

# 深度研究

## 商业运营领导者，华润和凯德商业发展模式比较探究

房玲、羊代红、洪宇桁

2022-02

克而瑞研究中心

## 目录

|                                         |           |
|-----------------------------------------|-----------|
| 一、购物中心定位相似，未来发展一进一退.....                | 3         |
| 1、华润商业板块业态较为传统，凯德转向重视新经济.....           | 3         |
| 2、华润产品线定位分明，凯德推动综合体战略产品定位开始趋同.....      | 5         |
| 3、华润未来 5 年迎来开业新高峰，凯德传统商业规模持续收缩.....     | 5         |
| 4、华润重视一二线和强三线全国布局，凯德基本布局一二线五大城市群.....   | 6         |
| 二、华润运营后来居上，开业大爆发下持续拉大与凯德差距.....         | 6         |
| 1、收入：五年复合增长率均超 20%，华润爆发开业收入拉大与凯德差距..... | 6         |
| 2、出租率：凯德受疫情影响较大，华润出租率有所改善.....          | 7         |
| 3、运营效率：凯德商场回报有下滑趋势，华润成本回报率稳步上升.....     | 7         |
| 4、成本控制：华润依靠集团支持降低成本，凯德严控运营费用提高利润.....   | 7         |
| ➢ 母公司支持华润低成本获取商业项目，提高盈利水平.....          | 错误！未定义书签。 |
| ➢ 规模化运营叠加大数据共享，助力凯德控制成本提高竞争力.....       | 错误！未定义书签。 |
| 三、华润与资本链接仍在起步阶段，凯德熟练玩转轻资产投资.....        | 8         |
| 1、 华润重资产持有，也积极探索资产证券化等多元退出方式.....       | 8         |
| ➢ 华润重持有，已开业商场权益占比达 85%左右.....           | 8         |
| ➢ 华润近 15%权益销售投入，稳定增长销售为商业注入发展动力.....    | 9         |
| ➢ 探索不同资方合作模式，设立基金引入资本.....              | 9         |
| ➢ 实现基金关联方资方退出，资产证券化助力拓宽融资渠道.....        | 9         |
| 2、凯德：国际经验，各类分工明确基金打通投融管退.....           | 9         |
| ➢ 拥有 6 只上市房地产投资信托和商业信托，资产重组专攻轻资产运营..... | 9         |
| ➢ “私募基金+REITs”双基金商业模式，多元基金匹配投资人与项目..... | 10        |
| ➢ 中国境内项目开发各类基金分工明确、定位清晰.....            | 11        |
| 四、华润凯德模式各有千秋，但未来仍有各自突破空间.....           | 12        |

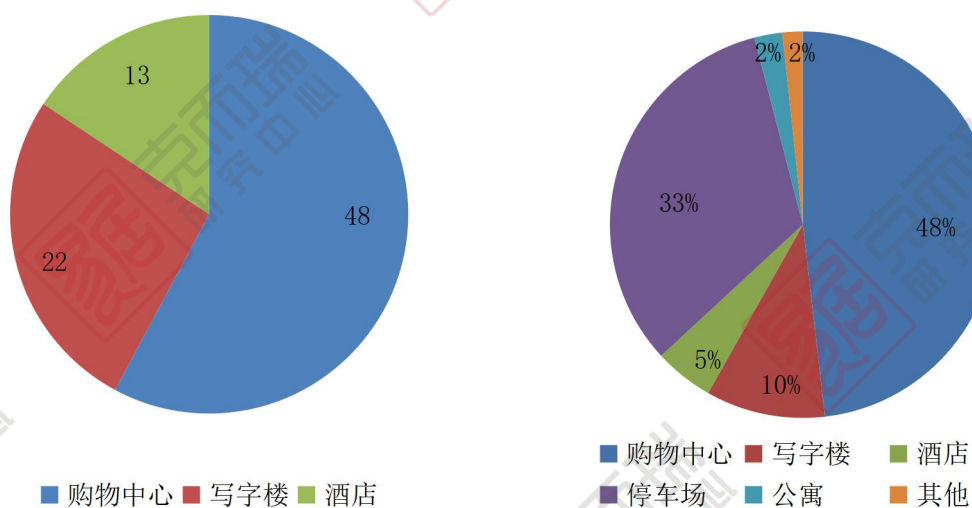
随着房地产进入了存量时代，商业运营成为了越来越多房企重视的板块。在这个方面，无论是从规模还是运营效果来看，华润和凯德可以说是内房企和外资的代表，无论是其资本运作还是管理模式，均有值得借鉴之处。下文中，我们就将分析比较一下这两家企业的发展历史和运营模式，解析两家企业的商业优势。

## 一、购物中心定位相似，未来发展一进一退

### 1、华润商业板块业态较为传统，凯德转向重视新经济（部分略）

从投资物业整体的业态来看，华润置地主要涉足购物中心、办公楼和酒店等多种业态，其中购物中心一直都是华润置地投资物业最重要的业务板块。截至 2021 年中期，华润在营的自持购物中心合计 48 家，已进入全国 31 个核心热点城市，已开业的商业建面积为 616.39 万平，占投资物业总建面的 48%。而在资产价值上，截至 2021 中期华润自持购物中心评估后资产总值为 1472.6 亿元，占企业总资产的 16%，对企业投资物业资产总值的占比也超过了 75%。

图：2021 年中华润在营投资物业主要业态数量 图：2021 年中华润在营投资物业业态建面占比



注：投资物业均指自持的重资产项目，不包括管理输出项目，计个数时不含停车场。

数据来源：企业公告、CRIC 整理

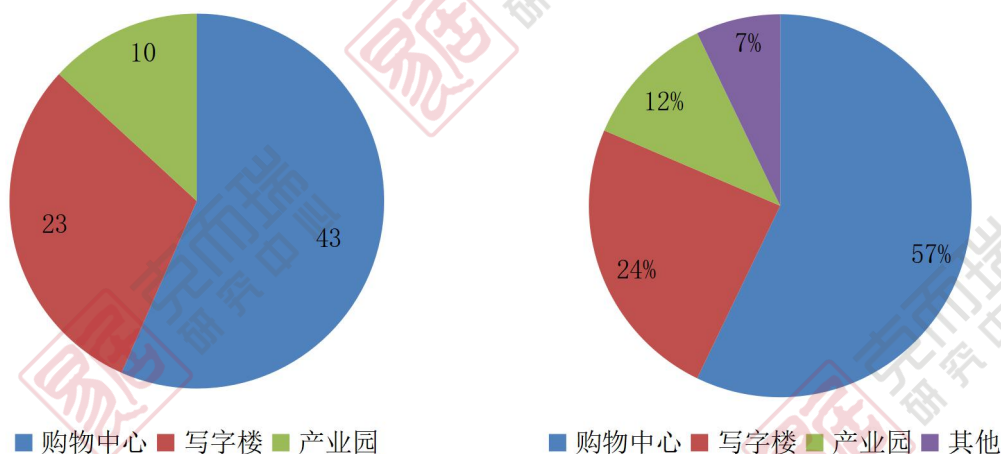
与华润开发投资物业的方向类似，凯德长期以来也是以购物中心为核心，同时也涉

足开发写字楼以及公寓等其他业态。截至 2021 年中, 凯德在中国在营的投资物业中共有 43 家购物中心、23 个写字楼以及 10 个产业园项目, 资产总价值约为 205.8 亿新加坡元 (按 2021 年 6 月 30 日汇率计算约 987.8 亿元人民币), 占集团总资产的 25.2%。其中购物中心对投资物业资产总值占比约为 57.1%, 写字楼占比为 24.3%。

在传统商业地产方面进行战线收缩以及进一步轻资产化的同时, 凯德近年来的投资重心逐渐转移到了新经济资产上, 包括产业园、物流地产以及数据中心等。从凯德近年来收购的商业项目来看, 自从 2019 年合并了星桥腾飞后, 凯德收购的方向就开始向新经济资产转移, 比如在 2020 年 11 月收购了位于中国苏州、西安和杭州的五个产业园区, 开始正式进军中国产业园区, 2021 年 4 月在中国收购了其首个数据中心项目。整体看来, 凯德主动投向新经济已经走在了行业前列, 将会是企业未来的发展重心。

整体来看, 华润和凯德都是国内投资物业运营的领军企业, 且都涉足了多种业态。不过在未来的发展方向上, 华润仍将大力发展传统的购物中心、写字楼以及酒店, 而凯德则开始转向新经济领域开辟新赛道。而由于两家企业当前运营的投资物业核心板块都是购物中心, 因此我们将双方在这方面的投资和运营进行重点比较。

图：2021 年中凯德在营投资物业主要业态数量图：2021 年中凯德在营投资物业业态资产价值占比



数据来源：企业业绩 PPT、CRIC 整理

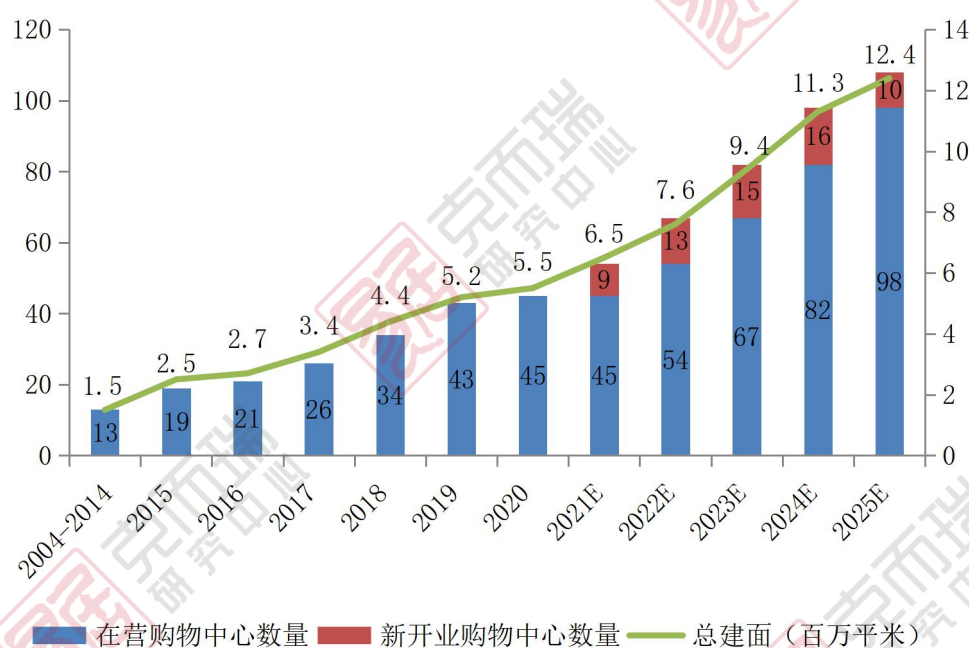


## 2、华润产品线定位分明，凯德推动综合体战略产品定位开始趋同（略）

## 3、华润未来 5 年迎来开业新高峰，凯德传统商业规模持续收缩（部分略）

从购物中心的开业规模来看，未来五年内华润将会迎来购物中心投入运营的新高峰。根据华润置地零售开业计划，企业在 2021 年计划开业 9 家自持购物中心，新增自持商业体量 100 万平。而从上半年的开业情况来看，企业已经新开业了 3 家购物中心，并且完成了泰州万象城二期的开业，整体来看全年开业压力不大。而从 2022 年开始到 2025 年，华润计划每年新开业的购物中心数量都在 10 家以上，预计至 2025 年底实现在营 108 家购物中心，商业体量超 1240 万平。

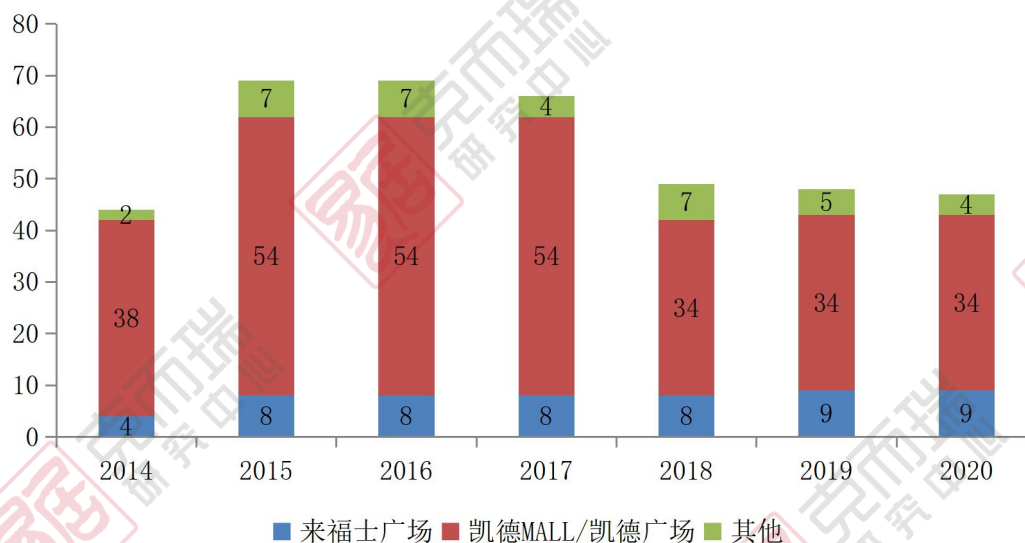
图：华润购物中心开业计划



数据来源：企业业绩 PPT、CRIC 整理

与华润继续在购物中心方面大举扩张不同，凯德在中国的商业项目规模从 2016 年开始就持续收缩，2018 年向万科旗下印力集团出售了 20 家购物中心之后更是直接将企业在中国在营的商业项目数量直接减少了三分之一。而由于凯德持续推进轻资产战略，因此企业在 2021 年还向平安出售了 6 个来福士广场的股权。整体看来，凯德在中国商业地产领域的收缩仍在持续，未来的投资重点将会主要放在新经济领域。

图：2014-2020 年凯德商业项目数量



数据来源：企业年报、CRIC 整理

从近几年以及未来的商业项目开业规划中可以看出，华润仍将在商业地产领域进一步高歌猛进，同时华润万象生活的上市也宣告着企业轻资产外拓开始加速，未来将以轻重并举的方式扩张商业版图。而凯德在中国商业地产则长期处于收缩态势，再加上集团重心转向新经济领域，未来在商业地产方面可能仍然会缓慢发展。

#### 4、华润重视一二线和强三线全国布局，凯德基本布局一二线五大城市群（略）

## 二、华润运营后来居上，开业大爆发下持续拉大与凯德差距

### 1、收入：五年复合增长率均超 20%，华润爆发开业收入拉大与凯德差距（部分略）

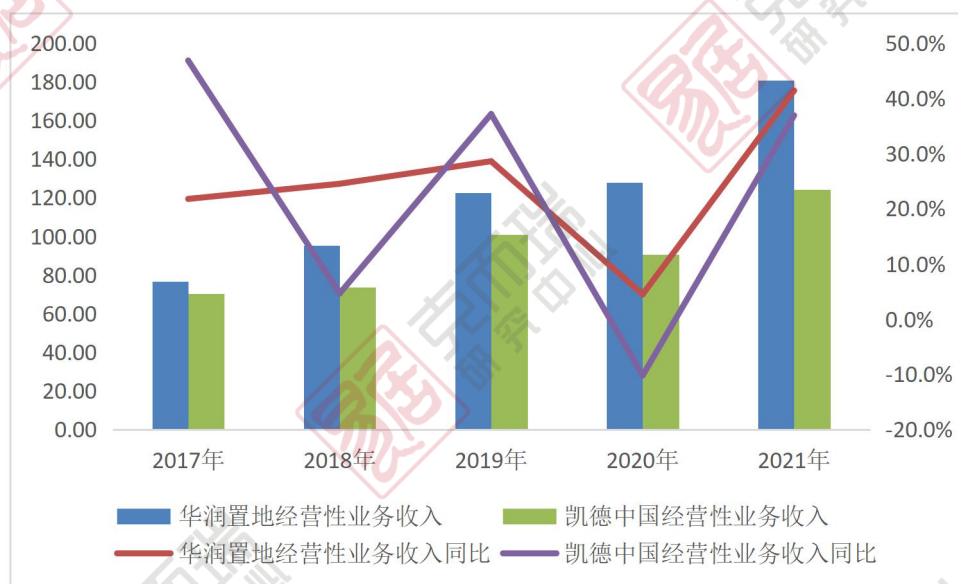
从运营收入来看，2021 年华润置地投资物业实现租金收入约为 183.4 亿元，同比增长 40.6%，2016-2021 年五年复合增长率达到 23.12%，增长速度较快。除了 2020 年受疫情影响外，2018-2021 年的年租金均同比增长 30% 以上，主要由于 2018 年、2019 年、2021 年每年约有 9 家新购物中心集中开业，华润的购物中心租金收入增长较大。未来，根据华润置业的购物中心开业计划，2022-2025 年的新开个数均达到 10 个及以上，

到 2025 年目标实现运营收入达到 256 亿元，增长潜力较大。

根据克而瑞发布的历年《中国房地产企业运营收入排行榜》，凯德集团 2021 年的经营性业务收入为 124.00 亿元，同比增长 36.9%，2016-2021 年五年复合增长率为 20.95%，增长速度较快，其位于核心城市核心区域项目的投资组合是保证收入稳定增长的重要因素。

整体来看，华润置地的经营性物业收入历来高于凯德，并且近几年随着华润置地商业开业的爆发以及凯德集团投资策略的转变，两者收入差距近几年逐步加大，而根据两者的经营性业务的投资发展策略，未来近几年的收入差距或将进一步扩大。

图：凯德集团和华润置地经营性业务收入及同比情况（亿元人民币，%）



数据来源：企业年报、CRIC 整理

2、出租率：凯德受疫情影响较大，华润出租率有所改善（略）

3、运营效率：凯德商场回报有下滑趋势，华润成本回报率稳步上升（略）

4、成本控制：华润依靠集团支持降低成本，凯德严控运营费用提高利润（略）

### 三、华润与资本链接仍在起步阶段，凯德熟练玩转轻资产投资

在资本运营上，凯德和华润根据自有战略，资金进入退出路径各有不同。当前华润重点仍在重持有，更注重销售回款的投入和母公司的支持，同时辅以基金等方式实现退出；而凯德凭借先进的国际经验，利用旗下各类基金打通投融资管退一体化资金退出方式，在完成集团重组后，私有化地产开发，真正实现轻资产运营。

#### 1、华润重资产持有，也积极探索资产证券化等多元退出方式（部分略）

##### ➤ 华润重持有，已开业商场权益占比达 85%左右

华润置地在商业项目的发展模式上，当前仍主要以重资产的形式进行运营开发。

2021 年上半年末华润置地旗下在营商业项目的总建面为 616 万平米，权益建面 522 万平米，权益建面占比高达 85%。华润置地采用投入大，门槛高的重资产运营方式，能更好发挥企业各方面协作优势，易形成规模效应，而这也吻合其具有一定规模及市场地位的商业地产领导者定位。

特别值得注意的，虽 2021 年末华润置地未来在建/拟建商业项目的权益占比下滑至 76%，但从其历史表现来看，在建/拟建商业项目的权益占比一般在 72%左右，远低于在营的权益，主要由于在商业项目一般情况下回报周期较长，在前期华润应该借助其他资金方的资金入股，减少资金压力，后续再对项目的部分权益进行回购。

图：华润置地历年持有在营商业项目权益建面占比（单位：万平米）



数据来源：企业年报、CRIC 整理



- 华润近 15%权益销售投入，稳定增长销售为商业注入发展动力（略）
- 探索不同资方合作模式，设立基金引入资本（略）
- 实现基金关联方资方退出，资产证券化助力拓宽融资渠道（部分略）

在进行基金的建设减少企业前期资金压力的同时，华润近几年也积极探索推动成熟项目的退出方式。2019 年 3 月华润资本旗下上海万象城写字楼一期基金实现成功退出。该基金成立于 2013 年底，由华润资本为基金管理人，华润置地作为资产管理人，最终收购方为基汇资本。虽然最终退出的是华润资本，而华润置地仅作为资产管理人，但同样从侧面体现了华润置地较好的运营能力，并为华润置地旗下商业项目的退出提供了宝贵的借鉴价值。

此外，华润置地也发力通过资产证券化的方式寻求资金退出。当前分别成功实现以成都万象城和深圳华润大厦抵押权为底层资产的资产支持计划的发行。

另外，华润也寻求商业的品牌输出，进行商业轻资产化运营。2015 年华润置地首次提及要加快商业轻资产化，2016 年华润置地与中恒联手在汉阳落地首个品牌输出项目——华润万象汇，2020 年华润万象生活上市，该公司主要囊括华润置地的住宅及商业管理服务，其商业品牌轻资产输出也并入其中，截止至 2021 年中期，华润万象生活管理输出在营购物中心 17 家。

## 2、凯德：国际经验，各类分工明确基金打通投融管退

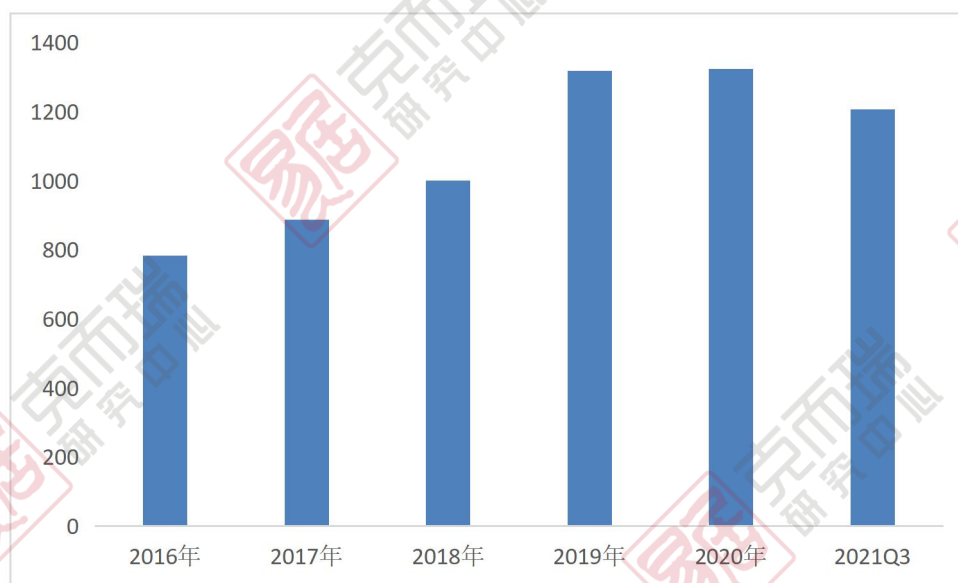
- 拥有 6 只上市房地产投资信托和商业信托，资产重组专攻轻资产运营

凯德置地自 2000 年起提出了轻资产运营的基金化转型方案，而后相继发行了多支信托基金，形成“地产开发+资本运作”模式，实现资产再循环。到 2021 年 3 月 22 日凯德集团宣布与凯腾控股进行业务重组的计划，将凯德集团旗下的投资管理平台和旅店业务整合为上市平台“凯德投资管理（CLIM）”，并私有化房地产开发业务，未来专注于资产管理这一领域，真正实现轻资产运营。

截止 2021 年 9 月 30 日，凯德投资旗下管理资产规模（AUM）约为 1208 亿新元，房地产基金管理规模（FUM）约为 843 亿新元，通过 6 支上市房地产投资信托和商业信托，

以及 30 个私募基金持有。

图：凯德集团历年来资产管理规模（亿新元）



备注：2021Q3 为凯德投资管理规模

数据来源：企业公告、CRIC 整理

### ➤ “私募基金+REITs”双基金商业模式，多元基金匹配投资人与项目（部分略）

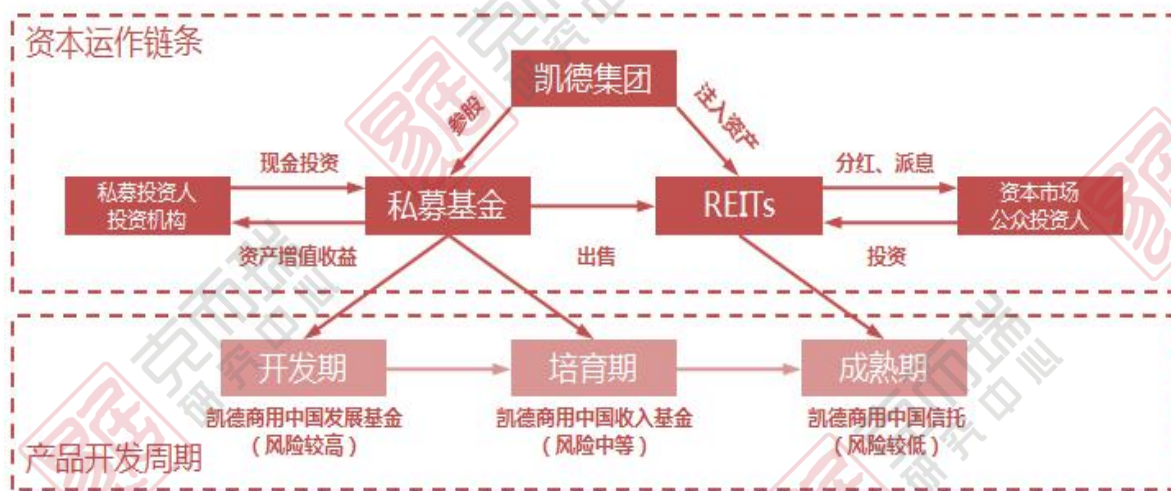
当前凯德在商业地产方面的投资主要为“地产开发+资本运作”模式，该模式已经相对成熟，资金退出模式也相对完善。在这其中，凯德不仅是一个投资方、开发商，同时也是基金和资产管理者。

根据商业项目从筹备建设、开业初期、稳定运营各环节的发展需要，凯德一般会对不同金融类型的金融产品。一般来看，开发期和培育期的商业物业，由于高风险、高收益的项目特点，凯德主要用房地产私募基金进行投资；对于现金流稳定的成熟商业物业，风险相对较小，凯德主要用 REITs 进行投资而后实现退出，形成完整的投资和退出闭环，且在此过程中，REITs 通常对私募基金培育的项目具有优先购买权。至此，凯德已经形成了“私募基金培育，再打包出售给 REITs”的双基金配对运作模式。

通过这样的资本运作模式，凯德建立了从开发商到私募基金，再到 REITs 退出的一个完整资金回路。特别地，商业项目在成熟之后，很难再在租金规模上实现快速增长。通过将项目注入 REITs 实现退出，凯德也可以提前一次性获得未来多年的现金流，缩短

盈利周期。

图：凯德“私募基金+REITs”双基金商业模式及产品开发流程



数据来源：CRIC 整理

➤ 中国境内项目开发各类基金分工明确、定位清晰（略）

## 四、华润凯德模式各有千秋，但未来仍有各自突破空间

总的来看，华润置地和凯德作为当前国内商业开发运营的先进代表，均较早地涉足商业地产的开发以及运营，发展到当前，商业开发和运营已经成为各自业务的重要组成部分和利润贡献部分，但在发展路径上，两者表现却有较大的差别。

华润早先在母公司的支持下，率先发力商业地产投资，并且随着住宅物业销售规模的不断扩大，也可以继续支持华润在商业地方面的投入，截止 2021 年其投资物业的收入水平已经接近 200 亿元，已经具有不可撼动的规模与先发优势，稳居国内所有参与商业运营的房企的商业领导者地位。而华润在商场开业进入爆发期以及轻资产管理输出力度加大的情况下，未来的规模领导地位或将更上一层楼。

而凯德则得益于其完整资本运作链条，在此优势下给凯德带来的绝对的投资效率，将投资半径集中在 5 大核心城市群——北京、上海、广州、成都、武汉及周边城市的业务布局助力凯德缩短投资半径，也可以保证其规模优势。在轻资产模式下，凯德进行项目投资资金占用少、流转速度快，可以较低财务负担推动规模增长，实现健康扩张。同时得益于精简、集中、高效的管理模式，凯德得以提高项目运营利润，尽可能提高股东项目回报。

凯德和华润作为行业的领导者，未来的发展上都有较大潜力，但两种不同模式下仍有自身各自的困境。凯德购物中心（零售）区域聚焦策略有助于实现在管资产价值最大化，但也可能错失其他市场机遇，同时在国内其他商业运营商崛起的情况下凯德商业开发运营优势将进一步缩减，如何加大当前产品的创新力与竞争力等仍是凯德商业面临的难题。

华润方面，华润当前策略仍是重资产持有，对资金投入提出较大的要求，与此同时其资金退出模式仍在探索起步阶段，资金承压大投入或仍是未来短时间内的常态；此外，虽当前已经尝试轻资产输出管理的模式，但该模式下收益效率及对自身品牌的影响仍有待观察；特别值得注意的是，当前华润经营性物业的投资业态仍以购物中心为主，其在写字楼、酒店等多元化业态的布局以及运营效率仍有较大的上涨空间，押宝商场的投资策略或将风险集中，未来仍需加大对其他业态的投资，分化风险。

### 免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。