

作者：高旋

邮箱：research@fecr.com.cn

2019年商业地产行业信用展望

摘要

随着房地产调控进一步加深，投资增速放缓，在经历了前期的高速发展之后，我国商业地产行业呈供需失衡态势，近年来虽然随着投资增速放缓，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力仍然较大，预计未来短期内商业地产行业仍将保持低速发展态势。

从融资政策看，房地产调控政策短期内仍较难放松，商业地产企业融资压力仍然较大，商业地产企业强弱分化趋势延续，中小房企信用风险上升。

商业地产行业竞争激烈，业态、区域分化特征明显。相较于住宅，商业地产下游需求主要受经济结构、人口构成和消费习惯等长期因素影响，行业周期性相对较弱，行业景气度相对平稳，但行业仍面临内部竞争激烈、运营管理经验欠缺、外部电商冲击等挑战。

远东资信对商业地产行业的主要关注风险包括：1) 目前国内商业地产行业整体呈现供给过剩局面；2) 房企融资渠道收紧且受规模影响融资分化；3) 投资回报期长且运营管理人才短缺；4) 外部电商冲击使商业地产面临挑战。基于行业发展以及对关联上下游的重要性，综合分析，远东资信对于2019年商业地产行业信用展望为稳定。

远东资信行业信用展望系列：

- 1.《2019年建筑行业信用展望》，
2019.01.31
- 2.《2019年商业银行信用展望》，
2019.02.01

一、行业运行概况

房地产主要分为商业地产、住宅地产及工业地产三大板块，其中商业地产包含了商业、地产、投资的三重属性，主要是指用于商业用途的地产。广义的商业地产是指各种非生产性、非居住性物业，包括写字楼、公寓、会议中心以及商业服务经营场所等。狭义的商业地产是专指用于商业服务业经营用途的物业形式，主要经营内容有零售、餐饮、娱乐、休闲、健身等，其开发模式、融资模式、经营模式以及功能用途等都有别于住宅、公寓、写字楼等房地产类型。本文所研究的商业地产，为广义的商业地产，主要分为购物中心和写字楼两类。

本文所研究的商业地产行业企业是指：1.商业地产相关业务（包括商业地产销售、出租）的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于50%；2.没有一类业务的营业收入比重大于或等于50%，但商业地产行业收入比重均比其他业务收入比重高出30%；3.不满足以上两种情况，但综合考察企业的运营模式、资产结构、收入和利润结构，判定该企业商业地产行业经营特征明显。

近年来，随着经济的发展与居民消费水平的提高，大量购物中心及写字楼建成并投入使用；另外，随着国内住宅地产调控力度的增大，住宅地产开发商转向商业地产板块的拓展力度加大，给商业地产开发投资与运营带来了发展机遇，但供应量激增亦使得商业地产面临高库存、同质化运营等困境。

（一）运营模式

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。由于不同类型的运营模式对商业地产开发商的运营管理能力、资金实力等方面要求不同，因此房地产开发企业通常根据自身条件和需求选择不同的运营模式。

“只售不租”模式出现于商业地产发展早期，类似于住宅地产开发，实践中包括整体销售和分割销售两种模式。这种模式有利于开发商快速回笼资金，进行滚动开发，但同时开发商也丧失了获取长期回报的机会。该种模式适用于短期回报要求高，资金实力不强以及运营管理能力较弱的中小型开发商。“只租不售”是一些大型商业地产开发商采取的模式，其对于开发商运营能力和融资能力等都有着很高的要求。虽然这种模式对开发商要求较高，但其有利于项目后期的招商运营，能够统一规划，而且开发商可以获得长期稳定的现金流以及物业增值。除了上述两种模式外，越来越多开发商采取“租售结合”的模式。这种模式最大的特点就是开发商持有主体商业，销售部分商铺，直接参与主体商业经营。在这种模式下，开发商对于整个商圈的定位、规划往往有自己的策略。这种模式下，不仅可以快速回笼部分资金，降低风险，长期来看还能获得自持商业部分有较为可观的租金收入，同时还可以享受自持物业的增值收益，“租售结合”模式已经成为主流。

(二) 供需状况

1. 土地供应和投资开发情况

从土地供应来看，商服用地方面，全国100大中城市供应土地规划建筑面积在2008~2013年快速增长，年均复合增长率为34.81%；随后步入调整期，2014~2016年商服用地供应规划建筑面积年均复合下降18.63%，商服用地供给规模持续收缩；2017年回升至1.94亿平方米，同比增长12.60%；2018年以来商服用地供给规模再次减少，100大中城市供应商服用地规划建筑面积为1.79亿平方米，同比减少7.84%。同时由于供给收缩供求关系发生变化，2014年后商服用地挂牌均价快速上升，2017年为2741.50元/平方米，同比上涨26.67%，2018年挂牌均价为2730.64元/平方米，同比小幅下降0.40%，商业地产开发企业土地成本呈波动上升趋势。

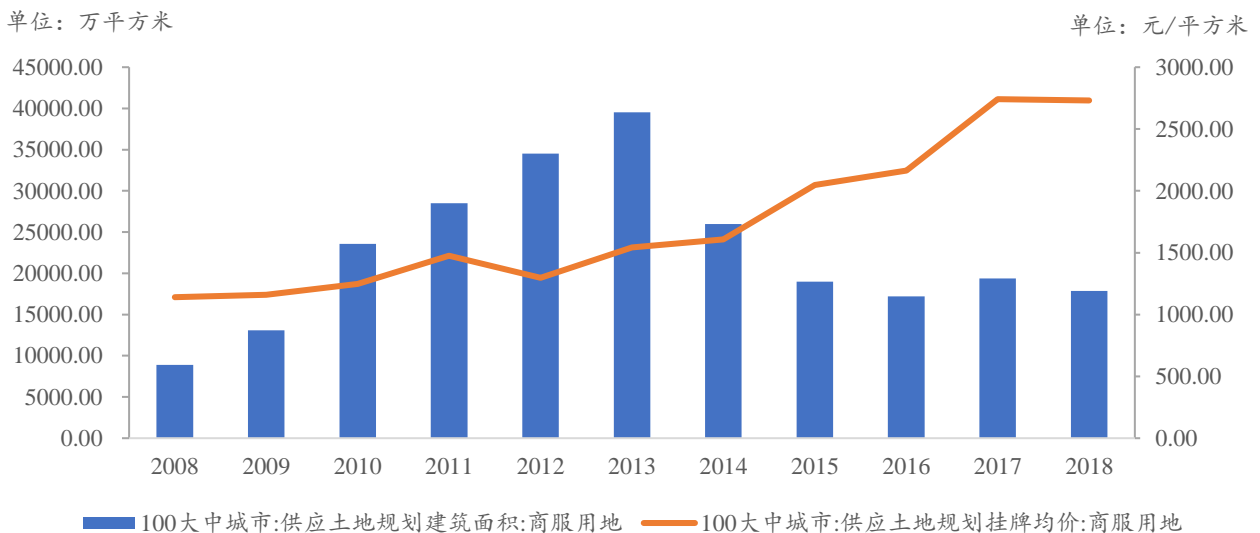


图1：2008~2018年100大中城市供应土地规划建筑面积及挂牌均价

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从开发投资来看，由于2008年政府对住宅地产的调控力度较大，地产开发商转而加大了对商业地产的开发投资，从而推动商业地产的快速发展，2008~2013年商业营业用房年均复合增长率为28.92%，写字楼开发投资额年均复合增长率为31.86%。2014年下半年开始，住宅地产市场面临的去库存压力增大，政府也出台了降低首付比例及贷款利率下限等房贷新政，并实施了较为宽松的货币政策，开发商加大住宅地产的投资力度，加之前期商业地产项目逐渐竣工并大量投入市场，商业地产开发投资增速有所下滑，2014~2017年商业营业用房年均复合增长率仅为2.92%，写字楼开发投资额年均复合增长率下降至6.22%。2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降9.40%；写字楼开发投资完成额5996.33亿元，同比下降11.30%。

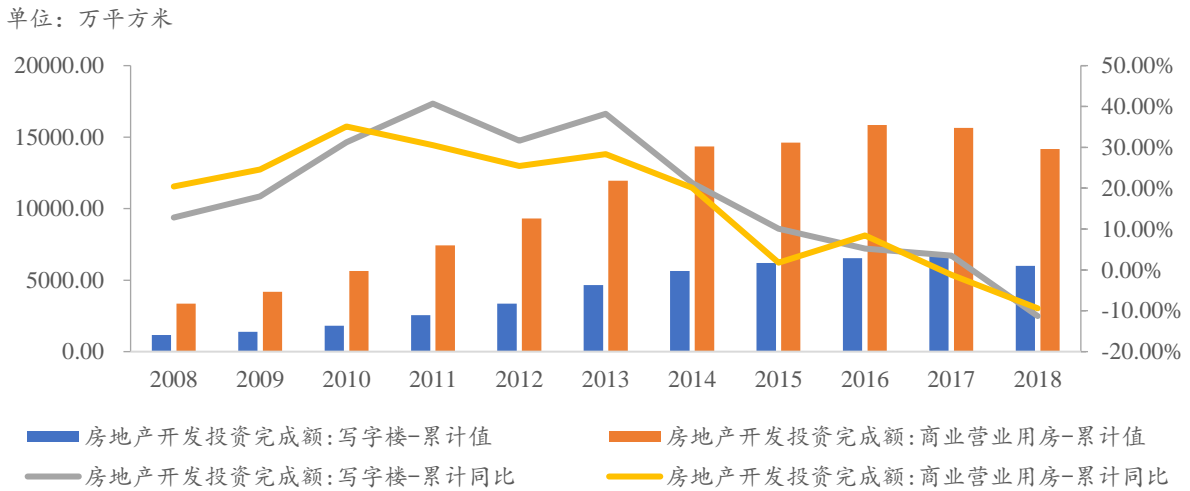


图 2：2008~2018 年房地产开发投资完成额

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

新开工方面，商业营业用房新开工面积在 2008~2010 年保持持续加速增长态势，其中 2010 年同比增长 40.60%，2011 年起新开工面积增速呈波动下降趋势，并于 2015 年起持续出现负增长，2018 年累计同比下滑 2.00%；写字楼新开工面积在 2008~2011 年呈加速增长态势，其中 2011 年累计同比增长 46.20%，2012 年起其增速亦呈波动下降趋势，2015 年以来亦持续呈负增长态势，2018 年累计同比下滑 1.50%。商业地产企业开工热情较低。

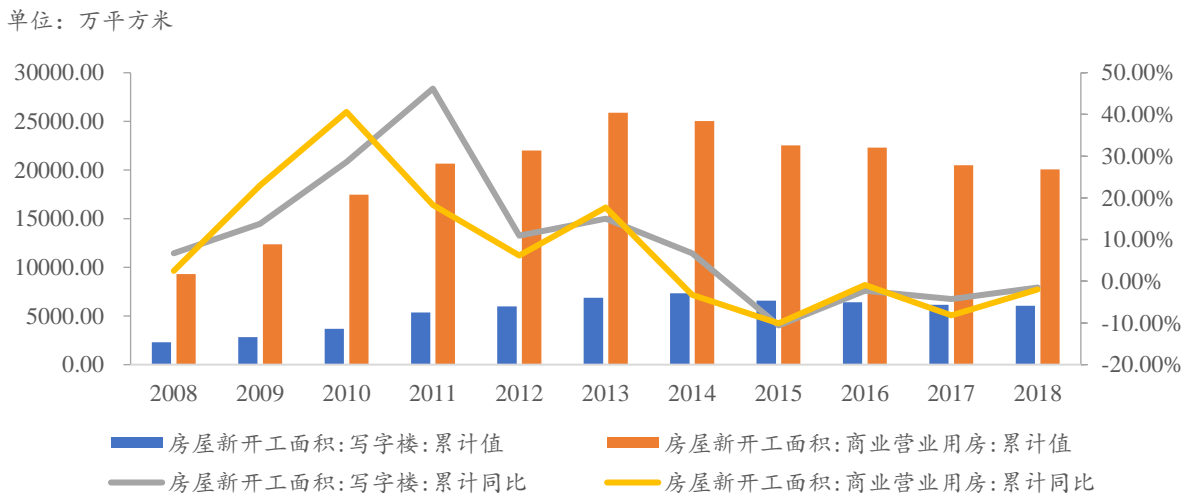


图 3：2008~2018 年房屋新开工面积

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从竣工面积来看，商业营业用房竣工面积增速自2015年开始波动下滑，其中2015年商业营业用房累计同比减少0.50%，2018年商业营业用房累计同比减少11.10%，创近十年来新低；写字楼竣工面积自2014年开始下滑明显，2018年累计同比下降3.10%。

单位：万平方米

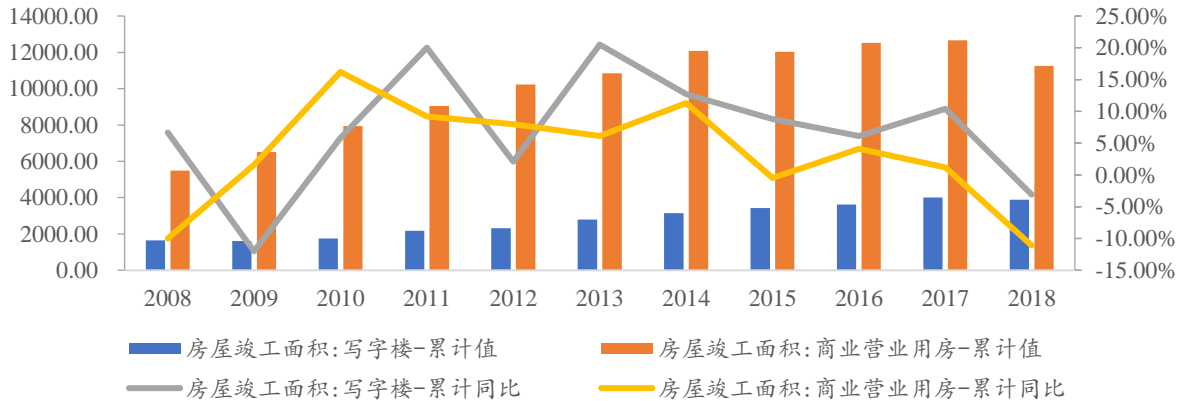


图4：2008~2018年房屋竣工面积

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

商品房待售面积方面，商业营业用房在2011~2016年持续增长，但增速自2016年起下滑，并于2017年出现了近十年中首次负增长，待售面积同比减少4.00%；2018年以来去库存效果显著，2018年末商业营业用房待售面积累计同比下降9.30%。写字楼待售面积在2011~2017年保持增长，但增速亦自2016年起下滑，并于2018年起出现负增长，2018年末待售面积累计同比下降0.40%。

单位：万平方米

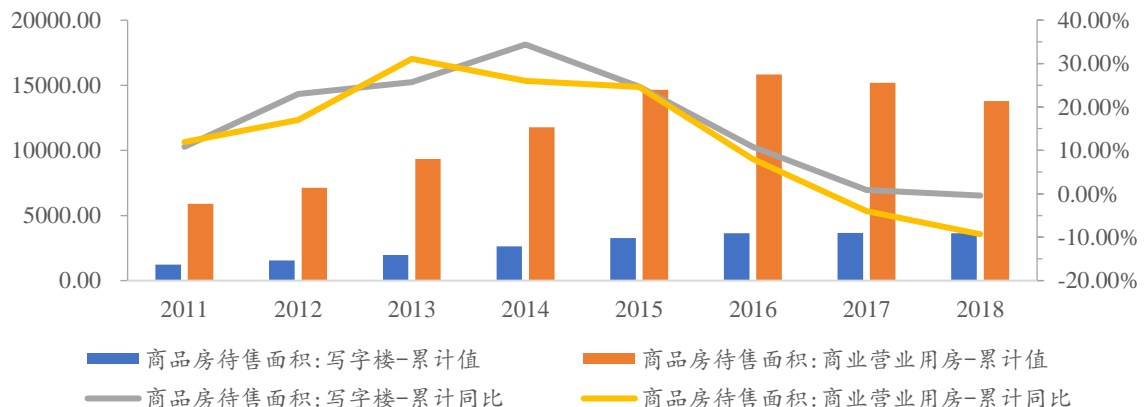


图5：2011~2018年商品房待售面积

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2.销售与出租情况

商业地产销售方面，2017年在房地产市场限购、限贷、限售政全线升级的背景下，投资者投资住宅市场受限，投资热情转向商业地产；加之城镇居民消费水平的提高、国家大力推进创新创业等举措的推进，全年商业地产销售面积和销售额依然保持较高增速，特别是商业营业用房销售面积和销售额增长加速。2018年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，商业地产销售面积及销售额大幅下降。

单位：万平方米、亿元

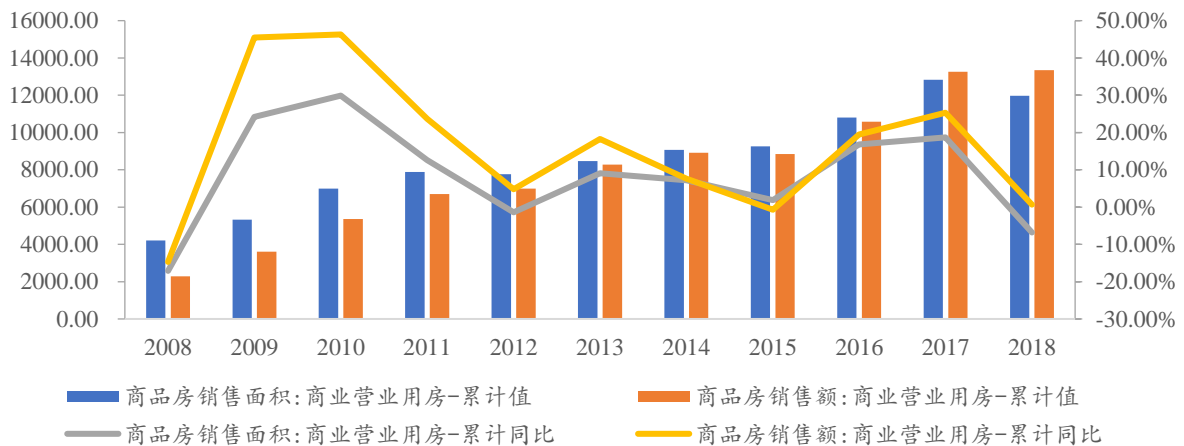


图6：2008-2018年商品房销售面积-商业营业用房

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

单位：万平方米、亿元

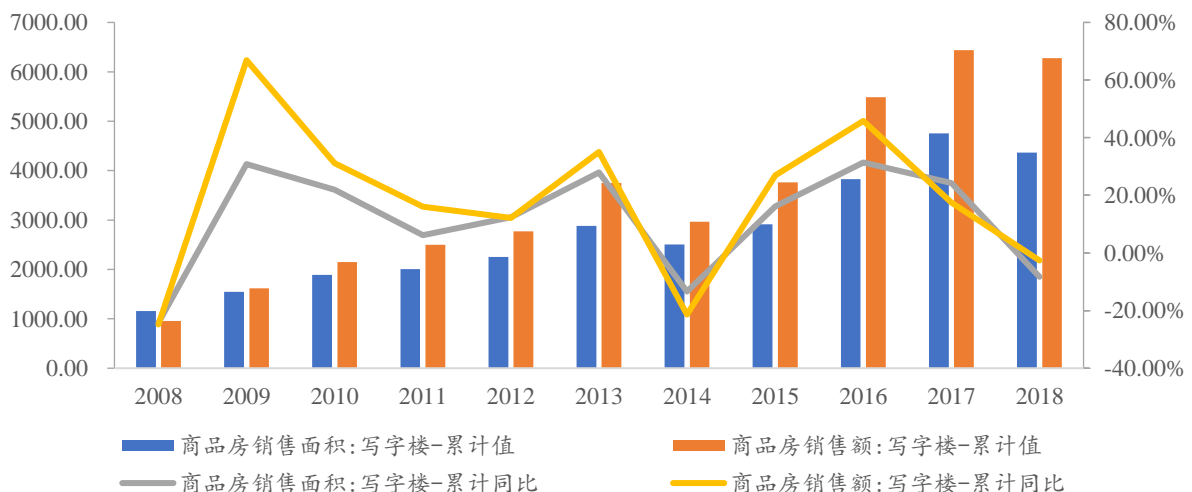


图7：2008-2018年商品房销售面积-写字楼

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

商业地产出租方面，一线城市零售物业空置率较低，总体呈波动下降趋势，2018年9月末深圳优质零售物业空置率仅为3.90%，北京、上海空置率为5.10%，广州空置率为7.90%。二线城市零售物业空置率存在差异，其中宁波、杭州、南京、武汉、青岛空置率较低，2018年9月均低于5.00%；天津、重庆、沈阳空置率较高，2018年9月末均在11.00%左右。

单位：%

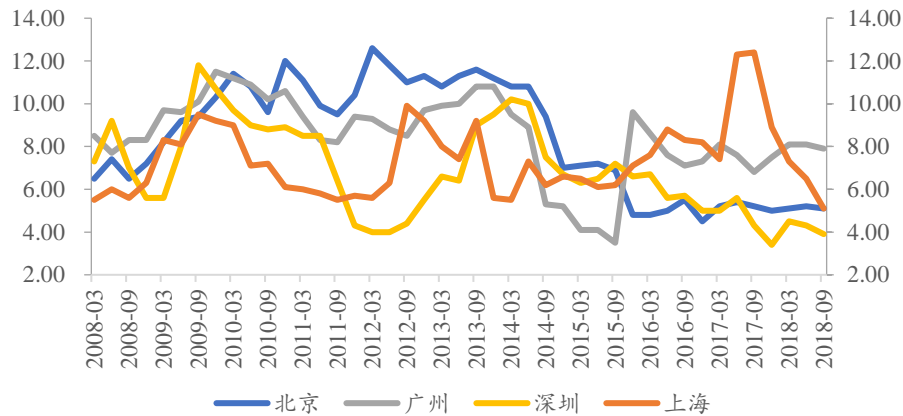


图8：2008年~2018年一线城市优质零售物业空置率

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理（注：2018年数据截至2018年9月）

单位：%

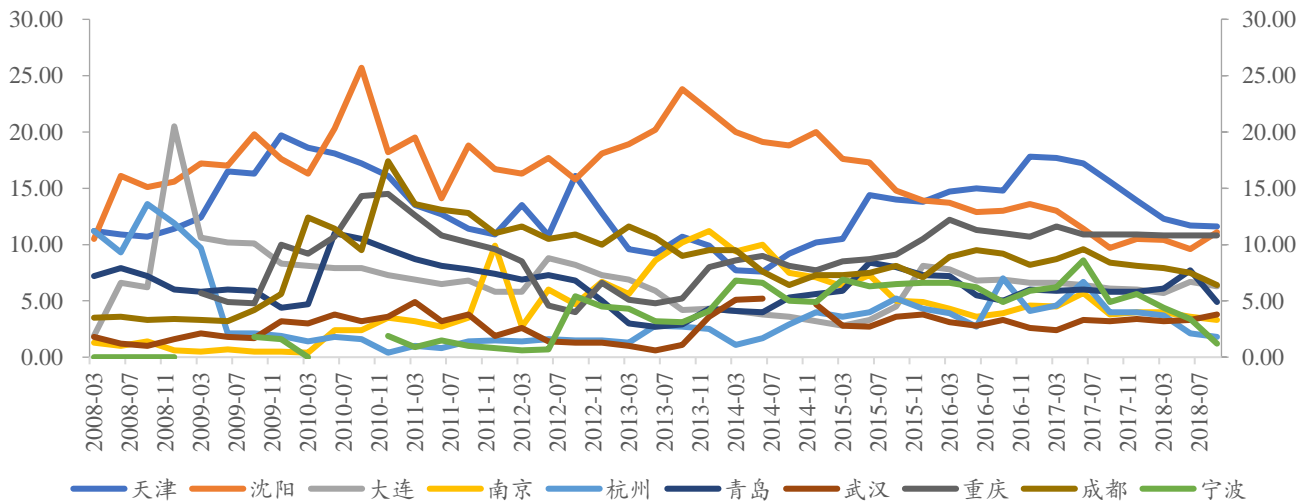


图9：2008年~2018年部分二线城市优质零售物业空置率

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理（注：2018年数据截至2018年9月）

写字楼的主要租户为金融、高科技和专业服务企业，我国优质写字楼供应主要集中在北京、上海、广州、深圳等，在服务业稳步增长的支撑下，一线城市优质写字楼空置率较低，2010年以来保持在15%以下。2017年以来，上海受新增写字楼供给量持续快速增长影响，空置率水平较快增长，2018年9月末，上海优质写字楼空置率水平达到14.70%。二线城市中，优质写字楼空置率水平分化明显，大部分城市存在供大于求的问题，其中南京、宁波、杭州、青岛优质写字楼空置率相对较低，2018年9月末均低于20%，主要系新增供应规模较小所致；重庆、天津、武汉等近年来写字楼供应量快速增加，空置率水平也随之上升，2018年9月末均高于34%。

单位：%

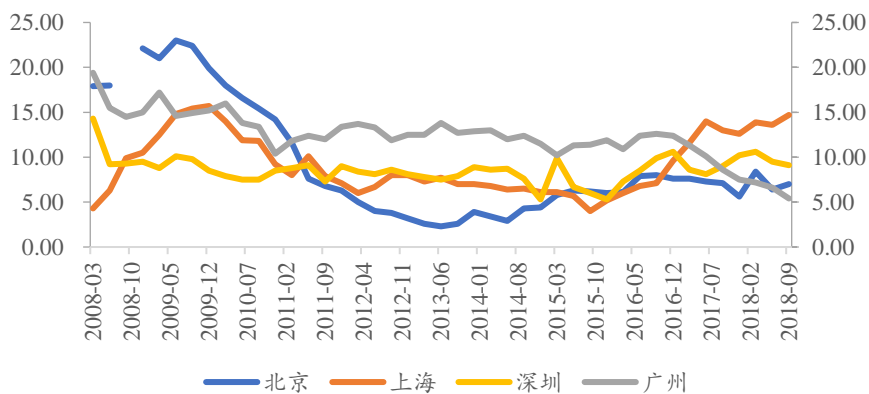


图 10：2008~2018 年一线城市优质写字楼空置率

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理（注：2018 年数据截至 2018 年 9 月）

单位：%

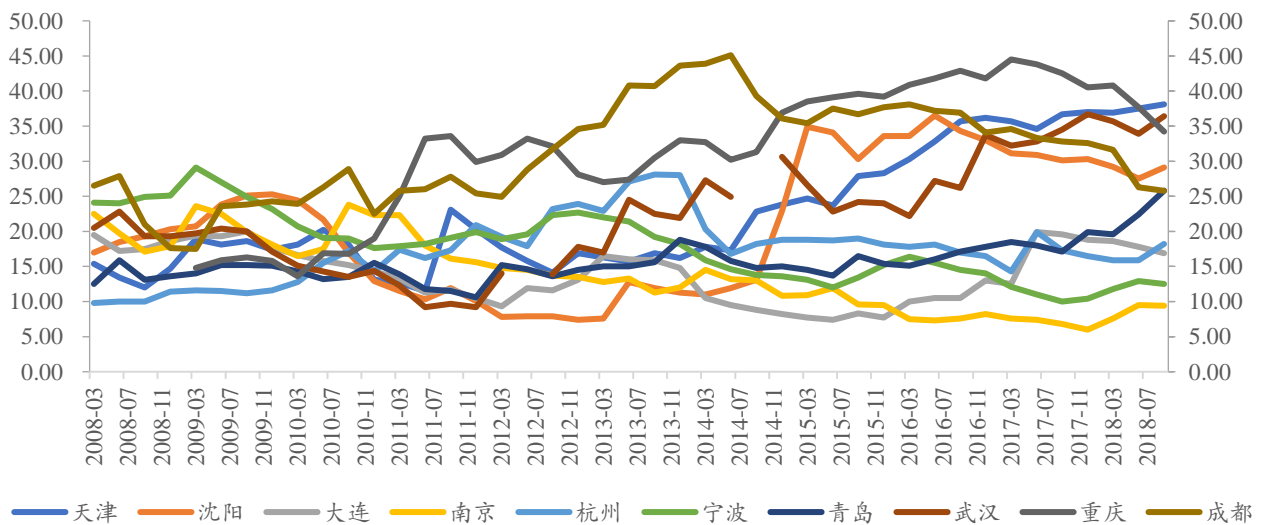


图 11：2008~2018 年部分二线城市优质写字楼空置率

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理（注：2018 年数据截至 2018 年 9 月）

3. 价格水平

商品房销售方面，商业营业用房及写字楼销售均价近十年均呈上升趋势。具体来看，商业营业用房近十年销售均价平稳上升，2008~2018年复合增长率为7.45%。写字楼销售均价则相对波动较大，2014及2017年受到新增写字楼供给量增长影响销售均价下滑明显，分别同比下降9.01%及5.51%；2008~2018年写字楼销售均价复合增长率为5.72%。

单位：万/平方米

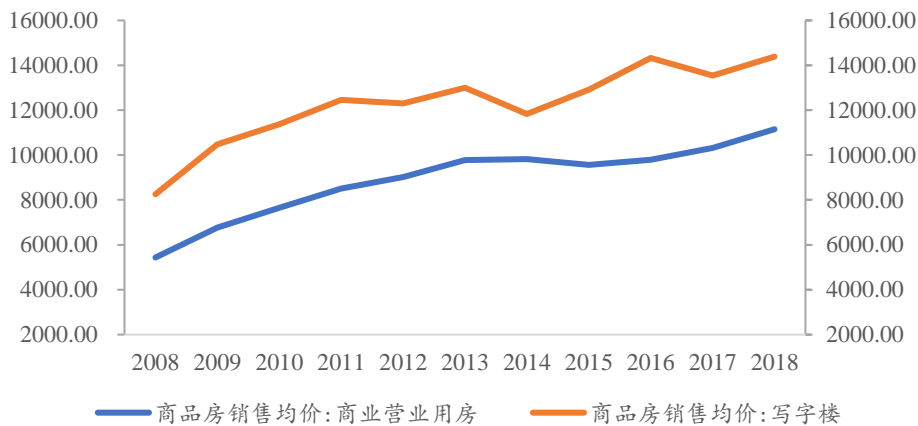


图 12: 2008~2018 年商品房销售均价

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

零售物业方面，2014 年以来受新增物业集中入市及电子商务冲击带来的影响，优质零售物业首层租金均呈下降趋势，且一二线城市租金水平分化程度较弱。一线城市中，北京及上海在 2014 年下半年租金水平出现断崖式下降，相比之下，广州与深圳租金水平下滑平缓，2018 年 9 月底，北京、上海、广州租金水平保持在 36 元/平方米/月左右，而深圳仅为 22.6 元/平方米/月。二线城市租金水平分化明显，其中杭州与宁波租金水平近年来处于领先水平，2018 年 9 月底均为 23.20 元/平方米/月；武汉、成都及重庆租金水平相对较低，2018 年 9 月底均低于 13 元/平方米/月。

单位：元/平方米/月

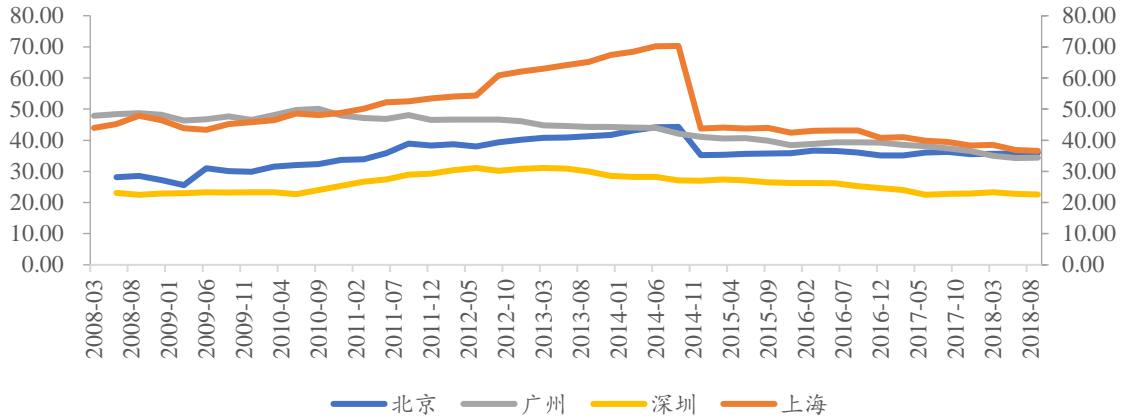


图 13：2008~2018 年一线城市优质零售物业首层租金

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理（注：2018 年数据截至 2018 年 9 月）

单位：元/平方米/月

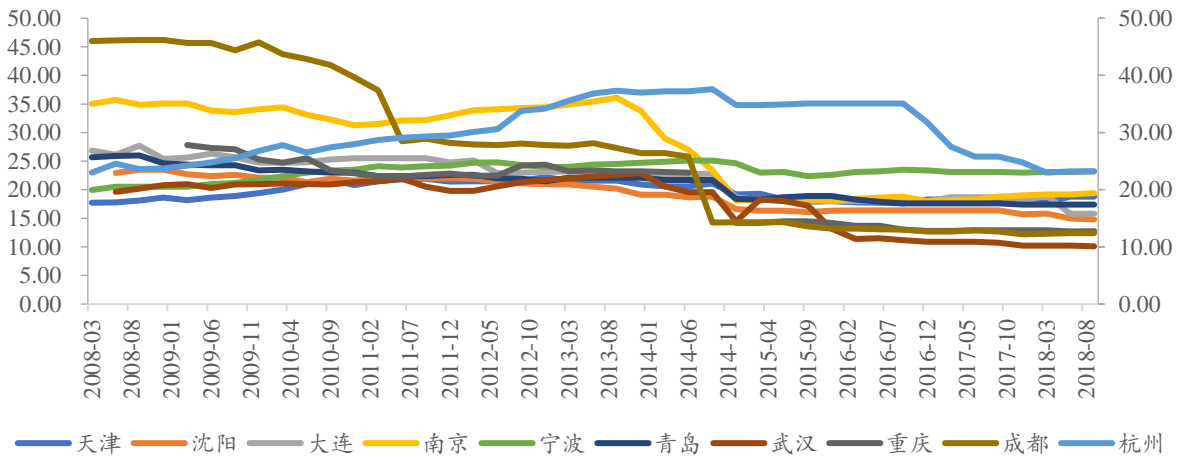


图 14：2008~2018 年部分二线城市优质零售物业首层租金

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理（注：2018 年数据截至 2018 年 9 月）

写字楼方面，各城市租金水平分化更为明显。一线城市中，北京优质写字楼租金水平最高，近五年均在 400 元/平方米/月以上，2018 年 9 月底为 427.20 元/平方米/月；其次分别为上海、深圳、广州，其中广州租金水平上涨最为缓慢。二线城市租金水平低于一线城市，其中以杭州、南京、天津租金水平较高，2018 年 9 月底均高于 120 元/平方米/月；成都受写字楼供给影响租金水平波动较大；宁波租金水平相对较低，2018 年 9 月底仅为 63.30 元/平方米/月。

单位：元/平方米/月

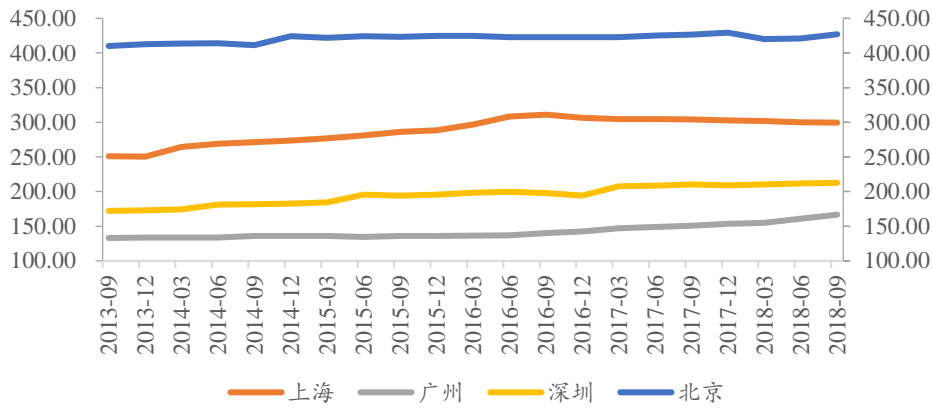


图 15: 2008~2018 年一线城市优质写字楼租金

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理（注：2018 年数据截至 2018 年 9 月）

单位：元/平方米/月

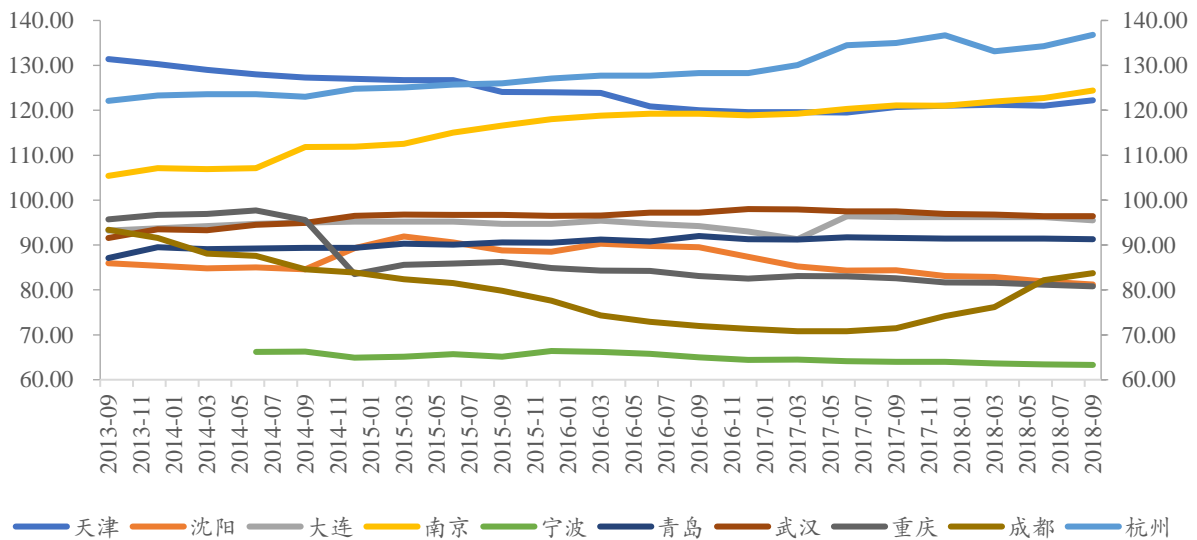


图 16: 2008~2018 年部分二线城市优质写字楼租金

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理（注：2018 年数据截至 2018 年 9 月）

总体看来，在经历了前期的高速投资增长后，2014 年起我国商业地产开发投资额及新开工面积均呈现明显的放缓态势，商业地产进入存量时代，2016 年起商业地产待售面积增速下滑，2018 年以来去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大。部分经济欠发达，居民消费能力不强的二、三线城市供应增长较快，使得供需矛盾更为突出。

二、行业政策

2018年以来，房地产调控政策陆续发布，更加强调住房的居住属性，大力推行租售并举，积极发展租赁住房。商业地产方面，为推进租售并举，全国范围包括上海在内的多个省份正式实施“商改住”政策，有利于商办用房的开发。同时，中央逐步加强房地产金融监管，商业地产企业面临较大的融资压力。

表 1：2018 年以来房地产相关部分政策汇总

日期	重要事件	关键内容
2018/1/12	银监会出台《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	在工作要点中提出整治违反房地产行业政策的行为，包括：1.直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资，或以自身信用提供支持或通道；2.向“四证”不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资。
2018/2/5	2018 年中国人民银行工作会议	提出完善住房金融体系，建立健全住房租赁金融支持体系，继续实施“分城施策”差异化住房信贷政策。
2018/4/25	中国证监会、住房城市建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	明确了开展住房租赁资产证券化的基本条件，明确了优先和重点支持领域。
2018/10/11	国务院办公厅关于印发《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020 年）》的通知	大力发展租房租赁市场；加快建设政府主导的住房租赁管理服务平台。建立健全房地产信息发布机制，加强舆论引导，稳定市场预期。

资料来源：公开信息，远东资信整理

三、行业关注 / 行业竞争

（一）行业关注

目前，国内商业地产行业整体仍呈现供给过剩的局面，商业地产库存规模仍大。截至 2018 年末，全国待售商办用房合计 1.74 亿平方米，其中商业营业用房 1.38 亿平方米，写字楼 0.36 亿平方米，商办用房整体存量规模大。

其次，宏观调控持续，融资渠道收紧，房企融资分化。自 2016 年四季度房地产调控政策升级以来，房企融资渠道明显收紧，银行贷款、债券融资、非标产品及股权融资等融资工具均受到不同程度监管。2018 年除了地产公司债的审批速度有所加快外，其他地产企业融资的渠道并没有明显放松，且公司债审批的提速主要是为了覆盖已经以及即将来临的到期高峰，使企业能够借新还旧，免于爆发行业偿债风险。近期监管出台了一系列政策来化解信用风险，尤其是针对债务风险较高的民营企业，但这些纾困政策多次严明禁止投向包括房地产在内的限制行业。房企总体融资难度大，融资成本上升。在此背景下，规模房企受影响较小，而中小低评级房企融资压力加剧，流动性压力增加，信用风险上升。

再次，投资回报期长，运营管理人才短缺。由于商业地产物业多分布在土地获取价格高、相关补偿配套均较高的区域中心，其投资回收期便成为开发商重点关注的问题，假若市场表现不及预期，项目中途搁置的风险较大且投资回收期将继续延长；若项目顺利建成，在租售结合与只租不售的模式下，后续的运营管理将成为项目能否取得成功的关键，开发商的经营管理能力至关重要。例如，在2017年年中，华润置地已经大幅调整了内部的组织架构，将其对商业地产的重心从开发转向了运营，但由于本土商业地产行业发展时间较短且成熟度不高，运营管理方面的人才仍处于短缺状态。

最后，外部电商冲击，商业地产面临挑战。近年来随着电子商务迅速发展，传统的实体商业受到了一定的冲击，对出租率与租金水平均产生了较大的影响。根据电子商务研究中心监测数据显示，2018年上半年国内网络零售市场规模达40810亿元，同比增长30.1%，占社会消费品零售总额的22.7%，较2017年全年的19.6%提高了3.1个百分点，网购用户规模达5.69亿人，同比增长10.2%。相比之下，传统零售行业增长缓慢且不稳定，2018年7月全国百家重点大型零售企业零售额同比下降2.0%，增速低于上年同期5.7个百分点。且自2017年开始，互联网巨头大举收购线下商业，包括阿里收购高鑫零售、腾讯入股永辉超级物种，电商的迅速发展给商业地产的运营提出了更高的要求。

（二）行业竞争

我国目前商业地产行业市场参与者众多，包括本土开发商、外资开发商及港资开发商，其中本土开发商多由住宅地产开发商转型而成。由于业务构成与布局范围不同，市场参与者存在明显的规模分化。业务构成分为商业与住宅地产并举、主要经营商业地产及主要住宅地产兼营商业地产；布局范围方面则分为全国型与区域型。商业地产行业集中度较高，规模效应显著，龙头企业竞争优势愈加明显。根据亿翰智库发布的“2018年中国房企商业物业价值TOP100”，TOP商业价值集中度虽较2017年有所下滑，但仍达到40%，集中度仍较高。同时本土开发商面临着外资及港资成熟开发商带来的压力。

表 2：2018 年中国商业物业价值 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	中粮集团有限公司
4	恒隆地产有限公司
5	新鸿基地产发展有限公司
6	绿地控股集团股份有限公司
7	九龙仓集团有限公司
8	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司
9	凯德置地（中国）投资有限公司
10	上海红星美凯龙商业管理股份有限公司

资料来源：亿翰智库，远东资信整理

商业地产价值取决于区域经济发展水平、人口结构、物业具体位置及运营方案等，因此拥有地理位置优越的土地储备、丰富的商业地产运营经验、资金实力雄厚以及经营模式选择合理的房地产抗风险能力更强。综合来看，大型地产企业资源获得能力强，竞争优势明显。

四、行业内发债企业信用分析

（一）发债企业统计情况

本文对市场上存续债券的 25 家本土发行主体进行信用分析，其中 AAA 级主体 13 家，AA⁺级主体 4 家，AA 级主体 6 家，AA⁻级主体 1 家，C 级主体 1 家（见图 17）。2018 年，行业内有两家发债主体级别发生变动，分别为中粮置业投资有限公司和中弘控股股份有限公司，其中鉴于中粮置业股东背景雄厚、资产质量优质、财务结构保持稳健，中诚信证券评估将中粮置业主体信用等级从 AA⁺级调升至 AAA 级；鉴于中弘控股已发生实质性违约，大公国际将中弘控股主体信用等级调为 C 级。除中弘控股评级展望为负面，其余 24 家发债主体评级展望均为稳定。25 家发债主体的存续债券（含 ABS）中，2019~2021 年到期的金额分别为 257.15 亿元、607.95 元及 920.10 亿元，相较于住宅地产，商业地产债务负担相对较轻，2020 及 2021 年到期债务压力较大。

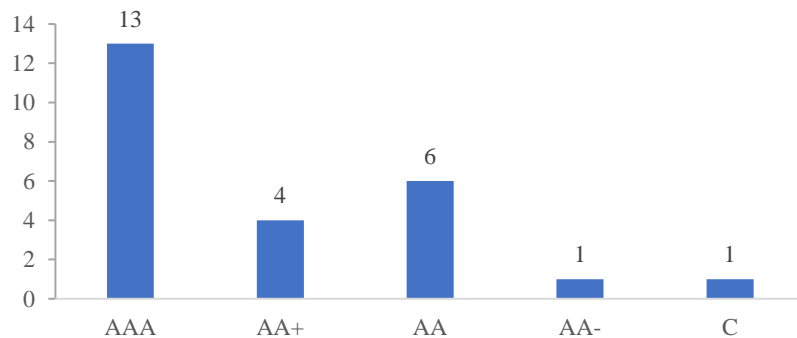


图 17：25 家本土发债主体信用等级分布

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）发债企业财务数据及指标分析

1. 盈利能力

2018 年我国商业地产行业整体收入增速有所放缓。从披露了三季报数据的 9 家企业¹来看，2018 年前三季度，9 家企业实现营业收入 1011.07 亿元，同比减少 23.20%，而 2017 年前三季度的同比增速为 46.42%；9 家企业实现净利润 304.93 亿元，同比增加 62.22%，2017 年前三季度同期数据为 -6.92%。

¹ 9 家企业为阳光新业、美凯龙、中弘股份、金融街、上海长峰、华鑫置业集团、万达商业、中国国贸及外滩投资集团。

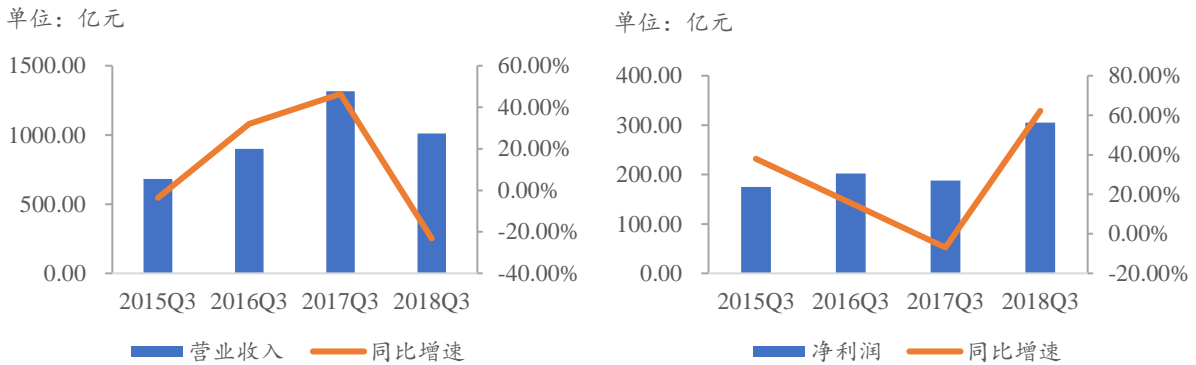


图 18：商业房地产行业部分发债企业营业收入及净利润情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2018 年前三季度商业房地产行业部分发债企业整体算术平均销售毛利率为 52.37%，较上年同期上升 5.01 个百分点，算术平均销售净利率为 3.85%，较上年同期的 29.36% 大幅下降，主要系期间费用同比上升挤占了企业盈利空间所致。2018 年前三季度，商业地产企业的期间费用率为 45.60%，同比上升 9.30 个百分点。商业地产企业的期间费用中，财务费用占比最高，主要是融资借款利息支出，近三年商业地产企业融资成本持续上涨；管理费用主要系职工薪酬支出；商业地产企业不需要大量投入广告及宣传费用，销售费用占比最低，主要为业务接待费用。2018 年前三季度商业房地产行业算术平均财务费用率 24.44%，管理费用率 15.98%，同比分别上升 6.04 个百分点及 2.43 个百分点。

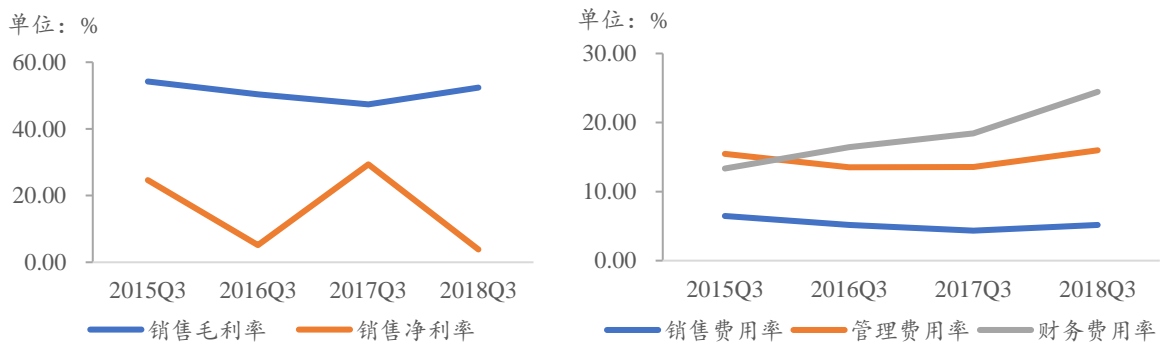


图 19：商业房地产行业盈利指标及期间费用²情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

此外，近年来商业房地产行业部分发债企业营业收入与净利润变动方向不一致还受到营业成本、税金及附加与资产减值损失³的影响，其中营业成本影响较大。2018 年前三季度，商业房地产行业部分发债企业营业成本为 470.92 亿

²销售费用率=销售费用/营业总收入，管理费用率=管理费用/营业总收入，财务费用率=财务费用/营业总收入。

元，同比减少 36.98%；税金及附加为 88.55 亿元，同比减少 34.98%；资产减值损失为 12.73，同比减少 91.08%；三者合计同比增速为减少 44.24%，较上年同期的 74.82% 大幅下降。2017 年前三季度资产减值损失显著增加主要系万达商业资产减值损失增加所致。

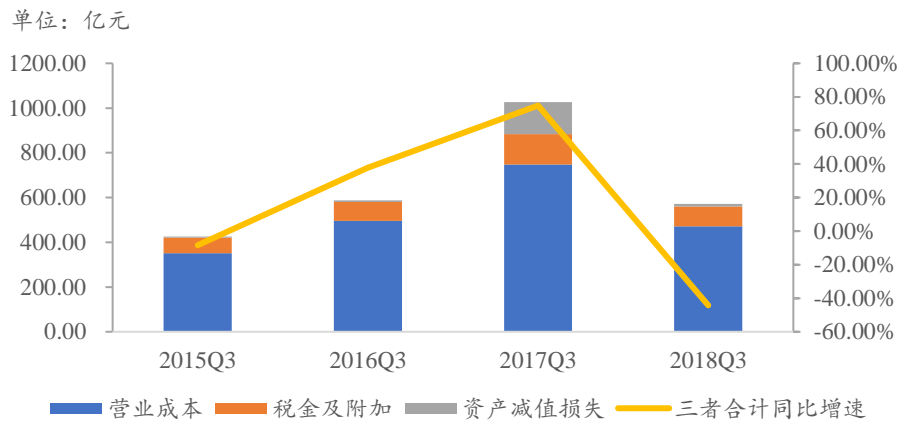


图 20：商业地产行业利润指标分析

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 现金流

经营活动现金流方面，商业地产企业净流入的现金大幅减少，从披露了三季报数据的 9 家企业来看，9 家企业 2018 年前三季度经营现金净流入 49.00 亿元，净流入同比减少 70.46%。投资活动现金流方面，2017 年大连万达处置其文旅项目等子公司收到现金 197.38 亿元，而 2018 年同类活动大幅减少，致使 9 家企业 2018 年前三季度投资活动现金净流出 463.70 亿元，较 2017 年前三季度的净流出增多 212.26 亿元。2016 年以后，受到政策调控影响，商业地产企业融资难度增大，9 家企业 2018 年前三季度筹资性现金净流除为 85.08 亿元，同比大幅减少 142.57%。

³资产减值损失数据仅为万达商业、金融街、中弘股份三家企业数据。

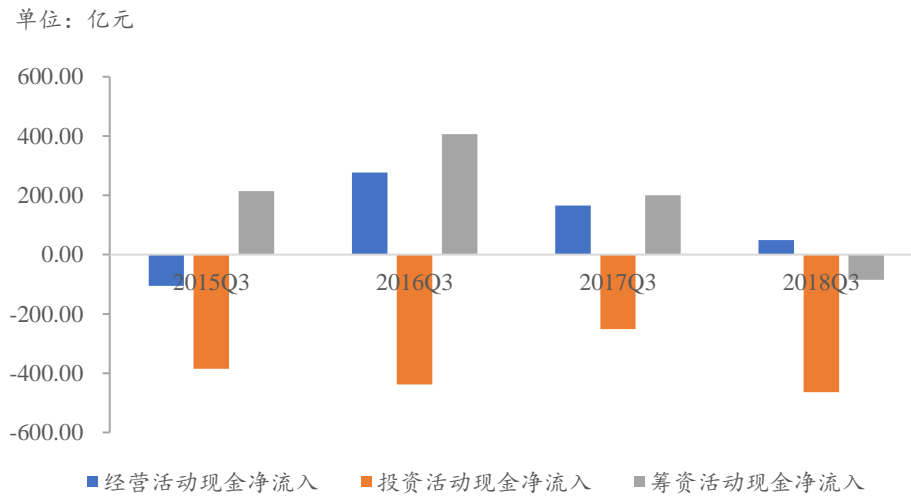


图 21：商业地产企业现金流情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3. 资本结构及偿债能力

2018 年三季度末，9 家发债企业整体的资产负债率为 61.54%，同比增加 3.38 个百分点。

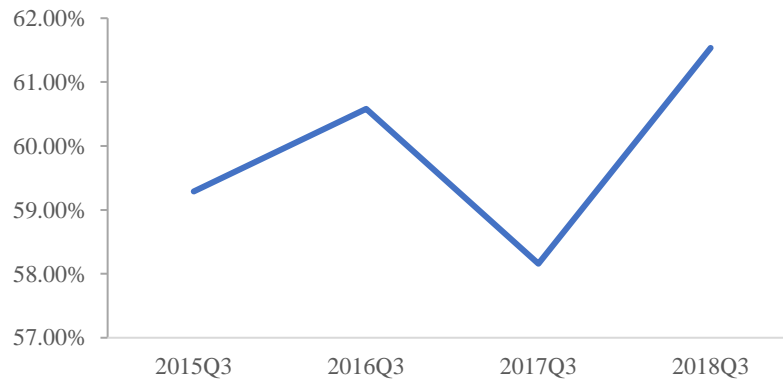


图 22：商业地产企业资产负债率

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

短期偿债能力方面，6 家⁴企业 2015~2017 年整体经营性净现金流/利息支出分别为 1.25 倍、3.22 倍及 1.18 倍，波动明显，但经营性净现金流能够覆盖利息支出；整体现金类资产/短期债务分别为 1.49 倍、3.07 倍及 4.48 倍，逐年增长，样本企业现金类资产对短期债务的保障能力有所增强。

⁴根据数据可得性，在 9 家企业中选取美凯龙、金融街、华鑫置业集团、万达商业、中国国贸及外滩投资集团 6 家企业进行分析。

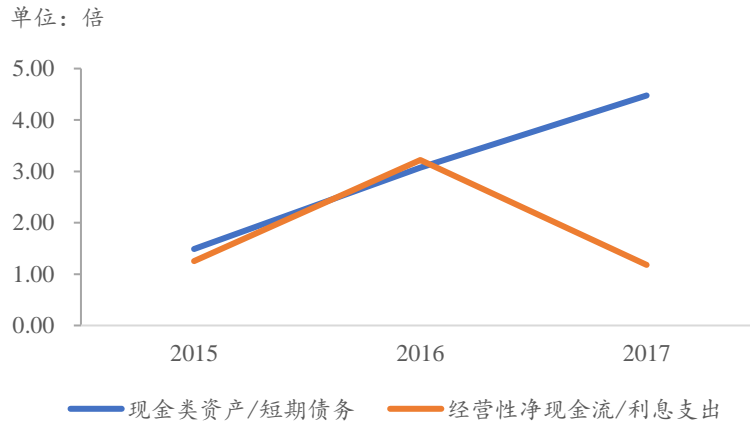


图 23：6 家商业地产企业偿债能力情况

资料来源：远东资信根据公开资料整理

长期偿债能力方面，2015~2017 年末 9 家商业地产企业有息债务/EBITDA 分别为 9.27 倍、4.48 倍及 1.67 倍，近三年来持续好转，EBITDA 对债务保障能力逐渐增强。另外，由于商业地产企业债务偿付对债务滚动的依赖度较高，所以需要关注其再融资能力，本文选取 9 家企业中的 4 家⁵进行分析。4 家企业 2015~2017 年的合计投资性房地产抵押比率分别为 24.19%、72.25%及 76.07%，逐年上升，且近两年抵押比率均出于 72% 以上的较高水平；整体受限资产/总资产分别为 46.02%、41.50%及 44.18%，近年来相对稳定。

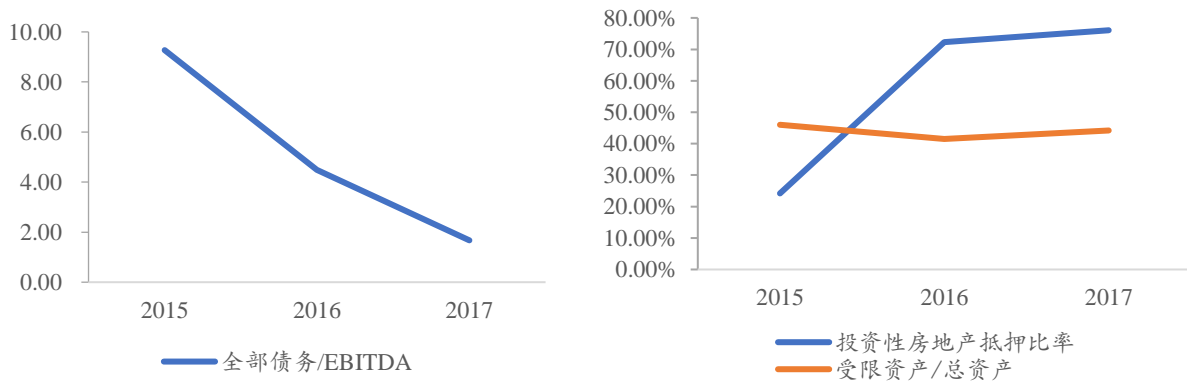


图 24：商业地产企业偿债能力情况

资料来源：远东资信根据公开资料整理

⁵由于数据可得性，本文在 9 家企业中选取美凯龙、华鑫置业集团、万达商业及中国国贸 4 家企业进行分析。

（三）部分发债企业信用分析

1. 经营风险分析

商业地产经营存在其自身特点，总体上可以从规模优势、运营质量、物业储备三个方面对企业进行经营风险的全面分析，其中运营质量需要重点关注，因商业地产开发完成后的物业运营是其能否发展壮大核心竞争力。具体来看，规模优势一般包括物业租金收入、可出租面积及分布区域、品牌影响力、市场地位等指标；运营质量可以通过业态构成、出租率、租金水平、投资回收期等指标进行衡量；物业储备则包括未来投资物业分布及规模、预期收入增长规模、投资支出压力等，从而考虑其对企业长期发展的影响。

以下选取六家发债企业进行经营状况分析：

表 3：样本企业 2017 年经营状况分析

经营指标	万达商业	大悦城	深圳卓越 ⁶	宝龙实业	上海帝泰	华鑫置业
发行主体公开市场级别	AAA	AAA	AA ⁺	AA ⁺	AA	AA
经营模式	开发+运营	开发+运营	开发+运营	开发+运营	以运营为主	开发+运营
主要业态	商业、 写字楼、 soho、 住宅	商业、 写字楼、 酒店	商业、 工业、 住宅、 写字楼、 酒店	商业、 酒店、 写字楼	商业、 写字楼	写字楼、 沿街商铺、 文教中心
区域布局	全国性	一、二线城市	一线城市	全国性	一线城市为主	一、二线城市
租金收入（亿元）	299.23	23.36	6.40	8.29	6.72	2.24
可出租面积（万平方米）	2392.19	63.27	24.95	215.08	11.14	9.09
出租率（%）	99.95	95.00	94.36	85.18	97.36	99.45
租金水平（元/平方米/月）	104.29	127.77	226.53	37.71	495.18	81.46
租赁收入占比（%）	22.07	20.04	6.13	8.75	71.11	23.91

资料来源：远东资信根据公开资料整理

业务构成方面，六家样本企业中，除上海帝泰以商业地产运营为主外，其他企业均以“开发+运营”模式布局，上海帝泰租赁收入占营业收入比重为 71.11%，比重较大。样本企业之间 2017 年租赁收入存在很大差异，其中万达商业租赁收入接近 300 亿元。区域布局与可出租面积方面，万达商业和宝龙实业为全国性布局，可出租面积相对较多；大悦城及华鑫置业主要布局一线及二线城市，但华鑫置业可出租面积相对较小；深圳卓越及上海帝泰物业均位于一线城市，由于其自持物业地理位置优越，租金水平相对较高，其中上海帝泰核心业务为正广广场的运营与管理，深圳卓越开发及持有的大部分物业位于深圳各 CBD 核心区域。出租率方面，样本企业出租率均较高。

⁶卓越大融城项目在免租期，尚未产生租金收入，故未包含在样本数据中。

2. 财务风险分析

财务处理的不同，将对商业地产企业的财务表现产生较大的影响。商业地产物业账面价值大，商业地产企业大多将其拥有的以赚取租金为目的的房地产计入投资性房地产或固定资产科目，而投资性房地产科目又可以选择采用成本法或公允价值法计量，不同的计量方法会对企业的资产质量、资产负债率、毛利率产生影响。采用公允价值法计量，由于评估价值上升且无需计提折旧，可能造成企业资产负债率低估、毛利率水平高估的情况，同时需关注其公允价值变动损益对其利润贡献的稳定性。

相较于住宅地产，通常在一定时间内商业地产下游需求相对稳定，因此在企业没有大规模扩张的前提下，其收入及现金流相对稳定，需关注其毛利率水平及公允价值变动损益的稳定性。另外，运营过程中发生的各种成本及推广费用等会通过影响管理费用及销售费用进而影响期间费用率，因此商业地产企业普遍具有较高的期间费用率，对期间费用的控制能力可以反应企业运营质量的情况。

房地产行业系资金密集行业，债务负担重，资本结构体现了企业财务政策的稳健程度。另外，还需了解企业在建项目及未来拟建项目的规模和资金安排，把握其投融资节奏的匹配度。商业地产投资规模大，投资回收期长，因此企业债务偿付对债务滚动的依赖度高，通常通过核心资产抵押来获取融资，其融资能力的高低可以通过投资性房地产或固定资产的受限比率，即租赁物业抵押率得到反映。

以下对前述六家样本企业进行财务分析：

表 4：样本企业 2017 年财务状况分析

单位：亿元

项目	万达商业	大悦城	深圳卓越	宝龙实业	上海帝泰	华鑫置业
公开市场信用评级	AAA	AAA	AA+	AA+	AA	AA
商业地产物业价值计量方式			公允价值模式			成本模式
财务数据						
资产总额	6891.05	863.71	1203.62	694.20	143.15	66.32
投资性房地产	3790.03	542.68	558.98	303.20	105.42	6.53
所有者权益	2428.52	424.73	423.22	303.20	83.71	38.72
全部债务	2132.36	216.84	433.96	182.12	38.39	10.68
营业收入	1355.67	116.58	104.41	94.78	9.45	12.33
利润总额	337.88	41.05	278.79	43.38	11.22	2.81
经营性净现金流	255.84	33.38	22.12	20.09	7.22	11.60
财务指标						
租赁毛利率	78.71%	71.63%	79.74%	85.45%	100.00%	41.51%
期间费用率	14.55%	20.09%	13.81%	10.96%	39.68%	20.29%
资产负债率	64.76%	50.82%	77.88%	56.32%	41.52%	41.61%
公允价值变动损益/利润总额	56.53%	26.82%	82.96%	26.82%	59.45%	-
现金类资产/短期债务	4.31	3.38	0.56	2.27	0.06	7.83
经营性净现金流/利息支出	2.10	3.36	0.67	2.70	5.01	14.50
全部债务/EBITDA	4.72	5.24	1.51	3.87	2.99	2.52
投资性房地产抵押比率	76.21%	73.64%	78.21%	32.79%	10.28%	64.93%
受限资产/总资产	44.06%	58.05%	28.56%	24.62%	71.62%	9.68%

资料来源：远东资信根据公开资料整理

资本结构方面，样本企业的资产负债率分布在 40%~65%之间，其中深圳卓越及万达商业占比较高，且其中万达商业的有息债务比例较高，债务负担相对更重。资产质量方面，样本企业中除华鑫置业投资性房地产占比不高且采用成本模式计量外，其他五家均具有较高比例的投资性房地产，并均采用公允价值模式计量；受限资产方面，上海帝泰、大悦城及万达商业受限资产占总资产比重较高，深圳卓越、万达商业及大悦城投资性房地产进行抵押比率均在 70%以上，占比较高，符合房地产开发企业特征。盈利方面，样本企业租赁毛利率较高，期间费用率差异较大，上海帝泰期间费用率较高；投资性房地产公允价值变动方面，大悦城及宝龙实业该项指标对利润的贡献相对较少。

五、行业信用展望

总体来看，我国商业地产整体呈现供给过剩的局势，虽然投资增速放缓，供应过剩的局面有所改善，但库存压力仍较大，预计 2019 年我国商业地产投资放缓态势仍将延续。从需求端来看，随着我国经济的平稳增长与经济结构的不断优化，消费对我国经济增长的拉动作用进一步增强，商业地产行业仍有较好的需求支撑，较之住宅地产其行业景气度相对平稳。但商业地产行业仍面临内部竞争激烈、运营管理经验欠缺、外部电商冲击等挑战。在此背景下，规模房企对资源的获取能力强，竞争优势明显，商业地产房企强弱分化态势延续。

从目前的融资政策看，房地产调控政策短期内仍较难放松，房地产企业融资压力仍然较大，中小房企信用风险上升。在传统融资渠道受限的背景下，以优质商业项目为依托的资产证券化产品越来越活跃，有助于缓解其资金压力。

综合考虑，远东资信对 2019 年商业地产行业的信用展望为稳定。

【作者简介】

高旋，中国人民大学经济学硕士，CPA，结构融资评级部助理分析师。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座
11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。