

作者：陈乙歌

邮箱：research@fecr.com.cn

商业地产行业信用展望

商业地产行业的信用展望为稳定。该展望体现了远东资信对中国商业地产行业未来12个月基本信用状况的预期。

观点摘要

我们对商业地产行业的展望为稳定，这一结论是基于我们对消费市场平稳增长的预期以及该行业财务指标的稳定。

消费市场的平稳增长，加之商业地产存量的不断消化支撑了我们对商业地产行业未来12个月信用状况的稳定展望。经过多年发展，我国商业地产进入存量消化阶段。2019年一季度，除了办公楼施工面积和新开工面积同比增加外，投资开发额、竣工面积均同比减少，商业地产供给趋紧。需求方面，受电商的持续冲击和前期新增供应量的叠加，2019年一季度，我国商业地产销售面积和销售金额均同比下降，需求减少。2019年一季度，我国商业地产待售存量较2018年有所减少，供求矛盾有所缓解。

为了提高商业地产吸引力，加快商业地产去化速度，商业地产积极寻求差异化竞争优势。2019年一季度，北京、成都等地相继出台了一系列优惠支持政策，大力培育“首店经济”，通过差异化发展，提高商业地产的竞争力。

同时，我们也关注到商业地产发展的地区性差异较大。我国一线城市商业地产存量较为饱和，增量空间有限；部分经济欠发达、居民消费能力不强的城市商业地产供应增长过快，区域性风险快速积聚。另外，随着居民消费升级，对商业地产的运营管理能力也提出更高的要求。如何构建合理、平衡的商户组合，如何及时根据消费者的需求、习惯变化而做出相应调整是物业运营者所面临的一大挑战。

2019年我国商业地产仍处于调整期，越来越多的商业地产企业通过不断挖掘消费潜力、培育消费热点来提高自身竞争优势，行业优胜劣汰将更加明显，行业整体信用质量有望维持稳定。

Author: Chen Yige

E-mail: research@fecr.com.cn

Commercial Real Estate Industry Outlook

Our outlook for commercial real estate is stable. This outlook expresses Fareast Credit's expectations for the fundamental credit conditions in commercial real estate of China over the next 12 months.

Summary of Opinions

Our outlook for commercial real estate is stable and the conclusion is based on our expectation of steady growth of the consumer markets and the stability of financial indicators of the industry.

The steady growth of consumer markets, coupled with the continuous inventory reduction of the commercial real estate, supports our stable outlook for the credit conditions of the industry over the next 12 months. After years of development, China's commercial real estate industry has entered the stage of inventory reduction. In the first quarter of 2019, in addition to the year-on-year increase in the floor space of office buildings under construction and office buildings started, the investment amount in development and floor space completed decreased year-on-year, and commercial real estate supply tightened. On the demand side, due to the continuous impact of e-commerce and the superposition of new supply in the previous period, in the first quarter of 2019, floor space sold and sales amount of China's commercial real estate decreased year-on-year, and demand decreased during the same period. In the first quarter of 2019, the inventories of commercial real estate for sale in China decreased compared with 2018, and the contradiction between supply and demand eased.

In order to increase the attractiveness of commercial real estate and speed up the inventory reduction of commercial real estate, commercial real estate developers actively seek differentiated competitive advantages. In the first quarter of 2019, Beijing, Chengdu and other places successively issued a series of preferential support policies, and vigorously cultivated the "first store economy" and improved the competitiveness of commercial real estate through differentiated development.

At the same time, we are also concerned about the regional differences in the development of commercial real estate. The inventories of commercial real estate in China's first-tier cities are relatively saturated, and the potential for incremental development is limited. Some cities with underdeveloped economy and weak consumer consumption have experienced rapid growth in commercial real estate supply, and regional risks have accumulated rapidly. In addition, with the upgrading of household consumption, higher requirements are placed on the operational management capabilities of commercial real estate. How to construct a reasonable and balanced customer portfolio, and how to adjust according to the needs of consumers and changes in habits in a timely manner, is a major challenge for property operators.

In 2019, China's commercial real estate industry is still in a period of adjustment. More and more commercial real estate enterprises will improve their competitive advantages by continuously tapping consumption potential and cultivating consumption hotspots. The trend of the industry's survival of the fittest will become more apparent, and the overall credit quality of the industry is expected to remain stable.

一、行业近期运行概况

我国商业地产行业结构性失衡情况已凸显，主要表现为商业地产开发体量规模过大、过快，加之电商的冲击和消费乏力引发的商铺需求不旺、租金下降以及空铺现象，使得该行业存在较严重的“去库存”问题。现阶段我国商业地产市场步入调整期，市场主要以库存去化为主

消费对商业地产起着较大的导向作用。据国家统计局公布的数据显示，2019年一季度我国社会消费品零售总额达97790亿元，同比名义增长8.3%。其中，全国网上零售额22379亿元，同比增长30.7%，网络零售占零售总额的比重达18.2%。我国网络零售市场交易规模自2009年开始，每年增长率均保持在高位。电商的快速发展给商业地产带来了一定的冲击。

➤ 市场供给方面

2019年外部环境复杂叠加国内经济下行压力加大，一季度我国商业营业用房完成开发投资2471.84亿元，同比下降9.90%，办公楼完成开发投资1161.78亿元，同比下降2.60%。

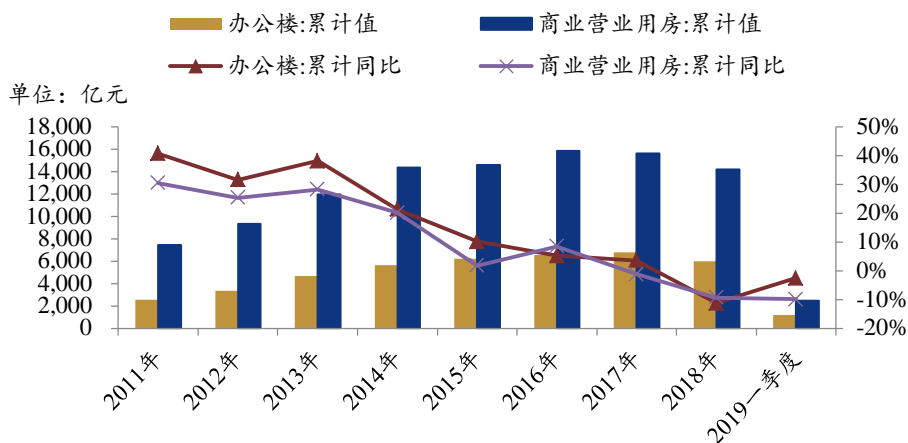


图1：近年来我国商业地产开发投资完成额及增速情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

土地供应方面，2019年一季度，我国100大中城市，商服用地供应数量为458宗，同比下降2.55%，供应土地占地面积1242.16万平方米，同比减少10.54%，供应土地规划挂牌均价2628.92元/平方米，同比增长1.16%。

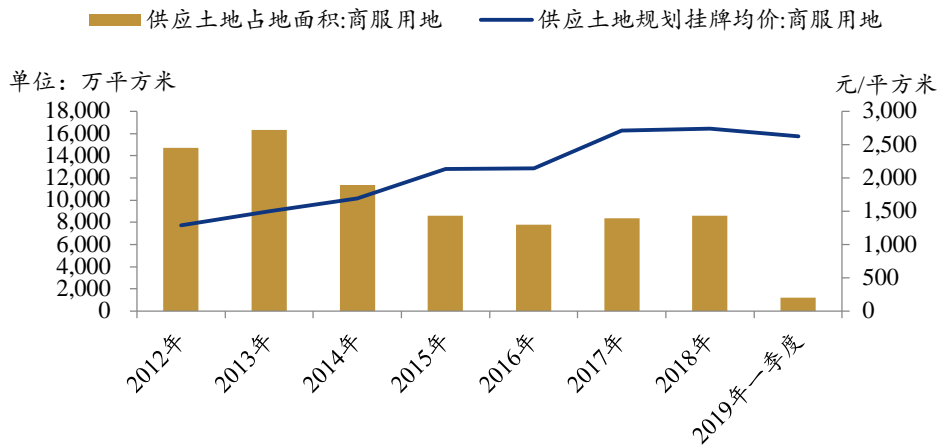


图2：近年来我国100大中城市供应土地占地面积及挂牌均价

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019年一季度，我国商业营业用房施工面积为84969.07万平方米，同比下降1.80%，办公楼施工面积为31277.54万平方米，同比增长1.40%。

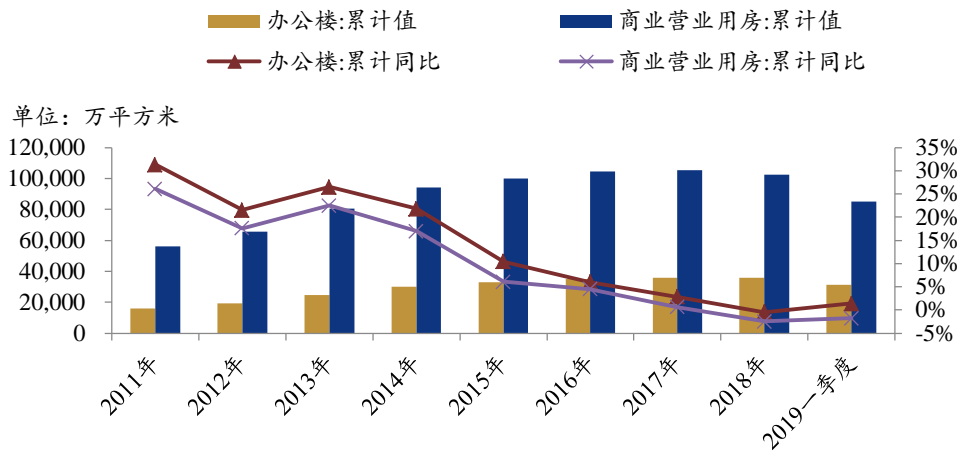


图3：近年来我国商业地产施工面积及增速情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

新开工面积方面，2019年一季度，我国商业营业用房新开工面积为3360.63万平方米，同比下降2.30%，办公楼新开工面积为1301.93万平方米，同比增长17.80%。

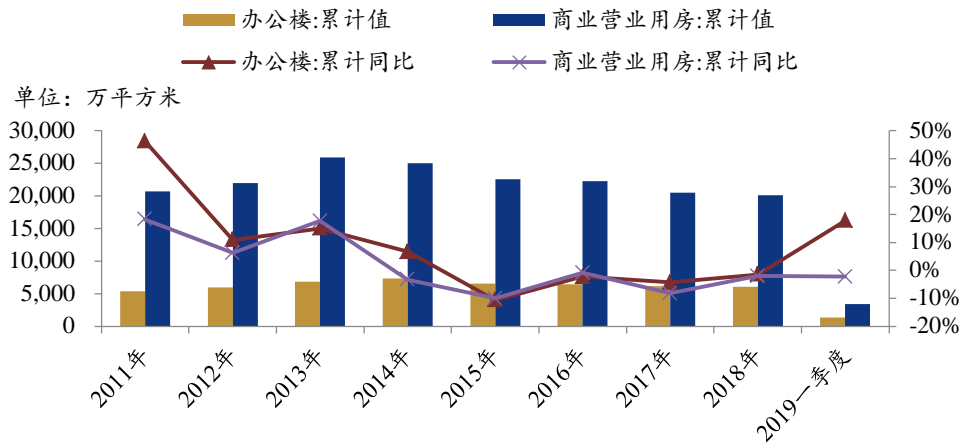


图4：近年来我国商业地产新开工面积及增速情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

竣工面积方面，2019年一季度，我国商业营业用房竣工面积为2270.70万平方米，同比下降15.10%，办公楼竣工面积为650.87万平方米，同比减少30.80%。总的来看，2019年一季度，除了办公楼施工面积和新开工面积同比增加外，其余均同比减少，商业地产供给方面趋紧。

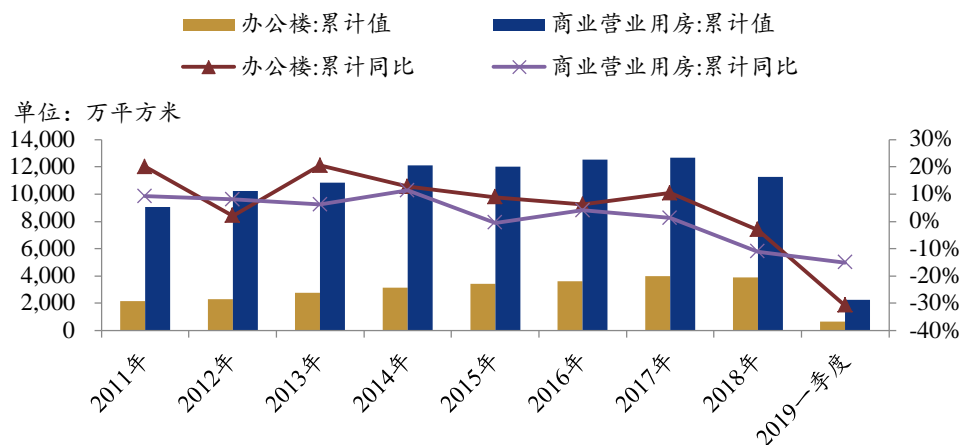


图5：近年来我国商业地产竣工面积及增速情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

➤ 市场需求方面

土地成交方面，2019年一季度，我国100大中城市，商服用地成交数量为440宗，同比下降15.87%，供应土地占地面积1167.29万平方米，同比减少29.26%，成交土地总价720.59亿元，同比下降36.00%。

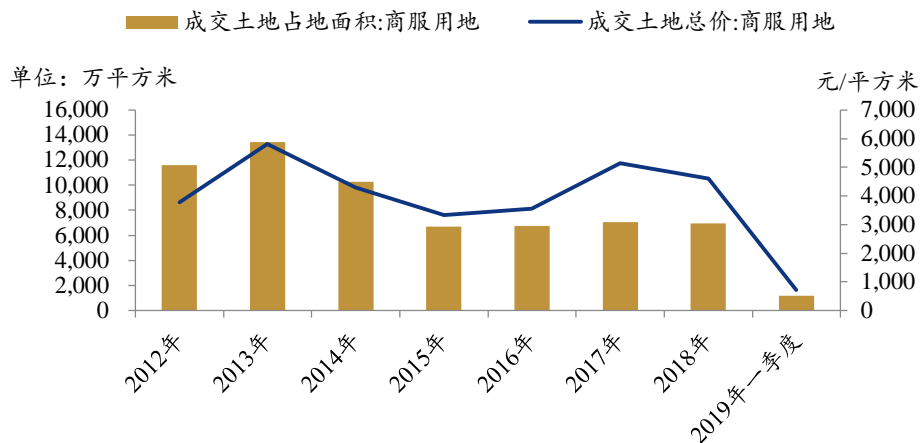


图6：近年来我国100大中城市成交土地占地面积及成交土地总价

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从销售方面来看，2019年第一季度，我国商业营业用房销售面积和销售金额分别为1881.34万平方米和2150.50亿元，同比分别下降6.90%和2.60%；办公楼销售面积和销售金额分别为670.71万平方米和960.42亿元，同比减少11.10%和13.00%。

2019年第一季度，我国办公楼和商业营业用房销售面积和销售额均同比下降，商业地产市场需求量减少。

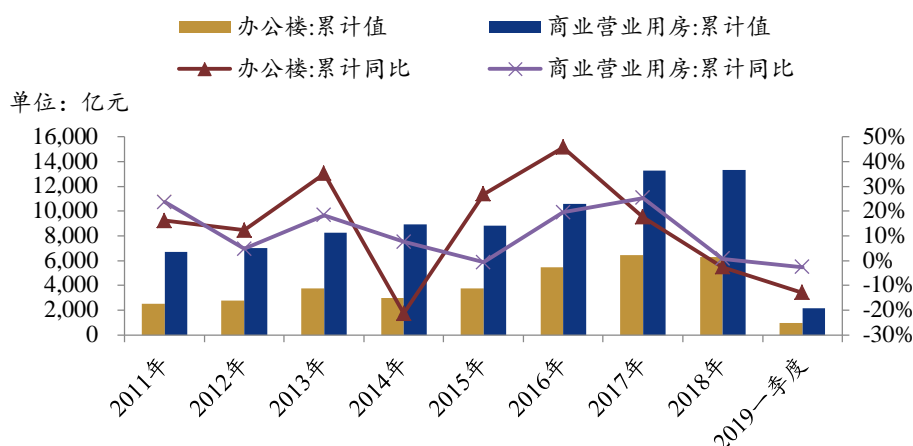


图7：近年来我国商业地产销售额及增速情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

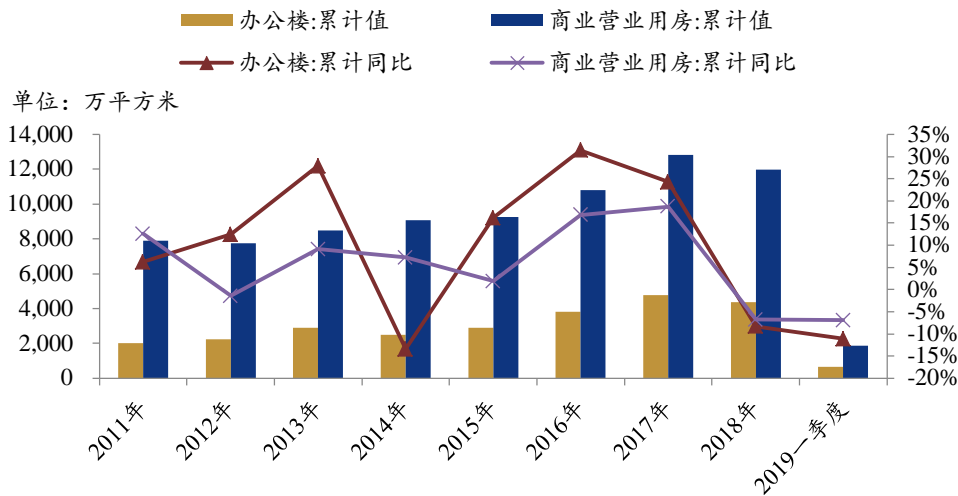


图8：近年来我国商业地产销售面积及增速情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

► 待售存量方面

2019年一季度，我国商业营业用房待售面积为13412.00万平方米，同比减少8.30%；办公楼待售面积3650.00万平方米，同比增加0.40%。2019年一季度我国商业地产待售存量较2018年减少371.00万平方米，商业地产仍处于存量消化阶段。

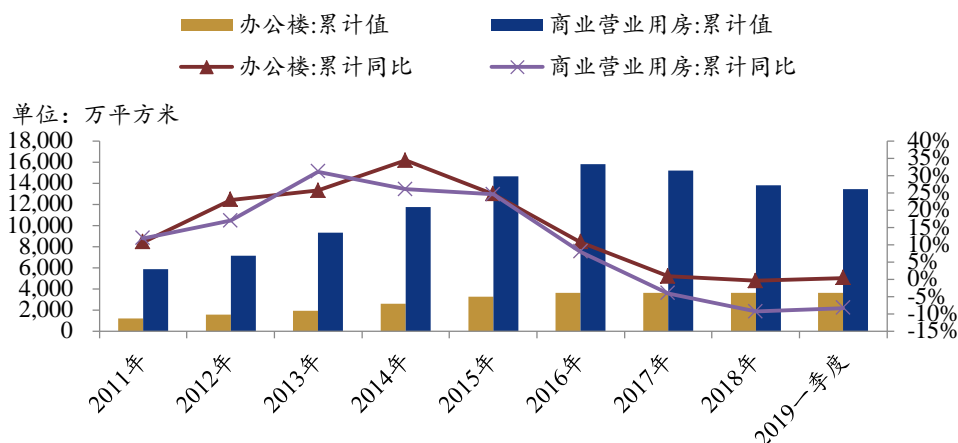


图9：近年来我国商业地产待售面积及同比变化情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

➤ 空置率及租金情况

近年来，受经济增长速度放缓的影响，以及办公楼市场持续新增供应的叠加，我国办公楼需求下滑。2019年一季度，我国14个主要城市写字楼平均空置率突破20%，其中6个城市办公楼空置率环比上升。从城市级别来看，我国一线城市办公楼空置率基本均处在较低水平，2019年一季度平均空置率约为10%，其中，广州最低，为5.1%；北京其次，为8.1%；二线城市中，武汉和青岛办公楼空置率创新高；南京办公楼空置率较低，为10.1%。

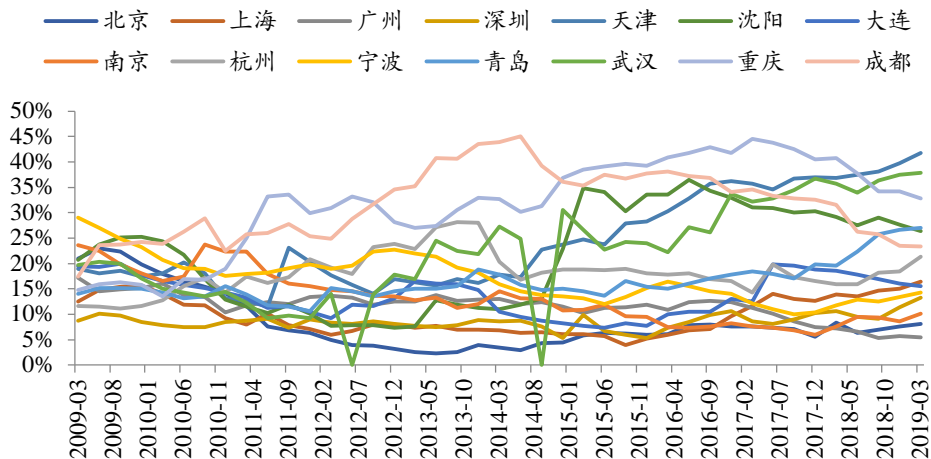


图 10：近年来我国主要城市优质写字楼空置率情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2019年一季度，我国14个主要城市中，4个城市办公楼租金环比小幅上涨，其余均较2018年四季度下滑。一线城市中，2019年一季度，广州办公楼租金为169.8元/平方米/月，环比增长0.59%；北京办公楼租金下滑幅度最小，环比下降0.07%，为427.2元/平方米/月；上海受新入市项目以及新兴非中央商务区竞争力逐渐提升的影响，租金环比小幅下降0.20%；深圳租金环比下降0.52%。2019年一季度，我国大部分二线城市办公楼供过于求的状况未得到改善，二线城市写字楼平均租金环比下降，华东仍是二线城市中表现最稳健的区域。2019年一季度，14个主要城市中，宁波办公楼租金环比涨幅较大，为10.14%，租金为69.5元/平方米/月；南京办公楼租金环比增长0.16%，为123.7元/平方米/月。2019年一季度，成都办公楼租金环比上涨0.24%。

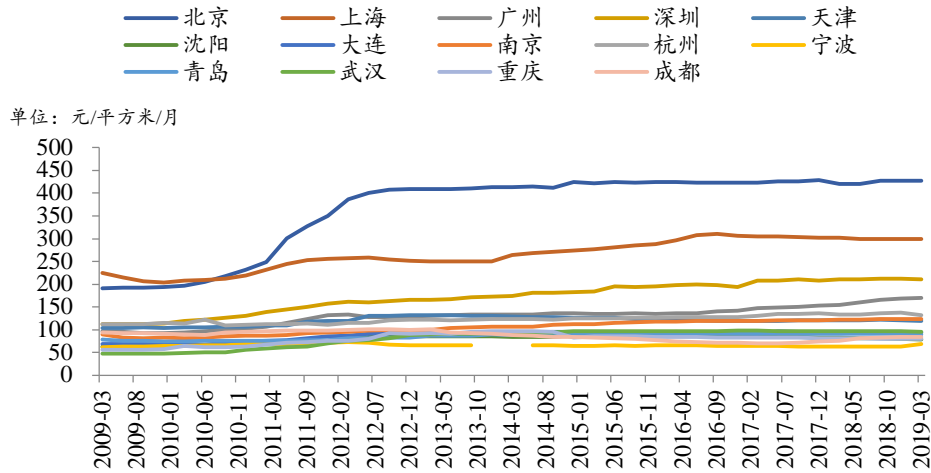


图 11: 近年来我国主要城市优质办公楼租金情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2019 年一季度, 我国零售物业空置率与 2018 年四季度基本持平, 一线城市零售物业空置率仍较低。2019 年一季度, 我国一线城市平均空置率为 5.68%, 其中深圳最低, 为 3.10%, 上海略高, 为 8.10%; 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、空置率较低, 2019 年一季度均低于 5.00%, 天津、重庆、沈阳空置率较高, 2019 年一季度均在 11.00% 左右。

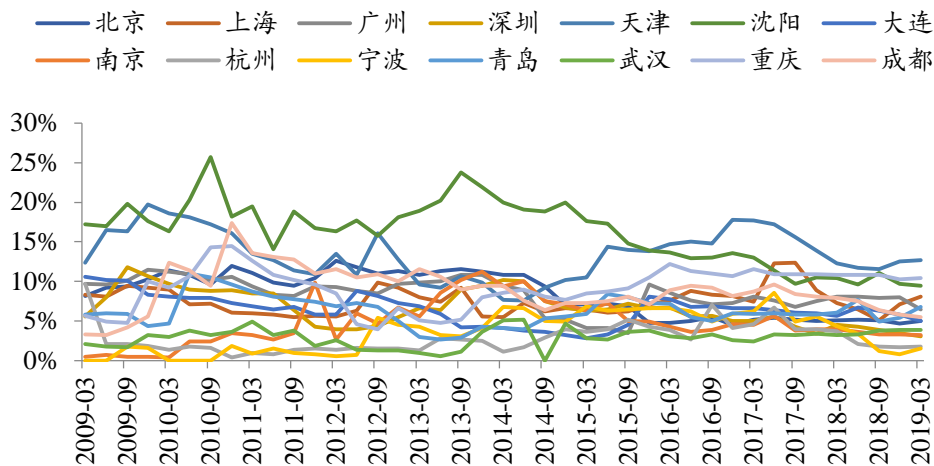


图 12: 近年来我国主要城市优质零售物业空置率情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2019 年一季度, 我国零售物业租金环比变化不大, 一线城市中, 广州和北京零售物业租金环比增长相对较多, 分别为 1.23% 和 0.56%, 上海环比增长 0.28%, 为 35.90 元/平方米/天, 深圳零售物业租金与 2018 年四季度持平, 为 22.70 元/平方米/天。二线城市租金水平分化明显, 其中杭州与宁波租金水平处于领先水平, 2019 年一季度分别

为 23.50 元/平方米/天和 23.30 元/平方米/天；武汉、成都及重庆租金水平相对较低，2019 年一季度分别为 10.10 元/平方米/天、12.47 元/平方米/天和 12.79 元/平方米/天。

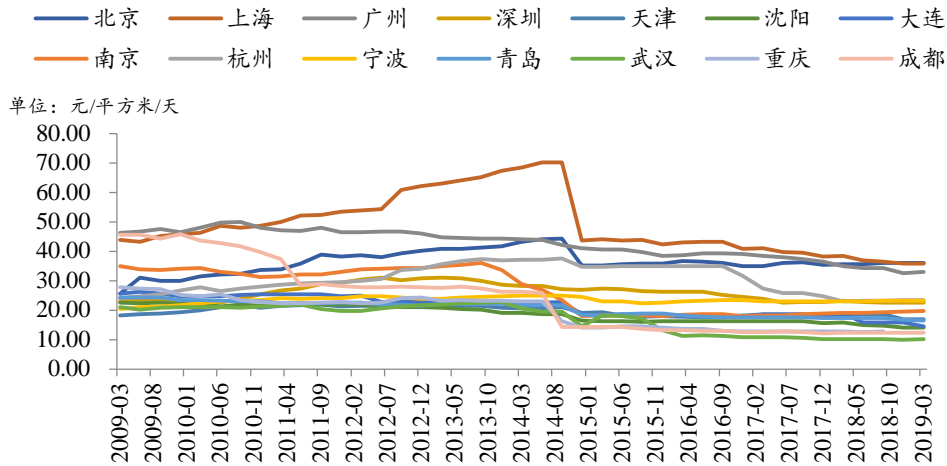


图 13：近年来我国主要城市优质零售物业首层租金情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、行业政策

为加快商业地产去化速度，提高商业地产竞争力，多地相继出台鼓励和支持商业地产差异化竞争的优惠政策

经过 2018 年限购、限价、限贷、限商、限售等多重调控政策限制下，房地产市场逐渐步入理性发展轨道。2019 年我国房地产调控以稳为主，政策上以微调为主。商业地产方面，继 2018 年上海首次提出“首店经济”概念，并为打造“全球新品首发地”制定了 9 项措施，同时还将首店情况纳入统计公报范畴之后，“首店经济”成为多地追逐目标。“首店”是指在行业内具有代表性的品牌，或新潮品牌在某一区域开的第一家店，如全球首店、亚洲首店、中国（内地）首店等；或是指传统老店通过创新经营业态和模式形成的新店，如新物种店、概念店、体验店、定制店、旗舰店等。首店不仅是售卖产品，更是在推广一种全新的生活方式。

首店的出现给商业地产项目甚至是商圈、城市都带来的积极影响，首店的高辨识度，是破解商业地产同质化的有效手段。同时，首店带来的品牌集聚效应，不仅可以提高商业地产的吸引力，挖掘消费潜力、激发市场活力，还有助于加快商业地产去化速度。

表 1：2019 年一季度部分商业地产行业政策

日期	重要事件	关键内容
2019年3月	北京市商务局出台《关于鼓励发展商业品牌首店的若干措施》	北京对开设首店的租金和装修成本超过 100 万元的，商业流通发展资金可按照项目核定实际投资总额的最高 50%、最高 500 万元金额给予支持；对有选址需求的亚洲首店、中国（内地）首店、北京首店国际品牌（不含港澳台）所属企业或授权代理商，由商务部门进行选址指导或对接商业设施产权人，优先支持品牌首店入驻王府井、西单、三里屯、通州副中心等商圈；对符合条件的品牌所属企业或授权代理商给予资金支持；对在京设立跨国公司地区总部、营销总部的首店品牌所属企业或授权代理商，符合条件的优先享受本市总部经济政策；对具备国际影响力、符合首都城市战略定位且为首都经济增长做出突出贡献的国际品牌，优先为其所属企业符合条件的高管人员落户北京、办理工作居住证及子女在京入学等提供支持和保障等。
2019年3月	成都市出台《成都市促进首店经济发展工作方案》和《成都市促进首店小店发展建设国际消费中心城市工作方案》	成都对成功引进高端商业品牌开设首店并签订 3 年以上入驻协议的引进企业（业主或该商业场地实际经营单位），引进的国际顶级品牌首店每个给予 10 万元奖励，引进的国际一线品牌每个给予 5 万元奖励。对品牌首店、本土知名品牌、商业综合体、商业运营机构等开展的具有国际国内影响力的大型新品发布活动的宣传推广、场租和展场搭建，最高给予 100 万元的补贴；对新入驻市级以上特色商业街的中华老字号、四川老字号，营业面积达到 30 平方米，按照投入费用的 20%，每个企业最高给予 10 万元补贴。对中华老字号、四川老字号企业新建或改造旗舰店和形象店，建筑面积 800 平方米以上，投资总额 300 万元以上，每店最高给予 100 万元的补贴。此外，成都还鼓励特色小店创新商业模式和经营业态，将传统门店改造为有引领性的旗舰店、概念店、体验店、定制店，按照改造费用的 30%，择优最高给予 30 万元的补贴等。

资料来源：公开信息，远东资信整理

三、行业关注

我国商业地产行业除了需要关注融资渠道收紧、投资回报期长、运营管理人才短缺等方面外，还应关注商业地产发展存在较大的地区性差异和商业地产的运营管理能力

商业地产依托于城市的发展，受区域经济、商业氛围等因素的影响较大。从前文的分析来看，我国主要城市优质写字楼的空置率整体高于优质零售物业的空置率。北京、上海、深圳、广州经济发达，市场也较为成熟，写字楼及零售商业物业的存量均较大，新增供应量放缓，空置率一直保持较低水平。除一线城市外，优质写字楼空置率较低的城市还有南京，2019 年一季度，办公楼空置率处于 10% 左右；而沈阳、重庆、成都、长沙的空置率均达到 25% 以上；优质零售物业方面，大连、杭州、武汉、长沙的空置率均处于 5% 左右，沈阳、天津的空置率约 10% 以上。总体来看，一线城市商业地产存量较为饱和，增量空间有限；一线以外城市，经济水平差异较大，部分经济欠发达、居民消费能力不强的二、三线城市商业地产供应增长过快，区域性风险快速积聚。

受经济下滑和电商的双重冲击，商业实体店客流量下降明显，传统零售增长乏力。为了寻求发展，购物中心在内的众多实体商业逐步向体验式商业转型。体验式消费的特点重在体验，重在情感消费等电商目前尚无法替代的领域。体验式商业所带来的人气是购物消费的重要支撑，商业地产要想赢得市场与客户，需要在商业购物环境的设计中增加体验式消费的深度，也更需要根据项目所处的地段环境、自身特点，以客户的偏好等做出个性化的设计。另外，由于体验式业态所需面积大、投资成本高等因素，这些业态的租户租金承受水平低于一般零售商户。因此，如何构建合理、平衡的商户组合也是物业运营者所面临的一大挑战。同样，为缓解去库存压力，在硬件水平趋高趋同的情况下，运营、服务及设施管理的差异化成为吸引租户的关键，也对物业经营者提出更高要求。

四、行业内发债企业信用分析

（一）样本选取

远东资信选取证监会和 Wind 行业分类下归属于房地产行业的发债企业，再从中挑选商业地产企业。选取时间和债券范围为截至 2019 年 6 月 30 日的已发行的存量债券。最终选取了 24 家企业（简称“样本企业”）作为样本进行分析。

（二）样本企业债券发行情况

从上市情况上看，样本企业中上市公司共 17 家，非上市公司 7 家。截至 2019 年 6 月 30 日，23 家样本企业主体级别分布情况如下：AAA 级别共 13 家，AA+ 级别共 5 家，AA 级别共 4 家，C 级别共 1 家。其中发行人评级为 C 的主体为中弘控股股份有限公司（以下简称“中弘控股”），已发生实质性违约。

从商业地产发行人属性来看，中央国有企业占主导地位，发行主体 23 家中，中央国有企业占 7 家，民营企业 6 家，外资企业 5 家，地方国有企业 4 家，公众企业 1 家。

从级别变动情况来看，调高级别的两家企业分别为上海世茂股份有限公司和我爱我家控股集团股份有限公司，均为民营企业。上海世茂股份有限公司级别调升是因为其 2018 年新增大量优质土地，尤其是深圳龙岗项目，体量大，项目地理位置优越，未来销售业绩有保证。同时 2018 年上海世茂股份有限公司商业物业项目结算面积和结算单价均有增加，经营业绩快速增长，且毛利率一直维持在行业较高水平，资产负债率下降，债务负担处于行业较低水平，故将其级别调升。我爱我家控股集团股份有限公司级别调高是因为 2017 年其以发行股份及支付现金的方式购买了北京我爱我家房地产经纪有限公司 84.44% 的股权。北京我爱我家房地产经纪有限公司在房地产经纪行业一直保持领先水平，门店规模不断扩大。收购完成后，我爱我家控股集团股份有限公司总资产规模大幅增长，资本实力显著提升，营业收入和净利润亦大幅增长，且非受限货币资金能覆盖短期债务。同时，我爱我家控股集团股份有限公司自有物业比例较高，其百货门店基本覆盖昆明市核心商圈，在区域内拥有较强的竞争力，故 2018 将其级别调升。

2018年商业地产行业级别调低的发债企业1家，为中弘控股，其为民营企业。中弘控股自2009年开始通过收购方式寻求转型方向，2012年至2014年先后涉足矿业投资、手游和影视产业，但接连失败。2017年度受北京3.17商办项目调控政策的影响，中弘控股在北京的御马坊项目和夏各庄项目（商业部分）销售停滞，同时2016年度已销售的御马坊项目业主大量退房；其他区域项目与2016年同期相比销售收入也大幅下滑，导致2017年度主营业务收入大幅下降。在御马坊项目和夏各庄项目销售停滞，整个中弘控股只有医疗、养老业务能够正常推进，银行等金融机构从2017年中旬开始停止向中弘控股提供贷款。断贷之后的中弘控股资金链紧张。2017年底，中弘控股一直努力收购美国最大的养老地产运营——商布鲁克代尔公司一事也最终失败，中弘控股各项业务自此全面陷入停滞。2017年12月中弘控股旗下子公司——浙江新奇世界影视文化投资有限公司债务利息违约后，各家金融机构开始纷纷采取申请司法冻结中弘控股股份的措施，中弘控股发行的五笔债券随即宣告停牌。

表 2：2018 年商业地产企业级别调整情况

发行主体	调整时间	评级机构	发行时评级	调整后评级	调整方向
上海世茂股份有限公司	2019/04/30	联合资信评估有限公司	AA ⁺	AAA	调高
我爱我家控股集团股份有限公司	2018/07/26	中诚信国际信用评级有限责任公司	AA ⁻	AA	调高
中弘控股股份有限公司	2018/01/02	大公国际资信评估有限公司	AA	A ⁺	调降
	2018/01/05		A ⁺	BBB ⁻	
	2018/05/31		BBB ⁻	B	
	2018/06/28		B	CCC	
	2018/10/29		CCC	C	

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）样本企业财务状况分析

根据财务数据的可获得性对样本企业进行了整理，最后保留了17个有效统计样本。

商业地产行业样本企业2018年经营情况尚可，盈利水平稳定。随着业务规模扩大，2018年样本企业负债规模扩大，但资产负债率与上年基本持平，整体偿债能力稳定

资本结构

截至2018年末，商业地产行业样本企业负债总额为28327.72亿元，同比增加22.49%；净资产为9724.22亿元，同比增长15.88%。截至2018年末，商业地产行业样本企业的平均资产负债率为64.61%，剔除预收账款的平均资产负债率为60.85%，基本与上年持平，其中剔除预收账款的资产负债率高于60%的样本企业共9家，50~60%

之间的样本企业共4家，资产负债率低于50%的样本企业共4家，分别是中国金茂(集团)有限公司、上海帝泰发展有限公司、上海长峰(集团)有限公司和我爱我家控股集团股份有限公司。

从有息债务看，2018年末商业地产行业样本企业总债务为9966.26亿元，较2017年末增加了10.87%，总债务资本化比率为42.81%，较2017年末减少了0.09个百分点。从期限结构来看，2018年末样本企业长短期债务分别为7489.72亿元和2509.54亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.34倍，基本与2017年末持平。

整体来看，2018年商业地产行业样本企业债务规模扩大，有息债务以长期为主，与其业务特点相匹配，资产负债率较稳定，且样本企业中纯商业地产运营企业的资产负债率较低。

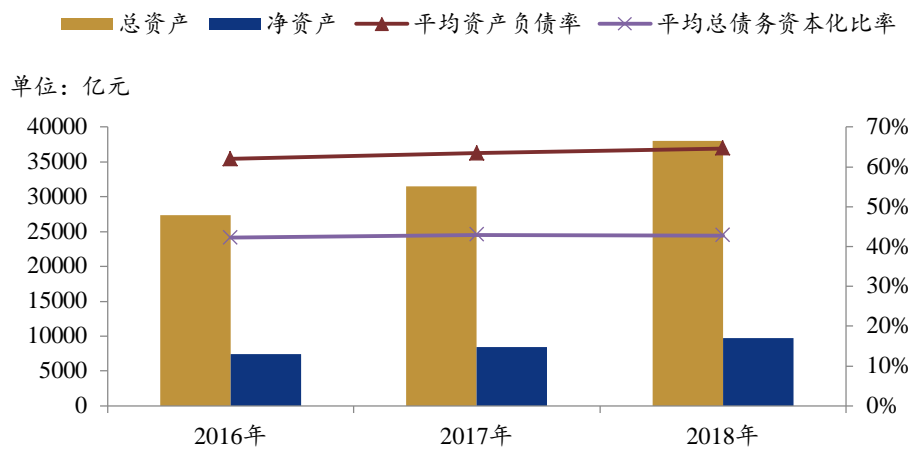


图 14: 近年商业地产行业样本企业资本结构情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

资产质量

截至2018年末，商业地产行业样本企业资产合计38051.94亿元，较2017年末增加了20.73%，平均资产规模2238.35亿元。从样本企业资产分布结构来看，资产总额在千亿元以上的企业共计10家，较上年增加较多；资产总额在500~1000亿元的企业共计2家；资产总额在100~500亿元的共计5家。整体看，样本企业资产规模不断增加。

表 3: 近年样本企业资产规模分布情况

资产规模	2016年末(家)	2017年末(家)	2018年末(家)
1000亿元以上	7	7	10
500~1000亿	5	5	2
100~500亿	5	5	5

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

由于商业地产在建设阶段一般计入“存货”科目，运营阶段转入“投资性房地产”科目。因此，上述两项科目占总资产的比例通常较高。截至 2018 年末，样本企业的存货和投资性房地产占总资产的比例分别为 41.42% 和 21.68%。对于商业地产项目已经投入运营的商业地产企业来说，其资产的流动性相对较差。

为了减少资金的沉淀，保障充裕的现金流，提升企业资产的流动性。近年来，许多商业地产企业寻求轻资产下的革新，“轻资产”指企业在商业物业的开发阶段少投入、甚至不投入自有资金，只是在商业地产开发运营阶段中参与某个或某几个环节并收取相应的费用。例如凯德集团的模式是，将投资开发或收购的项目，打包装入私募基金或者信托基金，自己持有该基金部分股权，另一部分股权则由如养老基金、保险基金等海外机构投资者持有。待项目运营稳定并实现资产增值后，以 REITs 的方式退出，从而进行循环投资。

盈利能力

截至 2018 年末，商业地产行业样本企业营业收入合计 7995.34 亿元，较 2017 年末增加了 11.45%，平均规模 470.31 亿元。从样本企业收入分布结构来看，营业收入在千亿元以上的企业共计 2 家，营业收入在 500~1000 亿元的企业共计 3 家，营业收入在 100~500 亿元的共计 7 家，营业收入 100 亿以下的共计 5 家。样本企业营业收入超过千亿元的企业分别为大连万达商业管理集团股份有限公司和绿地控股集团有限公司。收入规模较大的商业地产企业，其业务均包含住宅地产的开发和销售，纯商业地产运营企业的收入规模不大。

表 4：近年样本企业收入规模分布情况

资产规模	2016 年末 (家)	2017 年末 (家)	2018 年末 (家)
1000 亿以上	2	2	2
500~1000 亿	3	2	3
100~500 亿	5	5	7
100 亿以下	7	8	5

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从主营业务获利能力来看，2018 年样本企业平均毛利率为 45.55%，较 2017 年提高 2.84 个百分点，其中毛利率超过 50% 的有 5 家，毛利率最高的系上海帝泰发展有限公司，为 92.39%。毛利率较高的企业均为纯商业地产运营企业。

由于商业地产企业可能选择将物业租赁成本计入“管理费用”科目。因此，商业地产企业期间费用一般较大。2018 年样本企业期间费用为 726.32 亿元，同比增长 18.51%，平均期间费用率为 16.05%，同比下降 0.31 个百分点。2018 年商业地产行业样本企业利润总额为 1763.27 亿元，同比增长 26.54%；净利润 1290.75 亿元，同比增长 29.10%；平均净资产收益率和平均总资产报酬率分别为 12.97% 和 5.72%，与上年基本持平。从单个样本企业来看，

纯商业地产运营企业在商业项目运营成熟后，其下游需求通常在一定时间内维持较为稳定的水平，因此商业地产项目的租金水平和出租率短期内一般不会出现明显变化，企业在没有明显规模扩张的情况下，盈利水平对稳定。

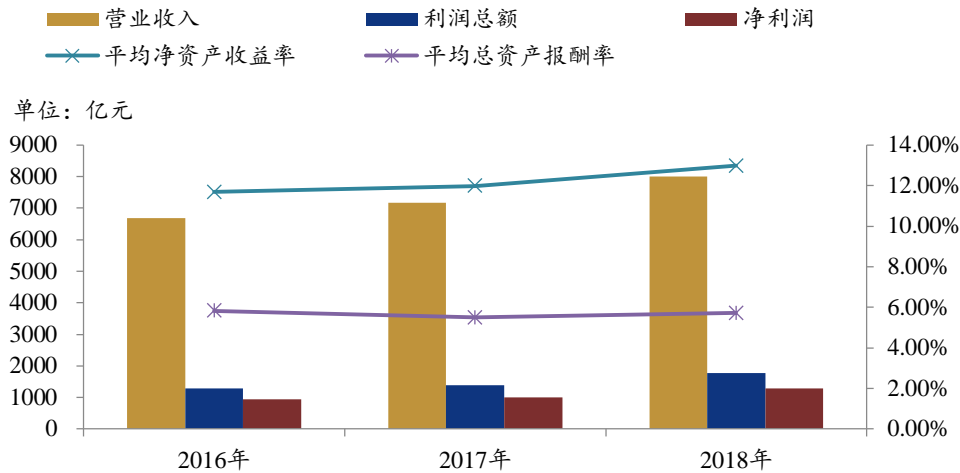


图 15: 近年商业地产行业样本企业盈利能力情况

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

现金流情况

2018年, 商业地产行业样本企业经营性现金净流入合计 771.76 亿元, 较 2017 年增加 2.71 倍。17 家样本企业中, 经营性现金净流出企业 4 家 (2016 年为 6 家), 净流入企业 13 家 (2016 年为 11 家), 2018 年商业地产企业现金流情况有所好转。对于纯商业地产运营企业来说, 其经营现金流主要是通过物业运营所取得的租金收入, 在项目运行成熟后现金流较稳定。

2018 年, 商业地产行业样本企业投资性现金净流出 912.41 亿元, 净流出同比增加了 29.39%, 经营性和投资性现金流缺口仍较大, 当年筹资性现金净流入达 436.61 亿元, 同比下降 24.47%。

偿债能力

2018 年, 商业地产行业样本流动比率和速动比率分别为 137.51% 和 63.94%, 两项指标基本与 2017 年持平。2018 年, 样本企业 EBITDA 为 1883.63 亿元, 同比增长 4.81%, 平均 EBITDA 利息保障倍数为 14.22 倍 (2017 年为 14.75)。从 EBITDA 对债务保障程度看, 2018 年样本企业平均总债务/EBITDA 为 6.49 倍 (2017 年为 7.47 倍)。从现金流对流动负债的保障来看, 2018 年样本企业负债规模扩大, 当年经营性现金净流入/流动负债由上年的 8.15% 下降至 4.43%。整体来看, 随着业务规模的提升, 样本企业债务规模亦相应扩大, 主要偿债能力指标保持相对稳定。

五、行业信用展望

2019年我国商业地产仍处于存量消化阶段，一季度除了办公楼施工面积和新开工面积同比增加外，投资开发额、竣工面积均同比减少，商业地产供给趋紧。需求方面，受电商的持续冲击和前期新增供应量的叠加，2019年一季度，我国商业地产销售面积和销售金额均同比下降，同时待售存量较2018年有所减少，供求矛盾有所缓解。居民消费需求的不断升级以及消费行为的持续转变，对商业地产的开发和运营提出了更高要求。为了提高商业地产吸引力，加快商业地产去化速度，北京、成都等地相继出台了一系列优惠支持政策，大力培育“首店经济”，通过差异化定位、个性化运营来提高商业地产的竞争优势。商业地产行业样本企业2018年经营情况良好，盈利水平稳定。随着业务规模扩大，2018年样本企业负债规模扩大，但资产负债率与上年基本持平，整体偿债能力稳定。

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】

陈乙歌，澳洲昆士兰科技大学国际贸易专业硕士，结构融资评级部分析师。

【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去理解，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。