



2024 年商业地产行业回顾与 2025 年信用风险展望

联合资信 工商评级 | 罗星驰 | 曹梦茹

2024 年商业地产行业在销售端延续去库存态势，新增供应持续缩减，开发投资低迷。运营方面，部分一线城市商场类物业出现企稳改善迹象，但办公楼物业出租率和租金水平均仍处于下行通道。

展望 2025 年，随着商场类物业过去几年较为倚赖的餐饮业态出现下滑态势，国家是否能针对消费端出台强力刺激政策对于商场类物业将有较大影响；在经济增长面临较多不确定性因素的环境下，办公楼租金收入预计仍将下行；商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，影响利润水平和长期偿债能力。2025 年行业到期债券规模同比下降，除部分企业面临集中偿债压力外，商业地产行业整体信用风险基本维持稳定。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



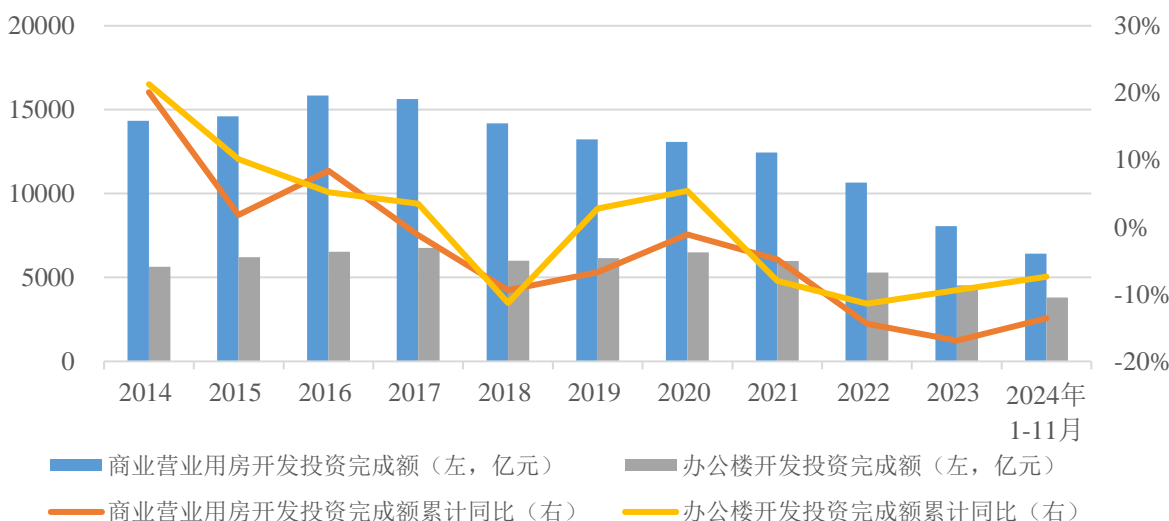
一、商业地产行业 2024 年运行概况

2024 年，中国宏观经济延续恢复向好态势，外需有所回暖，但内需仍面临较大挑战，房地产市场于四季度在核心城市出现一定回暖迹象，但整体仍处于调整转型过程中。在商业地产领域，新开工面积进一步走低，但开发投资完成额降幅有所收窄，办公楼销售额降幅基本稳定但商业营业用房销售降幅扩大，随着新增供应的整体缩减，延续去库存态势。

（一）开发投资端

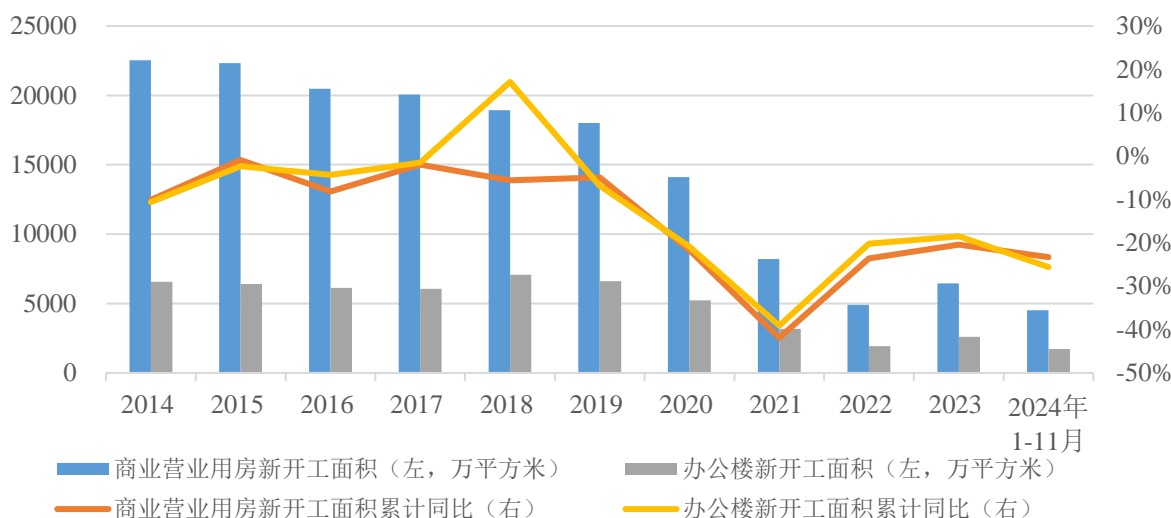
2024 年 1—11 月，商业营业用房及办公楼开发投资完成额延续下行趋势但降幅有所收窄，新开工面积降幅扩大，未来几年商业地产新增供应量预计将显著下滑。

2024 年前三季度，我国国内生产总值同比增长 4.8%，经济总体运行平稳，但依然面临着国内有效需求不足、企业经营压力较大的挑战。房地产作为重点风险领域之一，上半年开发投资完成额同比降幅进一步扩大。从商业地产细分行业来看，2024 年 1—11 月，商业营业用房开发投资完成额为 6430.06 亿元，新开工面积为 4516.56 万平方米，同比分别下降 13.6%和 23.3%；办公楼开发投资完成额为 3802.89 亿元，新开工面积为 1723.67 万平方米，同比分别下降 7.4%和 25.6%。商业营业用房和办公楼开发投资完成额降幅有所收窄，但新开工面积降幅均有所扩大，预计未来几年商业地产新增供应量将显著下滑。



数据来源：国家统计局，联合资信整理

图 1.1 全国商业地产开发投资情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

图 1.2 全国商业地产新开工面积情况

（二）销售端

2024 年 1—11 月，实体商业运营面临较大挑战，宏观经济增速影响办公楼需求，商业地产整体去化承压，商业营业用房和办公楼销售额降幅均在 10% 以上。

2024 年 1—11 月，全国消费市场整体有所复苏，商品零售额和餐饮收入同比分别增长 3.2% 和 5.7%。从不同业态来看，限额以上零售业单位中，百货店和品牌专卖店零售额同比分别下降 2.9% 和 0.7%，实物商品网上零售额同比增长 7.4%（占社会消费品零售总额的 26.7%），实体商业运营在电商冲击下仍面临较大挑战。同期，商业营业用房销售额 4995.86 亿元，同比下降 13.4%，降幅有所扩大。办公楼方面，宏观经济景气度和租金水平的整体持续下调对办公楼销售形成较大压力，2024 年 1—11 月办公楼销售额 2687.95 亿元，同比下降 13.0%，降幅较上年基本保持稳定。

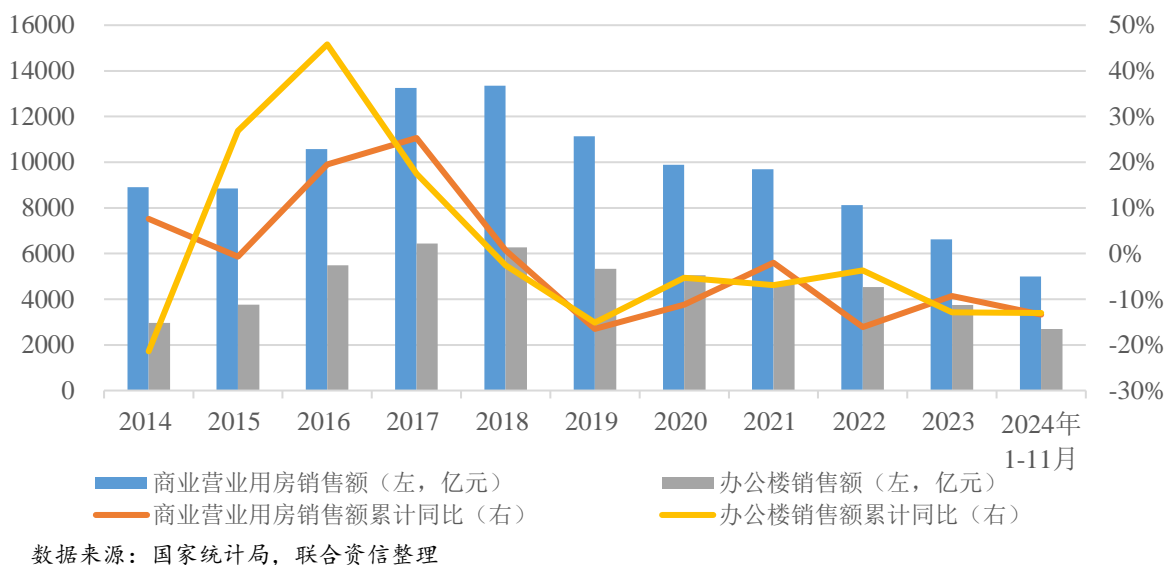


图 1.3 全国商业地产销售额情况

（三）供求关系

2024年1-11月，商业营业用房和办公楼新增供应量处于低位，后续去库存仍有赖于需求的提振和投资回报率的改善。

近年来商业地产供需规模持续缩减，同时受房地产企业流动性压力等因素影响，供需格局存在较大波动。2024年1-11月，商业地产新增供应量创近年来的新低，商业营业用房和办公楼的竣工销售比均在0.6倍左右，行业处于大量存量项目去库存阶段。后续商业地产供求矛盾的缓解仍有赖于宏观经济提振需求，加之当前商业地产项目投资回报率处于较低水平，行业仍将持续面临库存消化及优胜劣汰的压力。

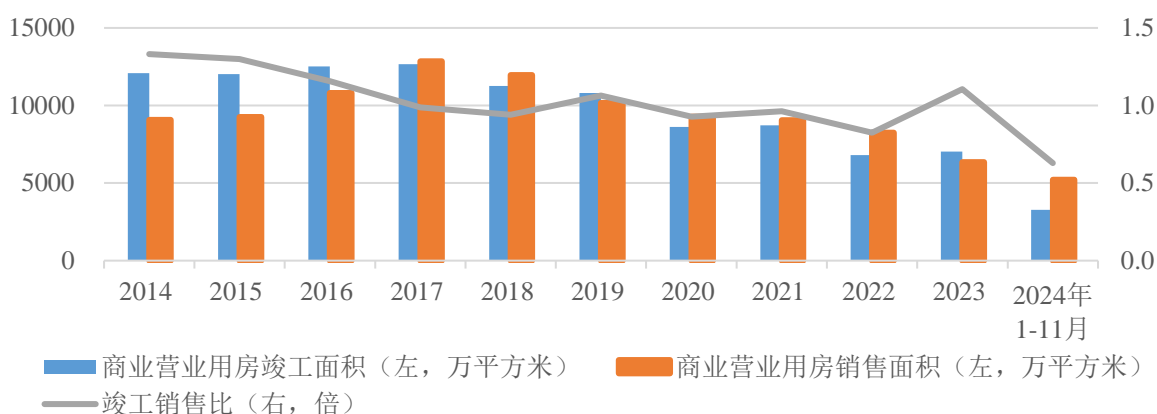
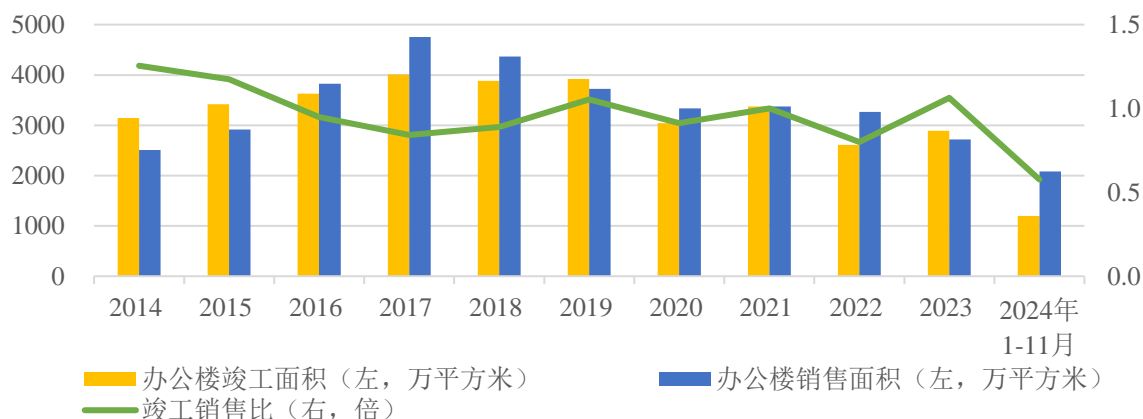


图 1.4 全国商业营业用房供求情况



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：国家统计局，联合资信整理

图 1.5 全国办公楼供求情况

（四）行业政策

基础设施 REITs 进入常态化发行阶段，消费基础设施资产可申报项目范围进一步明确，发行效率有望提升。

2024 年 7 月 26 日，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（以下简称“1014 号文”），标志着基础设施 REITs 进入常态化发行阶段。在消费基础设施资产方面，1014 号文规定可申报的项目包括百货商场、购物中心、商业街区、商业综合体、农贸市场等城乡商业网点项目，家居、建材、纺织等各类专业市场项目，以及保障基本民生的社区商业项目。与消费基础设施物理上不可分割、产权上归属于同一发起人（原始权益人）的酒店和商业办公用房，可纳入项目底层资产，其建筑面积占底层资产总建筑面积比例合计原则上不得超过 30%，特殊情况下最高不得超过 50%。此外，1014 号文进一步规范了相关申报推荐和审核发程序，有利于提升审核质量与效率。未来随着消费基础设施 REITs 逐步发展完善，将有望成为商业地产企业的重要退出途径，有利于行业的健康发展。

二、重点城市商业地产运行情况

2024 年前三季度，四大一线城市零售物业运营表现分化，其中深圳运营表现改善、上海运营表现企稳、北京和广州仍处于以价换量的租金下行阶段。写字楼方面，四大一线城市写字楼租金水平尚未止跌，空置率上升至 20% 左右且尚未完全企稳。

（一）区域环境

2024 年前三季度，四大一线城市 GDP 同比均保持增长，其中北京和深圳 GDP 增速高于全国平均增速，广州 GDP 表现受汽车工业拖累较大。消费方面，四大一线城市社会消费品零售总额增速均低于全国平均水平，整体消费预期趋于谨慎，房价下跌对于居民消费抑制能力较强，消费内生修复较为缓慢。

表 2.1 重点城市最新经济及人口统计情况

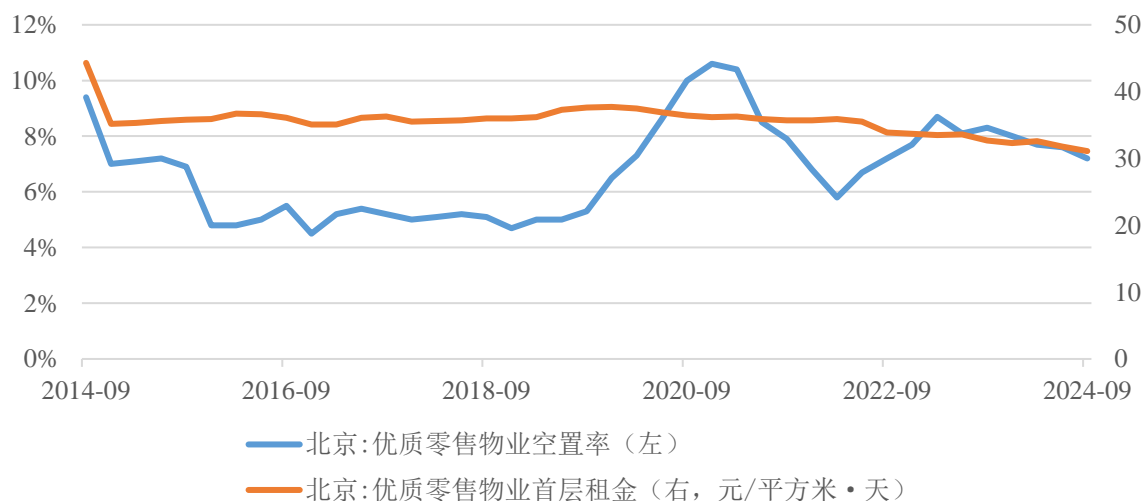
项目	北京	上海	广州	深圳	全国
2024 年前三季度 GDP（亿元）	33462.0	34389.18	22149.95	25934.28	949745.7
2024 年前三季度 GDP 增速（%）	5.1	4.7	2.0	5.4	4.8
2024 年 1—10 月社会消费品零售总额增速（%）	-1.3	-2.0	0.5	1.0	3.5

数据来源：国家统计局及各地方统计局，联合资信整理

（二）运营情况

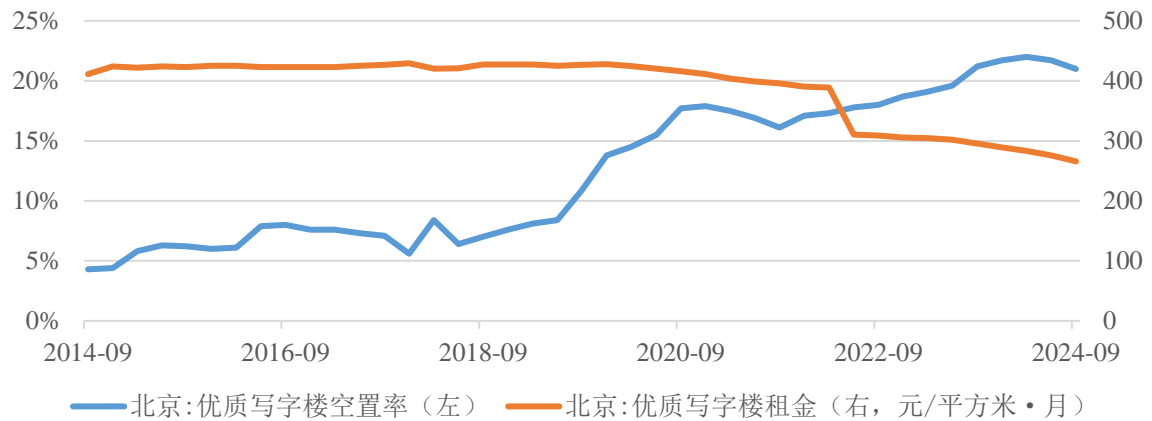
1. 北京

2024 年前三季度，北京优质零售物业空置率和首层租金均呈持续下降，存在一定的以价换量现象；优质写字楼空置率有一定的企稳回落态势，但租金水平仍未止跌，写字楼运营仍面临较大压力。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 北京市优质零售物业运营情况

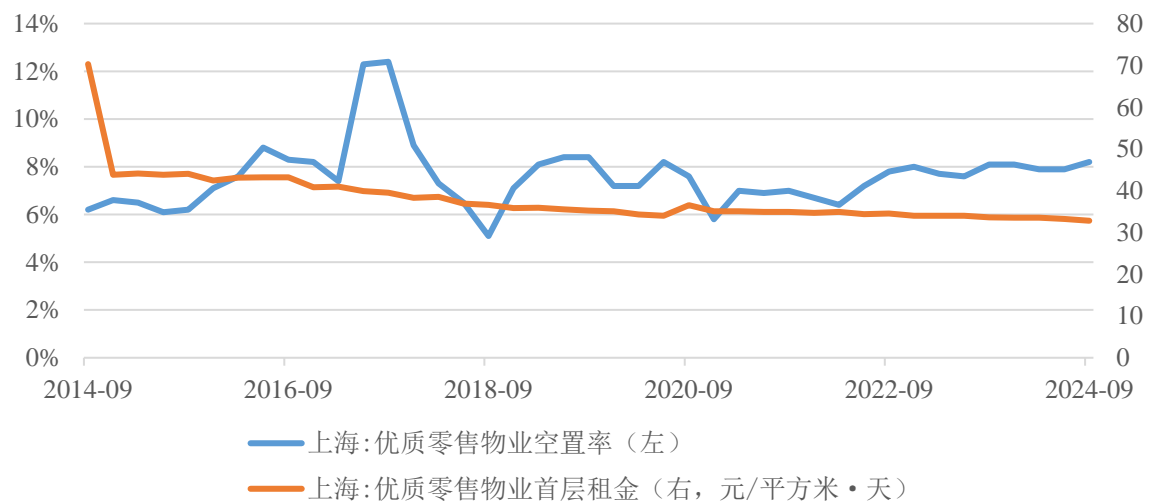


数据来源: Wind, 联合资信整理

图 2.2 北京市优质写字楼运营情况

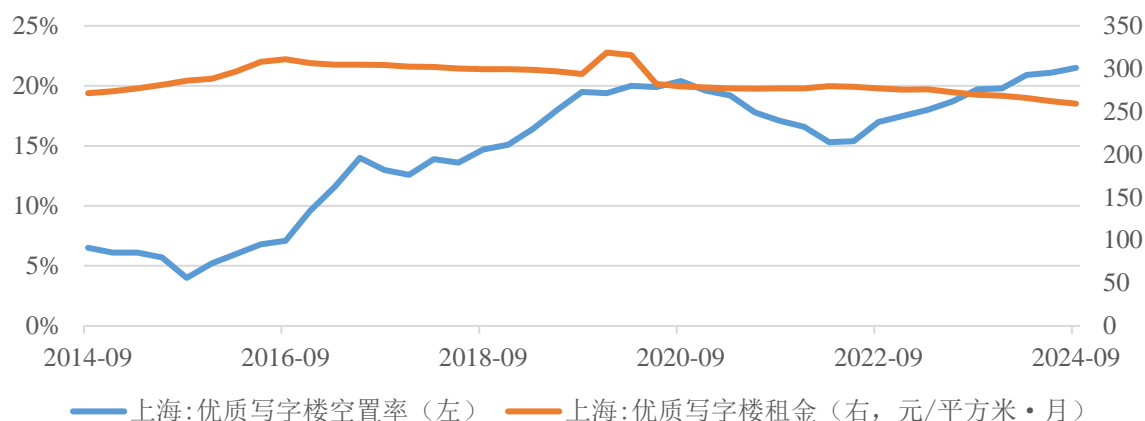
2. 上海

2024 年前三季度，上海市优质零售物业和租金水平基本保持平稳，若不考虑出行限制期间的的影响，与 2018—2019 年的运营表现相比变化不大。写字楼方面，前三季度上海市优质写字楼空置率仍持续走高，超过历史峰值，且租金水平仍呈小幅下跌趋势。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 2.3 上海市优质零售物业运营情况

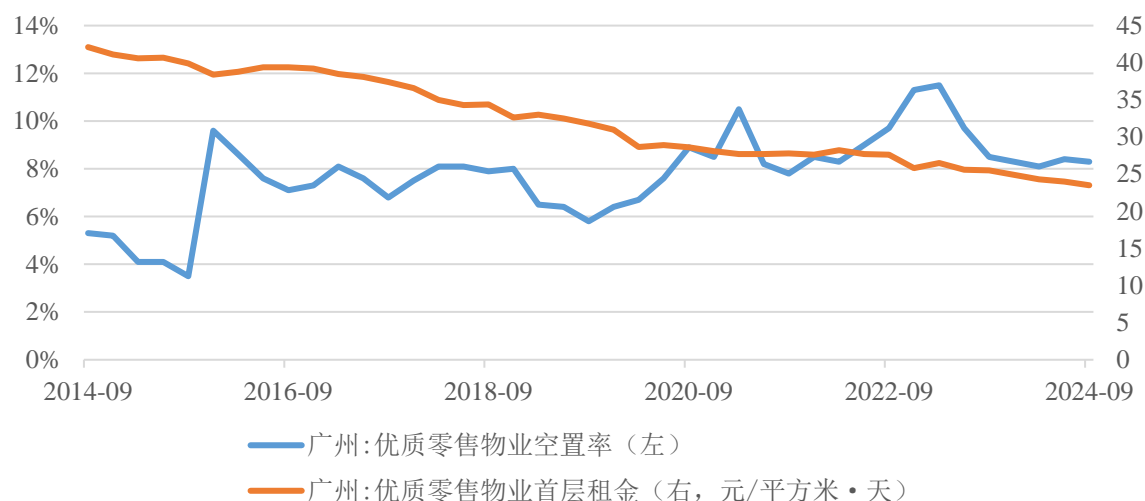


数据来源: Wind, 联合资信整理

图 2.4 上海市优质写字楼运营情况

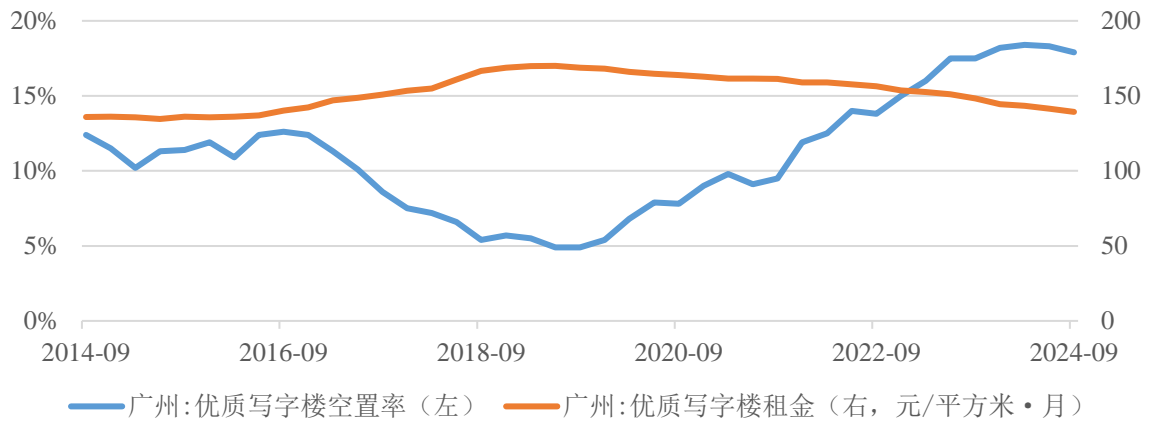
3. 广州

2024 年前三季度，广州市优质零售物业空置率基本企稳，租金水平延续下跌态势；优质写字楼空置率自 2020 年以来大幅上升，当前有一定的企稳态势，但租金水平下跌幅度较大，整体呈现以价换量的走势，2019 年以来的大量新增供应入市以及宏观经济增速压力对区域市场造成较大冲击。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 2.5 广州市优质零售物业运营情况

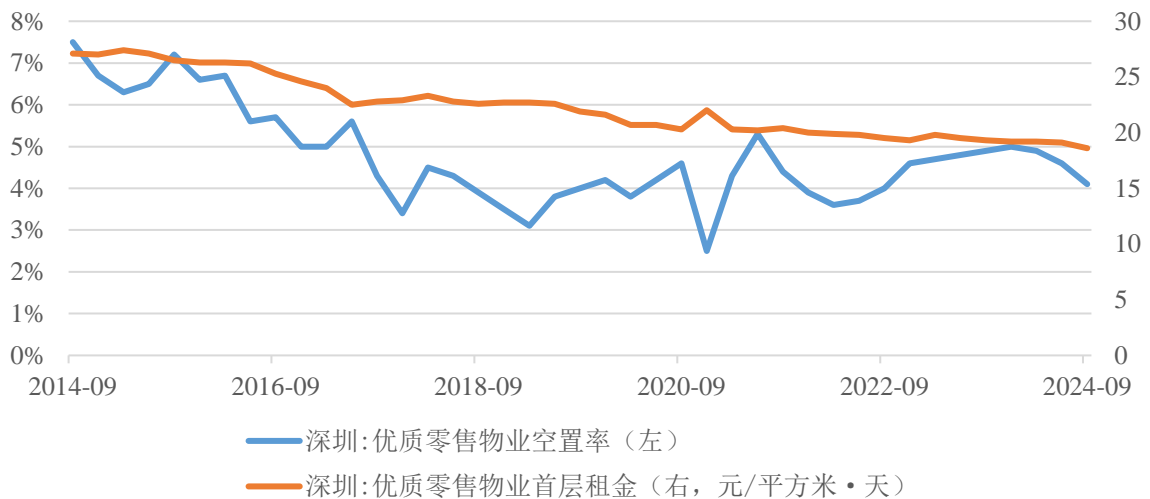


数据来源: Wind, 联合资信整理

图 2.6 广州市优质写字楼运营情况

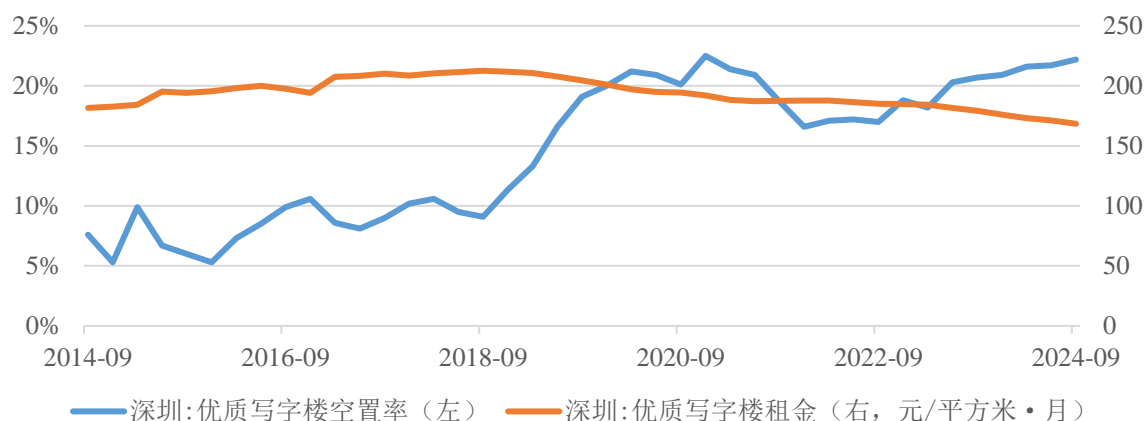
4. 深圳

2024 年前三季度, 深圳市优质零售物业空置率小幅回落, 租金水平基本保持稳定, 运营状况有所改善; 优质写字楼运营压力仍在加大, 空置率进一步上升, 租金水平仍处于持续下行通道, 写字楼整体供大于求的竞争态势较为显著。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 2.7 深圳市优质零售物业运营情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 2.8 深圳市优质写字楼运营情况

5. 综合对比

从四大一线城市的横向对比来看, GDP 增速和社会消费品零售总额增速均相对较高的深圳在零售物业市场方面呈现较高的活力, 其空置率显著低于其他三个城市; 写字楼方面, 一线城市优质写字楼空置率均仍在 20%左右, 北京和上海的写字楼租金水平远高于广州和深圳。

表 2.2 2024 年前三季度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 (%)	7.2	8.2	8.3	4.1
优质零售物业首层租金 (元/平方米·天)	31.1	32.8	23.5	18.6
优质写字楼空置率 (%)	21.0	21.5	17.9	22.2
优质写字楼租金 (元/平方米·月)	265.8	259.2	139.3	168.4

数据来源: Wind, 联合资信整理

三、商业地产企业发债情况

本报告中采用的商业地产发债企业样本主要为租金收入占其营业总收入 60%以上或持有型物业租赁收益贡献及经营活动现金流入量不低于上述各项总额 50%的境内尚有存续信用债券的发行主体, 共计 17 家。

(一) 存续债券情况

从商业地产发债企业情况看, 目前存续的发债主体评级均在 AA⁺以上, 整体信用等级较高, 其中 AAA 级共 8 家, AA⁺级共 4 家, 企业性质以大型央国企为主, 部分发债主体近一年内无公开评级。目前商业地产存续债券余额前三位分别为陆家嘴系企

业、张江高科和普洛斯，其债券余额占存续债券总余额的比重分别为 33.86%、10.77% 和 9.31%。

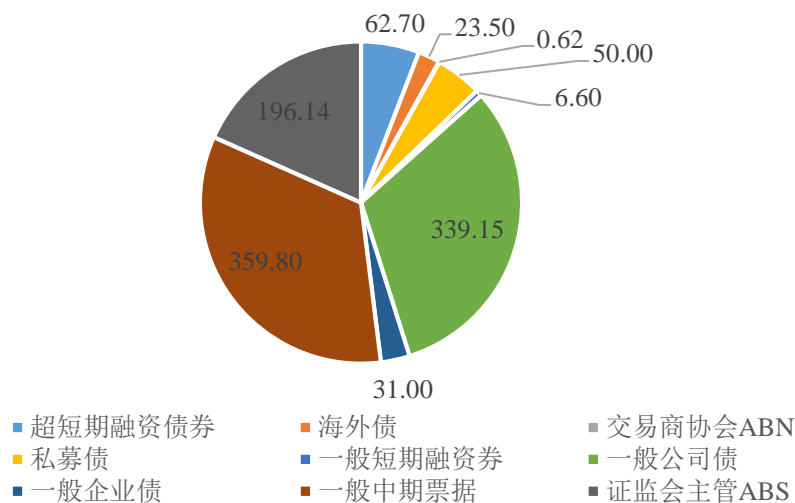
表 3.1 境内主要发债商业地产企业概况（单位：亿元）

企业名称	企业性质	是否上市	最新评级	存续债券
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	国企	上市（A+B 股）	AAA	186.20
上海陆家嘴(集团)有限公司	国企	非上市	AAA	175.97
上海张江高科技园区开发股份有限公司	国企	上市	AAA	115.20
普洛斯中国控股有限公司	外资	非上市	AAA	99.58
上海新长宁(集团)有限公司	国企	非上市	--	87.77
中粮置业投资有限公司	央企	非上市	AAA	83.69
义乌中国小商品城控股有限责任公司	国企	非上市	AA+	75.00
浙江中国小商品城集团股份有限公司	国企	上市	AAA	65.00
上海金外滩(集团)发展有限公司	国企	非上市	AAA	45.00
红星美凯龙家居集团股份有限公司	国企	上市（A+H 股）	--	41.04
大连万达商业管理集团股份有限公司	民企	非上市	--	36.74
中国金茂(集团)有限公司	央企	非上市	--	21.00
宝湾物流控股有限公司	国企	非上市	AA+	15.62
海宁中国皮革城股份有限公司	国企	上市	--	12.70
中国国际贸易中心有限公司	中外合资	非上市	AAA	5.00
星河实业(深圳)有限公司	民企	非上市	AA+	2.00
上海浦东软件园股份有限公司	央企	非上市	AA+	2.00

注：1. 表中存续债券指发行人公司本部发行的债券，不含子公司发行的债券；2. “--”表示近一年内无公开评级数据来源：Wind，联合资信整理

（二）债券发行情况

从融资渠道看，商业地产发债企业本部的发债品种以公司债和中期票据为主；从发行期限看，中期票据发行期限以 3 年期为主，公司债发行期限主要集中在 3~5 年期。截至 2024 年 12 月 18 日，商业地产发债企业存续债券余额合计约 1609.50 亿元，其中存续中期票据和公司债数量分别为 44 只和 35 只，存续债券余额占债券总余额的比重分别为 33.64%和 31.71%。

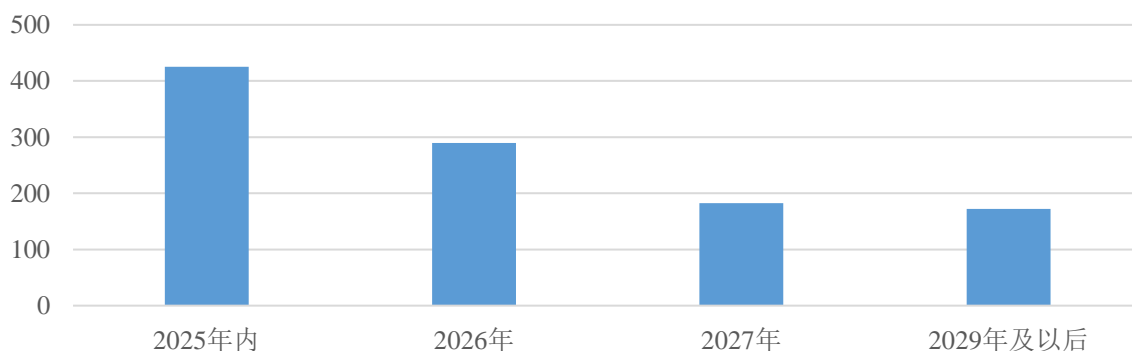


数据来源: Wind, 联合资信整理

图 3.1 商业地产发债企业存续债融资渠道情况 (单位: 亿元)

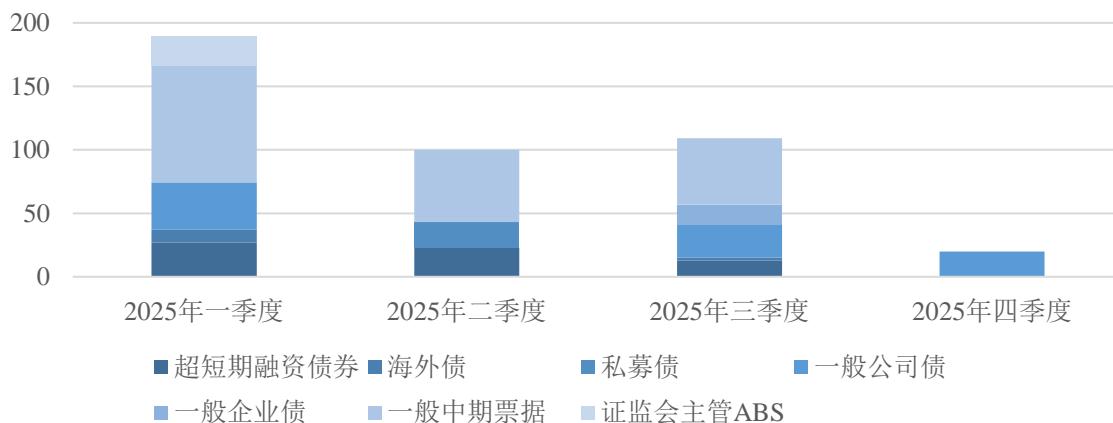
(三) 债券到期情况

从商业地产发债企业存续债券到期情况看, 于 2025 年内到期的商业地产存续债券规模合计约 425.28 亿元, 占存续债券总额的 39.76%; 从存续债券 2025 年四个季度到期分布情况看, 商业地产企业在 2025 年一季度到期的债券规模较大, 商业地产企业存在一定短期债务集中兑付压力。



注: 存续债数据获取截点为 2024 年 11 月末; 存续债券到期情况考虑回售期; 2025 年内到期债券含 2024 年 12 月到期债券余额 37.00 亿元, 下同
数据来源: Wind, 联合资信整理

图 3.2 商业地产发债企业存续债券到期分布情况 (单位: 亿元)

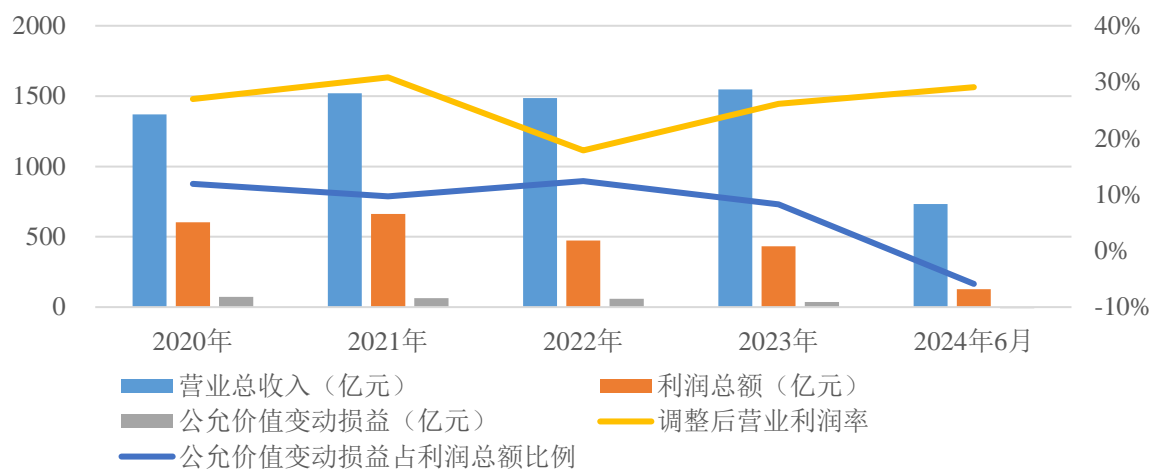


数据来源: Wind, 联合资信整理

图 3.3 商业地产存续债券 2025 年内到期情况 (单位: 亿元)

(四) 企业盈利能力

本小节分析采用的商业地产企业样本为投资性房地产采用公允价值计量的商业地产发债主体。2020—2023 年, 样本企业合计营业总收入规模逐年波动增长, 但利润总额自 2021 年以来持续下降, 整体盈利指标弱化, 公允价值变动收益在样本企业利润总额中占比较高。2023 年及 2024 年 1—6 月, 样本企业平均调整后营业利润率明显回升, 但受宏观经济增速下行影响, 商业地产企业仍面临盈利能力减弱风险。此外, 近年来因流动性风险急于通过商业地产资产处置回笼现金的房企较多, 大宗交易挂牌项目数量较多但投资意愿降低, 商业物业可变现价值减弱, 2024 年 1—6 月样本企业公允价值变动损益合计值转为负数, 面临评估减值风险。



注：普洛斯中国控股有限公司相关数据根据历史即期汇率进行换算；调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用-财务费用）/营业总收入*100%
数据来源：Wind，联合资信整理

图 3.4 商业地产发债企业盈利能力情况

四、2025 年商业地产行业展望

在零售业态需求不振的环境下，过去几年商场类物业较为倚赖的餐饮业态于近半年内增速持续走弱，2025 年商场类物业面临一定的运营挑战。

2024 年中国居民消费增速放缓的态势较为显著，经济刺激政策仍主要作用于投资端，对于消费端的刺激作用不足。从上半年数据来看，实体零售运营承压但餐饮收入同比实现较快增长，宏观经济增速较稳定的核心城市零售物业运营有企稳乃至回暖态势；但自下半年起，重点城市社零数据表现恶化，餐饮收入增速逐月萎缩，使得近年来餐饮业态占比持续提升的商场类物业将面临一定挑战。在人均可支配收入增速下降、就业的悲观情绪、房价下跌居民财富缩水、网购占比持续上升等因素影响下，商场类物业运营表现的整体改善将有赖于经济结构向消费端的转型。展望 2025 年，若国家针对消费端出台强力刺激政策，商场类物业的运营表现将有望加速回暖，否则短期内预计仍将处于筑底调整阶段。

办公楼租金水平预计仍将处于下行通道，面临租金收入下降风险。

2024 年外贸进出口表现对于中国经济起到了较大的提振作用，但外需增势并不稳固以及内需低迷使得宏观经济增长仍然承压，房地产行业虽在政策刺激下于核心城市出现改善迹象但整体风险仍有待化解。展望 2025 年，全球经济形势面临较多不确定性，中国外贸表现可能受到美国贸易保护政策的一定冲击，在中国宏观经济增速承压的环境下，办公楼运营压力仍然很大。

商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，影响利润水平和长期偿债能力。

2024 年商业地产大宗交易市场交易活跃度较上年有所提升，但购买者中较大比例为自用型买家、出售者中较大比例为面临财务困境的企业，资产折价成交的状况较显著。在资产可变现价值缩减和租金收入下降的趋势下，商业地产企业面临投资性房地产公允价值波动风险。从商业地产企业 2024 年半年报及三季报的财务表现来看多数企业公允价值变动收益转为负数，预计未来一段时期评估减值仍将对商业地产企业利润造成一定侵蚀，资产可变现价值对于有息债务的保障倍数也将下降。

2025 年行业到期债券规模同比下降，除部分企业面临集中偿债压力外，商业地产行业整体信用风险基本维持稳定。

经过 2024 年的偿债高峰，2025 年商业地产行业到期债券规模由上年的约 600 亿元下降至约 400 亿元，面临债券到期的商业地产企业大部分为融资能力强、经营状况稳健的央国企。对于非国有背景的商业地产企业，大连万达商业管理集团股份有限公司将于 2024 年底和 2025 年初面临约 25 亿元的债券集中到期压力，于 2025 年下半年到期债券规模 7.74 亿元；普洛斯中国控股有限公司到期债券规模 15.70 亿元，偿付压力较上年显著减轻；星河实业（深圳）有限公司到期债券规模 2.00 亿元，偿付压力可控。整体来看，除部分企业面临流动性风险考验，2025 年商业地产发债企业整体偿债风险较为可控。

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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。