

惠誉博华 2024 年信用展望：商业地产行业

商业地产运营状况与宏观经济发展休戚相关，同时受供需格局左右。整体来看，目前商业地产新增供给已趋于饱和，未来行业供应将更多集中于存量项目升级改造、业态转换等方向；2023 年需求端尽管受宏观经济复苏基础不够牢固所累，但其主要租户行业仍然维持一定恢复态势。惠誉博华预计，2024 年伴随经济活动持续改善，商业地产行业有望持续回稳改善。

零售物业是接触性聚集性消费等场景的必要载体，2023 年以来服务与商品消费持续回稳向好，叠加促消费政策效应持续显现，尽管受到线上零售场景冲击，但消费需求整体稳步回暖，预计将带动 2024 年零售物业运营稳定回升。办公物业 2023 年需求端仍显疲弱，行业仍处修复通道中。物流地产运营较为稳定，但受累于国内需求整体偏弱，增速恢复节奏尚不及预期。产业园区运营状况呈现较大的区域差异性，其运营状态与当地经济发展水平、产业结构等因素相关度高。2023 年，产业园区整体需求增速不足，培育期或缺乏产业支撑的产业园区经营承压，而运营成熟、产业链完备的产业园区经营状况稳定。2023 年伴随行业改善，商业地产样本公司盈利指标与现金流状况整体良好，财务杠杆较轻，运营稳定期资本支出压力不大。2024 年经济继续维持复苏势头，预计商业地产行业财务指标将持续改善。

综上所述，惠誉博华对商业地产行业的信用展望为“中景气稳定”。

惠誉博华

相关研究

居民消费倾向提升 经济改善好于预期(2023.10)

分析师

王兴萍 CPA

+86 (10) 5665 3871

xingping.wang@fitchbohua.com

周纹羽 CPA; CPA, CGA(Canada)

+86 (10) 5663 3872

wenyu.zhou@fitchbohua.com

媒体联系人

李林 Jack Li

+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

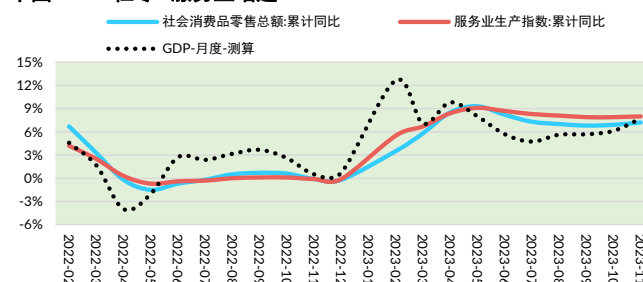
商业地产运营状况与宏观经济发展休戚相关，2023 年以来各类型物业维持缓慢复苏态势

惠誉博华对商业地产行业的分类包括以租赁运营为主的零售物业、办公楼、物流地产、工业园区等多种类型。通常而言，商业地产公司的运营现金流主要来源于较为稳定的长期合同租金收入，具有良好的可预测性。然而，商业地产行业供需亦受房地产行业景气度与下游租户所处行业波动影响。

从需求端来看，商业地产整体运营状况与中国宏观经济景气度密切相关，经济高景气时期，各类型物业普遍呈现供不应求，出租率与租金水平能够保持稳定增长。具体而言，商业地产下游主要为商贸零售与各类服务业，同时也涉及物流业、TMT 及各类制造业。自疫情防控转段以后，零售与服务业保持较快恢复态势，5 月份以来，累计同比增速均持续高于 GDP 水平，成为拉动经济持续复苏的重要驱动因素。

2023 年 1-11 月，社会消费品零售总额同比增长 7.2%，较前 10 个月提升 0.3 个百分点，扣除价格因素后，实际增长 6.9%；服务业生产指数同比增长 8.0%，较前 10 个月提升 0.1 个百分点。单月来看，2023 年 11 月，社会消费品零售总额同比增长 10.1%，扣除价格因素，实际增长 10.6%；服务业生产指数同比增长 9.3%，分行业看，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业，批发和零售业，金融业生产指数同比分别增长 30.6%、15.1%、10.9%、13.3%、11.9%，分别较上月加快 9.3、1.9、2.4 和 1.9 个百分点。2023 年以来商业地产主要租户行业维持一定复苏态势，带动各类型物业运营缓慢改善。

中国GDP&社零&服务业增速

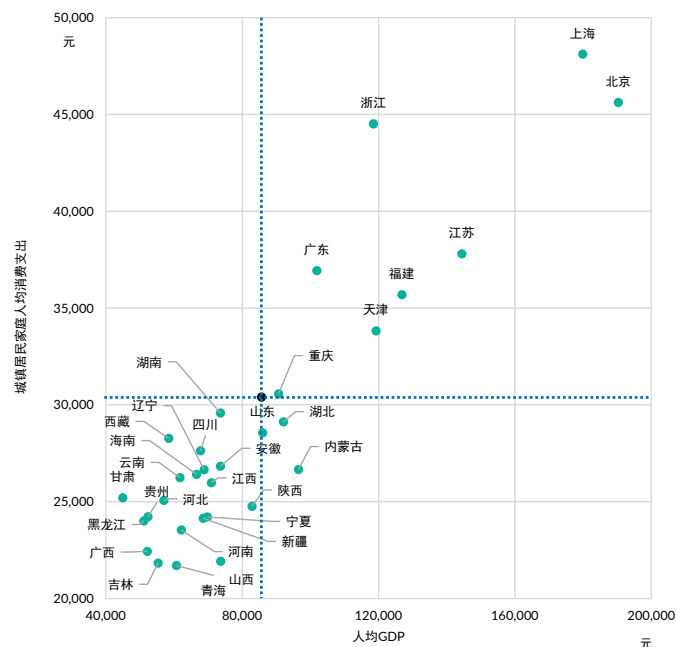


来源: iFinD, 惠誉博华

居民消费水平也是影响商业地产运营状况的重要因素。人均消费支出较高的地区，其商业地产出租率与租金水平普遍较高。据 2022 年数据，北京、上海、浙江、江苏、福建等 8 个省份人均 GDP 与城镇居民家庭人均消费支出均高于全国平均水平，这些省市通常具有稳固的经济基础，商品经济活跃，居民消费能力较强。尽管湖北、内蒙古、山东等 3 个省份的人均 GDP 水平高于全国，而其城镇居民家庭人均消费支出则不同程度低于全国水平，可能受区域收入分配情况、消费结构等多因素影响所致。区域经济与

消费结构等对当地居民消费水平影响较大，从而影响商业地产运营状况。

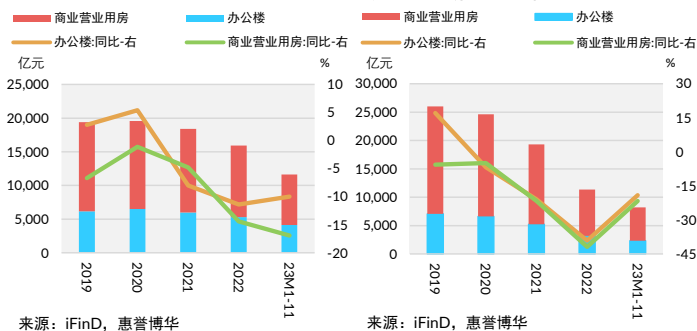
2022各省人均GDP与城镇居民家庭人均消费支出



注：虚线为全国平均水平
来源：iFinD，惠誉博华

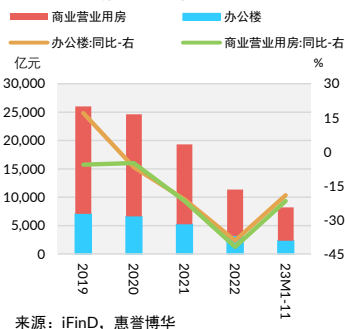
从供给端来看，近年来，商业地产开发投资额占房地产业比重持续下滑，由2016年的21.8%降至2023年10月的11.2%，显示商业地产投资持续收缩。2023年以来，商业地产开发投资增速延续下行趋势。1-11月，商业营业用房开发投资额7,493亿元，同比下降16.9%；办公楼开发投资额4,145亿元，同比下降10.0%。新开工面积亦呈现逐年收缩趋势。2023年1-11月，办公楼与商业营业用房新开工面积分别同比下滑19.1%、21.7%。

商业地产开发投资



来源：iFinD，惠誉博华

商业地产新开工面积



来源：iFinD，惠誉博华

惠誉博华认为，商业地产新增供给已趋于饱和，未来行业供应将更多集中于存量项目升级改造、业态转换等方向；需求端尽管受宏观经济复苏基础不够牢固所累，但其主要租户行业仍然维持恢复态势。惠誉博华预计，伴随经济活动持续改善，居民消费回稳向好，商业地产行业有望继续回稳改善。

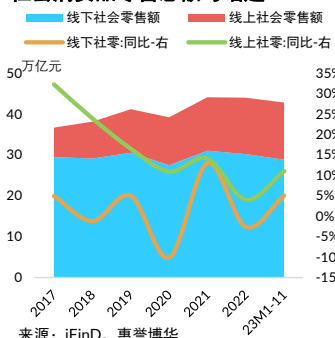
消费需求整体稳步回暖，将带动2024年零售物业运营稳定回升

零售物业包括购物中心、社区商业、批发市场等多种业态，景气度与线下零售及服务行业密切相关。2023年以来，随着疫情淡出，消费场景增加，居民消费支出恢复态势明显。2023年1-11月，社会消费品零售总额同比增长7.2%，消费成为拉动经济复苏的重要驱动力。同时，国家相继出台的一系列促消费政策不断发挥积极效应，7月31日，国家发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，围绕稳定大宗消费、扩大服务消费等多领域提出20条政策举措，强调把恢复和扩大消费摆在优先位置。8月31日，人民银行、金融监督管理总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，对降低首付比例和存量房贷利率进行具体阐述，存量房贷利率调整政策正式落地。惠誉博华预测，截至2023年6月末，我国个人住房贷款余额38.6万亿元，存量房贷利率下调预计将为居民节省利息支出约1,600-1,700亿元，这将在一定程度上缓解居民债务偿还压力，提高其消费能力。

服务消费领域表现强劲，居民外出、餐饮、娱乐、旅游等接触性消费快速增长，1-11月份，服务零售额同比增长19.5%，增速比1-10月份加快0.5个百分点，连续两个月加快。1-11月，全国商品零售总额同比增长5.9%，恢复动能弱于餐饮收入。

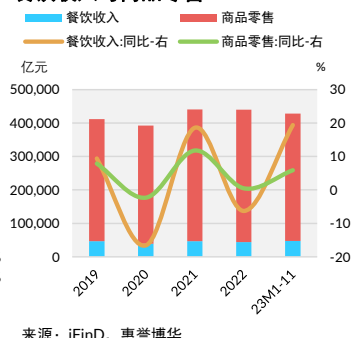
线下零售场景也持续面临线上零售场景的冲击。近年来，线上零售规模快速扩大，占社会消费品零售总额比重不断提升，2023年11月末已提升至32.6%。在直播购物、电商购物节、官方补贴等多种竞争手段加持下，线上零售增速持续高于线下，2023年1-11月，线下、线上社零分别同比增长5.0%、11.0%，预计未来线上零售将持续挤占线下空间。

社会消费品零售总额与增速



来源：iFinD，惠誉博华

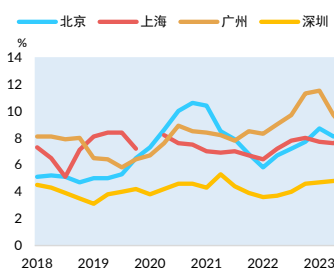
餐饮收入与商品零售



来源：iFinD，惠誉博华

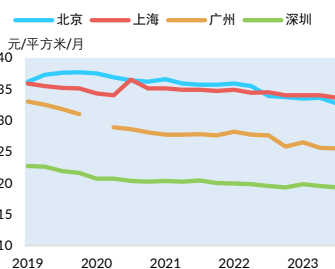
从不同能级城市来看，疫情前后零售物业整体运营指标略有弱化，但差别不大。一线城市空置率较疫情前略有抬升，首层租金呈现微降，但整体趋于平稳。样本二线城市疫情前后空置率变动存在一定分化，南京、杭州空置率持续处于较低水平，主要受当地居民较强的消费能力所支撑；而武汉、成都、西安等城市零售物业空置率明显上升，显示居民消费恢复动能弱于前者。二线城市零售物业首层租金亦呈微降趋势。

一线城市零售物业空置率



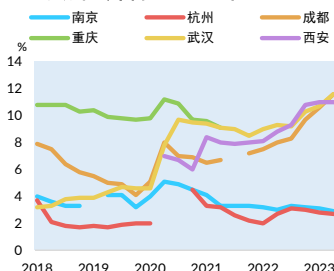
来源：iFinD、惠誉博华

一线城市零售物业首层租金



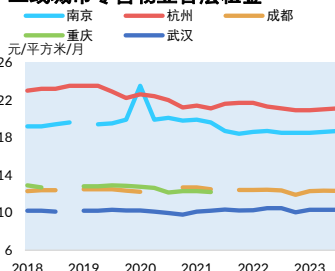
来源：iFinD、惠誉博华

二线城市零售物业空置率



来源：iFinD、惠誉博华

二线城市零售物业首层租金



来源：iFinD、惠誉博华

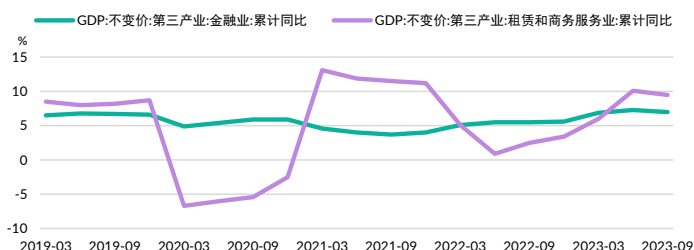
惠誉博华认为，零售物业是接触性聚集性消费等场景的必要载体，2023 年以来服务与商品消费持续回稳向好，叠加促消费政策效应持续显现，尽管受到线上零售场景冲击，但消费需求整体稳步回暖，预计将带动 2024 年零售物业运营稳定回升。

办公物业需求端仍显疲弱，行业仍处修复通道

宏观经济广泛影响众多行业，其复苏节奏与路径对办公物业影响深刻，尽管 2023 年以来中国经济持续复苏，但节奏相对曲折。当前中国面临的外部不确定因素仍然较多，国内需求仍显不足，经济回升向好但基础尚需巩固，在此背景下，企业大多采取成本节约策略，扩张意愿有限，办公需求选择偏保守，以续约为重。

根据仲量联行数据，办公楼主要租户行业为金融业与专业服务业，其在全国大部分主要城市办公楼租赁市场占据重要份额，其次为信息技术业、能源、医药及生命科学等行业。2023 年以来，尽管金融业稳步复苏，但降本增效为行业当前主旋律，办公需求仅维持相对稳定；专业服务业恢复较快，办公需求有所增长，例如部分法律服务业机构，在市场租金下行窗口期，择机进行办公空间升级与扩张。整体而言，办公物业需求端仍处持续修复通道。

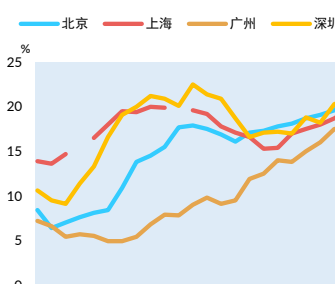
金融与商务服务业增速



来源：iFinD、惠誉博华

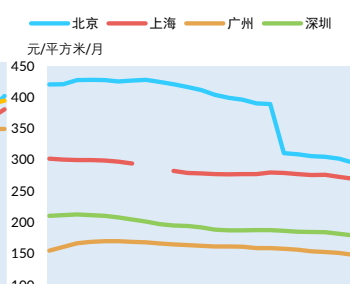
空置率方面，大多数一、二线样本城市优质写字楼空置率均较疫情前出现不同程度抬升，整体而言一线城市经济活力更强，空置率明显低于二线样本城市，但较疫情前空置率仍抬升约 10-15 个百分点。二线样本城市受当地市场供需关系影响，优质写字楼空置率差异较大，供应量较大的城市空置率偏高，且租金水平下降也更为明显。租金方面，一、二线样本城市优质写字楼租金水平普遍有所下降，显示需求端恢复相对疲弱。且不同城市写字楼租金水平与当地经济发展水平相关度高，例如二线城市样本中，南京、杭州优质写字楼租金水平明显高于其他城市。

一线城市优质写字楼空置率



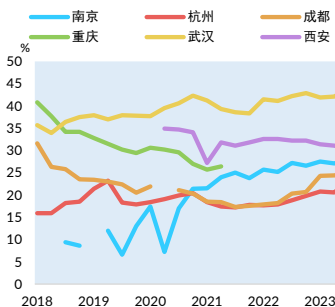
来源：iFinD、惠誉博华

一线城市优质写字楼租金



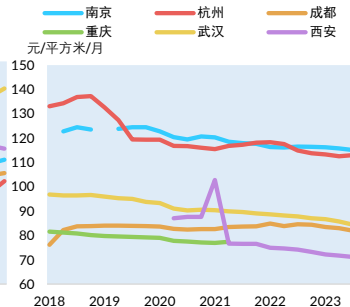
来源：iFinD、惠誉博华

二线城市优质写字楼空置率



来源：iFinD、惠誉博华

二线城市优质写字楼租金



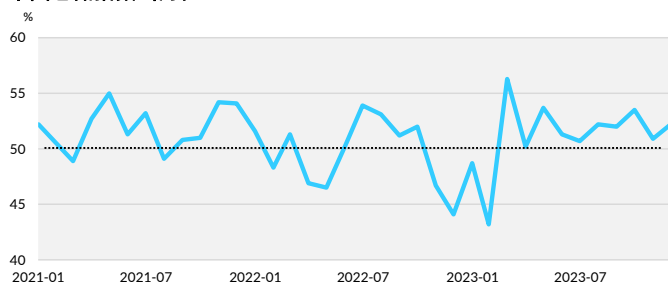
来源：iFinD、惠誉博华

惠誉博华认为，办公物业景气度与宏观经济发展活力相关度高，目前需求端仍显疲弱，预计 2024 年伴随中国经济持续复苏，行业运营状况将延续回稳修复趋势。

物流地产运营状况较为稳定，但受累于整体需求偏弱，行业增速回升不及预期

物流地产的下游租户涉及行业十分广泛，主要为零售业、各类制造业与第三方物流公司等，出租率与租金水平通常较为稳定。2023 年以来，中国经济曲折复苏，国内需求仍显不足，引致物流地产行业增速恢复相对缓慢，不及预期，但中国仓储指数仍持续处于景气区间。具体来看，线上零售业态保持活跃，带动相关仓储需求持续增长；而制造业租户呈分化趋势，高端装备、信息技术等高科技制造业需求较为旺盛，而传统制造业维持较为谨慎的租赁策略。

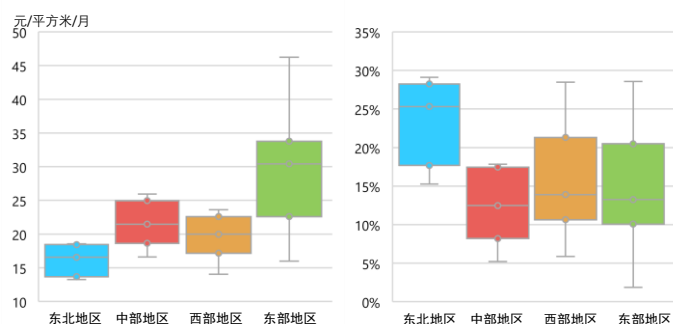
中国仓储指数当月值



来源：iFinD，惠誉博华

物流地产的租金水平、空置率与当地经济发展水平及供需关系高度相关，通常制造业发达、交通便利的地区仓储需求更高，支撑其较高的租金水平与较低的空置率。从租金水平来看，东部地区一枝独秀，主要由于东部地区省份多为制造业与贸易大省，仓储与物流需求较大。空置率方面，东北地区空置率明显偏高，主要是由于区域经济发展相对缓慢，当地仓储市场供大于求。

全国通用仓储市场平均租金(左)与空置率(右)(2023.11)



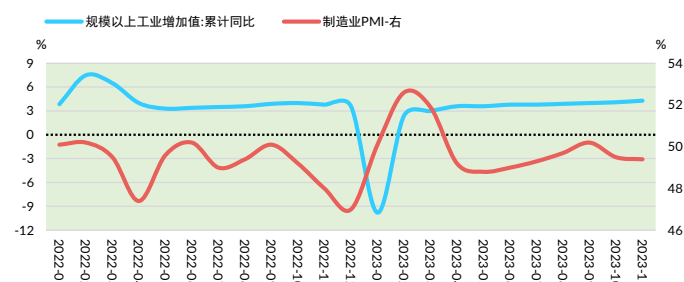
注：最高点、最低点为该地区最高、最低租金与空置率；颜色内为该地区主流租金与空置率区间，横线为当地中位数水平。
来源：物联云仓，惠誉博华

整体而言，尽管物流地产行业运营状况较为稳定，但受累于国内需求整体偏弱，增速恢复节奏相对缓慢，不及预期，同时受到新增供给影响，平均租金水平呈现微降，空置率有所微升。

产业园区发展区域差异性大，工业活动复苏节奏偏弱显示整体需求端承压

产业园区的整体开发运营涉及城市及产业规划、土地开发及后期招商运营与创新服务等，对企业资源获取与整合能力要求较高，因而园区企业大多具有国资背景。产业园区运营初期，通常需要一定的税收、融资、租金等优惠政策吸引产业入驻；伴随园区发展逐步稳定，相关产业链不断完善，逐渐形成产业集群效应，成为不断吸引更多产业链相关企业的主要动力，亦构建成为产业园区的竞争壁垒。产业园区是地方经济发展与产业结构升级的重要载体，近年来供应规模不断扩大。

工业增加值与制造业PMI



来源：iFinD，惠誉博华

从需求端来看，产业园区入驻企业主要集中于生物医药、电子信息、汽车装备等战略性新兴产业，该类行业的稳定发展通常依托于头部企业的带动以及当地产业带的成熟度。以生物医药产业为例，中国东部地区是生物医药与健康产业聚集的重要区域，科技水平与人才实力较高，不断吸引相关企业持续聚集；而中西部地区由于发展较晚，聚集效益并不明显。2023 年以来，规模以上工业增加值累计同比增速持续低位运行，制造业 PMI 在多数月份位于荣枯线以下，显示整体工业活动复苏仍面临一定压力，产业园区需求端仍承压。

园区企业的收入来源较为多元化，主要包括产业载体销售、租赁运营、增值服务与产业投资等多种渠道。其中增值服务主要为入驻企业提供金融、创业孵化、人才支持等系列服务，是园区企业收入增长的重要来源之一；产业投资业务则是园区企业依托对入驻企业经营实力、产业链竞合关系、未来发展方向等多方面考量，利用产业投资基金或股权投资等形式，对入驻企业进行长期投资，通过被投资企业的成长获取资本增值收益。进入运营成熟期的产业园区通常出租率稳定，租约期限较长，租金收入规模较为稳定。

整体而言，中国产业园区发展整体呈现供强需弱局面，区域发展差异性大，其运营状态与当地经济发展水平、产业结构等因素相关度高。2023 年，产业园区整体需求增速不足，培育期或缺乏产业支撑的产业园区经营承压，但运营成熟、产业链完备的产业园区经营状况稳定。

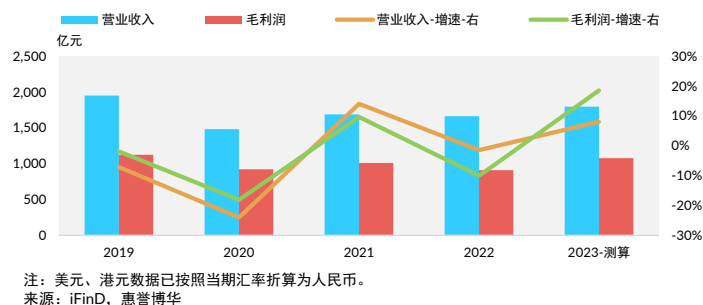
样本公司利润率指标稳定且保持较高水平，2022 年盈利有所下滑，2023 年伴随行业运营状况修复，盈利规模持续改善

惠誉博华选择了 25 家样本公司，业务范围涵盖购物中心、写字楼、批发市场、物流地产与工业园区等多种类型。样本企业中，除大连万达、美凯龙、恒隆地产、太古地产、九龙仓置业、普洛斯中国等 6 家样本投资性房地产科目采用公允价值模式进行计量，其他 19 家均采用成本模式计量。考虑到数据可比性，惠誉博华选取营业收入与毛利润衡量样本公司盈利规模。

2020-2022 年，受疫情反复影响，商业地产样本公司营业收入与毛利润规模波动较大。2022 年，样本公司合计实现营业收入 1,664 亿元，同比下滑 1.5%；实现毛利润 906 亿元，同比下滑

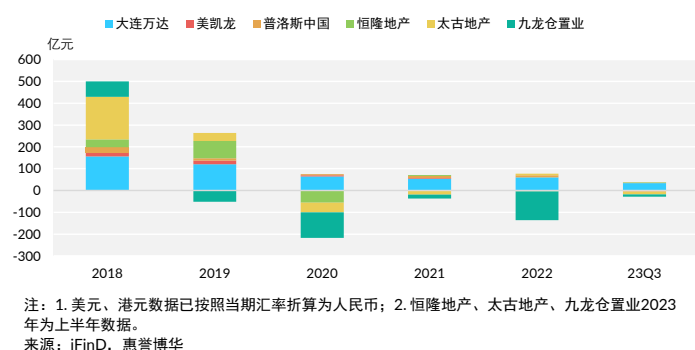
10.1%。样本企业中，各种业态样本公司盈利普遍呈现不同程度下滑，其中处于运营成熟期的产业园区公司盈利较为稳定，如浦东金桥、外高桥等仍呈一定盈利增长；其次为高端/超高端购物中心、写字楼运营商，也维持了相对稳定的盈利规模。2023 年伴随行业改善，样本公司营收与利润规模有望上修，且预计利润改善将快于营业收入。

样本企业盈利规模与增速



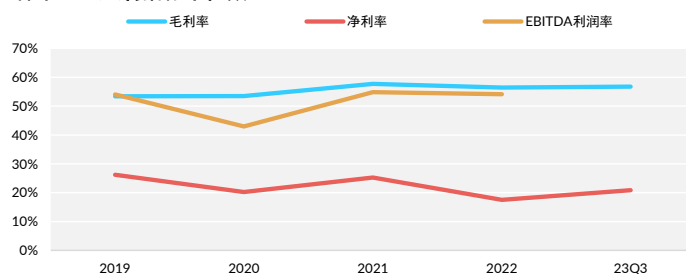
投资物业以公允价值计量的 6 家样本企业中，其公允价值变动收益对利润规模的影响较大，2018 年占利润总额的比例可达 15%-40%。近年来受宏观经济增速下滑与房地产行业低迷的双重掣肘，投资物业重估价值下滑对利润总额侵蚀较大，2020 年以来，恒隆地产、太古地产、九龙仓置业的投资物业公允价值变动损失规模较大，利润总额下滑明显；若剔除该部分影响，恒隆地产、太古地产的利润水平表现较为平稳，主要得益于其良好的地理多元化策略分散了经营风险；而九龙仓置业利润水平自 2020 年下滑后未明显回升，主要由于其位于香港的零售物业与酒店业务高度依赖旅游消费回升，拖累了其盈利恢复步伐。2020 年以来，美凯龙、大连万达的投资物业公允价值收益较 2019 年出现较大规模收缩，引致利润规模下滑。

6家样本企业公允价值变动收益



从盈利指标表现来看，商业地产样本公司综合毛利率与 EBITDA 利润率水平普遍高于绝大多数行业。其中毛利率中位数波动不大，近年来持续位于 50%-60% 区间；EBITDA 利润率、净利率中位数受公允价值变动损益影响，波动幅度较大。2022 年，样本公司毛利率、EBITDA 利润率、净利率中位数分别为 56.5%、54.1%、17.5%，均较 2021 年有所下跌。考虑到 2023 年疫情逐渐淡出后，经济持续恢复，预计 2023 年商业地产利润率水平将小幅上修。

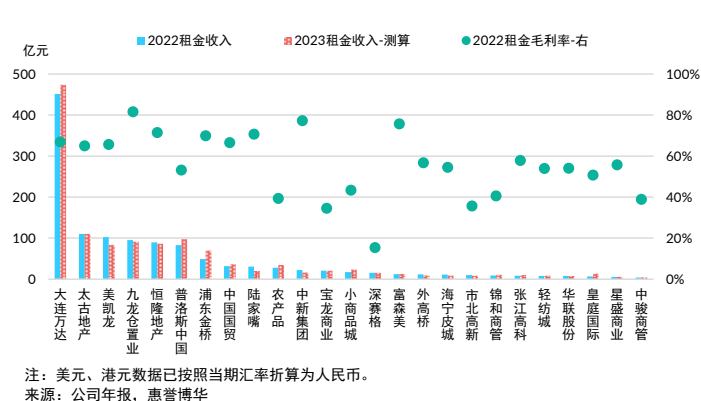
样本企业盈利指标中位数



2023 年，尽管不同业态盈利普遍改善，但恢复节奏有所差异。批发业态如小商品城、轻纺城、农产品等样本公司盈利恢复态势良好，但其利润率水平较其他业态偏低；家居物业如美凯龙、森富美等凭借自身品牌与运营优势，盈利状况保持稳定；购物中心、写字楼运营类样本公司，如大连万达、中国国贸、恒隆地产、太古地产等，大多具有稀缺的区位、品牌优势与杰出的资产运营能力，盈利稳定修复；产业园区样本公司受产业载体销售收入影响，其盈利规模有所波动，但利润率指标保持稳定。物流地产公司盈利伴随行业改善亦持续回升。

样本公司的租金毛利率大多位于 40%-70% 区间，其中九龙仓置业、中新集团、森富美的租金毛利率均超 75%，处于行业领先水平；深赛格租金毛利率水平较低，主要与其主营的电子流通市场业态有关。从租金收入规模看，大多数样本公司出租率与租金水平较为稳定，预计 2023 年租金收入规模变动不大。

样本企业租金收入与租金毛利率

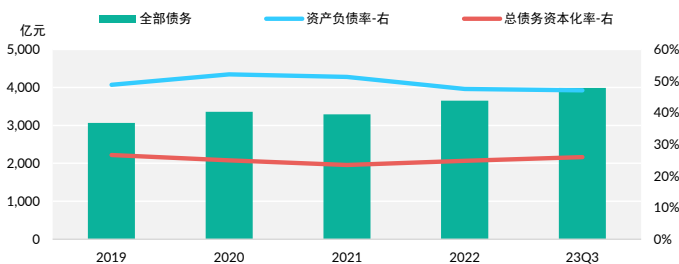


近年来，商业地产行业盈利指标保持相对稳定且维持较高水平，2022 年盈利规模下滑，但 2023 年疫情防控转段后，伴随经济活动逐渐复苏，行业运营状况稳定改善，带动样本企业盈利规模回升。预计 2024 年行业盈利状况将持续修复。

商业地产行业财务杠杆较轻，经营性现金流表现良好，CMBS/CMBN 与消费基础设施 REITs 扩容为商业地产公司拓展退出渠道

财务结构方面，近年来样本公司资产负债率变动不大，中位数维持 50% 左右；有息债务负担普遍较轻，总债务资本化率中位数处于 20%-30% 区间。截至 2023 年 3 季度末，样本公司资产负债率、总债务资本化率中位数分别为 47.1%、26.01%，分别较 2022 年末变动 -0.4 个百分点、+1.2 个百分点。2023 年，样本公司全部债务规模延续增长趋势，较 2022 年末增长 9.3% 至 3,988 亿元，主要来源于长期债务规模的扩大。

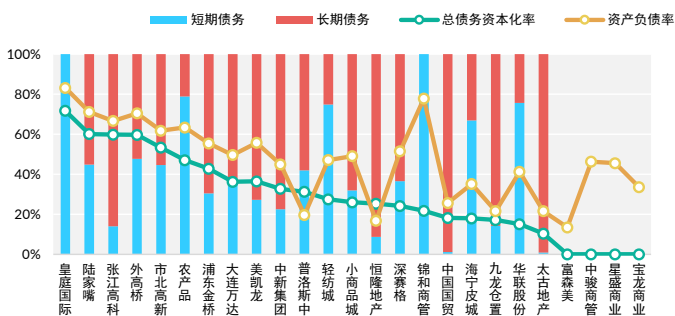
样本企业全部债务与杠杆率中位数



注：港股样本公司2023年为上半年数据。
来源：iFinD，惠誉博华

样本企业中，皇庭国际、陆家嘴、张江高科、外高桥等总债务资本化率处于行业较高水平。其中皇庭国际有息债务全部为短期债务，短期流动性压力大叠加主业盈利不佳、融资失利等多重困境，近期频频通过转让资产、转型半导体业务等方式进行脱困。陆家嘴、张江高科、外高桥等样本公司主要由于自身仍存在较大规模的开发销售业务，导致有息债务敞口较大。

2023Q3样本公司债务结构与杠杆率



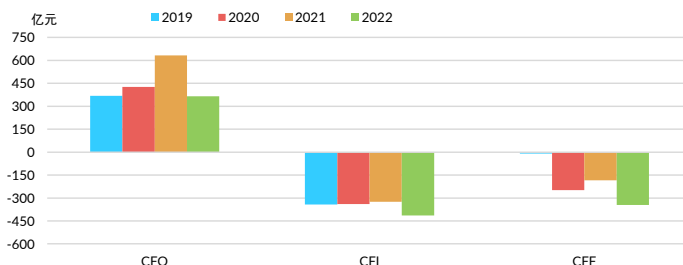
注：1. 美元、港元数据已按照当期汇率折算为人民币；2. 港股样本公司2023年为上半年数据。
来源：iFinD，惠誉博华

受益于租赁为主的盈利模式，商业地产公司经营性现金流表现良好，尽管 2022 年样本公司经营性净现金流出现下滑，但仍持续为正。商业地产前期投资规模巨大、回报周期长，因而其投资支出决策通常较为稳健，在运营稳定期资金支出需求较低，对外融资需求不大，其扩张性融资需求主要来源于资产抵押获取的长期资金。

融资方面，除了传统的资产抵押贷款，CMBS/CMBN 也是近年来商业地产领域蓬勃发展的长期资金来源之一，但 2023 年发行规模锐减，一定程度上限制了商业地产外部融资。2023 年 3 月，消费基础设施 REITs 试行有望为持有大量经营性物业的商业地产公司拓宽退出渠道，从而盘活存量资产，获取增量资金进行滚动，但在

现阶段实际操作过程中，发行与项目资金使用方面均存在诸多限制，未来仍待进一步完善。

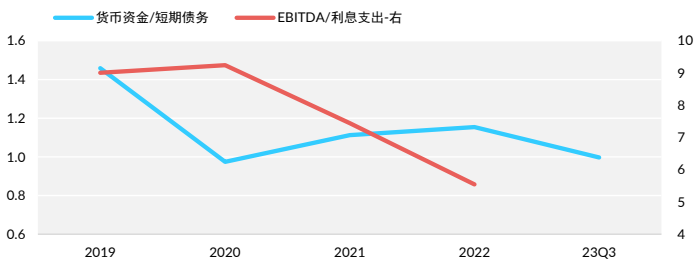
样本企业现金流状况



注：美元、港元数据已按照当期汇率折算为人民币。
来源：iFinD，惠誉博华

流动性方面，商业地产公司受益于以长期债务为主的债务结构与良好的现金流状况，短期流动性压力普遍不大。通常而言，商业地产公司开发投资支出所需长期资金大多依赖于债务滚续，而非自身现金流偿付，因而对于短期债务占比较大的公司，还需关注其再融资能力。近年来，样本公司流动性指标略有下滑，但普遍仍维持稳健水平。其中货币资金/短期债务中位数有所下滑，但仍维持在 1 倍以上；EBITDA/利息支出中位数也出现下滑，2022 年为 5.6 倍。样本公司中，皇庭国际、普洛斯中国、大连万达的货币资金/短期债务指标较弱，显示其面临较大的短期偿付压力。近日，大连万达与太盟投资集团（PAG）宣布签署新投资协议，并联合其他投资人针对即将到期的对赌协议达成新的交易安排，大连万达短期流动性压力大大减缓。

样本企业流动性指标中位数



注：港股样本公司2023年为上半年数据。
来源：iFinD，惠誉博华

商业地产运营状况与宏观经济发展休戚相关，同时受供需格局影响。当前行业供给端增速回落，未来行业供应将更多集中于存量项目升级改造、业态转换等方向；2023 年需求端尽管受宏观经济复苏基础不够牢固所累，但其主要租户行业仍然维持一定恢复态势。惠誉博华预计，2024 年伴随经济活动持续改善，商业地产行业有望持续回稳改善。综上所述，惠誉博华对商业地产行业的信用展望为“中景气稳定”。

附录：惠誉博华 2024 年商业地产行业信用展望样本

序号	公司	简称	总资产 (亿元,23Q3)	营业收入 (亿元,23Q3)	净利润 (亿元,23Q3)	毛利率 (23Q3)	资产负债率 (23Q3)
1	浙江中国小商品城集团股份有限公司	小商品城	339.8	79.1	23.2	27.1%	49.0%
2	浙江中国轻纺城集团股份有限公司	轻纺城	118.7	6.4	2.5	49.3%	47.1%
3	红星美凯龙家居集团股份有限公司	美凯龙	1,260.8	86.8	(6.4)	58.0%	55.7%
4	上海锦和商业经营管理股份有限公司	锦和商管	53.7	7.7	0.8	29.5%	77.7%
5	深圳市皇庭国际企业股份有限公司	皇庭国际	94.4	10.1	(5.2)	19.6%	83.1%
6	深圳赛格股份有限公司	深赛格	53.4	13.8	1.8	24.1%	51.4%
7	深圳市农产品集团股份有限公司	农产品	213.3	40.5	4.1	29.6%	63.3%
8	北京华联商厦股份有限公司	华联股份	118.9	8.3	0.5	56.8%	41.2%
9	海宁中国皮革城股份有限公司	海宁皮城	131.8	8.3	1.7	40.0%	35.1%
10	成都富森美家居股份有限公司	富森美	68.8	11.6	6.4	70.2%	13.5%
11	大连万达商业管理集团股份有限公司	大连万达	6,115.8	388.3	110.6	64.3%	49.6%
12	上海金桥出口加工区开发股份有限公司	浦东金桥	377.9	53.7	15.9	74.5%	55.4%
13	上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	陆家嘴	1,596.5	57.8	11.4	59.7%	71.1%
14	中国国际贸易中心股份有限公司	中国国贸	127.1	29.5	10.0	60.3%	25.7%
15	上海张江高科技园区开发股份有限公司	张江高科	475.2	17.5	7.7	65.9%	66.6%
16	上海外高桥集团股份有限公司	外高桥	423.7	54.5	6.3	36.5%	70.4%
17	上海市北高新股份有限公司	市北高新	220.6	7.9	(0.4)	34.6%	61.7%
18	中新苏州工业园区开发集团股份有限公司	中新集团	341.4	26.1	12.2	49.0%	45.0%
19	普洛斯中国控股有限公司	普洛斯中国	2,643.1	73.1	11.0	53.1%	19.6%
20	中骏商管智慧服务控股有限公司	中骏商管	32.8	48.5	2.8	91.6%	46.3%
21	星盛商业管理股份有限公司	星盛商业	22.4	6.2	1.4	80.0%	45.5%
22	宝龙商业管理控股有限公司	宝龙商业	53.8	12.7	1.0	34.4%	33.6%
23	恒隆地产有限公司	恒隆地产	1,941.8	48.6	25.3	73.0%	16.7%
24	太古地产有限公司	太古地产	3,192.7	67.7	21.0	73.0%	21.6%
25	九龙仓置业地产投资有限公司	九龙仓置业	2,292.2	60.0	16.5	82.1%	21.6%

注：： 1. 美元、港元数据已按照当期汇率折算为人民币； 2. 港股样本公司 2023 年为上半年数据。

来源：iFinD，惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。