



评司论企 | 深度分析！全价值链解读宝龙商业



◎ 作者 / 房玲、陈家凤

宝龙从 2003 年起开始布局商业地产，目前已经形成了较为完善的商业产品线，8 月 20 日，宝龙拟拆分商管上市，成为内地首家赴港上市的轻资产商业运营商，而招股书中披露的在营项目运营指标，又引发市场热议。16 年间宝龙是新商业的破局者还是跟随者？未来又该如何突围？

1

“双轮驱动”的商业地产先发者

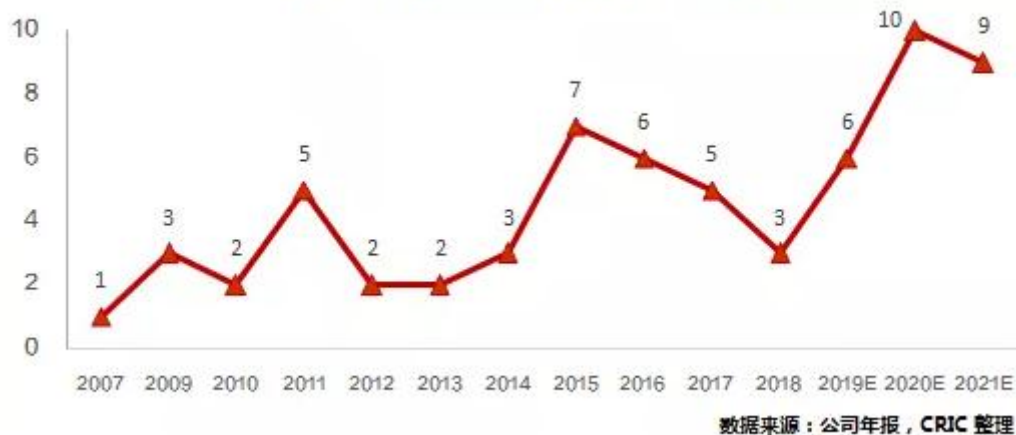
自 2003 年介入商业地产，2007 年首家宝龙广场在福州开业，截至 2019 年上半年宝龙已进入 26 座城市，累计开业 39 家购物中心和 6 条商业街。回顾宝龙商业的发展历程，大致可分为三个发展阶段：

第一阶段：2009 至 2011 年，商业帝国进入扩张期，三四线多点开花。借助 2009 年宝龙成功登入香港主板，募集逾 20 亿用于集中开发商业项目。此后三年间，宝龙挥戈抢滩三四线，商场进入密集开业期。三年间共新开业 10 家商场，其中就有 6 家位于三四线。因新开业项目仍在培育期，规模大幅扩张的同时，并未带动租金的大幅增长，2011 年租金及管理收入 2.84 亿元。

第二阶段：2012 至 2013 年，因三四线需求不足，商业进入阵痛期。因前期过度青睐三四线布局，宝龙商业进入阵痛期，多家宝龙广场面临商户撤离困局。2012 至 2013 年，宝龙商业扩张的步伐变慢，两年仅开业 4 家商场，新增可租售面积 27.93 万平，相较前两年同比减少 62.67%。与此同时，财务状况下滑明显，2013 年综合毛利率首次跌破 30%，下滑至 28.32%。在此情况下，宝龙计划改变商业布局战略，2013 年首次提出“深耕上海，聚焦长三角”。

第三阶段：2014 年至今，转向一二线卫星城布局，深耕社区的同时，向高端综合体试水。2014 年度过转型阵痛期；仅 2015 年一年，宝龙就于上海、杭州、青岛等一二线城市新开业 7 家购物中心，新增可租赁建面达 31.29 万平，同比大幅增长 141%。战略布局调整的同时，宝龙于 2015 年也重新梳理产品线，形成宝龙广场、宝龙天地、宝龙城和宝龙一城四大产品线，基本覆盖社区级、片区级和都市级；并于 2016 年和 2018 年，分别推出高端定位的宝龙城及宝龙一城。如今宝龙商业运营进入稳定增长区间，2014 至 2019 年中期，零售商业租金及管理费收入均保持 30% 以上的增长。同时，商业扩张步伐并未变慢，宝龙计划 2019 年下半年新开业 6 家、2020 年新开业 10 家、2021 年新开业 9 家商场。

图：历年宝龙新增购物中心个数(不含宝龙天地)



2

四大产品线全面抢滩社区

目前宝龙的四大商业产品线中，宝龙城和宝龙一城定位中高端和高端，宝龙广场和宝龙天地则以中端为主，其中宝龙天地主要是商业街，其余都是购物中心。截止至 2019 年中期，商业街宝龙天地已进入太仓、上海、杭州、东营等 6 座城市；购物中心已在上海、杭州、南京、宁波、厦门、福州、重庆等 26 座城市累计开业 39 家。其中，最大体量的当属宝龙广场，已开业 36 家。宝龙广场商业体量一般介于 3-20 万平，其中为社区层面而设的体量为 3-5 万平，为区域层面而设的为 5-8 万平，为城市层面而设的则为 8-20 万平，定位比较分明。

2014 年宝龙提出轻资产化发展战略，通过品牌输出委托运营第三方开发物业，目前有 3 个在营购物中心项目属于管理输出，可租售建面积为 22.12 万平。2019 年 8 月，宝龙拟分拆旗下商管公司上市，成为内地首家赴港上市的轻资产商业运营商。

表：截止 19 年底，宝龙零售类商业产品线情况

	宝龙广场	宝龙天地	宝龙城	宝龙一城
开业年份	2007	2015	2016	2018
位置	一二线卫星城及三四线的市中心	一二三四线的商业街	一二线的主要商业区	一二线的市中心
产品定位	中端	中端	中高端/高端	超高端
商业体量	社区 3-5 万平, 片区 5-8 万平, 城市 8 万平以上	5 万以下	10-18 万平	12 万平左右
产品业态	社区 mall、酒店式公寓、酒店及写字楼	商业街区、酒店、写字楼及酒店式公寓	购物中心、星级酒店、写字楼、艺术中心	以购物中心为核心，融合星级酒店、写字楼、精品 SOHO 与艺术中心于一体
零售商业租户类型	集百货、餐饮、健身、影院、卡拉 OK、生活配套等多元化组合	特色餐饮、休闲娱乐、生活配套等	主力店、生活配套及餐饮	聚国际名品、时尚精品、主力店、生活配套、餐饮等近 300 家国内外知名品牌
个数	39 个自持+3 个轻资产	6	2	1
代表项目	上海嘉定宝龙广场、四川江油宝龙广场	杭州下沙宝龙天地、淮安宝龙天地	上海七宝宝龙城、杭州滨江宝龙城	厦门宝龙一城

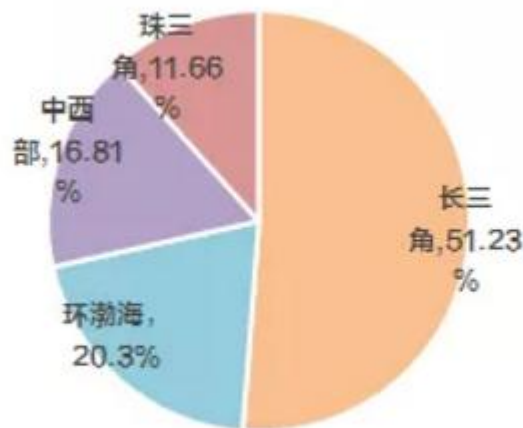
数据来源：宝龙商管招股书、19H 宝龙地产业绩 PPT

3

深耕长三角，低成本扩张优势

从区域分布来看，宝龙坚持“1+6+N”战略布局，深耕长三角，尽享区域红利。预计至 2019 年底，宝龙商业的可租售建面约 51.23%位于长三角，其中上海占长三角的比重最高，达 23.79%。根据 CBRE 的统计数据显示，一线城市中上海优质零售物业租金维持高位，截至 19 年三季度，首层租金为 35.2 元/平/天，优于同期的广州和深圳；而二线城市中，长三角租金最优，首层租金均值约 21.9 元/平/天，优于环渤海和中西部。由此可见，宝龙“以上海为中心，深耕长三角”的商业战略布局，区域优势显著。

图：截至 19 年底商业可租售建面区域分布



备注：包含 3 个在管的轻资产项目，不含宝龙天地

数据来源：19H 宝龙地产业绩 PPT

从城市布局来看，宝龙商业还是以一二线卫星城和三四线市中心为主，按可租赁面积计算，二线和三四线城市占比分别达 43.14% 和 44.70%。2013 年前，宝龙商业版图开拓路线“以农村包围城市”为主，导致三四线存量较大，13 年改变策略才逐步向一二线城市新区或者卫星城转移。加上宝龙拿地成本控制得当，以上海为例，17 个项目中仅有 2 个项目溢价率较高，绝大部分项目溢价率均不足 1%。因此，宝龙的土地成本相对较低，截至 2019 年中期，总土储平均成本为 2701 元/平。

此外，宝龙偏好拿体量适中、业态较为丰富的商住综合体。以其深耕的上海为例，宝龙在上海的 17 个项目业态组合较为丰富，布局以市郊新区为主，除杨浦环创中心外，其余地块均位于市郊新区。对上海而言，下沉至社区，未来需求潜力可观。但同时，需要警惕的是，商业布局过偏，也会导致人流跟不上，使得空置率和单位租金承压。

表：截至 19H，公司上海的商办项目

项目	区域	股权比例	合作开发	商业业态	开业时间	自持占比	溢价率
杨浦环创中心	杨浦	50%	旭辉	零售、办公	在建	79.76%	60.13%
九亭中心	松江	33%	旭辉	零售、办公、酒店	在建	19.97%	0.48%
虹桥宝龙天地	青浦	100%	/	零售、办公、酒店	2015/12	13.83%	0%
青浦宝龙广场		100%	/	零售、办公、酒店	2018/9	39.94%	0.24%
国展宝龙城		100%	/	零售、办公	在建	53.99%	0.44%
临港宝龙广场	浦东	100%	/	零售、酒店	2015/12	70.48%	/
曹路宝龙广场		100%	/	零售、办公、酒店	2013/12	54.73%	58.44%
临港宝龙世家		82%	/	零售	2016/12	31.26%	0.01%
吴泾宝龙广场	闵行	100%	/	零售、办公、酒店	2017/7	47.44%	0%
七宝宝龙城		100%	/	零售、办公、酒店	2016/10	30.48%	0%
吴泾闵行新城项目		100%	/	零售、办公	在建	56.81%	7.08%
龙湖天琅		50%	龙湖	零售、办公	在建	66.28%	5.17%
嘉定宝龙广场	嘉定	50%	/	零售、办公	2016/9	38.32%	0.37%
嘉定新城办公项目		100%	/	零售、办公	待建	68.74%	/
奉贤宝龙广场	奉贤	100%	/	零售、办公	2015/11	52.38%	0%
宝杨宝龙广场	宝山	100%	/	零售、办公、酒店	2019/12	48.97%	0%
罗店宝龙广场		100%	/	零售	2015/12	61%	0%

数据来源：公司资料、CRIC 整理

4

商业出租率承压，运营待加强

截止 19 年 4 月底，宝龙商业整体出租率为 85%，剔除空置率较高的宝龙天地后，出租率为 90%，与商业后起之秀且商业布局定位相似的新城相比，明显低于新城同期 98.5% 的平均出租率。宝龙商业起步比新城早，但依然被新城赶超。截止至 19 年中期，宝龙可租售面积为 307.79 万平，高于新城同期，但在运营方面，宝龙的平均出租率、租金及管理收入、估算的单月单位租金均低于新城，一定程度上反映了宝龙的运营管理能力有待加强。于宝龙而言，规模扩张的同时，提高商业运营能力同样重要。

表：宝龙和新城零售类商业比较

	宝龙	新城
主推的产品线	宝龙广场	吾悦广场
区域分布	长三角为主，占比达 51.23%	长三角为主，占比达 68.2%
城市能级分布	二线占比 43.14% 三四线占比约 44.7%	二线占比约 31.77% 三四线占比约 65.89%
已开业购物中心个数	36 个自持+3 个轻资产	39 个自持+5 个轻资产
可租赁面积（万平米）	307.79	251.38
2019 年上半年平均出租率	85.0%	98.5%
2019 年上半年租金及管理费收入（亿元）	13.91	17.61
预计每月单位租金（元/平方米/月）	88.63	122.11

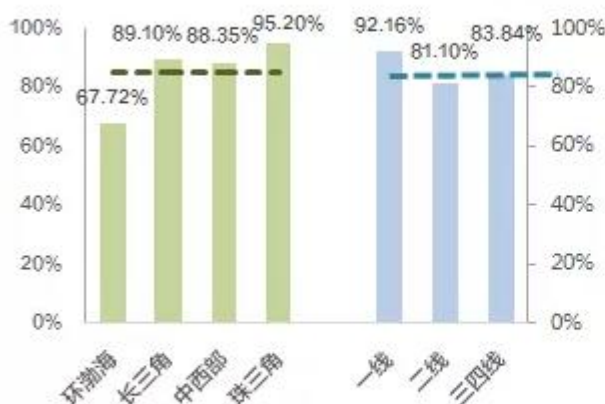
备注：列表中新城估算单位租金已剔除 19 年 6 月才新开业尚未有稳定租金的两家商场；

宝龙租金及管理收入并不包含酒店运营，由于可租赁建面不含宝龙天地，导致估算的单位租金应该比实际高。

数据来源：公司资料、CRIC 整理

具体从各产品线来看，宝龙最大体量的中端商业表现不尽如人意，过去三年以来，宝龙天地和宝龙广场的平均出租率分别为 76.94%和 85.48%，均低于平均值。产品线能级越低，出租率越低，背后可能存在两点原因：第一，区位定位偏差而造成的需求不足，公司一线项目平均出租率为 92.16%，高于均值，而二三四线主力项目表现差强人意。其中，三四线可能受需求不足所拖累，而二线项目主要位于环渤海，该区项目空置率较高，平均出租率仅 67.72%。第二，管理运营能力有待加强。公司披露的 45 个在营项目中有 24 家出租率较开业初期反而有所减少，如阜阳、烟台和扬州宝龙广场的出租率较开业初期跌超 20pct。

图：16-19 年 4 月底各区域商场平均出租率



备注：此处平均是指指数平均，不计规模的影响。

图：16-19 年 4 月底各产品线平均出租率

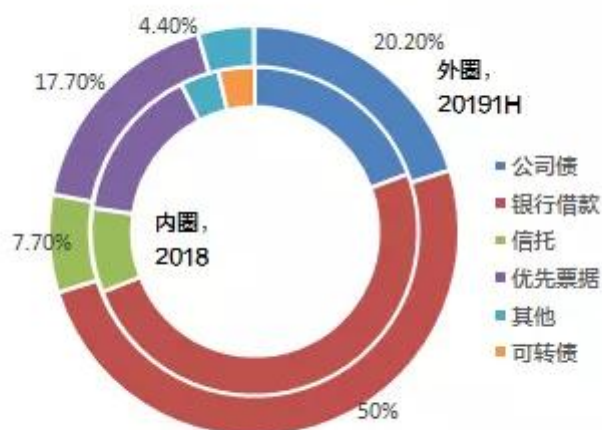


数据来源：宝龙商管招股书，CRIC 整理

试水 ABS，“以售养租”仍为主要资金来源

和大部分房企一样，低息银行贷款和信用债是宝龙主要依赖的融资渠道，占比分别达 50% 和 38%。面临商业地产投资金额大、回报周期长及融资方式单一等特征，证券化成为盘活庞大商业存量资产的新蓝海。宝龙目前对于商业地产证券化还处于摸索阶段，从 2016 年发行首单以物业费为基础资产的商业 ABS 以来，宝龙共发行 4 支 ABS，累计发行金额 37.27 亿元，而对于持有 479.02 亿元投资性物业的宝龙而言，其中仅 2 支是以商业作为基础资产发行，合计募集资金 15 亿元。商业地产证券化工具运用得少，一方面是由于资产证券化还在不断发展中，另一方面可能也跟宝龙商业资产多位于二三四线，叠加运营管理能力待提升、商业租金收益率偏低有关。受限于较为单一的商业融资渠道，“以售养租”仍是宝龙持续进行商业扩张的资金主要来源。

图：18-19H1 的融资类别



数据来源：18-19H 宝龙地产业绩 PPT

图：截至 19 年底，公司自持和管理输出项目的可租售建面比较（单位：万平方米）



备注：标灰指自持，标蓝指轻资产项目

数据来源：公司资料、CRIC 整理

除“以售养租”外，为缓解资金压力，宝龙自 14 年转向轻资产化，但成效尚不明显。宝龙的轻资产化属于品牌输出模式，从 14 年提出至今，只有 3 个在营项目属于管理输出，分别位于金华、重庆和四川，轻资产项目可租售建面为 22.12 万平，仅占比 6.51%，可见未来轻资产化探索之路任重而道远。

小结：宝龙可以说是商业的先发者之一，从最初业内一致认可“北万达，南宝龙”，到现在逐渐被越来越多商业后起之秀追赶。宝龙商业开发的核心竞争力在于低成本、及深耕长三角所带来的区位红利，但运营能力还有待提升，在资本运作上也有较大的提升空间。未来商业地产将轻“地产”属性，更重“运营”和“资本”属性。闽系出身的宝龙，如何自我革新提升整体竞争力是能否更进一步的关键。