

外资大举回潮 内资强势崛起

看好城镇化“钱景” 各路资本鏖战商业地产

□本报记者 张敏



京沪市场成交活跃

城镇化给商业地产带来了新的发展机遇，各路资本纷纷加快对商业地产布局。据中国证券报记者了解，除传统的商业地产运营机构开始从一二线城市向三四线城市延伸外，近期部分龙头房企实质性布局动作不断；一些海外资金蠢蠢欲动，曲线投资国内商业地产。

业内人士认为，房企、私募、信托、保险资金都垂涎商业地产蛋糕，这一领域有望迎来“黄金十年”。当前一线城市的优质商业地产处于供不应求状态，但个别二三线城市的在建商业地产规模巨大，甚至超出了当地消化能力，其蕴含的风险不容忽视。

与国外涵盖住宅、商业、工业、旅游各个业态的“商用物业”概念相比，我国商业地产的范畴相对狭窄，主要指以写字楼和零售商铺为主的商用物业。2012年随着住宅市场回暖，多地商业地产市场也开始从低谷中升温。

根据搜房网的统计，2012年前10月，北京商业地产累计成交总量约为205.51万平方米，呈现平稳增长的趋势。商业地产平均成交价格维持在25000元/平方米以内。业界预计，按照这一成交势头，2012年北京商业地产

在布局国内商业地产的外资中，来自美国的知名私募股权基金华平投资便是其中之一。近期，华平投资入股同昌盛业(北京)资产管理公司，后者以零售商业地产领域的资产管理见长。华平投资集团董事总经理 Joseph Gagnon曾在签约时明确表示，继续看好中国的商业地产行业。

相比之下，国内商业地产运营管理机构步伐显然更快。成立于2012年8月的商业地产运营机构RET睿意德，在短短的4个月间，已完成了在北京、河北、河南、江苏、湖北、云南、浙江、辽宁、黑龙江、山东和山西等地区的布局，共掌握项目40余个，其扩张速

我国商业地产似乎迎来了黄金时代。当前不少城市的商业地产与住宅物业价格“倒挂”现象仍然存在，意味着商业地产价值仍有较大提升空间。城镇化概念的提出，则进一步放大了这种利好。

王玉珂表示，中国城市人口每增长1%，可拉动GDP增长1.5个百分点。未来10年，中国城镇化率年均提高约0.9%，每年新增城市人口1300-1800万，这将进一步拉动消费市场。此外，城镇化率的提高，将大大促进服务业发展，也将加大写字楼的需求量。

工业物业方兴未艾

业内人士介绍，为工业企业服务的地产项目可以被视为工业地产的一个主要类型。过去十年间，一线城市的住宅价格涨了10倍，写字楼价格涨了3倍，而工业地产涨幅并不明显，这使得工业地产的租金收益明显好于住宅和写字楼。目前住宅租金回报率只有2%，写字楼为5%，而工业厂房普遍达到7%-10%。当一线城市的住宅和写字楼价格已经同国际大都市接轨时，工业地产显然还

总成交面积将可能在250万平方米左右，将比2011年大幅增长。

相比之下，上海的商业地产成交呈现出年末翘尾的势头。乐居克而瑞数据显示，自去年9月起，上海商业项目成交面积逐月增加，最大增幅达41%。四季度共计成交586247平方米，环比涨幅超40%。受此影响，去年全年上海商业类产品成交均价为18866.4元/平方米，环比上涨约13%，并已连续7年保持上涨。

业内人士指出，以北京、上海为代表的一线城市商业地产需求仍然旺盛，

度令人侧目。

值得注意的是，在布局一二线城市的优质物业之外，该机构已将触角向广大三四线城市延伸，并在近期与山东临沂的高端家居连锁企业怡景丽家签约。然而前几年，商业地产服务机构更关注高端需求，对三四线城市的市场并不感冒。

“纯粹的住宅开发时代已经过去。”RET睿意德高级董事王玉珂向中国证券报记者表示，城镇化进程带来的消费市场扩大，将是未来商业地产面临的最大发展机会。其中，三四线城市的中低端商业物业将有大量需求。

他还表示，相比一二线城市，庞大的中小城镇在未来10年将进入大规模建设高峰期，这将新增近1.3-1.8亿的消费人口，城镇化所带来的巨大内需也将直接推动商业地产发展进入“黄金十年”。

据悉，当前布局商业地产的资金中，以传统房企、私募、信托、保险四类为主，境外资金则主要以私募基金等方式试水，且有逐渐加码之势。有业内人士分析，商业地产领域的潜在市场规模非常巨大。

与此同时，商业地产领域的区域性风险同样不容忽视。业内人士认为，当

市场空间巨大。去年以来旷日持久的复星SOHO中国上海外滩“地王”之争，成为业界一致看好商业地产的佐证。

2012年，一些重点二三线城市的商业地产市场同样向好。据了解，随着轨道交通等的建设，去年杭州商业地产成交量呈逐季上升态势。此外，武汉商业地产市场也延续了此前两年的火爆，去年前11月写字楼与商铺成交量双双走高，全年成交量同比明显提升。

业内人士表示，无论从长周期还是短周期来看，商业地产市场仍处于上升阶段。其中，在国际金融危机

对于立志转型的传统住宅开发商来说，商业地产蛋糕如今更显得诱人。近期，专注于商业地产的大连万达集团表示，2012年集团收入达1416.8亿元，这一成绩可与地产龙头万科分庭抗礼。其中，万达商业地产板块去年的销售额已过千亿。SOHO中国将此前的散售模式转型为自持，也意味着商业地产的价值将有所提升。

近期传统住宅开发商加快转型步伐也可能加速。中国证券报记者获悉，万科已于近日在北京成立商业运营管理部门，由万科集团副总裁、北京万科总经理毛大庆亲自挂帅。其加码商业地产的举措终于迈出实质性一步。

前一线城市的优质商业地产处于供不应求的状态，但个别二三线城市在建商业地产规模巨大，甚至超出了当地的消化能力，其蕴含的风险不容忽视。

从产品结构的角度看，不难理解上述现象出现的原因。某知名商业地产机构负责人表示，业界对商业地产的认识存在误区，多将商业地产理解为定位中高端的大型商场和优质商铺，而市场对这类产品的需求相对有限。因此，在相当规模的资金投入之后，局部地区已存在一定的泡沫。

相比之下，随着城镇化推动广大

的影响逐渐淡化后，我国经济增速企稳，成为带动商业地产回暖的主要动力。

在这背后，资金的布局已经发生了不小的变化。仲量联行的分析认为，国际金融危机爆发后，不少外资撤出商业地产市场，以保险、信托、房地产资金为主的境内资本强势崛起，大量持有国内商业物业。2012年以来，随着欧美经济形势企稳，部分外资开始大举回潮，但在当前的国内商业地产市场，内资的活跃程度仍然高于外资。

万科内部人士透露，此前万科的商业物业多在住宅项目中配建，功能以满足社区生活配套为主，商业部分体量较小。成立新部门后，公司将以商业综合体作为主要业态，并拟于今年在北京推出一个数十万平方米的综合体项目。

在楼市调控政策趋于常态化、住宅销售整体利润率被压缩的背景下，商业地产已成为房企的主要转型方向。业内人士分析，不少开发商手中握有一定体量的商业地块，这些项目将在未来陆续投放市场。此外，随着房企资金链的改善，一些企业其加码商业的步伐有望加快。

三四线城市发展，对中低端的商业地产项目需求开始增加，这也将成为未来市场发展的主要方向。

各路资金的涌入正在使商业地产的运作模式悄然发生变化。高和资本董事长苏鑫向中国证券报记者表示，商业地产传统的“开发-销售”和“开发-持有”模式将发生改变，随着房地产基金规模的不断扩大，资产证券化也将随之成为未来商业地产的发展方向。同时，商业地产开发的专业程度也将不断加强，在其市场份额不断扩大的同时，市场门槛也将逐渐提高。

支撑。业内人士表示，随着金融创新的推进，工业地产可能迎来新的发展机遇。与依靠资金周转的住宅开发不同，成熟的工业地产项目往往由开发商自己持有，依靠长期盈利来获得收益。开发、持有、出租、改造并提升价值，一家房企负责人这样概括工业地产开发思路。但是这样的开发模式资金量需求大、投资期长，需要金融支持。

业内人士认为，和实体企业合作，是工业地产的新模式。很多制造业企业早期都是自己拿地建房然后自用，这样的做法会沉淀大量资金，拖累了资产收益率等指标，机会成本较高，需要把自有工业物业盘活成现金，并改善财务表现。如果开发商将这样的土地买入升级之后返租给实体企业，不但盘活了企业的资产，开发商也能够通过改造升值而获益。万通和TCL的合作就是采取这样的模式。业内人士同时认为，如果管理层放开REITs，对工业地产的发展将是重大利好。

万通控股常务副总经理郑沂

商业地产存量市场潜力巨大



万通控股常务副总经理 郑沂

□本报记者 张敏

在楼市调控常态化、房地产行业集中度提高的背景下，转型已成为房地产企业近年来的重要战略思路。早在2010年，万通就启动公司架构的调整，向“轻资产、戴绿帽、赚硬钱”的美国模式转变。目前万通房地产基金已成规模。近期，万通控股常务副总经理郑沂在接受中国证券报记者独家专访时表示，商业地产面临发展新机遇，未来存量市场会有较大增长空间。他还认为，近两年住宅市场房价不会暴涨。

国内地产基金前景光明

中国证券报：现在房地产企业转型的尝试非常多，但万通的转型和楼市调控的背景关系不是很大，并很早就提出过美国模式，这个概念具体怎么理解？

郑沂：美国模式的核心有两个特点。一是轻资产。传统开发商是以自有资金作为权益资本再加上债务融资的模式来投资，需要很大比例的自有资金，称之为“重资产”。如果在权益资本层面引入更多的社会资本来进行合伙投资，自有资金的比重变少了，可以撬动更大规模、更长期的投资，这种模式称之为“轻资产”。二是企业的利润、收入模式发生了转变。以前用自有资金投入，所有的收入扣除成本把债权人的利息还掉，就是自己的收益。转为美国模式以后，收入变成了两块：投入资本的直接投资收益和“费收入”。软性的“费收入”中，最主要的是作为投资管理人或基金管理人收取的基金管理费及超额收益分成（Carried Interest），同时提供传统的房地产开发管理及运营管理也可收取相应的服务费。这种“费收入”甚至会远超过投入自有资本的直接回报。所以这种业务模式的本质突破了传统开发模式，一部分跨入了金融服务业。

中国证券报：从资产管理方面看，对开发商的要求更高了。

郑沂：没错，相当于公司做了一个转型，从传统的物业开发和运营转为投资管理，业务偏向金融的范畴。全世界来看，这种模式的重要参与者主要来源于两家公司，一类是由房地产公司转型而来，一类是从金融公司转型。这两类公司都有各自擅长的方面，市场份额也旗鼓相当。

中国证券报：为什么万通看好这个模式？这会不会成为中国房地产业发展趋势？

郑沂：它肯定是一个大的必然的趋势。美国模式的核心是基金。从2012年开始，中国出现了真正的“投资型”房地产基金。与前几年最热门的夹层的融资基金不同，投资型基金有几个特点：第一，投资期较长，一般会在5-7年。因为这样往往可以跨越一个经济周期，过滤掉不确定性的短期经济波动。而传统债类基金期限较短，受短期波动影响非常大。第二个特点就是不保证收益，风险更大，但回报也更高。第三，基金不是针对事先确定好的单一项目进行融资，而是会分散投资到几个项目的资产组合，可以分散风险。第四，被投资项目也不是事先选好的，而是会由基金管理人在约定的投资期内进行筛选、交易。所以这种投资型房地产基金在运作本质上非常类似于PE的私募股权投资基金。

其实在国外，这类房地产基金本身就是PE的一个分支，同时也是地产基金中的主流，是保险、社保、年金、捐赠基金等专业机构投资者青睐的投资方向。在中国虽处于萌芽阶段，但前景极其光明。

商业地产机遇风险并存

中国证券报：万通做房地产基金，对投资方向有哪些选择？

郑沂：基金投资分为两个维度，一个是广度，一个是深度。广度的方面，是涵

盖写字楼、商场、酒店等多种类型；深度就是指聚焦，在同一个类型中做开发、孵化、运营、管理等整个过程。目前我们主要方向为两类，一类是工业地产；一类是写字楼。这两块都力争做深做透。

中国证券报：城镇化概念的提出，对商业地产发展是利好消息，但由于商业地产在运作上要求相对较高，且不同城市的市场形态差别很大，这其中会不会蕴藏风险？

郑沂：首先，不同地区存在着市场形态的差异。因为在过去一段时间，有些地区的发展较快，商业物业有所扩建，甚至过剩，也有一些地区只是刚刚开始发展，市场供应相对不足。比如说，拿上海的人均商业面积和香港比，上海甚至要高于香港，而后者是全亚洲的商业中心。在很多城市，拿在建的所有商场的面积再除以人口，得出的数字都很可怕。

其次是结构性差异，不同的区域商业物业类型的供需也是不一样的。拿写字楼来说，在中国做写字楼，北上广深等一线城市目前是比较有投资价值的，因为人口多，对地产、服务业需求很大，写字楼市场很旺。但是在300万人口以下的城市，写字楼不需要那么多。全世界的写字楼都集中在几个超大型的城市，这是一个结构化的因素。但现实是，我们看到不少二三线城市积极建设摩天大厦，但一些地区并没有这个需求；还有像北京等一些地区的写字楼产品需求很大，但供给明显不足。

如果说商业地产蕴含一定的风险，主要就存在上述两个方面。所以做商业地产的投资，一定要细分来看，结合不同区域的市场形态和结构化差异来研究。

中国证券报：商业地产的投资回报周期长，对资金实力要求比较高，且一些相对发达的城市，新增的商业地产项目较为有限。这会对商业地产的运作模式带来哪些影响？

郑沂：过去我们做商业地产，更多是做增量，即去新建项目。但从国外的房地产趋势来看，现阶段新增的商业地产项目已经非常少，而存量的商业地产投资量是非常大的。在运作中，商业地产并不是由同一家单位运作到底，而是在不同的基金手里流动。

随着中国这几年高速发展，商业地产的增量比较大，未来会逐渐转向做存量。这其中有两块具有操作空间，第一个是改造，即经过这么多年，一些老的存量项目定位、设计、硬件条件等不再能够满足现今的需求，这些物业需要重新盘活；第二块就是资产证券化，全国很多基础资产都在地产上，很多资金也对这部分资产感兴趣，因此空间很大。资产证券化也会对商业地产的操作思路带来不小的冲击。

近两年房价不会暴涨

中国证券报：2012年以来，调控政策没有放松，限购等措施一直存在，但住宅市场的成交量仍然保持高位，为什么会出现这种状况？

郑沂：住宅市场的根本问题在货币。我们做过数据比较，这几年全国房价的涨幅与货币发行量的增幅基本是同步的。所以，虽然外部调控政策没有变，但今年的货币发行量增速仍然在14%以上，一旦政策稍有松动，房价就会报复性上涨。另外，从供需关系的角度看，一二线城市确实有很大的刚性需求，常住人口增加很快，很多80后年轻人又进入生育高峰期，改善性需求很旺。

中国证券报：未来几年房价走势如何？
郑沂：从政策层面来看，由于房地产已经超出经济范畴，关系到社会稳定。因此，政府这只调控的手不会停，不会轻易地让房价往上走。综合来说，短期1-2年内住宅价格仍有上行空间，但像2009年至2010年的暴涨情形不太可能出现。

中国证券报：本轮楼市调控对房地产行业发展影响很大。近期有些企业退出了房地产领域，或剥离商业地产方面的业务，市场集中度在缓慢提高。在这个过程中，大型房企与中小房企比，优势体现在哪些方面？

郑沂：房地产行业集中度提高是必然的。现在我国从事房地产的企业大概有几万家，5至10年后，可能只有20%-30%的企业能剩下来，其他的要么是倒掉了，要么是整合掉了。在这个过程中，大型房地产企业首先具备品牌优势，这更容易吸引购房者，也容易在资本市场获得融资。第二，大型企业有一定的规模优势，整体的资金成本、管理成本，包括跟政府的交涉成本都会降低。第三，从资金实力上看，因为土地和资产价格上涨，加上房地产业属于资金密集型行业，资金实力强的企业更具优势。