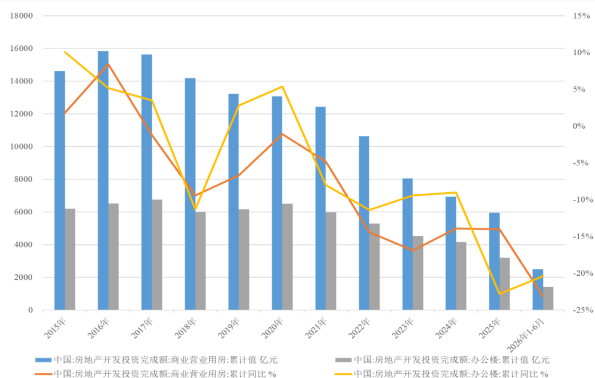


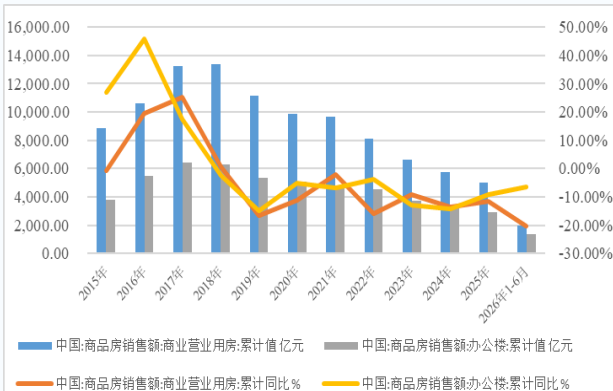
房地产租赁经营行业 2026 年半年度信用风险展望

(2026 年 8 月) 工商评级二部

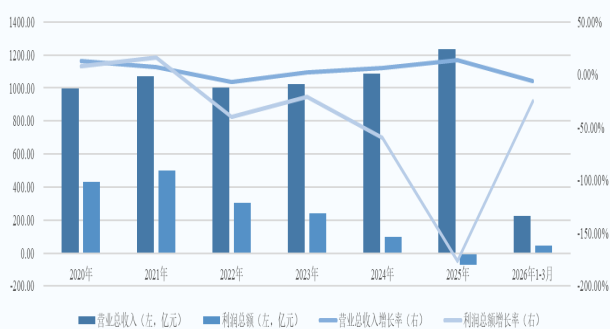
全国房地产租赁经营开发投资情况



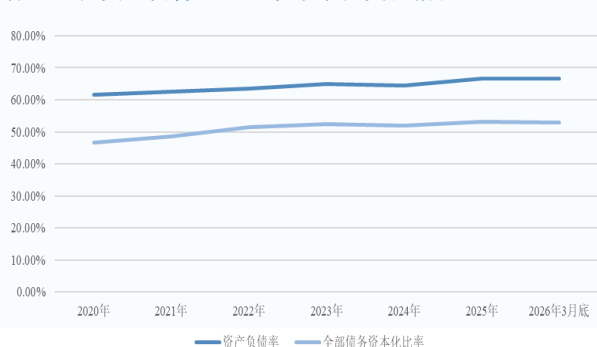
全国房地产租赁经营销售情况



房地产租赁经营发债企业成长性指标变化情况



房地产租赁经营行业杠杆水平指标变化情况



房地产租赁经营行业信用风险展望 | 2026 半年度

联合资信认为,2026 年上半年房地产租赁经营行业信用风险主要聚焦于以下三方面:一是商办市场结构性分化显著,非核心片区物业租金持续下行,空置率走高,企业经营性现金流的不确定性显著放大;二是市场资本化率上行推动投资性房地产估值回调,持续侵蚀账面利润,进一步压缩企业偿债的安全边际;三是存量债券 2027—2029 年集中到期,叠加非核心区域低效资产处置难度大,企业流动性接续压力突出,中长期信用隐患不容忽视。预计未来行业信用风险将维持当前水平,总体保持稳定。

摘要

- 2026 年一季度,依托存量与增量政策协同发力,财政前置发债、货币结构性宽松,经济实现超预期开局,为房地产租赁经营行业的复苏奠定了外部基础,但消费复苏内部分化,内需传导至商办租赁存在明显时滞,行业基本面筑底周期长于宏观经济复苏周期。
- 政策端,住房租赁配套政策落地,商业不动产 REITs 于 6 月落地发行,为行业存量盘活、轻资产转型提供长效资金渠道。
- 行业竞争格局持续出清,资源向拥有优质区位资产、成熟运营体系的头部主体集中;财务层面,行业盈利受物业公允价值下行拖累,短期偿债缓冲偏弱,整体杠杆水平维持中高位。
- 债券市场方面,2026 年 1—7 月样本企业以 3 年期一般公司债为主要融资工具,发行主体信用等级仅为 AAA、AA⁺,年内未出现任何主体信用迁徙;存量债券兑付集中在 2027 至 2029 年,中短期再融资流动性风险凸显。
- 当前行业整体仍处于筑底阶段,仅核心城市优质商办、产业园区项目租金韧性较强,具备存量调改与资产证券化运作能力的企业长期发展优势显著。非核心区域低效物业去化压力持续,资产质量偏弱的中小主体信用风险需重点跟踪。



公司邮箱: lianhe@lhratings.com 网址: www.lhratings.com
电话: 010-85679696 传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层

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

一、行业基本面

1 宏观环境

2026 年一季度依托存量与增量政策协同发力，财政前置发债、货币结构性宽松，经济实现超预期开局，为房地产租赁经营行业的复苏奠定了外部基础，但消费复苏分化，压力仍存，行业经营环境依然承压。

房地产行业作为国民经济的重要支柱，不仅可直接推动经济增长，还具有很强的关联效应，呈现出显著的周期性特征。房地产租赁经营行业作为房地产的细分行业，主要受到国民经济整体发展速度、人口、城市化水平及社会消费能力等因素的影响，与宏观经济周期保持很强的正相关性，具有很强的周期性。

图表 1 • 2025 年及 2026 年 1 季度全国及一线城市宏观经济概况

区域	地区生产总值（万亿元）	地区生产总值增速 (不变价累计同比)	社会消费品零售总额增速	最新人口统计（万人）
全国	140.19	5.0%	3.7%	140489
北京	5.21	5.4%	-2.9%	2180
上海	5.67	5.4%	4.6%	2485
广州	3.20	4.0%	5.5%	1910
深圳	3.87	5.5%	2.3%	1825
2026 年 1—3 月				
全国	33.42	5.0%	2.4%	--

注：最新人口统计广州、深圳为 2024 年底数据；城市人口统计口径为常住人口；括号内数据表示增速较上年同期变化
 数据来源：国家统计局及各地方统计局，联合资信整理

2025 年全国一线城市中北上深增速均超过全国平均，对全国经济增长的支撑作用突出。全国消费增长在 2025 年逐步放缓，2026 年初增速进一步回落，整体消费复苏仍面临压力；但一线城市内部分化明显，广州、上海 2026 年初消费增速明显提升，北京虽然边际改善但仍处于负增长区间，后续消费修复仍需政策支持。2025 年全国人口负增长趋势延续，减少规模有所扩大；一线城市中北京人口持续小幅流出，上海人口波动，深圳仍保持人口净流入，人口向核心城市集聚的趋势仍在延续，但不同城市吸引力出现分化。

整体来看，宏观环境平稳增长为房地产租赁经营行业的企稳复苏奠定了外部基础，但行业经营环境的改善仍有待内需的进一步释放。需注意的是，2026 年一季度的“超预期”主要依赖基建投资前置和出口抢单拉动，而社会消费品零售总额增速（2.4%）仍低于 GDP 增速（5.0%），作为商办租赁核心驱动力的内需消费尚未实质性回暖。因此，宏观总量回暖向写字楼空置率及商场租金的传导存在明显时滞，行业基本面的筑底周期将长于宏观经济复苏周期。

2 行业政策与监管环境

《住房租赁条例》落地配套资金监管、税收优惠及保障性住房再贷款等扶持政策，叠加“十五五”规划顶层指引，持续整治行业乱象、降低运营成本，助力机构化租赁主体扩容与保租房建设提速。商业不动产 REITs 规则正式落地，交易所优化审核流程，首批产品已于 2026 年 6 月底挂牌。叠加保租房 REITs 常态化扩募、纳入沪深港通等机制，打通租赁企业资本退出路径，推动行业向轻资产模式转型，吸引长期资金盘活存量物业，租赁行业规范化、资本化发展格局基本成型。

2025 年 7 月 21 日，国务院发布《住房租赁条例》（以下简称《条例》），自 2025 年 9 月 15 日起施行。《条例》通过规范房源信息、资金监管等，旨在稳定租赁关系，促进市场高质量发展，并推动租购并举的住房制度。2026 年一季度全国落地租赁押金第三方托管、租金专户监管配套细则，叠加央行 3000 亿元保障性住房再贷款投放、规模化租赁企业增值税及房产税优惠政策落地实施，从资金风控与运营成本两

端为行业减负。过去长租公寓发展初期，因缺乏退出渠道、企业资金压力和自持运营压力大而发展受限，如今随着市场逐步规范和成熟、租赁住房 REITs 常态化扩募，叠加市场化长租公寓被正式纳入公募 REITs 申报范围，其作为主流资产类别的地位得以确立，未来发展政策环境良好。目前我国住房租赁企业的市场份额很低，大量住房租赁来自居民家庭自有房源，与美国等成熟的长租公寓市场相比，我国长租公寓市场占有率仍有较大提升空间。《条例》的出台叠加“十五五”规划纲要对存量房源盘活、机构化租赁运营的顶层部署，将有助于专业化规模化住房租赁企业的培育，未来保障性租赁住房有望加速发展。

2025 年 11 月 28 日，证监会就《关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告(征求意见稿)》(以下简称《公告》)公开征求意见；该文件于 2025 年末正式发布实施，证监会同步出台不动产 REITs 高质量发展配套通知，简化 REIT 扩募限制、推动租赁类 REITs 纳入沪深港通投资标的。《公告》主要包括：明确商业不动产 REITs 的定义，即通过持有商业不动产以获取稳定现金流并向基金份额持有人分配收益的封闭式公募基金；规定基金注册及运营管理要求，明确基金管理人及基金托管人、尽职调查、申请材料、商业不动产等方面要求，以及基金管理人的主动运营管理责任；强调发挥基金管理人和专业机构作用，压紧压实责任，要求严格遵守执业规范和监管要求；强化监管责任，明确各监管机构依法依规履行商业不动产 REITs 监管和风险监测处置等职责，沪深交易所同步精简商业不动产 REITs 审核时限，提升项目上市效率，截至 2026 年 6 月底首批试点项目已完成挂牌上市。

商业不动产 REITs 试点的实施可为房地产租赁经营企业退出渠道，有利于推动企业向轻资产运营模式进行转型。同时，引入商业不动产 REITs 丰富了资产配置选择，通过吸引保险、养老金等长期资金入市，可有效提升市场活跃度。通过市场化定价引导资金流向优质资产，可促进行业专业化管理和存量资产价值提升。然而，需辩证看待的是，REITs 发行要求底层资产按市场公允价值计量。在当下资本化率上行、投资性房地产估值普遍承压的背景下，资产估值下行不仅直接侵蚀账面利润，也可能导致原始权益人面临“折价发行”困境，从而制约 REITs 短期内的实际融资规模与盘活效率。中长期来看，唯有运营能力突出、能够稳定提升 NOI(净营运收入)的优质资产，方能充分享受 REITs 常态化扩募的制度红利。

3 行业运行情况

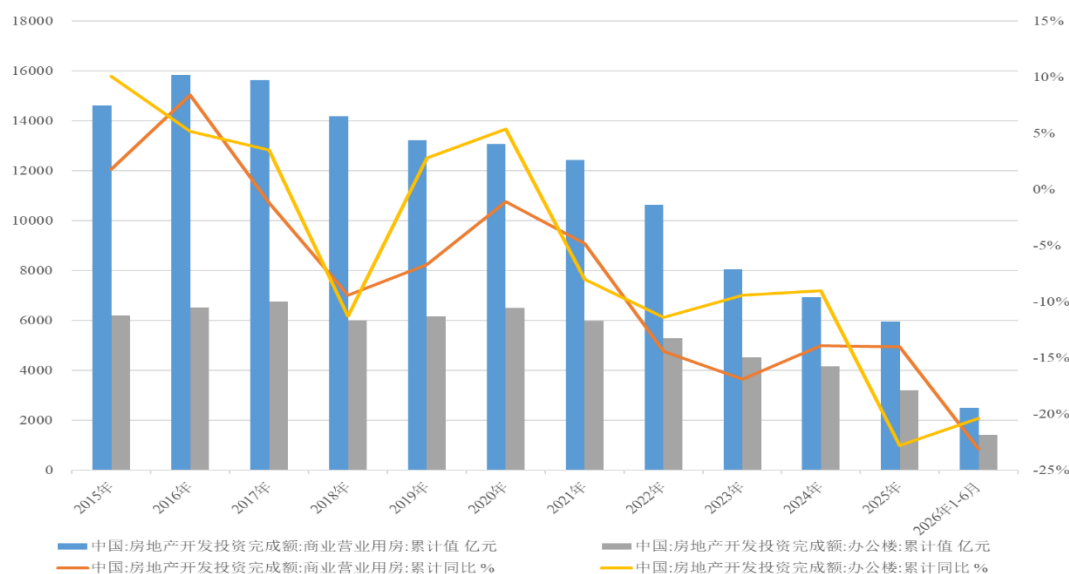
(1) 开发投资端

2026 年上半年商业地产开发各项指标延续 2025 年下行走势，商业营业用房投资、开工规模持续收缩；办公楼投资同比下跌 20.40%，新开工面积同比降幅扩大至 35.00%，下行压力加大。受市场空置高企、租金承压、企业扩张需求不足影响，房企普遍搁置非核心区域新建项目，行业开发模式由增量建设转向存量盘活，新增开发投资意愿持续走弱。

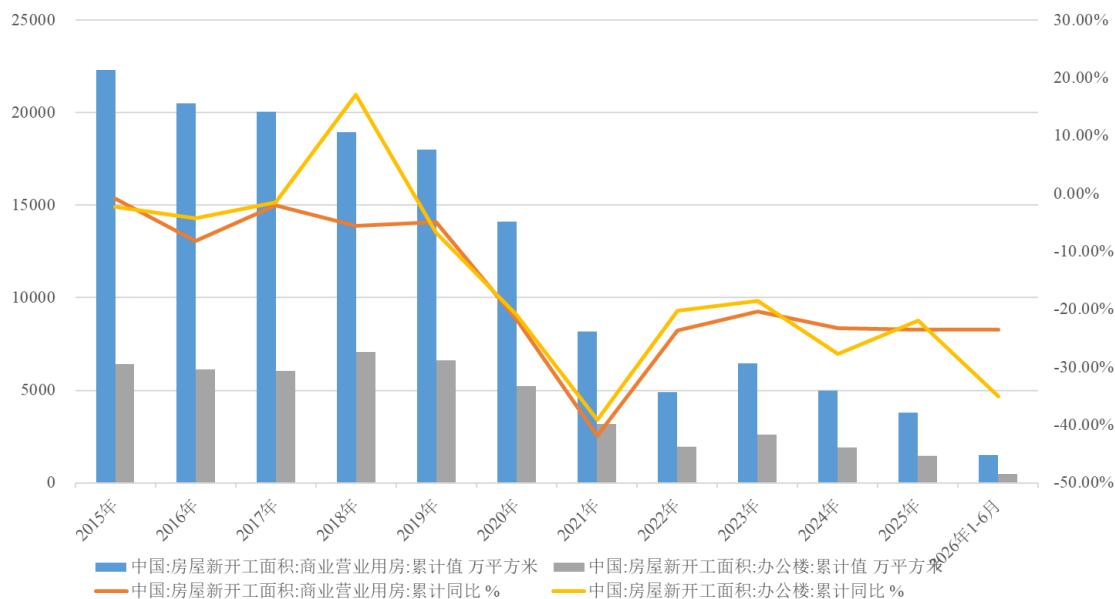
2025 年以来实体商业需求疲软、销售去化压力持续存在，开发商新增商业物业开发意愿偏弱，叠加信贷资源持续向实体产业倾斜，行业开发贷款增长受限、高杠杆扩张模式难持续，房企主动收缩非核心区域项目布局，仅维系核心地段优质项目开发，带动开发投资与新开工规模同步下行。

根据国家统计局数据，2025 年商业营业用房开发投资完成额降至 5946.51 亿元，同比下降 14.36%；2026 年 1—6 月，累计投资完成额为 2494.78 亿元，延续了收缩的走势。新开工面积方面，2025 年全年降至 3805.40 万平方米，同比下降 23.59%；2026 年 1—6 月，累计新开工面积为 1493.12 万平方米，延续收缩态势。办公楼方面，2025 年开发投资完成额 3202.93 亿元，同比下降 22.80%；2026 年 1—6 月，累计投资完成额为 1411.44 亿元，同比下降 20.40%。万达 2026 年 1—6 月，累计新开工面积为 489.13 万平方米，同比下降 35.00%。办公楼两项指标的收缩幅度高于商业营业用房，一方面市场对核心城市核心地段的高品质甲级写字楼存在稳定需求，但非核心区域去化困难，开发商全面暂停非核心区域新开工，仅保留少量核心城市优质项目。另一方面远程办公、混合办公模式普及，叠加经济结构调整期企业扩张意愿不足，全国办公楼整体空置率上升、租金下行，开发商对新增办公楼供应的预期转弱。

图表 2 全国房地产租赁经营行业开发投资情况



图表 3 全国房地产租赁经营行业新开工面积情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

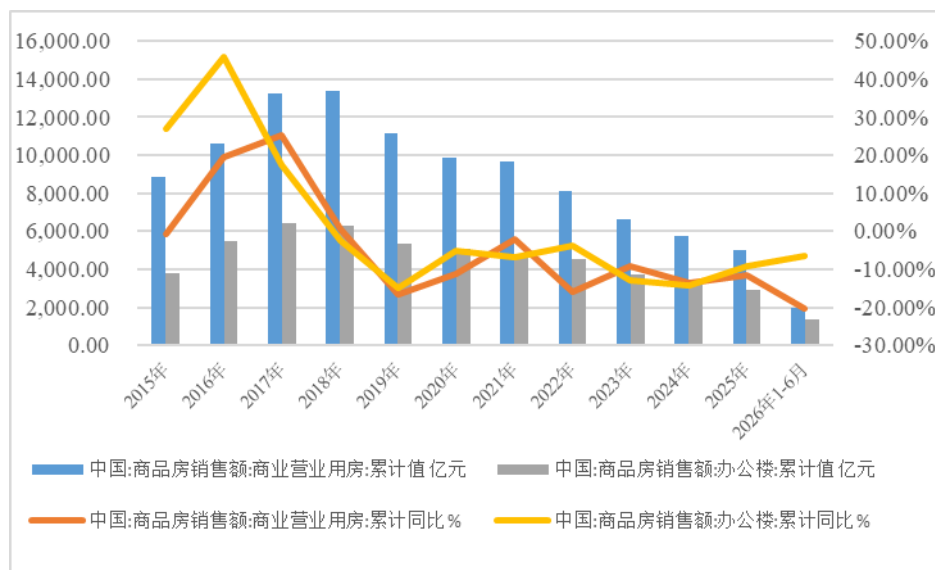
(2) 销售端

2026 年上半年国内社会消费品市场保持小幅增长态势，网上零售发展势头好于线下实体商业，实体门店经营仍旧面临较大运营压力。商业营业用房与办公楼销售规模依旧同比回落，下跌幅度出现小幅收窄。

2026 年 1—6 月，全国消费市场温和修复，社会消费品零售总额 248722 亿元，同比增长 1.3%，其中商品零售额 220467 亿元同比增长 1.1%，餐饮收入 28255 亿元同比增长 2.8%。分业态来看，限额以上零售业态表现分化，便利店、超市零售额同比分别增长 6.6%、3.8%，百货店、专业店零售额同比下滑，品牌专卖店降幅扩大至 8.7%。全国网上商品和服务零售额 100715 亿元，同比增长 5.2%，其中网上商品零售额 64296

亿元，同比增长 4.8%，占社零总额比重 25.9%。线下实体商业整体复苏动能不足，传统门店经营承压，仅刚需配套业态展现较强抗周期能力。

图表 4 全国房地产租赁经营行业销售额情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

(3) 供求关系

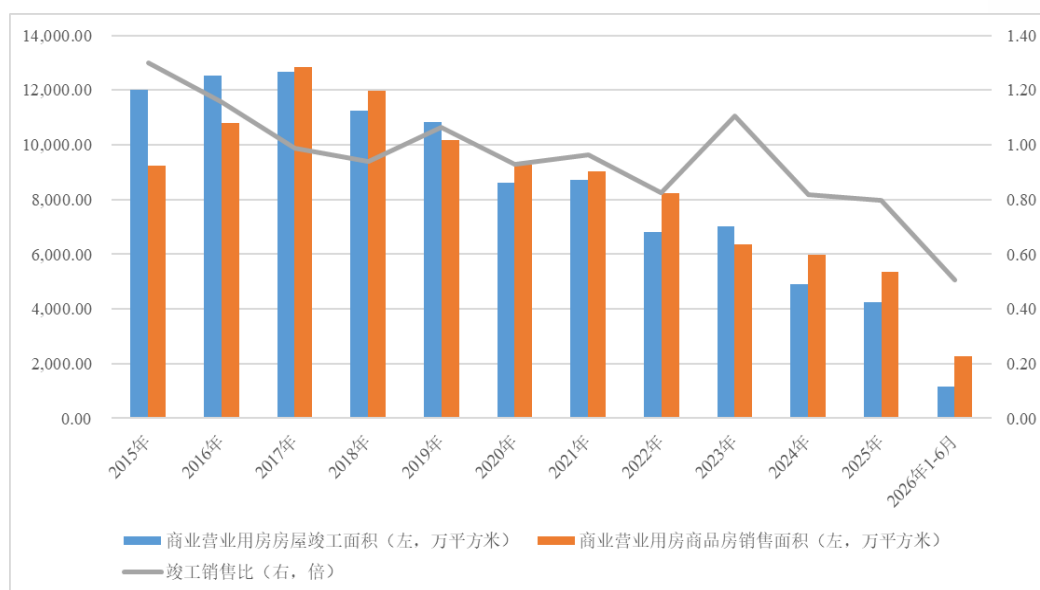
商业地产行业历史存量规模偏高，新增供应数量降至近年低位，物业库存去化进程缓慢，整体供需格局想要得到实质性改善，需要依托宏观经济上行带动市场需求持续回升。

需求端商业地产市场延续下行态势，1—6 月商业营业用房销售额 1987 亿元，同比下降 20.4%，跌幅较往年全年数据有所扩大，修复节奏不及住宅市场；办公楼方面，2026 年上半年办公楼销售额 1388 亿元，同比下降 6.6%，跌幅较前期有所收窄，但市场需求依旧偏弱。

从供需格局看，行业历经多轮高速扩张沉淀大规模存量资产，全国商办物业整体去化周期依旧处于高位，区域分化特征显著。2026 年上半年，房地产租赁经营行业供需两端规模延续收缩态势，商办物业新增竣工、入市供应量维持近年低位水平，行业供给端出清节奏持续放缓。2026 年 1—6 月商业营业用房竣工销售比约 0.72 倍¹，从指标数值看一手可售货源相对偏紧，但受大量自持物业干扰，该指标难以反映真实供需。当前商业营业用房行业仍处于存量消化周期，存量物业出租、资产处置的去化压力维持高位。办公楼市场历经持续供给收缩与低效资产出清，当期竣工销售比为 0.87 倍，供给过剩态势有所缓和。整体来看，行业供需错配矛盾尚未得到实质性缓解，供求格局实现根本性修复，仍有赖宏观经济回暖，持续带动实体经济经营、线下消费以及办公租赁需求改善。

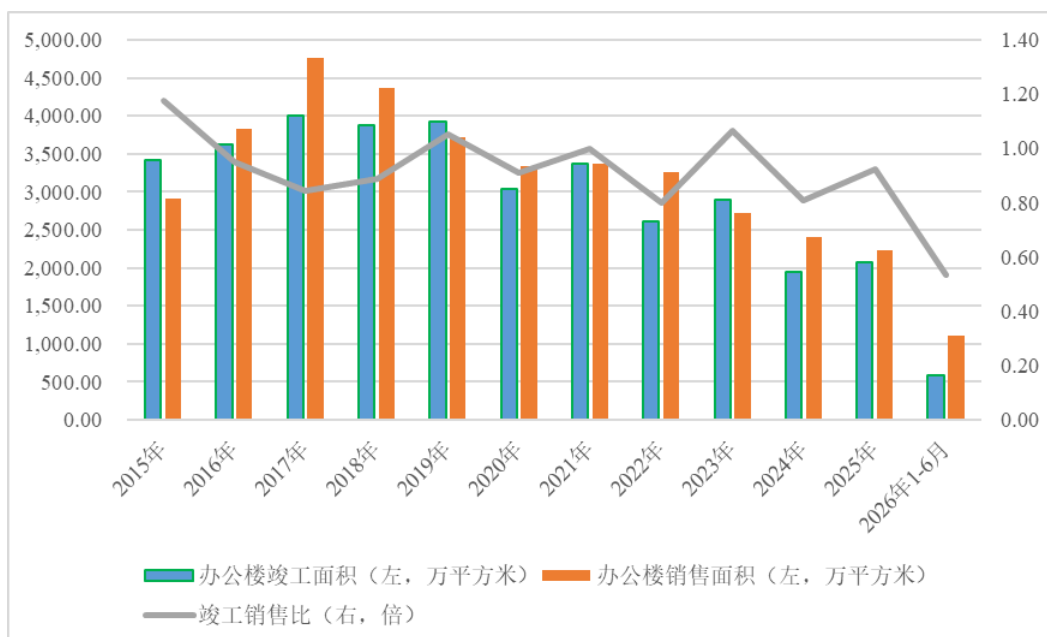
¹ 竣工销售比=竣工面积/销售面积，小于 1 说明供不应求，大于 1 说明供大于求。竣工销售比适用于高度依赖散售的住宅市场。商办物业普遍存在自持运营行为，大量竣工物业不进入销售市场，使得该指标可能失真；竣工销售比小于 1 仅代表一手可售货源紧张，无法反映整体市场供需。商办市场真实需求与库存压力，应当以写字楼、商业物业的空置率、出租率、租金水平等租赁端指标作为核心判断依据。

图表 5 全国商业营业用房供求情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

图表 6 全国办公楼供求情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

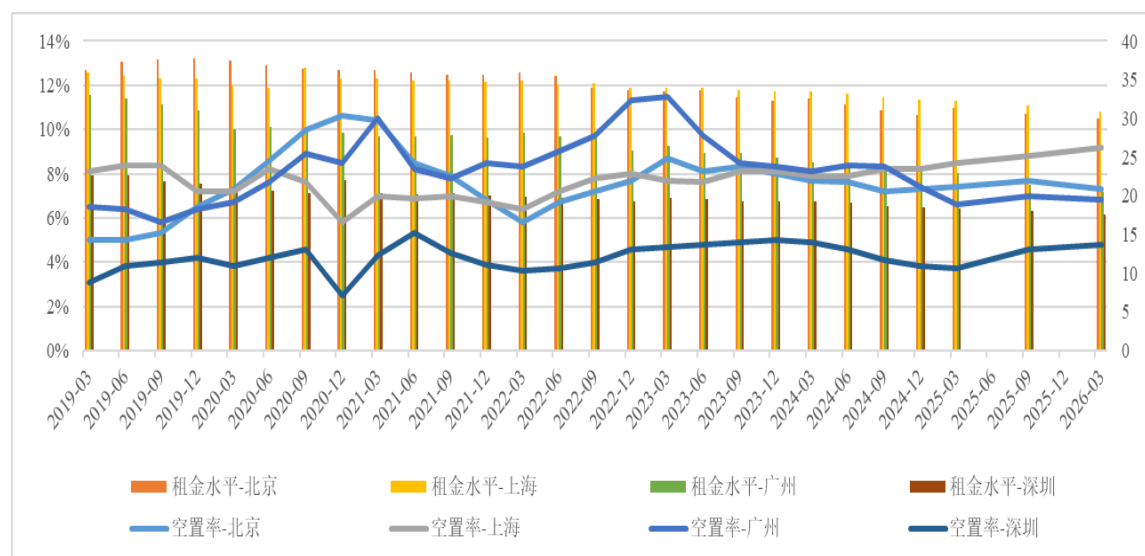
4 重点城市房地产租赁经营运行情况

2026 年上半年行业新增供应放缓、存量持续去化，租金整体筑底企稳。国内办公楼市场结构性分化显著，一线城市核心优质楼宇租金稳升，外围及二三线非核心区域租金仍承压，行业租金延续下行态势。

2026 年上半年，行业新增供应整体放缓，存量去化持续推进，前期租金普跌行情整体筑底企稳。京沪

核心商圈优质甲级楼宇依托科创、金融租赁需求支撑，供需格局偏紧，成交租金稳中有升；城市外围及二三线城市非核心片区存量库存高企、去化承压，租金依旧存在下行压力，市场结构性分化进一步加剧。

图表 7 一线城市优质零售物业空置率（左轴）及租金水平（右轴，元/平方米·天）



数据来源：Wind，联合资信整理

5 行业竞争格局

房地产租赁经营是地产行业由开发销售转向存量运营核心赛道，下行周期现金流稳定性优势凸显。2025 年租赁板块营收、市值稳步增长，显著高于开发及物业板块；叠加 REITs 打通资本化渠道，赛道长期估值支撑更强，在地产板块话语权持续提升。

房地产租赁经营是房地产行业由开发销售向存量运营转型的核心赛道，行业下行周期中租赁业务的经营韧性与长期资产价值不断凸显，在地产板块内的行业话语权稳步提升。

2025 年房地产租赁经营赛道为地产行业内部成长性细分领域，对应 A 股相关企业营业收入约占房地产开发行业总营收的 5%。A 股市场维度，2025 年房地产经营（含房屋租赁）板块总市值 2271.47 亿元，同比上涨 11.23%；板块营业总收入 766.81 亿元，同比增长 13.31%，行业规模保持稳步扩容态势。需求端层面，楼市调整周期内存量房源“由售转租”供给持续增加，青年群体住房、办公租赁刚性需求稳固，一线核心城市租售比仍具备修复空间，行业中长期增长逻辑明确。

对比传统房地产开发业务，租赁经营收入受行业周期冲击更小，盈利稳定性更强；对标物业管理行业，2025 年国内百强物业企业平均毛利率为 19.02%，上市物企整体毛利率区间集中在 18%~21%，而持有优质物业的头部租赁运营企业毛利率普遍可达 40%~60%，盈利质量与现金流水平具备显著优势。叠加住房租赁配套政策、不动产 REITs 制度落地，行业资本化渠道打通，进一步强化了租赁运营板块的长期发展价值。

2026 年行业两级分化格局进一步固化，全国性头部企业持续收拢一线核心商圈、产业园区优质资产，中小低效商管主体加速出清。华润、太古、陆家嘴等头部依托品牌与运营体系，租金、出租率韧性显著；区域中小企业聚焦本地但资产质量偏弱，万达、爱琴海等持续剥离低效项目。业态层面，核心商圈购物中心租金稳定，外围商场空置走高；甲级写字楼整体供给过剩，仅科创产业片区需求修复；产业园区依托产业政策维持稳定出租率，资产区位、运营能力成为竞争核心。

截至 2026 年 6 月末，国内商业地产租赁经营行业两级分化、分层竞争格局进一步固化，头部企业持续收拢核心城市优质资产，低效中小型商管主体出清节奏加快，行业头部集中趋势持续强化；“资产管理能力”和“物业运营能力”依旧是市场核心竞争要素。

国内头部企业如华润万象生活、太古地产、恒隆地产、招商蛇口、陆家嘴等，牢牢占据北京、上海、深圳等一线城市核心商圈、商务区优质物业，依托成熟运营体系与品牌势能保障客流、租金平稳增长，马太效应持续放大。华润万象生活 2025 年实现营业收入 180.22 亿元，同比增长 5.06%，归母净利润 39.69 亿元，同比增长 10.31%，购物中心业务毛利率高达 75.9%，盈利水平显著高于行业均值，机构预测其 2026 年上半年商业板块利润维持双位数增长。中型区域企业依托本土资源禀赋，深耕区域核心城市或聚焦细分赛道，中新集团发力园区产城融合运营、华侨城布局文商旅商业、新城控股下沉县域吾悦广场项目，构筑自身区域竞争壁垒。2025 年行业进入深度出清周期，多家运营孱弱的区域商管主体退出项目运营；2026 年万达批量转让多座万达广场股权，爱琴海、大悦城体系部分低效项目持续剥离托管，中小商管企业经营压力进一步凸显。

从细分业态竞争来看，优质核心商圈购物中心租金韧性较强，头部项目依靠品牌迭代、业态体验升级实现营收平稳增长，非核心商圈项目空置压力持续走高。Wind 及公开数据显示，2025 年北京优质购物中心平均空置率 7.0%、上海整体购物中心空置率 11.0%，上海核心商圈空置率 8.9%，显著低于非核心商圈 11.5%，业态分化特征长期存在。甲级写字楼整体供给过剩格局未改，空置率整体处于高位，但核心城市产业片区展现结构性机会：2025 年末北京甲级写字楼空置率 18.5%、广州甲级写字楼空置率 23.3%，租金同比下滑 7.4%；至 2026 年上半年，北京写字楼新增供应连续四季度归零，全市空置率回落至 17.8%，中关村片区空置率降至 7.1%；广州全市甲级写字楼空置率小幅回落至 22.6%，琶洲、国际金融城等新兴产业片区贡献全市超六成净吸纳量，TMT、人工智能企业成为办公租赁核心需求来源。产业园区租赁依托产业升级政策红利保持景气度，头部运营商凭借产业招商、配套运营能力稳定租金与出租率，中新集团依托苏州工业园区品牌优势，通过投招联动模式持续导入优质产业租户，经营基本面稳健。

现阶段行业竞争已经由过去的规模扩张、区位抢夺，全面转为资产管理、精细化运营、存量盘活复合型比拼。预计后续资金、优质人才、品牌资源将持续向头部企业聚拢，不具备专业运营实力的中小主体将持续出清或被迫转型轻资产托管业务。

图表 8• 房地产租赁经营企业分类情况

类型	代表企业	差异化竞争策略
全国性开发/运营龙头 (规模化布局、全国性品牌影响力、完整的产业链条)	华润万象生活 (1209.HK)、万达商管 (H01708.HK)、龙湖商业、新城控股 (吾悦广场) 等	1. 全产品线矩阵：华润万象城、万象汇等产品覆盖多层级消费客群；2. 标准化体系可全国快速复制落地；3. 依托规模壁垒与国内外头部零售品牌建立长期战略合作；4. 轻重资产搭配，平衡开发现金流与长期租赁收益；5. 依托股东资金、土地资源实现商业版图持续扩张
高端精品运营商 (顶级的建筑设计、高端品牌资源以及专业的运营服务能力)	太古地产 (1972.HK)、新鸿基地产 (0016.HK)、恒隆地产 (0101.HK)、九龙仓集团 (0004.HK) (IFS) 等	1. 聚焦一二线城市核心土地，深耕地标项目，看重资产长期保值增值；2. 融入艺术、文化内容打造沉浸式消费场景，构筑高端消费壁垒
细分领域运营商 (本地市场认知、稳固的区域资源优势、灵活的组织决策机制)	北京华联 (SKP)、上海百联、深圳星河控股 (COCO Park) 等	1. 区域密集布局，形成本地品牌忠诚度；2. 赛道精细化划分，SKP 聚焦奢侈品商业，部分主体深耕社区商业、文创园区；3. 结合地域文化打造项目差异化特色
重资产持有运营性	中国国贸 (600007.SH)	写字楼 37.55%+商场 33.65%+酒店经营 13.11%，全部为自持物业租赁运营。核心区位优势明显，北京 CBD 核心地段自持物业，出租率长期维持高位：2025 年上半年写字楼出租率 92.4%、商城出租率 95.3%，业绩韧性强；租金收入稳定，现金流波动小
园区开发型	招商蛇口 (001979.SZ)、中新集团 (601512.SH)	1. 招商蛇口依托全国化布局与股东资源，同步拓展重资产持有、轻资产托管两类租赁业务；2. 中新集团立足长三角，以产城一体化模式运营产业园区，依靠产业导入保障租赁需求稳定释放

数据来源：Wind，联合资信整理

二、行业财务状况²

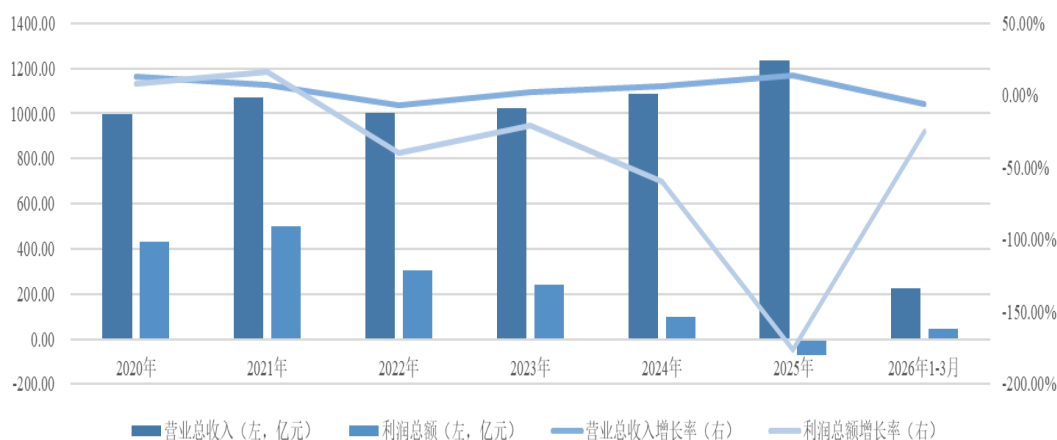
结合财务指标来看，头部持有型租赁企业凭借稳定租金现金流和低杠杆水平，抗周期能力整体优于中小租赁企业；但不同区域和物业类型分化明显，核心城市核心区位项目抗周期能力显著高于非核心区域项目。

1 行业的增长性

受宏观经济放缓、消费需求偏弱及市场供大于求等因素影响，2025 年行业收入和利润呈现负增长，预计 2026 年全年收入和利润总额仍将负增长。

受宏观经济放缓、消费需求偏弱及市场供大于求等因素影响，样本企业³营收增长动能偏弱，利润总额自 2021 年后持续下行，2025 年行业收入增速回落、利润总额大幅转亏；2026 年一季度营收、利润总额同比继续负增长，盈利压力仍存；截至 2026 年 7 月底，发债样本企业中，仅 A 股上市主体上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司（以下简称“上海陆家嘴”）披露 2026 年半年度报告，预计以上海陆家嘴为代表的优质运营主体业绩实现正向修复，行业内部分化加剧，预计全年行业收入、利润总额整体仍承压，或将维持负增长态势。

图表 9 房地产租赁经营样本发债企业增长性指标变化情况



数据来源：联合资信根据公开资料整理

2 盈利水平

2025 年房地产租赁经营样本发债企业调整后营业利润率同比波动较小，公允价值变动损益占利润总额大幅攀升至 320%；2026 年一季度样本企业利润总额同比下滑 25.17%，行业盈利持续走弱。

² 截至 2026 年 7 月底，由于大部分企业 2026 年半年度数据尚未披露，为保持数据一致性，本章节数据选取至 2026 年一季报。

³ 本章节中采用的房地产租赁经营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%的境内发行主体，共计 16 家。

2025 年，房地产租赁经营样本发债企业调整后营业利润率同比变化不大，公允价值变动损益占利润总额升至 320%，其中红星美凯龙家居集团股份有限公司的亏损对指标影响显著，建材家居市场业态在本轮行业深度调整中受到显著冲击。2026 年一季度，房地产租赁经营样本发债企业利润总额同比下降 25.17%。截至 2026 年 7 月底，上海陆家嘴营业收入和归母净利润均实现同比正增长，主要受益于办公楼物业销售结转带来收入增量，同时存量物业租赁运营保持稳定，推动盈利水平增幅高于营收增幅。

图表 10 • 房地产租赁经营样本发债企业盈利指标



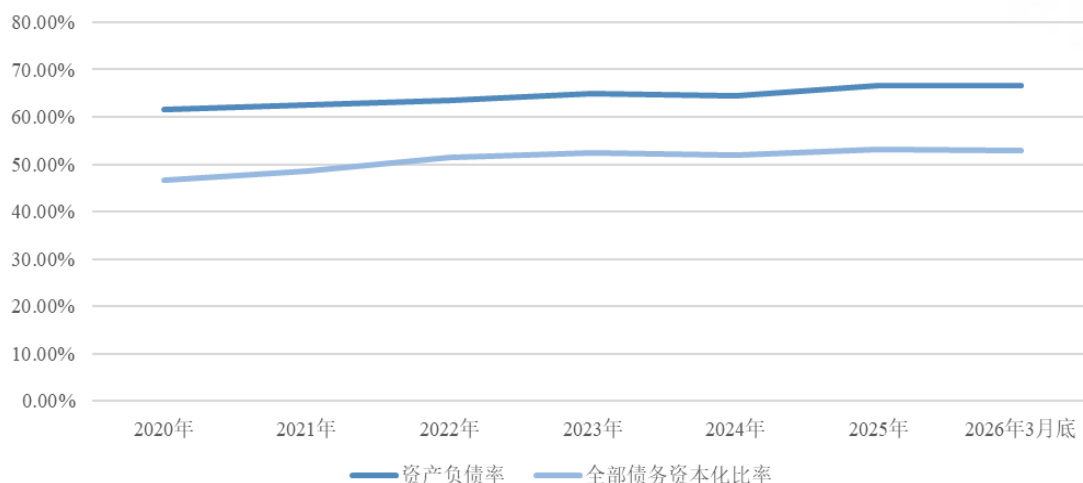
数据来源：联合资信根据公开资料整理

3 杠杆水平

房地产租赁经营行业样本企业杠杆指标尚可，但资产估值下行带来潜在风险，实际债务压力偏大。行业持续收缩投资，2026 年 3 月末杠杆水平变动不大，全年行业杠杆或将保持基本稳定。

房地产租赁经营行业杠杆指标尚可，但考虑到资产估值下降风险，实际债务负担偏重。随着行业收缩投资，截至 2026 年 3 月底，房地产租赁经营企业杠杆指标变化不大，预计 2026 年全年行业杠杆水平将基本维持稳定。

图表 11 • 房地产租赁经营样本企业行业杠杆水平指标变化情况



数据来源：联合资信根据公开资料整理

4 偿债水平

截至 2026 年 3 月末，样本企业现金类资产/短期债务大幅下滑，行业短期流动性缓冲减弱，流动性压力上升。长期偿债指标整体尚可，但受业态租金、出租率修复偏慢影响，房地产租赁经营企业偿债能力分化明显。

截至 2026 年 3 月底，房地产租赁经营样本企业现金类资产/短期债务较 2025 年底（1.03 倍）骤降至 0.60 倍。该指标的大幅波动，一方面可能由于部分企业为应对 2027—2029 年的债务到期高峰，将大量长期债务置换或重分类为一年内到期的非流动负债，导致短期债务分母扩大；另一方面，可能因为一季度为传统租金回款淡季，叠加部分企业主动动用现金储备回购存量债券以稳定市场信心，共同拉低了现金类资产对短期债务的覆盖倍数。这标志着行业短期流动性缓冲垫正削弱，流动性管理压力已进入实质上行通道。

从长期偿债能力来看，2025 年房地产租赁经营样本企业平均 EBITDA 利息倍数和平均全部债务/EBITDA 分别为 8.83 倍和 6.24 倍，综上，房地产租赁经营企业偿债指标整体表现尚可。考虑到经济温和复苏和整体供给过剩的背景下，写字楼、零售等业态的租金水平和出租率仍在企稳过程中。房地产租赁经营企业的偿债能力出现较大分化。

图表 12 • 房地产租赁经营样本企业行业短期偿债能力指标变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月底
现金类资产/短期债务（倍）	1.20	1.39	1.32	1.21	1.24	1.03	0.60

数据来源：联合资信根据公开资料整理

三、行业债券市场表现

2026 年 1—7 月，房地产租赁经营样本企业发行主体以 AAA 和 AA⁺为主。2026 年以来，样本企业未发生信用级别迁徙情况，行业信用状况整体平稳，但 AA⁺主体受消费等行业周期扰动，未来需关注租金下滑及杠杆抬升可能带来的远期评级下修压力。

1 行业发债企业概况

从房地产租赁经营发债企业情况看，目前有评级的存续发债主体级别均在 AA⁺以上，整体信用水平较高，其中 AAA 级共 10 家，AA⁺级共 3 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。截至 2026 年 7 月底，房地产租赁经营存续债券余额共 768.50 亿元，存续债券余额前三位分别为陆家嘴企业、小商品城系企业和上海张江高科技园区开发股份有限公司，其债券余额占存续债券总余额的比重分别为 36.03%、16.11%和 14.47%。

图表 13 • 截至 2026 年 7 月底境内主要发债存续房地产租赁经营企业概况（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	146.90
上海陆家嘴（集团）有限公司	国企	非上市	AAA	114.22
上海张江高科技园区开发股份有限公司	国企	上市	AAA	111.20
义乌中国小商品城控股集团有限公司	国企	非上市	AA ⁺	95.80
上海新长宁（集团）有限公司	国企	非上市	AAA	64.00
中粮置业投资有限公司	央企	非上市	AAA	41.00
上海金外滩（集团）发展有限公司	国企	非上市	AAA	50.00
浙江中国小商品城集团股份有限公司	国企	上市	AAA	28.00
红星美凯龙家居集团股份有限公司	国企	上市（A+H 股）	--	34.99
北京京能房产租赁经营有限责任公司	国企	非上市	AA ⁺	20.00
宝湾物流控股有限公司	国企	非上市	AA ⁺	15.62
浙江中国轻纺城集团股份有限公司	国企	上市	AAA	15.00
海宁中国皮革城股份有限公司	国企	上市	--	11.00
中国国际贸易中心有限公司	中外合资	非上市	AAA	5.00
上海陆家嘴金融发展有限公司	国企	非上市	AAA	15.75

注：1. “--”表示近一年内无公开评级；2. 数据统计时间为 2026 年 7 月 31 日；3. 截至 2026 年 7 月底，中国金茂（集团）有限公司及上海浦东软件园股份有限公司无存续债
数据来源：Wind，联合资信整理

2 债券市场情况

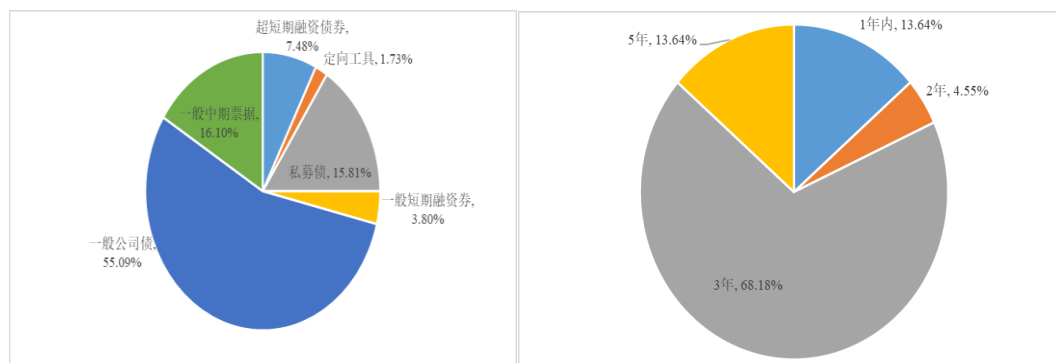
一级市场情况：2026 年 1—7 月，房地产租赁经营样本企业共发行⁴22 只债券。从债券发行类型来看，一般公司债为核心融资工具，发行 11 只、金额合计 95.81 亿元，规模占比 55.09%，利率中枢 1.80%；中期票据、私募债分别占比 16.10%、15.81%，私募债利率最高（2.10%）；超短期融资债券占比 7.48%，利率最低（1.55%）。公募标准化品种占据主导。从债券发行期限来看，3 年期债券占绝对主导，发行 15 只，数量占比 68.18%；1 年内、5 年期分别占比 13.64%、13.64%。整体呈现中期集中、两端收缩特征。

从主体发行级别来看，房地产租赁经营样本企业中，AAA 级主体发行 12 只、金额合计 121.51 亿元，规模占比 69.87%，利率 1.82%；AA⁺级发行 10 只、52.40 亿元，占比 30.13%，利率 1.78%。AA⁺级利率略

⁴ 包含一般公司债、私募债、一般中期票据、一般短期融资券、超短期融资债券、一般企业债、ABS 等所有类型发行情况。

低主要因短期品种占比更高，并非信用优势。高等级主体为发行主力，评级利差在长周期品种中体现更为显著。

图表 14 • 房地产租赁经营样本企业 2026 年 1—7 月债券发行类型与期限结构情况（单位：期、亿元）

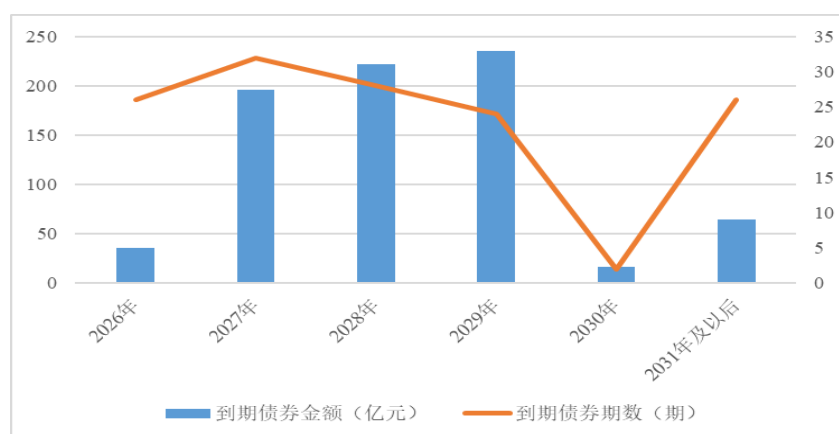


数据来源：Wind，联合资信整理

2026 年 1—7 月，房地产租赁经营样本企业，未发生信用迁徙情况。样本企业资产现金流稳健、债务管控良好，与弱资质区域城投形成明显分化；虽现阶段无信用迁徙，但 AA+主体受消费等行业周期扰动，未来租金下滑、杠杆抬升仍可能存在远期评级下调潜在压力。

债券到期情况：截至 2026 年 7 月底，房地产租赁经营类样本存量债券到期区间覆盖 2026 至 2056 年，存量债券兑付主要集中在 2027—2029 年，三年合计到期规模占全部存量近 85%，中短期再融资流动性风险凸显，其中 2029 年兑付压力最大，2026 年到期体量偏小、压力较小，2030 年及远期到期规模大幅收缩；整体看，样本企业存量债务期限偏短，近九成债券 5 年内到期，阶段性集中兑付带来较大再融资与流动性接续压力，需持续跟踪经营现金流及市场融资环境。

图表 15 • 房地产租赁经营样本企业 2026 年 7 月末债券到期期限分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理

四、行业展望

2026 年国内房地产租赁行业整体仍处于筑底调整阶段，核心城市优质资产租金已现企稳迹象，但非核心区域及外围商办物业租金、资产估值仍存下行压力，行业内部分化将进一步加剧。

2026 年国内房地产租赁经营行业整体仍然处于筑底调整阶段，商业、办公楼租金与资产估值仍存在一定下行压力，行业基本面修复节奏缓慢，结构性分化将进一步放大。政策端，商业不动产 REITs 常态化扩募、保租房配套财税信贷政策持续落地，长期资金持续入场，为存量物业盘活、企业轻资产转型提供稳定支撑，核心城市核心地段优质资产已逐步显现触底企稳迹象。

供需层面，行业新增开发投资、新开工持续收缩，存量博弈格局固化，非核心区域低效物业去化周期拉长，租金修复乏力；一线商圈、产业园区依托稳定租赁需求，出租率与租金韧性更强，资产价值支撑更足。

竞争格局上，资金、运营、品牌资源持续向头部企业集聚，不具备存量调改、产业招商能力的中小商管主体将持续出清或转向托管业务，运营能力成为决定企业估值与信用资质的核心变量。

财务与信用维度，行业整体盈利仍承压，资产估值波动、集中到期债务带来流动性隐患；头部自持企业现金流稳定、杠杆可控，信用安全边际更高，中小主体远期信用承压。债券市场方面，短期集中兑付窗口临近，再融资风险是行业核心观察指标；中长期来看，能够持续通过运营提升资产收益、依托 REITs 盘活存量的头部租赁企业，将持续获得估值与信用溢价，资产质量偏弱的区域中小型主体信用风险需持续重点跟踪。

中长期来看，行业发展逻辑已彻底由增量开发转向存量价值提升，依托 REITs 盘活核心优质资产的头部企业将持续获得估值与信用溢价；资产质量偏弱、缺乏存量调改能力的区域中小型主体信用风险需持续重点跟踪。核心城市优质商办、产业园区项目租金韧性较强，具备存量调改与资产证券化运作能力的企业长期发展优势显著；非核心城市、外围普通商办物业去化周期拉长，对应主体流动性、信用风险需持续跟踪关注。行业正从“开发时代”全面迈向“资管时代”，运营能力与资产质量将成为决定企业生死存亡的核心变量。

联系人

投资人服务 010-85679696-8704 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。