

全国首批四单消费基础设施 REITs 解析之标的物业篇

结构融资评级部 赵超 曹晟 曹婧 金颖

一、引言

上一篇文章就四单消费基础设施 REITs 的交易结构进行了解析，详见“[全国首批四单消费基础设施 REITs 解析之交易结构篇](#)”，本文将分析四单 REITs 的标的物业。

全国首批四单消费基础设施 REITs 的标的物业分为购物中心和社区商业两大类。华夏金茂 REIT、华夏华润 REIT 和中金印力 REIT 的标的物业分别为长沙览秀城、青岛万象城和西溪印象城，均为购物中心。嘉实物美 REIT 的标的物业则为物美超市，属于社区商业，且由四处物业组合入池构成。在区位、体量还有运营年限与其他三单有所不同：(1)物美超市位于一线城市北京，其余三单 REITs 的底层资产位于长沙、青岛和杭州，均非一线城市；(2)从物业体量来看，青岛万象城总建筑面积约 30 万方，西溪印象城总建筑面积也接近 25 万平方米，属于超级购物中心；长沙览秀城总建筑面积约 10 万平方米，属于中型购物中心；而物美超市作为社区商超体量明显小于这三个购物中心，其中规模最大的大成项目总建筑面积不超过 3 万平方米；(3)从运营期限来看，物美超市的四个项目平均运营时间达到 16.75 年，其中德胜门项目已运营超过 20 年，相比之下，其他三单的购物中心运营期较短，尚未完全步入稳定期。

图表 1. 四单消费基础设施 REITs 标的物业概况

| 项目名称 | 华夏金茂 REIT | 华夏华润 REIT | 中金印力 REIT | 嘉实物美 REIT |
|-----------------------|-----------|---------------|------------------|------------|
| 底层物业 | 长沙览秀城 | 青岛万象城 | 西溪印象城 | 四个超市门店 |
| 底层产业业态 | 购物中心 | 购物中心 | 购物中心 | 超市、社区商铺 |
| 区位 | 长沙梅溪湖商圈 | 香港中路商圈 | 杭州大城西商圈 | 北京丰台、海淀、西城 |
| 总建筑面积 (GFA) (万平方米) | 10.27 | 30.12 | 24.97 | 7.79 |
| 可租赁面积 (NLA) (万平方米) | 6.12 | 13.42 | 10.00 | 7.79 |
| 基金拟募集规模 (亿元) | 10.99 | 69.78 | 35.77 | 10.45 |
| 底层资产估值 (亿元) | 10.76 | 82.02 | 39.77 | 10.44 |
| 开业时间 | 7 年 | 一期 8 年，二期 2 年 | A 座 10 年，B 座 4 年 | 11-20 年 |

注：新世纪评级根据募集说明书整理。

在判断购物中心未来的租金稳定性和增长潜力时，首先需分析物业所处的区位。区位层面，商圈的能级要比城市等级对消费基础设施物业租金坪效的影响更大。其次，在运营层面，租户类型、计租方式、租户业态、租户集中度等都是影响租金的重要因素，也反映出物业的招商策略和定位。具体来说，租户类型方面，主力店有助于吸引客流，但主力店的租金价格往往低于专门店，因此主力店的占比需权衡；计租方式中，固定租金和提成租金取高的模式兼具安全性和弹性，是

业主方最理想的收费方式，不过考验商场的议价能力；租户业态方面，传统购物中心的黄金业态配比为 5:3:2（零售：餐饮：娱乐），实际情况下，购物中心的业态配比会有所不同。

本文首先考察四单消费基础设施 REITs 的标的物业的区位，然后从运营模式、租赁情况和经营指标等方面，对标的物业展开介绍并作对比分析。

二、标的物业区位比较

根据第一财经发布的《2022 城市商业魅力排行榜》，杭州、长沙和青岛均位于新一线城市，不过排名略有高低。对于购物中心，除了城市等级，还需进一步分析标的物业所处商圈的定位。根据赢商网 2023 年 8 月发布的《中国商圈商业力指数 TOP30》报告，华润青岛万象城所在的香港中路商圈排名第 18 位，而西溪印象城和长沙览秀城所在的商圈未入围。从这个角度来看，华润万象城所处商圈的商业发展水平较高。

青岛万象城所在的香港中路商圈是青岛市最重要的核心广域级商圈。该商圈商业氛围浓厚，甲级写字楼、星级酒店林立，交通便利。作为青岛市发展最早的核心商圈，区域内商业竞争激烈，已有标志性商业如海信广场、永旺东部购物中心和银座中心等。不过，该区域商业用地供应较少，未来 2-3 年内暂无大型商业项目入市。根据戴德梁行发布的《2023 年第一季度青岛写字楼市场和零售市场报告》，香港中路商圈首层租金价格为 150-1140 元/平方米/月，出租率约 94.53%，存量零售商业 70.4 万平方米，居青岛首位。

杭州市的传统核心商圈为武林、湖滨、吴山、钱江新城和庆春板块等。西溪印象城位于杭州的新兴商圈——大城西商圈。该商圈目前商业的存量面积为 135 万平方米，该商圈内项目成熟度不一，覆盖区域较广，首层租金价格在 200-700 元/月/平方米，出租率为 90%-98%。2023-2025 年间，该商圈有城西万象城和云城天街项目入市，预计将增加商业物业约 32 万平方米。

长沙市的传统核心商圈为五一商圈、东塘、溁湾镇、火车站和芙蓉北等，而长沙览秀城所在的长沙梅溪湖商圈位于国家级新区，属于新兴商圈。该商圈目前商业的存量面积为 51 万平方米，该商圈首层租金价格达到 200-330 元/月/平方米，出租率为 85%-97%，租金水平和出租率略逊于传统核心商圈。梅溪湖商圈的商业物业项目大多于 2016 至 2019 年投放市场，近年来少有同类优质零售商业项目入市，在未来竞品方面，预计 2024 年梅溪湖招商花园城入市，将会带来 14 万平方米的零售商业空间，区域内竞争压力相对较小。

图表 2. 三单购物中心消费基础设施 REITs 标的物业区位情况

| 指标 | 华夏金茂 REIT | 华夏华润 REIT | 中金印力 REIT |
|---------------------|--------------------------|------------|--------------------------------|
| 所处商圈 | 长沙梅溪湖商圈 | 香港中路商圈 | 杭州大城西商圈 |
| 定位 | 长沙新兴商圈之一 | 青岛市中心核心商圈 | 杭州市重要新兴商圈 |
| 商业存量 (万平方米) | 51 | 70.4 | 135 |
| 出租率 | 85%-97% | 94.53% | 90%-98% |
| 首层租金价格 (元/月/平方米) | 200-330 | 150-1140 | 200-700 |
| 区域内竞争情况 | 局限于长江河西, 对区域 外客群吸引力有限 | 欠缺国际奢侈品牌门店 | 区域竞争激烈, 各个项目呈点状 分布, 聚集效应不明显 |

资料来源: 募集说明书、戴德梁行

嘉实物美 REIT 的四个底层项目主要由超市及配套商业构成, 四个项目均处于成熟居民区、人流密集, 主要满足当地社区居民的日常消费活动。与考察购物中心所处商圈不同, 更多的需关注当地的交通便利程度、人口密度等因素。

从交通便利程度和客流量看, 大成项目位于西四环, 离地铁站距离也略远; 玉蜓桥项目、华天项目和德胜门项目均靠近二环。其中, 玉蜓桥项目是地铁上盖, 人流量较大; 华天项目和德胜门项目距离地铁站在 1.5 公里左右, 不过位于成熟居民社区, 当地常住人口数量较大。反映在租金坪效上, 2023 年上半年, 大成项目、玉蜓桥项目、华天项目和德胜门项目的租金坪效分别为 55 元/平方米/月、110 元/平方米/月、71 元/平方米/月和 88 元/平方米/月。

图表 3. 嘉实物美 REITs 标的物业区位情况

| 指标 | 嘉实物美 REIT | | | |
|-------|----------------------|------------------------------|---------------------------|---------------------|
| | 大成项目 | 玉蜓桥项目 | 华天项目 | 德胜门项目 |
| 区域位置 | 丰台区西四环 | 丰台区南二三环之间、方庄商圈 | 海淀区西二环, 辐射金融街、西客站、公主坟三大商圈 | 靠近北二环 |
| 交通状况 | 多条公交经过, 距离地铁站 2.3 公里 | 交通十分便利, 地铁上盖 (5 号线和 14 号线交会) | 交通便利, 距离三条地铁 1.5 公里 | 交通便利, 距离地铁 1.4 公里 |
| 商业聚集度 | 区域内商业氛围浓, 商业配套 30 家 | 区域内商业氛围浓, 商业配套 46 家 | 区域内商业氛围浓, 商业配套 52 家 | 区域内商业氛围浓, 商业配套 72 家 |
| 人流量 | 常住人口 150 万 | 常住人口 250 万 | 常住人口 258 万 | 常住人口 283 万 |
| 竞争优势 | 物美超市和麦德龙, 民生属性强 | 地铁上盖, 人流量高 | 距离居民社区较近, 客流稳定 | 服务周边社区, 周边无此类型项目 |

注: 新世纪评级根据募集说明书整理。

三、基础设施介绍

(一) 华夏金茂 REIT

1. 概况

该 REIT 的标的物业为长沙览秀城购物中心, 系金茂商业的首个览秀城作品, 坐落于长沙市梅溪湖商圈 (湘江新区主中心)。该项目于 2016 年建成, 为地铁上盖, 交通便利, 周边基础设施已较为完善, 已经过爬坡期, 目前接近满租水平。

专题研究

长沙览秀城客群主要为 26-40 岁的青中年及家庭客群，年度客流逾 1000 余万人次。

图表 4. 华夏金茂 REIT 标的物业概况

| 项目 | 长沙览秀城 |
|-----------|--|
| 所在地 | 湖南省长沙市湘江新区 |
| 权利性质 | 出让 |
| 用地性质 | 商业性质 |
| 总建筑面积 | 10.27 万平方米 |
| 可租赁面积 | 6.12 万平方米 |
| 已出租面积 | 6.02 万平方米 |
| 建筑层数 | 地下 2 层、地上 4 层 |
| 开工时间 | 2014 年 11 月 21 日开工 2016 年 10 月 28 日竣工验收 |
| 运营起始时间 | 2016 年 11 月 |
| 使用期限/剩余期限 | 2013 年起至 2052 年 8 月 15 日止/ 29 年 |
| 发行前估值 | 10.76 亿元 |
| 估值单价 | 10500 元/平方米 |

注：新世纪评级根据募集说明书整理。

2. 运营模式

长沙览秀城项目的业态为购物中心，主要开展固定店铺的不动产租赁业务，包括向租户出租商铺并收取固定/抽成租金费用及物业管理费。此外，还有物业内多种经营点位及广告位的出租业务；商场利用公区规划多经营点位，与供应商签订代销合同进行商品销售的联营业务；以及商业管理及物业日常服务等杂项业务。

2023 年上半年，固定租金收入、抽成租金收入、物业管理收入、多种经营收入/其他收入/广告、联营业务收入占比分别为 42.28%、7.63%、18.27%、8.10%和 23.73%。从收入占比来看，固定租金和联营业务收入的占比较高，但联营业务由于成本较高，对净现金流（NOI）的贡献比例较低。

图表 5. 长沙览秀城运营模式简介

| 运营模式 | 简介 | 计租方式 | 2023 年上半年 (万元) | 收入占比 |
|-----------|-------------------|---------|-------------------|----------------|
| 固定租金 | 按合同约定收取商户的基本租金 | 按面积计算 | 2221.74 | 42.28% |
| 抽成租金 | 按合同约定收取商户的提成租金 | 销售额*扣点率 | 400.77 | 7.63% |
| 物业管理费 | --- | 按月收取 | 960.01 | 18.27% |
| 多种经营/广告收入 | 多经营点位及广告位租赁 | --- | 425.37 | 8.10% |
| 联营业务收入 | 利用公区规划，与供应商签订代销合同 | 约定固定利润率 | 1246.69 | 23.73% |
| 合计 | --- | --- | 5254.58 | 100.00% |

注：新世纪评级根据募集说明书整理。

3. 租赁概况

A. 租户类型

长沙览秀城的租户类型分为专门店和主力店等两大类型，其中主力店一般具

专题研究

有强大的品牌号召力、强大的聚客能力、可以拉升整体价格及提高招商条件，往往在客流带动、收入贡献、品牌引领和综合功能等方面能起到核心的引领作用；专门店单户商家租赁面积稍小，但租金单价较高，贡献项目的主要收入来源。主力店的租金单价为 32.03 元/月/平方米，专门店的租金单价为 139.13 元/月/平方米。

长沙览秀城主力店租赁面积占总出租面积的比例为 54.66%，主力店面积占比较高，主要系筹开阶段为提升市场影响力及吸引客流，商场通过引入国际快销品牌和国内知名品牌作为主力店。主力店中，文娱及配套业态租赁面积占比较高，专门店中餐饮及零售业态占比较高。由于主力店租金单价远低于专门店，2023 年上半年，主力店租金及物业管理费收入仅占总收入的 12.50%，由此可见，主力店租金坪效显著低于项目平均水平。

图表 6. 2023 年 6 月末，长沙览秀城租户类型构成

| 租户类型 | 租户数量 (个) | 租赁面积占比 (%) | 2023 年上半年收入占比 (%) | 平均租金单价 (元/月/平方米) |
|------|----------|------------|-------------------|------------------|
| 主力店 | 10 | 54.66 | 12.50 | 32.03 |
| 专门店 | 147 | 45.34 | 87.50 | 139.13 |

注：新世纪评级根据募集说明书整理。

B. 计租方式

长沙览秀城的租约分为固定租金、固定租金/抽成取高、纯抽成三种模式。截至 2023 年 6 月末，该项目 157 个租户中，纯固定租金类 7 个，纯抽成类 14 个，固定租金/抽成取高类 136 个，其租赁面积占比约 53.64%。

2023 年上半年，固定租金/抽成取高模式的收入合计 2689.12 万元，对总收入的贡献为 75%。其中，保底租金¹为 1806 万元，抽成租金为 131.78 万元，物管费为 751.34 万元。

图表 7. 2023 年 6 月末，长沙览秀城租金收费模式

| 租金收费模式 | 租户个数 | 出租面积占比 | 收入结构占比 |
|---------|------|--------|--------|
| 固定租金 | 7 | 34.81% | 15.81% |
| 固租/抽成孰高 | 136 | 53.64% | 75.06% |
| 纯抽成租金 | 14 | 11.55% | 9.13% |

注：新世纪评级根据募集说明书整理。

C. 租户业态

从租户业态来看，长沙览秀城租户业态中，文娱业态的租赁面积占比最大，

¹ 保底租金即业务统计中的固定租金收入，其实际包含固定租金收费模式下收取的收入以及固租与抽成两者孰高模式下约定的固定收入部分。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/646022111101010043>