



2022 年商业地产行业运行半年报

联合资信 工商评级 | 罗星驰 | 王逸菲 | 崔颖

2022 年上半年，商业地产行业整体景气度仍低于疫情前水平，开发投资下降态势未见停止，销售虽有所回升，但 7 月再度走低。运营方面，2022 年上半年，一线城市零售物业运营状况虽受疫情一定影响但基本企稳，北京市和广州市写字楼运营情况有所下降。展望 2022 年下半年，我们认为商业地产大宗交易有望提速但买方意愿将受制于经济下行预期，房地产行业流动性压力将加速商业地产细分领域整合，商业地产的龙头效应将进一步加强。



一、商业地产行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展受国民经济整体发展速度等宏观因素的影响，在开发模式和经营模式方面与住宅型物业有明显差异。商业地产行业为资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，参与者众多，产品同质化程度及供给量均较高，目前行业竞争较为激烈。同时，商业地产行业还有投资回报期长、现金回笼慢的特点。

（一）开发投资端

从开发投资端来看，商业营业用房投资景气度自 2016 年触顶后进入下行通道，受疫情对经济和消费的持续影响，2022 年上半年进一步下降，未有复苏迹象；受房地产融资环境收紧影响，办公楼投资自 2021 年下半年以来快速下降。

2022 年上半年，受房地产行业整体融资趋紧和部分一二线城市疫情阶段性反弹等因素影响，商业地产开发投资端景气度持续走弱。其中，商业营业用房开发投资完成额为 5528.23 亿元，同比下降 8.7%；办公楼开发投资完成额为 2616.27 亿元，同比下降 10.1%（详见图 1）。

图 1 2012 年以来全国商业地产开发投资情况（单位：亿元、%）



数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

（二）销售端

从销售端来看，2022年上半年商业营业用房和办公楼销售景气度有所反弹，但7

月再度走弱。

商业营业用房和办公楼销售额在疫情后均有大幅下降，但2022年上半年的销售市场同比有所回暖。其中，商业营业用房销售额为4228.46亿元，同比增长0.30%；办公楼销售额为2184.81亿元，同比增长10.40%（详见图2）。2022年7月，商业营业用房和办公楼单月销售额环比分别大幅下降53.69%和54.65%，销售景气度再次走弱。

图2 2012年以来全国商业地产销售情况（单位：亿元、%）



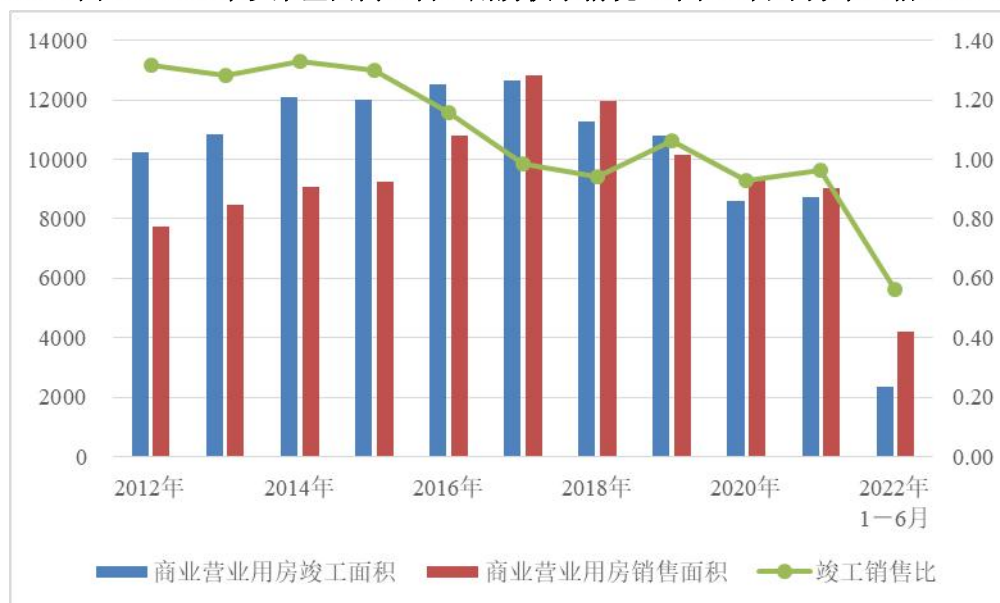
数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

（三）供求关系

从供求情况来看，2022年上半年的竣工销售比较低，主要系商业地产开发投资规模下降、进度减慢所致，行业整体供大于求的状况并未得到根本性改善。

2022上半年，全国商业营业用房和办公楼的竣工销售比分别为0.56倍和0.53倍，主要系竣工面积较少所致，商业营业用房和办公楼的竣工面积同比分别下降30.35%和29.96%，销售端有所回暖但对该指标影响较小（详见图3和图4）。在疫情冲击和房地产融资环境恶化的背景下，商业地产开发投资的规模和进度受到一定影响，但整体供大于求的状况并未得到根本性改善。未来随着城市新区开发推进及宏观经济增速下行影响，商业地产仍将持续面临新增供应消化以及优胜劣汰的压力。

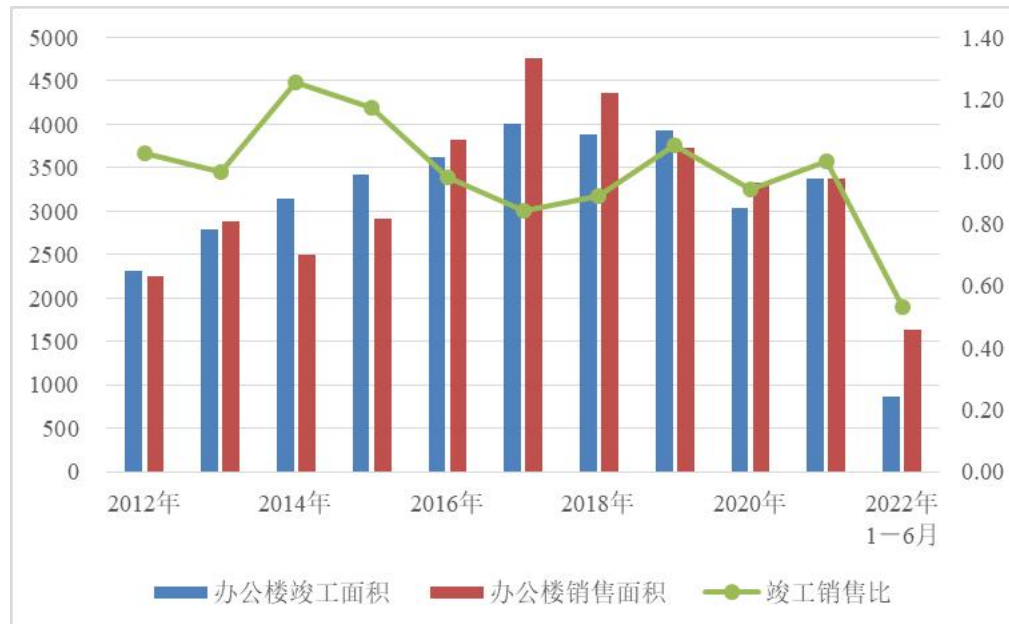
图3 2012年以来全国商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



注：竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求

数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

图4 2012年以来全国办公楼供求情况（单位：万平方米、倍）



注：竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于1说明供不应求，大于1说明供大于求

数据来源：联合资信根据国家统计局数据整理

（四）行业政策

2022年上半年，随着首批保障性租赁住房REITs项目进入审核阶段以及基础设

施 REITs 扩容增速,关于公募 REITs 未来是否将扩容至商业不动产领域引发了一定关注,尤其在房地产行业整体面临一定流动性风险的情况下,融资渠道的拓展将具有重要意义。但从目前情况来看,房企商业不动产项目还未被列入公募 REITs 发行的项目类别里,此前发行的招商蛇口产业园 REITs 的写字楼底层资产也系产业园配套设施。受制于公募 REITs 严格的发行条件以及当前国内商业地产项目的成熟度和运营情况,房企通过发行公募 REITs 来解决短期融资问题的思路暂不具备可行性。

二、重点城市商业地产运营情况

北京、上海、广州和深圳作为四大一线城市,其商业地产运营情况在某种程度上起到了行业晴雨表的作用。2022 年上半年,一线城市零售物业运营整体企稳,但写字楼运营状况仍在下降。

(一) 区域环境

2022 年上半年,北京、广州和深圳 GDP 同比增速均较低,上海 GDP 增速受疫情影响为负值;受疫情持续及经济下行预期影响,北上深消费数据均呈收缩状态,广州消费增速小幅增长。整体来看,2022 年上半年四大一线城市经济活力均有所下降,低位运行(详见表 1)。

表 1 重点城市最新经济及人口统计情况

项目	北京	上海	广州	深圳
2022 年上半年 GDP (亿元)	19352.2	19349.31	13433.80	15016.91
2022 年上半年 GDP 增速(%)	0.7	-5.7	1.0	3.0
2022 年上半年社会消费品零售总额增速(%)	-7.20	-16.1	1.9	0.0
七普常住人口数量(万人)	2189.3	2487.1	1867.7	1756.0
十年常住人口净增加(万人)	228.1	185.2	597.6	713.6
十年常住人口年均增速(%)	1.1	0.8	3.9	5.4

注: GDP 增速以不变价计算

数据来源: 联合资信根据各地方统计局数据整理

(二) 运营情况

1. 北京

整体来看,新冠肺炎疫情对北京市商业地产造成的冲击很大,目前景气度距离疫情前水平仍有较大差距。2022 年上半年,北京市优质零售物业首层租金仍稳定在 35 元/平方米·天左右;优质办公楼租金水平跌破 310 元/平方米·月,下探至 2012 年以

来的最低点。从空置率来看，2022 年上半年优质写字楼的空置率有所上升；优质零售物业空置率在改善后又出现往复情况（详见图 5 和图 6）。

图 5 2012 年至 2022 年上半年北京市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 6 2012 年至 2022 年上半年北京市优质写字楼运营情况



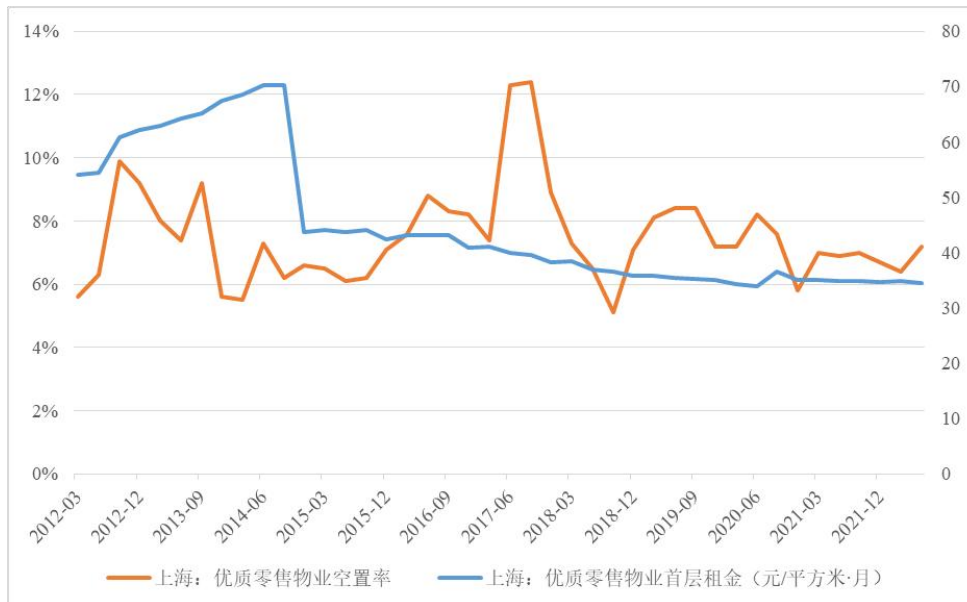
数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

2. 上海

整体来看，尽管 2022 年上半年上海市受疫情影响严重，但其商业地产受到的冲击尚可。零售物业方面，上海市优质零售物业租金水平基本平稳，空置率小幅上升（详见图 7）。写字楼方面，受疫情影响，上海市优质写字楼租金水平仍保持在 280 元/平

方米·月左右，空置率已下降至疫情前水平（详见图 8）。

图 7 2012 年至 2022 年上半年上海市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 8 2012 年至 2022 年上半年上海市优质写字楼运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

3. 广州

整体来看，新冠肺炎疫情对广州市商业地产冲击较大。零售物业方面，近十年来广州市零售物业租金水平稳步下降，空置率原本在 2019 年三季度已下降至 6% 以下，

受疫情影响再度拉升，2022 年上半年已回升至 9.0%（详见图 9）。写字楼方面，近十年来，广州市写字楼市场景气度相对较高，尤其 2016 年以来呈供不应求态势，租金水平有所上扬，空置率大幅下降，2019 年二、三季度广州市优质写字楼空置率低至 4.90%。受疫情影响，广州市优质写字楼租金水平小幅回落，空置率上升较多，2022 年上半年已达到 14.0%，但空置率仍低于其他一线城市（详见图 10）。

图 9 2012 年至 2022 年上半年广州市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 10 2012 年至 2022 年上半年广州市优质写字楼运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

4. 深圳

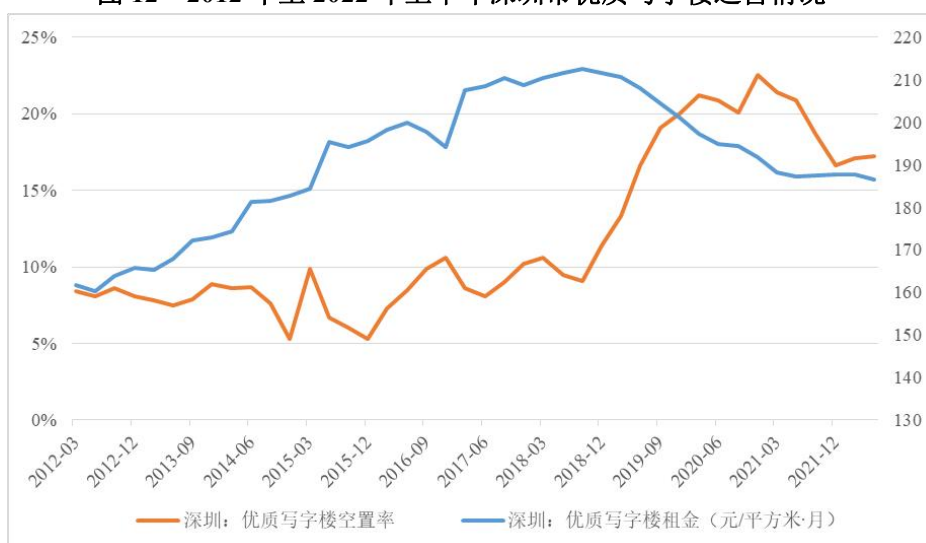
整体来看，深圳市零售物业和写字楼运营状况均有企稳态势。2022 年上半年，深圳市优质零售物业空置率回落至 3.7%，在一线城市中处于最低水平（详见图 11）。写字楼方面，2018 年末以来深圳市写字楼市场结束了持续多年的高景气度，空置率大幅上升 10 个百分点，租金水平持续下降；2022 年上半年，深圳市优质写字楼空置率已回落至疫情前水平，租金水平基本止跌（详见图 12）。

图 11 2012 年至 2022 年上半年深圳市优质零售物业运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

图 12 2012 年至 2022 年上半年深圳市优质写字楼运营情况



数据来源：联合资信根据 Wind 数据整理

5. 综合对比

从四大一线城市的横向对比来看，2022 年上半年，零售物业方面，四大一线城市租金水平平均较为稳定，上海市零售物业空置率受疫情影响有所提升，深圳市零售物业市场呈现较好的活力。写字楼方面，北京市写字楼租金水平下降，但在一线城市中仍处于高水平；广州市写字楼空置率上行，新兴商务区写字楼持续放量和外部环境的不确定性对市场造成一定冲击；上海市和深圳市写字楼市场状况整体企稳（详见表 2）。

表 2 2022 年上半年重点城市商业地产运营情况

项目	北京	上海	广州	深圳
优质零售物业空置率（%）	6.70	7.20	9.00	3.70
优质零售物业首层租金（元/平方米·天）	35.70	34.40	27.70	19.80
优质写字楼空置率（%）	17.80	15.40	14.00	17.20
优质写字楼租金（元/平方米·月）	310.70	278.80	157.70	186.50

资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

（三）商业地产行业发展

大宗物业出售意愿升温，但 2022 年上半年受疫情影响成交额同比下降，宏观经济下行预期对后续商业地产投资意愿有很大影响。

在过去相对宽松的货币环境下，有较多的传统住宅物业开发商转型参与到商业物业的开发建设中。随着行业下行和再融资收紧，面临集中偿债压力的房企急需通过资产处置回笼资金。对于主营住宅地产但持有一定商业物业的房企来说，处置商业物业是回收流动性的首选方案之一，且对于交易价格有所让步。

根据克而瑞数据，2022 年上半年中国内地大宗物业成交总额约 1063 亿元，同比下降 19.4%，上半年多个重点城市受疫情影响较为明显，大宗物业成交不及上年同期，但仍超千亿；房地产行业持续为大宗市场收购方的主力行业，资产加速整合。从上半年大宗交易数据来看，国内自用买家和保险公司是较为活跃的商业物业买家，写字楼和工业物流地产是成交的主要物业类型。随着可供出售的项目或资产包增加、议价空间加大，预计 2022 年下半年商业地产大宗交易较上年半将有所回暖，但在宏观经济下行预期下，商业地产投资意愿难以迅速升温。

商业地产轻资产运营主体集中上市，2021 年业绩整体实现较快增长，关联方为轻资产运营主体业务的重要来源。

2021 年，多家商业地产轻资产运营主体在港股集中上市，并于 2022 年首次披露年度报告。此外，万达商管和龙湖智创的 IPO 申请也在进行中。这些轻资产运营主体的业务范围不尽相同，除了商业地产运营管理收入，有些主体也涵盖了住宅物业管理服务业务。未来商业地产的龙头效应将更加显著，获得外部服务订单的能力对于轻

资产运营企业的持续扩张具有重要作用。

表 3 典型商业地产轻资产运营主体 2021 年业绩情况

企业简称	总收入(亿元)	商业地产运营管理		住宅物业管理服务		来自关联方的收入占比
		收入(亿元)	同比变动	收入(亿元)	同比变动	
万达商管	234.81	234.81	36.55%	--	--	70%
华润万象生活	88.88	35.65	23.15%	53.10	36.72%	63%
龙湖智创	110.68	24.91	143.55%	85.65	57.29%	63%
宝龙商业	24.68	20.17	29.06%	4.47	24.72%	20%
卓越商企服务	34.68	19.62	25.48%	3.19	44.59%	21%
合景悠活	32.60	13.19	189.95%	19.37	82.29%	37%
星盛商业	5.72	5.72	29.47%	--	--	29%
中骏商管	12.31	5.63	50.94%	6.67	54.30%	39%

注：由于各企业披露口径不一致，来自关联方的收入占比仅为估算值

资料来源：联合资信根据各企业 2021 年度报告或招股上市说明书整理

宏观经济下行、房地产行业流动性危机或将加速商业地产细分领域的整合。

2021 年下半年以来，受行业调控政策、住宅销售市场转冷等因素影响，房企流动性压力加剧并迅速蔓延，对于商业地产开发投资也造成冲击。在过去相对宽松的货币环境下，商业地产行业进入门槛较低，有较多的传统住宅物业开发商参与到商业物业的开发建设中。随着房地产行业的加速出清，财务优质的房企可加速商业地产领域的布局和整合，房地产行业的资金和人才有望向商业地产转移。此外，地方政府在规划和出让商业地块时也将更加谨慎，在商业地产细分领域具备突出运营能力的房企将获得更多机会。

当前受到复杂国际环境和国内多地散发疫情的影响，国内经济面临下行压力，稳就业压力较大，居民收入增长放缓。商业地产与宏观经济周期保持较强的正相关性，未来一段时期，商业地产景气度仍将持续面临挑战。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。