

房地产

2024年11月05日

商业地产月报：社零增速回升，商业地产融资减少

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远（联系人）

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

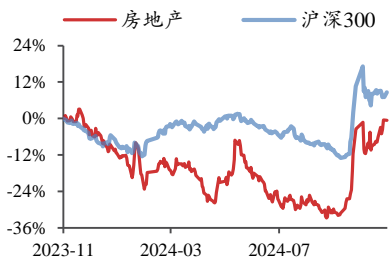
duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

证书编号：S0790124070064

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《新房二手房成交面积同环比增长，下降趋势拐点出现——行业周报》-2024.11.3

《房地产配置比例环比提升，TOP5持仓集中度下降——行业点评报告》-2024.10.29

《央行下调 LPR，二手房成交同环比增长——行业周报》-2024.10.27

● 政策面持续宽松，地方促消费政策持续

中央层面，9月以来，中央政治局会议对房地产重新定调，提出“促进房地产市场止跌回稳”，随后多个部委密集出台政策，从货币政策、财政政策、房地产调控等多方面对地产进行支持。地方层面，9月以来，北京、甘肃、河南等省市发布相关政策，涉及稳经济、促消费等多项内容。

● 社零数据增速回升，商业地产融资减少

2024年1-9月，全国房地产开发投资78680亿元，同比下降10.1%；其中办公楼投资3178亿元，同比下降6.5%；商业营业用房投资5389亿元，同比下降13.4%。1-9月，新建商品房销售面积70284万平方米，同比下降17.1%；其中商业营业用房销售4286万平米，同比下降4.8%。1-9月，社会消费品零售总额353564亿元，同比增长3.3%；按零售业态分，1-9月，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额同比分别增长4.7%、4.0%、2.4%；百货店、品牌专卖店零售额分别下降3.3%、1.7%。2024年1-9月，房地产相关企业发行的CMBS/CMBN和类REITs产品发行单量共56支，同比减少13支；产品发行金额共计721亿元，同比下降25.5%。截至10月31日，嘉实物美消费REIT、华夏华润商业REIT、中金印力消费REIT、华夏金茂商业REIT分别较发行当日价格+13.4%、+8.7%、-1.5%、-3.9%，10月单月整体价格走势变化不大。

● 新城商管收入高增，龙湖新开5座商场

新城控股1-9月商业运营总收入为94.84亿元，同比+16.6%，截至9月末整体出租率97.65%，环比二季度末提升0.3个百分点，9月暂无新开业商场。华润置地1-9月商业运营总收入为214.7亿元，同比+14.8%，9月开业2个商场，包括北京通州万象汇和绍兴天地。龙湖集团1-9月商业运营含税总收入为211.1亿元，9月在苏州、合肥、武汉、绍兴、海口开业5个商场。

● 投资建议

从政策层面看，九月底以来中央政策以宽松为主，一线城市限购政策持续放开；存量利率下调落地有望进一步释放购买力，提升消费活跃度，商业景气度或将持续改善。我们持续看好在购物中心、写字楼、产业园等领域多元化布局的房地产企业，推荐标的：（1）投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

● 风险提示：消费回暖不及预期、商场及写字楼出租率下滑风险。

目 录

1、 行业政策动态：中央政策宽松，地方促消费政策持续.....	4
1.1、 中央多个部委密集出台政策.....	4
1.2、 多城市出台支持消费和商业地产的政策.....	4
2、 市场表现：房地产投资下行，社零数据增速回升.....	5
2.1、 房地产投资仍处于下行通道，商业用房销售增速优于平均水平.....	5
2.2、 社会消费品零售额增速提升，百货店零售额同比下降.....	8
2.3、 消费类 REITs：整体价格走势变化不大.....	10
2.4、 商业地产融资动态：累计发行量有所减少.....	11
3、 重点公司经营：新城商管收入高增，龙湖新开 5 座商场.....	12
3.1、 新城控股：商业运营收入保持增长，暂无新开业商场.....	12
3.2、 华润置地：商业运营收入增长，新开业 2 座商场.....	12
3.3、 龙湖集团：首进海南，新开业 5 座商场.....	13
4、 新开业重点项目.....	14
5、 投资建议.....	17
6、 风险提示.....	17

图表目录

图 1： 1-9 月全国房地产开发投资同比下降 10.1%（亿元，%）.....	5
图 2： 1-9 月办公楼投资下降 6.5%（亿元，%）.....	6
图 3： 1-9 月商业营业用房投资下降 13.4%（亿元，%）.....	6
图 4： 1-9 月房屋新开工面积同比下降 22.2%（万方，%）.....	6
图 5： 1-9 月办公楼新开工面积下降 25.0%（万方，%）.....	6
图 6： 1-9 月商业新开工面积同比下降 24.3%（万方，%）.....	6
图 7： 1-9 月商品房销售面积同比下降 17.1%（万方，%）.....	7
图 8： 1-9 月办公楼销售面积同比下降 9.8%（万方，%）.....	7
图 9： 1-9 月商业销售面积同比下降 4.8%（万方，%）.....	7
图 10： 1-9 月商品房销售金额同比下降 22.7%（亿元，%）.....	7
图 11： 1-9 月办公楼销售金额同比下降 12.7%（万方，%）.....	8
图 12： 1-9 月商业售金额同比下降 12.2%（万方，%）.....	8
图 13： 1-9 月社会消费品零售总额同比增长 3.3%（%）.....	8
图 14： 1-9 月除汽车以外的消费品零售额同比增长 3.8%（%）.....	9
图 15： 1-9 月商品零售额同比增长 3.0%（%）.....	9
图 16： 1-9 月百货店、品牌专卖店零售额分别下降 3.3%、1.7%（%）.....	10
图 17： 四大商业消费 REITs 自发行以来整体价格走势变化不大.....	10
图 18： 四大商业消费 REITs 在 10 月区间整体价格走势变化不大.....	11
图 19： 9 月长宁区史上最大商场上海荟聚商场开业.....	15
图 20： 9 月华润置地与盈致未来共同打造的绍兴天地开业.....	15
图 21： 上海汇能大悦中心是一处集购物、写字楼以及步行街于一体的大型商业综合体.....	16
图 22： 武汉甘露山文创城集合了滑雪场、商业街、民宿酒店等多种业态.....	16
表 1： 9 月底以来中央层面多部门涉房宽松政策频出.....	4

表 2: 9 月底以来多城市出台支持消费和商业地产的政策.....	5
表 3: 9 月以来房地产相关企业发行的 CMBS/CMBN 共 8 单.....	11
表 4: 新城控股商业运营收入保持增长	12
表 5: 华润置地商业运营收入保持增长	13
表 6: 龙湖集团商业运营收入环比增长	14

1、行业政策动态：中央政策宽松，地方促消费政策持续

1.1、中央多个部委密集出台政策

9月以来，中央政治局会议对房地产重新定调，提出“促进房地产市场止跌回稳”，随后多个部委密集出台政策，从货币政策、财政政策、房地产调控等多方面对地产进行支持。

表1：9月底以来中央层面多部门涉房宽松政策频出

日期	部门/城市	政策内容
2024/9/24	央行、金融监管总局（国新办发布会）	(1) 降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率从1.7%调降至1.5%；(2) 将存量房贷利率降至新发放附近，预计平均下降幅度在0.5pct左右；(3) 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例；(4) 将经营性物业贷款和“金融16条”两项政策文件延期到2026年底；(5) 将保障性住房再贷款政策央行出资比例，由原来的60%提高到100%；(6) 支持收购房企存量土地。
2024/9/26	中央政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/9/29	广州	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策，今后在广州购房，不再审核购房资格，不再限制购房套数。
2024/9/29	深圳	深圳户籍在外围区域限购套数加一，非户籍继续限购1套，但在中心区买房的社保要求从3年缩短至1年，住房增值税征免年限从5年调整为2年。
2024/9/29	上海	进一步缩短了非沪籍居民购买外环外住房的社保年限，即缴纳社保年限从满3年调减到满1年。住房增值税征免年限从5年调整为2年。
2024/9/30	北京	非京籍家庭在京购房，连续缴纳社保或个税的年数从过去5年，改为在五环内购房为3年，五环外购房为2年。
2024/10/12	五大行	将于10月25日起，将对存量个人房贷利率进行批量调整。除贷款在北京、上海、深圳等地区且为二套房贷款的情形外，其他符合条件的房贷利率都将调整为贷款市场报价利率LPR-30BP。
2024/10/12	财政部（国新办发布会）	财政部副部长廖岷在国新办发布会上介绍，积极研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施，主要包括：(1) 支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需求的地区也可用于新增土地储备项目；(2) 用好专项债券来收购存量商品房用作保障性住房；(3) 抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，并进一步研究加大支持力度。
2024/10/12	住建部（国新办发布会）	住建部部长倪虹在国新办新闻发布会上提出房地产政策组合拳：(1) 四个取消：充分赋予城市政府调控自主权，取消限购、限售、限价、普宅非普宅认定标准；(2) 四个降低：降低公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率、降低卖旧买新换购住房的税费；(3) 两个增加：通过货币化安置方式新增实现100万套城中村和危旧房改造，年底前将白名单项目信贷规模增加到4万亿。
2024/10/21	央行	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新贷款市场报价利率（LPR），1年期LPR、5年期以上LPR均下调25个基点，分别由3.35%、3.85%调整为3.10%、3.60%。

资料来源：新华社、各城市住建局网站、国务院网站等、开源证券研究所

1.2、多城市出台支持消费和商业地产的政策

9月以来，北京、甘肃、河南等省市发布相关政策，涉及稳经济、促消费等多项内容。

表2：9月底以来多城市出台支持消费和商业地产的政策

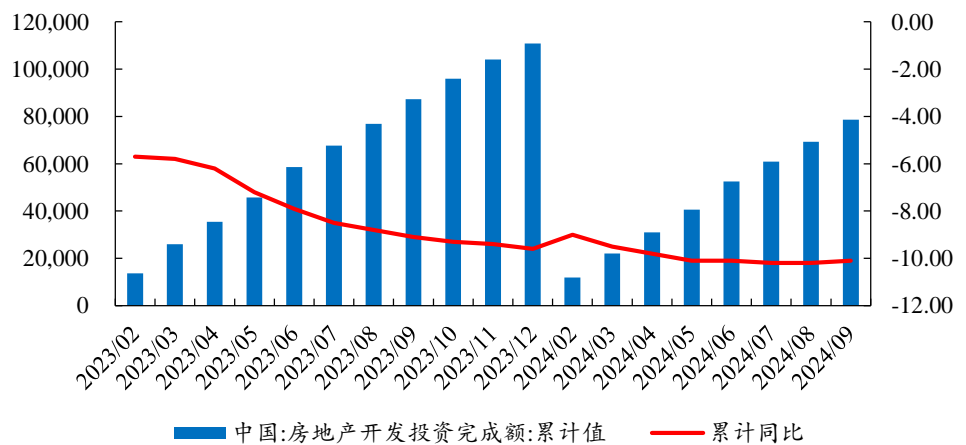
日期	部门/城市	政策内容
2024/9/19	河南省	《关于促进夜经济持续健康发展的指导意见》：完善夜经济发展空间布局、支持夜经济集聚区发展、促进夜经济业态模式创新、优化夜经济发展环境、培育特色夜经济品牌、拓展夜经济就业渠道、健全夜经济发展促进机制。具体措施包括大力推进首发经济，鼓励发展夜间文旅演艺、24小时书店、深夜食堂、特色夜市、夜间健身等新业态，以及开展夜间主题音乐节、戏剧表演、艺术展览、体育赛事等跨界活动内容。此外，还支持短期内未列入土地供应计划的储备土地，优先临时用作惠及周边群众生活的停车场、特色夜市、办公生活区等。
2024/9/20	北京市	中共北京市委贯彻《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》的实施意见：健全重大项目谋划储备工作机制。建立政府投资支持基础性、公益性、长远性重大项目建设长效机制。健全政府投资有效带动社会投资体制机制，落实政府和社会资本合作新机制，完善民间投资促进工作机制，健全基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目储备和推荐报审机制。深化投资审批制度改革，完善促进投资落地机制。完善扩大消费长效机制，建立促进服务消费政策体系，支持发展数字消费、绿色消费、健康消费等新型消费。推动国际消费中心城市相关立法，减少消费限制性措施，合理增加公共消费，积极推进首发经济。改善消费环境，健全消费者权益保护机制。
2024/9/26	甘肃	《关于促进文旅服务消费扩容升级的若干措施》：优化和扩大甘肃省文旅领域服务供给，加快释放文化娱乐和旅游消费潜力，主要目标为：力争实现到2026年接待国内外游客5.3亿人次、文化旅游消费规模达到5300亿元、人均消费突破1000元，到2028年文化旅游消费规模达到7000亿元、人均消费达到1200元。围绕“九类融合业态”、“八大拓展行动”、“六项基础保障”提出23条措施。

资料来源：新华社、各城市政府网站等、开源证券研究所

2、市场表现：房地产投资下行，社零数据增速回升

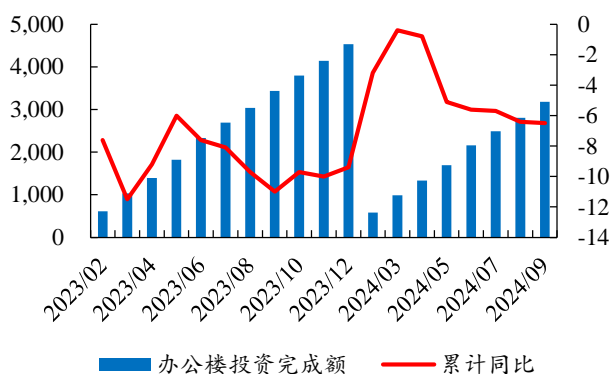
2.1、房地产投资仍处于下行通道，商业用房销售增速优于平均水平

2024年1-9月，全国房地产开发投资78680亿元，同比下降10.1%；其中办公楼投资3178亿元，同比下降6.5%；商业营业用房投资5389亿元，同比下降13.4%。

图1：1-9月全国房地产开发投资同比下降10.1%（亿元，%）


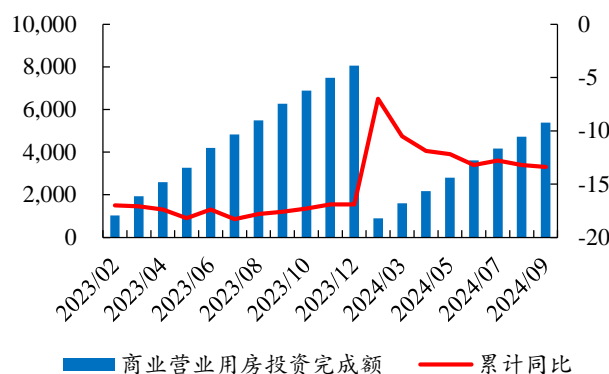
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2: 1-9月办公楼投资下降6.5% (亿元, %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 1-9月商业营业用房投资下降13.4% (亿元, %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

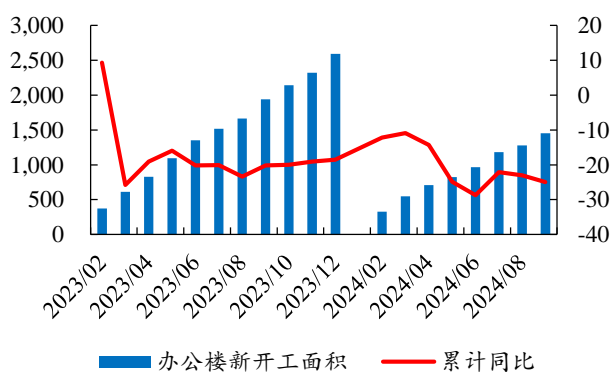
2024年1-9月, 房屋新开工面积56051万平方米, 同比下降22.2%; 其中商业营业用房新开工3716万平方米, 同比下降24.3%。

图4: 1-9月房屋新开工面积同比下降22.2% (万方, %)



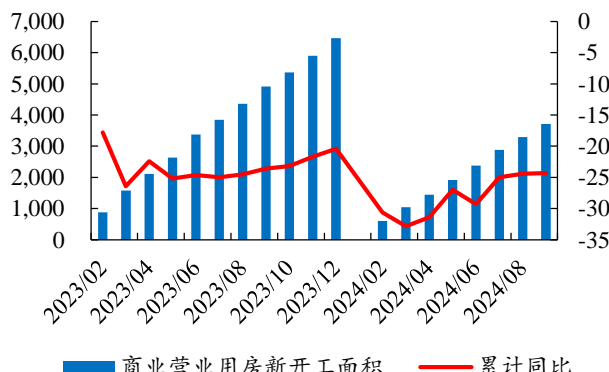
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 1-9月办公楼新开工面积下降25.0% (万方, %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

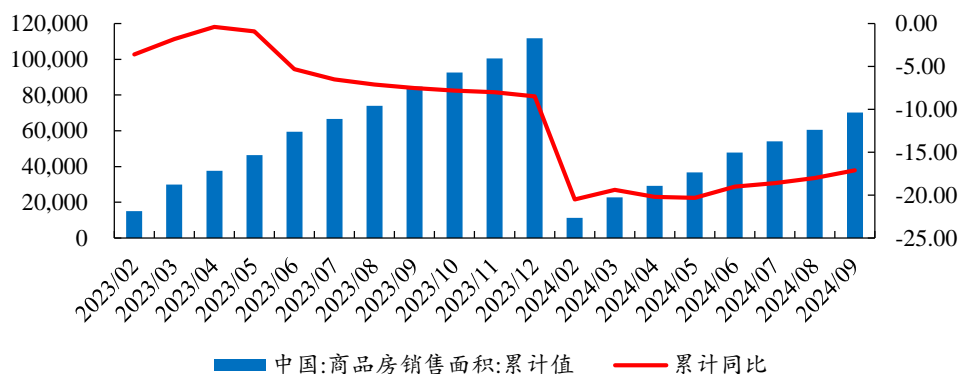
图6: 1-9月商业新开工面积同比下降24.3% (万方, %)



数据来源: Wind、开源证券研究所

2024年1-9月，新建商品房销售面积70284万平方米，同比下降17.1%；其中商业营业用房销售4286万平方米，同比下降4.8%。

图7：1-9月商品房销售面积同比下降17.1%（万方，%）



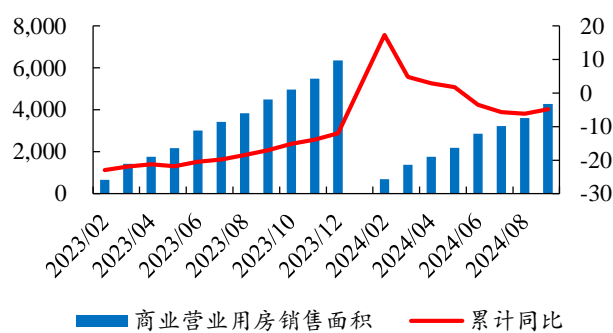
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：1-9月办公楼销售面积同比下降9.8%（万方，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

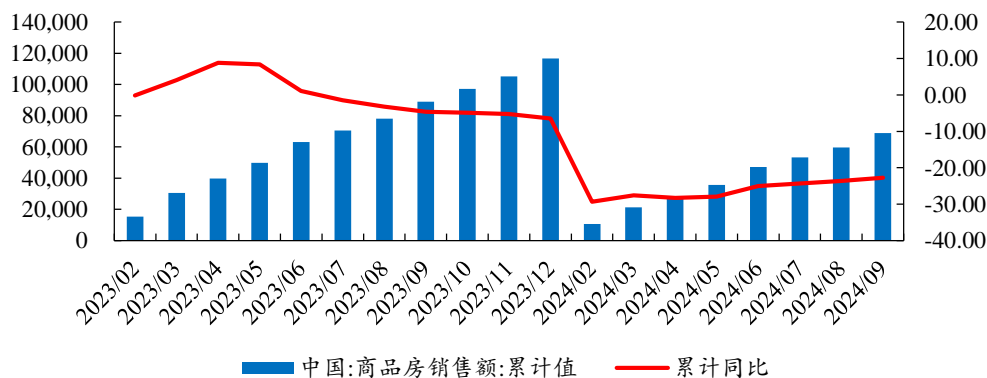
图9：1-9月商业销售面积同比下降4.8%（万方，%）



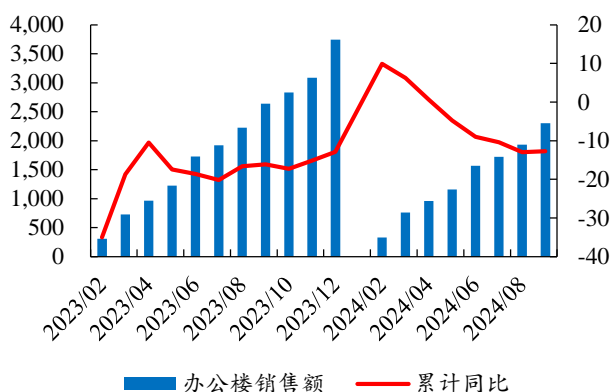
数据来源：Wind、开源证券研究所

2024年1-9月，新建商品房销售额68880亿元，同比下降22.7%；其中商业营业用房销售4200亿元，同比下降12.2%。

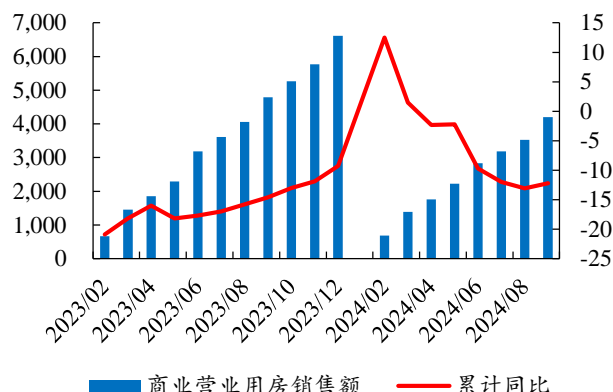
图10：1-9月商品房销售金额同比下降22.7%（亿元，%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 1-9月办公楼销售金额同比下降12.7%(万方, %)


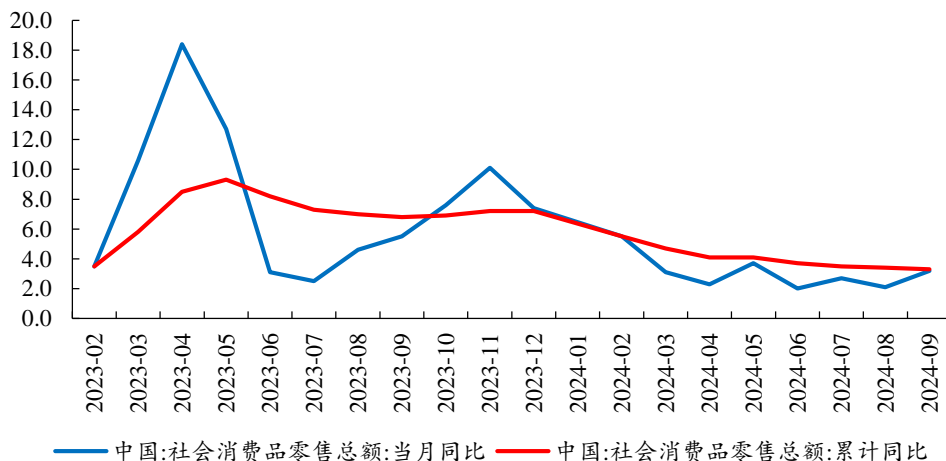
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 1-9月商业售金额同比下降12.2%(万方, %)


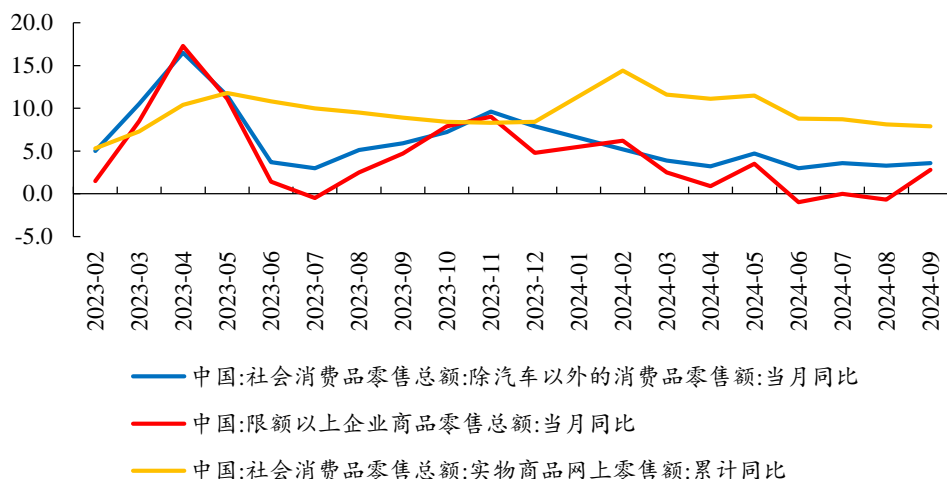
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、社会消费品零售额增速提升，百货店零售额同比下降

9月，社会消费品零售总额41112亿元，同比增长3.2%，增速环比加快1.1个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额36573亿元，增长3.6%。1-9月，社会消费品零售总额353564亿元，同比增长3.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额318203亿元，增长3.8%。

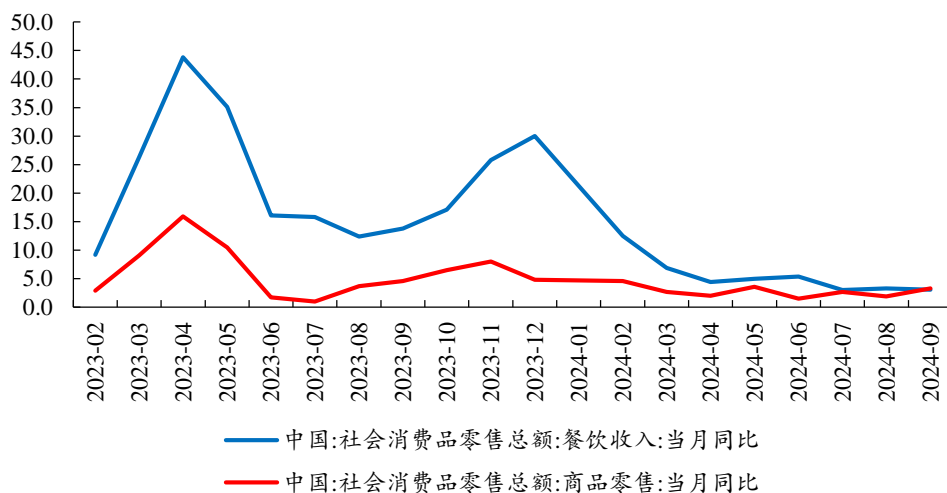
图13: 1-9月社会消费品零售总额同比增长3.3% (%)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14：1-9月除汽车以外的消费品零售额同比增长3.8%（%）


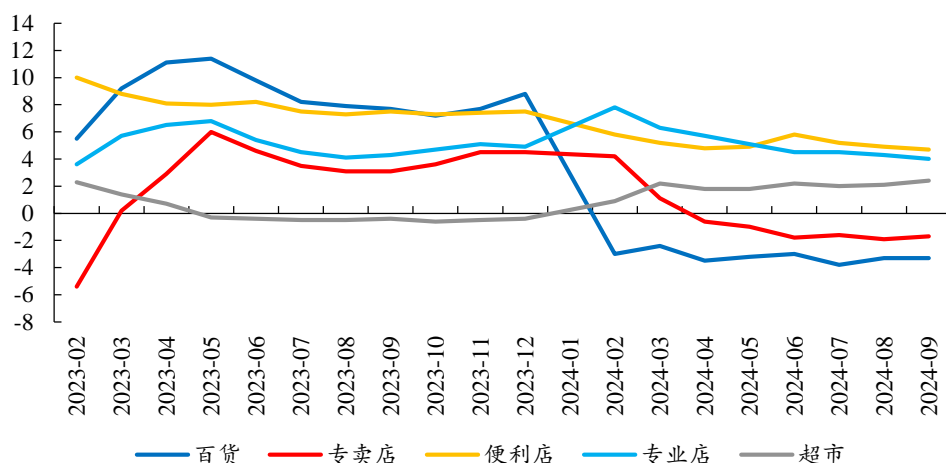
数据来源：Wind、开源证券研究所

按消费类型分，9月，商品零售额36695亿元，同比增长3.3%；餐饮收入4417亿元，增长3.1%。1-9月，商品零售额314149亿元，增长3.0%；餐饮收入39415亿元，增长6.2%。按零售业态分，1-9月，限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额同比分别增长4.7%、4.0%、2.4%；百货店、品牌专卖店零售额分别下降3.3%、1.7%。

图15：1-9月商品零售额同比增长3.0%（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16: 1-9月百货店、品牌专卖店零售额分别下降3.3%、1.7% (%)



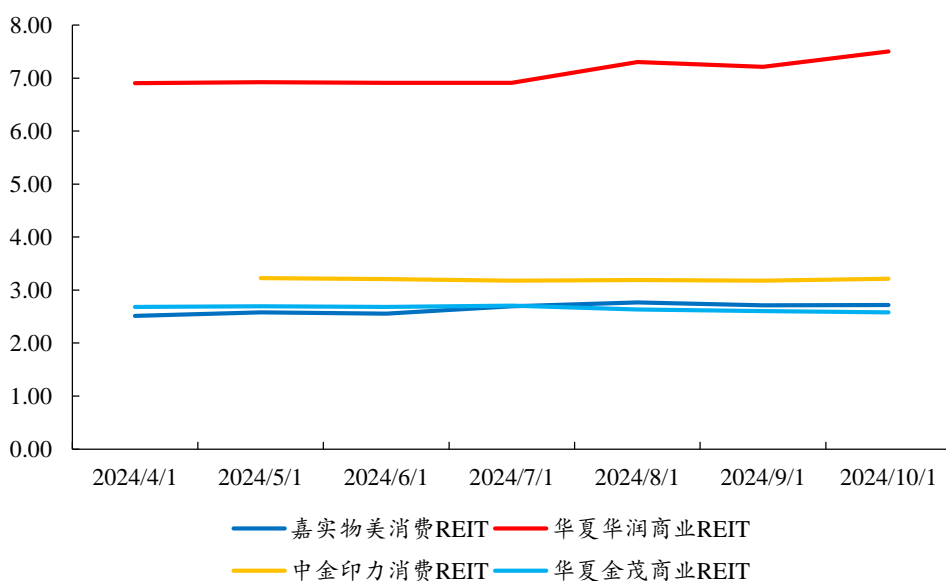
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、消费类 REITs: 整体价格走势变化不大

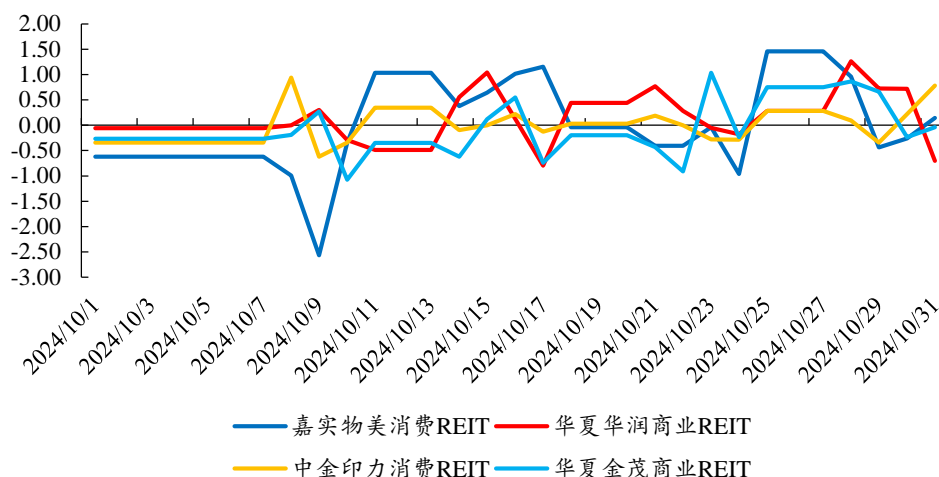
现有四大商业消费 REITs 均为 2024 年 3-4 月发行, 截至 10 月 31 日, 嘉实物美消费 REIT、华夏华润商业 REIT、中金印力消费 REIT、华夏金茂商业 REIT 分别较发行当日价格+13.4%、+8.7%、-1.5%、-3.9%, 10 月 1 日-10 月 31 日单月涨跌分别为 0.3%、4.1%、1.0%、-0.8%, 整体价格走势变化不大。

10 月份表现最好的为消费基础设施板块, 月度略有上涨, 整体表现平稳, 首创奥莱表现明显突出, 为 REITs 板块单月涨幅第一名, 涨幅达 3.53%, 中金印力、华夏大悦城、物美消费略有上涨; 华润商业、金茂商业略有下跌, 百联消费下跌明显, 跌幅达 2.44%

图17: 四大商业消费 REITs 自发行以来整体价格走势变化不大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18：四大商业消费 REITs 在 10 月区间接整体价格走势变化不大


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、商业地产融资动态：累计发行量有所减少

2024 年 1-9 月，房地产相关企业发行的 CMBS/CMBN 和类 REITs 产品发行单量共 56 支，同比减少 13 支；产品发行金额共计 721 亿元，同比下降 25.5%。分产品类型来看，CMBS/CMBN 发行规模为 519 亿元，同比下降 39%；类 REITs 发行规模为 203 亿元，同比增长 71.2%。

以商业地产（零售物业、办公物业、酒店、综合体、混合类）为底层资产的产品发行金额为 634 亿元，占比 88%；其中底层资产为办公物业、消费基础设施的产品发行量占比分别为 31%、27%，同比分别下降 10 个百分点、提高 9 个百分点；底层资产为混合类、酒店、综合体的产品发行量占比合计约 29%，同比下降约 7 个百分点；底层资产为租赁住房、产业园、物流仓储及其他类型物业的产品发行金额均在 35 亿元以内，合计占比 12%。

表3：9 月以来房地产相关企业发行的 CMBS/CMBN 共 8 单

项目代码	项目名称	发行总额 (亿元)	市场类型	发行公告日
JNQL2402.SH	国君-济南自贸区齐鲁软件园第二期资产支持专项计划	7.81	企业 ABS	2024-10-22
GZGX2401.SH	广发-广州高新知识产业投资集团资产支持专项计划	9.52	企业 ABS	2024-09-25
PFSW2401.SH	国君-浦房集团商业物业资产支持专项计划	10.97	企业 ABS	2024-09-23
ZLDS2401.SZ	中信证券-港中旅大厦资产支持专项计划	11.70	企业 ABS	2024-09-23
SCSY2401.SZ	五矿证券-顺昌发展商业物业资产支持专项计划	5.76	企业 ABS	2024-09-20
YCSY2401.SH	中信证券-宁波鄞城集团水街商业广场资产支持专项计划	4.01	企业 ABS	2024-09-10
CDRH2401.SH	成都仁恒置地广场资产支持专项计划	16.55	企业 ABS	2024-09-06
HSKT2401.SH	招商证券-洪山科投人工智能大厦资产支持专项计划	3.01	企业 ABS	2024-09-02

资料来源：Wind、开源证券研究所

3、重点公司经营：新城商管收入高增，龙湖新开5座商场

3.1、新城控股：商业运营收入保持增长，暂无新开业商场

1-9月商业运营总收入为94.84亿元，同比+16.6%；9月单月商业运营收入为10.8亿元，同比+8.4%，环比+0.4%。截至9月末整体出租率97.65%，环比二季度末提升0.3个百分点，9月暂无新开业吾悦广场。

表4：新城控股商业运营收入保持增长

	单月商业运营收入 (亿元)	YOY	环比	累计商业运营收入 (亿元)	YOY
2023年1月	8.7	6.5%	-14.92%	8.7	6.5%
2023年2月	8.1	1.8%	-7.04%	16.7	4.2%
2023年3月	7.4	-8.3%	-8.56%	24.1	0.0%
2023年4月	9.4	30.5%	27.00%	33.5	7.0%
2023年5月	9.2	18.6%	-2.03%	42.6	9.3%
2023年6月	9.4	14.7%	2.29%	52.0	10.2%
2023年7月	9.4	17.9%	-0.32%	61.4	11.3%
2023年8月	10.0	21.2%	6.52%	71.3	12.6%
2023年9月	10.0	15.9%	0.30%	81.3	13.0%
2023年10月	10.3	18.4%	3.20%	91.6	13.6%
2023年11月	10.3	11.7%	-0.19%	101.9	13.4%
2023年12月	11.3	11.2%	10.11%	113.2	13.2%
2024年1月	10.2	18.1%	-9.62%	10.2	18.1%
2024年2月	10.0	23.9%	-2.44%	20.2	20.9%
2024年3月	10.2	37.9%	1.70%	30.4	26.1%
2024年4月	10.3	9.9%	1.28%	40.7	21.6%
2024年5月	10.8	17.2%	4.47%	51.4	20.6%
2024年6月	10.7	14.0%	-0.56%	62.1	19.4%
2024年7月	11.1	18.7%	3.84%	73.2	19.3%
2024年8月	10.8	8.3%	-2.79%	84.0	17.8%
2024年9月	10.8	8.4%	0.37%	94.8	16.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、华润置地：商业运营收入增长，新开业2座商场

1-9月商业运营总收入为214.7亿元，同比+14.8%；9月单月商业运营收入为24.3亿元，同比+7.5%，环比-2.8%。9月华润商业开业2个商场，北京通州万象汇和绍兴天地。通州万象汇和首开股份合作，总建筑面积约14.8万平方米，商业空间地上七层，地下两层，项目汇集260余家店铺，区域首店超100家、高能级门店37家、定制门店5家，成功实现签约率100%、开业率100%。绍兴天地和盈致未来合作，建筑面积约5.2万平方米，位于绍兴主城核心，项目开业率高达95%，签约率达98%，共有130+品牌入驻。

表5：华润置地商业运营收入保持增长

	单月商业运营收 入 (亿元)	YOY	环比	累计商业运营收 入 (亿元)	YOY
2023年1月	21.9	26.6%	19.67%	21.9	26.6%
2023年2月	19.3	9.7%	-11.87%	41.2	18.4%
2023年3月	19.5	32.7%	1.04%	60.7	22.6%
2023年4月	19.7	38.7%	1.03%	80.4	26.2%
2023年5月	20.6	19.8%	4.57%	101.0	25.0%
2023年6月	20.5	16.48%	-0.49%	121.5	23.48%
2023年7月	21.1	16.57%	2.93%	142.6	22.40%
2023年8月	21.8	14.7%	3.32%	164.4	21.33%
2023年9月	22.6	25.6%	3.67%	187.0	21.82%
2023年10月	21.9	22.3%	-3.10%	208.9	21.88%
2023年11月	22.0	50.7%	0.46%	230.9	24.14%
2023年12月	25.4	38.8%	15.45%	256.3	25.45%
2024年1月	24.3	11.0%	-4.33%	24.3	11.0%
2024年2月	24.2	25.4%	-0.41%	48.5	17.7%
2024年3月	22.8	16.9%	-5.79%	71.3	17.5%
2024年4月	22.5	14.2%	-1.32%	93.9	16.8%
2024年5月	23.8	15.5%	5.78%	117.7	16.5%
2024年6月	23.9	16.6%	0.42%	141.5	16.5%
2024年7月	23.9	13.3%	0.00%	165.5	16.1%
2024年8月	25.0	14.7%	4.60%	190.4	15.8%
2024年9月	24.3	7.5%	-2.80%	214.7	14.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、龙湖集团：首进海南，新开业5座商场

1-9月商业运营含税总收入为211.1亿元。9月龙湖在苏州、合肥、武汉、绍兴、海口开业5个商场。苏州相城天街体量14.2万方，是龙湖商业在苏州的第五座天街，招商率已达100%，首店引进超50%。合肥高新天街体量12.1万方，汇聚270+优质品牌，其中安徽首店、区域首店、城市旗舰店及形象定制店占比超50%。海南海口天街体量32.4万方，为海南首店，汇聚近500家品牌，40+海南首店及50+城市旗舰店，同时以24小时全时段营业。绍兴镜湖天街体量13.4万方，首进绍兴的开山之作，220+品牌和众多“首店”。武汉友邻天地体量1.98万方，是武汉地铁集团与龙湖商业合作的第三个项目，是集城市商务中心、交通中心、未来中心和教育中心于一体的TOD标杆项目。伴随9月末的5店齐开，截至2024年9月底，龙湖商业已在全国23座城市累计开业运营99座购物中心。

表6：龙湖集团商业运营收入环比增长

	经营性收入（不含税）（亿元）	其中：运营收入（亿元）	服务收入（亿元）	经营性收入（含税）（亿元）	其中：运营收入（亿元）
2023年1月	19.7	10.2	9.5	21.0	11.0
2023年2月	38.8	19.7	19.1	41.3	21.1
2023年3月	58.6	29.7	28.9	62.5	31.9
2023年4月	77.9	40.1	37.8	83.0	43.0
2023年5月	98.1	50.6	47.5	104.5	54.2
2023年6月	121.8	63.4	58.4	129.7	67.8
2023年7月	143.0	72.4	70.6	152.4	77.5
2023年8月	164.7	83.7	81.0	175.5	89.6
2023年9月	186.4	94.9	91.5	198.5	101.6
2023年10月	210.9	106.2	104.7	224.7	113.7
2023年11月	225.6	117.2	108.4	240.5	125.5
2023年12月	248.7	129.4	119.3	265.3	138.8
2024年1月	21.2	11.5	9.7	22.6	12.3
2024年2月	41.9	22.6	19.3	44.6	24.2
2024年3月	64.2	33.8	30.4	68.4	36.2
2024年4月	85.9	44.8	41.1	91.5	47.9
2024年5月	107.5	56.0	51.5	114.5	60.0
2024年6月	131.0	66.1	64.9	139.4	70.7
2024年7月	154.0	78.6	75.4	163.9	84.0
2024年8月	176.0	89.7	86.3	187.3	95.8
2024年9月	198.4	100.6	97.8	211.1	107.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、新开业重点项目

（1）购物广场：上海荟聚商场

2024年9月26日，上海荟聚商场开业。这是2024年上海新开业面积最大的、长宁区史上最大商场。上海荟聚总建筑体量约43万平方米，集商业与办公为一体，坐落于长宁凌空经济园区。

上海荟聚综合体是英格卡购物中心在中国的第十座“聚会体验中心”，也是英格卡集团在中国单体投资金额最大的项目，投资额超过80亿人民币。上海荟聚综合体坐落于长宁及凌空经济园区，总体量约43万平方米，其中商业体量达21万平方米，提供超过2900个停车位，打造一个具有北欧幸福生活特色的城市新地标。

上海荟聚集合了购物、美食、娱乐潮流、文化艺术、健康养生、儿童及户外休闲空间为一体的多业态复合矩阵。目前已引入超过312个精选品牌，其中首店及特别概念店占比约71%，包含了23家全国首店、29家上海首店、77家区域首店及51家品牌旗舰店及概念店。

图19：9月长宁区史上最大商场上海荟聚商场开业



资料来源：赢商网

(2) 购物广场：绍兴天地

9月28日，华润置地与盈致未来共同打造的绍兴天地开业，作为华润置地在绍兴第一个文商旅住综合体项目，商业建筑面积约5.2万平方米，位于绍兴主城核心，极速链接主城区、镜湖新区及柯桥区。

绍兴天地从空间创新角度打造871大道、A厂、871小聚场、871印迹长廊四大空间阵地，突出“轻松、活力、新潮”公园式游逛体验标签，融合城市山水、人文气质，打造零压舒适城市社交生活，构筑城市最具活力的漫享生活游购地。项目开业率高达95%，签约率达98%，共有130+品牌入驻，超三分之二均为城市首进品牌。

图20：9月华润置地与盈致未来共同打造的绍兴天地开业



资料来源：华润置地微信公众号

(3) 写字楼：上海汇能大悦中心项目

汇能大悦中心位于静安区苏河湾核心位置，处于黄浦江、苏州河交汇点。占地

约 2 万平米，总建筑面积超 18 万平米，是一处集购物、写字楼以及步行街于一体的大型商业综合体。项目拥享 IMAX 环幕视野，项目总建面 18.7 万方，办公面积 9.4 万方，商业面积 2.2 万方，地上 48 层(名义)+地下 5 层。汇能大悦中心还与大悦城购物中心相连接，可从商业区直达地铁曲阜路站，围绕塔楼周边作为商业配套组成的是约 2.1 万方花园洋房式风情商业街。汇能大悦中心原是中粮集团旗下静安大悦城的超 5A 甲级写字楼，2022 年 7 月内蒙古汇能煤电集团有限公司以近 60 亿的价格收入要中，并重名为汇能大悦中心。

图21：上海汇能大悦中心是一处集购物、写字楼以及步行街于一体的大型商业综合体



资料来源：赢商网

(4) 文旅文创：武汉甘露山文创城

9 月 30 日，位于武汉市黄陂区的武汉甘露山文创城正式开业。武汉城建方面介绍，该项目总投资近 700 亿元，以冰雪综合体为核心，打造华中超大室内滑雪场、冰雪商业 MALL、游乐嘉年华、宋式水镇商业街、民宿酒店集群等多元业态，构建“一站式”度假目的地。

图22：武汉甘露山文创城集合了滑雪场、商业街、民宿酒店等多种业态



资料来源：安居客

5、投资建议

从政策层面看，九月底以来中央政策以宽松为主，一线城市限购政策持续放开；存量利率下调落地有望进一步释放购买力，提升消费活跃度，商业景气度或将持续改善。我们持续看好在购物中心、写字楼、产业园等领域多元化布局的房地产企业，推荐标的：（1）投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

6、风险提示

消费回暖不及预期、商场及写字楼出租率下滑风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn