

内部参考

2015 年第 6 期

总期第 38 期

每周观察

【本期摘要】

I、国家发改委等 11 部门下发《关于开展国家新型城镇化综合试点工作的通知》及《国家新型城镇化综合试点方案》，将北京通州等 62 个城市（镇）列为国家新型城镇化综合试点地区。根据方案，通州将推进积分落户政策，以具有合法稳定就业等为主要指标，合理设置积分分值，达到一定分值的可以申请落户。

II、劳动力是驱动经济增长的引擎。日本和欧洲部分国家和地区在“人口拐点”到来前后，经济危机如影随形，首当其冲是对房地产的冲击。比如日本，在 1992 年人口出现拐点之后，房地产泡沫破裂，地价大幅下降。据方正证券研究所提供的一份最新研究报告显示，2015 年之后，中国 20-64 岁劳动力开始负增长，下降速度将超过日本。是危言耸听吗？

主办 广安研究院

集团办公室

投资发展中心

2014.02.09

目录

政策导读	1
国务院：调整土改试点地区有关法律规定	1
国家发改委：京通州试点积分落户 租房可积分	1
新型城镇化综合试点地区公布 江苏、安徽等入选	3
央行：下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	4
国土部：今年三级不动产登记机构整合落实到位	4
产业聚焦	6
传中央将不会大调房地产调控政策 地方更自主	6
营改增进入关键一年 房地产等行业将启动改革	6
28 省地方两会逐渐淡化楼市调控 释放一大信号	9
北京定调通州为城市副中心 担负承接与疏解责任	11
北京春节前集中出让 9 宗地 总起始价达 69 亿元	12
9 家建筑类央企就营改增税负问题组建议书	14
国企改革	15
刘 晓：以反腐为契机深化国企改革	15
地方国企改革基金涌现 规模在 50 亿至 400 亿之间	16
京津冀一体化	18
借海而兴、产城互动 京津冀共推渤海湾沿海开发	18
《京津冀检验检疫一体化实施方案》已覆盖全部北京进出口企业	19
京津冀 5 年内建成 1 小时交通圈	20
行业动态	21
四合庄之战 方兴、万达、绿地争抢北京丰台商业热地	21
首只商业地产 REITs “苏宁云创” 2 月 6 日正式挂牌	22
长地 550 亿港元贷款或将成投资级贷款定价新标	22
绿地四大海外直采中心揭牌 启零售全产业链布局	23
龙湖地产将 2015 年销售目标定为 540 亿元	24
绿城电商组建网筑集团 携红杉易居跟投 6000 万美元	24
保利地产 1 月销售 73 亿元 将增加合作项目拓展规模	25
视野延伸	27
2015 人口拐点来到 楼市面临“史上最严”大考	27
融绿恋落下心理阴影 孙宏斌迎娶佳兆业约法五章	31
REITs 深度研究报告（附中国的已实践案例）	35
地产金融化的新加坡路径	50

政策导读

国务院：调整土改试点地区有关法律规定

6日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，决定报请全国人大授权在土地制度改革试点地区暂时调整实施土地管理法、城市房地产管理法有关规定的决定草案。

根据会议内容，草案提出要在坚守土地公有制性质不改变、耕地红线不突破、农民利益不受损底线的前提下开展试点，允许符合条件的存量农村集体经营性建设用地使用权出让、租赁、入股，与国有建设用地使用权同等入市、同权同价。

草案还规定，下放宅基地审批权，使用存量建设用地的由乡镇审批，使用新增建设用地的由县级审批。

同时，明确土地征收要综合考虑土地用途和区位、经济发展水平、人均收入等，合理确定补偿标准，妥善安排被征地农民住房和社会保障。

会议并部署改革政府投资管理方式和转变职能，便利投资创业规范市场秩序。会议确定，运用互联网和大数据技术，加快建设投资项目在线审批监管平台，推进网上受理、办理、监管“一条龙”服务。

会议指出，加强在线监测，为守信者开设服务快速通道，对失信者采取联合惩戒措施。“在取消或下放审批核准事项的同时，尽快下放规划、用地、环评等审批权限。”

（来源：观点地产网）

国家发改委：京通州试点积分落户 租房可积分

国家发改委等11部门下发《关于开展国家新型城镇化综合试点工作的通知》及《国家新型城镇化综合试点方案》，将北京通州等62个城市（镇）列为国家新型城镇化综合试点地区。根据方案，通州将推进积分落户政策，以具有合法稳定就业等为主要指标，合理设置积分分值，达到一定分值的可以申请落户。

通知称，试点主要包括五个方面的内容，包括建立农业转移人口市民化成本分担机制、建立多元化可持续的城镇化投融资机制、改革完善农村宅基地制度、探索建立行政管理创新和行政成本降低的新型管理模式以及综合推进体制机制改革创新。

按照通知，各试点单位将于2014年底前开始试点，将在2017年取得阶段性成果，形成可复制、可推广的经验，2018—2020年，逐步在全国范围内推广试点地区的成功经验。

长期租房也纳入积分

根据日前下发的《国家新型城镇化综合试点方案》，通州将从北京城市副中心建设和城镇化发展的需求出发，重点推进外来常住人口和本区农民市民化，并根据不同人群分别建立成本分担机制。

方案明确了通州开展国家新型城镇化综合试点的主要任务。其中之一，便是建立农业转移人口市民化成本分担机制。按照方案要求，通州将推进积分落户政策，制定通州区积分落户试行管理办法。

方案要求，积分落户试点应面向通州副中心建设，统筹考虑城市运营管理保障及产业发展方向，以具有合法稳定就业和合法稳定住所（含租赁）、参加城镇社会保险年限、连续居住年限等为主要指标，合理设置积分分值，达到一定分值的可以申请落户，为北京及国内其他特大城市户籍制度改革提供经验。

同时，强化居住证积分与公共服务待遇挂钩。

外来人口可实现市民化

根据方案，通州还将建立农业转移人口市民化成本分担机制。

具体来说，一方面是外来常住人口市民化成本，主要针对未参加基本养老保险、未享受教育等基本公共服务的外来常住人口提供与城镇居民同等化的基本公共服务。

方案指出，政府将承担由于外来人口市民化带来的教育、医疗、保障性住房等公共服务资源的扩容以及基础设施新建和改扩建等方面的支出，企业负担社会保险、职业培训等成本，个人承担社会保险、保障性住房租金等成本。经初步测算，外来常住人口市民化成本约为10万元/人。

另一方面，是本区农业转移人口市民化成本。在全区范围内，通州要选择典型乡镇，试点期内解决农村剩余劳动力的农转居问题。

通州区政府主要承担交通、市政设施、义务教育、医疗等设施建设费用以及就业培训支出等。企业或村集体承担农转居人口的社会保险、就业补助费用等成本。个人承担医疗保险、养老保险、子女教育、就业技能培训等资金。经初步测算，本区农业人口市民化成本约为25万元/人。

引入社会资本参与建设

方案明确，将建立多元化可持续的城镇化投融资体制，设立规模为200亿元的通州新型城镇化政府引导基金，政府出资20%，其余资金通过市场机制解决。

同时，鼓励社会资本参与基础设施及社会公共服务设施建设，放宽准入，完善监管。此外，还将探索金融机构支持城镇化建设的新模式，鼓励金融机构为通州基础设施建设提供合理贷款支持。

根据方案提出的目标，到2017年，通州常住人口城镇化率达到66%，户籍人口城镇化率达到60.5%；到2020年，常住人口城镇化率达到68%，户籍人口城镇化率达到64.2%。

到 2020 年，初步建成以基本公共服务均等化、集体建设用地统筹利用、跨区域生态合作共建和城镇化融合发展为特征的国家新型城镇化试点区。

（来源：京华时报）

新型城镇化综合试点地区公布 江苏、安徽等入选

中国国家发展和改革委员会 2 月 4 日在官网宣布，将江苏、安徽两省和宁波等 62 个城市(镇)列为国家新型城镇化综合试点地区，原则同意各试点地区报送的试点工作方案，并制定《国家新型城镇化综合试点方案》。

具体来看，参与国家新型城镇化综合试点地区的省主要有江苏省、安徽省，计划单列市是宁波市、大连市、青岛市，省会城市河北省石家庄市、吉林省长春市、黑龙江省哈尔滨市、湖北省武汉市、湖南省长沙市、广东省广州市、重庆市主城九区等，以及北京市通州区等 25 个地级市、河北省定州市 25 个县级市和两个建制镇。

值得一提的是，此次试点地区要建立居住证制度，以居住证为载体建立健全与居住年限等条件相挂钩的基本公共服务提供机制。同时要改革完善农村宅基地制度。具体试点工作按中央批准的农村宅基地制度改革试点方案实施。

国家发改委表示，2014 年底前开始试点，并根据情况不断完善方案，到 2017 年各试点任务取得阶段性成果，形成可复制、可推广的经验；2018—2020 年，逐步在全国范围内推广试点地区的成功经验。

发改委发布新型城镇化综合试点工作方案称，建立健全以合法稳定就业和合法稳定住所(含租赁)为户口迁移基本条件、以经常居住地登记户口为基本形式、城乡统一的新户籍制度。

该省将制定农村集体经营性建设用地流转办法，形成城乡统一的建设用地市场。通过增加财政补助、推进“信贷组合”、吸引民间资本参与等方式，创新棚户区改造融资机制。

安徽省也被选为城镇化试点城市。该省计划 2020 年常住人口城镇化率达到 58%。2013 年这一比例为 48%。该省将全面推进辖区城乡户籍一元化管理改革，让所有居民在医疗、教育和住房上享有同等福利。根据对两个试点省份之一安徽省的计划，地方政府将发行债券来筹集资金以覆盖这些成本。

另外，广州市计划到 2020 年将常住人口城镇化比率提高至 88%左右，2013 年这一比例为 85.3%。方案称，广州市将完善积分落户制度，将落户与纳税和保险挂钩，同时将连续居住年限纳入参考。

（来源：观点地产网）

央行：下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

据中国人民银行 2 月 4 日在官网宣布，自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

同时，央行表示，为进一步增强金融机构支持结构调整的能力，加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设的支持力度，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点。

同时，央行称，将继续实施稳健的货币政策，保持松紧适度，引导货币信贷和社会融资规模平稳适度增长，促进经济健康平稳运行。

1 月 9 日，央行表示，2015 年将继续实施稳健的货币政策，大力推动金融改革开放，进一步降低融资成本。央行称，将更加注重松紧适度，适时适度预调微调；继续实施定向调控，灵活运用各种工具组合，保持银行体系流动性合理充裕。针对长期居高不下的融资成本，央行将加大金融对实体经济的支持，进一步降低融资成本。

事实上，中国央行 2014 年两次实施定向降准，并于去年 11 月非对称下调存贷款基准利率。当年 11 月 22 日央行决定下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%，同时将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍。

国土部：今年三级不动产登记机构整合落实到位

据国土资源部近日表示，2 月 3 日前须完成包括省、市、县三级登记机构整合落实到位在内的多项工作，并确定了每项工作的完成时限。

据国土资源部介绍，《2015 年不动产统一登记工作计划安排》已早于 1 月 21 日下发，其中明确今年不动产统一登记工作 6 项重点，并确定了每项工作的完成时限。国土资源部提出，今年不动产统一登记工作要在已有工作基础上，健全配套制度，逐步衔接过渡，确保平稳有序，统一规范实施。

另悉，3 月 1 日，不动产登记暂行条例将开始实施。根据工作安排，登记职责机构整合是今年不动产登记的重中之重。今年将继续加强对地方不动产登记职责整合的统一监督指导，在完成职责整合的基础上，确保省、市、县三级登记机构整合落实到位；坚持“新开旧停”，在中央统一监督指导下，省、市、县三级不动产登记机构制订工作衔接方案，完成同级不动产登记资料的整理移交和系统对接；按照便民利民的原则，各级登记机构设立统一窗口，建

立健全“首问负责”、“一站式”服务等配套措施，开始受理不动产登记申请并颁发统一证书；制订试点方案，报国务院批准后，启动技术层面试点工作。

同时，国土资源部表示，今年还将制定登记簿册证书，力争尽快颁布出台，与《不动产登记暂行条例》同步实施。另将制定出台一批规章依据，包括研究制定《不动产登记暂行条例实施细则》、不动产权籍调查的有关政策意见、不动产登记人员管理和代理制度、《不动产登记收费标准》、《不动产权属争议调处条例》等。

此外，还将加快建设信息平台，重点进行数据整合和平台上线试运行，平台建设与“国土资源云”相衔接，今年下半年将上线试运行。

产业聚焦

传中央将不会大调房地产调控政策 地方更自主

据媒体 2 月 4 日报道，有政府部门人士表态称，未来一段时间，包括金融政策在内的房地产调控政策，中央将不会做出大的调整，但地方政府被赋予了较大自主调整空间。

据此报道，有政府人士认为，在新的市场供需形势下，监管层将不会对房地产政策做出大的调整。金融政策方面，目前并没有调整住房按揭贷款首付比例、利率优惠幅度等的计划，实际购房成本将随利率的变化而改变。而在地方政府依据本地市场情况进行的合理政策微调方面，只要有利于市场平稳运行，不会受到行政干预。

而就总体财政金融政策方面，1 月 23 日，中国人民银行表示，今年继续实施稳健货币政策，更加注重松紧适度，适时适度预调微调。年内中国将大力推进金融改革开放，防范化解各类风险。

央行指出，从中长期看，要健全支持实体经济可持续发展的金融市场和机构体系，完善更加稳健、平衡、有效的宏观调控体系和货币政策框架；建立健全高效、前瞻、专业化和市场友好的监管体制。（来源：观点地产网）

营改增进入关键一年 房地产等行业将启动改革

按照“十二五”税制改革的进度，2015 年年底，“营改增”全部完成之时，营业税或将彻底被取消。作为地方政府主体税种，营业税自设立以来，就为地方政府提供了稳定的税收来源，在所有税种中营业税的贡献也位列前茅，并逐渐成为三大（营业税、增值税、企业所得税）主体税种。

国家税务总局数据显示，2014 年我国税收收入达 10.38 亿元，其中营业税收入为 17782 亿元，在 18 个税种中，营业税收入占比达 17.78%，仅次于所得税和增值税。不过随着营改增的完成，营业税取消后，地方税源将面临巨大的缺口。

虽然官方并未公布未来营业税改革后，地方税源可支撑的路径，但纵观税制改革的特色，目前可行的方案就是对增值税的分享比例进行调整，改变现在 75：25 分成格局，并且随着消费税、房产税等税种改革推进，最终将从消费税中划拨部分弥补地方税源。

房地产等行业启动改革

“截至目前，不论是官方还是学术界，都没有收到营改增要推迟的信号，这也意味着改革还是按照“十二五”进度在稳步推进，此前税务总局发言人也表示，营改增剩余行业的推进工作也有条不紊地进行，从种种信号看，年底收官的可能性较大。”一位税务系统人士说。

在他看来，目前决策层和执行层对改革的进度持比较乐观的态度。“营改增推进工作最快的周期只有两周时间来准备，随后就在全中国推广，最慢的也才需要半年时间准备，从时间上看，如果决策层下决心完成，剩下的 10 个月完全有条件完成营改增。”

据悉，2012 年 1 月 1 日在上海交通运输业和部分现代服务业开展“营改增”试点起，国务院先后将交通运输业和电信业推广到全国试行，目前仅剩建筑业、房地产业、金融业和生活服务业尚未试点。

在上述 4 个行业中，房地产业有望最先实现营改增。

普华永道中国内地及香港地区间接税主管合伙人胡根荣认为，相比金融业，房地产业营改增相对简单。“而且由于房地产与建筑业的高相关性，为保证增值税链条完整，两行业今年可能同时进行营改增，政策出台最早可能在 2015 年第一季度，而具体实施时间有可能是 2015 年第二或三季度，即在 5~7 月份实施的可能性最大。”

按照胡根荣的推测，对房地产和建筑业改征增值税后税率，两行业税率或均为 11%。“建筑业增值税税率在 2011 年财政部、国家税务总局规定为 11%，目前看来此税率没有变动迹象，预计实施时会采用 11%税率，房地产行业税率会和建筑业保持一致。”胡根荣表示。

从目前的改革情况来看，营改增后房地产业的税率可能会是 11%。对于土地成本，由于土地来源的多样性(如无偿划转、集体合作、股权收购等)，很难取得相关税务发票，因此很可能无法获得进项抵扣。

尽管如此，“营改增”已经成为大概率事件。

《中国经营报》记者获悉，随着营改增步入最关键的一年，增值税制度改革在今年将出现新的局面。2013 年年底，财税部门和房地产商就曾对营改增具体细节进行沟通，目前一些有代表性的房地产企业已经按照不同的政策假设对收入、成本、利润等进行分析和测算。“总体来看，几大行业的改革应该会按计划于 2015 年内完成。”上述税务系统人士说。

普华永道预计，相关文件发布时间最早有可能是 2015 年第二季度。正式的实施预计在 2015 年第四季度或年底。

这种预测和官方对于改革进度的推进不谋而合。

1 月 30 日，国家税务总局召开 2015 年第一次新闻通报会，税务总局新闻发言人郭晓林表示，2015 年力争将营改增范围扩大到建筑业和不动产、金融保险业、生活服务业，这些行业将增加 800 万户试点纳税人，户数是目前的两倍。

改革会如期进行

值得注意的是，营改增完成后，营业税的取消对地方税源来说仍面临财政压力。尽管目前“营改增”的收入仍然归地方所有，但这只是过渡政策，从税制优化角度看，这种格局并不能长久。

中国政法大学财税法研究中心主任施正文认为，目前营业税收入归地方所有的举措也是过渡政策，预计营改增全部完成后会有新的税制结构。“最具有操作可能性的就是对增值税的分享比例做调整，弥补地方税源。”

财政部数据显示，2014年全国财政收入140350亿元，其中国内增值税收入30850亿元，营业税收入17782亿元，加上企业所得税收入，这三大税收已经占了全国税收总收入的61%，占整个财政收入的52%。

税收数据也显示，2014年税收收入达10.38万亿元人民币（已扣除出口退税），首次突破10万亿元大关，其中增值税占比为30.8%，营业税占比为17.78%，营业税改征增值税后，增值税的比例达到49%，届时增值税将成为一头独大的税源。

对此，财税界人士纷纷认为，平衡增值税分配原则是当前的可行路径。

郭晓林表示，2014年营改增新试点行业顺利推进，2014年1月1日和6月1日，铁路运输、邮政和电信业相继纳入营改增试点，范围扩大到“3+7”个行业。其中，铁路运输、邮政业分别实现改征增值税363亿元、11亿元，与缴纳营业税相比，分别减税8亿元、4亿元；电信业6至12月实现改征增值税294亿元，与缴纳营业税相比，增税64亿元，但为下游一般纳税人增加了税款抵扣。

截至2014年底，全国营改增试点纳税人共计410万户，其中一般纳税人76万户，小规模纳税人334万户。全年有超过95%的试点纳税人因税制转换带来税负不同程度下降，减税898亿元；原增值税纳税人因进项税额抵扣增加，减税1020亿元，合计减税1918亿元。

记者粗略统计，随着营业税改征增值税，地方政府税收收入的一半以上将进入中央和地方共享税收范围。在国家全部税收收入中，增值税收入比重过半。但增值税来源于企业，如果经济形势下滑就会直接影响税源，进而也会对国家全年税收收入产生影响，并触及财政收入。

在税制改革上，自1994年我国财政体制实行“分税制”以来，真正纳入分税视野的，主要是两种(类)税。其中增值税中央与地方的分成比例为75:25，所得税为60:40。这样的分税操作，是建立在国家税务局和地方税务局分设并分别征收各自税种基础上的。

上述税务系统人士也坦言，目前释放的信号是改革会如期进行。“如果真有变动，估计也会在下半年通报，对于普遍认为最难改革的金融业来说，如果总体进度不变，那么金融业最可能实行的就是简易征收方式，当然前提是决策层要完成改革”。

郭晓林表示，下一步，税务部门将继续推进营改增扩围，税务部门将与财政等部门一起，科学设计改革方案，缜密细致做好相关工作，确保营改增任务的圆满完成。

根据“十二五”规划，整个“营改增”过程将分为五个阶段：1. 在 2014 年扩大“营改增”范围；2. 于 2015 年实现“营改增”全面覆盖；3. 进一步完善增值税税率；4. 完善中央和地方的增值税分配体制；5. 实现增值税立法。

（来源：中国经营报）

28 省地方两会逐渐淡化楼市调控 释放一大信号

随着去年我国楼市进入调整期，地方政府纷纷松绑楼市政策，调控也逐渐淡出了政府的决议内容。目前发布的 28 个省、自治区和直辖市的 2015 年政府工作报告中，以前被热议和反复提及的调控正逐渐被淡化，政府决策的重点转向保障房和公积金等政策的调整。

专家表示，政府工作报告淡化楼市调控，反映了我国房地产市场进入“新常态”，政府的心态逐渐理性，将更加注重市场的调节作用，调控或将延续去年的“去行政化”和“分类调控”的思路。从目前来看，中央主要通过金融政策稳定楼市，地方则从局部入手。今年各地已进行了多项“微刺激”，两者叠加将对楼市产生积极的影响。

楼市调控淡出地方两会 或将延续“去行政化”

截止到 2 月 8 日，已有 28 个省、自治区、直辖市（广东、海南、吉林三省除外）召开了两会，中新网房产频道梳理今年的政府工作报告发现，以往报告中被反复提及的“调控”、“房价”、“限购”、“限价”等词汇已然消失，报告中所用词汇变成了“分类指导”“稳定住房消费”“市场调节”等等。

北京市去年的报告显示，“继续严格执行房地产调控各项政策措施，坚决保持房价基本稳定，促进房地产市场平稳健康发展”，今年关于楼市调控却只字未提。上海去年的政府工作报告是这样的表述，“健全住房保障和供应体系，严格执行国家房地产市场调控政策，确保住房用地供应，促进房地产市场健康有序发展”，今年则简化成了“促进房地产市场平稳健康发展”一句。

目前发布报告的城市中，有 14 个提及房地产相关内容，多数提到要促进房地产市场平稳健康发展。福建的报告还提出要支持群众首套房、首改房等刚性住房需求，河南的报告提到要分类指导各市县房地产开发建设，内蒙古提及要确保房地产风险可控，增加住房消费。宁夏的报告则着墨较多，提到要坚持市场调节为主、政策引导为辅，支持各市采取有效措施，释放改善性住房需求，合理引导房地产市场预期，促进投资和消费平稳运行，有效化解存量，切实防范风险。

与之前地方两会频繁提及房地产相反，今年楼市调控多淡出地方两会。上海易居房地产研究院研究员严跃进告诉中新网房产频道，过去之所以强调楼市调控，就在于市场过热，需

要进行各类手段的打压。2014 年楼市急剧降温，这使得今年对于楼市应该是以“呵护”的态度，而非行政干预。

中国社科院城市发展与环境研究所原所长牛凤瑞在接收中新网房产频道采访时表示，这也说明地方政府对楼市的调控逐渐走向理性，意识到房地产应该更多的通过市场来调控，也就是“去行政化”的过程，“这是一种进步，是一个好现象”。

地方两会聚焦保障房 建设公积金制度或将进一步放宽

既然以往被热议的楼市调控今年淡出，那么各地的政府工作报告中关于楼市都提到了哪些内容呢？中新网房产频道发现，保障房建设、不动产统一登记的落实、公积金制度的调整以及户籍制度改革，将成为各地工作的重点。

作为保障民生的重要举措，保障房的规划和建设在多个报告中被提及。值得注意的是，今年多地的保障房规划和楼市去库存结合了起来，浙江、宁夏的报告中提到将把存量房转为公租房，这一政策也被业内视为去库存的一大利好政策。

甘肃、安徽、贵州的报告中还提到，将推进棚户区改造货币化安置。对此，牛凤瑞谈到，我赞成住房保障货币化，这是一个好的方向，政府统一建设或购买保障房源，可能存在现有资源和居民的需求不匹配的问题，会造成新的闲置和浪费。让困难居民拿着补偿款选择适合自己的房子，这样更符合居民实际需求，能起到真正的保障作用。

今年《不动产登记暂行条例》马上进入正式落实阶段，地方政府积极配合将落实工作提速进行。北京今年将完成市区两级不动产登记机构职责的整合，机构设置已有初步方案。山西、河南、湖南等省市也在工作报告中强调要推进不动产统一登记，建立配套制度体系。

各地的住房公积金政策也将进一步放宽，云南表示要推进公积金领域的改革，陕西要放宽公积金提取条件，山东也将探索把农民工纳入住房公积金的保障范围。

另外，各省市的户籍制度改革也在不断深化改革。北京正研究制定积分落户政策，河北、内蒙古、贵州等地也在加快户籍制度改革，放宽外来或农村人口在城镇的落户限制。

对于户籍制度的调整，中原地产首席分析师张大伟表示，户籍制度的改革短期内对楼市影响不大，但它的影响是长期的、渐进式的，可以在一定程度上增加购房需求。

中央、地方分类调控楼市 “微刺激” 或将继续

虽然今年楼市总体上或将延续“去行政化”的调控思路，但面对楼市成交持续低迷的局面，今年以来各地出台的“微刺激”政策不断，比如近期北京公积金制度的调整、厦门和四川全面取消限购、福州回购商品房转为安置房等，都对楼市产生了积极的影响。

楼市“微刺激”分为两种，牛凤瑞解释道，第一种是目前各地政府采用较多的松绑方式，放开之前调控过程中“不该管、不该控的”，也就是回归市场的做法。另一种则是通过政府的有形之手根据各地发展情况采取的刺激手段。

在牛凤瑞看来，今年楼市还是会坚持“分类调控”的方针，把调控的主动权交给地方政府，因为房地产是区域性市场，地区差异较大，想用一個政策来喊全省“齐步走”是非常难的。

中央和地方的调控手段也有所不同，张大伟认为，今年房地产政策将延续去行政化、重市场的调控思路，中央政府稳定楼市的主要措施是金融政策，地方政府则是从局部入手，主要采用财政补贴购房和放松公积金贷款的方式。

严跃进也提到，为防止楼市大起大落，各地针对房地产市场的“微刺激”还将继续。张大伟预测，今年房地产政策有望在营业税征收、部分一线城市限购政策等方面进一步放开，地方政府还可能会出台非常直接的税费减免、购房补贴等政策。

（来源：中国新闻网）

北京定调通州为城市副中心 担负承接与疏解责任

北京通州区要告别“睡城”了。

近期，北京市市长王安顺在通州区调研时指出，要举全市之力推动北京城市副中心建设，在落实首都城市战略定位上担起承接与疏解的双重责任，努力打造世界一流的现代化国际新城。

此前北京人代会通过的 2015 年北京市政府工作报告也指出，今年要加快城市副中心建设，完成通州核心启动区基础设施建设任务，推进北京环球主题公园等重点项目，抓好国家级新型城镇化试点工作。

北京加快通州地区建设意义重大。中国社科院工业所产业布局室主任李晓华介绍，通州目前有城少业，居民居住在这里，上班在城里，每天坐地铁来回，所以被称为“睡城”。

“通州有了一定产业后，有利于改善这一状况，并可缓解北京交通拥挤问题。”他说。

多名专家认为，通州下一步应引进一些高精尖的科技产业，而不符合北京定位的产业，要尽快迁移。

公共服务待完善

2014 年，中央提出北京为政治、文化、科技、国际交往中心的定位后，北京周边城市传出了要做各种副中心的提法。

河北省政府的 2014 年政府工作报告中提出，构筑以京津两个特大城市为核心，石家庄、唐山两大城市为区域中心，其他设区市为支点的层级合理的城镇体系。

《河北省新型城镇化规划》也提出，石家庄定位为京津冀城市群南部副中心城市，唐山建成东北部副中心城市，邯郸则定位为晋冀鲁豫接壤地区中心城市。保定此前也传出做首都行政副中心的消息。

不过，北京目前仍将通州作为副中心。

2015 年的北京政府工作报告提出，加快城市副中心建设，完成通州核心启动区基础设施建设任务，推进北京环球主题公园等重点项目，抓好国家级新型城镇化试点工作。

对此，中国社科院工业所产业布局室主任李晓华指出，北京的提法和河北各个城市的思路可能并不矛盾。

因为“北京的副中心”，是从一个城市角度而言的。如果说是“首都的副中心”，或者京津冀（首都经济圈）的副中心，则是从更大范围的角度而言的。

首都经济贸易大学特大城市研究院教授叶堂林认为，通州做北京的副中心并不影响廊坊和保定做副中心的定位，北京的副中心不应该只有一个，可以有多个。“如果北京只有一个副中心，或会导致又一个地方严重的城市病。”

目前通州产业集聚比较少，尤其缺乏医院、学校以及像中关村一样的产业。

李晓华介绍，很多职能疏解仍有难度。比如通州区多年前就准备好了北京政府的用地，但是一直没搬过去。“现在搬迁难度更大了，因为要搬迁就要新盖行政楼，目前国家政策不允许。”他说。

双重责任

首都经济贸易大学特大城市研究院教授叶堂林指出，按照京津冀协同发展规划，北京接下来要往东往南发展，天津要往东往西北发展，通州则是北京往东发展的重点。

不过，通州区作为北京副中心，要做好定位比较难。原因是一些不适合北京功能的产业要疏解，而适合定位的产业要承接，但疏解和承接都难一蹴而就。

王安顺指出，通州区要积极融入首都发展大局，在落实首都城市战略定位上担起承接与疏解的双重责任，在构建“高精尖”经济结构上担起产业发展和城市发展的双重责任，在京津冀协同发展上担起自身发展和协同发展的双重责任，努力为建设国际一流和谐宜居之都多做贡献。

对环渤海经济有深入研究的河北经贸大学教授张大维认为，北京大力发展通州是因为目前北京的产业疏解仍需国家层面的协调，而北京各个郊区县发展还比较落后，因此在功能疏解方面，选择了先从主城区向郊区转移的政略。

（来源：21 世纪经济报道）

北京春节前集中出让 9 宗地 总起始价达 69 亿元

2月8日至春节假期前，一周的时间里，北京市国土局将集中出让9宗地，涵盖商业金融、住宅、机构养老设施等多种用途，总起始价达69亿元。

2月10日将有三宗商业金融用地挂牌截止，总起始价约31.2亿元。其中北京市门头沟区门头沟新城MC00-0017-6002地块(S1线区域组团02地块西北侧地块)B4综合性商业金融服务业用地起始价11.7亿；北京市顺义区仁和镇4-073F3其他类多功能用地起始价7.5亿；北京市朝阳区太阳宫乡0301-615、0301-616地块S2广场用地、C2商业金融用地起始价12亿。

而在2月12日，将有平谷区和顺义区各两宗地竞价截止，总起始价18.81亿元。

值得注意的是，平谷区两宗地均为机构养老设施用地。在2月3日北京首宗配建机构养老设施用地的宅地花落首创置业后，该两宗地的关注度也渐趋升高。平谷区夏各庄新城2号2-15地块A61机构养老设施用地起始价仅为8000万，土地面积约为6.93万平方米。

另一宗平谷区夏各庄新城2号2-02地块R52小学用地、2-06地块F1住宅混合公建用地、2-08地块A61机构养老设施用地起始价则为2.36亿，并且宗地设定合理土地上限价格，当竞买报价达到合理土地上限价格时，则不再接受更高报价，转为在此价格基础上，在明确保障房建设单价标准的前提下，通过现场竞报异地建设保障房面积的方式确定竞得人，保障房建设单价标准为10000元/平方米。

顺义区赵全营镇板桥村F2-01 F3其他类多功能用地和顺义区顺义新城26街区SY00-0026-6001、6003地块C2商业金融、F3其它类多功能用地国有建设用地，挂牌起始价分别为2.2亿及13.45亿元。

将于2月15日迎来竞价截止的昌平区两宗公建混合宅地均需配建“人才公共租赁住房”。其中，昌平区北七家镇(未来科技城南区)CP07-0600-0022、0039、0040地块F2公建混合住宅用地(配建“人才公共租赁住房”)，起始价9.2亿元。

该宗地将配建建筑面积不少于7600平方米的“人才公共租赁住房”，其中CP07-0600-0022地块须配建“人才公共租赁住房”建筑面积为3200平方米，CP07-0600-0039地块须配建“人才公共租赁住房”建筑面积为2200平方米，CP07-0600-0040地块须配建“人才公共租赁住房”建筑面积为2200平方米。

另一宗昌平区北七家镇(未来科技城南区)CP07-0600-0049、0062地块F1住宅混合公建用地(配建“人才公共租赁住房”)起始价9.76亿元。宗地将配建建筑面积不少于18100平方米的“人才公共租赁住房”，其中CP07-0600-0049地块需配建“人才公共租赁住房”建筑面积为5900平方米，CP07-0600-0062地块需配建“人才公共租赁住房”建筑面积为12200平方米。

9 家建筑类央企就营改增税负问题组建议书

近日，有媒体报道称，由超过 9 家建筑类央企联署、就营改增税负问题致国务院领导的建议书，或将导致原定于今年 4 月 1 日推出的房产建筑营改增存在变数。

报道援引接近税务总局的税务专家的说法称，目前已经看到起草的政策文件讨论稿，有 99% 的可能是房地产业、建筑业和金融业将同时纳入营改增范围，原计划可能 4 月 1 日发文，但现在也难说。

相关资料显示，目前中国房地产行业营业税税率为 5%，建筑业营业税税率为 3%，而房地产、建筑业增值税税率被普遍预测在 11% 左右。

有分析人士认为，目前房地产行业整体比较冷，土地成本比较高，对行业税负影响还需看抵扣成本，但目前有房地产企业已反映利润空间将减少；建筑业一旦实行 11% 税率，因为转嫁空间有限，绝大多数建筑企业可能将大幅增加税负。

同时分析人士也认为，即将到来的营改增冲击最大的可能要属利润微薄的建筑行业，而房地产业的回旋余地较大。

据了解，营改增是一种改革税制，避免重复征税。其中 2011 年，经国务院批准，财政部、国家税务总局联合下发营业税改增值税试点方案。

截至 2014 年年底，中国已经完成了交通运输业、部分现代服务业（主要是生产性服务业）、邮政服务业以及电信业等的营改增试点。

2015 年年初，国税总局新闻发言人表示，2015 年力争将营改增范围扩大到建筑业和不动产、金融保险业、生活服务业。

中信证券报告称，营改增对于房地产企业的影响首先取决于企业的成本结构。在土地成本占比较低的三四线城市，房地产企业付出的建安成本的增值税大概率可以进行进项抵扣，但在一二线城市建安成本占比较低，企业可以抵扣的进项税规模可能不足。

（来源：观点地产网）

国企改革

刘 晓：以反腐为契机深化国企改革

2月5日、6日连续两天，中央纪委监察部网站集中发布了对7家央企单位专项巡视意见，花样百出的国企腐败现象触目惊心。新华社昨天发文指出，从中央专项巡视反馈情况看，一些“国企蛀虫”正在利用职权吃里扒外、损公肥私，一步步蚕食国有资产，“一些国企内外勾结围猎国有资产已经到了明火执仗的地步！”

国企高管本该是国有资产守门员，但在一些人眼里，其经营管理下的国资成了获取个人利益的“自留地”。靠山吃山，靠船吃船，靠油吃油，一些国企领导里应外合，上下其手，有的通过定向交易、利益同盟等方式，向亲属子女、关联企业输送利益；有的则接受客户企业、供应商好处，继而投桃报李，礼尚往来，种种利益输送链条成了国有资产流失的陈仓暗道。

私利输送的方式名目繁多，但千变万化背后，仍是权力寻租作怪，仍取决于国企领导能不能受到有效的制度约束。国企种种问题，既是企业病，也和政府官员腐败现象如出一辙。值得思考的是，国企现代企业制度建设已经推进多年，为数不少的国企建立起与政府部门管理模式截然不同的股东会、董事会、监事会等机构和制度，可制度的缰绳为何还套不住权力的野马？“肌体”的差异为何还挡不住“通病”的传染？

握有重权、掌管巨资，国企高管成了“既拿市场化薪酬，又享行政化权力”的特殊群体，尽管有了现代企业架构，但一些国企内部，机关化、行政化、官僚化作风仍然严重，决策办事按照级别说话。企业一把手大权独揽、独断专行，有的大搞集中制、家长制、一言堂，重大投资项目不论证，不履行规定决策程序，脱离制度监管。从一些已经落马的“国企蛀虫”案例可以看出，正是企业内部监督形同虚设，甚至曲意迎合、抱团腐败，这些都让任性的权力天马行空，为利益输送等腐败行为大开方便之门。

腐败现象在国企中的滋生蔓延，暴露出企业管理制度的漏洞，说明国企体制机制的改革和现代企业制度的建立仍未完全到位。不仅如此，国企特别是重量级国企，在市场经济运行中地位举足轻重，几乎都是各行业领域的龙头，国企腐败不仅带来国有资产的流失，而且滋生各种潜规则，扭曲公开、公平、公正的市场竞争与交易秩序。从这个意义上说，国企反腐，既要挖出那些胆大妄为的“蛀虫”，依据党纪国法严肃处理，更为艰巨的任务是，完善国有企业内部一系列监管制度，推动国企管理和高管人员去行政化，建立专业化、规范化、有序

流动的职业经理人队伍等，筑牢国有资产安全运行的“防火墙”，通过国企的规范经营管理，带动市场环境的公平公正。国企反腐，正是这一系列改革的契机和“按钮”。

地方国企改革基金涌现 规模在 50 亿至 400 亿之间

如火如荼的地方国资国企改革令各地国企改革基金如雨后春笋般涌现。自 2014 年 9 月以来，上海、广东、安徽、云南、北京等地相继成立国企改革投资基金，规模在 50 亿-400 亿之间。近日，厦门市宣布，五年内拟共同发起设立 10 支总规模为 100 亿的国有企业产业升级基金，以推动厦门国企做强做优、转型升级，培育一批具有核心竞争力和市场影响力的优秀骨干企业。业内专家认为，各地国企改革基金的成立将发挥启动资金的作用，减少政府投入成本和负担，加快地方国企改革的进程。

多地成立专门基金

今年 1 月 22 日，上海成立信达国鑫国企混合所有制改革促进基金，总规模 200 亿元，基金由中国信达资产管理股份有限公司携手上海国有资产经营有限公司发起成立，基金投资策略为协助国有上市公司建立并购基金，配合杠杆融资收购标的企业控股权或通过认购国有上市公司的增发股份，为前者提供资金收购标的资产以实现市值增长。此外，基金计划为上市公司的员工持股计划提供资金支持，以获取定向增发准入资格，享受资本市场对于员工持股企业的估值溢价。

去年 12 月 30 日，北京成立京国瑞国企改革发展基金，资金募集规模 400 亿元，首期募集规模 50 亿元，基金由京能集团、首钢总公司、北京电控、北汽集团、城建集团等 8 家首都重点企业作为主要发起人，采用母子基金、“一体两翼”架构体系，其中京国瑞基金为母基金，是半公益性质的政府引导基金，下设商业性的京国发基金和公益性的京国益为子基金，基金将参与北京市属国资国企重大股权投资。主要功能为改革保障、增信托底、公益扶助、资本积聚、增值服务的功能，为国企改革提供保障。

同日，由云南省能源投资集团有限公司牵头发起设立的云南国资壹号产业基金，总规模 50.1 亿元，首期到位资金 10 亿元，基金并与西南交通建设集团股份有限公司、云南煤化工集团有限公司、十四冶建设集团有限公司签订了项目融资协议，下一步，省国资委[微博]将加大与各类金融机构的合作，进一步加强对省属企业的指导、协调、服务力度，不断放大基金规模。该基金主要是站在全省的角度，统筹改革与发展的关系，促进能源与资源的结合，加强省属企业间的合作，并力求支持企业解决改革与发展中遇到的困难和问题，提高资金的使用效率和效果。

去年9月28日广东成立了广东国资改革发展基金，首期规模50亿元，其中母基金15亿元。基金由恒健控股公司、省属企业、金融机构以及其他社会机构以“母基金+子基金”的形式设立，基金实行封闭运作，定向支持试点企业的发展和培育，对广东50户试点企业原则上要全部投资，且入股比例不低于10%。主要是扶持广东50户试点企业体制机制改革创新工作。

中信证券分析师认为，这其中，上海成立国企混合所有制改革基金，相比北京，云南、合肥、广州的方案设计更具看点，不仅将杠杆并购、控股权收购等并购重组运作模式考虑进来，还为员工持股提供资金支持，以获取定向增发准入资格，在解决了国企改革资本运作中融资问题的同时，兼具盈利模式的实现。

不断深化国企改革

“多地不约而同地成立国企改革基金，是国企改革操作阶段的表现，为下一步改革的推开创造了条件。”中国企业发展研究院副会长李锦表示。

国企改革需要雄厚的资金，多地设立的国企改革基金，在资金方面获得了各方的强力支持，起到了蓄水池作用，一旦国企改革方案出台，政策放开，能够加快国企改革进程，减少政府投入成本和负担，这些资金将搅动改革的活水，起到启动资金的作用。

香颂资本执行董事沈萌表示，从各省的经济发展水平来看，上海、北京、厦门等经济发达的地方，成立这种基金，其资金的筹集和国资国企改革的手段会更加灵活和多样化，而发展中的省份，设立基金的难度会相对大一些。一些省市成立国企改革基金，其目的一是希望利用市场化的方式来理顺所有权关系；二是通过杠杆收购和市场化方式进行资产剥离，会加快改革进程；三是能够处理员工持股等增量问题；四是通过外部基金介入改革，会对国有企业的管理层形成一定压力，在经营绩效方面有一定的支持。但在用资金撬动杠杆的这个过程中也会存在一定风险，由于该基金不会像私募基金一味追求高回报，基金投资人可能会面对承担一定风险而回报又不高的状况。

（来源：中国证券网）

京津冀一体化

借海而兴、产城互动 京津冀共推渤海湾沿海开发

环京津冀有海岸线 640 多公里,不仅有众多的天然良港,还有数千平方公里的未利用土地。京津冀一体化发展,就要加快沿海区域综合功能开发,推动三地实现产业转移,加快渤海湾的沿海开发力度,打造现代化的沿海产业带

近段时间,河北沿海地区引进项目好戏连台:中关村产业园区秦皇岛分院在秦皇岛开发区开园;首汽沧州沿海生产基地顺利投产;京冀在唐山沿海共同打造曹妃甸协同发展示范区框架协议签约、天津港集团与河北港口集团共同组建渤海津冀港口投资发展有限公司共同开发津冀港口群项目签约;北京现代在沧州渤海新区建设第四工厂、北京市在唐山曹妃甸新区建设海水淡化工厂等项目正式启动。

这么多项目短时间内集中落户河北沿海地区,在京津冀一体化发展中,河北沿海已成京津产业转移的投资洼地,产业转移已成为河北沿海开发开放的重要支撑。

津冀有海岸线 640 多公里,其中河北界为 487 公里,天津界为 153 公里,这里不仅有众多的天然良港,还有数千平方公里的未利用土地。据了解,许多经济发达国家借海而兴形成产城支撑。京津冀要实现协同发展,就要加快沿海区域综合功能开发,推动三地实施产业转移。加快渤海湾的沿海开发力度,河北专门出台了推动京津冀协同发展实施意见,梳理出 64 项重点工作,确定 40 个承接合作平台,签署并实施京冀“6+1”、津冀“4+1”战略合作框架协议,河北沿海产业带建设实现了率先突破。

2013 年 12 月 26 日,北汽集团在沧州渤海新区新建的 40 万辆整车生产基地一期工程建成投产。北汽黄骅产业园项目副总经理陶德权告诉记者,企业落户河北沿海,主要有两条原因,一是落实京津冀协同发展要求;二是看中了渤海新区 500 多亩项目用地能够一次到位,且成本低廉。另外黄骅市有与汽车关联企业 200 多家,有人力资源基础,一期项目完成投产需要 3500 人,大部分员工可在沧州招聘;三是这里紧邻黄骅综合大港,公路水路外运极为便利。

2014 年 5 月 11 日,北京中关村海淀园秦皇岛分园在河北海滨城市秦皇岛开发区正式挂牌,6 家中关村海淀园的企业入驻秦皇岛分园。据北京市海淀区副区长、中关村海淀园管委会主任孟景伟介绍,经海淀区和秦皇岛市双方商定,对转移企业实施 4:4:2 的税收分享政策,即对外迁企业在当地上缴税收,由两地各占 4 成,其余 2 成返还企业作为发展基金。这种互利互惠的合作,将使两地和搬迁企业的积极性得到充分发挥,对实施产业转移起到推动作用。

2014年7月31日，京冀正式签署《共同打造曹妃甸协同发展示范区框架协议》。双方确定将共同建设北京(曹妃甸)现代产业发展试验区、曹妃甸中关村高新技术产业基地；共同打造大型石化产业基地、资源能源储备供应基地和宜居宜业的现代化新城；共同推进港口建设和功能完善；共同推进交通一体化建设，把曹妃甸打造成首都战略功能区和协同发展示范区。首钢集团党委副书记何巍介绍，北京市已经责成首钢及相关方共同组建试验区和生态城开发建设投资公司，统筹协调开发建设工作。

2014年8月24日，由天津港集团与河北港口集团共同出资20亿元，组建的渤海津冀港口投资发展有限公司在天津东疆保税港区正式成立。渤海津冀港口投资发展有限公司董事长李增军表示，成立该公司，是落实京津冀一体化发展、推进交通一体化的具体措施。公司将按照优势互补、互利共赢、港口一体化发展的原则，以市场为导向、资本为纽带、项目为抓手，统筹规划利用港口资源及航运要素，不断优化京津冀区域港口的合理分工和产业布局，重点投资津冀两地的港口码头项目，增强港口对京津冀区域城市及周围地区的辐射带动作用，推进津冀两地港口的转型升级。

京津冀一体化发展，使津冀沿海区域实现了跨越发展。2014年，河北港口吞吐量首次突破9亿吨，比2011年净增2亿吨。作为河北三大增长极曹妃甸区、渤海新区和北戴河新区，2014年完成投资分别增长18%、18%和36%，一个现代化的沿海产业带正在崛起。

(来源：中国经济网)

《京津冀检验检疫一体化实施方案》已覆盖全部北京进出口企业

记者从北京检验检疫局获悉，《京津冀检验检疫一体化实施方案》已100%覆盖北京进出口企业。

《京津冀检验检疫一体化实施方案》是2014年7月1日起京津冀三地检验检疫部门开展实施的一体化通关新模式，进口货物两次通关申报模式就此终结。这意味着从天津港直接进口的货物可以直接到北京进行检验检疫，对促进北京外贸交易、缩短企业拿货时间起到积极作用。

实施“出口直放”后，出口企业货物平均每批可缩短物流时间1天以上。一家食品企业数据显示，如果在产地实施检验，减少一次开箱检验，可节省装箱和掏箱费用700元、转站费200元；如果是冷链运输，可节省打冷费160元、压车费1200元。

据统计，通关新模式已实施半年有余，截至目前，已覆盖全部北京进出口企业，全年为企业节省通关时间约 15.3 万个工作日，节省物流成本 70.3 万元。北京口岸 88% 的出入境货物实施申报放行、验证放行、抽样放行等快速放行模式，无纸化申报比例达到 87.4%。

据介绍，2015 年，北京局将继续加大促进贸易便利化发展，复制推广上海自贸区监管模式，在完善分线监管、进境货物预检验机制、第三方检验结果采信、动植物及其产品检疫审批负面清单管理等管理模式，给企业带来实实在在的便利。

（来源：中国质量新闻网）

京津冀 5 年内建成 1 小时交通圈

北京市交通工作会议 2 月 5 日召开，按照北京市交通委主任周正宇的说法，北京市力争到 2020 年构建一体化的区域综合运输服务体系，形成以北京为中心 50 公里半径范围内的“1 小时交通圈”。实现中心城小客车(含出租车)出行比例在 25% 以内，绿色出行比例达 75%。

实现这“1 小时交通圈”，依靠的是“轨道上的京津冀”。按照北京市的打算，2015 年将会加快京张铁路、京沈客专、京九客专、京唐客专等项目的前期研究和建设工作，研究高铁、城际、市郊和地铁的四级轨道网络，强化城市群之间轨道交通的互联互通。

实际上，就在日前刚刚结束的河北省交通运输工作会议上，“京津冀交通一体化”已经被河北省纳入交通发展的重点。

据悉，2015 年河北交通部门将进一步推进交通基础设施建设加快发展，提高交通运输服务水平，推动京津冀交通一体化率先突破、率先发展。

河北省对京津冀交通一体化的重视从投资数据上就可以看出，按照河北省计划，在高速公路建设方面，2015 年计划投资 407 亿元，新增通车里程 350 公里，到年底总里程达到 6238 公里。

2003 至 2014 年，北京市常住人口增长 695 万，机动车保有量增长 346 万。通过系列交通建设项目和疏堵工程，北京市公共交通出行比例从 28% 提高到 48%，中心城平均交通指数控制在 6 以下，交通拥堵状况得到有效遏制。

按照北京的计划，串联整个京津冀地区的是轨道交通。

北京交通委表示，将会建设“轨道上的京津冀”，与相关部门协同配合，研究高铁、城际、市郊和地铁的四级轨道网络，强化城市群之间轨道交通的互联互通。

实际上，京津冀地区轨道交通的建设已经得到交通部的认可。就在 2015 年全国交通运输工作会议上，交通部部长杨传堂在表示，要推进京津冀交通运输一体化，加强城际铁路建设，完善高速公路网络，推动港口和机场协同发展，推进区域内交通基础设施互联互通和运输服务一体化进程。（来源：每日经济新闻）

行业动态

四合庄之战 方兴、万达、绿地争抢北京丰台商业热地

北京夏家胡同地王所在版块再出热地，方兴、万达、绿地、龙湖、首开、华夏幸福等各大房企纷纷入局。

2月6日，北京市丰台区花乡四合庄商业金融用地正式开始竞标，绿地集团、万达商业地产、方兴丰亦、龙湖·首开·廊坊京御联合体、山川置地及中地丰达等6家竞标主体加入“战局”。

而据观点地产新媒体了解，方兴地产旗下方兴丰亦以26.635亿元的投标价格位列标价榜首，远远超出该地块17.08亿元的标底价，溢价率达55.9%。

而万达商业地产略逊方兴地产1.13亿元，出价25.5015亿元位列标价榜第二名，不过，万达商业地产的标价也较原标底价超出49.31%。

此外，刚刚折戟昌平北七家地块竞争的龙湖拉上首开、华夏幸福基业，以龙湖·首开·廊坊京御联合体形式给出标价22.26亿元，位列第三名。而绿地集团则在赢得北七家地块后又一次出现在招标现场，以20.1亿元紧随其后。

另有三年前曾出现在霞光里金融地块竞拍现场的山川置地出价19.55115亿元，能源物探技术公司中地丰达最低报价也达到17.8511亿元。

观点地产新媒体查阅招标文件了解，该地块即是丰台区花乡四合庄(中关村科技园丰台园东区三期)1516-21地块C2商业金融用地，位于丰台区花乡四合庄，东至规划国际汽车博览中心西路，南至规划五圈南路，西至规划万寿路南延，北至规划五圈路。

据悉，该地块的土地面积为64917.905平方米，其中建设用地面积35418.84平方米，建筑控制规模不大于14.17万平方米，容积率4.0，其中商业部分使用年限40年，综合部分则为50年，地块标底价格为17.08亿元，其最终出让结果或将于周一(2月9日)公布。

值得一提的是，方兴地产在此次商业金融用地竞标中出价最高，也最让外界关注。据悉，在北京商业地产中，方兴地产几乎是空白，在此之前，该公司一直以金茂系高端住宅产品线开发为主。

另外，在2014年，方兴地产在北京土地市场鲜有动作，仅在去年3月份以18亿元拿下亦庄南海子公园地块。

对此，伟业我爱我家市场研究院孔丹接受观点地产新媒体采访分析指出，主要还是方兴地产对该项目和西南三环的前景看好，“丰台区花乡四合庄地块自身所处位置很不错，该区域也很难得推出这么一大块比较完整商业综合体地块，这也是最吸引方兴的一大原因”。

该人士进一步指出，尽管相对北京北城，南城还是相对比较落后，但现在北京市政府正在将重点放在南城区改造上，“尤其是丰台区的潜力更大，该地块集中了不少高端住宅项目，很缺商业综合体项目，该区域将是开发商的重点关注区域”。

观点地产新媒体查阅资料发现，2014年，北京丰台区花乡区域出让了两宗商业金融用地、1宗F3多功能用地、1宗B11零售商业用地。就在2013年6月，该区域更是出了著名的夏家胡同地王地块——近年来北京三环内唯一入市的住宅用地，在出让之前就被冠以“准地王”的称号。

首只商业地产 REITs “苏宁云创” 2月6日正式挂牌

6日，华夏资本管理有限公司“中信华夏苏宁云创资产支持专项计划”（以下简称“苏宁云创”）经中国证券投资基金业协会备案后，2月6日正式在深交所挂牌转让。该产品是资产证券化业务备案制后深交所挂牌的首个房地产投资基金(REITs)。

对此，深交所表示，未来将力争形成资产证券化 REITs(房地产投资基金)板块。深交所将在认真总结产品运作经验、做好风险控制的基础上，加大资产证券化业务创新和后续产品开发，丰富证券化产品品种，推进面向公众投资者的 REITs 产品，扩大 REITs 发行规模。

资料显示，“苏宁云创”将通过发行资产支持证券，募集合格机构投资者资金 43.95 亿元，出资认购中信金石基金管理公司设立的非公募基金，最终用于购买苏宁云商持有的 11 家自有门店物业。相关物业由非公募基金负责经营管理，专项计划投资者可按照交易文件约定获得租金等物业运营收益。

其中，“苏宁云创”通过将苏宁云商旗下 11 家自有门店进行证券化，可以创新资产运营方式，有效盘活存量资产，符合苏宁云商向互联网转型的发展战略。

据了解，2014年，证监会《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》提出研究建立 REITs 的制度体系及相应的产品运作模式和方案。

同期，资产证券化业务改行政审批为备案制，资产证券化产品发行效率大幅提高。近日，住建部还出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，要求各城市积极开展 REITs 试点并逐步推开。

长地 550 亿港元贷款或将成投资级贷款定价新标

6日路透报道称，长江实业地产 550 亿港元(71 亿美元)贷款项目吸引到日本贷款行大规模有竞争力的投标，可能会为亚洲和全球投资级贷款确立一个新的定价基准。

据悉，该笔贷款项目已吸引几笔 10 亿美元以上的贷款承诺，均出自具有很高流动性的日资银行，贷款利率较伦敦银行间拆放利率 (LIBOR) 加码 90 个基点。

报道引资深贷款银行家称，这给市场确立了新的定价基准，“和记黄埔是金标准，所有贷款交易都以它为标竿。以百分比来说，这将使定价标准下降 15-20%，这个幅度相当大了”。

长江实业地产的 550 亿港元过桥贷款分别由汇丰承贷 450 亿港元、由美银美林承贷 100 亿港元，该贷款预计不会被动用，而且很快将被一笔三年期贷款再融资，该三年期贷款由和记黄埔自己安排。

1 月 26 日开始筹组此项贷款的银行会议上，每家银行被要求承贷 5 亿美元。没有分发合约细则，但预计定价高达 120 个基点。

路透称，银行会议之后，三菱东京日联银行、瑞穗银行、三井住友银行愿意以 90 个基点的利率承贷一半，即大约 35 亿美元。其他融资成本较高的银行可能难以提出类似的价格。有银行家认为，“这就意味着，参与这项 550 亿港元贷款交易的银行，都必须提供极低的价格。”

绿地四大海外直采中心揭牌 启零售全产业链布局

8 日，绿地集团正式宣布全面进军“大消费”领域，美国、英国、韩国、澳洲四大海外直采中心揭牌。

绿地集团董事长、总裁张玉良表示，在绿地集团未来五年规划中，“大消费”将成为业务集群的主要组成部分。与传统零售企业不同，绿地全面进军“大消费”领域，将连接从自产、直采到直销的全产业链，同时构筑线上线下的全渠道，建立全球商品进口网络和资源。

绿地集团“大消费”战略相关负责人透露，在自产方面，绿地计划陆续投资收购一批海外企业，包括食品企业、日用品企业等，并根据国内市场需求调整，形成海外资源获取平台。

在直采方面，绿地将通过设立在全球各地的海外直采中心，建立全球采购海外商品的直接通道，有效确保进口商品达到 1.5 万种以上、占比超过 80%，构筑价格和差异化优势。

绿地超市上架的进口商品中，40%由海外直采中心直采，10%由集团在海外自产，其余主要由遴选出一级进口商提供，直采、自产和进口商供应构成了绿地商品进口的主渠道。

值得注意的是，2014 年底绿地集团已通过韩国直采中心完成首次直采，涉及首批 60 余种商品。

此外，绿地直销平台将采用线上与线下相结合的模式，进军电商领域，引入 O2O 概念，包括通过与成熟电商平台合作等方式。

未来绿地“大消费”战略将进一步在零售全产业链布局层面打通线上线下，实现全渠道发展和涵盖物流仓储、商品进出口的全球布局，利用全球资源服务国内市场。

龙湖地产将 2015 年销售目标定为 540 亿元

近日，野村证券发布报告指出，龙湖地产 2014 年于一线城市获得 16 个新项目，相信可於 2015 至 2016 年为合约销售带来 80 亿至 150 亿元人民币的贡献。

报告透露，龙湖地产管理层维持对楼市审慎看法，同时将 2015 年销售目标定为 540 亿元人民币，同比升 10%，由约 930 亿元人民币可售资源支持。管理层去年以清理库存作为首要任务，并积极降价以清除早年落成的物业。

2015 年 1 月 9 日，龙湖地产有限公司公布未经审核的营运数据。12 月单月，集团合同销售金额达 54.8 亿元，销售面积 51 万平方米，同比分别增长 65%和 92%。

2014 年全年，集团在全国 21 个城市实现销售，累计实现合同销售金额 490.5 亿元，同比增长 2%，合同销售面积 454.1 万平方米，同比增长 7%。

在 2014 年市场处于萎靡状态的大背景下，北京成为各大房企必争之地。根据龙湖地产数据，公司北京地区实现签约金额超 82 亿元，长城源著、好望山、双珑原著三个项目占据北京别墅市场成交套数前三位。

在扩纵深方面，龙湖 14 年在 10 个城市新增项目 16 个，并新入南京、佛山、广州三个城市，全国，业务布局达 24 个城市。

绿城电商组建网筑集团 携红杉易居跟投 6000 万美元

6 日上午，网筑集团与红杉资本、易居资本在杭州联合举办发布会，宣布红杉资本与易居资本向网筑集团注资近 6000 万美金，助其施行“三位一体”的业务战略，打造基于互联网的建材产业生态圈。

网筑集团的前身即绿城电商，其联合创始人兼首席运营官钱晟磊在发布会上称，绿城电商 2014 年实现销售 30 亿元，累计服务 1060 个工程项目，其中来自绿城集团以外的项目占比 65%。

据官网资料，绿城电商为绿城集团旗下专业公司，其开创“网络商城+实体体验”的材料采供新模式，为房地产开发商、工程承建商、酒店连锁等工程客户提供制定采购规划、推荐用材标准、线上线下一站式选样等专业建材采供服务，从而为其精简物资采购流程，规范采供管理体系，提升建材采供效率，令建材采供全程透明、高效、公正、专业。

而所谓“三位一体”，是指网筑集团旗下的绿城电商、屋牛电商及仟金顶三大公司，将在集团化管理下协同发展，提升综合竞争力。

另据介绍，绿城电商、屋牛电商以及仟金顶各有分工。其中，绿城电商未来将专注 B2B，为工程客户提供透明、高效和低成本解决方案；屋牛电商将专注 B2C，为消费者个体提供

一站式家装服务解决方案；而仟金顶将利用互联网技术为供应链提供金融解决方案，促进供应链各环节流畅运转。

红杉资本的合伙人刘星未来将作为网筑集团董事，参与董事会层面的重大决策。刘星称，“将从投资人角度提供信息、共享行业动态，必要时与管理层 PK，保证公司走的健康、走的迅速。”

易居资本合伙人吴绮敏在发布会上表示，除了带来资金之外，易居能够带来丰富的地产商资源，帮助网筑集团打通房产家居上下游供应链，实现真正意义上房地产电商与建材家装电商的对接。

值得注意的是，2013年1月30日，绿城集团的物资采供系统的管控职能全面切换至绿城电商，绿城电商作为专业公司负责整个集团的物资采供管理。

保利地产 1 月销售 73 亿元 将增加合作项目拓展规模

8日，保利房地产(集团)股份有限公司公布1月份销售情况简报，2015年1月，公司实现签约面积57.17万平方米，同比下降36.66%；实现签约金额73.03亿元，同比下降26.72%。

保利地产相关负责人对观点地产新媒体表示，1月公司整体推货量较少，同比降幅较大的另一原因是同比基数2014年1月的销售金额较高。

土地方面，保利地产1月份通过拍卖方式以53839万元取得成都市武侯区簇桥街道铁佛村一宗住宅地块，并通过挂牌方式以67556万元取得珠海市金湾区航空城地块。

其实保利地产去年在土地拓展方面的态度也较其他房企显得更为进取。据广发证券统计，2014年保利地产获取项目总规划建筑面积1209万平方米，土地投资431亿元，占商品房销售金额的比例为31.5%，权益比例为73%。

上述人士表示，保利地产今年的拿地计划视乎土地市场的整体情况，但重点会关注集团销售表现较好的区域拓展。此外，保利地产项目权益占比有所下降，主要是合作项目的增加。

而谈及合作，其最新一例就在上月19日，中国葛洲坝集团房地产开发有限公司宣布与广东保利房地产开发有限公司合作开发广州市广钢新城二期两宗地块，双方将以49:50的股权比例设立两个项目公司。

此外，1月份保利地产新拿下的珠海市金湾区航空城地块预计也将引入合作方，其权益占比为51%。

据统计，2014年上半年保利地产222个项目中有104个项目为独资项目，其余118个项目均涉及合作。2014年上半年保利地产新增项目19个，权益比例约为68%，而2013年其新增项目权益比例为72.3%。

“合作项目主要能降低自有资金投入比例，控制土地款项支出，减少对现金流的使用占比，同时可以和合作方共同分担项目风险。”前述人士续指。

虽然合作方式有助于降低资金投入及风险，但权益占比下降一定程度上也影响到了保利地产的净利润率。2014年，保利地产利润总额为190.31亿元，同比增长17.98%，归属于上市公司股东的净利润为121.83亿元，同比增长13.36%。

针对投资者提出的净利润增幅低于利润总额增长的质疑，保利地产就解释：“目前公司合作项目增多，导致公司利润结构的变化”。

中信证券分析师也指出，2014年保利地产归属于母公司净利润的增速明显慢于营业收入和利润的增速，主要原因可能是公司权益比阶段性下降。其预计2015年保利结算中母公司股东应占权益或将有所提升。

而兴业证券研报则指，保利地产2014年业绩低于预期最主要原因是公司一些高毛利率项目没有实现当期结算，没有结算的部分可能会在2015年实现当期结算。

此外，在千亿房企中，保利地产并不惯于公布明确的全年销售目标，而多以增长幅度描述销售预期。虽然去年业绩不达预期，但多家券商机构普遍认为保利地产2015年仍有望实现20%增长。

中投证券分析师李少明认为，2014年保利销售增速虽然放缓，但销售均价逆市上涨近10%，市场调整中仍保持利润率稳定，预计2015年总可售货值超2500亿元，以65%的去化率保守预计，公司2015年销售超1640亿元，增速在20%以上。

兴业证券和广发证券同样认为，保利地产今年销售增长可达20%，预期保利地产2015年新推货量2000亿元，加上约500亿元存货，全年可售货量达2500亿元。

视野延伸

2015 人口拐点来到 楼市面临“史上最严”大考

由于实施了几十年的计划生育，2010 年中国的年龄结构呈纺锤形，劳动力比例大，经济增长势头不错，但是也导致内需不足。这种结构是不稳定的，并且很快就要变成高度不稳的倒三角形：劳动力严重短缺、高度老年化、经济丧失活力。

2015 年之后，中国人口拐点来到。

据方正证券研究所提供的一份最新研究报告显示，2015 年之后，中国 20-64 岁劳动力开始负增长，下降速度将超过日本。

方正证券首席宏观研究顾问苏剑教授认为，劳动力是驱动经济增长的引擎。日本和欧洲部分国家和地区在“人口拐点”到来前后，经济危机如影随形，首当其冲是对房地产的冲击。比如日本，在 1992 年人口出现拐点之后，房地产泡沫破裂，地价大幅下降。

是危言耸听吗？

一直以来，“楼市拐点”就像“狼来了”喊了很多年。对于楼市来说，只有短暂的下挫，但反弹从未失约，似乎每一次的调整都是为了下一次的疯狂做铺垫。然而，这一次楼市的土壤发生了根本性的变化，楼市反弹是否会失约？“狼”会否真要来了？

也许，楼市“史上最严厉”的大考来了。

因为这一次的“难题”不是政策，就算政策可以是“史上最严”也是能被调整的；因为这一次的“难题”不是“资金”，虽然缺钱很惨，但是融资的门路总会有的；因为这一次的“难题”是楼市最根本的需求，是楼市这一盆火下熊熊燃烧的柴薪。

楼市赖以十年野蛮成长的最重要土壤——“人口红利”在逐渐消失。

楼市能不能破解这道“难题”，跨过这个危机？这一次惊天大考，没有开发商能够逃避。

好了，楼市君，准备好了吗，请答题！

楼市人口红利

统计学

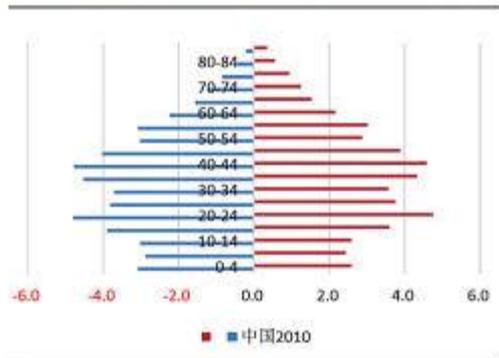
楼市的人口力量

楼市的结构与人口的结构会发生怎样的化学反应？

楼价的涨跌与人口的流动又会发生怎样的关联？

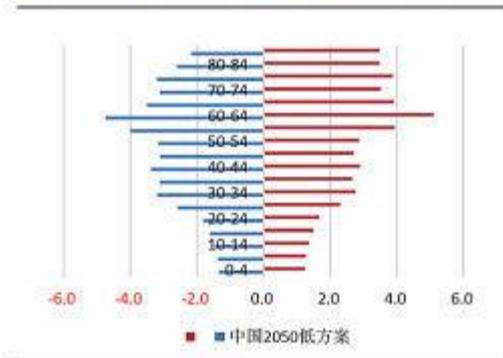
以下三大定律，揭示了人的变动将会在楼市中掀起怎样的惊涛骇浪。

图 3: 中国目前人口年龄结构成幼锤型



数据来源: 方正证券研究所

图 4: 中国未来人口年龄结构成倒三角形



数据来源: Wind, 方正证券研究所

三大定律

第一定律: 生的少了, 老得快了=房子多了、“人口红利”消失了

统计数据:

生育率难以提升, 育龄妇女人数在快速减少。中国 15-49 岁总育龄妇女和 20-29 岁黄金年龄育龄妇女 (2/3 的孩子是该年龄群妇女生的) 都在 2012 年开始负增长, 其中前者从 2011 年的 3.83 亿减少到 2030 年的 2.93 亿, 而后者将从 2011 年的 1.15 亿减少到 2035 年的 0.66 亿。

定律解读:

未来中国人口结构会变成非常不稳定的“倒三角”。一言蔽之, “生的少了, 老得快了”。对楼市最直接的反映是: “人少了, 房子多了”, 特别在库存量大的城市, 不仅房子不用抢了, 还卖不出去。

由于人口结构发生了转变, 楼市所赖以生存的土壤——“人口红利”正在逐渐消失。主流人口专家认为, 从理论上说, 出现刘易斯拐点后 (即劳动力过剩向短缺的转折点), 人口红利就会逐渐消失, “目前中国的人口红利开始逐渐消失, 即使执行了单独二孩政策也无法从根本上改变这一趋势。”

一般来说, 人口红利消失会出现两个最明显的指标:

- 1、用工荒。劳动力工资上涨将成为常态。
- 2、刚需荒。需求萎缩、房价上涨速度放缓。

从目前情况看, 这两个最为明显的指标都有浮头迹象。现在的确有不少城市出现了“用工荒”, 劳动力工资上涨将成为常态。

同时, 由于刚需萎缩, 全国房价上涨速度放缓, 部分三四线城市楼价开始下跌。人少了, 房多了, 库存量同步上涨。

第二定律: 人口拐点≈楼市拐点

统计数据:

20-64 岁劳动力 2015 年之后开始出现负增长，下降速度将超过日本，我们称之为“人口拐点”。

定律解读：

如果将 20-64 岁定义为具备劳动力人口的话，那么可以发现，2015 年之后该部分人群到达峰值后发生负增长。在近几年，你对这种人口结构的变化可能感觉并不明显，因为劳动力达到了顶峰，虽然开始走下坡路，但是劳力仍然充沛。

在人口经济学现象中，劳动力是驱动经济增长的引擎，令人不安的是，人口拐点的到来，往往与经济衰退发生对应关系，也常常与楼市崩盘有着密切关联。

在日本和欧洲部分国家和地区，20-64 岁人口于 1998 年、2010 年达到顶峰后出现负增长，他们都是在拐点前夕就出现经济危机。比如日本，在 1980 年前后，经济发展如日中天，城市地价不断攀升，尤其是东京、大阪等六大城市的地价自 1985 年起，每年以两位数上升，盛行着“地价不降神话”。但是在 1992 年人口结构出现拐点之后，房地产泡沫破裂，地价大幅下降。

第三定律：人口吸纳力 \approx 城市涨价动力

统计数据：

在 2013 中国公共财政收入最高的 50 个城市中，上海以 953.5 万的人口净流入数位列人口吸引力城市之首；首都北京的人口净流入数为 771.8 万，人口吸引力排名第二；深圳排在第三，人口净流入数为 755.59 万。广州的人口净流入也达到了 461 万，位列第五。

定律解读：

人口净流入是一个城市房价涨价动力的一个很重要条件。统计数据中，净流入超过 100 万的城市共有 22 个，目前中国房价最高的城市基本都出现在这 22 个城市里面。可见，人口流入与房价涨跌基本成正比。流入得越多的，往往涨得越快。没怎么流入或者净流出，房价几乎没有上涨动力。

一般而言，经济发达的城市凭借优质的社会公共资源和良好的就业机会对流动人口形成了强大的吸引力，大量的流动人员到大城市后，融入大城市的愿望十分强烈，这也使得大城市形成了“盆地聚集效应”。虽然推动房价上涨还有其他因素影响，但是人口指标中的“净流入”也是一项很重要的参考。

排名城市 户籍人口(万) 常住人口(万) 净流入(万)

国内人口净流入排名前十位城市

- 1、上海 1426.93 2380.43 953.5 29622
- 2、北京 1297.5 2069.3 771.8 37865
- 3、深圳 299.15 1054.74 755.59 26494
- 4、东莞 186.05 829.23 643.18 8311
- 5、广州 822.3 1283.89 461.59 18400

- 6、天津 993.2 1413.15 419.95 15977
- 7、苏州 653.84 1054.91 401.07 11079
- 8、佛山 377.65 726.18 348.53 8261
- 9、成都 1173.4 1417.78 244.38 9047
- 10、厦门 193.6 398.3 204.7 21869

广州样本

广州楼市：站在人口力量的“高地”上

北京、上海、深圳、广州是人口净流入名列第一梯队的城市，未来仍然具有“人口红利”的空间，可谓是站在人口力量的“高地”上，风光仍然独好。正是如此，广州楼市的“人口危机”会被暂时掩盖，也会被推后发生。

四成房子给外地人购走

尽管近年来“逃离北上广”的声音不绝于耳，但数据显示，北京、上海、广州的人口依旧呈“正向”流入的趋势。其中，迁徙人口位居首位的省份为广东，说明广东依然是对务工人员最有吸引力的地区。而广州作为广东的省会城市，对于外地人口的吸引力无疑是最大的。

根据来自中介的统计数据，目前广州四成的房子是被外地人购走的，而在限购令执行以来，外地人购房的数据虽然有所下调，但是仍保持在三成以上。可见外地人购房是广州楼市有效增长的市场需求。

而在地人购房的年龄分布中，30-39岁的买家占44%，他们不仅购房多，而且还是刚需。其中，首次置业在广州安家立命的需求是比较突出的。

每年30万大学生留在广州

从广州市人社局公布的数据可见，2009年至2013年广州市共接收近19万名非广州生源大学生入户，广州接收大学生入户呈逐年递增趋势，五年涨幅达到六成。

中国南方人才市场主任王世华告诉记者，外地生源来广州就业的人数这几年都稳定在20多万，加上5万多广州本地生源，南方人才市场每年接纳在广州就业的毕业生都稳定在26万-30万人之间。王世华认为，这几年来，广州对毕业生的吸引力并没有下降。

每年30万左右的留穗大学生，无论是租房还是购房，都是房地产市场主要的刚需客源。据介绍，现在虽然没有大学生购房比例的统计数据，但一般来说，留在广州如果超过四年，这些大学生便陆续有购房需求，而毕业八岁左右就会出现购房高峰。“购房后，很多大学生会从集体户口迁出，变成个人户口。”王世华说。而房子对他们来说是成为“新广州人”的必经之路。

刚需高峰期或已过去

虽然以上数据表明，广州仍有超强的人口吸纳力，广州楼市仍有丰富的新增需求。然而这并不意味广州楼市在“人口危机”面前，可以独善其身、高枕无忧。

和全国很多地方的楼市一样，广州楼市同样会在未来面临人口结构危机，比如刚需下滑，库存上升。只不过比部分二三线城市推后而已。

广州和国内很多城市一样，楼市的刚需高峰已经过去。

这是和全国人口的年龄结构相一致的。上世纪 60-70 年代是国内一个人口生育高峰，当 60 后、70 后进入劳动力市场时，对住房就构成了巨大的刚需，此后又变成了巨大的改善需求，这对应的就是 2000 年以来长达十年的购房高潮。

目前，国内很多城市都一样——随着 60 后逐渐进入老年，80 后、90 后人口急剧减少，刚需以及此后的改善型需求也随之急剧减少。实际上，很多地方的 90 后进入劳动力市场时，父辈、祖辈可能已经给他们留下了足够的住房，住房需求减少已毫无疑问。

一位不愿意透露姓名的本土开发商负责人告诉记者，根据他们内部的统计数据，广州本土 90 后的年轻人，在最近几年的购房比例是下调的。“因为本地的年轻人，很多已经有足够的房产，又或者是父母早就为他们留了房子”。

融绿恋落下心理阴影 孙宏斌迎娶佳兆业约法五章

在融创公告收购佳兆业 49.25% 股权 20 多个小时之后，融创中国主席孙宏斌才把这次收购的底牌和盘托出。

2 月 6 日晚间，融创中国与佳兆业集团发布联合公告称，融创中国已于 1 月 30 日以 45.52 亿港元的总价收购了佳兆业 49.25% 的股权。接下来，融创中国将对佳兆业集团提出要约收购，但由于公司第二大股东生命人寿已经明确表示将不出售股份，如果加上在外流通股份期权以及可转换债券也全部以现金方式收购，融创此次发起要约收购的总代价约为 77 亿港元。

为了确保这次收购完成，不再重蹈上次收购绿城覆辙，融创在这次的收购条款中设置了股权交割的五大前提条件。

融创最多需动用 77 亿港

公告显示，融创中国于 1 月 30 日以均价 1.8 港元/股，购入佳兆业集团 25.29 亿股股份，占公司 49.25% 股权，涉及金额 45.52 亿港元，收购价较佳兆业停牌前的价格溢价 13.2%。股权出售方为佳兆业创始人郭英成代表的郭氏家族信托基金，其通过大昌、大丰和大正 3 家公司控制佳兆业。

收购郭氏家族股权只是本次收购的第一步，根据香港证券与期货实务监察委员会颁布的《公司收购、合并及股份购回守则》，当投资者或一致行动人因股票购买行为导致其持有上市公司投票权比例由低于 30% 增加到高于 30% 时，需要启动强制要约收购程序。由于融创中国持有的佳兆业股权已经超过 30%，接下来需要对佳兆业剩余的 50.75% 股权发起要约收购。

公告显示，融创中国向剩余股东提出的要约收购价为 1.8 港元/股，摩根士丹利已被任命为本次要约收购的财务顾问。但佳兆业第二大股东生命人寿已经向融创中国提出不可撤销承诺，生命人寿将不接受本次要约收购，保留佳兆业 29.96% 股份，这意味着融创即便把 20.81% 的公众股全部收购，需要动用的资金也不超过 19.23 亿港元。

此外，目前佳兆业拥有 1.76 亿份涉及 1.76 亿股股份的在外流通股份期权，假设并无股份期权在要约截止日期前获行使，要注销这部分期权的总代价约为 3834 万港元。同时，公司在外流通的可转换债券本金总额为 15 亿元人民币，假设在要约截止日期前并无可转换债券获转换，可转债要约的价值为 11.92 亿港元。

由此来看，本次“吞下”佳兆业，融创需要最多动用约 77 亿港元。一位融创中国投资者向《每日经济新闻》记者表示，当年融创中国收购绿城股权的价格基本接近于当时绿城的每股净资产，但本次按照 1.8 港元/股的收购价来看，仅相当于佳兆业净资产的三分之一。从价格上看，融创无疑是捡了较大的便宜。但不同之处在于佳兆业的债务与深圳项目存在很大不确定性，这也符合孙宏斌一贯的风格：“不冒险啥都干不成”。

合约生效有五大前提条件

事实上，收购佳兆业融创并非盲目出手。记者注意到，本次融创对股权交割制定了五个满足条件，包括债务违约已经通过债权人同意或豁免、出售股份不会违反现有债务条款、所有现有纠纷需要通过和解及其他方式解决、佳兆业部分区域的非正常经营状态需要通过令融创满意的方式解决等。

“孙宏斌显然是吸取了收购绿城股权失败的教训”，香港粤海证券投资银行董事黄立冲告诉记者，一方面他邀请摩根士丹利为本次要约收购的财务顾问，就是为了避免重蹈覆辙；另一方面，这几个条款就是融创的“安全垫”，只要其中一个融创不满意，它可以随时否决股权交易，这很大程度上可以避免融创在接盘佳兆业后再爆地雷。

收购能否成功的第一步，是佳兆业目前存在的债务交叉违约能否获得债权人同意或豁免。《每日经济新闻》此前报道，截至 1 月 19 日，已有 9 家国内商业银行因佳兆业相关贷款“躺枪”。此外，至少 10 家信托公司有存续产品涉及佳兆业项目，其中中铁信托、兴业信托、爱建信托三家信托公司已经采取自保行动，如果加上大量的离岸贷款与离岸优先票据，要获得所有债权人同意并非易事。

“在设计公司的挽救方案时，最困难的是处理与债权银行之间的关系”，黄立冲表示，由于出现财务困难的上市公司往往有多家债权银行，各银行需求和利益点都不一致，所以统筹各银行之间的利益是一个巨大挑战。如果同时涉及内地和境外银行，由于它们的获偿比率不同，实现相互配合更加困难，公司的债务重组将更加复杂。

不过上述房企高管则认为，所有债权人的目标都是一致的，他们都希望有“白武士”能出手相救。由于佳兆业自身的资产质量较佳，只要债权人能对违约条款进行调整或豁免，等待这些资产盘活后债务压力将大幅降低。

另一个不确定性因素在于佳兆业深圳的“锁房”状态何时结束。在上述房企高管看来，孙宏斌不会打没有把握的仗，在本次收购前融创应该与深圳市政府有过详细沟通，起码大的原则已经达成共识，深圳区域的旧改项目无论是由融创接盘，还是剥离出售给华侨城这样的央企，都不会为本次收购带来严重障碍。

佳兆业难现大规模离职

“现在我们也知道工作将如何安排，也许等到春节后公司才会有进一步消息，但是这段时间不少人都在找工作，大家都无法确定未来如何”，在融创发布收购公告后，一位佳兆业员工告诉《每日经济新闻》记者。

在新城控股高级副总裁欧阳捷看来，融创中国与佳兆业总资产均在千亿以上，中国房地产历史上从来没有过这种规模的企业合并，即便融创成功“吞下”佳兆业，如何消化佳兆业庞大的团队与资产，从而产生“1+1>2”的效应，是孙宏斌面临的重大难题。

佳兆业 2014 年中期业绩报告显示，截至去年中，佳兆业共有 9480 名员工。“融创既要掌控在佳兆业的话语权，也要依赖佳兆业的现有团队”，上述房企高管表示，融创可能采取的办法是先成立区域公司，直接管辖佳兆业的区域项目。同时，每个项目的操盘手、销售线负责人由融创自己的人掌控，确保整个项目的运营、财务、销售的控制权牢牢控制在融创手里，这意味着佳兆业的中高管人员需要离开的概率较大。但由于整个团队重新组建的代价会更高，基层工作人员会大部分整合到融创的团队里，因此佳兆业大面积的人员离职未必会出现。

但他也认为，融创以狼性文化著称，代表的是高举高打的北方文化；佳兆业则代表的是南方文化，更追求细腻。融创与绿城团队最后爆发冲突，凸显了两个不同文化团队的兼容问题。

此外，佳兆业在全国的布局比融创更加广泛，而且有接近一半的销售额来自于华南市场，但南方与北方市场的需求差距甚远，甚至连户型设计也完全不一样，融创以产品体系见长，如何快速融入到陌生市场，在管控与运营上面临巨大挑战。

但欧阳捷认为，孙宏斌经历过顺驰与绿城的两次教训，他在团队与项目整合方面已经拥有较为丰富的经验，这有助于融创更好地整合佳兆业。一旦协同效应产生，融创将顺利跻身房企第一梯队。

后市影响

收购有望提升公司业绩 投资者看好融创股票

每经记者 杨羚强 发自上海

“1.8 元/股的收购价，如果顺利完成，相当于佳兆业净资产的三分之一多一点，融创中国无疑捡了较大的便宜。……本人也打算复牌后继续加仓融创。”雪球上的一位投资者在看到融创正式公告收购佳兆业后，写下了长长的一段分析，他认为融创这一次收购远比当时收购绿城划算。

《每日经济新闻》记者比较了佳兆业、融创中国、绿城中国三家去年上半年的净资产收益率（ROE），发现佳兆业上述指标远高于其他两家。融创在完成对佳兆业的收购后，净资产收益率方面显然将大幅提高，这是投资者看好融创股票的一个重要原因。

但亿翰智库上市公司房地产研究中心副主任张化东表示，融创中国股价要在复盘后大幅上涨还有一个必要条件，就是收购佳兆业的若干前提条件必须实现。如果融创最终能够顺利完成收购，股价大幅上涨只是时间问题。

冲刺千亿规模

截至去年12月31日，融创2014年的合约销售额达到715.5亿元，而佳兆业2014年的销售额达到302亿元。仅以两家去年的销售数字看，融创就有机会在今年实现销售额千亿元的目标。

但对孙宏斌来说，千亿的资产规模并不是这次收购的重点，更为关键的是融创将通过本次收购极大提高对股东的回报率，有望在整体财务数据方面有更好表现。

同花顺软件数据显示，截至去年6月30日，佳兆业净资产收益率达到7.4682%，而绿城同期上述指标只有2.59%，融创也只有5.79%。融创归属母公司的净利润增长率只有8%，绿城是-66.94%，佳兆业则高达29.67%。佳兆业的高收益和高成长性，显然是融创所需要的。在今年融绿的年会上，融绿高管就在内部提出利润率和周转率兼顾的要求，并强调高质量的增长。在这样的背景之下，佳兆业上述财务数据对融创显然大有裨益。

张化东说，佳兆业的收购价值不仅体现在之前的财务数据，更体现在拥有的庞大优质资源。特别是位于深圳的旧改项目基本已完成，这些项目的利润均极为可观，只要收购的前提条件实现，融创的业绩有望进一步得到提升。

收购可能需要贷款

尽管根据去年中报融创所拥有的现金，以及融创去年下半年的销售表现，包括公司方面在去年土地市场的投入看，融创以77亿港元收购佳兆业应该对公司财务不会有太大影响。但业界仍然很关注，融创会不会在同一时间完成两笔收购。

2014年12月31日融创中国的一份公告称，融创将以总代价155.46亿元收购绿城建立的合作平台——上海融创绿城投资有限公司以及境外实体。但上述公告内容没有获得来自绿城的认可，且有传言称九龙仓方面将加价收购融绿平台的50%股权。

以孙宏斌的性格，他有可能和九龙仓高价争抢融绿剩余50%股权。而在处理佳兆业繁杂债务问题时，融创也存在着大量现金收购佳兆业的可能性。在这样的背景下，融创有可能需要从境外及境内的金融机构申请一笔并购贷款，以确保公司同时完成两笔收购。

睿信致成管理顾问有限公司合伙人薛迥文说，短期融创负债率可能会迅速提高，但这只是暂时的。融创除了通过快速将佳兆业的项目销售回笼资金以偿还债务外，还可以在香港通过供股等方式完成股权再融资，并用供股所得迅速降低负债率。

（来源：每日经济新闻）

REITs 深度研究报告（附中国的已实践案例）

1. REITs 基本概念和我国的政策环境

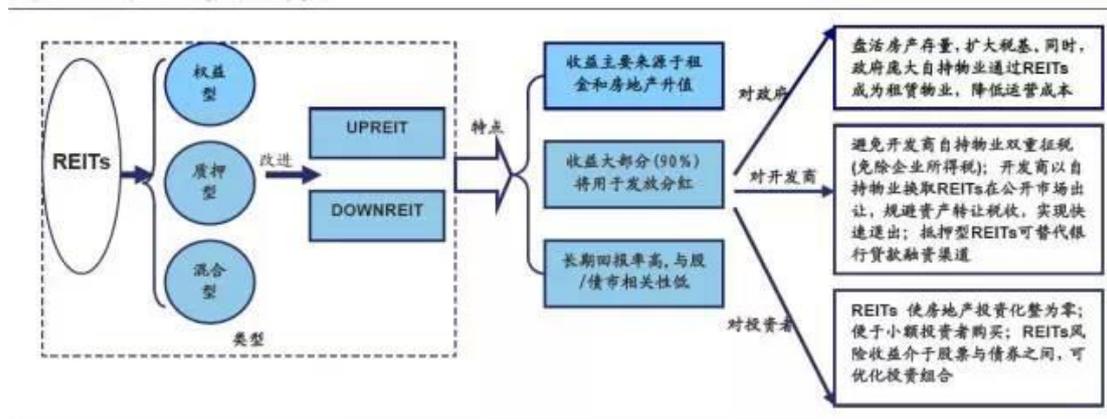
1.1 REITs 的基本概念和特点

REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托基金) 是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金, 由专门投资机构进行房地产投资经营管理, 并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。

与我国纯属私募信托不同, REITs 绝大多数属于公募。它既可以封闭运行, 也可以上市交易。按照投资类型的不同, REITs 又可分为权益型(直接投资房地产, 藉租金和买卖收入赚取利润)、抵押型(将募集资金透过中介贷给开发商, 收益来源于利息)和混合型(兼有权益型和抵押型特点, 既收取租金, 也收取利息)三种。

此外, 按照组建和运营方式的不同, 又可分为伞型合伙房地产投资信托(UPREITs)和伞型下属合伙房地产投资信托(DOWNREITs)等。

图 1 REITs 的类型、特点和主要作用



资料来源: 公开网站资料, 海通证券研究所

REITs 的具体特点是:

一是收益主要来源于租金和房产升值;

二是大部分收益将用于分红;

三是 REITs 长期回报率较高, 与股市、债市的相关性较低;

四是 REITs 对政府而言, 有利于其盘活社会存量房产, 从而扩大税基。同时, 政府庞大自持物业可通过 REITs 转成为租赁物业, 既可帮助政府融资, 也降低运营成本;

五是 REITs 对开发商而言, 可以避免开发商自持物业的双重征税(免除企业所得税), 从而提高物业的回报率; 开发商以自持物业换取 REITs 在公开市场出让, 可规避资产转让税收; 抵押型 REITs 可替代银行贷款融资渠道;

六是 REITs 对投资者个人而言, 可使房地产投资化整为零, 便于小额投资; REITs 股权具有良好的变现性, 风险收益介于股票与债券之间, 可优化投资组合。

以 REITs 发展相对成熟的美国为例，目前美国 REITs 的物业类型十分丰富且较为分散，包括了办公楼、工业厂房、工业和商业混合型、购物中心、区域购物商场、自助零售店、公寓、预制房屋、物流分销、度假中心、自助仓储、医疗中心、特殊类型、混合型、抵押型等。

而且美国上市 REITs 的中长期收益率要高于其它指数。例如，1971-2008 年美国上市权益型 REITs 收益率 11.2%，高于同期 S&P500 和道琼斯的收益率 9.49% 和 6.38%。

1.2 我国 REITs 发展的政策背景

2013 年 7 月，国务院下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，提出“用好增量，盘活存量”的总体货币政策指导思路，支持经济结构的调整和转型升级。资产证券化业务是盘活存量的重要工具之一。

2014 年 3 月，证券公司资产证券化新规出台，业务常规化，可证券化的基础资产包括企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利，商业物业等不动产财产等。在 8 月 28 日的国务院会议上，李克强总理提出信贷资产证券化要常规化，并且部分资产支持证券可以在交易所流通。

2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》。文件多层次入手，对房地产信贷进行进一步放松。其中，《通知》除对合理建设给予贷款支持外，明确表示扩大市场化融资渠道，鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券（MBS）；积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。

2. 海外回顾：美国 REITs 的发展历程

伴随土地价值链逐步平缓，从成熟国家实际经验看房地产金融有望成为地产价值创造链新环节。目前，美国房地产金融业的总市值已经超越传统地产开发行业。截至 2015 年 1 月 27 日，美国上市开发商总数 34 个，总市值 520 亿美元，其中市值最大的房屋开发商 Lennar 公司市值在 89 亿美元。

而以 REITs 为代表的美国房地产金融业发展迅猛。截至 2015 年 1 月 27 日，美国有 254 个上市 REITs，总市值达 9594 亿美元。全美最大的商业零售 REIT—西蒙地产（SPG）市值达到 636 亿美元。这几乎是最大开发商 Lennar 公司的 7 倍多。

美国 REITs 经历了不同的发展历史时期，其中：

不稳定早期（60 年代）：1960 年，国会批准《房地产信托投资法》，将 REITs 纳入法律管辖。早期 REITs 委托第三方管理，仅是一个物业组合。当时仅有 10 家 REIT，整个规模刚超过 2 亿美元。

首次成长期（1968~1972年）：在房地产开发热中，银行掀起新的抵押型 REITs 热潮。这使得 REIT 利用少量股东权益和大量借款向房地产业提供短期贷款，REITs 总资产从 1968 年 10 亿美元快速上升至 70 年代中期 200 亿美元。

成长烦恼期（1973~1979年）：受通胀引发的高利率打击，1973 年起办公/写字楼走下坡路。抵押型 REITs 的负债杠杆使其不良资产迅速升至 1974 年的 73%，REITs 价格暴跌。1979 年底 REITs 规模比 1972 年底小很多。

震荡向下期（1980~1990年）：1981 年美国国会通过了《经济振兴法案》，允许业主利用房地产折旧来避税，刺激了房地产购买热。1986 年国会通过《税收改革法案》，取消了避税。80 年代末，大量重复建设使房地产陷入困境。1990 年，股权类 REITs 总收益率为 -14.8%。1986 年《税收改革法案》解除了对 REITs 管制，REIT 实现了资产管理内部化，但是还不能经营非收租类业务。

恢复发展期（1991~1993年）：这期间 REITs 年收益率为 23.3%。这源于三个因素：一是此前熊市的大幅下跌，孕育了 REITs 良好业绩；二是在房地产业经历了萧条之后，REITs 能以低价购买资产；三是从 1991 年 1 月到 1993 年底，美国联邦利率不断下降。

IPO 大发展期（1993~1994年）：1990 年底，所有公开上市的股权类 REITs 市场总额为 56 亿美元，到 1994 年底，则超过了 388 亿美元。同时，REITs 参与的房地产部门也迅速扩展至购物中心、营销中心、工业地产、居住区、自储设施和宾馆/酒店等。

震荡向上期（1995~2000年）：1994~1995 年是大多数公寓和零售 REITs 回调期。1996~1997 年牛市再现，受养老基金转向 REITs 推动，1996 年股权类 REITs 总收益 35.3%。1998~1999 年 REITs 因上涨过快而回调。此后，由于经济和房地产增长良好，2000 年 REITs 规模和资产价值再次增长。

并购和多策略期（2001 年~）：2001 年以来，美国房地产业出现一系列收购。超 10 亿美元的 REIT 由 1994 年 4 家升至 2001 年 10 月 44 家。2001 年 10 月，股权写字楼房地产 REIT 被纳入 S&P500 指数，极大增强了整个 REITs 业的信用。此后，资本再循环策略、股票回购、合资经营等受到 REITs 的青睐。

截至 2010 年，美国 REITs 总资产已经由 1970 年左右的 10 亿美元飙升至 3890 亿美元，一共增长 388 倍，保持 40 年年均复合增速 16.08% 的高增长。特别是 1993 年以来的 REITs 上市热潮中，REITs 的上市总市值更是呈几何级别的上升。

3. 我国 REITS 发展障碍及未来 REITS 发展规模

由于 REITs 具有稳定且较高的收益、投资门槛较低，可以优化投资组合、开发商可以获得税收优惠，且部分替代银行信贷，并降低政府的运营成本等优势，这将推动未来中国 REITs

的快速启动和发展。但是，我们也应该看到，与国外成熟的 REITs 产品相比，目前我国发行 REITs 仍然存在制度障碍。

3.1 我国基金化房地产信托发展存在的制度障碍

首先，美国 REITs 具有税收优惠，在公司层面可免征企业所得税；同时美国 REITs 投资的房产也属于免税资产。

然而，目前我国还没有税收支持政策（例如，自持物业出租时租金需缴纳 5.5% 营业税，再缴纳 12% 房产税，扣除费用后还要交 25% 所得税，分红后还要交纳个人所得税）。这样租金收益率就比较低，难以达到 REITs 的回报要求。此外，未来我国资产出售或最终收益的分配，都要缴纳较高的土增税或资产转让所得税。

其次，政策支持力度不足，包括：登记制度、上市交易和退出机制不完善；《信托法》、《公司法》相关部分不完善等。此外，现存的 REITs 产品审批流程复杂、资产评估难也阻碍了 REITs 的推出和发展。

第三，由于我国现有的商用物业租金回报率过低，且不稳定；同时，我国缺乏 REITs 业务管理的投资、管理等专业性人才。这些都阻碍了 REITs 的发展。

第四，REITs 发展需要良好的市场流动性、较低的投资门槛和产品的标准化进行配合。尽管这些方面较为容易解决，但是基础性制度建设也需要复杂的一个过程。

3.2 我国基金化房地产信托未来发展的预测

2014 年 4 月，我国首单 REITs—中信启航专项资产管理计划正式推出。该计划的期限为 3-5 年，投资标的为北京中信证券大厦及深圳中信证券大厦。

由于制约 REITs 推出的各种政策障碍尚未得到实质性解决（美国 REITs 可免征企业所得税，而中国尚未此项税收优惠政策），因此虽然该产品与海外成熟 REITs 仍存在差异（如流动性等），但考虑到国内相关资产管理计划的缺失，以上产品仍具备象征意义。

目前，我国仅有基金化房地产信托产品，主要是私募性质，其规模要远小于其它房地产信托产品。截至 2014 年 1 季度末，我国基金化房地产信托产品规模合计 128.52 亿元，仅占投向房地产资金信托余额 1.15 万亿元的 1.12%。

按照美国 1960 年 REITs 约 2 亿美元的上市总市值计算，当时美国 REITs 上市总市值占美国储蓄总额的 0.16%。而我国 2013 年底的储蓄总额已达 44.76 万亿元，如果按照 1960 年美国 REITs 发展初期的规模占比看，未来我国发展 REITs 初期的规模将达 704.88 亿元（远大于目前我国基金化房地产信托规模 128.52 亿元）。该规模对房地产资金来源替代率为 0.47%。

假设按照美国上市 REITs 发展历程（2010 年美国上市 REITs 达 3890 亿美元，占美国储蓄总额的 17.25%），再假设中国储蓄水平不变且未来达到与美国相同规模，可预计我国未来上市 REITs 规模将达 7.72 万亿元，当年增加 1.99 万亿，对房地产资金来源替代率将升至 16.34%（上文测算看，我国 REITs 发展初期的规模是 704.88 亿元，对房地产资金来源的替代率为 0.47%）。

4. REITS 对我国房地产行业的影响

4.1 增强和优化房地产资金来源

随着我国经济步入结构性调整以来，货币政策逐步趋向稳健，更强调存量不变下结构性优化。这给房地产开发资金来源带来负面影响。例如，2010 年之前我国房地产开发资金来源增速保持 20% 以上。进入 2011 年持续调控以来，房地产开发资金来源增速出现快速下滑。

新一届中央政府继续稳健偏紧的货币政策。截至 2014 年前三季度，房地产开发资金来源累计 8.99 万亿元，增速下滑至 2.3%。从 2014 年上半年房地产资金来源构成看，自筹资金占 33%，其他资金占 32%（其中的定金和预收款占 19.27%），各项应付款占 20%（其中应付工程款占 11.51%），国内贷款占 15.27%，利用外资占不到 1%。

由此可见，房地产企业来自国内贷款、定金和预收款、应付工程款的资金合计达 46.05%。这说明我国房地产开发资金有 46% 以上来源于银行信贷。这既加大了银行金融风险，也不利于房地产企业的长期稳定发展。而 REITs 可以为我国开发商提供稳定的外部资金融资渠道。

4.2 促使房企由重资产向轻资产模式转变

传统的房地产开发模式，主要是拿地、开发和销售（或运营）模式。该模式使得开发企业资金来源主要是银行贷款、开发过程中对承包商的工程款占用、客户的预收款（销售）或长期租金回收。特别是商业地产的开发往往以长期租赁获取租金形式实现收益，资本沉淀大，开发商是典型的重资产运营模式。

而 REITs 将带来房企经营模式上的巨大改变。开发商可以等商业项目运营成熟后，通过出售、分散和打包设立 REITs 在公开市场出售，引入投资人、资产管理人和托管人，从而实现资金快速的回笼。当然，房企也可持有部分 REITs 份额，从而同时享受分红和物业升值收益。这将促使房企向轻资产进行转型。

4.3 促进房地产服务业快速发展

我们认为，REITs 的发展将推动房地产服务业的快速发展。这是因为 REITs 可使直接、集中占有的房地产权模式转变为由众多分散的投资者占有的模式，这就使得产权转移变得简单，不需要实物的易手，而只需 REITs 收益凭证的交割，从而极大地丰富和深化了房地产管理和服务的范围和内涵。

事实上，REITs 和房地产服务业的大发展几乎同步。例如，全球房地产服务业经历了萌芽、本土扩张和全球扩张三大阶段。其中全球快速扩张期就发生在 1996 年以后（美国 REITs 高增长期也是从 1993 年开始）。五大行（世邦魏理仕（CBRE）、仲量联行（JLL）、戴德梁行（DTZ）、高力国际（Colliers））通过大规模并购进入全球市场，并发展成为涵盖物业租赁、物业管理、资本市场、投资管理、评估咨询、开发服务的全服务跨国集团。

以房地产服务商一世邦魏理仕为例，公司从 1906 在旧金山建立自建店开始，将业务拓展至洛杉矶，并于 1967 年将业务拓至整个加州，收入增至 500 万美元。但是，早期公司的业务还仅局限于代理销售和租赁。1968 年公司上市后，于 1968-1980 年先后进行 12 次垂直整合型并购，将业务拓展至全美。

同时，公司业务线不断丰富，增加了物业外包等业务，收入也增至 3 亿美元。1996 年以后，公司加快了全球布局的进程，主要是进行全球垂直整合。该期间公司业务收入由 4.7 亿美元上升到 60 亿美元。同时，公司业务链也延伸至按揭和保险代理、物业咨询和评估等。此外，公司还于 1996 年和 2004 年两次实现 IPO，分别募资 8000 万美元 1.38 亿美元。

2013 年，世邦魏理仕实现营业收入 71.85 亿美元，比上年增加 10.30%，比 1992 年增长了 18.96 倍，年均复合增速达到 15.32%。世邦魏理仕资产管理和综合物业服务收入占比高。2012 年，物业和设施管理业务收入达 115 亿元人民币，占比 35%；除租赁外的其它房地产服务收入达 104 亿元人民币，占比 31%。

5. 中国 REITs 的实践案例

5.1 中信启航专项资产管理计划

2014 年 1 月，证监会批复《关于核准中信证券股份有限公司设立中信启航专项资产管理计划的批复（证监许可〔2014〕122 号）》同意中信证券设立中信启航产品，以私募 REITs 形式推动国内不动产金融实践。该计划募集资金 52.1 亿元，计划按 70.1%:29.9%的比例划分为优先级和次级。

其中，优先级份额存续期间获得基础收益，退出时获得资本增值的 10%（浮动收益部分），预计收益率为 7-9%。次级份额存续期间获得满足优先级基础收益后的剩余收益，退出时获得资本增值的 90%（浮动收益部分），预计收益率为 12-42%。优先级产品期限预期为三年，不超过五年，次级产品期限预计为四年，不超过五年。两者皆有权提前结束。

该产品通过投资非公募基金收购核心商圈的稀缺物业，为投资人实现稳定期间收益和退出增值收益，是国内首单投资优质不动产资产的专项资产管理计划产品。该产品优先级、次级份额皆可在深交所综合协议交易平台交易。非公募基金层面优先保障基金份额持有人利益，专项资产管理计划层面优先保障优先级投资者利益，最终退出时同样优先保证优先级的现金收益。

该产品以 REITs 方式退出，退出时，非公募基金将所持物业 100%的权益出售给由中信金石基金管理有限公司发起的交易所上市 REITs。其中，对价的 75%将以现金方式取得，剩余 25%将以 REITs 份额的方式由本基金持有并锁定一年。

这样优先级投资者将在 IPO 时以全现金方式全部退出，次级投资者获得部分现金分配及 REITs 份额。除 REITs 方式退出外，基金还可以市场价格出售给第三方实现退出。考虑到投资物业所在的北京、深圳商圈的租金及售价在未来五年预计有较好的升值空间，出售给第三方是 REITs 退出方式的重要补充。

此外，该产品中的非公募基金是指基金管理人（中信金石基金管理有限公司）拟设立的中信启航非公开募集证券投资基金；计划管理人（中信证券）拟认购并持有中信启航非公开募集证券投资基金的全部基金份额。SPV1/SPV2 是指拟由基金管理人（中信金石）在天津市设立的注册资本均为 30 万元的全资子公司，并拟由其向中信证券分别购买天津京证与天津深证 100%的股权。

5.2 华侨城门票资产证券化

2012 年 12 月，华侨城 A（000069）发布了“欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划”的公告，这是国内第一单基于入园凭证现金流的专项计划项目。华侨城 A 及其子公司上海华侨城和北京华侨城以其自专项计划成立之次日起五年内特定期间的欢乐谷主题公园入园凭证作为基础资产（即公司旗下的深圳、北京和上海欢乐谷主题公园 5 年内特定期间（5 月-10 月）的入园凭证），由中信证券设立专项计划并以专项计划管理人的身份向投资者发行资产支持受益凭证，合计募集资金 18.5 亿元。募集资金将专款专用，用于欢乐谷主题公园游乐设备和辅助设备维护、修理和更新，欢乐谷主题公园配套设施建设和补充日常运营流动资金。

华侨城本次专项计划的预期收益支付和本金偿还方式采用优先级/次级支付机制，其中优先级受益凭证分为华侨城 1 至华侨城 5 共 5 档，期限分别为 1 年至 5 年，募集资金 17.5 亿元，由符合资格的机构投资者认购；次级受益凭证规模为 1 亿元，由原始权益人之一的华侨城 A 全额认购，按照本金比例计算，优先级受益凭证可获得由次级受益凭证提供的 5.41% 的信用支持。

信用增级措施方面，规定在任意一个初始核算日，若在前一个特定期间内，基础资产销售均价低于约定的最低销售均价和/或销售数量低于约定的最低销售数量，则原始权益人承诺分别进行补足；此外，大股东华侨城集团还为原始权益人如期足额向专项计划账户划转预期金额的欢乐谷主题公园入园凭证收入提供不可撤销连带责任担保。

依据《欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划说明书》，深圳、北京、上海三家欢乐谷 2009 年-2011 年的销售现金流分别为 5.7 亿元、8.21 亿元和 9.33 亿元。据评级机构预测，2013-2017 年特定期间内（5 月-10 月），基础资产对应的部分的入园凭证销售现金流

分别可达到 5.95 亿元、6.17 亿元、6.17 亿元、6.31 亿元和 6.38 亿元，正常情况下对优先级收益凭证本金和预期收益的最低覆盖倍数达到了 1.45 倍。

5.3 苏宁与中信合作商业项目 REITs

2014 年 10 月，苏宁云商子公司以 11 家自有门店物业的房屋所有权及其土地使用权分别出资设立 11 家全资子公司，门店包括北京通州世纪联华店、北京刘家窑店、常州南大街店、武汉唐家墩店、重庆观音桥步行街店、重庆解放碑店、昆明小花园店、成都春熙路店、成都万年场店、成都西大街店和西安金花路店。公司再以不低于 40.1 亿元的价格将 11 家全资子公司的全部权益转让给中信金石基金拟发起设立的私募投资基金或/及相关方。

该私募投资基金的基金管理人为中信金石基金，它是金石投资有限公司的全资子公司。门店物业的租金收入及该私募投资基金未来处置股权或门店物业的增值收益，将成为该私募投资基金或及/相关方的收益分配来源。本次交易完成后，苏宁云商将按市场价格租用 11 处物业继续经营连锁店，实际租金价格以苏宁云商与股权受让方或其指定方届时签订的《租赁合同》为准，因此本次交易不会影响这些店面的日常经营。

增信措施方面，中信金石基金必要时将可能引进有实力的具备一定资信条件的大型企业包括但不限于苏宁电器集团作为该金融产品提供增信，这可能使得上述企业获得与门店物业相关的权益。

图 17 苏宁云商资产证券化运作模式



资料来源：公开网站资料、海通证券研究所

该商业资产的证券化产品，将使得苏宁云商获得优质门店增值收益和现金回笼，并使得苏宁云商以稳定的租赁价格和长期租约获得门店物业的长期使用权。该交易有望给苏宁云商获得不低于 40.11 亿元收入，预计将实现超过 13 亿元的税后净收益。同时，本次交易将使公司降低资产负债率、改善财务指标，并增加营运资金，实现轻资产运营模式。

作者：涂力磊 谢盐 来源：海通证券研究所

1. REITS 基本概念和我国的政策环境

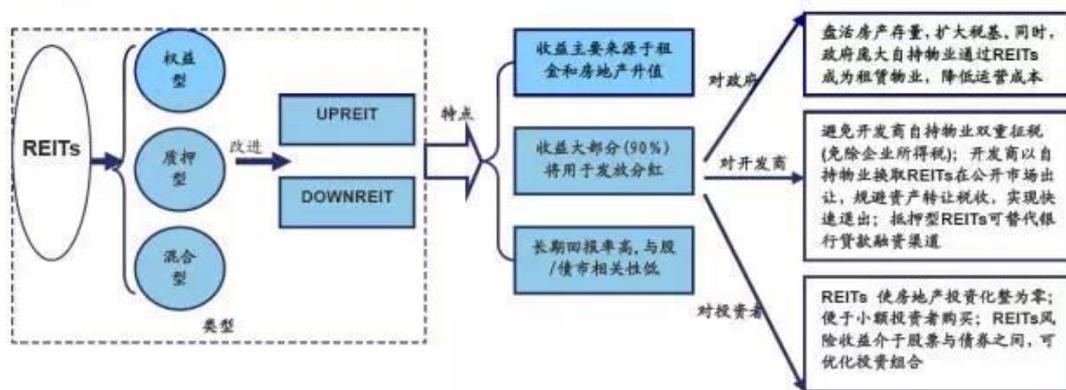
1.1 REITS 的基本概念和特点

REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托基金) 是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金, 由专门投资机构进行房地产投资经营管理, 并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。

与我国纯属私募信托不同, REITs 绝大多数属于公募。它既可以封闭运行, 也可以上市交易。按照投资类型的不同, REITs 又可分为权益型(直接投资房地产, 藉租金和买卖收入赚取利润)、抵押型(将募集资金透过中介贷给开发商, 收益来源于利息)和混合型(兼有权益型和抵押型特点, 既收取租金, 也收取利息)三种。

此外, 按照组建和运营方式的不同, 又可分为伞型合伙房地产投资信托(UPREITs)和伞型下属合伙房地产投资信托(DOWNREITs)等。

图 1 REITs 的类型、特点和主要作用



资料来源: 公开网站资料, 海通证券研究所

REITs 的具体特点是:

- 一是收益主要来源于租金和房产升值;
- 二是大部分收益将用于分红;
- 三是 REITs 长期回报率较高, 与股市、债市的相关性较低;

四是 REITs 对政府而言, 有利于其盘活社会存量房产, 从而扩大税基。同时, 政府庞大自持物业可通过 REITs 转成为租赁物业, 既可帮助政府融资, 也降低运营成本;

五是 REITs 对开发商而言, 可以避免开发商自持物业的双重征税(免除企业所得税), 从而提高物业的回报率; 开发商以自持物业换取 REITs 在公开市场出让, 可规避资产转让税收; 抵押型 REITs 可替代银行贷款融资渠道;

六是 REITs 对投资者个人而言, 可使房地产投资化整为零, 便于小额投资; REITs 股权具有良好的变现性, 风险收益介于股票与债券之间, 可优化投资组合。

以 REITs 发展相对成熟的美国为例, 目前美国 REITs 的物业类型十分丰富且较为分散, 包括了办公楼、工业厂房、工业和商业混合型、购物中心、区域购物商场、自助零售店、公寓、预制房屋、物流分销、度假中心、自助仓储、医疗中心、特殊类型、混合型、抵押型等。

而且美国上市 REITs 的中长期收益率要高于其它指数。例如，1971-2008 年美国上市权益型 REITs 收益率 11.2%，高于同期 S&P500 和道琼斯的收益率 9.49% 和 6.38%。

1.2 我国 REITs 发展的政策背景

2013 年 7 月，国务院下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，提出“用好增量，盘活存量”的总体货币政策指导思路，支持经济结构的调整和转型升级。资产证券化业务是盘活存量的重要工具之一。

2014 年 3 月，证券公司资产证券化新规出台，业务常规化，可证券化的基础资产包括企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利，商业物业等不动产财产等。在 8 月 28 日的国务院会议上，李克强总理提出信贷资产证券化要常规化，并且部分资产支持证券可以在交易所流通。

2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》。文件多层次入手，对房地产信贷进行进一步放松。其中，《通知》除对合理建设给予贷款支持外，明确表示扩大市场化融资渠道，鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券（MBS）；积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。

2. 海外回顾：美国 REITs 的发展历程

伴随土地价值链逐步平缓，从成熟国家实际经验看房地产金融有望成为地产价值创造链新环节。目前，美国房地产金融业的总市值已经超越传统地产开发行业。截至 2015 年 1 月 27 日，美国上市开发商总数 34 个，总市值 520 亿美元，其中市值最大的房屋开发商 Lennar 公司市值在 89 亿美元。

而以 REITs 为代表的美国房地产金融业发展迅猛。截至 2015 年 1 月 27 日，美国有 254 个上市 REITs，总市值达 9594 亿美元。全美最大的商业零售 REIT—西蒙地产（SPG）市值达到 636 亿美元。这几乎是最大开发商 Lennar 公司的 7 倍多。

美国 REITs 经历了不同的发展历史时期，其中：

不稳定早期（60 年代）：1960 年，美国会批准《房地产信托投资法》，将 REITs 纳入法律管辖。早期 REITs 委托第三方管理，仅是一个物业组合。当时仅有 10 家 REIT，整个规模刚超过 2 亿美元。

首次成长期（1968~1972 年）：在房地产开发热中，银行掀起新的抵押型 REITs 热潮。这使得 REIT 利用少量股东权益和大量借款向房地产业提供短期贷款，REITs 总资产从 1968 年 10 亿美元快速上升至 70 年代中期 200 亿美元。

成长烦扰期（1973~1979年）：受通胀引发的高利率打击，1973年起办公/写字楼走下坡路。抵押型 REITs 的负债杠杆使其不良资产迅速升至 1974 年的 73%，REITs 价格暴跌。1979 年底 REITs 规模比 1972 年底小很多。

震荡向下期（1980~1990年）：1981年美国国会通过了《经济振兴法案》，允许业主利用房地产折旧来避税，刺激了房地产购买热。1986年国会通过《税收改革法案》，取消了避税。80年代末，大量重复建设使房地产陷入困境。1990年，股权类 REITs 总收益率为 -14.8%。1986年《税收改革法案》解除了对 REITs 管制，REIT 实现了资产管理内部化，但是还不能经营非收租类业务。

恢复发展期（1991~1993年）：这期间 REITs 年收益率为 23.3%。这源于三个因素：一是此前熊市的大幅下跌，孕育了 REITs 良好业绩；二是在房地产业经历了萧条之后，REITs 能以低价购买资产；三是从 1991 年 1 月到 1993 年底，美国联邦利率不断下降。

IPO 大发展期（1993~1994年）：1990年底，所有公开上市的股权类 REITs 市场总额为 56 亿美元，到 1994 年底，则超过了 388 亿美元。同时，REITs 参与的房地产部门也迅速扩展至购物中心、营销中心、工业地产、居住区、自储设施和宾馆/酒店等。

震荡向上期（1995~2000年）：1994~1995年是大多数公寓和零售 REITs 回调期。1996~1997年牛市再现，受养老基金转向 REITs 推动，1996年股权类 REITs 总收益 35.3%。1998~1999年 REITs 因上涨过快而回调。此后，由于经济和房地产增长良好，2000年 REITs 规模和资产价值再次增长。

并购和多策略期（2001年~）：2001年以来，美国房地产业出现一系列收购。超 10 亿美元的 REIT 由 1994 年 4 家升至 2001 年 10 月 44 家。2001 年 10 月，股权写字楼房地产 REIT 被纳入 S&P500 指数，极大增强了整个 REITs 业的信用。此后，资本再循环策略、股票回购、合资经营等受到 REITs 的青睐。

截至 2010 年，美国 REITs 总资产已经由 1970 年左右的 10 亿美元飙升至 3890 亿美元，一共增长 388 倍，保持 40 年年均复合增速 16.08% 的高增长。特别是 1993 年以来的 REITs 上市热潮中，REITs 的上市总市值更是呈几何级别的上升。

3. 我国 REITS 发展障碍及未来 REITS 发展规模

由于 REITs 具有稳定且较高的收益、投资门槛较低，可以优化投资组合、开发商可以获得税收优惠，且部分替代银行信贷，并降低政府的运营成本等优势，这将推动未来中国 REITs 的快速启动和发展。但是，我们也应该看到，与国外成熟的 REITs 产品相比，目前我国发行 REITs 仍然存在制度障碍。

3.1 我国基金化房地产信托发展存在的制度障碍

首先，美国 REITs 具有税收优惠，在公司层面可免征企业所得税；同时美国 REITs 投资的房产也属于免税资产。

然而，目前我国还没有税收支持政策（例如，自持物业出租时租金需缴纳 5.5% 营业税，再缴纳 12% 房产税，扣除费用后还要交 25% 所得税，分红后还要交纳个人所得税）。这样租金收益率就比较低，难以达到 REITs 的回报要求。此外，未来我国资产出售或最终收益的分配，都要缴纳较高的土增税或资产转让所得税。

其次，政策支持力度不足，包括：登记制度、上市交易和退出机制不完善；《信托法》、《公司法》相关部分不完善等。此外，现存的 REITs 产品审批流程复杂、资产评估难也阻碍了 REITs 的推出和发展。

第三，由于我国现有的商用物业租金回报率过低，且不稳定；同时，我国缺乏 REITs 业务管理的投资、管理等专业性人才。这些都阻碍了 REITs 的发展。

第四，REITs 发展需要良好的市场流动性、较低的投资门槛和产品的标准化进行配合。尽管这些方面较为容易解决，但是基础性制度建设也需要复杂的一个过程。

3.2 我国基金化房地产信托未来发展的预测

2014 年 4 月，我国首单 REITs—中信启航专项资产管理计划正式推出。该计划的期限为 3-5 年，投资标的为北京中信证券大厦及深圳中信证券大厦。

由于制约 REITs 推出的各种政策障碍尚未得到实质性解决（美国 REITs 可免征企业所得税，而中国尚未此项税收优惠政策），因此虽然该产品与海外成熟 REITs 仍存在差异（如流动性等），但考虑到国内相关资产管理计划的缺失，以上产品仍具备象征意义。

目前，我国仅有基金化房地产信托产品，主要是私募性质，其规模要远小于其它房地产信托产品。截至 2014 年 1 季度末，我国基金化房地产信托产品规模合计 128.52 亿元，仅占投向房地产资金信托余额 1.15 万亿元的 1.12%。

按照美国 1960 年 REITs 约 2 亿美元的上市总市值计算，当时美国 REITs 上市总市值占美国储蓄总额的 0.16%。而我国 2013 年底的储蓄总额已达 44.76 万亿元，如果按照 1960 年美国 REITs 发展初期的规模占比看，未来我国发展 REITs 初期的规模将达 704.88 亿元（远大于目前我国基金化房地产信托规模 128.52 亿元）。该规模对房地产资金来源替代率为 0.47%。

假设按照美国上市 REITs 发展历程（2010 年美国上市 REITs 达 3890 亿美元，占美国储蓄总额的 17.25%），再假设中国储蓄水平不变且未来达到与美国相同规模，可预计我国未来上市 REITs 规模将达 7.72 万亿元，当年增加 1.99 万亿，对房地产资金来源替代率将升至

16.34%（上文测算看，我国 REITs 发展初期的规模是 704.88 亿元，对房地产资金来源的替代率为 0.47%）。

4. REITs 对我国房地产行业的影响

4.1 增强和优化房地产资金来源

随着我国经济步入结构性调整以来，货币政策逐步趋向稳健，更强调存量不变下结构性优化。这给房地产开发资金来源带来负面影响。例如，2010 年之前我国房地产开发资金来源增速保持 20% 以上。进入 2011 年持续调控以来，房地产开发资金来源增速出现快速下滑。

新一届中央政府继续稳健偏紧的货币政策。截至 2014 年前三季度，房地产开发资金来源累计 8.99 万亿元，增速下滑至 2.3%。从 2014 年上半年房地产资金来源构成看，自筹资金占 33%，其他资金占 32%（其中的定金和预收款占 19.27%），各项应付款占 20%（其中应付工程款占 11.51%），国内贷款占 15.27%，利用外资占不到 1%。

由此可见，房地产企业来自国内贷款、定金和预收款、应付工程款的资金合计达 46.05%。这说明我国房地产开发资金有 46% 以上来源于银行信贷。这既加大了银行金融风险，也不利于房地产企业的长期稳定发展。而 REITs 可以为我国开发商提供稳定的外部资金融资渠道。

4.2 促使房企由重资产向轻资产模式转变

传统的房地产开发模式，主要是拿地、开发和销售（或运营）模式。该模式使得开发企业资金来源主要是银行贷款、开发过程中对承包商的工程款占用、客户的预收款（销售）或长期租金回收。特别是商业地产的开发往往以长期租赁获取租金形式实现收益，资本沉淀大，开发商是典型的重资产运营模式。

而 REITs 将带来房企经营模式上的巨大改变。开发商可以等商业项目运营成熟后，通过出售、分散和打包设立 REITs 在公开市场出售，引入投资人、资产管理人和托管人，从而实现资金快速的回笼。当然，房企也可持有部分 REITs 份额，从而同时享受分红和物业升值收益。这将促使房企向轻资产进行转型。

4.3 促进房地产服务业快速发展

我们认为，REITs 的发展将推动房地产服务业的快速发展。这是因为 REITs 可使直接、集中占有的房地产产权模式转变为由众多分散的投资者占有的模式，这就使得产权转移变得简单，不需要实物的易手，而只需 REITs 收益凭证的交割，从而极大地丰富和深化了房地产管理和服务的范围和内涵。

事实上，REITs 和房地产服务业的大发展几乎同步。例如，全球房地产服务业经历了萌芽、本土扩张和全球扩张三大阶段。其中全球快速扩张期就发生在 1996 年以后（美国 REITs 高增长期也是从 1993 年开始）。五大行（世邦魏理仕（CBRE）、仲量联行（JLL）、戴德梁行（DTZ）、

高力国际(Colliers))通过大规模并购进入全球市场,并发展成为涵盖物业租赁、物业管理、资本市场、投资管理、评估咨询、开发服务的全服务跨国集团。

以房地产服务商一世邦魏理仕为例,公司从1906在旧金山建立自建店开始,将业务拓展至洛杉矶,并于1967年将业务拓至整个加州,收入增至500万美元。但是,早期公司的业务还仅局限于代理销售和租赁。1968年公司上市后,于1968-1980年先后进行12次垂直整合型并购,将业务拓展至全美。

同时,公司业务线不断丰富,增加了物业外包等业务,收入也增至3亿美元。1996年以后,公司加快了全球布局的进程,主要是进行全球垂直整合。该期间公司业务收入由4.7亿美元上升到60亿美元。同时,公司业务链也延伸至按揭和保险代理、物业咨询和评估等。此外,公司还于1996年和2004年两次实现IPO,分别募资8000万美元1.38亿美元。

2013年,世邦魏理仕实现营业收入71.85亿美元,比上年增长10.30%,比1992年增长了18.96倍,年均复合增速达到15.32%。世邦魏理仕资产管理和综合物业服务收入占比高。2012年,物业和设施管理业务收入达115亿元人民币,占比35%;除租赁外的其它房地产服务收入达104亿元人民币,占比31%。

5. 中国 REITS 的实践案例

5.1 中信启航专项资产管理计划

2014年1月,证监会批复《关于核准中信证券股份有限公司设立中信启航专项资产管理计划的批复(证监许可〔2014〕122号)》同意中信证券设立中信启航产品,以私募REITs形式推动国内不动产金融实践。该计划募集资金52.1亿元,计划按70.1%:29.9%的比例划分为优先级和次级。

其中,优先级份额存续期间获得基础收益,退出时获得资本增值的10%(浮动收益部分),预计收益率为7-9%。次级份额存续期间获得满足优先级基础收益后的剩余收益,退出时获得资本增值的90%(浮动收益部分),预计收益率为12-42%。优先级产品期限预期为三年,不超过五年,次级产品期限预计为四年,不超过五年。两者皆有权提前结束。

该产品通过投资非公募基金收购核心商圈的稀缺物业,为投资人实现稳定期间收益和退出增值收益,是国内首单投资优质不动产资产的专项资产管理计划产品。该产品优先级、次级份额皆可在深交所综合协议交易平台交易。非公募基金层面优先保障基金份额持有人利益,专项资产管理计划层面优先保障优先级投资者利益,最终退出时同样优先保证优先级的现金收益。

该产品以REITs方式退出,退出时,非公募基金将所持物业100%的权益出售给由中信金石基金管理有限公司发起的交易所上市REITs。其中,对价的75%将以现金方式取得,剩余25%将以REITs份额的方式由本基金持有并锁定一年。

这样优先级投资者将在 IPO 时以全现金方式全部退出，次级投资者获得部分现金分配及 REITs 份额。除 REITs 方式退出外，基金还可以市场价格出售给第三方实现退出。考虑到投资物业所在的北京、深圳商圈的租金及售价在未来五年预计有较好的升值空间，出售给第三方是 REITs 退出方式的重要补充。

此外，该产品中的非公募基金是指基金管理人（中信金石基金管理有限公司）拟设立的中信启航非公开募集证券投资基金；计划管理人（中信证券）拟认购并持有中信启航非公开募集证券投资基金的全部基金份额。SPV1/SPV2 是指拟由基金管理人（中信金石）在天津市设立的注册资本均为 30 万元的全资子公司，并拟由其向中信证券分别购买天津京证与天津深证 100% 的股权。

5.2 华侨城门票资产证券化

2012 年 12 月，华侨城 A（000069）发布了“欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划”的公告，这是国内第一单基于入园凭证现金流的专项计划项目。华侨城 A 及其子公司上海华侨城和北京华侨城以其自专项计划成立之次日起五年内特定期间的欢乐谷主题公园入园凭证作为基础资产（即公司旗下的深圳、北京和上海欢乐谷主题公园 5 年内特定期间（5 月-10 月）的入园凭证），由中信证券设立专项计划并以专项计划管理人的身份向投资者发行资产支持受益凭证，合计募集资金 18.5 亿元。募集资金将专款专用，用于欢乐谷主题公园游乐设备和辅助设备维护、修理和更新，欢乐谷主题公园配套设施建设和补充日常运营流动资金。

华侨城本次专项计划的预期收益支付和本金偿还方式采用优先级/次级支付机制，其中优先级受益凭证分为华侨城 1 至华侨城 5 共 5 档，期限分别为 1 年至 5 年，募集资金 17.5 亿元，由符合资格的机构投资者认购；次级受益凭证规模为 1 亿元，由原始权益人之一的华侨城 A 全额认购，按照本金比例计算，优先级受益凭证可获得由次级受益凭证提供的 5.41% 的信用支持。

信用增级措施方面，规定在任意一个初始核算日，若在前一个特定期间内，基础资产销售均价低于约定的最低销售均价和/或销售数量低于约定的最低销售数量，则原始权益人承诺分别进行补足；此外，大股东华侨城集团还为原始权益人如期足额向专项计划账户划转预期金额的欢乐谷主题公园入园凭证收入提供不可撤销连带责任担保。

依据《欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划说明书》，深圳、北京、上海三家欢乐谷 2009 年-2011 年的销售现金流分别为 5.7 亿元、8.21 亿元和 9.33 亿元。据评级机构预测，2013-2017 年特定期间内（5 月-10 月），基础资产对应的部分的入园凭证销售现金流分别可达到 5.95 亿元、6.17 亿元、6.17 亿元、6.31 亿元和 6.38 亿元，正常情况下对优先级收益凭证本金和预期收益的最低覆盖倍数达到了 1.45 倍。

5.3 苏宁与中信合作商业项目 REITs

2014年10月，苏宁云商子公司以11家自有门店物业的房屋所有权及其土地使用权分别出资设立11家全资子公司，门店包括北京通州世纪联华店、北京刘家窑店、常州南大街店、武汉唐家墩店、重庆观音桥步行街店、重庆解放碑店、昆明小花园店、成都春熙路店、成都万年场店、成都西大街店和西安金花路店。公司再以不低于40.1亿元的价格将11家全资子公司的全部权益转让给中信金石基金拟发起设立的私募投资基金或/及相关方。

该私募投资基金的基金管理人为中信金石基金，它是金石投资有限公司的全资子公司。门店物业的租金收入及该私募投资基金未来处置股权或门店物业的增值收益，将成为该私募投资基金或及/相关方的收益分配来源。本次交易完成后，苏宁云商将按市场价格租用11处物业继续经营连锁店，实际租金价格以苏宁云商与股权受让方或其指定方届时签订的《租赁合同》为准，因此本次交易不会影响这些店面的日常经营。

增信措施方面，中信金石基金必要时将可能引进有实力的具备一定资信条件的大型企业包括但不限于苏宁电器集团作为该金融产品提供增信，这可能使得上述企业获得与门店物业相关的权益。

图 17 苏宁云商资产证券化运作模式



资料来源：公开网站资料、海通证券研究所

该商业资产的证券化产品，将使得苏宁云商获得优质门店增值收益和现金回笼，并使得苏宁云商以稳定的租赁价格和长期租约获得门店物业的长期使用权。该交易有望给苏宁云商获得不低于40.11亿元收入，预计将实现超过13亿元的税后净收益。同时，本次交易将使公司降低资产负债率、改善财务指标，并增加营运资金，实现轻资产运营模式。

(来源：海通证券研究所)

地产金融化的新加坡路径

自2009年开始，“地产金融化”的势头便已经萌发，当时泛海集团、绿地集团、华润置地、侨鑫集团等房企都相继进入金融业。2013年下半年以来，房企加快与金融机构尤其是银行的联手协作，如越秀集团完成收购香港创兴银行75%股份，是四年以来国内首宗由地方国资背景房企对境外银行的并购；地产龙头万科通过子公司以基石投资者身份参与徽商银行H股公开发行；恒大地产入股华夏银行，目前已成为第五大股东；新潮中宝参股温州银

行，将与其在建立城镇金融服务网络、打造中小微企业金融服务平台、整合投行业务体系等八个方面进行战略合作。

图 84：13 年以来参股银行的房地产企业

时间	公司	参股银行	投资金额	持股比例
2014 年 1 月-3 月	恒大	华夏银行	36.5 亿人民币	5%
2014 年 2 月	越秀集团	创兴银行（香港）	116.44 亿港元	75%
2013 年 11 月	万科	徽商银行	31.2 亿港元	8%
2013 年 12 月	中天城投	贵州银行	9443 万人民币	1%
2013 年 11 月	新华联	拟在长沙参与筹建民营银行	5 亿人民币	10%
2013 年 8 月	新潮中宝	温州银行	13.3 亿人民币	13.96%

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

房企掀起涉足金融的浪潮，意味着二者的深度融合发展将成为大趋势，也预示着未来房地产行业发展将呈现新的特征。事实上，无论对开发商还是置业者，在开发资金筹措、项目投资、住宅消费、商业地产中，专业地产金融服务都是不可或缺的一环，房地产金融化已成为业内共识。随着房地产行业进入成熟期，“资本为王”的特征日益凸显，优秀的资本运作能力成为房企未来发展的关键，房企与金融的联合是一种双赢的结果，两者结合所产生的协同效应值得期待。

搭建融资便利平台，实现产融结合。房企进军金融业的重要原因之一对于资金的迫切需求，意在为融资便利搭建平台，进一步巩固和拓宽融资渠道，确保其资金链的安全和供应的流畅。房企通过投资金融机构实现自身业务与金融的深度结合，对房企的项目开发形成直接有力的支撑，同时还可打通房地产上下游产业链，为与房企合作的上下游企业提供融资的业务空间，进而降低房企采购的资金成本。房企也可让其客户通过入股银行办理按揭贷款，从而打造销售的核心竞争优势，以提高资金周转效率。例如万科入股徽商银行，将有利于万科在安徽区域房地产市场的快速布局和深耕。

图 85：房地产贷款余额及同比增速


资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

图 86：新增地产集合信托规模及平均收益率


资料来源：用益信托网，中信建投证券研究发展部

共享客户资源，形成相互支撑。房企与银行等金融机构的客户类型存在一定的相似性，银行有着网络化的客户渠道和较好的声誉，其客户资源远比社会大众资源优质，房企可以借以吸收更多的客户资源，通过资源整合，提供更便捷的金融问题解决方案，实现双方客户的嫁接。另一方面，房企庞大的物业管理载体可为社区金融服务提供了良好的平台。万科已布

局“社区金融”图谋产业链价值再造，发挥协同效应，实现从产品供应商向城市配套服务商的企业转型，为其带来更广阔的增值收益或附加值收益。

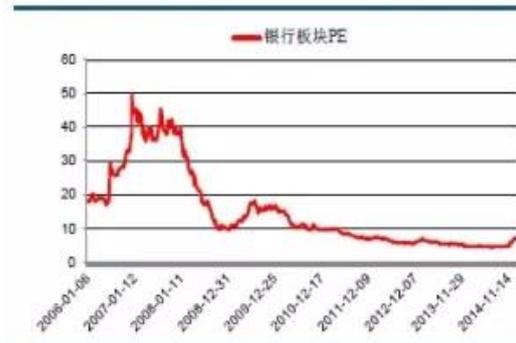
图 87：万科服务的业主数量已接近 50 万户



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

分享较为丰厚的投资回报，打造新的利润增长极。金融业作为盈利水平较高的行业之一，房企投资金融业本身就可以获得稳定的投资分红收益。与此同时，房企还可以从金融业的股权价值增值过程中受益。我国金融类资产尤其是银行在过去几年中一直处于低估值之中，房企选择参股其中有望获得溢价收益，近期银行、保险和证券等金融行业上市公司估值的大幅回升使这一点得到了印证。而部分房企所参股的未上市的城商行、券商和保险资产一旦实现上市，所产生的超额收益十分可观。

图 88：银行板块 PE 值



资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

图 89：非银板块 PB 值



资料来源：用益信托网，中信建投证券研究发展部

目前 A 股市场上已有数家房企明确提出向金融业转型，打造地产金融平台。我们认为金融化是未来房地产行业的大势所趋，房企向金融的转型之路可能与其他方向相比会更加顺畅，未来也更加看好。

地产金融化的新加坡路径

从国际经验来看，房地产行业金融化过程中，以 REITs 为代表的资产证券化是必由之路，这点从新加坡凯德集团的发展路径来看尤为明显。凯德集团原名嘉德置地，是亚洲规模最大的房地产集团之一，总部设在新加坡，并在新加坡上市，地产业务主要集中于核心市场新加

坡和中国。凯德集团房地产业务多元化，包括住宅、办公楼、购物商场、服务公寓和综合体，并拥有澳洲置地、凯德商用、雅诗阁公寓信托、凯德商务产业信托、凯德商用新加坡信托、凯德商用马来西亚信托、凯德商用中国信托和桂凯信托等多家上市公司。

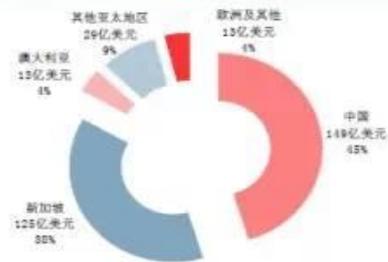
凯德基金的起步源于凯德集团轻战略的确定，2000年新成立的嘉德集团提出了具体而明确的战略转型目标和执行方案，而这一战略重组规划成为嘉德未来地产金融业务成功发展的基础。经过十余年发展，今天凯德集团已构建了一个由6只REITS和16只私募地产基金组成的基金平台，管理资产总额达到410亿美元，其中私募基金规模占到166亿，而投资于中国的私募基金规模达到近半。

图 90：凯德集团金融平台各地规模（亿美元）



资料来源：凯德集团公告，中信建投研究发展部

图 91：凯德集团资产分布占比



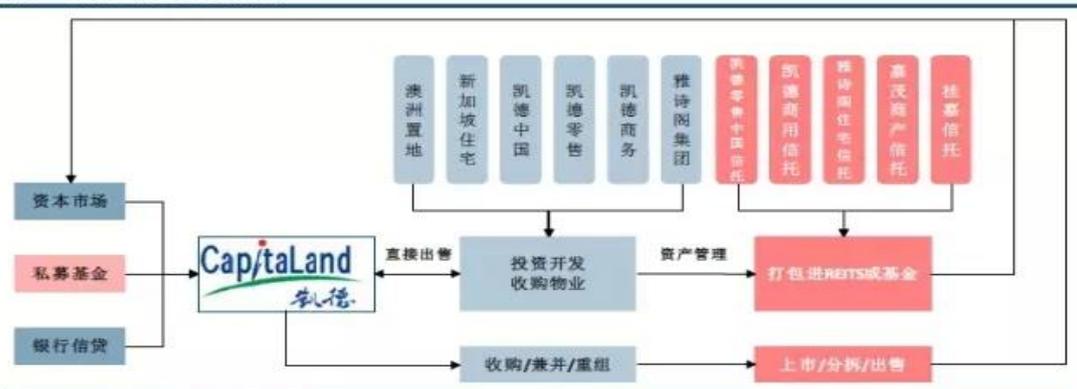
资料来源：凯德集团公告，中信建投研究发展部

图 92：凯德中国地产基金

基金	金额	范围	地点	截止认购时间
凯德中国发展基金 I	4 亿美元	住宅	中国	2005 年 10 月
凯德商用中国入息基金 II	4.25 亿美元	具有升值潜力的商场物业	中国	2006 年 6 月
凯德商用中国入息基金	9 亿美元	商场	中国	2006 年 6 月
雅诗阁中国基金	5 亿美元	具资产升值潜力服务公寓	中国	2007 年 6 月
凯德商用中国发展基金 II	9 亿新币	商场	中国	2007 年 9 月
凯德商用中国发展基金 III	10 亿美元	主要开发零售物业	中国	2020 年到期
凯德中国发展基金 II	2.4 亿美元	住宅	中国	2008 年 7 月
中国未福士基金	11.8 亿美元	综合商用物业	中国门户城市	2008 年 12 月
长宁未福士合资基金	10.03 亿美元	优质综合商业房产	中国	2010 年 10 月
朝天门地产信托	11.2 亿新元	黄金地块项目	中国重庆	2012 年 9 月
Capitaland Township Development Fund I	2.5 亿美元	住宅开发	中国	2008 年 12 月
Capitaland Township Development Fund II	2 亿美元	住宅开发	中国	2013 年 3 月

资料来源：凯德集团公告，中信建投研究发展部

图 93：凯德地产基金运营模式



资料来源：凯德中国，中信建投研究发展部

从集团内部孵化、到私募基金的开发培育，再到 REITS 的价值变现和稳定收益模式，凯德集团构造了一个以地产基金为核心的投资物业成长通道，而这种协同成长模式也成为新加坡地产金融模式的核心。这种模式的成功在于凯德置地以更为安全且高效的模式实现扩张：从 2000 年到 2013 年，凯德集团布局的地域范围从 33 个城市扩张到 123 个城市，旗下购物中心数量从 7 处扩张到 105 处，服务型公寓从 6000 套扩张到 33000 套；规模扩张的同时，ROE 从 1.5% 提高到 6.3%，净负债资本比从 92% 下降到 44%，利息覆盖倍数从 1.8 倍升到 6.0 倍。

图 94：凯德集团 2000 年与 2013 年业绩比较

日期	2000 年	2013 年
进入城市(个)	33	110
购物中心(个)	7	105
服务型公寓(个)	6000	33000
ROE	1.5%	6.3%
净负债资本比	0.92	0.44
利息覆盖率	1.8	6.0

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

房地产基金渐成主流

地产行业金融化另一层面即在于房地产基金的渠道。房地产基金最早起源于美国，我国起步虽晚，但人民币房地产基金已经在短短几年间在国内生根发芽，并且形成了本土鲜明的特色，而部分上市房企的领跑者，早在人民币地产基金扎根之初就开始布局，如华润、金地、信保基金等至今已经在基金领域建立了自己的品牌。据我们统计，目前国内包括内房股在内的上市房企中至少三分之一已经涉及地产基金，尤其是主流开发商，地产基金已经成了标配。

图 95：成立地产基金已成房企标配

基金名称	成立时间	主导开发商	基金管理机构	总体规模
华润汉威资本地产基金	2006 年	华润集团	汉威资本	10 亿美元
瑞银金地中国房地产美元基金	2008 年	金地集团	稳盛投资	2 亿美元
复地景业	2009 年 11 月	复地集团	智盈股权投资管理	5 亿
信保基金	2010 年	保利地产	信保（天津）股权投资基金管理有限公司	2000 亿
中海地产私募基金	2010 年 4 月	中海地产	工银国际投资管理公司	2.5-5 亿美元
荣盛泰发基金	2010 年 9 月	荣盛发展	荣盛泰发（北京）投资基金管理有限公司	40 亿
上海世茂汇天一期股权投资中心	2011 年 8 月	世茂集团	世茂汇天	50 亿元
远洋地产基金	2011 年 9 月	远洋地产	KKR	1.4 亿美元
滨江创投普特基金	2011 年 11 月	滨江集团	普特股权投资管理有限公司	20 亿
昆山创博盛信股权投资等四个	2012 年 9 月	首创置业	昆山创博盛拓股权投资管理	10 亿
歌斐资产	2012 年 4 月	TOP50 房企	各开发商独立基金	100 亿

资料来源：中信建投研究发展部整理

地产基金对于上市公司的另一个意义在于能使开发杠杆最大化。前文我们已经提到，地产基金在项目中介入时点已经提前至拿地阶段，通过引入地产基金，使得开发商能够绕过土地出让金首付款需达 50% 的规定，以较少的资金撬动庞大土地款。这样的模式在上市公司中已经多有尝试，如 2013 年越秀地产、保利、滨江都通过联合地产基金竞得土地，其中做到

最为极致的越秀地产以 17 亿锁定了 167 亿的土地规模，并且可在规定认购期内根据项目发展情况考虑全资拥有该项目。

图 96：上市公司利用基金实现杠杆最大化

公司	项目	合作基金	土地出让金	公司出资	基金出资
越秀地产	广州萝岗区云埔地块	越秀仁达五号基金	43.5	10%	90%
	武汉江汉区精武路地块	越秀仁达四号基金	90.1	8%	92%
	杭州市余杭区古墩路之商住地块	越秀仁达	10	10%	90%
	杭州市江干区钱江新城一期	深圳越秀	5.84	20%	80%
	佛山禅城同济路地块	越秀仁达	17.72	20%	80%
	合计		167.16	10%	90%
保利地产	徐汇区滨江 XH129B-02、XH129D-01 地块	信保基金	45	50%	50%
滨江集团	余政储出（2012）48 号、49 号地块	杭州普特元腾股权投资基金	16.55	50%	50%

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

（来源：中信建投研究发展部）