

由表及里，商业地产分析手册

——基于行业概况、评分模型及主要发行人分析

报告导读

➤ 从信用分析维度，本专题对商业地产行业进行了深度分析。

投资要点

□ 商业地产行业概况

从经营模式来看，商业地产分为销售、自持运营与委托经营三种模式。销售模式下与住宅开发相差不大；自持运营则引入了“资产管理”的概念，运营能力和资金壁垒较高；委托运营即轻资产模式，是自身管理能力和品牌的输出。

从业态类型来看，零售地产整体过剩，首层租金下滑，行业集中度较低；办公楼空置率城市分化较大，整体好于零售地产；酒店景气度好于零售和办公。

商业地产发行人可分为三类：1) 主营住宅地产，兼顾商业地产，多产品线规模扩张。部分发行人的住宅地产业务和商业地产业务联动性较强，商业配建为前期拿地提供了优势，同时为住宅销售增值提供需求支持；物业销售则加快了整个项目的现金流回笼速度，加快资金周转。2) 专注商业地产，同时业务体量具有一定规模。3) 小而美的精细化运营商。

□ 商业地产发行人评分模型

从四个方面构建商业地产发行人评分模型：经营风险、资产质量及长期偿债能力、短期偿债能力以及其它。

经营风险：经营数据方面关注规模、出租率、平均租金、物业分布；盈利能力方面关注（毛利-三费）/营收、净利率*（1-公允价值变动损益/利润总额），以剔除投资性房地产公允价值变动和物业租赁成本计入科目差异对财务指标的干扰。

资产质量：关注投资性房地产估值合理性，可用抵押借款/投资性房地产抵押规模，投资性房地产/租金收入；关注投资性房地产受限比例，判断资产抵押再融资空间。

长期偿债能力及资本结构：商业地产发行人经营投资决策通常更加谨慎，规模扩张诉求相对较弱，其财务杠杆率普遍低于住宅开发发行人，负债结构亦更接近一般工业企业。选取较为通用的资产负债率、短期有息负债占全部有息负债比重等指标。

短期偿债能力：选取现金流变异系数、现金类资产/短期有息债务、（EBITDA-公允价值变动损益×（1-税率））/短期有息债务。

□ 打分结果：推荐万达商管、上海宝龙、星河实业

根据“同利差评分较高，同评分利差较高”的原则对发行人进行初步评分，再结合对基本面和市场行情的判断，推荐万达商管、上海宝龙、星河实业。

□ 主要发行人深入分析

基于评分模型，本文选取了11家较有代表性的商业地产发行人，从股权结构及下属子公司、经营情况、资产负债情况、或有事项等方面对其信用资质进行了深入分析，以捕捉模型外的信息。

固定收益分析师：顾楚雨

执业证书号：S1230519040002

电话：021-80108144

邮箱：guchuyu@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：顾楚雨

正文目录

1. 商业地产行业概况	5
1.1. 经营模式：销售、自持运营与委托经营	5
1.2. 业态类型：高档酒店较优，零售整体过剩	5
1.2.1. 零售：整体过剩，首层租金下滑	5
1.2.2. 办公：空置率城市分化较大，整体好于零售地产	6
1.2.3. 酒店：景气度好于零售和办公，五星级酒店最优	7
1.3. 发行人分类：三种模式	7
2. 商业地产发行人评分模型	8
2.1. 经营风险	9
2.1.1. 经营数据	9
2.1.2. 盈利能力	10
2.2. 资产质量及长期偿债能力	11
2.2.1. 资产质量	11
2.2.2. 长期偿债能力	12
2.3. 短期偿债能力	12
2.4. 打分结果：推荐万达商管、上海宝龙、星河实业	13
3. 主要发行人深入分析	13
3.1. 万达商管集团	13
3.2. 红星美凯龙、居然之家、海宁皮城	15
3.3. 世茂股份	18
3.4. 上海宝龙	20
3.5. 富力地产	23
3.6. 大悦城、上海金茂、华润置地	24
3.7. 金融街、陆家嘴	29
附录：模型打分结果及利差	31

图表目录

图 1：中国 30 城购物中心存量（1996-2007）	5
图 2：商业营业用房开发投资完成额（%）	5
图 3：主要城市优质零售物业空置率（%）	6
图 4：主要城市优质零售物业首层租金（元/月/天）	6
图 5：金融街是北京写字楼租金最高的商圈	6
图 6：陆家嘴是上海写字楼租金最高的商圈	6
图 7：房地产开发投资完成额：全部、商业用房和办公楼（%）	7
图 8：主要城市优质写字楼空置率（%）	7
图 9：星级饭店出租率（%）	7

图 10: 星级饭店房价 (元/间/日)	7
图 11: 商业地产发行人分类	8
图 12: 商业地产发行人评分框架	8
图 13: 公允价值模式计量投资性房地产	10
图 14: 成本模式计量投资性房地产	10
图 15: 样本发行人公允价值损益占利润总额之比 (均值)	11
图 20: 万达集团业务板块	13
图 21: 投资性房地产不同模式计量下资产负债率对比 (2018 年)	18
图 22: 投资性房地产不同模式计量下净利率对比 (2018 年)	18
图 23: 世茂股份股权结构 (2018 年底)	18
图 24: 上海宝龙综合体运营模式	21
图 25: 历年权益拿地金额/权益销售金额	21
图 26: 宝龙地产历年开业商场总个数	22
图 27: 宝龙地产历年商场总可租面积 (万平方米)	22
图 28: 上海宝龙资产负债率、净负债率	23
图 29: 大悦城重组后股权结构	24
图 30: 金茂投资股权结构	24
图 31: 华润置地股权结构	25
图 32: 大悦城历年新增拿地支出及占合同销售额比重	26
图 33: 上海金茂历年新增拿地支出及占合同销售额比重	27
图 34: 华润置地历年新增拿地面积及占合同销售面积比重	27
图 35: 华润置地历年新增土地成本 (元/平米)	27
图 36: 大悦城商业地产发展模式	28
图 37: 大悦城、上海金茂、华润置地资产负债率及净负债率	29
图 38: 大悦城、上海金茂、华润置地三类杠杆情况 (2019H1)	29
表 1: 商业地产不同模式对比	5
表 2: 一线城市甲级写字楼产业分布	6
表 3: 部分商业地产发行人产品明细	8
表 4: 商业地产发行人租金收入规模排名 (2018)	9
表 5: 2018 商业地产综合能力榜单 TOP20	9
表 6: 2018 商业地产影响力 TOP10	10
表 7: 商业地产发行人平均租金排名 (2018)	10
图 16: 公允价值变动占利润总额之比超过 20% 发行人 (2016-2019H1 均值)	11
表 8: 投资性房地产估值方法	12
图 17: 抵押借款/投资性房地产抵押规模比例较低发行人 (2018 年底)	12
图 18: 投资性房地产受限比例较高发行人 (2018 年底)	12
图 19: 样本商业地产发行人打分与信用利差	13
表 9: 万达商管经营数据占比 (%)	14
表 10: 万达商管经营模式	14
表 11: 万达商管相关经营数据	15
表 12: 万达广场分布	15
表 13: 红星美凯龙主要二级公司情况	15
表 14: 居然之家主要二级公司情况	16

表 15: 红星美凯龙经营数据占比 (%)	16
表 16: 海宁皮城经营数据占比 (%)	16
表 17: 红星美凯龙家居商场业务经营模式	16
表 18: 红星美凯龙家居商场板块相关经营数据	17
表 19: 红星美凯龙商业地产及房地产板块相关经营数据	17
表 20: 世茂股份经营数据占比 (%)	19
表 21: 世茂股份 2019 上半年新增拿地	19
表 22: 世茂房地产 2019 上半年并购拿地负面舆情 (主要项目)	19
表 23: 上海宝龙董事会及高管	20
表 24: 上海宝龙经营数据占比 (%)	21
表 25: 上海宝龙纯住宅项目销售情况	21
表 26: 上海宝龙商场产品线	22
表 27: 富力地产经营数据占比 (%)	23
表 28: 大悦城经营数据占比 (%)	25
表 29: 上海金茂经营数据占比 (%)	25
表 30: 华润置地经营数据占比 (%)	26
表 31: 大悦城部分“地王”项目销售情况	27
表 32: 金融街经营数据占比 (%)	29
表 33: 陆家嘴经营数据占比 (%)	29

1. 商业地产行业概况

商业地产，指作为商业用途的地产，以区别于以居住功能为主的住宅房地产和以工业生产功能为主的工业地产等¹。相较一般的住宅开发，商业地产对于项目运营能力壁垒较高，风险亦相对较高。一个完整的商业地产项目包括“拿地-建设-自持运营（前期招商，中后期运营等）/或者出售”一系列流程，美国、中国香港等地区的商业地产开发商项目经验较为成熟，中国大陆开发商在这方面经验相对欠缺。以一二线城市为例，诸多中高端商场均为港资开发运营。如恒隆广场（香港恒隆地产），IFC（香港新鸿基地产），K11（香港新世界发展等）。

1.1. 经营模式：销售、自持运营与委托经营

从经营模式来看，商业地产分为销售、自持运营与委托经营三种模式。

销售模式下与住宅开发相差不大；

自持运营模式则引入了“资产管理”的概念，运营能力和资金壁垒较高。相较销售模式，自持运营模式的优势在于现金流较为稳定，每年为发行人贡献稳健的现金流，缺陷在于初期投资额较高，现金流回笼周期相对较长。

委托运营即轻资产模式，是发行人自身管理能力和品牌的输出。其优势在于自有资金需求较少，劣势在于国内商业地产轻资产模式不如国外成熟，业务规模难以较快增长。万达、红星美凯龙等均有此类模式。例如红星美凯龙根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取费用，包括前期冠名咨询委托管理服务费用、工程项目商业管理咨询费、招商佣金及年度冠名咨询委托管理服务费等。

考虑到销售模式与住宅开发相差不大，本文对商业地产发行人样本的筛选及评分模型的搭建，侧重于考察自持与委托经营模式。

表 1：商业地产不同模式对比

	简介	优势	劣势
销售模式	依靠销售直接盈利，模式与住宅开发相差不大	现金流回笼速度快，周转速度快	长期来看投资回报率可能不如自持运营
自持运营	引入了“资产管理”的概念，运营能力和资金壁垒较高。	现金流较为稳定	初期投资额较大，现金流回笼周期相对较长
委托经营	轻资产模式，是发行人自身管理能力和品牌的输出	自有资金需求较少	当前市场环境下，业务规模难以较快增长

资料来源：浙商证券研究所

1.2. 业态类型：高档酒店较优，零售整体过剩

从业态类型来看，商业地产主要分为零售、办公、酒店及长租公寓三类业态。除此之外大型综合体项目亦越来越常见，大型综合体项目是以上三类业态的综合，有时伴随住宅项目的销售。

1.2.1. 零售：整体过剩，首层租金下滑

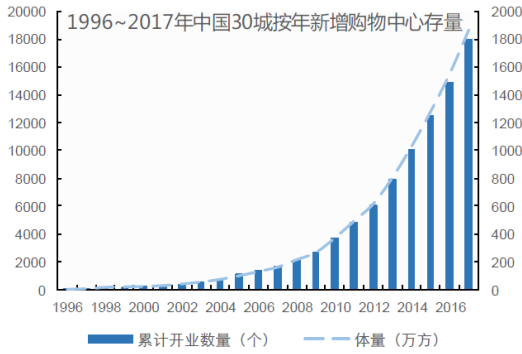
中国零售地产市场在 2016 年左右进入行业整体过剩。据赢商网统计，截止 2017 年底 30 城²购物中心达 1.8 万座，商业建面达 1870 万方。此外根据商业地产大数据，截止到 2016 年底，全国已开业购物中心总建面超过 3.6 亿方。从统计局数据来看，2017 年之前全国商业用房投资增速与全行业房地产开发投资增速基本一致，2017 年以后零售地产供给过剩，投资增速降幅较大，与全行业房地产开发投资增速出现分化。

图 1：中国 30 城购物中心存量（1996-2007）

图 2：商业营业用房开发投资完成额（%）

¹ 引自百度百科

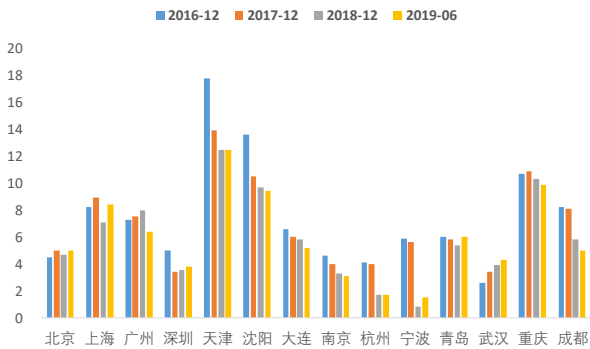
² 30 城包括北京、上海、广州、成都、武汉、重庆、天津、深圳、南京、杭州、苏州、宁波、无锡、南通、厦门、西安、长沙、沈阳、青岛、大连、济南、郑州、佛山、东莞、福州、合肥、昆明、南昌、泉州、贵阳。



资料来源：赢商网、浙商证券研究所

主要城市零售物业空置率稳中有降，但首层租金整体下滑。空置率方面各城市稳中有降，关注天津、沈阳和重庆三市空置率远高于平均水平；首层租金方面各城市整体下滑，其中上海、广州、大连等城市降幅较大。

图 3：主要城市优质零售物业空置率（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

对零售物业以专业市场为主的发行人，特别关注对应专业市场景气度对发行人经营情况的影响。美凯龙、居然之家、月星集团及香江控股等主营家具零售卖场，受家居建材行业景气度影响较大，凯华、海宁皮城两发行人则受纺织、皮革行业影响较大。

行业集中度方面，国内零售地产行业集中度较低，地域性特征明显。商业地产品牌十强中，除了万达下沉较深，其余布局基本集中在一二线城市，其自持+委管项目合计将近 300 个，仅占 30 城存量购物中心 1.8 万个的 1.7%，行业品牌集中度极低；商业地产品牌十强之外，亦存在诸多“小而美”的商业地产运营商，仅是局部布局，地域性特征明显，例如北京的侨福芳草地购物中心、前门北京坊，上海新天地等，具备当地特色或自我特色定位，难以复制。

1.2.2. 办公：空置率城市分化较大，整体好于零售地产

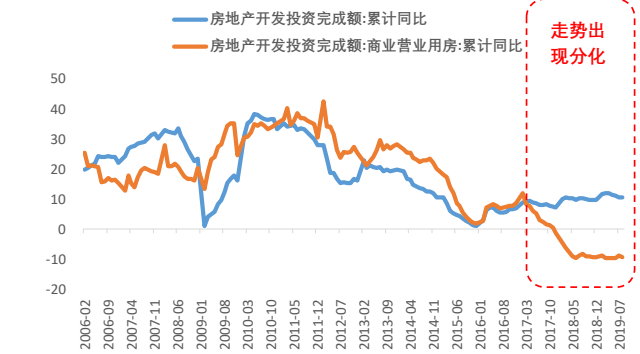
写字楼的需求主要集中在 TMT、专业服务业和金融，以金融行业平均租金水平最高。以一线城市为例，根据戴德梁行统计数据，这三个行业占甲级写字楼需求比重达 80% 以上。其中金融行业租金水平普遍较高，金融街、陆家嘴分别是北京、上海租金水平最高的商圈。

表 2：一线城市甲级写字楼产业分布

	北京	上海	深圳	广州
第一大产业	TMT	专业服务业	TMT	TMT
占比	36.5%	27.9%	36.2%	29.5%
第二大产业	专业服务业	金融	专业服务业	专业服务业
占比	27.2%	17.9%	31.2%	25.9%
第三大产业	金融	TMT	金融	房地产
占比	21.7%	16.3%	15.2%	15.2%
第四大产业	能源	制造业	房地产	金融
占比	6.8%	16.2%	8.8%	9.6%

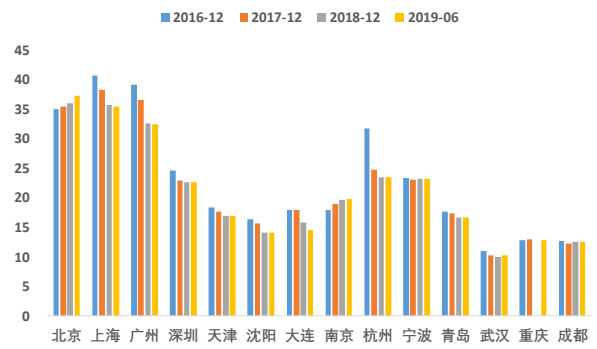
资料来源：戴德梁行、浙商证券研究所

图 5：金融街是北京写字楼租金最高的商圈



资料来源：WIND、浙商证券研究所

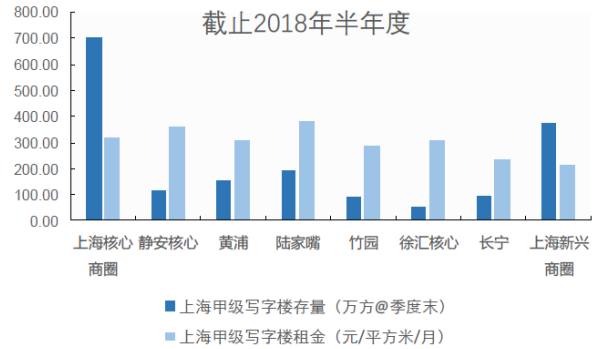
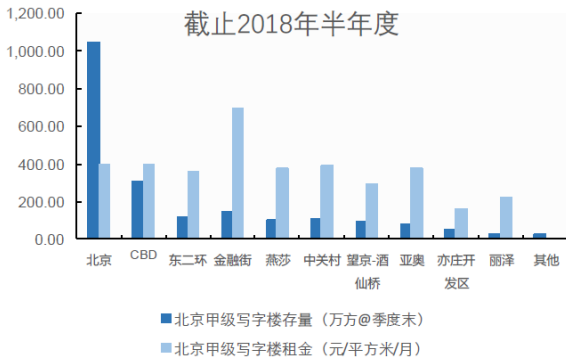
图 4：主要城市优质零售物业首层租金（元/月/天）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

陆家嘴是上海写字楼租金最高的商圈。以一线城市为例，根据戴德梁行统计数据，这三个行业占甲级写字楼需求比重达 80% 以上。其中金融行业租金水平普遍较高，金融街、陆家嘴分别是北京、上海租金水平最高的商圈。

图 6：陆家嘴是上海写字楼租金最高的商圈



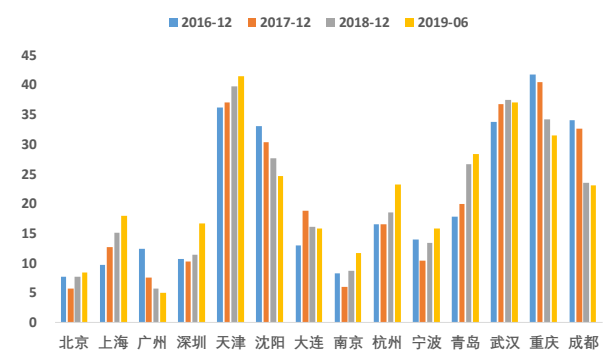
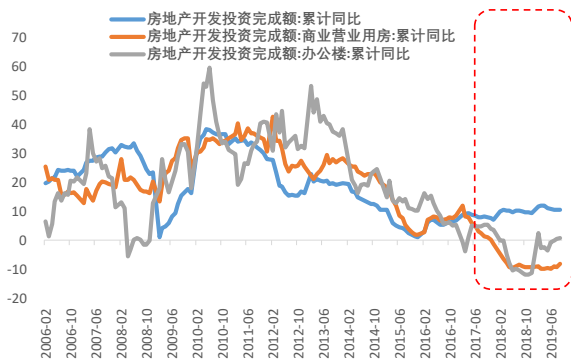
资料来源：戴德梁行、浙商证券研究所

资料来源：戴德梁行、浙商证券研究所

整体来看办公楼固定资产投资增速波动幅度大于整体房地产开发投资，2019 年底以来其投资增速触底回升至 0% 左右，但仍较为低迷；空置率方面城市之间差异较大。空置率较高的城市以天津、武汉、重庆、成都等二线城市为主，一线城市普遍空置率较低；租金水平最近几年波动不大，整体好于零售地产。

图 7：房地产开发投资完成额：全部、商业用房和办公楼（%）

图 8：主要城市优质写字楼空置率（%）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

资料来源：WIND、浙商证券研究所

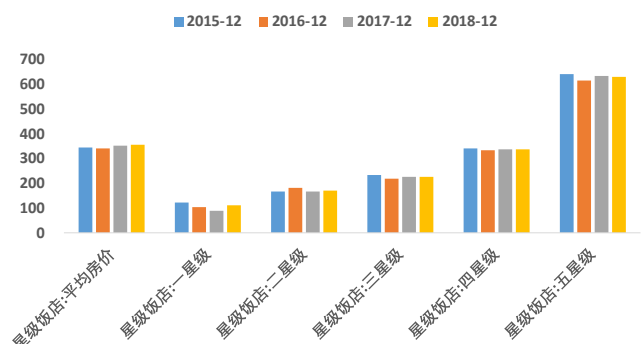
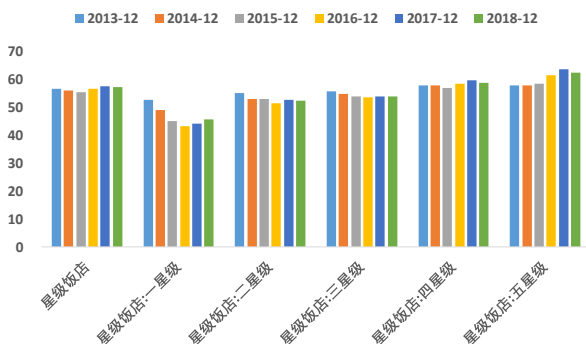
1.2.3. 酒店：景气度好于零售和办公，五星级酒店最优

近几年酒店行业的景气程度有所恢复，星级饭店的出租率和平均房价均有所上升。根据国家旅游局统计数据，截止 2018 年底星级酒店平均出租率 57.4%、平均房价 356 元/间/晚，较 2015 年底 55.6%、343.5 元/间/晚的水平回升明显。

分类型来看，五星级酒店景气度最优，一二星级酒店行业壁垒相对较低、竞争较为激烈，最近几年出租率和平均房价有所下降。

图 9：星级饭店出租率（%）

图 10：星级饭店房价（元/间/日）



资料来源：国家旅游局、浙商证券研究所

资料来源：国家旅游局、浙商证券研究所

1.3. 发行人分类：三种模式

三维度考察，得到 38 家较为纯粹的商业地产发行人样本。以下三维度满足其一其可：1) 信用债申万行业分类中属于“房地产业”，且租金及酒店运营收入占营收比重超过 10%³。2) 信用债申万行业分类中属于“房地产业”，且投

³ 如上文所述，考虑到销售模式与住宅开发相差不大，本文对商业地产发行人样本的筛选及评分模型的搭建，侧重于考察自持与委
http://research.stocke.com.cn 7/32 请务必阅读正文之后的免责条款部分

资性房地产占总资产比重超过 10%。3) 部分发行人在申万行业分类中不属于房地产行业，但主营业务仍属于商业地产开发运营，亦将其纳入样本，如红星美凯龙、居然之家、海宁皮城等。

整体来看，商业地产发行人可分为三类：

1) **主营住宅地产，兼顾商业地产，多产品线规模扩张。** 例如大悦城、上海金茂、华润置地、富力地产、世茂股份、上海宝龙等。部分发行人的住宅地产业务和商业地产业务关联度不大，如大悦城（A 股和 H 股重组前业务独立发展）、上海金茂、华润置地等；部分发行人的住宅地产业务和商业地产业务联动性较强，典型例子如上海宝龙和世茂股份。一方面商业配建为前期拿地提供了优势，同时为住宅销售增值提供需求支持。另一方面物业销售则加快了整个项目的现金流回笼速度，加快资金周转。

2) **专注商业地产，同时业务体量具有一定规模。** 例如万达商管和红星美凯龙。相较住宅地产，商业地产行业体量更小、集中度更低，专注于商业地产业务、同时颇具规模的发行人数量并不多。

3) **小而美的精细化运营商。** 如星河实业（典型项目 coco park）、月星集团（典型项目月星环球港）、中国国贸（典型项目国贸大厦）、世纪城（典型项目卓越世纪中心）等。

图 11：商业地产发行人分类

分类	发行人举例	注释
主营住宅地产， 兼顾商业地产， 多产品线规模 扩张	大悦城、上海金茂、华润置地、富力地产、世茂股份、上海宝龙等	部分发行人的住宅地产业务和商业地产业务联动性较强，典型例子如上海宝龙和世茂股份。商业配建为前期拿地提供了优势，同时为住宅销售增值提供需求支持；物业销售则加快了整个项目的现金流回笼速度，加快资金周转。
专注商业地产， 同时业务体量 具有一定规模	万达商管和红星美凯龙	相较住宅地产，商业地产行业体量更小、集中度更低，专注于商业地产业务、同时颇具规模的发行人数量并不多。
小而美的精细 化运营商	星河实业（典型项目coco park）、月星集团（典型项目月星环球港）、中国国贸（典型项目国贸大厦）、世纪城（典型项目卓越世纪中心）	

资料来源：浙商证券研究所

表 3：部分商业地产发行人产品明细

竞争对手	产品线	租金收入	商场数量	项目的城市分布	商场体量	定位
华润置地	万象城、五彩城/万象汇、潮人馆	58	27	8 个开在一线、14 个开在二线、5 个开在其他城市	大中型	中高端
龙湖地产	天街、星悦荟、家悦荟	25	26	5 个开在一线、21 个开在二线城市	大中型	中高端

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8244

