人瞩目，目前世茂商业已形成了“4+2”产品线管理体系，四大商业产品线世茂国际中心、世茂广场、世茂摩天城、世茂 52+ 及两大办公产品线世茂大厦、世茂智汇园表现出色。随着业务的拓新和推进，还逐渐发展出了联合办公、长租公寓等全新的多样化品牌。

此外，依托自身的产业集群优势和文创资源，世茂正以主题乐园为核心，辐射多层次生活业态，涵盖主题乐园、滑雪场、观光厅、文旅小镇、郊野公园等业务。

2019 年度中国商业地产运营能力榜单，不只有传统的常胜将军，更不乏前景无限的后起之秀。在如此激烈的竞争中，相信商业地产的未来会有更多可能性。

排行	企业名称
1	大连万达商业管理集团股份有限公司
2	凯德集团
3	华润置地商业地产事业部
4	印力集团
5	富力地产集团商业运营管理有限公司
6	龙湖集团控股有限公司
7	中海商业发展有限公司
8	苏宁置业集团有限公司
9	合生商业集团
10	新城控股集团股份有限公司
11	恒大商业集团
12	新鸿基地产
13	碧桂园文旅集团
14	广州越秀商业地产投资管理有限公司
15	招商局蛇口工业区控股股份有限公司
16	恒隆地产有限公司
17	世茂商业及主题娱乐
18	世纪金源商业管理集团
19	宝龙地产控股有限公司
20	九龙仓集团有限公司
21	深圳市益田旅游商业集团股份有限公司
22	爱琴海集团
23	嘉里建设有限公司
24	新世界中国地产有限公司
25	太古地产投资有限公司
26	瑞安房地产有限公司
27	北京金融街资管管理有限公司
28	上海陆家嘴商业经营管理有限公司
29	复星国际有限公司
30	中国金茂控股集团有限公司

2019 年度中国商业地产管理能力 TOP30

合理的结构会让整体功能大于部分之和，管理能力对现代企业而言就是整合资源的战略问题。

2019 年度中国商业地产管理能力 TOP30，旨在表彰过去一年全力提升管理能力，表现超群的商业地产企业。

作为分榜单，本榜单从业态规划、招商管理、团队建设以及策划推广等维度综合评选表现出色的企业。恒隆地产蝉联本榜单第一，九龙仓则继续屈居第二。

榜单前五除华润置地外，均为港资企业，而作为央企的华润置地，其管理模式也是由港式模式演变的。说明经历香港残酷的商业市场锻炼过后，其所形成的港式管理模式拥有着强大的竞争能力。

而也正是这套成熟的管理模式，使得恒隆地产这家在香港摸爬滚打多年的头部商业地产商，在移步内地市场后依然能保持自己的领先地位，在榜单上蝉联桂冠。

国内商业地产公司中，作为国内第一批商业不动产运营商的爱琴海集团，管理能力也备受瞩目。作为红星美凯龙旗下进行城市综合体及商业购物中心筹建、招商、运营的管理平台，爱琴海集团目前已进入北京、上海、天津、重庆、常州等国内 60 多个城市，把握新潮流业态、贴近年轻社群消费习惯，把资产管理作为主要商业模式，帮助商业伙伴共同面对纷繁复杂的商业市场。

同时，像中海、保利、碧桂园这样主要聚焦于住宅市场的开发商们，也不断地在商业地产领域开疆拓土，凭借其多年经营积累的资金和品牌优势，提升自己的管理能力，建立自己的管理团队，擦亮自己的商业招牌。

排行	企业名称
1	恒隆地产有限公司
2	九龙仓集团有限公司
3	太古地产投资有限公司
4	新鸿基地产
5	华润置地商业地产事业部
6	大悦城控股集团股份有限公司
7	中海商业发展有限公司
8	凯德集团
9	宝龙地产控股有限公司
10	深圳市星河商用置业股份有限公司
11	爱琴海集团
12	碧桂园文商旅集团
13	龙湖集团控股有限公司
14	大连万达商业管理集团股份有限公司
15	印力集团
16	蓝光文商旅集团
17	招商局蛇口工业区控股股份有限公司
18	新城控股集团股份有限公司
19	世茂商业及主题娱乐
20	中国金茂控股集团有限公司
21	嘉里建设有限公司
22	北京金融街资管管理有限公司
23	保利商业地产投资管理有限公司
24	广州越秀商业地产投资管理有限公司
25	上海陆家嘴商业经营管理有限公司
26	世纪金源商业管理集团
27	新世界中国地产有限公司
28	光大安石
29	融创中国控股有限公司
30	绿地控股集团股份有限公司

2019 年度中国商业地产品牌价值 TOP30

品牌价值更倾向一种无形资产，每一家企业只有对产品运营做到持之以恒，才能获得足够的成就感。

为了表彰 2019 年度中国商业地产领域中营造出色品牌知名度、美誉度和忠诚度的企业，观点指数研究院从品牌熟知度、租户认可度、城市推动力、社会贡献等多个维度综合评选出具备优秀品牌价值的企业。

在本榜单中，前三甲的位置分别是九龙仓、华润置地以及新鸿基地产，港资企业占去其二。

同时，另外两家港资企业太古和恒隆分别位列第七以及第八，排名整体靠前。这些港企凭借着“精耕细作”的运营理念，打造出了出色且具有价值的商业地产品牌，业内口碑不可动摇。

上述企业之外，此次入选榜单前十的企业还有中海、凯德、万达商业、大悦城以及龙湖集团。

值得注意的是，随着近期商业地产规模扩大，华润置地排名升至榜眼，行业内品牌影响力逐渐提升。2019 年上半年，华润置地鞍山万象汇、吴江万象汇两个购物中心开业，店铺开业率分别为 99%、96%；而后在 11 月 2 月，昆山万象汇开业，着重打造美食王国牙蜜集市、童趣万象、“嗨街”三大主题空间，这标志着华润置地第 60 家购物中心的正式落地。

华润之外，宝龙商业也是处于高增长的发展期中。目前宝龙在全国拥有 39 座在营商业综合体，总运营面积近 500 万平方米，倾力打造出宝龙一城、宝龙城、宝龙广场三大产品线。在未来规划中，宝龙将在 2020 年开 10 家商业综合体，2021 年开 9 家，届时商业综合体数量将累计超过 64 家。

排行	企业名称
1	九龙仓集团有限公司
2	华润置地商业地产事业部
3	新鸿基地产
4	中海商业发展有限公司
5	凯德集团
6	大连万达商业管理集团股份有限公司
7	太古地产投资有限公司
8	恒隆地产有限公司
9	大悦城控股集团股份有限公司
10	龙湖集团控股有限公司
11	印力集团
12	爱琴海集团
13	碧桂园文旅集团
14	富力地产集团商业运营管理有限公司
15	宝龙地产控股有限公司
16	新城控股集团股份有限公司
17	世茂商业及主题娱乐
18	招商局蛇口工业区控股股份有限公司
19	首创钜大有限公司
20	绿地控股集团股份有限公司
21	蓝光文旅集团
22	北京金融街资管管理有限公司
23	瑞安房地产有限公司
24	佳兆业商业集团有限公司
25	合生商业集团
26	嘉里建设有限公司
27	深圳市益田旅游商业集团股份有限公司
28	上海陆家嘴商业经营管理有限公司
29	禹洲商业投资集团有限公司
30	银泰商业（集团）有限公司

2019 年度中国商业地产创新能力 TOP30

对于商业地产来说，如今已经进入存量地产时代，创新这一元素在物业升级改造中显得愈发重要。

2019 年度中国商业地产创新能力 TOP30，旨在表彰过去一年中在商业地产领域中，不断追求创新，向行业未来探索的商业企业。

作为分榜单，本榜单从资本创新、模式创新以及设计创新等维度综合评选表现出色的企业。从榜单可以看到，印力集团再位首位，而龙湖和恒隆地产则分列榜眼探花。

印力集团在存量地产的改造上，体现了其运营的创新能力，比如，印力让 16 年的老物业“长沙印象汇”得到焕新升级改造，让一座老旧过时、经营乏力的商场成为一个 24 小时不熄灯购物中心，打造全新的“夜间经济”。

而排名第二的龙湖，在它打造的天街项目上，将创新能力表现得淋漓尽致。龙湖商业通过收并购方式获取上海徐汇区华泾板块项目，进行存量改造后推出天街系产品。这是在华东的首个收并购改造商业项目。

本次排名第三的恒隆，其代表作恒隆广场则走高端存量改造的路线。一方面其能够吸引奢侈品牌集中开店，另一方面在应对互联网电商的冲击时，通过打造奢侈体验另辟蹊径，引导消费者重新意识到所谓“奢侈”其实是一种生活方式，将过去朝圣式的奢侈消费变成了当下一种精致生活的体验。

排名第五的保利商业，着重商业多元业态运营发展，已经创造性地推出属于自己的购物中心、长租公寓、品牌酒店和社区商业领域品牌体系和产品。

其中，社区商业方面，保利商业结合社区居民便利购物、娱乐休闲、生活服务、社区社交等方面的需求，率先推出“若比邻”社区商业品牌。而在购物中心方面，保利商业打造了以保利 MALL、保利广场、时光里为主体的品牌体系，其中的标杆性项目是位于广州琶洲村的保利广场。

创新是推动企业不断发展前行的必备法宝，是企业竞争制胜的关键。企业家必须寻找和设计良好的商业模式，并根据实际情况不断创新。对于商业地产来说，如今已经进入存量地产时代，创新这一元素在物业升级改造中显得愈发重要。

排行	企业名称
1	印力集团
2	龙湖集团控股有限公司
3	恒隆地产有限公司
4	凯德集团
5	保利商业地产投资管理有限公司
6	碧桂园文商旅集团
7	新鸿基地产
8	大悦城控股集团股份有限公司
9	九龙仓集团有限公司
10	华润置地商业地产事业部
11	蓝光文商旅集团
12	首创钜大有限公司
13	复星国际有限公司
14	太古地产投资有限公司
15	新世界中国地产有限公司
16	绿地控股集团股份有限公司
17	中海商业发展有限公司
18	大连万达商业管理集团股份有限公司
19	光大安石
20	嘉里建设有限公司
21	合生商业集团
22	阳光天地商业管理有限公司
23	佳兆业商业集团有限公司
24	广州市时代商业管理有限公司
25	苏宁置业集团有限公司
26	世茂商业及主题娱乐
27	中国金茂控股集团有限公司
28	世纪金源商业管理集团
29	深圳市中航九方资产管理有限公司
30	金地商置集团有限公司

2019 年度商业表现奖名单

获奖名称	奖项名称
大悦城控股集团股份有限公司	2019 中国商业地产年度影响力企业
广州市时代商业管理有限公司	2019 中国商业地产年度影响力企业
合生商业集团	2019 中国商业地产年度影响力企业
金茂商业房地产（上海）有限公司	2019 中国商业地产年度影响力企业
世纪金源商业管理集团	2019 中国商业地产年度影响力企业
新城控股集团股份有限公司	2019 中国商业地产年度影响力企业
中海商业发展有限公司	2019 中国商业地产年度影响力企业
广州美林基业商业经营管理有限公司	2019 中国商业地产运营创新年度表现大奖
融创文化旅游发展集团有限公司	2019 中国商业管理运营机构年度表现大奖
广州越秀商业地产投资管理有限公司	2019 中国商业地产运营管理年度表现大奖
梦想加空间	2019 中国联合办公年度表现大奖
58 同城·安居客	2019 中国商业地产信息化服务年度影响力大奖
COHESION 目林	2019 中国联合办公品牌年度成长力表现大奖
方圆房地产服务集团	2019 年度中国影响力房地产领先专业服务品牌
合景昕舍	2019 中国长租公寓品牌年度表现大奖
三星中央空调	2019 中国商业地产年度杰出供应商大奖
万达电影股份有限公司	2019 中国年度影响力电影院线运营商
阳光海天停车产业集团	2019 中国商业地产年度停车产业价值表现大奖
珠海城际轨道实业有限公司	2019 中国年度影响力 TOD 开发运营企业
搜狐焦点	2019 中国商业地产领域年度影响力媒体平台
COOC 中海商务	2019 中国商业地产典范品牌
北京鼎好大厦（颀腾投资管理）	2019 中国商业地产年度杰出投资并购大奖
嘉善越里	2019 中国商业地产特色主题年度表现大奖
凯华国际中心	2019 中国卓越品质甲级写字楼项目
华侨城欢乐海岸	2019 中国文商旅综合体年度表现大奖
华侨城欢乐海岸·O' garden	2019 中国商业地产运营创新年度表现大奖

2019 年度商业表现奖名单

获奖名称	奖项名称
粤海城	2019 中国商业地产年度影响力城市综合体
中建财富国际中心	2019 中国办公物业年度表现大奖
长沙 IFS	2019 中国年度标杆购物中心
深圳福田星河 COCO Park	2019 中国年度标杆购物中心
奥园广场	2019 中国年度影响力购物中心品牌
大悦城	2019 中国年度影响力购物中心品牌
合生汇	2019 中国年度影响力购物中心品牌
恒隆广场	2019 中国年度影响力购物中心品牌
IFS	2019 中国年度影响力购物中心品牌
来福士	2019 中国年度影响力购物中心品牌
龙湖天街	2019 中国年度影响力购物中心品牌
太古里	2019 中国年度影响力购物中心品牌
万象城	2019 中国年度影响力购物中心品牌
印象城	2019 中国年度影响力购物中心品牌
方长斌 保利商业地产投资管理有限公司总经理	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
雷易群 奥园健康生活集团常务副总裁	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
王林林 中海商业有限公司总经理	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
王媛媛 广州市时代商业管理有限公司总经理	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
肖春和 正荣商业董事长	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
张刚 蓝光文旅集团总裁	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
张强 碧桂园集团助理总裁、文商旅集团总经理	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
张子玉 建业商业管理集团有限公司总裁	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
周颂明 光大嘉宝副总裁、光大安石商业总裁	2019 中国商业地产年度杰出职业经理人
丁力业 印力集团董事长兼总裁	2019 中国商业地产年度杰出贡献人物
张华容 爱琴海集团副董事长、总裁	2019 中国商业地产年度杰出贡献人物

关于观点指数研究院

观点指数研究院作为观点地产机构旗下的数据研究部门，长期跟踪房地产企业表现、行业动态、经济走势，并在此基础上捕捉到精准而全面的市场数据，同时结合专业分析，生产原创、深度的企业报告，解读经营策略。

观点指数将实时、准确的数据与深度的分析相结合，采用实地调研、问卷访问、企业访谈、资料检索、历史研究、数量统计等途径，构建独特的观点指数数据分析模型体系，并于全年不同时点、不同方向、不间断推出各种专业研究报告与行业权威榜单。

基于此，观点指数研究院以全角度视野，把握行业发展走势，对相关资本金融、土地、商业市场等动态、结构、信息，以及复杂的市场和交易数据，进行深入分析。同时，以敏锐的市场眼光，独特的视角，剖析各业态之下的市场万象，如物业、产业、文旅、创新业务等，为企业谋划决策提供参考，共享行业发展红利。



扫一扫，了解指数



观点地产机构联络方式：

电话：020-22375222 传真：020-87327723

地址：广州市先烈中路 69 号东山广场 709-715 室

E-mail: service@guandian.com.cn