

# 商业地产行业研究报告

——刘艳婷 王爽 戴形羽

随着宏观经济的发展和城市化进程的推进，我国商业地产行业快速发展，规模的快速增长使商业地产行业整体供给过剩，市场竞争逐渐加剧。同时，受下游供需结构影响和部分地区调控趋严等政策影响，商业地产的发展呈现明显的区域和业态分化。与一般住宅地产相比，商业地产项目运作链条长，前期投资大，投资回报期长，需要较强的专业管理能力。商业地产运营企业在租赁收入规模、区域分布和租金收入方面分化较大，投资性房地产的计量方式对企业资产质量和盈利能力影响较大，同时资产受限比例高也制约了企业的再融资空间。在商业地产资产证券化的快速发展下，我国商业地产企业融资渠道得以逐步拓宽，行业运营效率整体得到提升，经营发展模式向轻资产方向转变；未来商业地产投资将更加聚焦优质区域、金融创新逐步拓宽企业的融资渠道、行业运营将更加精细化。

## 一、 商业地产行业运行概况

区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖写字楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和写字楼是商业地产领域两大主要类型。

近年来，国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中心、写字楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发向住宅兼商业地产投资、运营转变，“地产+商业”协同运营模式发展迅速。商业地产开发投资与运营面临着前所未有的发展机遇。

### 1. 运营模式

**传统的商业地产运营模式对企业资金要求较高，投资回报期长、资金占用明显。近年来，随着政策环境和市场形势的变化，商业地产运营更加重视“轻资产”模式的发展，实际运营层面，开发商兼顾多种运营模式，以实现自身规模及品牌影响力的扩张。**

商业地产运营模式主要分为“只租不售”“只售不租”和“租售结合”三种，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在运营模式中选择。只售不租是最原始的模式，企业依照住宅开发的经验，投资开发商业地产项目以整体或者分割出售的方式将其卖出，获得增值收益，快速回收投资，增值收益主要来自土地资源的增值和品牌溢价；只租不售的经营模式下，企业会在前期规划设计按照商户需求定位进行施工建设或者直接购买现有的商业地产项目进行改造，之后整体或者分割出租给商户，获得稳定持续的租金收益，同时也获得土地增值和品牌增值。但由于商业地产项目投资规模大、风险高且投资回收期长，有能力全额购买商业项目的投资者数量有限，为解决资金回笼等问题，租售结合成为越来越多开发商选择的经营模式。租售结合的经营模式下，公司一般会实行“以售养租”，以出售商业地产周边附属开发的住宅来培植商业地产。只租不售或租售结合的经营模式对招商、

日常经营管理能力等要求较高，招商和日常运营的情况对开发商能否收回投资并取得合理回报影响显著。一般情况下只售不租的平均开发周期最短，运营成本较低，短期投资回报率较高；只租不售和租售结合的模式投入规模大，投资回报周期较长，运营成本较高，属于“重资产”运营模式。近年来，随着政策环境和市场形势的变化，商业地产运营更加重视“轻资产”模式的发展，通过自身管理及品牌输出，扩大品牌影响力，即委托管理模式。实际运营层面，开发商多是多种运营模式相结合，例如红星美凯龙家居集团股份有限公司，既有较大规模的自持运营物业，同时通过轻资产模式运营了数百家商业物业（家居商场）。

表 1 商业地产不同运营模式对比

模式	简介	优势	不足
只售不租	主要采取类似于住宅地产的开发销售模式	回笼资金速度较快，周转较快	长期来看，难以获得较高的回报率和资产增值收益
只租不售	主要采取开发后自持运营的模式，运营能力和资金壁垒较高	商业物业投入运营后，现金流较为稳定	初始投资规模大，商业物业投资回报期长，前期资金压力大，运营成本较高
租售结合	以出售商业地产周边附属开发的住宅等培植商业地产	以销售现金流补充商业物业沉淀资金，减轻资金压力	初始投资规模大，商业物业投资回报期长，运营成本较高
轻资产（委托管理）	自身管理能力和品牌的输出	自有资金占用较少	模式尚未成熟，业务规模难以较快增长，且对自身管理能力要求高，规模扩张不善会对自身品牌造成一定影响

资料来源：联合资信整理

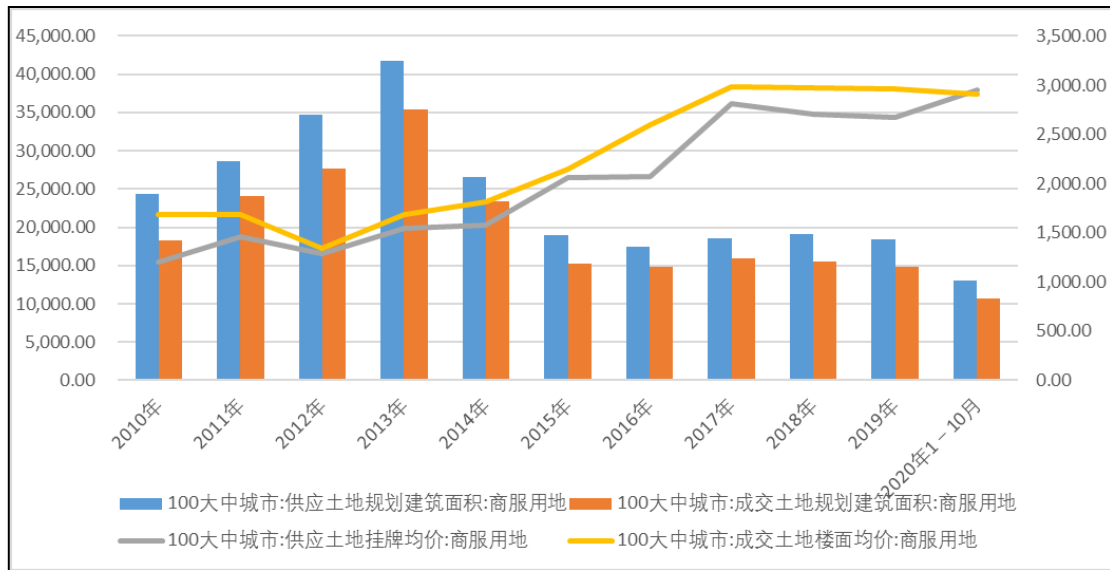
## 2. 土地供给与调控政策

近年来，商服用地土地供应降温明显，成交价格整体维持上行趋势；在行业调控及资金收紧的双重作用下，开发商加速回流现金的需求强烈，商业地产投资端或面临一定下行压力。

从商业用地供给量来看，2010—2013年，全国100大中城市商服用地土地供应规模快速增长，年均复合增长15.69%；商服用地土地成交规模增速超过土地供应增速，年均复合增长率高达22.90%。随着房地产市场步入调整期，2014年起，商服用地土地供给规模波动下降，年均复合下降12.80%；地产开发企业拿地节奏也有所放缓，商服用地土地成交量年均复合下降13.56%，2019年100大中城市供应商服用地规划建筑面积与成交商服用地规划建筑面积分别为18367.28万平方米和10751.79万平方米。

从商业用地成本来看，受供给量收缩影响，2014年后商服用地挂牌均价与成交楼面均价整体呈现上升态势，年均复合增长率分别为9.59%和9.79%，2019年分别为2955.59元/平方米和2913.78元/平方米。2020年1—10月，100大中城市供应商服用地规划建筑面积与成交商服用地规划建筑面积分别同比下降0.61%和1.17%，挂牌均价较2019年小幅上涨，成交均价小幅下降。

图 1 100 大中城市商服用地供应及成交情况（单位：万平方米、元/平方米）



资料来源: Wind, 联合资信整理

由于商业地产具有地产、商业与投资多重属性,随着商业用地成本不断走高,商业地产开发商对投资回收期越来越关注,调控政策对商业地产开发影响较为突出,带动商业地产开发投资规模波动较大。自2016年9月开始,多个城市陆续发布新的房地产调控政策,重新启动限购限贷,强调坚持住房居住属性;2017年以来,全国有近110个城市(县级以上)与部门发布有关房地产的调控政策超过270次。土地竞拍方面,部分地方政府出台“限房价、竞地价”“限地价、竞房价”、超过限价后竞自持面积、优先安排特色小镇指标、产业用地捆绑住宅用地等土地出让条件,并大力推行“租购并举”,推出纯租赁住房土地,探索弹性出让土地政策,一定程度上减缓了商业地产土地供给下降幅度。另一方面,从融资角度看,中央严控房地产金融业务,加强房地产金融监管,抑制投资投机性需求,地产开发企业融资限制不断加码,融资压力不断上升。同时,部分热点城市严控商改住,加强商办清理整顿力度,商办用房开发进度受阻。在整顿加强和资金收紧的双重作用下,地产开发商加速现金回流的需求较为强烈,商业地产投资端下行压力或有所上升。

### 3. 开发投资情况

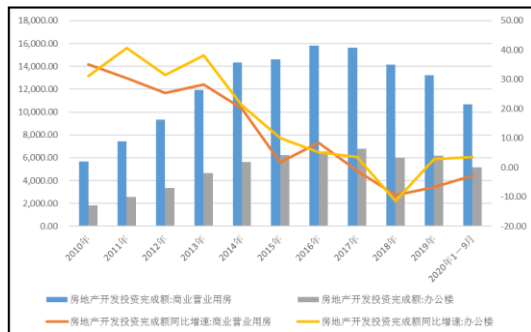
2010—2013年,我国商业地产经历了快速发展阶段,投资规模快速增长,在房地产开发投资中占比持续上升。受宏观经济增速放缓、房地产政策收紧、融资环境变化等影响,2015年以后,商业地产投资增速放缓并逐步呈现负增长。商业地产新开工及竣工面积同样经历了由快速上升到回落的阶段,但波动幅度小于投资波动,商业地产的发展从增量时代逐渐走向存量时代。

2010—2013年,政府加强对住宅地产的调控力度,作为调控真空区,商业地产的开发投资快速增长,直接推动了商业地产的爆发式增长,商业地产开发投资完成额年均复合增长达30.57%。2014年下半年,房地产市场去库存压力加剧,政府逐渐对限购政策松绑,出台房贷新政,降低贷款首付比例和贷款利率下限等,同时政府开始实施较为宽松的货币政策,房地产市场整体回暖趋势明显,开发商逐步加大对住宅地产的投资规模,同期受累积的商业地产项目大量入市影响,商业地产开发投资增速开始下滑,2015年商办用房(办公楼和商业营业用房)开发投资完成额同比仅增长4.15%,2016年增速小幅回升至7.46%。

2010—2016年，商办用房投资占房地产开发投资的比重呈上升态势，由2010年的15.45%上升至2016年的21.81%。经历了爆发式增长阶段，商业地产行业面临着结构性供需变化，行业投资整体回落，2017—2019年，商办用房开发投资完成额年均复合下降6.97%。分性质来看，商业地产投资以商业营业用房为主，近三年占比均在68%以上，2019年商业营业用房开发投资完成额占比为68.22%。2019年，办公楼开发投资完成额同比增长2.76%，增速较上年上升14.06个百分点；商业营业用房投资额同比下降6.65%，增速较上年上升2.77个百分点。2020年1—9月，商办用房开发投资完成额14018亿元，同比下降1.58%。其中，办公楼开发投资完成额同比变化不大，商业营业用房开发投资完成额同比小幅下降2.53%。2017年以来，商办用房投资占房地产开发投资的比重有所回落，2020年前三季度下降至13.55%。

图2 商业地产开发投资情况

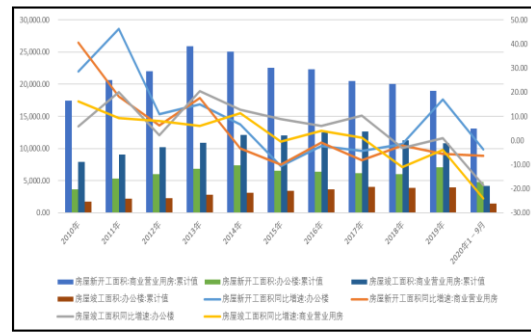
(单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图3 商业地产新开工面积与竣工面积增速

(单位: 万平方米、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

新开工方面，经过2010—2013年的开工热，2014—2019年商办用房新开工面积呈现负增长，其中商业营业用房和办公楼新开工面积年均复合变动率分别为-5.44%和-0.73%。从竣工面积来看，2014—2019年，办公楼竣工面积年均复合下降4.53%，商业营业用房竣工面积年均复合下降2.20%。2020年1—9月，受新冠疫情影响，商业营业用房和办公楼新开工面积同比有所下降，分别同比下降6.26%和3.68%至18936万平方米和7084万平方米；同期商业营业用房和办公楼竣工面积分别为4198万平方米和1416万平方米，分别同比下降24.12%和18.62%。

#### 4. 供需结构

我国商业地产呈现整体供给过剩的局势，在宏观经济下行压力加大的背景下，销售面积呈现负增长，去化周期增加。商业地产租赁受区域产业结构、经济发展水平和居民可支配收入等因素影响，城市分化显著。一线城市办公楼空置率较低，且租金水平呈上升趋势，部分二线城市受新增供给量快速扩张影响，出现了明显的吸纳困难状况，空置率较高且呈上升趋势，租金水平有所下滑，供给过剩情况较重。零售物业整体空置率水平较低，然而受新增供给量增长及电子商务行业快速发展影响，零售物业租金水平快速下降，同样面临一定的供给过剩压力。

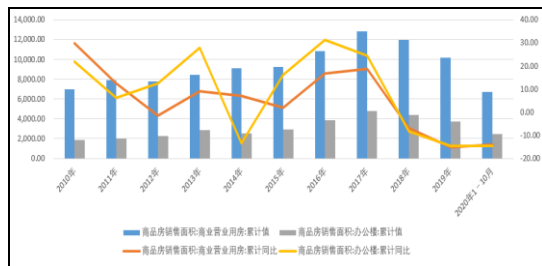
商业地产需求主要受城市化进程、人口结构及人口流动、人均可支配收入等因素的影响，而商业地产作为集地产、商业和投资多重属性于一体的商品，可以通过待售面积及去化周期、空置率和租金水平较为直观地对供需结构作出判断。

(1) 销售情况及去化周期

从商办用房销售面积来看，2010—2017年，商办用房销售面积持续增长，年均复合增长10.25%，略高于同期商办用房竣工面积增速，但增速波动大。从不同业态来看，办公楼的销售面积增速大于商业营业用房销售面积增速，年均复合增长率分别为14.09%和9.06%。2018—2019年，商办用房销售面积呈现负增长。2019年，办公楼和商业营业用房销售面积分别为3722.76万平方米和10172.87万平方米，分别较2018年下降21.73%和20.76%。2020年1—10月，受新冠疫情影响，办公楼和商业营业用房销售延续下降态势，同比分别下降14.50%和14.00%。

图4 商办用房销售面积及增速情况

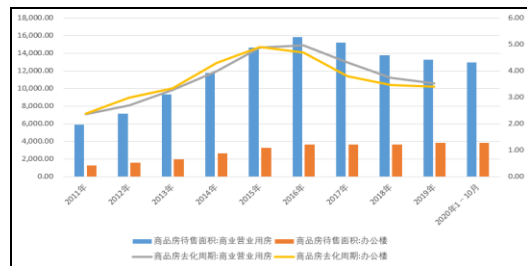
(单位：万平方米、%)



资料来源：Wind，联合资信整理

图5 商办用房待售面积及去化周期

(单位：万平方米、年)



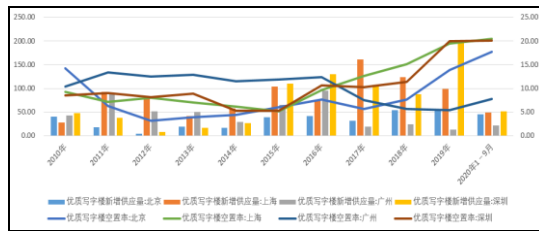
资料来源：Wind，联合资信整理

2011年以来商办用房待售面积持续增长，截至2016年底，办公楼和商业营业用房待售面积分别为3631.00万平方米和15838.00万平方米，分别为2011年待售面积的2.95倍和2.69倍。商办用房去化周期（待售面积/5年现房销售面积均值）持续上升，办公楼去化周期由2011年的2.37年上升至2016年的4.70年，商业营业用房去化周期由2011年的2.36年上升至2016年的4.95年。受益于商办用房新开工及竣工面积的下降，商办用库存规模有所下降，2017—2019年去化周期均有所下降。截至2019年底，办公楼和商业营业用房去化周期分别降至3.41年和3.52年。

(2) 空置率

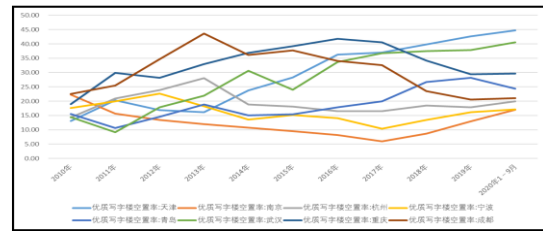
写字楼方面，2010—2018年，一线城市优质写字楼空置率水平较低，维持在15%以下，2015—2017年，随着主要一线城市优质写字楼新增供应量的增长，优质写字楼存量增加，2019年以来主要一线城市空置率呈上升态势。二线城市优质写字楼空置水平分化严重，2010年以来，主要二线城市中天津、武汉和重庆空置率波动上升，2019年四季度分别为42.60%、37.80%和29.40%；成都、杭州和宁波空置率波动下降，2019年四季度分别为21.10%、19.90%和17.10%。2020年前三季度，受新冠疫情影响，上海和深圳优质写字楼空置率水平相对较高，分别为20.40%和20.10%，北京和广州分别为17.70%和7.80%；同时主要二线城市空置率整体较2019年有所上升。

图6 一线城市优质写字楼新增供应及空置率水平情况  
(单位: 万平方米、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

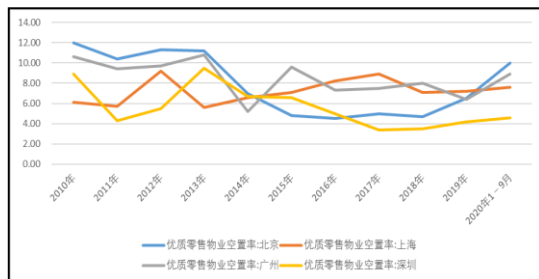
图7 部分二线城市优质写字楼空置率水平情况  
(单位: %)



资料来源: Wind, 联合资信整理

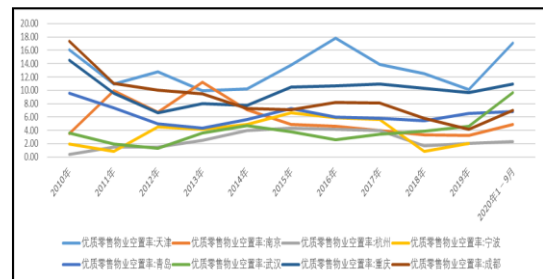
与办公楼空置率水平相比，零售商业空置率水平较低。一线城市中，北京零售商业空置率自2010年起持续下降，2016年四季度达到最低水平(4.50%)，2017年以后波动上升，2019年四季度为6.50%；上海零售商业空置率波动幅度相对较小，自2010年起波动上升，2019年四季度为7.20%；广州零售商业空置率自2010年起波动下降，最高空置率为2013年四季度的10.80%，最低为2019年四季度的6.40%；深圳零售商业空置率自2010年起波动下降，最高空置率为2013年四季度的9.50%，2019年四季度为4.20%。二线城市中，天津和重庆优质零售物业空置率水平较高，2019年四季度超过9.50%。2019年四季度，杭州、南京、宁波、武汉、成都等城市零售物业空置率水平低于5%左右。进入2020年，受新冠疫情影响，主要城市零售物业空置率水平均有所上升。

图8 一线城市优质零售商业物业空置率水平情况  
(单位: %)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图9 部分二线城市优质零售商业物业空置率水平情况  
(单位: %)



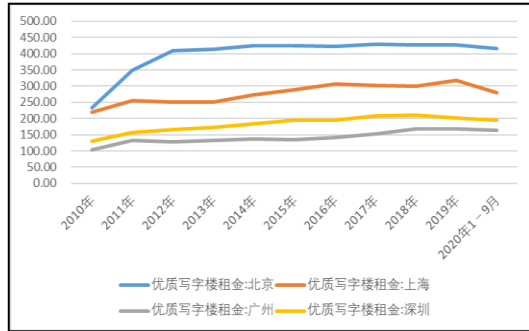
资料来源: Wind, 联合资信整理

### (3) 租金水平

办公楼方面，一线城市优质写字楼租金水平整体呈上升趋势，分化较为明显，其中北京优质写字楼租金水平最高，2019年四季度可达427.60元/平方米/月。二线城市优质写字楼租金相对一线城市水平低，其中天津、南京和杭州租金水平较高，2019年四季度租金水平在120元/平方米/月左右；青岛、武汉、重庆等城市优质写字楼租金水平波动上升；成都受写字楼新增供给快速扩张影响，租金水平波动下降；沈阳和大连优质写字楼租金水平在2017年后小幅下降。2020年前三季度，受新冠疫情影响，优质写字楼租金水平整体下行。

图 10 一线城市优质写字楼租金水平情况

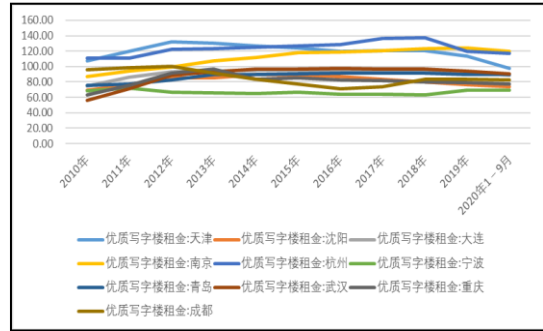
(单位: 元/平方米/月)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图 11 部分二线城市优质写字楼租金水平情况

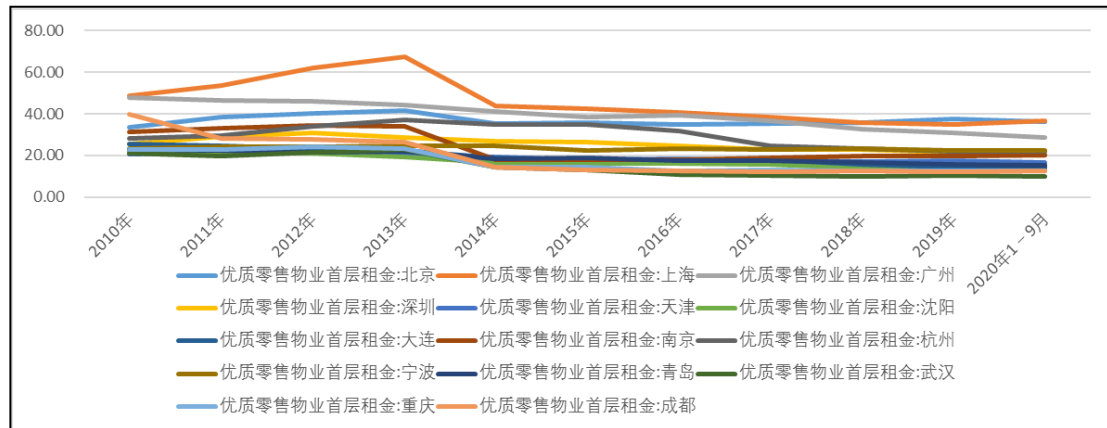
(单位: 元/平方米/月)



资料来源: Wind, 联合资信整理

零售物业方面, 2013 年以来, 受新增物业集中入市及电子商务冲击的影响, 一线及二线城市优质零售物业首层租金水平均呈下降趋势, 租金水平逐渐分化。2019 年四季度, 北京、上海和广州优质零售物业首层租金水平在 31 元/平方米/天以上, 深圳、杭州、宁波和南京首层租金水平在 20 元/平方米/天左右; 主要二线城市首层租金水平分别在 10 元/平方米/月以上, 其中武汉首层租金水平相对较低在 10.27 元/平方米/天。2020 年以来, 优质零售物业首层租金水平整体回落。

图 12 一线城市及部分二线城市优质零售物业租金水平情况 (单位: 元/平方米/天)



资料来源: Wind, 联合资信整理

## 5. 竞争格局

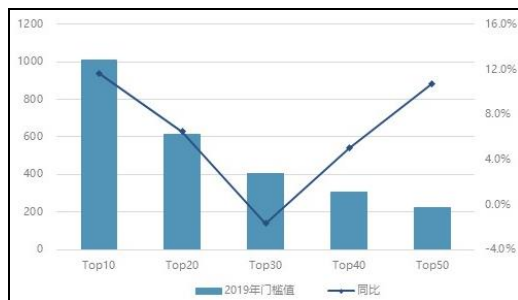
商业地产行业集中度高、规模分化明显, 大型的地产企业具有明显的竞争优势, 同时也面临来自港资及外资成熟商业地产企业的竞争压力。

相较于住宅地产, 我国商业地产起步较晚, 多数本土商业地产开发商都是从住宅地产开发商转换而来。此外, 在行业发展过程中, 众多资本涌入商业地产行业, 很多实业企业也对商业地产进行了投资布局, 造成了商业地产行业参与者众多的局面。从我国 A 股上市公司 2019 年年报来看, 拥有投资性房地产的 A 股上市公司超过 1500 家。市场参与者由于业务构成和布局范围差异较大, 规模分化明显。除了本土的商业地产开发商, 许多外资和港资大型商业地产开发商被吸引前来投资。从业务构成上看, 可以将行业参与者划分为几类: 商业与住宅地产并举的开发商 (如世茂集团控股有限公司)、主做商业地产的开发商

（如北京兆泰集团股份有限公司）以及主做住宅地产兼顾商业地产布局的开发商（如万科企业股份有限公司）。从区域布局来看，行业参与者可以分为全国型和区域型。

商业地产物业投资规模大、投资回报期长，租售结合或只租不售的运作模式对商业运作和日常经营管理能力等要求较高，开发商的资金、品牌和资源优势是行业竞争中的核心要素，因此商业地产“马太效应”明显，行业格局呈现强者愈强的局面，龙头企业在行业竞争中拥有突出优势。根据亿翰智库发布的“2019年中国房企商业物业价值TOP100”，前十名企业的商业物业价值门槛值超过1000亿元，进入难度增大；TOP10企业商业总价值保持稳定增长，同比增长6%，Top50企业商业物业总价值36038亿元，占商业物业价值总额的79.4%。另一方面，国内开发商前期运营模式以销售为主，租售结合和只租不售模式相关运营经验较少，在商业地产行业发展中更加注重整体的规模效应，而外资和港资商业地产开发商利用丰富的行业经验，在精细化运营管理方面占据一定优势。从榜单中可以看出，前十名企业中港资企业占三席，新加坡的凯德置地（中国）投资有限公司位列第3，香港新鸿基地产发展有限公司和太古地产有限公司分别位列第9位和第10位，且国内一二线城市诸多中高端商场均为港资开发商开发运营，如恒隆广场（香港恒隆地产）、IFC（香港新鸿基地产）等，对比港资和外资企业成熟的运作模式和累积的行业经验，我国商业地产开发商面临较大的竞争压力。

图13 2019年中国房企商业物业价值TOP50行业门槛值对比（单位：亿元、%）



资料来源：亿翰智库

表2 2019年中国房企商业物业价值TOP10

排名	企业名称
1	大连万达集团股份有限公司
2	华润置地有限公司
3	凯德置地（中国）投资有限公司
4	中粮集团有限公司
5	广东奥园商业地产集团有限公司
6	龙湖集团控股有限公司
7	印力集团公司
8	新城控股集团股份有限公司
9	新鸿基地产发展有限公司
10	太古地产有限公司

资料来源：亿翰智库，联合资信整理

## 二、 行业关注

### 1. 2020年爆发的新冠疫情对商业地产行业短期冲击较大

2020年新冠疫情的爆发进一步推动了商业地产投资下降，企业经营、居民生活和消费活动均受到较大影响，写字楼和零售物业空置率整体上升。商业地产企业为应对疫情影响，允许租户缓交、分期交纳租金以及采取减租免租等方式，商业地产行业租金水平整体下行。进入2020年二季度，随着疫情得到有效控制，消费市场不断复苏，但国内经济、消费市场和实体商业全面恢复仍需较长时间，商业地产租金水平在短期内依然承压。

### 2. 电商迅速发展冲击传统实体商业运营

根据中国电子商务研究中心发布的《2019年度中国网络零售市场数据监测报告》，2019年中国网络零售市场规模达10.32万亿元，同比增长20.56%，交易规模占社会消费品零售总额的25.07%，较2019年占比提高2.57个百分点，网络购物用户规模达到7.32亿人，同



比增长 28.42%。除天猫、京东、拼多多等电商平台，快手、抖音等短视频平台在电商方面也有较快发展。在电子商务火热发展的同时，传统零售行业却遭受“寒冬”，2019 年全国百家重点大型零售企业零售额同比下降 0.3%，增速较上年下降 1 个百分点。在电子商务行业的冲击下，传统实体商业出租率和租金水平都受到一定影响，对商业地产的运营提出了更高的挑战。

### 3. 行业竞争激烈，专业运营管理人才和团队紧缺

目前我国商业地产行业参与者众多，行业竞争激烈，商业地产后期管理能力成为企业的核心竞争优势。商业地产投资链条长、环节多、管理复杂，对运营管理的专业度要求很高，前期规划、开发建设、招商宣传、运营管理等各个方面对人才和团队的需求突出，但受限于境内商业地产行业发展时间短、成熟度低，行业中专业人才积累少，专业团队稀缺，相较于境外成熟商业地产运营商呈现一定的竞争劣势，不利于行业未来的长期发展。

### 4. 融资渠道有限以及融资监管趋严制约企业投资

开发商的融资渠道和融资成本对于初始投资规模大，投资回收期长的商业地产项目影响极大。发达国家和地区的商业地产企业十分注重对外部资金的引进和利用，通过房地产信托投资基金（REITs）、私募基金、产业基金等多样化的融资渠道解决资金沉淀大、周转缓慢等问题。而中国的商业地产开发商融资渠道仍然以银行贷款及发行债券为主。随着国家对房地产调控政策的持续收紧，加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控，主要包括房地产信托资金受限，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示以及严禁消费贷款违规用于购房等。

## 三、从样本企业看商业地产运营及财务特点

商业地产运营企业在租赁收入规模、区域布局和租金水平方面分化较大，一般租赁收入规模较大、高能级城市核心区域物业规模大且具有较高的品牌知名度的企业经营风险相对较低，而业务规模较小但持有物业区位较好且运营质量较高的企业在行业竞争中也会获得较为独特的竞争优势。财务方面，租赁物业会计核算方式对商业地产运营企业财务指标影响很大，应关注以公允价值计量的投资性房地产评估价值公允性对企业资产质量和盈利能力的影响，较大规模的资产受限制约了企业的再融资空间。

商业地产运营企业的信用风险判断与一般的房地产开发企业有所不同。经营方面，规模优势是评判商业地产运营企业综合竞争力的重要指标，一般可以根据租赁收入、可出租面积、分布区域和品牌认可度等指标对企业进行评价。除了规模优势，商业地产运营企业的运营质量也是判断其信用水平的重要关键要素，需要从城市区域布局、业态结构、出租率、租金水平等多方面综合评估。另外，还需要关注企业未来投资物业的规模，考虑对企业长期发展和偿债能力的影响。

财务处理上，商业地产企业一般将赚取租金为目的的房产列入投资性房地产科目，列入投资性房地产科目可以选择用成本法或公允价值法计量自持物业价值，不同的会计核算方法对企业财务表现的影响较大，因此应重点关注商业地产运营企业投资性房地产科目。采用公允价值法计量的租赁物业则根据评估值计入资产，每年评估值的变化计入公允价值损益；自

用房地产或存货转换为投资性房地产,转换日公允价值大于原账面价值的差额计入其他综合收益。在房价上涨的背景下,使用公允价值计量投资性房地产会获取较高的资产增值,同时叠加预收款项(或合同负债)规模较小的影响,一般以公允价值计量租赁物业且商业地产运营业务占比较高的企业资产负债率与一般房地产开发企业相比会较低。盈利方面,受会计核算方式不同的影响,以公允价值计量租赁物业的企业因为无需计提折旧,毛利率水平较高;而商业地产运营中发生的人员成本、租赁成本、物业费用、广告推广费用等会计入到管理费用和销售费用中,一般来看商业地产运营企业期间费用率较高,对期间费用的控制能力体现了企业运营质量高低。另外,公允价值计量的物业每年产生的公允价值变动损益会影响企业营业利润水平,对公允价值变动损益的依赖可能会影响企业利润的可持续性,此种方式也为商业地产企业借助公允价值评估对利润进行调节提供了便利性。融资能力方面,一般商业地产运营企业会通过抵押物业获得银行借款,投资性房地产或固定资产的受限比率均较高,较高比例的受限也制约了企业的再融资空间。

以下选取在公开市场发行债券的9家商业地产企业为样本,对样本企业<sup>1</sup>运营及财务状况进行分析。

表3 样本企业经营情况比较(单位:亿元、万平方米、%、元/平方米/月)

经营指标	新城控股			美凯龙家居			中国国贸		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
租赁收入	10.19	22.13	40.55	63.94	71.68	77.99	19.07	22.26	25.20
可出租面积	145.73	248.08	359.01	570.60	691.90	773.68	27.29	28.87	28.62
出租率	97.70	98.81	99.13	97.55	96.23	93.40	93.87	94.70	95.48
租金水平	62.39	73.56	96.19	108.00	106.05	97.85	625.37	671.91	731.76
租赁收入/营业收入	2.51	4.09	4.73	58.35	50.34	47.35	68.94	70.19	71.37
租赁物业类型及区域分布	业态主要为零售物业,分布在常州、苏州、上海等超100个城市,其中三四线城市租赁物业约占75%、二线城市租赁物业约占23%、一线城市租赁物业约占2%			业态为零售物业,分布在北京、上海、天津、重庆、深圳、沈阳、西安、武汉、成都等超200个城市(含委管商场所在城市),其中北京和上海自营商场约占16%、重庆和天津自营商场约占11%			业态为写字楼、零售物业和公寓,均位于北京中央商务区核心区域		
股东背景	控股股东为富城发展集团有限公司			控股股东红星美凯龙控股集团有限公司主营业务包括家居商场业务和商业地产以及住宅开发			控股股东为中国国际贸易中心有限公司		
实际控制人	王振华			车建兴			中国世贸投资有限公司和嘉兴兴业有限公司		
业务特点	主营住宅地产及商业地产业务,商业综合体项目通过商业勾地获取住宅开发用地			主营家居装饰及家居商场运营,运营模式为经营和管理自营商场和委管商场			连同控股股东运营中国国际贸易中心		
经营指标	世茂股份			宝龙实业			星河实业		
	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年	2017年	2018年	2019年
租赁收入	5.77	6.95	7.33	8.56	9.77	11.36	6.80	9.05	12.34
可出租面积	82.76	82.71	78.95	233.33	249.74	283.94	33.63	72.34	75.98
出租率	87.00	88.00	92.00	82.00	85.00	91.10	92.82	86.77	88.44
租金水平	66.78	79.57	84.10	56.00	68.00	75.00	167.70	136.50	145.50
租赁收入/营业收入	3.09	3.36	3.42	5.87	5.74	4.57	62.90	69.47	73.97
租赁物业类型及区域分布	业态主要为办公楼和零售物业,分布在北京、上海、南京、苏州、芜湖、厦门等城市,其中二线城市租赁物业约占51%、三四线城市租赁物业约占40%、			业态主要为零售物业,分布在上海、杭州、宿迁、宁波、盐城、郑州、苏州等城市,其中二线城市租赁物业约占46%、三四线城市租赁物业约占37%、一线城市租赁物			业态主要为零售物业和写字楼,位于深圳和广州		

<sup>1</sup> 本报告样本企业使用简称,新城控股集团股份有限公司简称“新城控股”、红星美凯龙家居集团股份有限公司简称“美凯龙家居”、中国国际贸易中心股份有限公司简称“中国国贸”、上海世茂股份有限公司简称“世茂股份”、上海宝龙实业发展有限公司简称“宝龙实业”、星河实业(深圳)有限公司简称“星河实业”、大连万达商业管理集团股份有限公司简称“万达商管”、北京兆泰集团股份有限公司简称“兆泰集团”,大悦城地产有限公司简称“大悦城地产”

	一线城市租赁物业占 9%			业约占 17%					
股东背景	间接控股股东世茂集团控股有限公司为港股上市公司，系综合性房地产开发公司			间接全资股东为港股上市公司宝龙地产控股有限公司			全资股东为星河（集团）有限公司		
实际控制人	许荣茂			许健康			黄楚龙		
业务特点	主营商业地产业务，主要采取商业、住宅联动开发或商业综合体模式运作			主营商业地产业务，主要采取商业、住宅联动开发或商业综合体模式运作			主营自持物业运营		
经营指标	万达商管			兆泰集团			大悦城地产		
	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
租赁收入	246.51	302.65	351.48	10.30	10.35	10.57	34.33	36.33	43.41
可出租面积	2392.19	2810.93	3209.97	34.78	34.78	34.78	76.09	91.15	95.61
出租率	99.95	99.39	99.30	93.85	90.44	89.05	92.54	94.52	94.19
租金水平	104.29	110.60	111.32	354.86	358.32	365.35	309.61	289.48	334.50
租赁收入/营业收入	18.18	28.40	44.69	83.06	82.80	82.90	29.45	44.69	41.99
股东背景	控股股东大连万达集团股份有限公司拥有商管集团、地产集团、文化集团和金融集团四大业务板块			控股股东为北京兆泰控股有限公司			控股股东大悦城控股集团股份有限公司为 A 股上市公司，以商业地产、住宅地产和产业地产为核心业务		
实际控制人	王健林			穆麒麟			国务院国有资产监督管理委员会		
租赁物业类型及区域分布	业态主要为零售物业，分布在重庆、上海、成都、北京、广州、苏州、沈阳、大连和合肥等超 180 个城市，其中一二线城市租赁物业约占 37%（传统+轻资产模式，其中自持项目一二线占比约 45%）			业态为写字楼、零售物业及公寓，分布在北京和成都，其中一线城市租赁物业约占 91%、二线城市租赁物业约占 9%			主要为零售物业和写字楼，分布在北京、上海、沈阳、天津、成都等城市，其中一线城市租赁物业约占 36%、二线城市租赁物业约占 64%		
业务特点	公司实施战略转型，逐步退出房地产业务，收缩酒店业务板块，未来业务集中在商业物业投资及运营管理；商业项目采用传统模式和轻资产（土地或资金由合作方提供，万达商管输出品牌与管理）模式运营			主营自持物业运营			主营商业地产业务，主要采取商业、住宅联动开发或商业综合体模式运作		

注：上表可出租面积、出租率及租金水平主要为商场及写字楼情况；样本企业公布的经营数据口径存在一定差异；部分数据无法直接获取，系根据公开数据测算得出；美凯龙家居“可供出租面积”为自营商场经营面积；万达商管“可供出租面积”“出租率”“租金水平”为传统+轻资产模式物业情况

资料来源：公开市场，联合资信整理

从业务构成上看，样本企业中中国国贸、星河实业和兆泰集团以商业地产运营为主，其租赁收入占比超 60%；世茂股份、宝龙实业和新城控股业务呈“开发+运营”双布局，租赁收入占比不足 10%，营业收入主要来自房地产开发销售；美凯龙家居主营家居商场运营，主要包括自营商场租赁运营以及委管商场委托经营；万达商管近年来逐步退出房地产业务和收缩酒店业务，2020 年以来主营业务为商业物业投资及运营管理；大悦城地产为“开发+运营”双布局，2019 年物业租赁及销售收入占比分别为 41.99% 和 47.48%。从样本企业租赁收入情况看，样本企业间租赁收入差异较大，新城控股、美凯龙家居、中国国贸、万达商管和大悦城地产租赁收入逐年增长且规模较大；世茂股份、宝龙实业、星河实业和兆泰集团的租赁收入相对较小，租赁收入规模不足 13 亿元。

对比自持物业可出租面积，样本企业中万达商管和美凯龙家居为全国化布局，项目分布广泛，可出租面积规模大；新城控股商业综合体项目主要位于三四线城市，自持物业规模扩张较快；世茂股份、宝龙实业和大悦城地产主营商业地产业务，主要采取商业、住宅联动开发或商业综合体模式运作，其中宝龙实业自持物业规模较大；中国国贸、星河实业和兆泰集团分布区域相对单一，主要位于一线城市，可出租面积较小。出租率方面，样本企业整体出租率较高，其中，世茂股份和宝龙实业出租率逐年提升；星河实业自持物业布局深圳和广州，受区域商业地产景气度影响大。样本企业平均租金水平分化较大，商业地产租金水平受区域分布、出租业态和商业定位影响大，如中国国贸运营的中国国际贸易中心地理位置优越，定

位为高档商务服务综合体，租金水平稳定增长，2019年超过730元/平方米/月；宝龙实业部分二线城市物业位于非核心区域，租金水平相对较低。

表4 样本企业2019年财务情况比较（单位：亿元、%）

项目	新城控股	美凯龙家居	世茂股份	宝龙实业	星河实业	中国国贸	万达商管	兆泰集团	大悦城地产
公开市场信用评级	AAA/稳定	AAA/稳定	AAA/稳定	AA+/稳定	AA+/稳定	AAA/稳定	AAA/稳定	AA+/稳定	AAA/稳定
<b>财务数据</b>									
资产总额	4621.10	1222.94	1275.64	1520.41	430.99	118.02	5752.11	275.55	1109.77
投资性房地产	682.21	851.07	472.50	491.72	314.88	75.05	4274.73	131.72	573.04
所有者权益	619.35	489.85	482.04	441.34	193.62	75.73	2773.09	125.29	498.38
其他综合收益-投资性房地产公允价值变动损益	6.62	--	41.80	--	44.51	--	--	8.87	--
全部债务	831.80	412.01	236.25	351.12	163.29	26.63	1860.28	108.31	325.39
营业收入	858.47	164.69	214.49	248.46	16.69	35.30	786.56	13.68	103.38
利润总额	178.13	62.03	53.49	90.06	12.10	13.01	337.55	6.93	44.20
投资性房地产公允价值变动收益近五年累计值	68.51	81.80	36.90	102.65	24.30	--	841.62	25.39	--
经营性净现金流	435.80	40.94	47.11	54.45	11.60	15.37	168.01	0.05	-4.65
<b>财务指标</b>									
租赁毛利率	67.56	78.78	80.20	81.41	83.83	78.99	79.99	90.64	76.50
资产负债率	86.60	59.95	62.21	70.97	55.07	35.83	51.79	54.53	55.09
投资性房地产公允价值变动损益/利润总额	14.32	25.79	19.03	27.24	41.90	--	35.75	54.70	--
投资性房地产受限比率	30.52	80.64	24.36	50.05	99.14	69.59	63.48	87.36	57.60
受限资产/总资产	18.28	59.26	33.76	35.92	78.54	62.83	48.21	55.84	41.29

注：中国国贸、大悦城地产投资性房地产采用成本法计量，无投资性房地产产生的公允价值变动损益

资料来源：公开资料，联合资信整理

财务方面，以商业地产运营为主的样本企业投资性房地产占资产总额的比重高。资本结构方面，样本企业资产负债率水平主要分布在35%~87%之间，其中新城控股、宝龙实业和世茂股份三家企业受房地产开发销售业务占比较高影响，资产负债率相对较高。盈利方面，样本企业平均租赁业务毛利率水平较高，而新城控股受新投运物业处于培育期影响，租赁毛利率较低；公允价值变动损益对利润的贡献程度方面，样本企业中星河实业、万达商管和兆泰集团投资性房地产公允价值变动收益对利润总额的贡献率在35%以上，利润水平易受投资性房地产公允价值变动而波动。资产受限方面，样本企业中星河实业、美凯龙家居和兆泰集团的投资性房地产受限比率很高，再融资空间受限严重。

#### 四、行业展望

##### 商业地产投资聚焦优质区域

商业地产由增量时代进入存量时代，行业投资规模呈下降态势，但在中国房地产政策持续收紧背景下，住宅地产开发企业从住宅增值获利的经营模式逐渐向运营增值的模式转变。

部分规模房企通过收并购，实现住宅地产业务与商业地产业务的协同发展。同时，土地拍卖政策对持有物业的比例提出了更高的要求，促进了商用持有物业的增加，商业地产投资仍将获得持续关注。商业地产投资对项目布局也越发重视，一二线核心城市具备良好的发展环境，尽管行业竞争激烈，但仍然获得商业地产企业的持续关注。此外，随着消费下沉以及三四线城市消费力量的崛起，核心城市群的三四线城市或将形成新的发展机遇。

### **金融创新拓宽融资渠道，轻资产转型推进**

具备持续现金流的商业地产具有天然的证券化属性，在融资渠道逐渐收紧的过程中，商业地产企业不断探索创新融资工具，CMBS、CMBN 和类 REITs 等资产证券化模式获得更多关注。国内 REITs 尚处于发展初期，没有相对应的法律法规，已发行的产品仅具备国际 REITs 产品的部分特点，未来 REITs 产品日益成熟，将助力商业地产企业融资以及存量资产的盘活。同时，通过资产证券化，企业持有的商业物业价值得到提升，也分散了投资商业地产的风险。除了不断创新融资方式，一些以万达商管和美凯龙家居为代表的知名商业地产运营商利用自身品牌优势，通过委托管理、合作经营和品牌输出快速地提高市场占有率，商业地产运营企业由重资产经营模式逐渐向轻资产模式转变，激发商业地产运营企业的经营活力。

### **升级新型业态，吸纳新需求，模式向精细化运营转变**

零售物业方面，受电子商务行业冲击和人民消费水平提升影响，消费者的需求逐渐向个性化、多元化发展，对于传统零售商业的要求不再只局限于购买商品，许多大型商业地产运营商逐渐调整招商策略，提高体验性业态的占比，吸引客流量，打造新的收入增长点。办公楼方面，受新冠疫情影响，大量小微企业寻求成本较低且较为灵活的联合办公场所，拉动了对联合办公业态的需求。新型业态改造升级体现了商业地产运营企业由传统的“短平快”的开发销售模式向精细化运营转变。