

# 中国房地产业发展白皮书

## 2019

China Real Estate  
Industry Development  
White Paper

观点  
指数

观点指数研究院出品

观点指数发布

## 2019 中国房地产行业发展白皮书

---

《观点指数·2019 中国房地产行业发展白皮书》是对房地产行业的发展现状与前景所做的整体性研究，由专业研究机构观点指数研究院撰写，并于每年度的博鳌房地产论坛上定期发布。

随着行业从高速发展到平稳落地，市场不断分化、行业集中度逐渐增加，房地产从单一面向多维度方向前行。在处于传统业务式微，融资收紧而且债务压力上升、规模却步而兼顾利润等环境之下，房企们要如何调整前进步伐，在多元格局中突围而出，而大热的长租公寓、联合办公等创新领域以及众多同业者趋之若鹜的物业服务、产业地产在其中扮演什么的角色，值得我们深思与探讨。

为此，观点指数研究院在长期跟踪企业动态、市场发展、行业经济的基础上，采用企业访谈、资料数据收集分析的手法，结合专业的数据分析和深度的研究，全方位多维度地剖析当前房地产行业各业态各环节的发展现状，并且对标杆企业项目、产品模式进行综合探析，在 2019 博鳌房地产论坛现场隆重发布《观点指数·2019 中国房地产行业发展白皮书》，与各方企业共谋划，同成长。

# 目录

## 观点指数·2019 中国房地产行业发展白皮书

- 3** 市场篇
- 7** 地产融资篇
- 13** 创新业务篇
  - 13** 长租公寓
  - 18** 联合办公
  - 23** 养老地产
  - 28** 文旅地产
- 33** 商业地产篇
- 39** 产业篇
  - 39** 产业地产
  - 47** 物流地产
- 53** 物业篇

# 市场篇 温和回归 主业聚焦

## 碧桂园单月录得 820 亿元，年内千亿房企达 12 家

从年初的对市场不乐观到如今，半年过去了，“观点指数·2019 年上半年中国房地产企业销售金额 TOP100”房企也用 181 天的时间向我们呈现了一份带有 2019 年独特印记的销售成绩。

从榜单来看，稳居前三的依然是碧桂园、万科和恒大。不同的是榜眼和状元的差距在缩小，同时也拉大了和探花的距离。具体而言，2018 年上半年，碧桂园、万科和恒大的销售额分别为 4124.9 亿元、3046.6 亿元和 3041.8 亿元。而经过一年的调控以及销售节奏调整，碧桂园和恒大的步伐明显放缓，较去年同期减少上百亿元。

不过单月来看，碧桂园则又创造了一个历史，仅 6 月单月就卖得 820 亿元，这对于中国房地产行业来说是史无前例的。

不过需要注意到，今年万科的销售动作较为积极，2019 年上半年合约销售额不降反升，并且领先恒大 522 亿元。而今年上半年万科仅比恒大多 4.8 亿元。对比其他同行来看，万科上半年的销售同比增长率为 9.63%，虽然低于 TOP100 房企 25% 的平均增长水平，但是在其他头部房企销售普遍下滑的情况下，依然实现了正增长。

2018 年中，万科提出“收敛聚焦·巩固提升基本盘”后，开始修枝剪叶，各个业务线条都明确了各自的基本盘，其中四大区域明确以开发业务为基本盘。这也解释了万科今年较快的销售增长。

其实不仅是万科，在今年市场低谷期，越来越多的房企开始收缩触角，对不盈利的多元化业务更加谨慎，转而强化地产，将钱花在刀刃处，以求度过资本寒冬。

三甲以外，今年上半年合约销售超过 2000 亿元的房企还有保利和融创。这两家房企一直是 TOP4 和 TOP5 的有力竞争者，今年上半年保利发力迅猛，已经超过融创稳居第四位，相信接下来两者的激烈争夺仍会继续。

从榜单来看，上半年合约销售超过 1000 亿元的房企有 12 家，较去年同期增加 3 家。销售处于 500-1000 亿元的房企有 19 家，和去年同期持平。200-500 亿元的房企数量在各阶梯中最多，为 37 家。按照往年的情况，上半年合约销售超过 400 亿元的房企，均是年内冲击千亿的有力竞争者，而上半年合约销售逾 400 亿元的有 40 家房企，这也意味着今年千亿房企有望比去年增加 9 家。



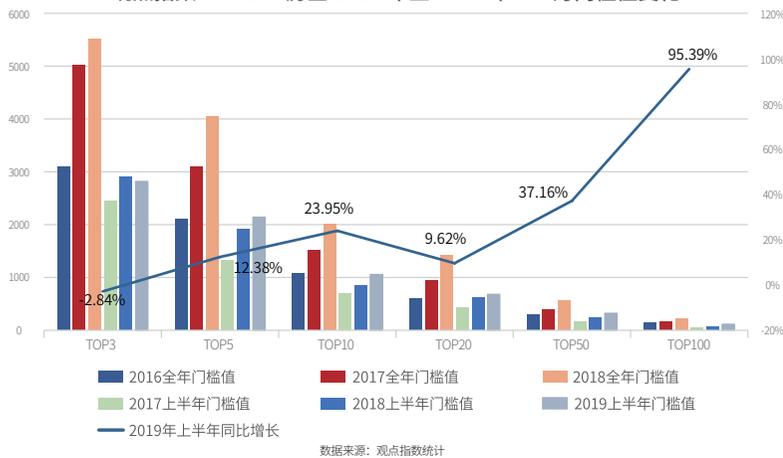
稳居前三的依然是碧桂园、万科和恒大。不同的是榜眼和状元的差距在缩小，同时也拉大了和探花的距离。

## TOP100 门槛值上浮逾 90%，近六成房企销售未“达标”

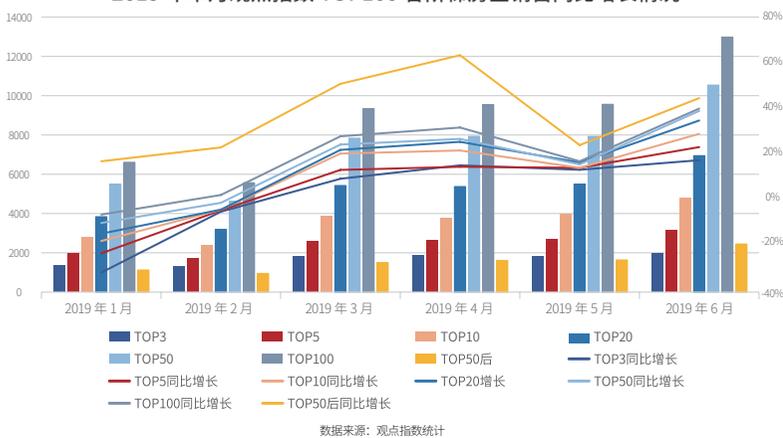
年中是房企“抢收”，提交答卷的关键时期，因此虽然受调控政策的影响，整体市场预期承压，但是从榜单来看，各个梯级房企在竞相追逐中抬高了 TOP100 门槛值。

具体而言，“观点指数·2019 年上半年中国房地产企业销售金额 TOP100”的门槛值为 114.1 亿元，较去年同期的 58.4 亿元增长 95.39%，这也是所有阶梯门槛值里增长最快的。紧随其后的是 TOP50 门槛，为 322.2 亿元，同比增长 37.16%。可以看到，所有阶梯门槛值中，增

观点指数 TOP100 房企 2016 年至 2019 年 1-6 月门槛值变化



2019 年单月观点指数 TOP100 各阶梯房企销售同比增长情况



2019 年上半年房企销售目标完成率



长较为缓和的是 TOP3、TOP5 以及 TOP20，分别为 -2.84%、12.38% 和 9.62%。

如果观察各阶梯的单月销售及同比情况，也可以发现 TOP50 后的销售总额同比增长整体而言是较高的。其中 3 月、4 月销售总额同比增长达到 50.87% 和 63.37%。而其他阶梯则逐级递增，TOP3、TOP5、TOP10、TOP20、TOP50 房企，越往后销售总额的同比增长率越高。

考究原因，一方面是上述房企本身基数比较大，因此面对今年的复杂地产环境，想要得到较大的业绩增幅，存在一定难度。另一方面是，相对位置较后的房企，这些位居前列的还是相对舒适，面临的位次争夺以及外部环境影响较小。

今年年初的业绩会以及其他公开场合，不少房企都对外发布了销售目标。借此，我们也得以窥见房企对目标的完成情况。以 42 家发布销售目标的房企作为样本，观点指数统计发现目标完成率超过 50% 的有 17 家，占比 40.48%；完成率位于 40%-50% 的房企最多，有 20 家，所占比重为 47.62%。需要注意的是，有 5 家即 11.90% 的房企目标完成率低于 40%。

换句话说，有近六成的房企未能在年中实现销售目标的一半。面对下半年的房地产环境，再加上融资渠道收紧、债务兑付高峰期如约而至，房企间的洗牌开始，要想完成销售目标更加充满未知。

## 二线城市成土拍主角，纳粮补仓中溢价率小有回升

回顾上半年土地市场，虽然不乏多家房企围猎同一地块。如广州公开出让南沙灵山岛尖两宗商住用地，吸引了包括碧桂园、保利、雅居乐、中国金茂、保利等 35 家房企；深圳供应 5 宗住宅用地使用权，共有 80 余家房企参与拍卖……

不过整体来看，上半年土地购置价款和面积都有明显下降。以国家统计局公布的数据来看，2019 年 1-6 月份，房地产开发企业土地购置面积 8035 万平方米，同比下降 27.5%，降幅比 1-5 月份收窄 5.7 个百分点；土地成交

价款 3811 亿元，下降 27.6%，降幅收窄 8.0 个百分点。

以观点指数监测的 31 个重点城市情况来看，土地市场则略有回暖。2019 年 1 月上述城市的当月成交面积小幅增长至 1206.46 万平方米，同比增长率为 3.42%，至 2 月成交面积出现负增长，为 -11.37%。不过在接下来的月份中则迎来了正增长。

其中 3 月、4 月、5 月和 6 月的成交面积同比增长率分别为 6.54%、45.64%、51.84% 以及 44.28%。成交宗数上，2019 年 4 月-6 月同比增长均超过 27%。

城市结构上，土地市场持续分化，一二线城市供需活跃，成为房企抢夺资源的主要战场。2015 年 11 月，31 家重点城市的土地出让金比例出现交错，随后二线城市出让金比例一直位于一线城市的上方。至 2018 年 11 月，一线和二线城市土地出让金所占的比重分别为 47.45% 和 52.55%，双方首次接近。不过该月以后，二线城市比重逐渐提高，最高时为 2019 年 3 月的 94.29%。

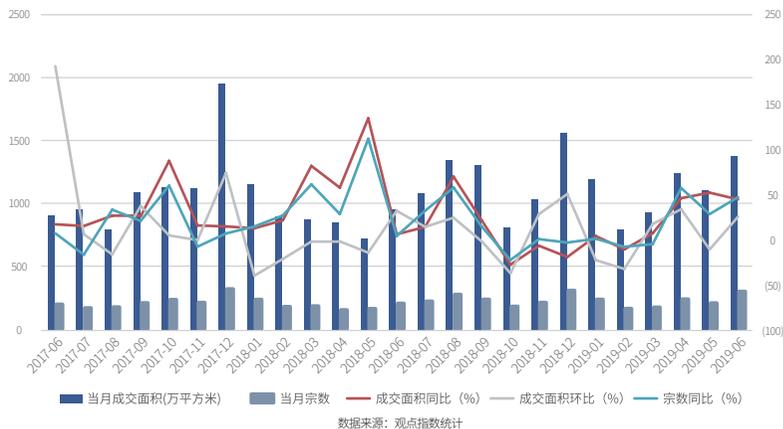
和一线城市对比，二线城市土地价格相对较低且有货量，而且不受一线城市的“五限”影响，再加上考虑到三四五线城市销售难有起色，因此二线城市自然成为房企不约而同的选择。

争抢面包的房企多了，自然会变相推高土地的溢价率。以观点指数监测的 31 个重点城市来看，2019 年上半年土地溢价率小有回升。

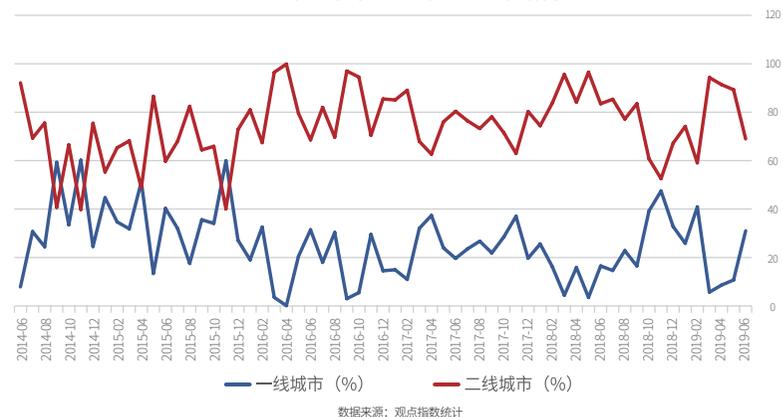
其中 2019 年 1 到 3 月，上述城市的平均土地溢价率为 9.94%、18.02% 和 24.38%，较去年同期分别下降 10.69%、5.32% 和 1.64%。不过进入 4 月份，情况有所改变，土地溢价率达到了 29.89%，较上年上升 12.51%。

为防止土地市场过热，不少城市也开始陆续调整土拍规则，提高准入门槛，减少竞拍房企数量。亦或在网上报价达到上限后，不再接受最新报价。

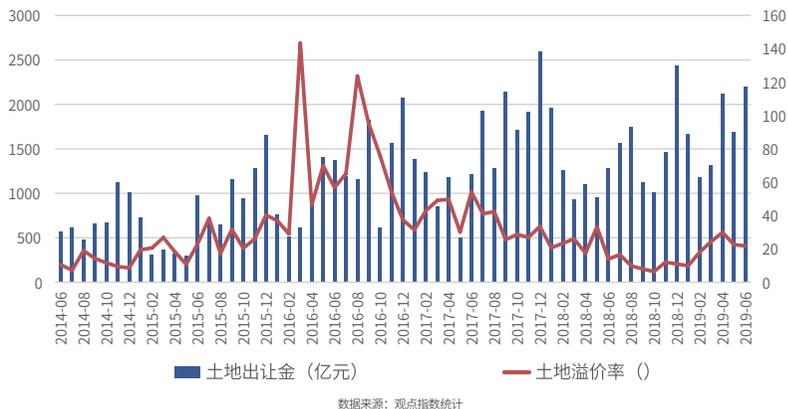
2019 年重点城市上半年成交土地当月走势



2019 年上半年土地出让金城市结构



2019 年重点城市上半年土地出让金与土地溢价率走势

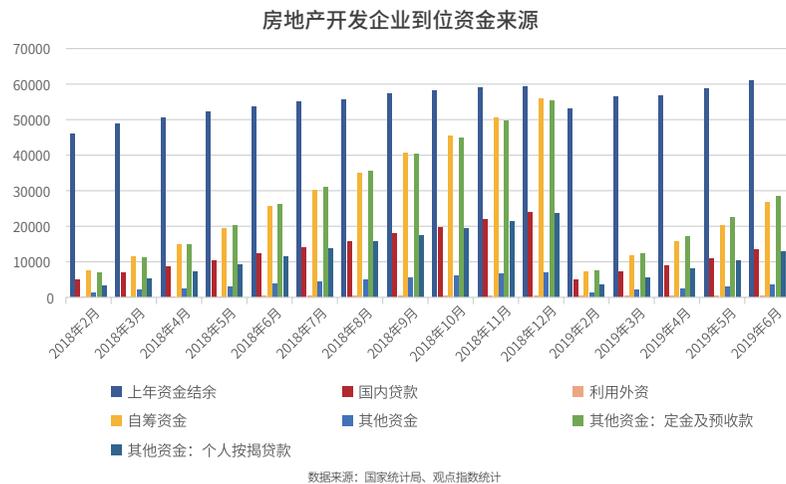


## 到位资金依靠快周转，融资收紧下的房企“拮据”生态

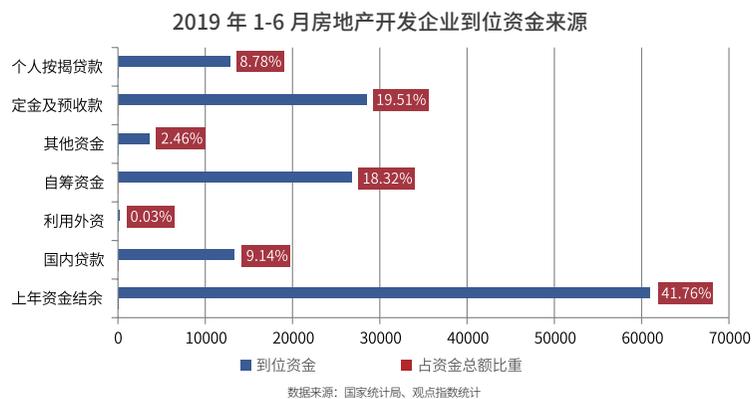
回到房企的资金层面，上半年土地购置价款和面积明显下降，一定程度上是因为房企手上资金承压，极大依赖销售回款，难免在土地购置上显得“拮据”。

国家统计局数据显示，2019 年 1-6 月份，房地产开发企业到位资金 84966 亿元，同比增长

7.2%，增速比 1-5 月份回落 0.4 个百分点。其中，国内贷款 13330 亿元，增长 8.4%；利用外资 43 亿元，增长 51.8%；自筹资金 26731 亿元，增长 4.7%；定金及预收款 28465 亿元，增长 9.0%；个人按揭贷款 12806 亿元，增长 11.1%。



可以看到，2019 年 1-6 月定金及预收款、个人按揭贷款的同比增长率均超过 9%。若算上资金结余，今年前 6 个月房企的到位资金来源极大依赖自身纾困。



其中上年资金结余占本年实际到位资金合计累计值的 41.76%；定金及预收款占比 19.51%，自筹资金紧随其后，占有所有到位资金来源的 18.32%。另外个人按揭贷款所占比例则为 8.78%。

需要注意的是，2019 年初在“稳健货币政策要松紧适度”的指引下，房企的融资规模略有回暖，不过大多为“借新还旧”，资金并未如外界所预期的大量流进房地产。而随着一季度过去，更多的严厉的政策监管和挥之不去的高杠杆风险，让房企的融资进一步吃紧。

上半年，不少房企债务陆续到期，可以看到以高息置换低息也成为 2019 年的融资特征之一。个别房企债券利息超过 13% 甚至更高，预计未来行业整体融资仍然承压，成本也将继续水涨船高。

# 地产融资 监管收紧 债务围城

经历了 2018 年难度升级的融资环境以及不断加剧的资金面压力后，原本行业内预计会迎来更加严峻的 2019 年。

不过现实是，和住宅市场一样，融资端也经历了“前高后低”的行情。一季度信贷的边际放松，给房企带来相对宽松的资金渠道，也改变了前期市场低迷的预期。

一季后，2019 年 4 月，70 城中有 67 个城市的新房价格环比出现上涨。随即，市场遭遇密集调控，住建部开始陆续约谈一些市场升温的城市。此外，4 月 19 日政治局会议重提“房住不炒”，5 月中旬，银保监会还下发了 23 号文，明确要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资。

因此资金端上，房企的融资渠道开始收窄，来自资金面的支持也相对减弱。不过，即使面临如此多的“狂风骤雨”，反映在数据上，流入房地产的资金还是存在一定滞后性。整体而言 2019 年上半年，房企的融资情况还是有所回暖及改善。

不过预计 2019 年下半年，融资收紧会在数据上有更多的呈现。风未弭，雨未停，房企也需要继续乘舆启行，以求在预期收紧的融资形势中保存实力，为下一波洗牌做好准备。

和住宅市场一样，2019 年上半年融资端也经历了“前高后低”的行情。预计下半年，融资收紧会在数据上有更多的呈现。

## 与时间赛跑，到位资金超 1/2 靠销售及回款

根据中国人民银行统计，截止 2019 年 5 月末社会融资规模存量为 211.06 万亿元，比 2018 年 1-5 月增加 20.12 亿元，同比增长 10.6%，增速比 2018 年同期下降 0.10%。2019 年前四月，社会融资规模存量增速分别为 10.4%、10.1%、10.7%、10.4%。

因此，整体而言，信贷数据确实出现了回升，不过受实体经济运行压力影响，回升的幅度低于此前。另外可以看到，表外融资出现了负增长。

其中 2019 年 5 月末社会融资规模存量对实体经济发放的人民币贷款余额为 143.04 万亿元，同比增长 13.4%；委托贷款余额为 11.97 万亿元，同比下降 10.4%；信托贷款余额为 7.88 万亿元，同比下降 6.7%；未贴现的银行承兑汇票余额 3.9 万亿元，同比下降 14%；企业债券余额为 21.16 万亿元，同比增长 10.9%；地方政府专项债券余额为 8.1 万亿元，同比增长 41.1%。

回到增量上看，2019 年 5 月社会融资规模增量为 1.4 万亿元，同比 2018 年 5 月增长 46.59%。不过非标融资依然维持 2018 年以来的趋势，继续减少。其中委托贷款减少 631



2019 年社会融资规模增量变化 (单位: 亿元)

社会融资规模增量	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2018 年社融增量	30793	11894	15848	17761	9518	14877	12254	19391	21691	7420	15239	15898
2019 年社融增量	46026	7101	28600	13854	13952							
人民币贷款	35668	7641	19584	8733	11855							
外币贷款 (折合人民币)	343	-105	3	-330	191							
委托贷款	-699	-508	-1070	-1197	-631							
信托贷款	345	-37	528	129	-52							
未贴现银行承兑汇票	3787	-3103	1365	-357	-770							
企业债券	4675	887	3424	3847	476							
地方政府专项债券	1088	1771	2532	1679	1251							
非金融企业境内股票融资	289	119	122	262	259							

数据来源：中国人民银行、观点指数统计

亿元，同比少减 939 亿元；信托贷款减少 52 亿元，同比少减 884 亿元。如前文所述，伴随银保监会 23 号文的效力开始逐渐显现，预计未来非标融资还将维持负增长。

聚焦到房地产行业，2019 年 1-5 月房企到位资金累计 66689 亿元，同比增长 7.6%，增速比 1-4 月份回落 1.3 个百分点。其中，国内贷款 10762 亿元，增长 5.5%；利用外资 30 亿元，增长 38.8%；自筹资金 20276 亿元，增长 4.1%；定金及预收款 22395 亿元，增长 11.3%；个人按揭贷款 10251 亿元，增长 10.8%。

2019 年 1-5 月房地产投资本年累计资金来源占比变化



若换个角度观察，可以看到，在上述到位资金来源中，定金及预收款和个人按揭贷款是所有到位资金来源中的例外，两者累计值占总到位资金的比重不降反升。

其中定金及预收款 2017 年 5 月的累计值占总到位资金的 30.26%，低于自筹资金，也即是比股东往来款等资源要少。至 2018 年 5 月定金及预收款累计值占比超过自筹资金，在所有资金来源中占比最高，达到 32.45%。而 2019 年 5 月，这个数字已经达到 33.58%，再刷历史新高。个人按揭贷款同样上升明显，2018 年 5 月和 2019 年 5 月的累计值占总到位资金的比重分别为 14.92% 和 15.37%。

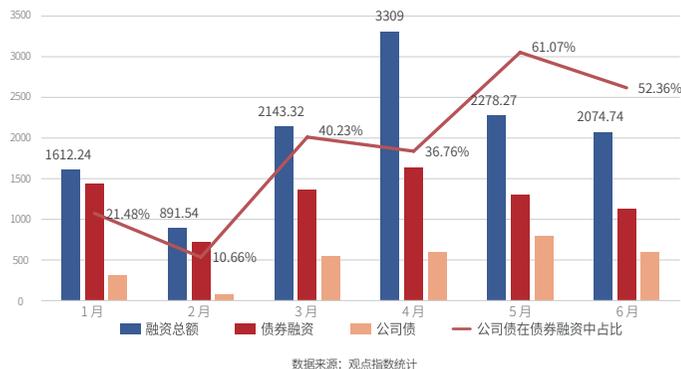
这也意味着，房企的到位资金极大依赖销售及回款，2019 年 1-5 月总到位资金中有 48.95% 是来自两者，而反观融资渠道获得的资金延续负增长，面临的资金压力不言而喻。

## 房企 181 天融资 1.23 万亿，成本波动上升至 7.48%

2019 年 1-5 月，开发商投资热情高涨。其中，1-5 月份，全国房地产开发投资 46075 亿元，同比增长 11.2%，增速比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。其中，住宅投资 33780 亿元，增长 16.3%。1-4 月份，全国房地产开发投资 34217 亿元，同比增长 11.9%，其中，住宅投资 24925 亿元，增长 16.8%。

开发投资激情充足和 2019 年上半年前期较为宽裕的资金不无关系。观点指数以 100 余家企业作为样本，统计其公开发布的融资数额，发现 2019 年上半年房企融资数额达到 12309.11 亿元（含拟融资计划，下同），其中债券融资达到 7602.19 亿元，占比 61.76%。

2019 年 1-6 月房企融资情况



若分月来看 2019 年 4 月融资总额最高，达到 3309 亿元，在所有月份中最高，当中债券融资额为 1636.29 亿元，而公司债在债券融资中占比 36.76%。4 月过后，随着监管层对融资收紧，融资金额下降明显。2019 年 5 月样本企业融资金额为 2278.27 亿元，其中债券融资为 1305.1 亿元，公司债在债券融资中占据绝对地位，达到 61.07%。

而刚刚过去的 6 月份，房企融资动作进一步减少，录得的融资金额仅为 2074.74 亿元，环比下跌 8.93%。

反观海外融资，6月有所回升。2019年1到5月，样本房企海外融资的金额分别为836.67亿元、604.46亿元、789.94亿元、740.10亿元和229.64亿元。其中23号文发布后，境内融资环境出现明显收紧态势，房企积极谋求海外发债上的突破。于此，6月单月海外融资数额出现环比大幅增长，增幅为189.75%，录得的融资额为665.39亿元。

如果从融资期限上审视，2019年上半年房企短期融资（2年以下）占比为25.38%，2-4年期限的融资占比为41.47%；5年及以上年限的融资占比则为33.15%。面对债务兑付压力，房企的主要信条是解决债务，急于输血，以缓解紧绷的资金链。因此以新的高息债置换到期债务在上半年也较为普遍。

当然，如此这般，房企的融资成本也水涨船高。观点指数统计发现，2019年上半年房企的平均融资成本为6.96%。单月来看呈现波动上涨趋势，其中2月、4月以及6月的融资成本相对较高，分别为7.32%、7.59%、7.48%。当然，从企业个体来看，也出现了个别小型房企融资成本高达15%的现象，另外债务压力较大的大型或龙头房企，发债成本高于10%的也不在少数。若下半年，资金收紧态度不变，房企的融资成本还将进一步升高。

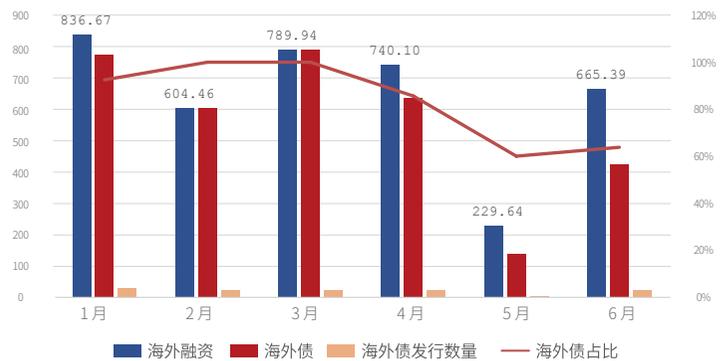
## “积少成多”，近八成私募基金产品募资不超2亿元

私募基金方面，则为房企融资输血开辟了另一条通道，虽然单个产品的融资金额不高，但是积少成多，对于房企的资金链来说不无裨益。

根据中国证券投资基金业协会公布的数据，截至2019年5月底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人24307家，较上月存量机构减少81家，环比下降0.33%；已备案私募基金77465只，较上月增加330只，环比增长0.43%；管理基金规模13.31万亿元，较上月减少26.26亿元，环比下降0.02%。

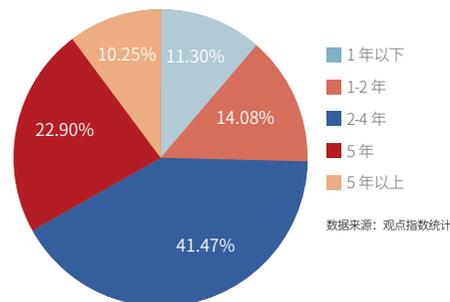
截至2019年5月底，已登记私募基金管理人管理基金规模在1亿-5亿元的最多，为4416家。紧随其后的是规模在0.5亿-1亿元的，

2019年1-6月房企海外融资情况



数据来源：观点指数统计

2019年1-6月房企融资期限



数据来源：观点指数统计

2019年1-6月房企融资平均利率

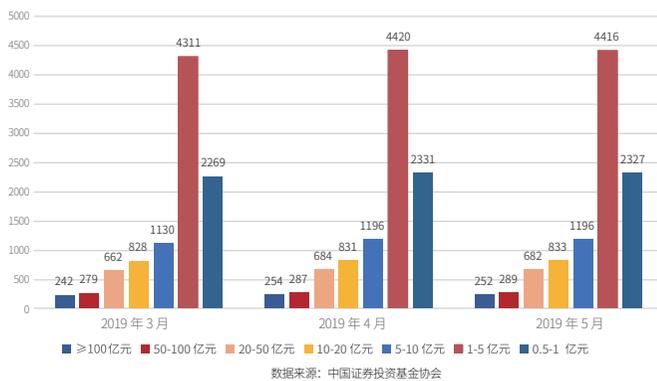


数据来源：观点指数统计

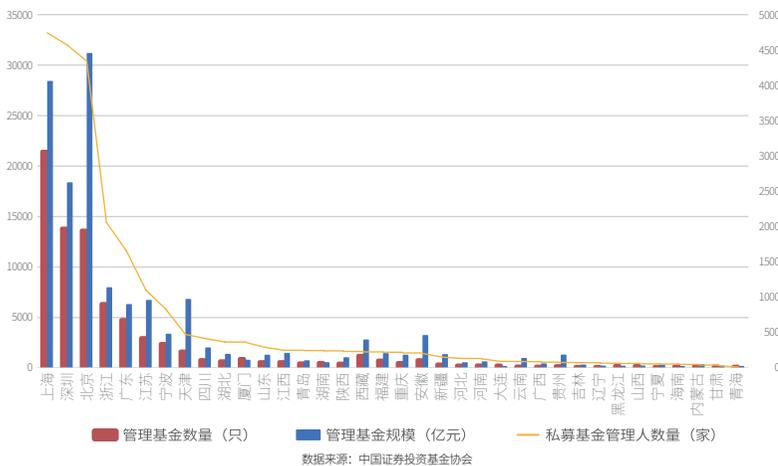
2019年1-5月已登记私募基金情况



2019年1-5月私募基金管理人管理基金规模情况 (家数)



截至2019年5月私募基金管理人按注册地分布情况



为2327家。

此外,已登记私募基金管理人管理基金规模在100亿元及以上的最少,有252家。倒数第二少的为规模在50亿-100亿元的,有289家。另外管理基金规模在20亿-50亿元的682家,管理基金规模在10亿-20亿元的833家,管理基金规模在5亿-10亿元的1196家。

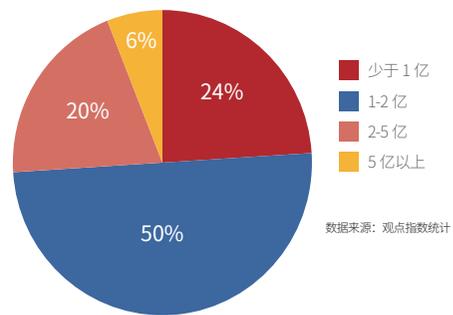
截至2019年5月底,已登记的私募基金管理人管理规模的共21316家,平均管理基金规模6.24亿元。

城市分布上,已登记私募基金管理人数量从注册地分布来看(按36个辖区),集中在上海、深圳、北京、浙江(除宁波)、广东(除深圳),总计占比达71.49%,略高于4月份的71.47%。其中,上海4742家、深圳4573家、北京4342家、浙江(除宁波)2059家、广东(除深圳)1661家,数量占比分别为19.51%、18.81%、17.86%、8.47%、6.83%。

从房地产私募产品来看,2019年上半年募资金额在1-2亿元的产品依然是主趋势,占比达到50%,较2019年1-5月提升20.73%;募资低于1亿元的占比24%,较前5月下降15.02%。换句话说,募资金额低于2亿元的产品占总数的74%,近乎八成。而2-5亿元及5亿元以上的占比分别为20%和6%,和上月相比相差并不大,募集占比变动基本是在低位(2亿元以下)进行。

另外收益上,私募基金产品预计的平均收益率为10.25%,较上月提高0.58个百分点。融资成本亦有所提高。

2019年1-6月单个房地产私募产品发行规模



## 集合信托规模同比增长 15.15%，占比微增 0.01%

私募基金之外，我们可以到看上半年房地产集合信托的发行量同比增速还是相对较高的，达到 15.15%。不过增速同比去年同期明显放缓，增速下滑 58.67%——2018 年上半年房地产集合信托的发行规模为 4327.63 亿元，同比 2017 年上半年的 2489.7 亿元增长 73.82%。

具体来看，2019 年 1-6 月集合信托产品的发行数量达到 3163 个，环比 2018 年上半年减少 1221 个。规模上，房地产类集合信托的发行规模达到 4983.22 亿元，较去年同期的 4327.63 亿元增长 15.15%。

平均收益上，2019 年上半年房地产集合信托的平均收益为 8.32%，比去年同期高 0.56%。而占比上，上半年集合信托的总体规模为 12011.47 亿元，房地产集合信托所占比重为 41.49%，比去年同期的 41.48% 微增 0.01%。

月均发行情况上，可以看到 1-6 月房地产集合信托的占比呈现波动上升趋势，由 2019 年 1 月的占比 35.39%，一路向上，至 2019 年 6 月这个数字为 44.52%，达到年内最高。数量占比上也是同样的趋势，由年初的 31.71% 提高至年中的 32.35%。规模上 1-4 月相对较高，5-6 月或许受 23 号文影响，出现一定下降。其中最高的是 2019 年 3 月，为 787.99 亿元，6 月份这个数字则为 465.83 亿元。

回看平均收益，也出现“前高后低”的趋势。2019 年 1 到 4 月房地产集合信托的平均收益分别为 8.33%、8.26%、8.41% 和 8.47%，不过 5 月这个数字开始急速下滑，仅为 8.17%，至 6 月缓慢回升，为 8.25%。

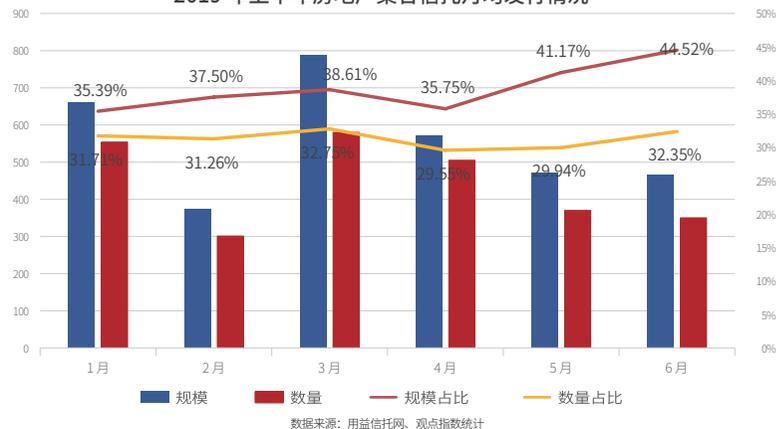
根据 2019 年 5 月 17 日晚间，银保监会发布的 23 号文，文中明确禁止直接或者变相为不满足“四三二”条件的房地产项目融资，直接点名股权投资 + 股东借款、股权投资 + 债权认购劣后、应收账款以及特定资产收益权 4 种信托融资模式。

雪上加霜的是，7 月 6 日，银保监会相关负责人表示，为加强房地产信托领域风险控制，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会于近日开展了

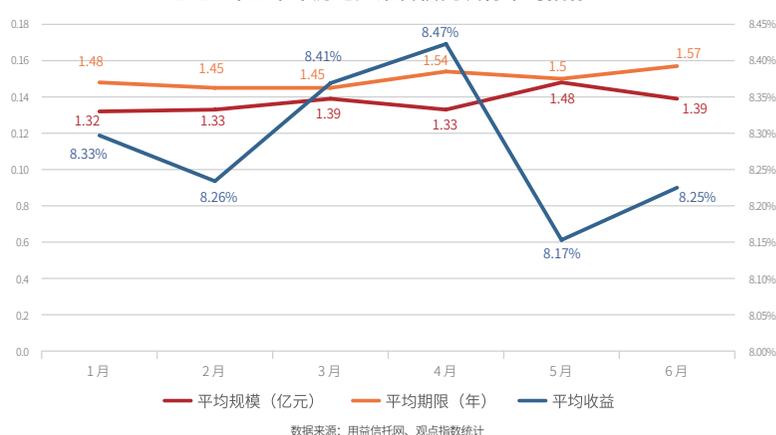
2019 年 1-6 月集合信托发行情况							
信托类别	数量(个)	规模(亿)	平均期限(年)	最高收益	最低收益	平均收益	涨跌幅
所有产品	10239.00	12011.47	1.81	8.47%	7.98%	8.22%	-2.00%
贷款类	3348.00	4050.87	1.63	8.52%	8.05%	8.28%	-5.00%
股权类	667.00	1096.69	1.99	8.99%	8.37%	8.68%	-3.00%
权益类	5016.00	5788.43	1.82	8.47%	7.98%	8.23%	1.00%
证券类	847.00	635.71	2.68	5.51%	5.46%	5.49%	4.00%
组合运用类	361.00	439.77	1.54	9.07%	8.30%	8.69%	-2.00%
按其他分类							
基础产业类	2634.00	2784.14	1.94	8.85%	8.34%	8.59%	-5.00%
房地产类	3163.00	4983.22	1.53	8.59%	8.04%	8.32%	-3.00%
工商企业类	1117.00	1085.92	1.52	8.53%	8.09%	8.31%	-1.00%
金融类	3107.00	2793.79	2.15	7.70%	7.31%	7.51%	5.00%
其他投向类	218.00	364.40	1.98	8.64%	7.92%	8.28%	33.00%

数据来源：用益信托网、观点指数统计

2019 年上半年房地产集合信托月均发行情况



2019 年上半年房地产集合信托发行平均指标



约谈警示，要求这些信托公司控制业务增速，提高风险管控水平。

我们预计 2019 年下半年这些影响会在房地产集合信托中更明显的体现出来，预计房地产集合信托发行规模增速会持续下滑。另外，未来房地产信托会像私募基金一样，由明股实债等模式逐渐向股权投资转型，向更加多元的方向发展。

2019 年 1-6 月房企融资数额排行			
排行	企业名称	已融资数额：亿元	融资数额：亿元 (包含拟融资计划)
1	恒大	338.07	648.07
2	富力地产	273.20	273.20
3	新城控股	240.63	240.63
4	融创中国	186.66	284.56
5	禹州地产	186.31	216.31
6	雅居乐	170.52	184.02
7	美的置业	150.23	181.67
8	融信中国	127.60	189.07
9	招商蛇口	125.50	246.50
10	碧桂园	119.49	262.15
11	华润置地	113.49	113.49
12	华夏幸福	93.49	350.79
13	阳光城	93.22	170.22
14	佳兆业	91.82	182.65
15	葛洲坝	90.00	90.00
16	万科	86.81	86.81
17	正荣地产	81.26	112.26
18	时代中国	73.12	73.12
19	蓝光发展	71.49	152.61
20	滨江集团	70.70	109.60
21	首创置业	69.60	109.60
22	越秀地产	69.42	139.42
23	金地集团	67.46	67.46
24	金隅集团	65.00	145.00
25	旭辉控股	64.81	107.81
26	粤泰股份	63.00	63.00
27	远洋集团	62.97	62.97
28	中骏集团	61.70	61.70
29	粤园集团	58.93	58.93
30	泛海控股	54.20	117.20

备注：已融资数额为 2019 年 1-6 月观点样本房企对外公布的融资金额。为统一口径，已剔除 A 股公司融资担保部分。另外融资数额包含了房企的拟融资计划，或存在统计遗漏情况，以上数据仅作参考。

数据来源：观点指数统计

# 长租公寓 资产证券化渐进

2018年下半年，长租公寓的发展犹如一条抛物线。在经历了一段时间的快速扩张之后，业内的风险敞口逐渐被拉扯开来，于是企业暴雷、租金上涨等事件一度将行业推向风口浪尖。进入2019年，政策的东风仍在，长租公寓各方主体在“规模”之外，仍在探寻着自身的盈利模式。

目前，尽管长租领域格局未定，但企业之间已呈现出不一样的发展姿态。主体的性质与背景的差别，往往使得业态有着轻重资产之分，其布局、融资路途也不尽相同。总体来看，拥有规模优势的企业，在运营的过程中，在业内已拥有一定的话语权。

面对“漫长”的收益周期，即使土地与资金的获取渠道渐次宽敞，也会让部分企业知难而退、被迫撤离。但久而久之，最后生存下来并有所成长的，必将成为市场份额的占有者。这就是优胜劣汰自然法则的最终体现。

## 租购并举推进 租赁供应“续航”

2017年至今，为了加快构建租购并举的住房体系，中央与地方出台了多项鼓励发展住房租赁市场的政策。租赁市场的开启与发展，成为激活房地产新周期的关键，也成为长效机制的重要组成部分。

在今年的全国两会上，住建部部长王蒙徽表示，2019年将坚持调结构、转方式，特别是要大力培育和发展住房租赁市场，重点解决新市民的住房问题。政策的连续性与稳定性，依然给住房租赁领域注入了强心剂。

与此同时，在“稳地价、稳房价、稳预期”的基调下，租赁市场也将避免房租的非理性上涨。正如1月份深圳市政协《深圳市出租屋管理若干规定》修订专题协商会就提到，建议抑制“二房东”、“三房东”等扰乱正常租赁市场秩序现象，同时制定并严格执行房租上涨幅度的限制性条款。

在规范租房价格的同时，各地的人才政

策也往往从租房优惠入手。例如呼和浩特在4月份推出了人才新政，大学生享半价买房或公寓两年免租；南京也于5月份推出博士人才安居政策，提及公积金额度最高为100万元，租房也可享受租金优惠。城市人口的流入是租赁住房发展的支撑，人才政策的出台将进一步促进热点城市租赁住房领域的发展。

### 2019年上半年主要住房租赁政策动态

1月中旬	深圳拟修订出租屋管理规定 制定房租上涨幅度
1月15日	财政部、住房城乡建设部联合印发《公共租赁住房资产管理暂行办法》
1月16日	自然资源部、住建部：同意福州等5个城市试点集体用地建设租赁住房
1月22日	广州市黄埔区发布了《广州市黄埔区广州开发区加快培育和发展住房租赁市场工作方案的通知》文件，指出探索将商业用房等按规定改造成租赁住房
1月29日	发改委：要进一步满足农业转移人口适龄化的住房消费需求，加快发展住房租赁市场，支持人口净流入、房价高、租赁需求大的大中城市多渠道筹集公租房和市场租赁的住房房源，将集体土地建设租赁住房作为重点支持的内容
2月6日	国家发改委：着重发展长期租赁市场，支持专业化、机构化住房租赁企业发展
3月12日	住建部：大力培育发展住房租赁市场，解决新市民住房问题
3月27日	深圳发布城中村（旧村）综合整治总体规划，强调加强城中村租赁管理，要求企业控制改造成本，并参照租赁指导价格合理定价
4月21日	呼和浩特人才新政 大学生享半价买房或公寓2年免租
4月26日	海南住建、自然资源和规划、财政、公安、税务、金融等部门联合印发《关于支持和规范住房租赁市场发展的通知》，从财政、金融、用地及服务管理支持住房租赁经营
5月5日	东莞：将出租屋改造为规模化定制化的人才公寓、长租公寓项目，纳入地方住房保障体系
5月9日	财政部：公租房免征城镇土地使用税 两年内免征房产税
5月13日	南京博士人才安居政策：公积金额度最高100万 租房享租金优惠
5月17日	住建部：新增公租房供给需求可在商品房项目配建比例
5月23日	合肥推进住房租赁合同网签备案工作 培育租赁市场
6月上旬	厦门拟申请每年8亿元资金支持住房租赁 试点示范区3年

来源：观点指数整理

但房租的浮动部分受到市场供应关系的影响，因此，租赁用地与房源的推出量，成为调节行业供需的平衡器。

早在2018年2月，发改委就明确了租赁市场土地和住房供应主体单一、住房保障渠道

在“稳”的基调下，2019年以来长租公寓市场既没有了去年舆论的“大风大浪”，“暴雷”的消息也少有传出。不过由于还没有成熟的盈利定式，摸索阶段的整合在所难免。

多元化不够等问题，并表示支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

而继 2017 年 8 月，国土部、住建部确定 13 城开展租赁住房集体建设用地试点之后，集体用地的提供持续推进。今年 1 月中旬，自然资源部、住建部发布意见函表示，原则同意福州、南昌、青岛、海口、贵阳等 5 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案。

除此之外，也有部分城市明确了租赁住房供应的目标。例如广州黄埔将租赁住房用地纳入年度土地供应计划，计划到 2020 年底，新出让用地中可用于租赁住房建筑面积不低于年度出让住宅中建筑面积 10%。而北京今年将建设筹集租赁住房 5 万套（间），郑州则计划新增租赁住房 3 万套（间）。

以 2017 年上海首宗“只租不售”的纯租赁住宅用地出让为开端，全国诸如杭州、广州、深圳、合肥、南京、成都等试点城市，纷纷打开了租赁地块供应的闸门。“自持”与“竞自持”成为开发商补仓的常态。

2019 年上海纯租赁住房用地成交情况				
地块	建筑面积 (万平方米)	成交价 (亿元)	竞得企业	计划提供房源 (套)
浦东新区孙桥社区单元 08-01 地块	4.44	2.48	上海张江（集团）有限公司	832
浦东新区孙桥社区单元 13-06 地块	3.51	1.93	上海张江（集团）有限公司	624
浦东新区孙桥社区单元 14-05 地块	2.21	1.22	上海张江（集团）有限公司	357
浦东新区唐镇新市镇 D-03-05b 地块	13.01	7.66	上海浦东发展（集团）有限公司	3855
浦东新区康桥工业区东区 PDPO-1402 单元 E08B-05 地块	13.39	6.54	上海城投资产管理（集团）有限公司	4455
浦东新区周浦镇西社区 PDPO-1001 单元 02-06 地块	5.78	2.76	上海浦东发展（集团）有限公司	1450
杨浦区平凉社区 01B4-03 地块	2.42	1.95	光明食品集团上海置地有限公司	537
松江区永丰街道新城主城 H 单元 H42-02 号地块	3.19	1.1	上海志世企业管理咨询有限公司(象屿)	710
虹口区凉城新村街道 074-05/074-16 地块	4.4	4.13	上海宝地宝源汇企业发展有限公司	-
静安区市北高新技术服务业园区 N070501 单元 02-16-B 地块	1.39	1.05	上海名新投资管理有限公司	250

数据来源：观点指数整理

今年以来，各城市租赁自持地块持续推进，上海、杭州、天津、佛山等城市，常有成交动态传出。据观点指数统计，以上海为例，浦东新区仅在 1 月份就以 22.59 亿元，出让了 6 宗纯租赁住房地块，总建面 42.34 万平方米，预计提供房源 1.16 万套。

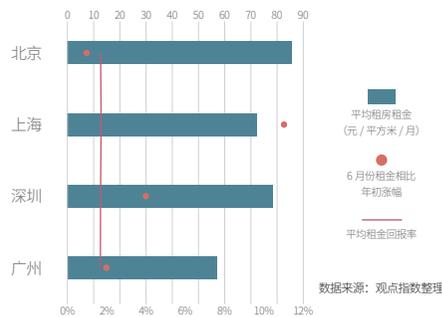
从竞得主体来看，获得上海租赁住房用地的大多为国有企业；张江集团、上海城投、浦发集团等，往往成为地块的拥有者。这在一定程度上，是“发挥国有企业的引领和带动作用，支持相关国有企业转型为住房租赁企业”政策的体现。随着土地供应的相关进展，国有租赁企业预计将在住房租赁市场上发挥越来越大的作用。

## 城市租金平稳中分化 长租产品多样探寻

今年上半年，一线城市的住房租金总体平稳，平均住房租金为 73.95 元/平方米/月；租金波动幅度不大，单月环比增速最高为 3% 左右。即使是处于租房旺季的 6 月份，一线城市平均住房租金也为 74.65 元/平方米/月，仅比 1 月份的 72.65 元/平方米/月增长了 2.75%。

据观点指数监测数据显示，在几个一线城市中，北京的平均住房租金最高，达 85.42 元/平方米/月，其次为深圳、上海、广州。若

2019 年上半年一线城市住房租金情况



相比于年初涨幅，则上海最高，约为 11%；该城市的平均租金回报率也最高，达 1.8%。但总体而言，今年上半年，四个一线城市的单月租金回报率都未超过 2%。

与一线城市相比，二线城市的平均租金水平依然体现出差距。上半年，二线城市的平均住房租金 29.95 元 / 平方米 / 月；6 月份，二线城市该项指标值为 29.37 元 / 平方米 / 月，低于半年平均值，反而比今年首月下降了 2.3%。

这种租金分化的现象，同样体现在租赁市场中的长租领域之中。

由于部分长租公寓一般在选址、配套设施、增值服务等方面比普通租房要相对具备优势，其租金价格也相对较高。观点指数统计数据显示，目前北京、上海长租公寓的平均租金均在 150 元 / 平方米 / 月以上，深圳、杭州也在百元以上。而诸如合肥、成都、武汉、厦门、佛山、沈阳等二线城市，其长租公寓的平均租金水平与一线城市差距较大。

由此看来，在一线城市和强二线城市，因为庞大的流动人口数量，以及住宅价格的高企，大量的居住需求须依靠租赁市场来解决，这为长租公寓的发展带来相对充足的支撑。而对于其他二线城市来说，支撑的力度则相对较弱。

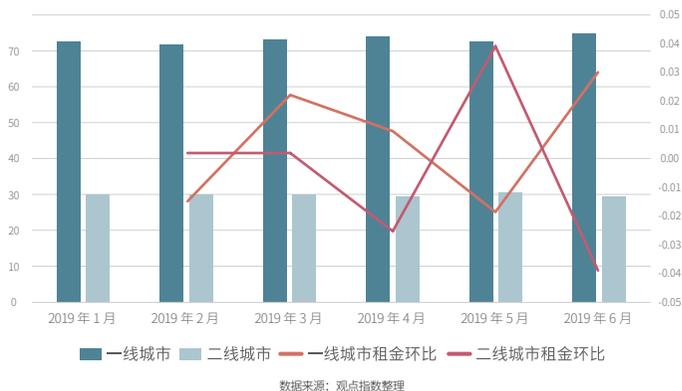
不过，聚焦长租公寓市场，既要关注其价格，也要从微观层面关注其产品的类型。目前各城市长租公寓的主流户型仍为一居室（包括单房和一室一厅），且大部分户型面积在 50 平方米以下。

以龙湖冠寓、万科泊寓为例，冠寓在一线城市布局中，小于 25 平方米的产品类型占比 56.9%，25-50 平方米占比 36%；泊寓小于 25 平方米的产品类型占比 40.2%，25-50 平方米占比 53.9%。而且，两者一居室占比均超过九成。

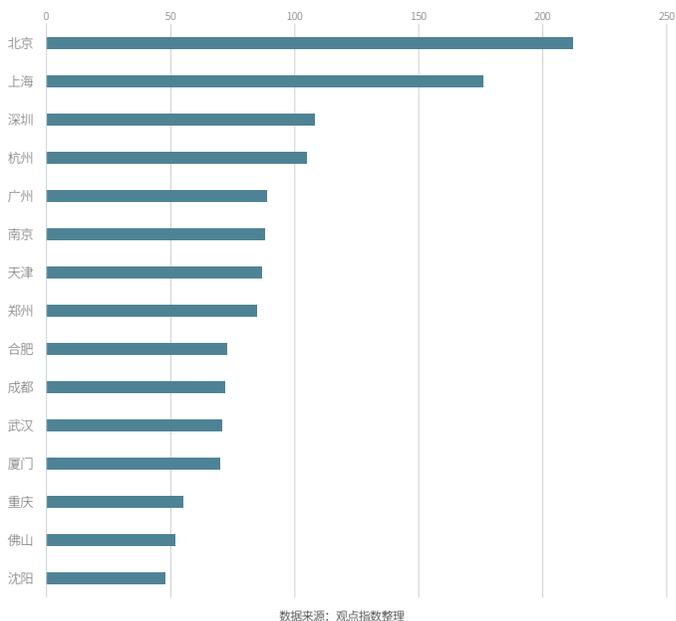
从目前的情况看来，长租公寓主要面对初入职场者、白领等，大部分长租公寓要求租客不带小孩、老人，千禧一代追求简约与自由，一居室以及小面积户型的长租公寓，自然成为他们倾向的选择。

不过，随着“租购并举”的持续推进，更多的家庭将加入租房群体；而随着长租公寓

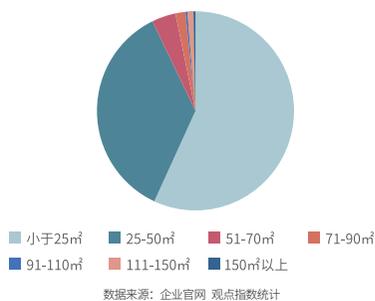
2019 年上半年一二线城市平均住房租金变化(元 / 平方米 / 月)



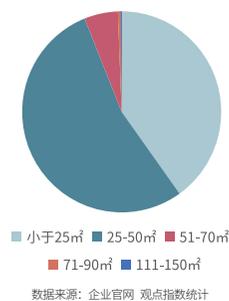
15 城长租公寓平均租金情况 (元 / 平方米 / 月)



龙湖冠寓一线城市各户型占比



万科泊寓一线城市各户型占比



市场的发展与完善，租赁客群范围也将逐步扩大。运营商提高长租公寓使用率、舒适性、多样性，成为越来越重要的课题。

## 多样融资中资产证券化渐进

尽管房地产市场的信贷调控持续，但银行与监管机构对住房租赁的融资审批仍相对宽松。据相关数据统计，目前房企在住房租赁领域，已通过银行渠道累计融资达千亿元；而部分长租公寓品牌，也屡受资本的青睐，资本风口仍助推着行业在发展轨道上行。

2019 年上半年长租公寓融资动态	
时间	动态
1月7日	葛洲坝发行 10 亿元首期住房租赁专项公司债券 期限 5 年
1月17日	华发 50 亿租赁住房资产支持专项计划获上交所无异议函
2月17日	绿地获上海银行百亿授信额度 重点合作租赁住房领域
2月21日	窝趣完成 2 亿元 B 轮融资，领投企业为魔方（中国）
2月26日	万科第一期 20 亿住房租赁专项债完成发行 利率 3.65%
3月11日	佳兆业获准发行 30 亿元住房租赁 ABS
3月13日	朗诗与平安不动产成功设立 10.68 亿合作型长租公寓储架式 REITs
4月2日	宝龙地产完成发行 3 亿元住房租赁专项公司债券 利率 7.2%
4月9日	海南首单省级人才租赁住房类 REITs 深交所挂牌 规模 8.7 亿
4月25日	旭辉领寓牵手平安不动产 未来 3 年投 100 亿用于住房租赁
4月25日	“汇景青年汇”基金在江苏正式发布，据悉为国内首只长租物业基金
5月21日	越秀地产拟发行 20 亿住房租赁专项公司债券 利率为 3.83%
5月26日	合肥万达城长租公寓 13 亿 ABS 更新为“已回复意见”
5月28日	合景泰富 20 亿长租公寓 ABS 更新为“已回复意见”

数据来源：观点指数整理

总体而言，住房租赁领域的融资渠道主要有机构信用融资、股权融资、专项债，以及资产证券化等。尽管行业逐渐进入沉淀期，但不同主体都在辗转腾挪间展示着不同的融资财技。

在机构信用融资方面，上半年房企仍是主角，正如绿地获上海银行百亿融资授信重点合作租赁住房项目、旭辉领寓牵手平安不动产三年投百亿等，都为企业未来长租公寓的发展勾画图景。

与此同时，住房租赁专项债也仍保持着一定的热度。上半年，葛洲坝、万科、宝龙地产、越秀地产、宋都股份等房企，拟发行或完成发行的住房租赁专项债金额超过 60 亿元。

而与房企不同，中介系、酒店系等长租公寓品牌虽然没有发债、信贷的优势，但他们依然走在股权融资的进阶之路上。今年 2 月份，窝趣完成 2 亿元的 B 轮融资；3 月份，蛋壳公寓宣布完成 5 亿美元 C 轮融资、魔方公寓获 1.5 亿美元融资；6 月份中旬，自如正在进行的 B 轮融资也接近尾声，已募集约 5 亿美元。

观点指数统计，截至目前，在集中式公寓中，魔方公寓利用股权融资的方式筹集金额 6.6 亿美元，位居第一；而在分散式公寓中，自如仍然凭借其今年的 B 轮融资，以约 74.38 亿元保持在榜首的位置。

经历过此前一段时间的“爆仓”惊雷，在股权融资中，资本的流向将会趋于谨慎。未来，股权融资将更集聚于长租公寓的头部企业，运营规模与质量将进一步成为企业吸引资本的优势与筹码。

而除了上述融资方式之外，资产证券化不同于专项债在项目建设之前就通过发债融资，其作为一种事后融资工具，考验的是项目的资质，投资者看重的是底层资产未来的租金收益。该融资工具可用于降低企业的杠杆率，近年来渐受追捧，无论什么背景的长租公寓品牌都参与其中。

据观点指数统计，截至 2019 年上半年，总共有超过 20 单住房租赁类 REITs、CMBS、ABS 成功发行，涉及金额为 177 亿元。其中包含 12 单类 REITs 产品和 3 单 CMBS 产品，参与主体既包含招商置地、保利、碧桂园、恒大、旭辉等房企系，也包含新派公寓等创业派。

截至 2019 年上半年部分住房租赁资产证券化产品发行情况				
产品全称	发行金额(亿元)	发行方式	产品分类	发行年份
中联前海开源-华发租赁住房一号第一期资产支持专项计划	15.48	私募	REITs	2019
中信建投-远洋地产长租公寓 1 号第一期资产支持专项计划	3.08	私募	CMBS	2019
海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划	8.70	私募	REITs	2019
平安汇通-平安不动产朗诗租赁住房 1 期资产支持专项计划	10.68	私募	REITs	2019
中联前海开源-恒大租赁住房一号第一期资产支持专项计划	11.80	私募	REITs	2018
深创投安居集团人才租赁住房第一期资产支持专项计划	31.00	私募	REITs	2018
中信证券-阳光城长租公寓 1 号资产支持专项计划	12.10	私募	REITs	2018
中信证券-泰禾集团慕盛长租公寓 1 号资产支持专项计划	8.11	私募	REITs	2018
中联前海开源-越秀租赁住房一号第一期资产支持专项计划	4.97	私募	REITs	2018
华夏资本-优城-景瑞三全公寓资产支持专项计划	7.20	私募	CMBS	2018
高和晨曦-中信证券-领昱 1 号资产支持专项计划	2.50	私募	REITs	2018
中联前海开源-碧桂园租赁住房一号第一期资产支持专项计划	17.17	私募	REITs	2018
中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产支持专项计划	17.17	私募	REITs	2018
招商融创-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划	20.00	私募	CMBS	2018
新派公寓权益型房托资产支持专项计划	2.70	私募	REITs	2017
魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	3.50	私募	ABS	2017

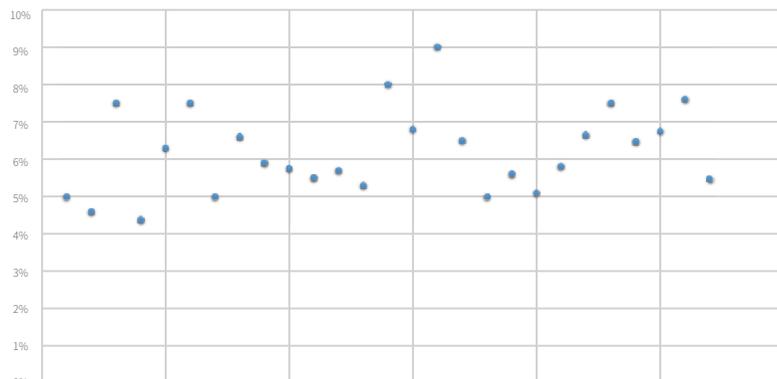
数据来源：观点指数整理

今年伊始，上交所发声，将加快发展住房租赁 REITs，为该领域的资产证券化进展垫下了基调。

上半年，平安不动产朗诗租赁住房 1 期资产支持专项计划、华发租赁住房一号第一期资产支持专项计划相继在上交所发行，合计发行金额 26.16 亿元；而去年首单人才租赁住房类 REITs “安居 2018-1” 发行之后，今年海南省也发行了省级人才租赁住房 REITs，金额为 8.7 亿元。

除此之外，部分企业的资产证券化也取得了一定的进展。比如合肥万达城 13 亿长租公寓 ABS、合景泰富 20 亿长租公寓 ABS 等，也均获得了“已回复意见”；佳兆业也获准发行 30 亿住房租赁 ABS。

租赁住房类 REITs、CMBS、ABS 发行利率分布图



数据来源：观点指数整理

从住房租赁类资产证券化产品的发行利率来看，70.4% 产品的利率处于 5%-7%（含 5% 与 7%）之间，利率低于 5% 的占比 7.4%，高于 7% 的占比 22.2%。总体而言，该融资工具的发行利率均在 4% 以上，但不超过 9%，平均发行利率为 6.2%。相关产品的优先级利率大多在 5% 左右。

若窥探其发行主体，则可以发现，证券发行方仍以国企、行业龙头企业为主，资产证券化项目出租率高、拥有稳定的现金流，运营模式较为成熟，且位于京津冀、长三角、粤港澳等地区的一线城市或二线城市的核心地段，物业具有较好的保值增值空间。

### 并购与剥离 长租盈利“大不易”

相比于以往，2019 年以来的长租公寓市场相对平静，在“稳”的基调下，既没有了去年舆论的“大风大浪”，“暴雷”的消息也少有传出。但不可否认的是，由于该领域还没有成熟的盈利定式，摸索阶段的整合在所难免。

上半年，行业转动起了并购的齿轮。1 月份，蛋壳公寓 2 亿美元收购爱上租；2 月份，湾流国际社区并购星窝创享青年公寓、上海麦悦收购寓见公寓部分资产；5 月份，安歆集团宣布战略并购逗号公寓。

显然，行业资产的转移，不知不觉中已在酝酿着另一种格局。从并购的主体来看，上半年创业系的长租公寓品牌成为了资产整合的主角，而拥有一定开发经验、土地资源、周转资金的房企系长租品牌，却常有“剥离”动作。

根据长租公寓房源的获取方式，可以把目前市场上的品牌分为轻资产和重资产两种类型。以开发商为代表的重资产类长租品牌，虽然以较低成本取得租赁用地，但就目前来讲，依赖公开出让的租赁用地进行整体的布局并不现实，且资金沉淀大，回报周期也过长。

即使是轻资产类品牌，以租金差赚取差价，底租成本、装修和维修运营成本也约占总成本的 80%。在行业平均回报率不高于 2% 的情况下，单纯以租金差的盈利模式，很难满足当前扩张期的资金需求。而且，在前期经营上非常依赖融资，盈利也比较有难度。

总体而言，长租公寓需要长周期的资金投入与运营，房企上市平台的业务剥离、公寓资产的流动与并购，并不代表业内对长租公寓行业失去信心。随着制度的完善、模式的成熟，无论是集中式、分散式，还是重资产、轻资产等模式，都终将在磨合中踏出一条盈利之路。

# 联合办公 格局与分化

联合办公作为最新发展起来的行业，依然面临不确定性，企业不断进行融资输血，但盈利模式尚未明确，内部也处在持续复杂的整合中。这种格局与分化体现在联合办公领域的方方面面。

经历了2018年下半年以来的关店、裁员、退租和融资受阻等诸多负面消息，联合办公行业依然不乏热点。

一方面，WeWork、优客工场的上市步伐依然受到新经济和科技领域投资者的极大关注。和上述种子选手同步，也有一部分企业持续大刀阔斧扩张，步子从核心一线城市下放到部分热点二线城市。不过，行业的硝烟仍未散尽。联合办公企业受投资者减资、撤资，甚至关店的消息依然不断。

目前来看，市场上对于联合办公主要持两种观点：一种声音认为，联合办公行业已从2017年、2018年的高速扩张缓下步来，进入沉淀积累时期；另一种观点则认为，行业的规模依然在快速集中。

事实上，联合办公作为最新发展起来的行业，其发展依然面临着诸多不确定性，企业在不断进行融资输血，但盈利模式依然未明。除此以外，行业内部也在复杂的整合当中，这种格局与分化体现在联合办公的方方面面。

## 分化：城市、区域、租金

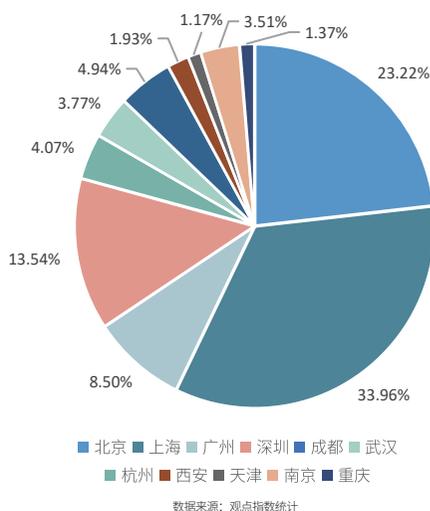
作为从传统写字楼办公衍生出来的一种办公业态，联合办公往往对于城市或区域的商办环境有一定要求，这决定了联合办公空间主要集中在经济发达以及商办环境活跃的核心城市。

观点指数研究院统计数据显示，目前，国内联合办公空间主要集中在北、上、广、深四个一线城市，以及成都、杭州、南京、武汉等11个核心城市。当中，又以四个一线城市最为集中，北京、上海、广州、深圳占据了国内联合办公近80%的市场份额，这说明一线城市依然是联合办公空间主要布局城市。

除此以外，成都、武汉、杭州、南京四个城市联合办公空间的市场份额也均超过了3%；西安、天津、重庆的市场占比则分别为1.93%、1.17%、1.37%。从联合办公企业最

近的动作看，一些核心二线城市开始成为布局的理想地。

重点城市联合办公市场占比情况



四个一线城市当中，上海仍然是联合办公空间最为活跃的城市，其市场占比达到33.96%，远超过其他三个一线城市，该城市网点主要集中在老黄埔、南京西路、徐家汇、陆家嘴等传统商圈一带。一个不能忽略的数据是，上海也是亚太地区联合办公最活跃的城市，其共享办公空间占写字楼面积达3.5%，是亚太地区最大的共享办公市场。

过去三年，作为国内政治、经济及文化中心，北京的联合办公空间也在迅速扩张，其共享办公空间市场份额达到23.22%，比上海少10.74%。而处在华南区域的广州、深圳，和上海的差距则显得尤为明显。

其实，一线城市间的市场占比差距和头部企业的布局有很大关系。比如，直到今年4月，WeWork才在广州开出第一家门店，而在此之前，广州联合办公市场仍没有较大影响力的企业入驻。

除此以外，上海联合办公市场在区域分布上也表现出与北京、广州、深圳三个城市不同

的特点。具体来看，上海浦东、黄浦、徐汇、长宁、静安五大区域占该城市共享办公空间的市场份额均超过 10%。而浦东区域占比最高也仅为 17.24%，各区域间表现出一种均衡发展的趋势，这是在另外三个城市所没有的。

以广州为例，其 59.28% 的共享办公空间集中在了天河区，此外，海珠区、越秀区分别占比 18.56%、17.96%，但其他区域均未超过 2%；北京市场联合办公空间的 51.54% 则分布在了朝阳区，海淀区、东城区为 20.61%、12.5%，其他区域最高也不超过 5%。

而在深圳，共享办公空间高度集中在一个区域的情况稍有缓解，但大部分的联合办公空间也主要分布在南山区和福田区两个区域，占比达到 42.11%、33.08%，另外龙岗区也达到 10.9%。

以上现象也进一步说明，上海联合办公市场比其他城市更为成熟。此外，从新增项目看，观点指数统计数据显示，今年 1-6 月，上海新增联合办公空间门店 115 家，新增工位 32300 个。其中，黄浦、浦东、徐汇、静安、闵行成为联合办公新增门店和工位的主要区域。

从 11 个联合办公空间重点城市看，北京共享办公空间平均工位租金最高，达到 1682 元 / 工位 / 月，上海次之，达到 1206 元 / 工位 / 月。然而值得一提的是，深圳、广州共享办公空间市场份额虽位列第三、第四，但其工位租金却比西安、重庆等中西部城市低，仅为 994 元 / 工位 / 月以及 924 元 / 工位 / 月。

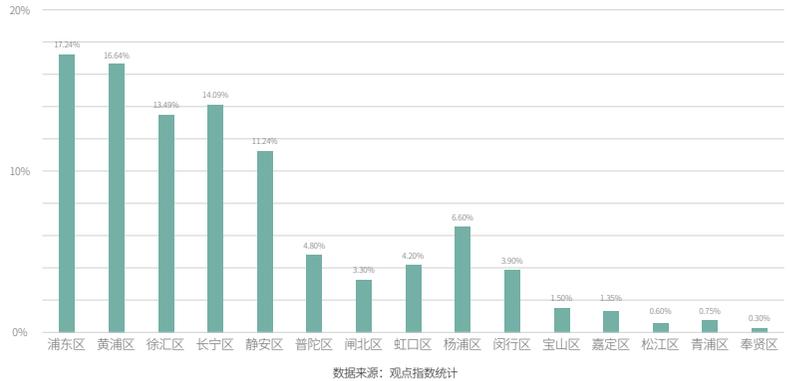
出现此种现象，一方面是因为，深圳、广州等华南区域的联合办公市场相比上海、北京仍处在上升空间。此外，深圳和广州的联合办公空间开始向非核心区扩散和下沉，也拉低了整体的工位租金水平。

反观西安、重庆等重点城市，多为联合办公空间新开辟城市，因此办公空间主要集中在城市的最核心区域，租金也相对会高一些。

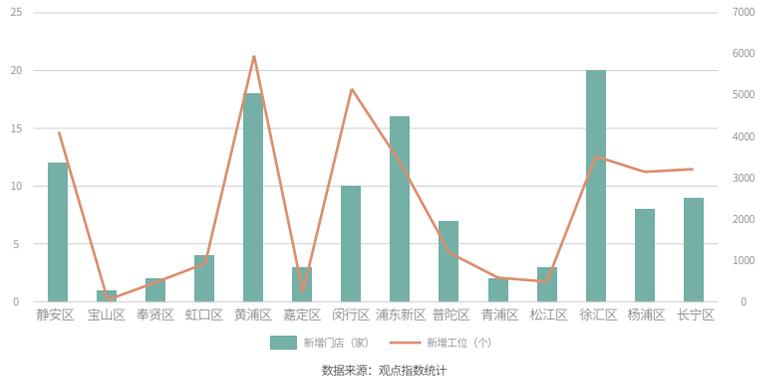
### 多元：融资与造血

事实上，与城市、区域和租金间的差异相比，联合办公企业之间的分化则表现得更为明显。今年上半年，一部分企业仍然深陷关店、裁员的旋涡之中，与此同时，另一部分企业则

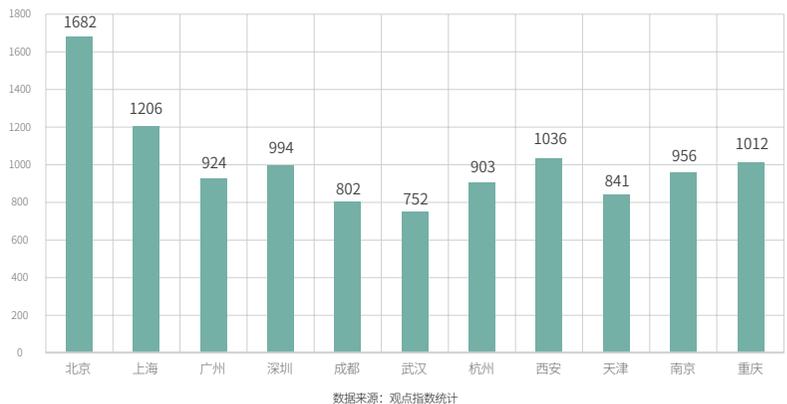
上海各区域联合办公市场占比



上海 1-6 月新增联合办公门店及工位



重点城市联合办公平均工位租金 (单位：元 / 工位 / 月)



继续大刀阔斧进行扩张。

造成联合办公空间不同命运的，是隐藏在其后不同的融资生态。近两年来，联合办公空间规模得以快速提升，与市场资本的推手有千丝万缕的关系。投资者的看好，曾为共享办公企业源源不断地提供输血。

然而，去年下半年以来，弥漫在全球经济上空的阴霾，使得联合办公空间的融资受到了影响，一些企业不得不选择搁浅扩张计划，甚至削减现有人员与规模。

当中受影响的不仅仅是中小企业，也包括联合办公的头部选手。今年1月，由于缺乏股东支持，WeWork的最大金主软银宣布对其投资从160亿美元锐减至20亿美元，这种幅度的减资何止是“腰斩”这么简单；不久，氦空间传出关闭6个空间，面积达3万平方米。

2019年1-6月联合办公事记		
时间	企业	事项
1月	WeWork	软银对WeWork投资从160亿锐减至20亿美元
2月	优客工场	消息称优客工场正寻求在美国纳斯达克上市，估值有望达30亿美元
2月	氦空间	消息称氦空间近期关闭旗下6个空间，共计3万平方米的面积
3月	Distri 办伴	首个全资管项目“北京上地NEO项目”落地
3月	梦想加	在西安同步揭幕两个联合办公空间，其中旭辉中心店成为目前西北地区规模最大联合办公空间
3月~4月	WeWork	进驻广州、武汉等城市
4月	WeWork	消息称WeWork在美国递交IPO
4月	ATLAS 寰图	新拓深圳、西安等城市项目
4月	氦空间	原投资人歌斐资产合伙人王雪泉进入氦空间担任新CEO，原CEO钟澍将卸任
5月	优客工场	将新增成都、广州、新加坡等8个社区，总面积达3万平米
6月	优客工场	分别在北京、长沙、长春落地三家联合办公，新增千余个工位

数据来源：观点指数整理

除此以外，优客工场、梦想加、ATLAS 寰图、WeWork等联合办公企业则在西安、武汉、成都、长沙等城市新拓展项目。

一直以来，共享办公空间普遍靠股权融资输血维持着规模的扩张，但当这条单一路径遭遇堵塞，联合办公的困境也显而易见——经济形势的不乐观导致市场上联合办公空间的融资比以往更少。

近来的情况看，WeWork和优客工场冀望寻求IPO，通过登陆资本市场的方式拓宽自身的融资渠道，以获得更好的资本发展规模。此外，随着行业的发展，联合办公亦开始尝试更多元的融资方式。

今年3月，纳什空间获批联合办公领域首单ABS，该资产证券化名称为“渤海汇金-纳什空间资产支持专项计划”，额度为2亿元；6月，该计划成功设立发行，并拟在深圳证券交易所挂牌。这单ABS的发行，让联合办公企业看到了全新的融资通道，而随着第一个吃螃蟹的企业诞生，相信更多的企业将尝试发行ABS进行融资。

2019年上半年联合办公融资事项			
时间	企业	融资事项	金额
3月	纳什空间	“渤海汇金-纳什空间资产支持专项计划”获批	2亿元
4月	优客工场	获龙熙地产战略投资	2亿元
5月	氦空间	获IDG资本、歌斐资产、逸星资本联合领投	10亿元

来源：观点指数整理

长久来看，联合办公空间的融资渠道需要进一步拓宽，且应该更为多元。但无论如何，共享办公空间自身的造血能力才是企业需要长远考虑的课题。目前，市场上联合办公空间普遍处于亏损状态，其盈利模式也饱受市场质疑。

以优客工场为例，其 70% 以上的收入来源于工位、会议室、场地等空间服务，除此以外的增值服务收入仍有提升空间；氪空间通过孵化、财税法咨询、广告、活动场地等服务也保持着超过 20% 的非工位收入，但更多的联合办公企业租金以外的收入占比仍然较低。

衍生及外拓服务能力弱，营收模式单一，影响了共享办公空间企业的盈利能力，联合办公企业也亟需探索更为多元的盈利点，为企业营运不断造血。

共享办公空间工位租金外的盈利点	
企业	企业外拓服务
WeWork	计时办公；会议室使用；活动场地租赁；针对国际企业的云计算及培训服务；
氪空间	孵化服务；广告售卖；会员体系；
优客工场	会议室使用；平台及广告服务；入驻企业及会员的营销、投融资、创业培训课程等服务；
纳什空间	办公室定制；智能化办公设备等；
梦想加	办公室整体定制服务；会议室使用；智能化硬件、软件输出；
Distri 办伴	智能办公软硬件技术输出；空间装修定制；会议室、场地租赁；企业财税法咨询服务；
ATLAS 寰图	会议室租赁；活动场地租赁；餐饮、健身场所等服务；
雷格斯	企业定制服务；计时会议室租赁；

来源：观点指数整理

从目前联合办公空间的外拓服务看，不少企业主要集中在会议室 / 活动场地租赁、办公室空间装修定制、平台及广告、智能化办公设备和技术输出等方面的服务，企业之间重合度较高，外拓服务也存在同质化现象。

## 改变：大企业客户与写字楼扩张

单一依靠工位租金的模式，也使得企业的收入受出租率波动影响较大。调查显示，共享办公企业空间平均出租率只有达到 85% 时，才能保持盈亏平衡。而实际上，大多数联合办公的单体门店仍未达到这个水平。

一个简单的事实是，“双创”的提出曾使得共享办公呈井喷式发展和扩张，因此一直以来，初创类公司成为联合办公企业的主要客户对象。但这类企业发展的不稳定，也是共享办公空间出租率普遍不高的原因之一。

行业研究数据表明，国内中小企业的平均寿命仅为 2.5 年，而每年倒闭的企业约有 100 万家。为摆脱目标客户的不稳定性和短租期，减少租户特性给企业造成的不良影响，共享办公空间也在不断调整自身的客户结构，试图加大大企业客户在自身客户结构中的比重。

事实上，去年下半年以来经济形势的放缓，也使得一部分传统写字楼的企业租户开始考虑入驻共享办公空间，这给联合办公带来了利好。

从企业租户的角度来看，相比传统写字楼，选择联合办公空间一定程度上可以节约租金成本；另一方面，共享办公的灵活性也使得企业可以在经济形势不好的情况下更好地增减办公空间，保持合理运营。

据了解，在共享办公头部企业 WeWork 的客户中，1000 人以上的企业客户占其会员已达 32%，在北京等一些城市，该公司大企业会员甚至可达到 50%。

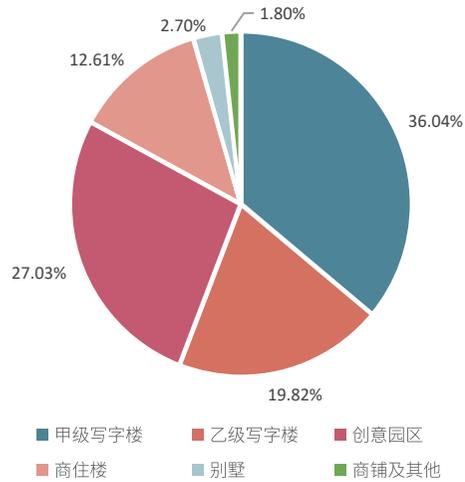
这促使 WeWork 办公空间的平均租赁时长，从 2017 年的 7 个月快速增加到目前的超过 20 个月，大企业客户的增加改变了 WeWork 的营收状况。

上半年，另一个明显的现象是，由于新增供应的增加以及空置率的不断上升，传统写字楼也在不断调整自身的租户结构与业务生态。以深圳为例，高力国际一份研究数据显示，今年上半年，深圳甲级写字楼空置率达 23.3%，其中前海区域更高达 65.7%，高空置率延续了深圳去年底写字楼退租的影响。

因此，部分写字楼为了降低空置率开始引入联合办公运营商，这似乎给联合办公拓展带来了不错的机会。

事实上，虽然联合办公进驻传统写字楼已不是新鲜事，但这种趋势正变得更为明显——共享办公空间正成为写字楼的重要租户之一。

上海新增联合办公项目分布物业类型情况



数据来源：观点指数统计

观点指数研究院统计的数据显示，今年1-6月，上海新增共享办公空间里面，布局在写字楼的比例达到55.86%，当中，布局在甲级写字楼的占36.04%，布局在乙级写字楼的占19.82%。此外，项目开在创意园区的有27.03%，开在商住楼的占12.61%。数据显示，共享办公空间开在写字楼的比例还在增加。

行业近年来的发展情况也表明，共享办公空间已经成为吸纳写字楼的重要消费群体。数据统计，2018年，联合办公空间对写字楼的吸纳空间是2017年的3倍，总吸纳量达到50万平方米。而站在联合办公空间的角度来看，相对于一些老旧产业园区及工业厂房，进驻写字楼也可以有效降低其改造成本。

# 养老地产撬动 13 万亿

对比其他进行得如火如荼的业务板块，养老地产似乎是房企战略上的宠儿，行动上的矮子，始终让人有种雷声大雨点小的观感。

过去的 2019 年上半年，虽然不乏房企释出养老动作，比如竞得宅地并配建养老房、双方联合开发某市养老项目、与养老服务商签订合作等，但是细究基本还是以销售型养老动作为主，真正不出售物业，长期持有的运营模式还是动态较少。

这和养老地产行业尴尬的现实不无关系。一方面，根据中国社科院预计，2030 年中国养老产业市场可达 13 万亿元，市场前景无限。而另一边厢，老年人群消费能力有限，行业盈利模式未明，市场价值未能得到有效释放。以上种种，无疑都让房企或者其他养老地产参与主体更加谨慎。

未来如何发展？朝向何方？或许他山之石可以攻玉，从美国、日本等国家的经验中，我们可以获得一定的发展思路。

2030 年中国养老产业市场可达 13 万亿元，市场前景无限。而另一边厢，老年人群消费能力有限，行业盈利模式未明，市场价值未能得到有效释放。

## 需求与供给矛盾，每百名劳动人口要负担 16.8 名老人

对于中国来说，老年人口的养老需求在不断增长。2019 年 3 月 15 日，国务院总理李克强答中外记者问中提到，中国的民生问题中“一老一小”的问题，也就是养老服务、托幼服务是有困难的。

他透露，养老机构现在能提供的服务，每百人只有三个床位。有的大城市统计，可能要到 90 岁以后才能等到养老床位。

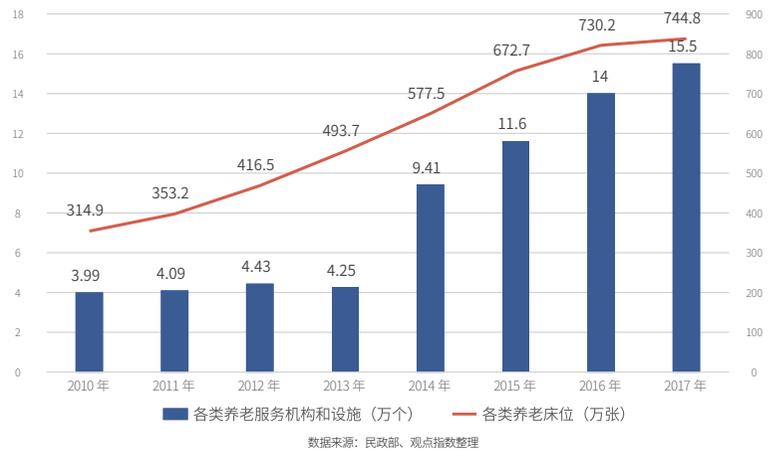
也即是说，即便现在继续加大养老机构发展的力度，但是“供给跟不上需求的增长速度”已经是养老地产行业的现实。

数据端显示的结果或许会更加直观一些。观点指数从民政部公布的数据发现，2010 年至 2017 年，我国各类养老服务机构和设施的数量在波动中上升，由 2010 年的 3.99 万个逐步向上，虽然 2013 年环比 2012 年有所下跌，为 4.25 万个，但是经历短暂的缓行后，2014 年则开始一路上行，至 2017 年为 15.5 万个。

各类养老床位数则是一直往上走。其中 2010 年为 314.9 万张，时隔 7 年翻了一番，2017 年该数字为 744.8 万张。

但是若对比老年人口，则会发觉这些供给不过是杯水车薪。国家统计局数据显示，2018 年全国总人口为 139538 万人，同比增长 0.38%。而老年人口（60 岁以上）则还是维持

我国历年各类养老服务机构和设施及养老床位数变化



历年我国总人口与老年人口增速对比



历年我国老年人口及抚养比情况



比较高的增长，人口总数为 24949 万人，接近 2.5 亿人，同比增长率为 3.57%。

事实上不仅是去年，2004-2018 年这 15 年间，我国 60 岁人口增速基本保持在 3%-5% 之间，而总人口的同比增速处于 0.3%-0.6% 左右，这意味着老年人口的增速基本是总人口的 8-10 倍。

与之对应的，老年人口抚养比（即每 100 名劳动年龄人口要负担多少老年人）也在与日俱增，劳动年龄人口的压力不断提高。按照国际上的标准，“一个国家或地区 60 岁以上的老年人口占总人口的比重达到 10% 以上，或者 65 岁以上的老年人口占总人口的比重达到 7% 以上，那就意味着这个国家或地区的人口处于老龄化社会”

按此标准，我国早在 2000 年就已经步入老龄化社会。而我们也看到 2003 年我国的老年人口抚养比为 10.65，即每 100 名劳动年龄人口要负担 10.65 名老年人。2018 年，老年人口抚养比进一步提高至 16.8，同时老年人口在总人口中所占的比重也由 2003 年的 12.38% 提高至 2018 年的 17.88%。

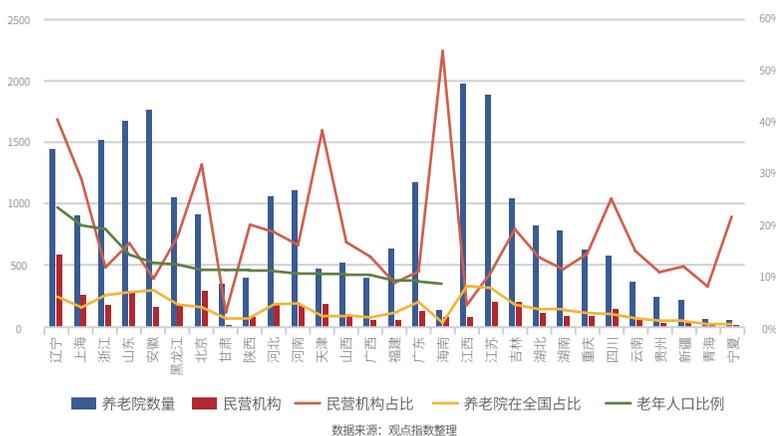
人口老龄化程度加剧，因此不管是从产业价值还是社会民生福祉方面，养老问题都亟需得到缓解或解决。

### “居家养老” 占据主导地位

而从当前的养老行业来说，居家养老、社区养老和机构养老是主要的三种养老模式，其中居家养老是主流。虽然不少研究观点将其归结为，受传统文化影响，因此我国老年人口更青睐于在家中接受子女或亲友的照顾。但这或许只是引子之一，更为重要的还有养老资源的错配，以及老年人口的资产不足，难以支撑收费较高的养老机构。

纵观全国，观点指数统计发现，截止 2019 年 6 月 30 日，全国的养老院总数为 30664 间，包含敬老院、老年公寓、护理院、疗养院、养老照料中心、养老社区、福利院及其他。其中江西省养老院在全国中所占的比重最高，为 8.18%，宁夏最低，为 0.23%。

不同省份老年人口比例及养老院数量



如果和老年人口相比较，则可以发现不少老年人口在全国占比较高的省份，其养老院数量却不一定成正比。以广东为例，其常住老年人口在常住人口中所占的比例为 8.62%，位列全国 16 位。但是养老院在全国中的占比却为 4.87%，排列第七位。而辽宁省的老年人口比例为 23.54%，在已公布老年人口比例的省份中排名第一，但是其养老院数量在全国仅排第六位，养老院在全国占比 5.97%。

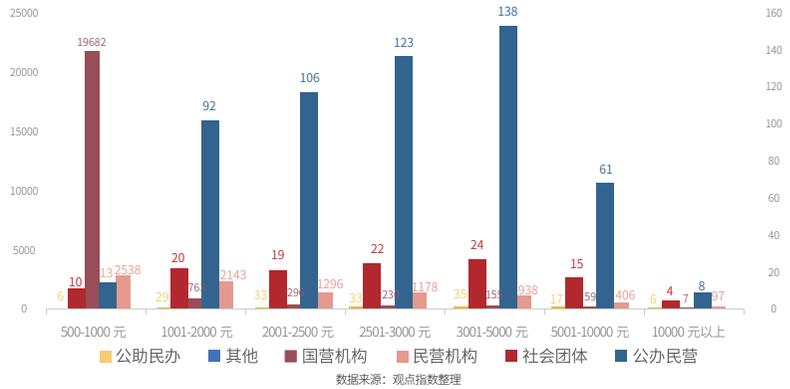
另外，我们可以发现，养老地产主要集中在京津冀、长三角、珠三角和川渝四大区域。这些区域相对来说，经济较为发达，人均可支配收入以及医疗资源优势比较明显，因此养老地产数量也相对高一些。

资源分配不均外，服务质量相对好一些的民营养老机构收费则比较高，是普通家庭难以承受的负担。观点指数统计发现，在全国的养老院中，月均收费在 500-1000 元之间的养老机构有 22255 家，其中有 19682 家为国营机构，占比 88.43%。

除此之外，收费 1001-2000 元 / 月的养老机构，全国仅有 3059 家，总数不多。其中中国营机构为 763 家，民营机构为 2143 家，占比 70.05%。收费 2001-2500 元 / 月的养老机构，全国也仅有 1758 家，其中民营机构占比 73.72%，为 1296 家。

换句话说，国营机构主要保障老年人口的基本养老需求，相对来说机构数量也比较多。而其他收费阶梯中，民营机构都占据了一定的主导地位，不过数量还是相对有限，而且供应较少。

截止 2019 年上半年全国养老院床位收费情况

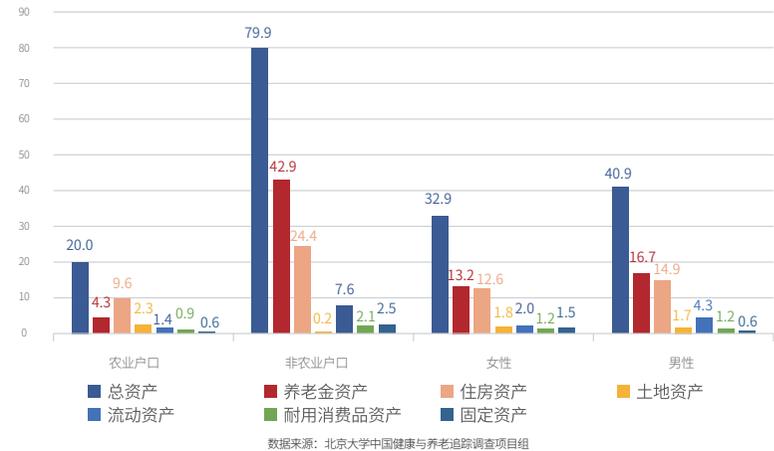


### “老有所依”难题待解，养老金资产捉襟见肘

供给少和收费高的另一面，却是较为残酷的经济现实。以目前老年人口的资产状况来看，3000 元以上 / 月的养老支出，对于多数家庭来说已经是无法负担，因此一些收费较高的养老机构仅能满足少部分高收入家庭的需求。

观点指数从北京大学中国健康与养老追踪调查项目组公布的数据获悉，我国退休中老年人的个人资产中农业户口的总资产仅为 20 万元，非农业户口为 79.9 万元。但是需要注意的是，当中包括了住房资产以及土地资产，和一些“以房养老”比较成熟的国家来说，上述资产在国内暂时还是较难变现来补充养老金。

退休中老年人个人资产 (万元)



因此，我们更加聚焦传统的养老金资产和流动资产，可以看到两者数额较少。其中农业户口人群中养老金占比相比非农业户口人群少很多，养老金资产和流动资产合计为 5.73 万元，占农业户口退休中老年人个人资产的 28.62%；非农业户口的上述两项资产合计为 50.52 万元，占总资产的 63.22%。

当然，这只是一个均数。如果看回缺少养老资产的人群比例，则更加接近现实。

北京大学中国健康与养老追踪调查项目

缺少养老资产的人群比例

资产类别	户口		性别		总样本
	农业户口	非农业户口	女性	男性	
仅含养老金	90.0%	36.9%	76.9%	73.8%	75.4%
养老金、耐用消费品、固定资产以及流动资产	78.9%	31.1%	69.3%	61.9%	65.7%
养老金、土地、耐用消费品、固定资产以及流动资产	70.2%	30.1%	63.5%	54.6%	59.1%
养老金、房产、耐用消费品、固定资产以及流动资产	52.7%	19.3%	47.8%	38.9%	43.4%
养老金、房产、土地、耐用消费品、固定资产以及流动资产	44.9%	18.7%	42.3%	32.7%	37.6%

数据来源：北京大学中国健康与养老追踪调查项目组

组数据显示，仅考虑养老金带来的预期收入，有 75.4% 即将退休的中老年人在退休后生活水平无法超过贫困线。如果算上养老金、房产、土地、耐用消费品、固定资产以及流动资产，则缺乏养老资产的人群比例大幅下降到了 37.6%。

需要注意的是，仅仅依靠养老金收入，有 90% 的农业户口无法满足 60 岁以后的退休生活。对于非农业户口人群，仅靠养老金也有 36.9% 的中老年人消费在贫困线之下。

### 他山之石 从美日看中国养老

从上文可以看到，不管是农业户口还是非农业户口，养老金资产占比都比较少，而房产和土地都是资产中的大头。因此，如何改善养老金资产、发掘房产带来的预期收入，是改善老年群体养老状况的关键钥匙。

若果从文化比较接近的邻国日本来看，因为其租售比较高，因此其“发掘房产带来的预期收入”主要是透过将房子部分出租，从而以租金来补贴养老费用。相反，将房产抵押给保险机构这种“以房养老”的方式并没有特别风靡，仅在一些房价较高的大城市推行。这主要是因为日本养老保险制度比较完善，养老金相对充裕，因此比较少有人选择抵押房屋来养老。

因此对于中国来说，在一些房价相对较高，租售比较为理想的一线城市或者强二线城市，出租住宅的部分空间换取租金收入，也是补充养老资金的理想选择。

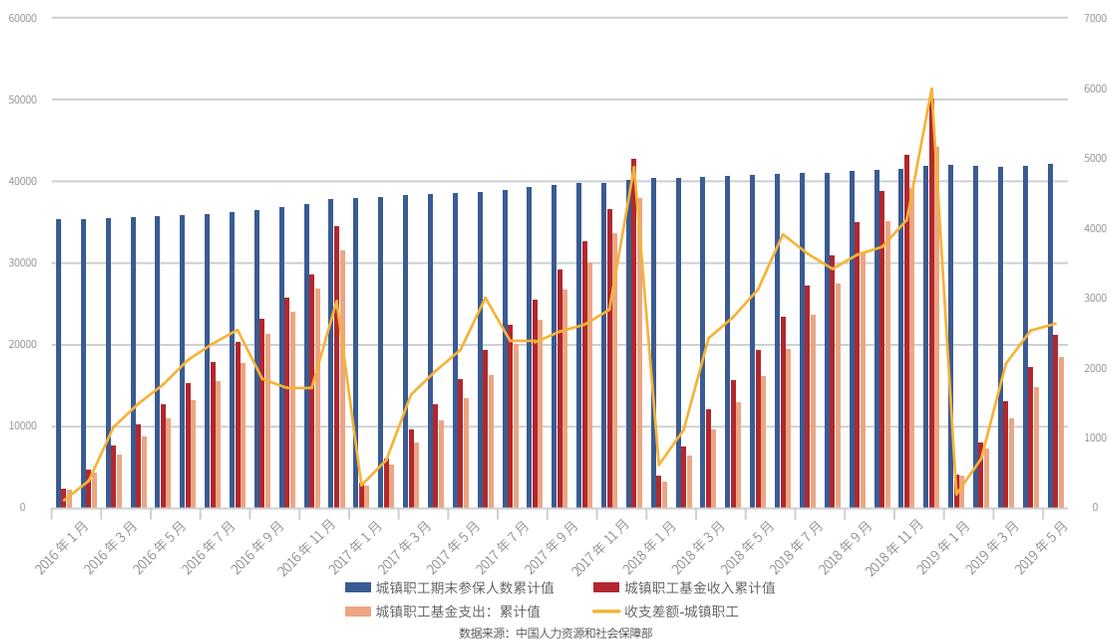
其次，宏观层面，我们也可以从日本的养老保险制度上有所思考。日本的养老金制度主要由国民年金、厚生年金和共济年金制度以及企业年金 3 个层面构成。

以国民年金为例，日本法律规定所有 20 岁以上 60 岁以下的国民不分职业都有义务参加国民年金。参保者每月要向国民年金保险上缴 15040 日元，按照 2019 年 7 月 8 日的汇率计算，保费则为每月人民币 953 元，平均可领取 5.5 万日元 / 月（3485 人民币 / 月）的年金。

而厚生年金和共济年金制度则有点像中国的职工基本养老保险。受雇于企业的正式员工或国家的公务员等需要参加厚生年金，保费由员工和单位折半出资。

除此之外，1997 年日本还制定发布《介护保险法》，将养老与护理进行融合。介护保险根据不同护理要求，将人群分为 6 个等级，收入最低的等级只用缴纳标准保费的 50%，收入最高

2019 年城镇职工基本养老保险参保情况



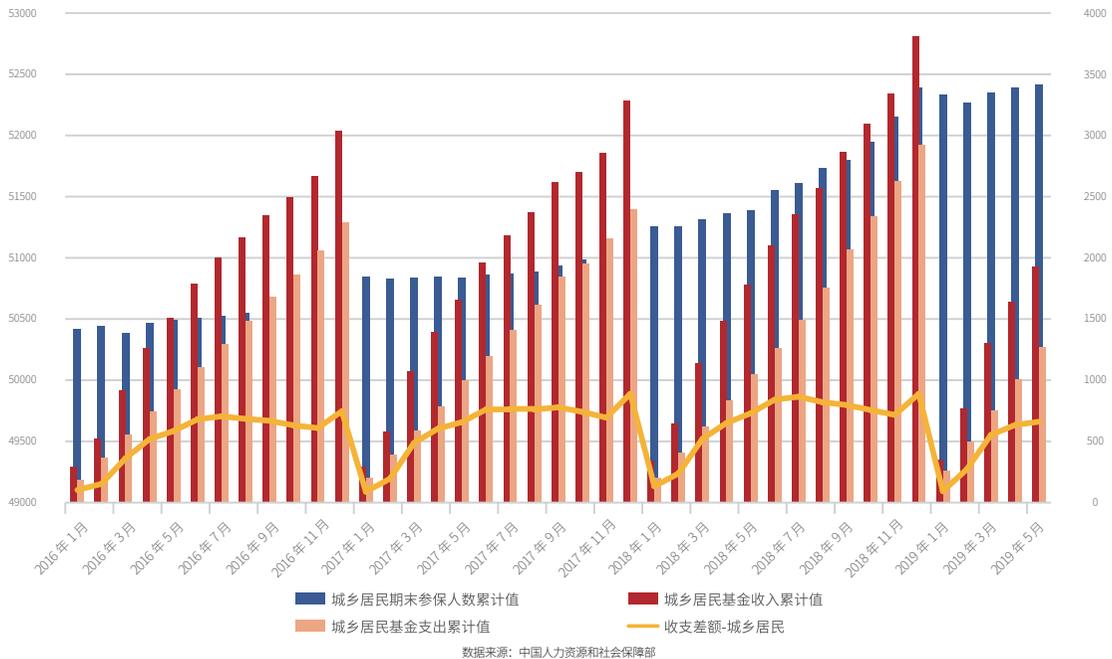
的等级需要缴纳标准保费的 150%。后期，经过官方指定机构评估身体状况后，在必要时可以享受包括上门护理、上门康复诊疗、居家疗养指导、日间介护护理、日间康复诊疗等服务，以及入住专门的介护保险设施来接受介护服务。

回到国内的现实情况来看，目前的养老保险基本是以城镇职工基本养老保险以及城乡居民基本养老保险为主。不过，最近几年基本养老保险的收支差额在不断缩小。随着人口老龄化加剧，养老保险收支压力问题正在显现。

因此除了保险以外，还需要建立较为长期的护理保险制度。2015 年 10 月 29 日，中央已经在十三五规划的建议中提出：推动医疗卫生和养老服务相结合，探索建立长期护理保险制度。不过具体的政策还需要一一落地。

而在“以房养老方面”，2018 年 8 月 8 日，银保监会下发通知，要在全国范围内推广老年人住房反向抵押养老保险。要求保险机构做好金融市场、房地产市场等综合研判，积极创新产品，有效满足社会养老需求，增加老年人养老选择。

2019 年城乡居民基本养老保险参保情况



“以房养老”是指拥有房屋的 60 岁以上老人将房产抵押给保险机构，之后老人可以继续居住或享受收益，同时按照约定条件每个月领取保险公司支付的一笔养老金，直至身故。

在美国，申请这种按揭的所有人（可能不止一人）都必须高于 62 岁，按揭总金额不得高于 62.5 万美元（不同州有不同规定）。另外每个月按揭金额的 1.25% 需要缴纳给联邦住房局作为保险。不过，由于风险大、贷款费用高等原因，美国的“以房养老”参与者 20 年仅有 49 万人，只占符合“以房养老”条件人数的 1%。

因此对于中国来说，也许“以房养老”同样也只能作为“非主流”的养老方式，真正能纾解养老之困的或许还是养老保险以及建立与经济同步增长的专项资金机制。

# 文旅地产 资本的热度

隐藏在文旅项目巨量投资背后的，是其越建越大的体量；另一方面，特色小镇的投资则呈现出多点开花的局面，不仅各地区的建设如火如荼进行，业态类型也多种多样。

从住建部 2016 年公布首批 127 个特色小镇名单开始，到 2018 年 4 月文化和旅游部正式挂牌，文化和旅游的融合推动了全国范围轰轰烈烈的文旅投资，特色小镇、文旅综合体、度假区、主题乐园等一批文旅项目的建设在全国各地全面铺开。

经过一段时间的推进，文旅地产的开发与投资呈现出明显的特点。

房地产企业纷纷成立旗下文化和旅游公司抢滩文旅，至目前，已有过半的百强房企布局，文旅投资的主体呈现多元化；特色小镇在经历了跑马圈地、野蛮生长之后，多点开花，向着规范化、高质量方向发展；与此同时，以文旅综合体、特色小镇为代表的文旅项目则越建越大……

本报告旨在通过对近半年文旅地产投资的观察，从不同层面、不同纬度进行剖析，抽丝剥茧，试图从中呈现一些文旅地产开发投资的细微面，及其固有规律，以供行业参考。

## 文旅地产“大时代”

文旅项目的投资和建设依然是各地方政府极力推进的部分。一方面，大力发展旅游业上升为国家政策层面的基本方向；另一方面，消费升级带来的旅游经济成为拉动地方经济很好的推动力。

从各省份重点项目推进计划上看，各地方政府对于发展文化旅游业的决心也可见一斑。据了解，在已公布的各省级行政单位重点项目计划中，文旅项目的投资都成为其中重要的板块。与此同时，个别省份在 2019 年计划推进的重点文化旅游项目甚至达上千个，计划投资总额最高达 3000 亿元。

部分地区文化旅游项目投资计划	
江苏省	2019 年 50 个重点旅游项目计划投资额合计达 411 亿元。
山西省	2019 年计划推进 175 个文化旅游项目落地，投资额达 228 亿元。
湖北省	2019 年将重点推进 110 个文化旅游项目，预计总投资额达 3000 亿元。
湖南省	“十三五”期间，重点规划建设 151 个文旅重大项目，拉动文化旅游综合投资达 1 万亿元以上。
陕西省	预计 2019 年全省新建、改建重大文化旅游项目 1300 个，总投资达 1500 亿元。
河北省	将投资 2000 亿元，到 2022 年建设 100 个特色小镇。
浙江省	计划在“十三五”期间投资 5500 亿元培育 100 个特色小镇。
安徽省	大力发展旅游，重点推进 50 个左右的省级项目，力争 2019 年全年完成项目投资 2000 亿元。

来源：观点指数整理

事实上，旅游消费日渐成为潮流，人们日常工作之余追求精神的放松和心灵平衡。在这个基础上，目的地旅游也进一步促进了游客对当地吃、喝、住、娱、购的需求，一些集合全方位消费需求的大型文旅项目的投资变得比以往更为平常。

从目前开发投资情况来看，文旅地产项目的投资建设主要以特色小镇、文旅综合体、度假区、景区、主题乐园等项目类型为主，在旅游经济渐成热门的社会背景下，这些项目大体上满足了不同层次、不同群体对于旅游消费的需求。

2019 年 1-6 月，以特色小镇、文旅综合体、度假区、景区、主题乐园为目的地的文旅地产投资，新签约、开工项目 104 个，项目涉及的总投资金额 8301.95 亿元。当中，新签约项目 83 起，涉及投资金额 6507.15 亿元；新启动开工项目 21 个，涉及投资总金额 1794.8 亿元。

从单体项目投资金额上看，文旅项目表现出向大体量、高投入发展的趋势。今年 1-6 月新签约、开工文旅项目中，单体项目投资金额在 50 亿以下的依然在大多数，占总投资项目的 53.61%；50-100 亿（含 50 亿）投资金额的项目占比为 14.43%。

值得一提的是，这些文旅投资项目中，投资金额在 100 亿以上（含 100 亿）的项目则表现出不断增长的趋势，在所有投资项目中占比亦达到 31.96%，多出投资金额区间在 50-100 亿元文旅项目的一倍有余。

事实上，隐藏在巨量投资额背后的，则是这些文旅项目持续越建越大的体量。上半年，新建及拟建文旅项目体量在 200 万平方米以下的项目占总投资项目的 59.21%；200-500 万平方米（含 200）为 27.63%；500-800 万平方米（含 500）项目为 3.95%。此外，体量在 800 万平方米以上（含 800）的文旅项目则达到 9.21% 之高。

分主题类型看，特色小镇和文旅综合体无论在哪一个体量阶段，都有着绝对的数量支撑。然而，事实上也恰恰是因为特色小镇、文旅综合投资金额大、占地面积广，一定程度上拉高了文旅地产投资项目的整体体量。

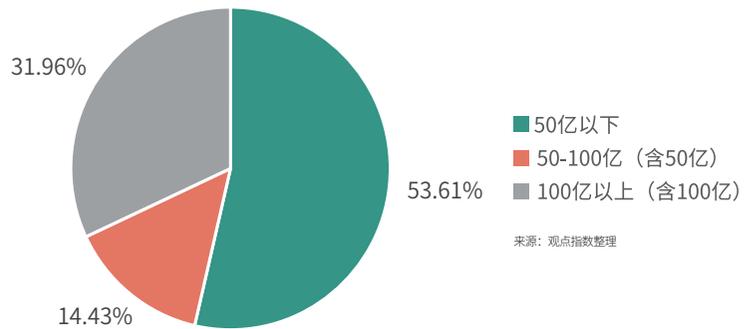
另一方面，建设体量的增大，也意味着项目的建设周期被拉长，这要求进入文旅地产领域的企业要做好长时间投入的准备。上半年新签约、开工项目中，大部分文旅投资项目的建设周期在 2-5 年（含 2 年）之间，占总投资项目的 44.44%。此外，5 年以上（含 5 年）的项目占比也达到 40%，而建设周期在 2 年以下的文旅项目为 15.56%。

这些文旅项目投资中，也是以特色小镇和文旅综合体项目为主。值得一提的是，按此计算，当中大部分的文旅项目将在 2021-2024 年及 2024 年以后才迎来开业运营。而未来，随着旅游目的地凝聚消费能力的增强，以提供吃、住、游、娱、购全方位服务为主的文旅项目还在增长，文旅项目也随之越建越大。

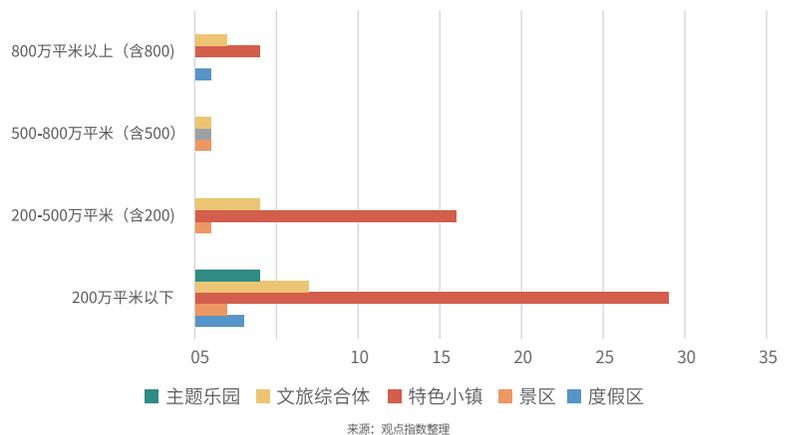
## 特色小镇依然是“香饽饽”

从文旅地产新增投资项目类别上看，特色小镇、文旅综合体依然是资本热衷进入的领

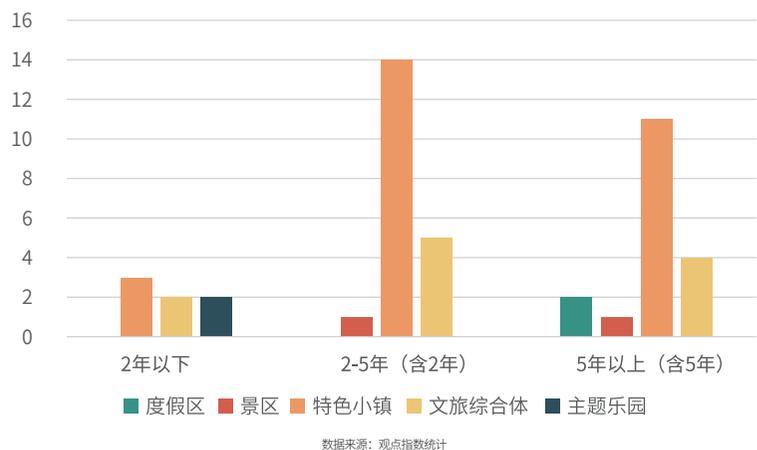
1-6 月新签约、开工文旅项目投资金额分布



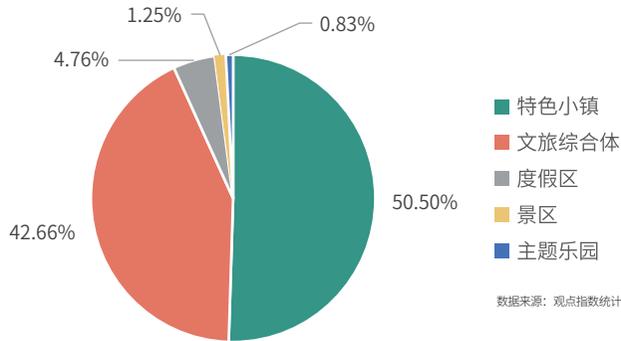
新签约、开工文旅项目体量分布



新签约、开工文旅项目计划建设周期



2019 年 1-6 月新签约、开工文旅项目投资金额占比



特色小镇风行，与政策层面的出台和支持不无关系。据了解，2016 年以来，全国层面已批复第一批 127 个、第二批 276 个，共 403 个国家特色小镇。有机构统计，叠加上地方已创建的省级特色小镇，其数量已超过 2000 个。

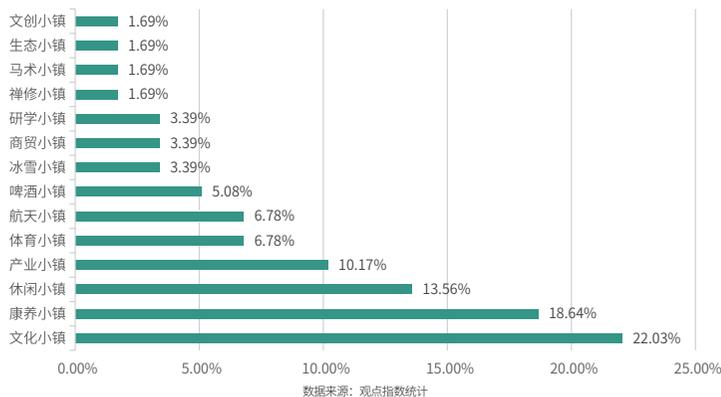
事实上，各地方一直把特色小镇建设作为加快新型城镇化建设的重要一步，因此特色小镇建设是各省市重点建设领域。这在一些地方投资规划中也不难看出，其中，河北预计将投资 2000 亿元，到 2022 年建设 100 个特色小镇；浙江计划在“十三五”期间投资 5500 亿元培育 100 个特色小镇；安徽预计到 2021 年，要培育和规划建设 80 个左右省级特色小镇……

而具体到城市方面，广东珠海此前发布规划，到 2020 年计划完成 27 个市级小镇创建，3 个国家特色小镇、5 个省级特色小镇创建，成为国家特色小镇创建 2.0 推荐示范城市、国家新型城镇化和城乡统筹发展试点示范城市等战略目标。

这些规划显示，未来一段时间特色小镇将依然成为各省市重点建设对象。从上半年新签约、开工项目来看，特色小镇的投资呈现出多点开花的局面，不仅各个地区的建设在如火如荼进行，特色小镇的业态类型也多种多样。

其中，文化类、康养类、休闲类、产业类小镇在投资数量上均超过了 10%。除此以外，航天小镇、冰雪小镇、马术小镇、禅修小镇、研学小镇、文创小镇也随着消费的崛起以及政策的偏向走进人们的视野。

特色小镇不同业态分布



今年 1-6 月，各地新签约、开工的特色小镇数量为 59 个，占文旅地产项目签约及开工数量的 56.73%，在所有项目类别中占比最大。除此以外，签约及开工特色小镇项目涉及的投资金额也达到 4192.3 亿元，占文旅地产投资项目总金额超过 50%。

与此同时，资本的热度也持续撬动着同样以大体量、高投入著称的文旅综合体项目。观点指数统计的数据显示，今年上半年，拟建及新建文旅综合体项目 30 个，占文旅地产投资项目的 28.85%，涉及投资金额 3541.95 亿元，占文旅地产投资项目总金额 42.66%。

值得一提的是，签约及开工文旅综合体项目数量仅有特色小镇的一半，但其投资金额却与特色小镇相差无几，这从另一个方面说明，文旅综合体相比特色小镇的投入要更大。

值得一提的是，一直以来围绕特色小镇建设问题展开的讨论和声音也不绝于耳。一方面，房地产开发商打着特色小镇的旗号跑马圈地，搞住宅开发，项目同质化问题严重，特色小镇并无“特色”；另一方面，一部分地方政府为投资建设特色小镇不惜大量举债进行投资，这进一步加大了特色小镇建设的风险。

去年 8 月，发改委印发《关于建立特色小镇和特色小城镇高质量发展机制的通知》，进一步规范和规范特色小镇发展机制。通知明确，“住宅用地占比过高、有房地产化倾向的不实小镇”、“政府综合债务率超过 100% 市

县通过国有融资平台公司变相举债建设的风险小镇”、“特色不鲜明、产镇不融合、破坏生态环境的问题小镇”等缺乏产业前景、变形走样异化小镇和小城镇都将被列入淘汰名单。

在淘汰整改的风潮之下，相关数据显示，2018年全国共淘汰整改419个“问题小镇”。其中，全国运动休闲特色小镇淘汰整改34个，省级特色小镇创建培育名单、市县区级特色小镇创建培育名单、政府创建名单外市场主体自行命名特色小镇共淘汰整改385个。

无疑，特色小镇依然是资本热衷入场的领域，项目业态也将更加多样，但在相关政策的规范和约束之下，各地特色小镇的建设将步过“野蛮生长”，迎来高质量发展阶段。

## 中西部文旅投资热

上半年，珠三角、长三角、环渤海、中西部区域新签约、开工文旅项目涉及投资金额占新增投资总金额分别为13.42%、11.53%、27.78%、47.27%，其中，中西部地区几乎占了1-6月新增文旅项目总投资的一半。

除此以外，从新签约、开工文旅项目个数方面，中西部地区的占比也超过了47%。总体而言，相比其他三个区域，中西部文旅地产的投资和开发迎来了“难得的春天”。

6月23日，作为中西部文化旅游重点城市之一的重庆，还于第六届“西旅会”现场集中签约了上百个文旅综合项目，涵盖旅游景区、旅游综合体、旅游度假区以及文旅融合、农旅融合等，协议投资总金额超过四千亿。

事实上，一直以来中西部地区有着更为丰富的旅游观光资源，而且相对东部沿海城市而言，景观资源受人类活动影响更小，但受制于基础设施和旅游配套的不完善，中西部旅游开发和投资与东部沿海一直存在差距。

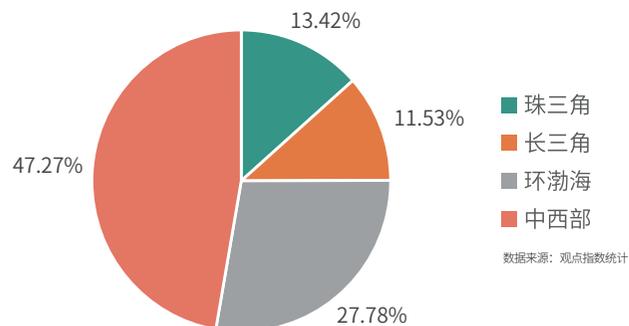
但值得注意的是，近段时间以来的“一带一路”沿线旅游景点开发，以及红色旅游示范点、边境旅游示范区等政策的推行，为中西部旅游发展带来活力的同时，也进一步推动了中西部地区文旅地产的投资和开发。

旅游消费带给一个国家和地区的经济活力是巨大的。数据显示，2018年，我国实现的旅游总收入5.97万亿元，同比增长10.5%，全年旅游业对GDP的贡献为9.94万亿元，占GDP总量达到11.04%。预计2019年，全国旅游总收入仍将增长9.3%至6.52万亿元。

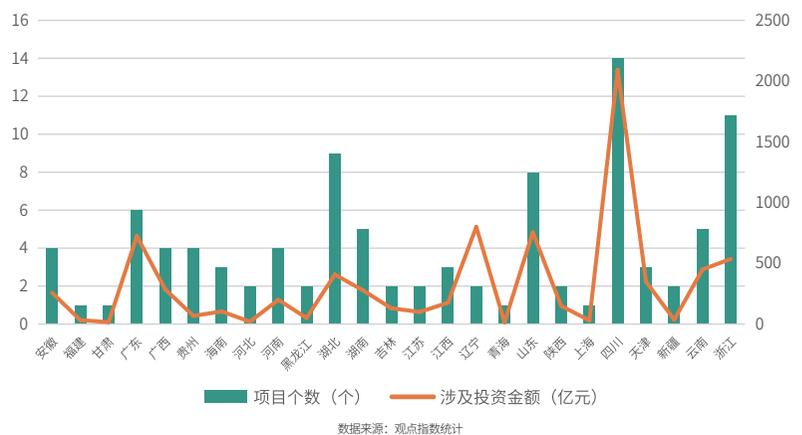
中西部专项红利政策的施行，使该地区文化、旅游经济活力的释放变得受人期待。

市场研究机构不久前披露的一组数据显示，2018年，东、中、西三大区域客源地潜在出游力比例已由此前长期的“7:2:1”格局演变为“6.2:2.4:1.4”，中西部地区旅游发展与东部地区的差距正在减弱。数据表明，无论是累计潜在出游力还是旅游产业综合发

各区域新签约、开工文旅项目投资金额占比



部分省、直辖市1-6月新签约、开工文旅项目情况



展，各区间逐渐呈现出均衡发展态势。

此外，从各省、直辖市的旅游收入对比中，也能看出一些问题所在。据了解，2018年，各省旅游总收入排名前五省份为广东、江苏、山东、四川、浙江，旅游总收入最高的几个省几乎集中在了东部沿海地区。

但另一方面，中西部地区省份在旅游总收入增长方面却远超过东部地区。统计数据显示，2018年，在旅游总收入增长排名前十的省、直辖市上，80%集中在了中西部地区。当中，中西部旅游收入增长率分别为25.79%、27.69%，远超过东部地区的9.63%；此外，中、西部旅游人次增长分别为18.62%、22.65%，而东部地区仅为3.55%。

各省、直辖市 2018 年旅游收入及增长



资本闻风而动，一系列利好政策的释放以及中西部地区旅游投资环境的改善，让一部分以房地产开发商为代表的投资主体陆续入场。以万达集团为例，自去年11月、12月以总投资金额420亿元签约兰州、延安万达城后，该公司表示将进一步在甘肃、四川签约文旅项目，计划新增总投资金额超过1200亿元。

与此同时，各方资本也在跃跃欲试。相信未来一段时间，随着中西部旅游产业配套、设施的完善，以及区域经济的崛起，加之全国交通网络日渐覆盖，中西部地区仍将成为吸引各方资本前往投资的热土。

# 商业地产 外资进场抄底

从增量市场迈向存量市场，商业项目经历了从繁花似锦到精雕细琢，从单一型向复合型的发展。在业态功能布局、产品设计、场景体验中花费心思，在消费需求升级中不断对原有的项目进行创新、活化，重塑商业价值。那么，在 2019 年上半年，商业地产市场究竟经历了什么变化，我们从中又可以窥视到怎样的商业规律？

## 市场概述

### 商业地产投资开发谨慎，各项数据保持平稳

商业地产的发展在经历了前期的跑马圈地、多地开花之后，市场从规模化的急速扩张，逐渐转变为平稳发展，开发商们的投资开发态度也逐渐趋向谨慎、理性。纵观国家统计局的数据可以发现，从 2018 年至今，商业营业用房开发投资累计值稳步上升，1-5 月累计为 4649. 亿元，但累计同比还是维持负增长的态势，1-5 月累计同比增长为 -9.7%，比上个月提升了约 1 个百分点。而从 2018 年中期至今，累计同比增长率都基本维持在 -9% 左右。

而同为商业地产开发的一个重要指标，办公楼的开发投资同比增长则稍微有点波动。在今年年初 1-2 月的累计投资开发同比增长首次回归正数，达到 2.5% 后又再次不断下滑，在下降趋势之下 1-5 月的累计同比增长为 -3.6%，累计投资开发值为 2105 亿元。

开发投资数据保持平稳，或有轻微下滑，都反映了商业地产市场的转向。一来，在市场的饱和、土地成本的上升等因素影响之下，商业地产逐渐从增量市场转为存量市场，对旧有商业物业进行收购、升级改造成为了企业扩张、提升原有盈利的手段之一。二来，由于市场存量较大，产品同质性严重，因此对商业地产的品质要求就更高了。随着时代的改变，消费者的需求升级、产品的更新迭代、商业模式的创新发展等，都在促使商业地产由量往质的变化，促使经营者们思考什么样的产品才能抓住消费者的心，同时并带来更大的盈利回报。

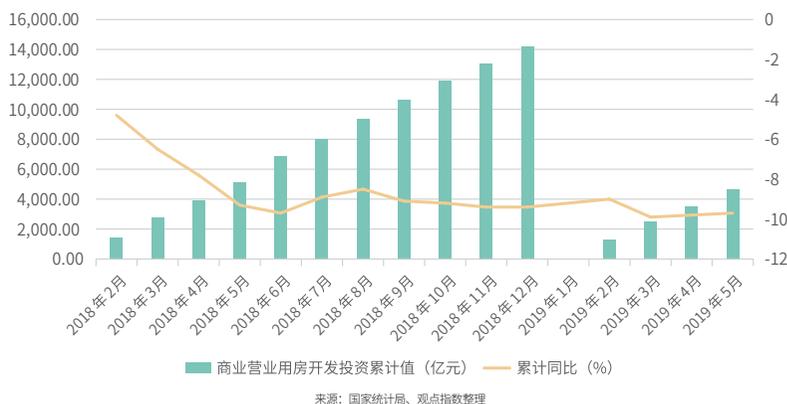
### 大宗物业交易频繁，外资占比一半

根据市场机构数据显示，2018 年全国商业地产的大宗交易金额超过 2600 亿元，同比增长约 10%。而今年一季度，国内大宗交易的势头未减，交易金额超过 530 亿元。

尽管国际经济因素不明朗，但中国依然是全球主要的经济体。从内部来看，城镇化的脚

上半年大宗物业交易成交外资占比一半，北京和上海的成交依然是大宗交易的活跃地。而相对于一季度的热情，二季度各城市的成交稍显减退。

商业营业用房开发投资累计增长



办公楼开发投资累计增长

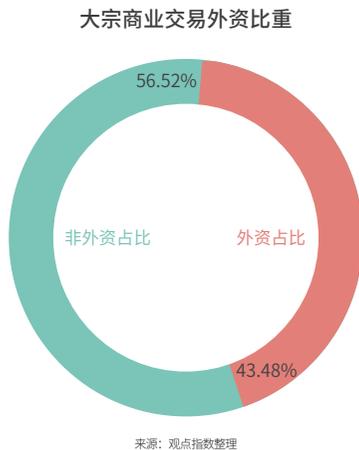


步在继续，加之居民消费升级，未来商业地产需求可期。而从外部来看，人民币表现疲软，加上国内不少开发商存在去杠杆、激活现金流的需求，不少外资纷纷趁机抄底有发展潜力、区位优势的商业物业，在一定程度上也促使成交金额创出新高。

从观点指数所观察的四大一线城市大宗物业交易情况来看，上半年成交金额超 450 亿元人民币，外资成交占比一半。上半年，来自新加坡的投资常客丰树、吉宝、凯德继续布局各大城市，在资产交易中实现商业价值提升；而来自香港的投资机构如基汇、领展等也不遑多让，抓住时机购置一线城市的好盘，通过运营升级和改造，在买与卖之间获取更多溢利。

总体来看，北京和上海的成交依然是大宗交易的活跃地，成交宗数与金额高于广州、深圳。而相对于一季度的疯狂，二季度各城市的成交热情稍显减退。

尽管广州、深圳的大宗交易有所逊色，但随着粤港澳大湾区规划的逐渐完善及更多的细则出来，其未来发展可期，也将必然带动更多大宗物业交易的上涨。根据有关机构显示，2018 年，广深两个城市大宗交易金额为 545 亿元，同比增长约 3 倍。受益于政策利好、乐观的市场因素，之后的增长势头预期良好。



2019 年上半年一线城市大宗交易统计			
城市	成交项目	金额 (亿元)	购买方
北京	诺德中心三期	18.7	伊利集团
	鼎好电子商城	56.5	瑞士合众集团等联合收购
	聚杰金融大厦 B 座	30.4	丰树集团
	碧生源大厦	5.5	吉宝置业
	翠宫饭店	27.0	京东
	船舶重工酒店	7.3	青衫资本
	通州富力中心 C1 栋	—	中银投
	安贞华联项目	—	远洋资本、华联集团
上海	浦东金融广场 2 号办公楼	22.6	支付宝
	上海浦发大厦办公楼	27.5	凯德集团
	MixC 万象城四栋超甲级写字楼	—	基汇资本联合财团等
	上投盛银大厦	—	普洛斯
	盛腾天地	—	东久中国
	扬子江国际企业广场	—	万科
	金融街 (海伦) 中心项目 D 栋、E 栋	10.5	长城人寿
	上海企业天地 5 号	57.0	SCOV
	绿地黄浦滨江	不少于 28 亿元	Brookfield
上海北外滩一方大厦	46.0	吉宝资本	
广州	广州越秀区新都会大厦	11.8	凯龙瑞
	花都商业裙楼	1.2	—
深圳	新怡景商业中心	66.0	领展集团
	物业综合体	7.1	城市基础
	深业泰富广场部分公寓、写字楼等	51.8	—

来源：观点指数不完全统计

从资产偏好来看，在观察的四大一线城市中，写字楼因其易于管理、交易流动性强且拥有稳定的租金来源，成为了投资者的首选，占比超一半。而购物中心、综合体等无疑更具挑战，考验运营者的定位、经营、盈利等。不过随着消费需求升级，此类商业资产投资或许更受关注。

## 新商业时代来临，消费的变革与发展

如前文所说，商业地产的开发投资趋向理性，在一定程度上也是由于需求所决定。根据国家统计局的数据显示，2018 年至今，虽然我国社会消费品零售总额累计值在不断增长，在今年 1-5 月为 161332 亿元，但累计同比率却呈现温和下滑的趋势。1-5 月累计同比增长为 8.1%，而这两年最高值则是 9.8%。

可以看出，居民的消费需求热情有所减缓，一方面是由于需求升级，大家更追求体验式的消费，消费方向从量往质发生改变，另一方面是随着经济形势的变化，市场消费更趋向于理性。这就要求商业地产开发商在产品定位、运作上，更为注重场景体验，通过多元功能的商业业态组合抓住消费者的心。

一直以来，电商被视作是传统零售商业的竞争对手，电商的不断发展分流了不少传统商业的人流、销售额以及压缩了部分利润，甚至威胁其生存，但现实是否真的如此呢？

根据国家统计局的数据显示，2018 年至今，虽然网上零售总额一直占据不少比重，但却呈现逐年轻微下滑的趋势。其中 2019 年 1-5 月的网上零售总额占比为 21.7%，比 2018 年平均约 30% 的占比有所下降。

而纵观整体的网上商品和服务零售总额累计值变化可发现，累计同比增长率也呈现同样的趋势，在不断下降。2019 年 1-5 月累计同比增长率为 17.8%，而 2018 年平均的累计同比增长率则约为 30%。

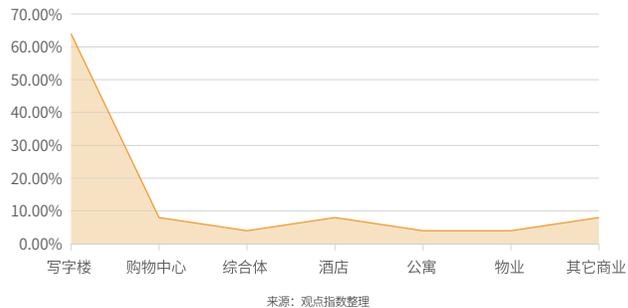
电商未必如想象中的洪水猛兽，相反，如今的商业模式发展变化，新的商业时代已经来临。线上与线下相互融合，互为渠道。传统商业地产未必会遇上瓶颈，但更多的是考验，考验商家们如何活用渠道，打造各式各样的特色购物场景，增强消费者粘性。

## 购物中心

### 上海领跑，中小体量更受青睐

根据有关资料统计显示，2018 年全国新开业购物中心总量超过 530 个，商业体量超 4600 万平方米，而 2019 年则预期会再创新高，全国拟开业购物中心数量将超 900 个，商业

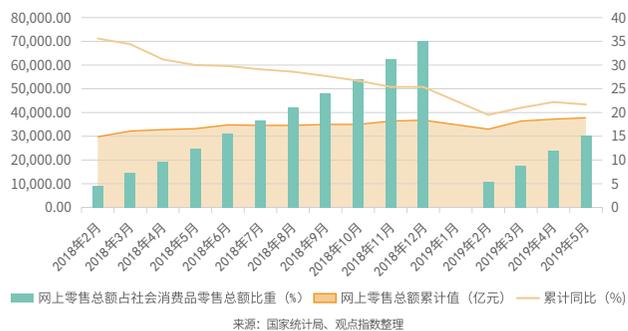
大宗商业交易的业态占比



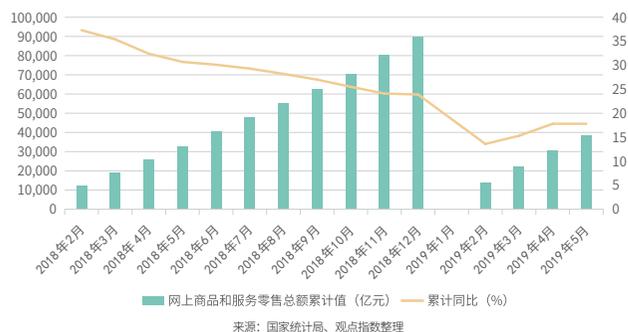
社会消费品零售总额累计值增长



社会消费品零售总额中网上零售总额累计值增长情况



网上商品和服务零售总额累计值增长情况



2019 年上半年 一线城市新开业购物中心项目	
城市	项目
北京	首创奥莱二期
	马家堡新城
上海	真如星光耀广场
	旭辉宝山 U 天地
	绿地柒彩里
	徐汇梅陇商业中心
	三林东方懿德城
	白玉兰广场
	绿地滨江 CLUB
	恒生万锦广场
	浦江乐嗨新天地
	青浦万达茂
	融创·精彩天地-上海浦兴
	上滨生活广场
广州	萝岗奥园广场
	天河万科广场
	荔胜广百广场
深圳	东部星悦天地
	龙岗天安数码城 F-TOWN
	云城万科里
	侨城坊·九方荟
	深南万科里

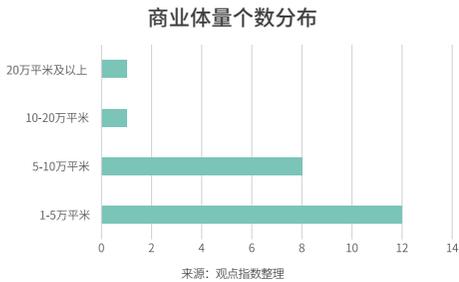
数据来源：网络资料披露、观点指数不完全统计

体量将比上一年翻一倍。

而据观点指数观察，在 2019 年上半年，四大一线城市新开业购物中心数量约为 22 个，而超过 70% 的项目都是集中在二季度开业的。迈进 6 月，市场将迎来大量商业项目放量入市，预期下半年会有更多的供应。

对比北上广深四个城市，上海的新开业项目数量最多，占比超一半。而北京则相对较少，主要原因是北京更多的是存量物业。根据相关研究显示，截至 2018 年底北京零售型商业的存量规模已接近 4000 万平方米，购物中心的增量与存量比值已低于 15%。因此开发商们倾向于通过改造升级重新推出项目，相信未来北京存量市场将面临更多机遇，在资产重组和价值提升之下将有更多焕然一新的老项目入市。

从新开业的商业体量来看，一线城市大部分的购物中心都集中在小体量区间，规模在 1-5 万平方米的项目超过一半，约为 12 个；规模在 5-10 万平方米的约为 8 个，占比为 36%。而大体量的项目最少。



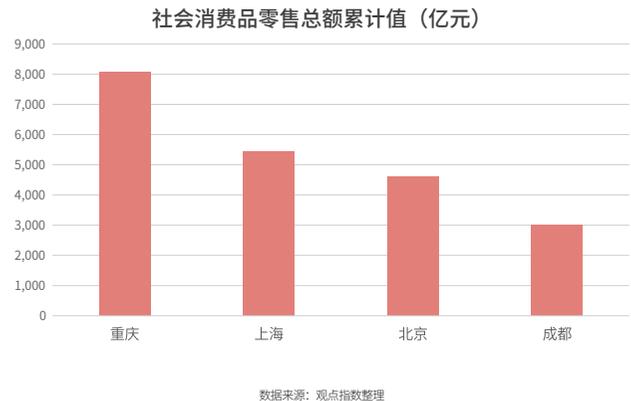
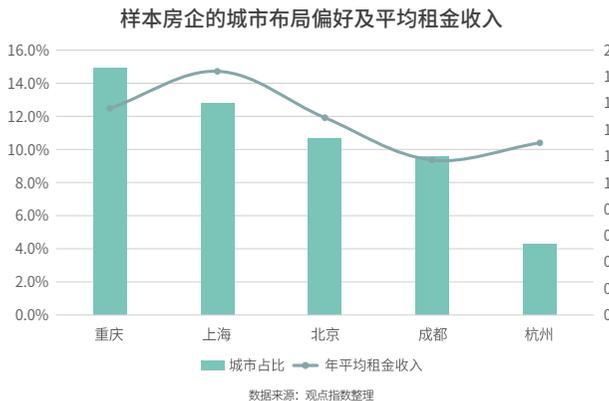
或许可以从窥视当前购物中心业态规模走向。小体量或者中等体量的项目更受开发商青睐，相对小型的社区商业不仅能够涵盖复合型的商业功能，而且有足够空间打造当前消费者热爱的各种体验场景和主题。同时，相对大体量的商场而言，中小体量的操盘难度稍低，更有区位优势性和消费客群针对性。

## 二线城市表现亮眼

除了关注一线城市之外，不能忽视的是许多二线城市后劲十足，成为不少房企青睐的布局城市。

根据观点指数统计的样本房企数据显示，购物中心项目布局数量最多的前五个城市分别是重庆、上海、北京、成都、杭州。而通过粗略计算，样本房企在这些城市中的单个项目年平均租金收入如下，重庆由于商业发展态势良好，市场零售热情不减，所以有不俗的表现；北京、上海由于一线城市优势，居民消费水平高、消费意欲旺盛，所以也录得不错的年平均租金收入。

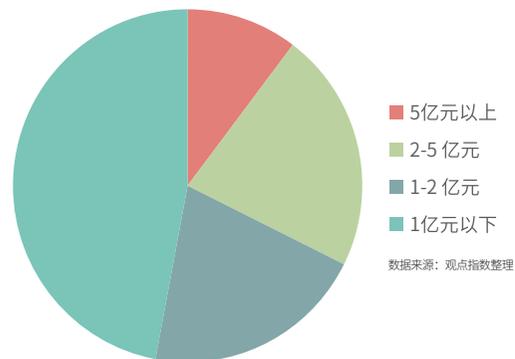
根据国家统计局的数据显示，2019 年 1-5 月北京的社会消费品零售总额约为 4597 亿元，并不算特别耀眼，反而是重庆录得 8067 亿元的数额，在这些城市中位居首位，也展现出未来的商业潜力。



根据观点指数观察，在统计的样本房企中，大部分项目的年租金收入都在1亿元以下，约为一半，而次之则是在2-5亿元区间。一方面，项目的体量不同，所处的城市区位不同都对项目的租金收入造成影响；另一方面，如何更好地对购物中心进行操盘运营，以提高项目的盈利收入，更为考验开发商。

如2018年租金收入为15亿元的上海港汇恒隆广场，正是通过不断地翻新改造，优化商场功能与顾客体验，才大幅提升了租金收入。据了解，翻新后商场平均租金收入增长了30%，在2018年也获得不错的收益。而在深圳，头号的购物中心深圳万象城在2018年就给华润置地带来了10.2亿元的租金收入，其所在的地理位置、商业业态、设计等都为其带来了优势。

单个项目年租金收入水平分布占比



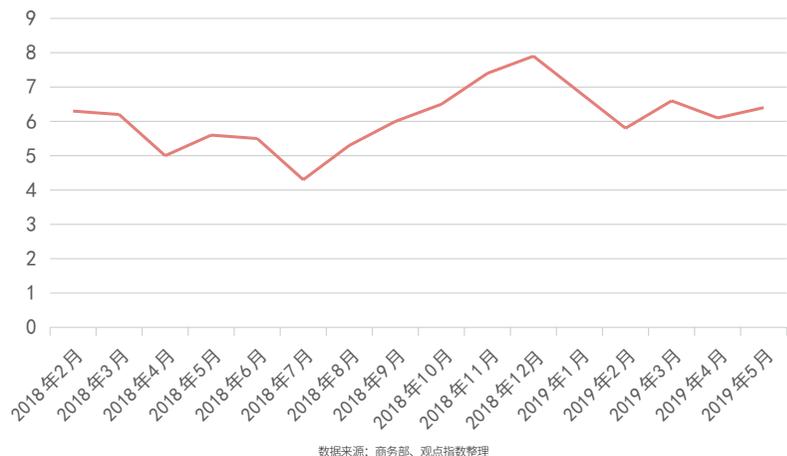
## 购物中心的复合型多业态发展

根据商务部的数据显示，几千家重点购物中心零售总额同比上年有所攀升，尽管今年1月份以来有所波动，但预计未来将维持上升的势头。不过，在波折与机会并存中，购物中心将会面临更多同质化竞争、创新的难题。

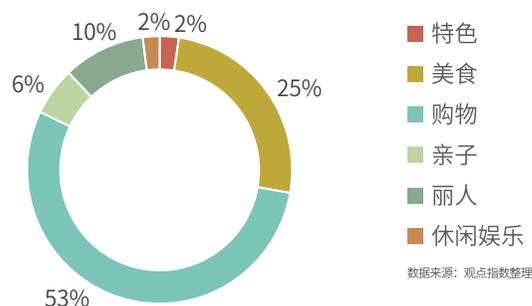
为此，不少购物中心纷纷“转型”，通过调整业态组合、引入新科技以及消打造费场景体验来吸引客流。

通过对样本购物中心的观察与统计，观点指数发现如今的商场业态中，购物型的品牌布局还是占绝大多数，而餐饮美食则占近三成。相对于以往，餐饮美食的占比有所提升，不少商家通过引入知名的美食品牌来提高客流量。近年来，为了增强顾客的体验感和新鲜感，商家们通过引入不少运动、艺术类的体验项目，打造热点并吸引消费者。

重点零售企业销售额 - 购物中心：当月同比 (%)



样本购物中心的业态占比

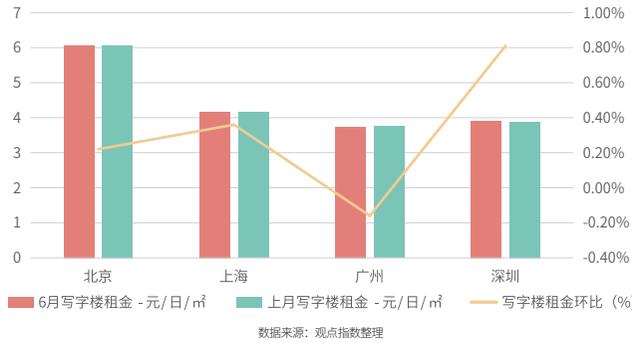


## 写字楼

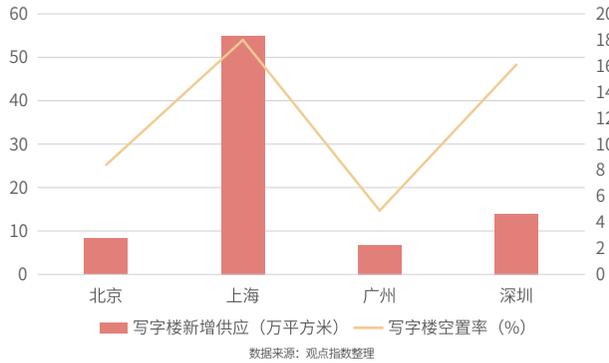
### 空置率上涨，租金未见大幅上涨

相关研究显示，6月份一线城市写字楼平均租金水平未见有大幅上涨，但比上个月有所改善。总体来看，第二季度的租金水平比第一季度有轻微下跌，受到中美贸易战以及外部经济

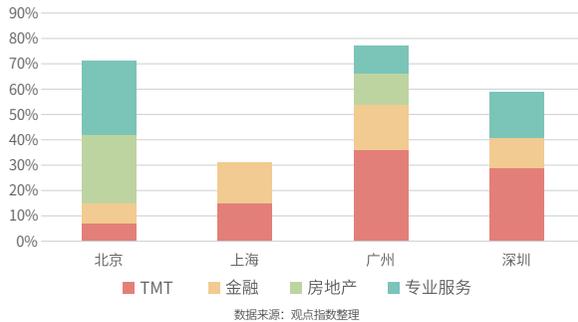
6月一线城市平均租金



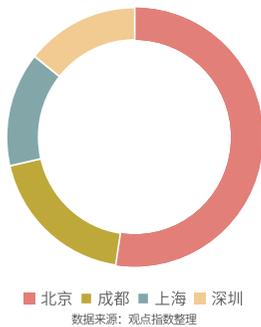
上半年一线城市写字楼新增供应及空置率



上半年一线城市写字楼租户占比



样本房企的城市布局偏好



平均租金收入水平(亿元)



环境因素的影响,大部分租户的态度较为谨慎,空置率上也有所反应。

数据显示,上半年一线城市写字楼的空置率均轻微上涨,其中上海空置率最高。一部分原因是上海新增供应数量较多,从而拉升了空置率的数字。而次之为深圳,由于经济的不确定因素,再加上深圳新增供应量也相对较多,市场竞争激烈,使得租金和空置率承压。

另外,上半年深圳部分项目延迟交付,因此下半年会有大量新增项目入市,或将进一步拉升空置率。而前海作为供应大户之一,正在尝试通过各种举措吸引企业回归,提高办公楼租用率。6月17日,深圳市前海深港现代服务业合作区管理局关于印发《前海深港现代服务业合作区促进企业回归办公用房租金补贴办法》的通知,对承租单位或产权单位给予补贴,每年最高可获500万补贴。

需要注意的是,广州写字楼的空置率最低,除了供应较少之外,也受益于粤港澳大湾区的发展利好,租用率比较稳定。

而从租户类型来看,TMT行业的租赁占比比较大,一来是由于现今国家不断加强扶持科技行业的发展和 innovation,而且随着科创板在资本市场正式落地,给市场带来了利好消息;另一方面在G20峰会上释放了积极的信号,中美贸易谈判重启将为市场带来正面影响,利好TMT行业。而金融行业的租赁占比则有所减少,出于对资本市场的敏感,和国家对金融、贷款等加强监管,因此租户态度更为谨慎。

## 布局,一线城市更受青睐

从观点指数统计的样本企业数据来看,房企写字楼的城市布局更偏向一线城市,如北京、上海、深圳等,而成都作为后劲十足的二线城市,也是房企们重仓的标的之一。

而通过观察样本房企在这些城市中单个项目的平均年租金收入水平,可以发现其实城市之间相差不是特别大。因为每个写字楼的面积、区位都不一样。另外,租金收入如何,和开发商的运营水平有一定关系,除了常规的办公条件之外,如何适应当前时代的潮流,配套更自由、个性化的办公环境,促使商户续租,吸引新商户加入,也是一门技术活。

# 产业地产 宏观剪影的挑战

近些年，随着双创、“十三五”规划、大湾区规划纲要等一系列政策文件的出台，产业地产作为发展实体经济的重要载体，得到了国家的大力支持与市场资本的追逐。房地产企业、制造业企业、金融资本企业、电商等纷纷涉足产业地产领域，以期在未来产业地产格局中占得一席之地。

但是，在产业地产蓬勃发展的背后，是鱼龙混杂、泥沙俱下的现实乱象。产业用地结构性供给失衡、借产业圈地搞开发销售等始终是萦绕在产业地产发展道路上的重大问题。为此，中央政府及各地方政府已出台多个政策，对产业地产发展乱象进行管制。

而市场层面，由于中美贸易摩擦升级，国内输美商品的关税调整，这对产业地产造成了不小的冲击。目前，部分产业地产企业正尝试走出去，在泰国、越南、缅甸等东南亚国家搭建转移承接式的园区平台，进行产业转移。数据显示，2019年一季度越南吸引外资额达108亿美元，同比大增86.2%，中资贡献比例超60%。

2019年，大湾区规划、政策调控、贸易摩擦是产业地产发展的宏观剪影，这一年产业地产将面临严峻考验，但同时也将迎来重大发展机遇。

2019年，大湾区规划、政策调控、贸易摩擦是产业地产发展的宏观剪影，这一年产业地产将面临严峻考验，但同时也将迎来重大发展机遇。

## 政策驱动与管制

2018年，全国219家国家级经济技术开发区实现地区生产总值10.2万亿元，同比增长13.9%，增幅高于同期全国平均水平（6.6%）7.3个百分点，占同期国内生产总值比重为11.3%。

同时，国家级经开区也对国家财政起到了重要支撑作用。去年，219家国家级经开区实现财政收入1.9万亿元，同比增长7.7%，增幅高于同期全国平均水平（6.2%）1.5个百分点，占全国财政收入的比重为10.6%。

经济技术开发区作为发展产业的重要平台，对GDP、财政的贡献力度不言而喻。结合当下国际贸易关系紧张和科技创新发展需要的大背景下，政府对产业发展的支持力度又上升了一个档次。

5月28日，国务院正式印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》，文件从提升开放型经济质量、赋予更大改革自主权、打造现代产业体系、完善对内对外合作平台功能、加强要素保障和资源集约利用五大方面对国家经开区的发展提出了新的要求，这显示出了政府对发展产业的重大决心。

在国务院发放上述文件之后，各地方政府相继进行跟进。其中，针对产业用地供应较少的问题，广州南沙区提出，预留10%-15%的独立用地或建筑面积作为产业发展空间；深圳则是将国家高新区扩充到覆盖了南山、坪山、龙岗、宝安、龙华五个行政区，11个片区，扩容总面积近148平方公里。

除此之外，早在3月1日，证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》，通过在上海证券交易所设立科创板并试点注册制度，弱化财务指标要求，降低了科创企业的上市门槛，实现资本市场和科技创新更加深度的融合，为产业发展插上了腾飞的资本翅膀。

同时，针对产业用地闲置、借产业搞地产等乱象，各地方政府作出严厉指示，对产业用地的用途和效用进行管控，限制了部分地区产业用地的转让、出售，防止产业用地的空心化和房地产化。

以北京市为例，5月23日北京市住房和城乡建设委员会连续发布〔2019〕216、217号两个文件提到，除区政府审定的企业或专业园、公共服务平台、孵化器运营机构四类主体外，建设单位不得分割销售研发、工业项目。这意味着开发性、销售型、商品化的产业地产产品将从北京市消失，而剩下的政府性主导和掌控的园区将成为主流。

结合最近各地方政府推出产业地产政策，产业园区持有运营将会成为未来的主流发展趋势。

产业用地规管政策		
时间	政策	规定
2018年5月9日	《北京市人民政府关于加快科技创新构建高精尖经济结构用地政策的意见》	工业用地使用权缩短为20年，禁止产业用房的转让、销售、出租
2018年6月29日	《广州市产业园区提质增效试点工作方案》	对到期的落后产能企业予以清退，允许工业物业按幢、层等为基本单元分割转让
2018年12月10日	《上海市人民政府关于印发本市全面推进土地资源高质量利用若干意见》	对低效产业用地开展综合整治和退出专项行动，可协商收回闲置土地
2019年5月11日	《苏州人民政府关于进一步促进全市房地产市场持续稳定健康发展的补充意见》	苏州工业园区全域满三年后方可转让商品住房项目
2019年5月20日	《深圳市扶持实体经济发展促进产业用地节约集约利用的管理规定》	产业用地容积调整后，新增的建筑面积不得转让
2019年5月23日	《关于进一步完善已建成研发、工业项目转让管理有关问题的通知（京建发〔2019〕216号）》	建设单位不得分割销售研发、工业项目
2019年5月23日	《关于进一步明确已建成产业项目买受人审核有关问题的通知（京建发〔2019〕217号）》	将产业项目买受人审核权限下放到各区，并明确审核部门、审核标准等

来源：观点指数整理

## 产业地产发展现状

目前产业地产根据承载土地面积、项目内容可分为几个不同的类别，分别是产业园区、产业小镇、产业新城。

产业地产项目类别			
产业项目	面积	特点	分类
产业园区	0.02-1km <sup>2</sup>	促进某一产业发展为目标而创立，通过共享资源、克服外部负效应，带动关联产业的发展	物流园区、科技园区、文化创意园区、生态农业园区等
特色小镇	1-3km <sup>2</sup>	基于原有乡镇，依靠资源禀赋、区位优势选定特色（产业）方向	旅游小镇、汽车小镇、工业小镇、航空小镇等
产业新城	10km <sup>2</sup> 以上	建设产业高度聚集、城市功能完善、生态环境优美的新城区	产业新城、科技新城、产业综合体

来源：观点指数整理

### 1. 产业园区

产业园区由于面积相对较小，运营难度相对简单，大多数涉及产业地产的企业都运营了产业园区。数据显示，目前全国有各类产业园区约2.5万个，对国家经济贡献达到35%以上。

产业园区一般对指定特定行业、形态的企业招引进驻。根据进驻行业进行分类，产业园区可分为物流园区、科技园区、文化创意园区、农业园区等。

今年年初，上交所科创板注册制度的确立使中小科技创新企业在未来将获得全新的融资通道，这间接地带动了科技园区的发展壮大。科技园区的聚集协同效应、孵化器性质正好满足中小科创企业的发展需要。

科技园区开发模式				
发展驱动力	区域产业	优惠政策	独特物业形态	完善进驻服务
代表园区	大连软件园	苏州工业园	上海印象钢谷	深圳天安数码城

来源：观点指数整理

根据科技园区发展的动力进行划分，科技园区可划分为四种开发模式，发展的动力可以是区域产业、优惠政策、独特物业形态（指良好园区布局与办公环境等）、完善的进驻服务，各

科创企业可根据自身发展阶段和营运产品内容等因素选择合适园区进行入驻。

除了科技园区之外，农业园区在政策的支持下也得到了迅猛发展。2018 年年初，国务院《关于推进农业高新技术产业示范区建设发展的指导意见》一文中提到，要推进农村一二三产业融合发展，在财政、金融、土地方面提出优惠政策，力求在 2025 年布局建设一批国家农业高新技术产业示范区。

截至今年 4 月 20 日，在政府出资 50 亿奖补资金前提下，我国已批准创建 62 个国家级现代农业产业园，首批认定了 20 个，还创建了 1000 多个省级产业园和一大批市县级产业园，撬动金融社会资金近 1800 亿元。

## 2. 特色小镇

特色小镇最先于 2014 年在杭州云栖小镇被提及，随后伴随着各层面政策的提出，特色小镇规模逐渐扩大。截止 2018 年 2 月，住建部发了两批中国特色小镇名单，共披露国家级特色小镇 403 个，加上各地方创建的省级特色小镇，数量超过 2000 多个。

特色小镇潮流兴起，对开发商来说是一个不错的商机。开发商能借特色小镇建设获取周边低价土地；同时由于各地特色小镇融资政策支持，开发商能够相对较低的成本获取信贷资金。

房企部分特色小镇项目一览	
房企	部分特色小镇项目
万科	北京弗农小镇、杭州良渚文化村、秦皇岛北戴河小镇、天津麒麟湿地万科小镇、惠斯勒小镇、北京哈洛小镇
恒大	北京长城小镇、徐州潘安湖生态小镇、兰州恒大足球小镇、恒大欧洲足球小镇（广东清远）、重庆长寿湖特色小镇
绿城	海南蓝湾小镇、济南梦想小镇、台州莲花小镇、江苏郑陆镇特色小镇
华侨城	博客小镇、肇庆卡乐小镇、东莞道滘镇水乡特色小镇、小漠文旅小镇、艺尚小镇
华夏幸福	安徽巢湖中埠体育小镇、武汉开发区机器人产业小镇、巢湖槐林渔乐小镇、河北大厂影视小镇、香河机器人小镇、漂水会展小镇
雅居乐	"威海体育休闲特色小镇、三定岛原乡小镇、郑州小镇、宝坻津侨国际小镇、常州刀具工具智造小镇、威海体育休闲特色小镇"
蓝城	军迪军事文旅小镇、黄干山小镇、杭州桃源小镇、蓝城农庄小镇、蓝城观云小镇
融创	美浓小镇、湖北鄂州体育小镇、河南巩义慈云小镇
碧桂园	潼湖科技小镇
绿地	遵义康养旅游小镇、南山安南小镇、徐州运河小镇、卢塞恩小镇

来源：观点指数整理

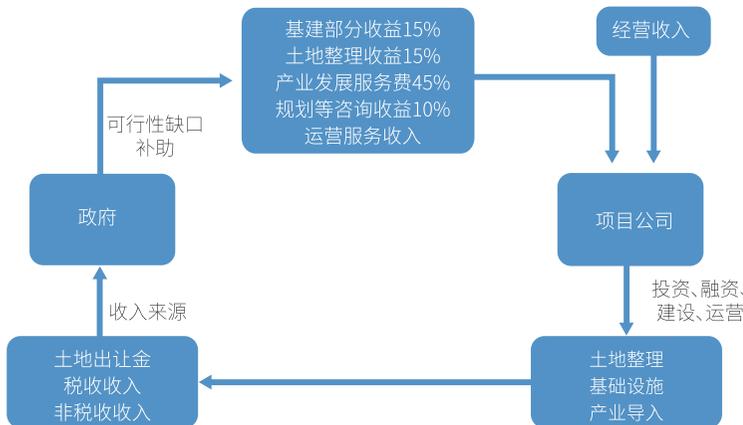
特色小镇涉及到开发涵盖规划设计、基础设施建设、配套住宅商业开发、后期运营管理等环节，一些房地产企业凭借着大型项目开发经验优势，率先进入特色小镇领域，将发展特色小镇作为多元化业务之一，其中包括碧桂园、万科、华侨城、绿城等。

当然，也有非房企结合自身企业特点，专注于某一类特色小镇，将其特色产业导入小镇，形成有真实产业支撑的特色小镇。例如华谊兄弟打造电影小镇、棕榈股份运营生态小镇、中青旅则计划盘活景区资源做旅游特色小镇。由于这类非房企缺少开发经验，一般会选择与实力房企合作共同开发。

某工业园运营模式



某工业园盈利来源



某房企资金沉淀情况



特色小镇发展的过程中出现一些不规范现象，比如数量过多、概念不清，出现了一些滥用概念的虚假小镇、缺失投资主体且没有动工建设的虚拟小镇，特色小镇与特色小城镇概念混淆等问题。

对此，4月19日，国家发展改革委会提出，坚持“规范纠偏、典型引路两手抓，推动特色小镇有序发展”，在此方针上，各省份共已淘汰整改了385个“问题小镇”。

### 3. 产业新城

跟单一的生产型园区不同，产业新城作为城市化、工业化发展到成熟阶段衍生出来的新事物，是涵盖了“生产、服务、消费”等多个功能的城市型经济园区，其显著特征是“产城融合”。

谈到产业新城，最主要的一种开发方式是企业和政府共同开发，即产业新城PPP项目。去年财政部公布产业新城PPP项目有114个，长三角39个，京津冀34个，长江中游城市群、成渝城市群分别有21个、20个。

产业新城PPP项目的一个典型案例是华夏幸福的固安工业园区。固安工业园区地处河北省廊坊市固安县，与北京大兴区隔永定河相望，园区总面积34.68平方公里。

2002年，华夏幸福通过公开竞标，成功与固安县政府签订PPP合作模式，采取“政府主导、企业运作”的市场化运作方式，投资、开发、建设、运营固安工业园区，致力打造“产业高度聚集、城市功能完善”的产业新城。

在2013年到2017年间，固安工业园区累计投资330亿元，累计签约项目146个，总投资额达到603亿元。固安县的经济也因固安工业区的缘故，年度GDP由2010年的63.8亿元飙升至2018年250亿元，年复合增长率为18.6%。

但是产业新城这种模式由于运营面积广、体量大、前期资金沉淀高、周转慢等问题，必然会遇到非流动资产增加、应收账款增加的问题。

某房企2018年年报披露，其应收票据及应收账款共有344.4亿元，同比增加82.11%，其中主要是应收政府园区结算款，同期其经营活动产生的现金流量净额为负74.28亿元。

## 痛点问题

### 1. 招商引资

产业地产是一个多方博弈的游戏，参与方有政府、运营商和入驻企业等。提高园区的产值以及为地方贡献核定的税收是游戏玩下去的必要条件，也是每个产业运营商花费心思去思量的一个问题。

某市一个软件谷园区里，园区管理委员会对该园区的运营商提出要求：项目税收的标准定在 100 万元 / 亩 / 年。整个园区有 6 万多平方米，折合 90 余亩，计算下来，整个园区项目每年贡献的税收要求为 9000 万元。此外，园区管理委员会还会对入驻企业进行严格审核。

在园区管理委员会税收等指标要求下，运营商需要寻求突破，打造园区特色，才能在众多园区中脱颖而出，吸引优质企业入驻，完成与政府定下的指标。

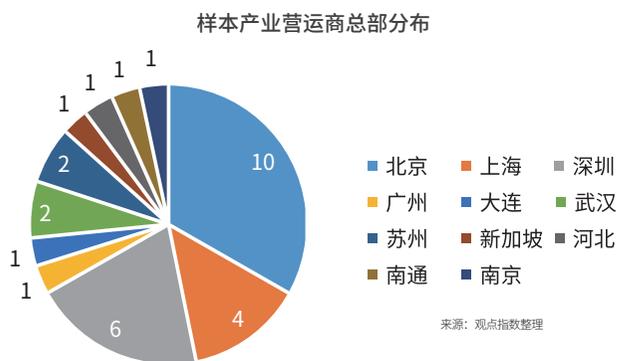
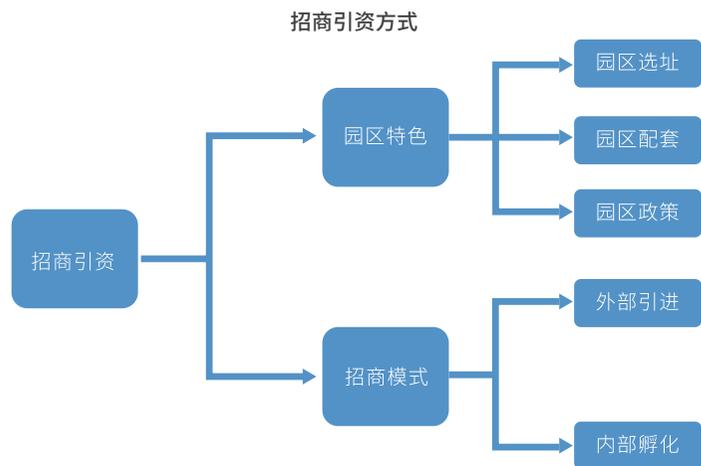
园区的选址是运营商需要突破的第一点，在一个产业基础良好、产业资源丰富的城市兴办园区，能够通过园区附近成熟的产业链带动入驻企业的协同发展，更加有利于引进优秀企业甚至龙头企业。据观点指数观察的 30 家样本企业显示，有 20 家总部位于北京、上海、深圳三个城市，少部分企业总部位于广州、苏州、大连、武汉等城市。东部沿海城市产业环境较好，成为了产业运营商首要选择地址，比如，招商蛇口落地外贸强市深圳，张江高科扎根国际金融中心上海，华夏幸福重仓环京区域……

除去选址带来的区位优势，园区配套是吸引企业入驻的又一个关键因素。园区配套不仅限于园区内的基础设施以及周边的交通、环境等设施配套，还包括园区服务配套等，如融资、技术、管理等服务。在张江高科技园区里，张江高科通过对园区企业如七牛信息、天天果园、云从科技等进行股权投资，帮助企业解决融资难题，这是张江高科招商引资的一大亮点。

政策优惠也是招商引资的一大利器，通过对园区内特定方向企业进行房租补贴、税收减免、人才补贴、贷款贴息奖励、免征行政税费等，降低园区企业的经营费用，实现园区企业快速发展，充分发挥园区孵化的性质，达到招商引资的效果。例如，亿达中国的大连软件园提出优惠政策，新创办的软件企业，外资（或内资），经认定高新技术企业后，可享受企业所得税 15% 的税率；对国家规划布局内的重点软件企业，当年未享受免税优惠的减按 10% 的税率征收企业所得税。

当然，除了通过打造园区特色吸引企业入驻之外，特殊的招商模式能够有效扩大招商资源，达到引资效果。

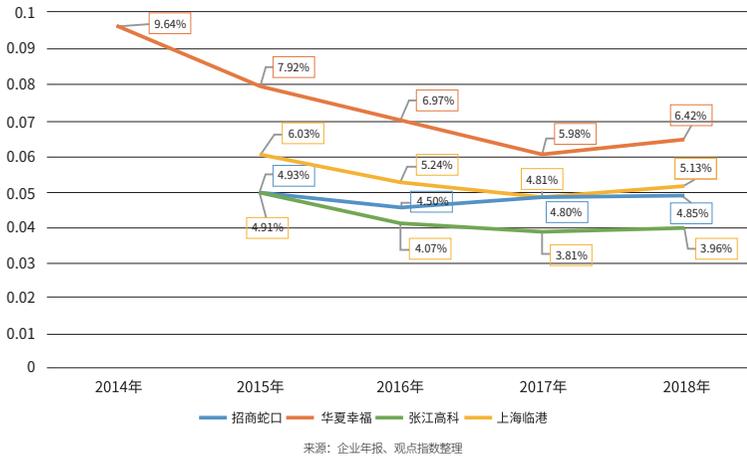
在 2018 世界经济论坛上，成都高新区通过与欧洲、美国硅谷城市群合作，建立科技园区国际化网络平台，有效引进外资企业。截至 3 月 31 日，成都高新自贸试验区共新登记各类型企业



39976 户，其中外资企业 506 户，较 2018 年上半年增加了 208 家，外企总注册资金为 39.13 亿元。

另一种招商方式并不是从外部引进企业，而是从内部孵化初创团队，初创团队在孵化器成长之后将会被引进园区。这种招商模式为“众创孵化+园区招商”，它能够达成园区健康生态良性循环，实现园区招商闭环。其典型案例的有张江高科的“895 创业营”、东湖高新的“光谷创意”等。

产业地产企业平均融资成本



## 2. 资金流动

产业地产前期投入资金量大、开发周期长、资金回流慢使运营商面临着巨大的资金缺口，这是微薄的租赁及运营服务收入难以覆盖的。再加上去年房地产行业融资渠道收紧，融资利率上升，这使得产业地产运营商的资金链条承受重大压力。

在这种情况下，资产证券化是解决产业地产资金链问题的一种重要方法。园区运营商可以将已建成项目预期租金收益打包进行项目资产证券化，为下一步园区的进一步开发或者其他园区开发提供资金支持，达到滚动开发项目的效果。

国内首例成功的园区 ABS 在 2017 年 3 月 14 日，固安九通基业公用事业有限公司发行的华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划，发行规模为 7.06 亿元。

而全国首例成功的园区 CMBN 是在 2018 年 3 月 30 日，由北大科技园发行的“北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据”，发行规模为 17.91 亿元。

据统计，今年前半年，关于产业地产资产证券化的产品共有 9 个，比去年全年数量还要多。资产证券化能够增加资产流动性，降低筹资成本，对于前期资金严重沉淀的产业地产，资产证券化将成为未来重要融资方式。

但截至目前，园区 PPP 项目资产证券化产品只有华夏幸福的 4 例，总的发行规模为 62.06 亿元，呈现出数量少、发行主体局限单一的特点。这主要是因为资产证券化对发行主体和底层资产有较高的要求。其中对于 PPP 项目资产证券化，国家发改委提出明确要求：项目工程建设质量符合相关标准；项目已建成并正常运营 2 年以上，已建立合理的投资回报机制，并已产生持续、稳定的现金流。

项目质量、运营年限、稳定现金回报这些

产业地产资产证券化案例

发行日期	公司	产品名称	发行规模(亿元)
2017年3月14日	华夏幸福	华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划	7.06
2017年8月11日	华夏幸福	华夏幸福固安新型城镇化 PPP 项目市政物业服务 2017 年度第一期资产支持票据	2
2017年12月13日	华夏幸福	华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目资产支持专项计划	32
2018年4月2日	北大科技园	北京北大科技园建设开发有限公司 2018 年第一期资产支持票据	17.91
2018年4月27日	富力地产	富力国际空港综合物流园资产支持专项计划	13.61
2018年7月11日	星河控股	方正证券-星河 WORLD 项目一期租金资产支持专项计划	8.421
2018年9月28日	联东 U 谷	国君资管联东 U 谷一期资产支持专项计划	10
2018年9月28日	普洛斯	中信证券-普洛斯仓储物流 1 期资产支持专项计划	15.015
2019年1月18日	宝湾物流	长江楚越-宝湾物流第 1 期资产支持专项计划成功发行	17.89
2019年1月28日	普洛斯	中信证券-普洛斯仓储物流 2 期资产支持专项计划	15.015
2019年5月6日	光明地产	开源-光明冷链仓储物流资产支持专项计划	6
2019年5月5日	金地威新	深圳威新软件科技有限公司 2019 年第一期资产自持票据	14
2019年5月14日	普洛斯	中金-普洛斯租赁 1 期资产支持专项计划	5
2019年6月18日	重庆高投	重庆高新区开发投资集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据	12
2019年6月19日	宇培集团	上海宇培(集团)有限公司 2019 年度第一期资产支持票据	6.5
2019年6月21日	湖北科技	招商创融-湖北科投光谷软件园资产支持专项计划	16.3
2019年6月25日	华夏幸福	平安汇通-华夏幸福武汉市新洲区问津产业新城 PPP 项目资产支持专项计划	21

来源：观点指数整理

标准成为了园区 PPP 项目资产证券化道路中的拦路虎，令一些新成立以及运营不佳的园区望而却步。

除了发布资产证券化产品之外，园区上市也能够有效缓解产业地产企业资金紧张问题。园区上市在很大程度上能够促使社会上的金融资本流向产业地产，在园区 IPO 之后回笼资金，为投资者提供一条安全退出产业地产项目的通道。

5月28日，国务院发行的《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》中提到，支持对有条件的国家级经开区开发建设主体进行资产重组、股权结构调整优化，并在准入、投融资和服务便利化等方面给予支持，尤其是积极支持其 IPO 上市。

在上述文件发出来的两个星期后，市场上便传出消息称，深圳某房企拟分拆资产，计划今年年底至明年初以房地产信托基金(REITs)形式赴港挂牌，集资不少于5亿美元(约39亿港元)，REITs的主要资产组合为工业园。截至去年年底，该房企有26个园区项目，运营面积超722万平方米，其中包括4个签署框架协议的产业新城项目以及6个在建产业新城项目。

但分拆工业园香港上市面临的一个主要问题是没有可以对标的企业。在香港上市的11支房地产信托基金中，底层物业大部分涉及综合类物业，少部分为酒店类物业、零售类物业，尚无以工业园为底层物业的信托基金。国际上，工业/物流地产信托基金主要集中在日本和新加坡，代表企业是普洛斯、丰树等。

从收益率来看，除去停牌的睿富房地产基金，目前香港10支房地产信托基平均年收益率(股息率)为5.95%，加上房地产信托基金股价的升值，平均年化收益率在12%左右。

根据年报披露园区数据，若撇除公允价值变动收益，该房企近3年园区的平均净资产回报率在4.6%左右，低于目前香港上市房地产信托基金的平均收益率。对比之下，新加坡工业物流地产信托基金平均收益率为7.45%，日本则为4.1%。

在租金流入方面，该房企的产房和写字楼租金在过去一年有一定程度上的回落，租金水平相对其他香港上市基金也是处于低位。

目前，该房企还未形成分拆的实质性方案，尚不能切确评估其打包工业园资产以信托基金方式上市的表现情况。

回望过去，近些年上市的产业地产企业有：2015年借壳自仪股份上市的上海临港；2015年吸收合并招商地产上市的招商蛇口；2018年吸收合并深基地B重组上市的南山控股等等。近期合肥城建购买合肥工投工业科技发展公司100%股权，主营业务从房地产领域向产业地产领域开始拓展，这跟南山控股合并深基地B的案例十分相似。

可以预想，在国务院发文支持园区上市之后，通过资产重组、股权结构调整优化，园区IPO将会越来越多，而经营政府园区平台的企业在这方面将会有突出优势。

过去一财年 11 支香港房地产信托基金表现

代号	名称	收入(亿港元)	收益率	市值(亿港元)	股本回报率	截至
00405.HK	越秀房产信托基金	23.13	5.86%	167.21	6.69%	2018-12
00435.HK	阳光房地产基金	8.17	4.42%	98.94	9.71%	2018-06
00625.HK	睿富房地产基金	0	0.00%	20.19	-	-
00778.HK	置富产业信托	19.4	4.78%	207.39	18.71%	2018-12
00808.HK	泓富产业信托	4.47	5.32%	50.8	8.07%	2018-12
00823.HK	领展房产基金	100.37	2.81%	2035.5	10.77%	2019-03
01275.HK	开元产业信托	3.14	6.54%	16.82	1.04%	2018-12
01426.HK	春泉产业信托	6.61	5.68%	43.23	0.50%	2018-12
01881.HK	富豪产业信托	10.22	6.17%	79.16	13.00%	2018-12
02778.HK	冠君产业信托	29.65	4.02%	381.39	11.70%	2018-12
87001.HK	汇贤产业信托	34.81	7.92%	195.07	-	2018-12

来源：观点指数整理

某房企近三年园区业绩(单位:亿元)

年份	2016年	2017年	2018年
园区开发与运营营业收入	70.94	58.14	90.19
园区开发与运营营业费用	34.27	39.58	52.67
园区开发与运营营业利润	36.67	18.56	37.52
园区开发与运营资产总额	1446.97	1972.74	2701.96
园区开发与运营负债总额	860.05	1282.98	1925.66
产房租金收入	4.42	5.31	5.15
写字楼租金收入	6.11	6.01	5.73

来源：观点指数整理

## 展望

当下，中美贸易关系紧张，2000 亿美元中国输美商品包括化学品、纺织品、食品等关税从 10% 上调至 25%。作为实体经济的承载者，产业地产发展难免会受到影响，未来将面对不确定因素。目前中国部分涉及低端产业链的园区在向泰国、越南等地进行转移，将最后一道工序放在东南亚国家生产，以减少关增收关税带来的负面影响。

此外，中兴、华为事件的发生后，国家支持科技产业发展的力度愈来愈大，大湾区规划、科创板注册制度等多个指示文件的落地，预示着未来科创企业将会在政策资本市场的支持下快速发展。而产业地产作为孵化企业的高效集约平台，必将迎来一个黄金发展时段。

但是新的发展阶段也将面临着新的规则制约，现在产业地产更加注重的是产业，产业导入处于重要地位，产业是地产的结果，而园区产值、税收贡献等则是辅助的检验指标。在新的规则下，过去借产业圈地的取巧行为走到了尽头，曾经喊出“产业地产是暴利行业、回报率高达 800%”的某家企业也已于新三板黯然离场。

这给产业地产行业敲响了警钟，当旧的商业模式不再完全契合产业发展规律时，企业们都来到了选择的岔路口：是“深耕本营”或是“走出去”？是“安守本业”抑或是“转型升级”？

选择并无绝对，但可以确定的是，在这个充满产业地产发展机遇和挑战的时代，唯有聚焦于产业、专注于产业，将产业地产进行到底的企业才能发展壮大。

# 物流地产 红海商机

前段时间，受中美贸易战关系的影响，易商红木传出押后香港上市计划的消息。此前，易商红木计划于6月6日开始全球发售约5.6亿股股份，预计募集资金达91.2亿港元，如若成功，将成为今年以来最大宗香港IPO。这是距宇培、宝湾后又一支计划上市的物流地产企业，预示着企业在物流未来市场做大做强趋势。

物流地产在中国市场方兴未艾，未来蕴含着巨大发展潜力，前期外资企业如普洛斯、丰树等相继围猎中国物流市场；近些年不少房企如万科、远洋以及电商如京东也都大举进入该市场，资管平台平安不动产也早在多年前布局物流地产。

面对商机与挑战，企业间将通过更加灵活的合资、入股、资产整合优化等形式，发挥各自独特优势，协同发展。未来物流地产将会显示出百舸争流的面貌。

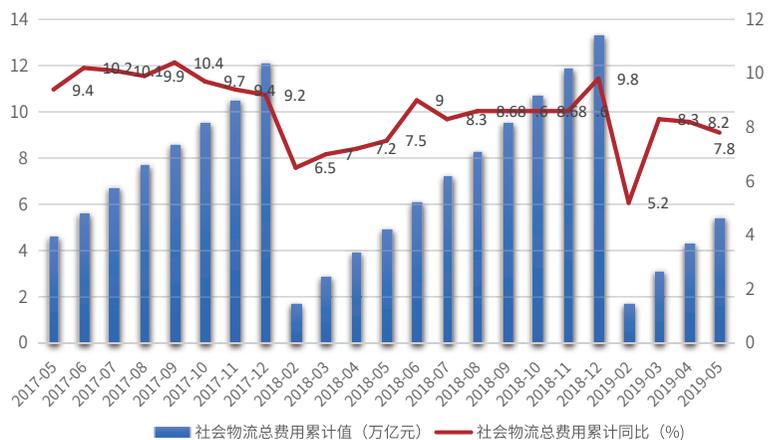
## 中国物流市场发展迅猛

从公布数据来看，中国社会物流总额、总费用逐年上升，2018年中国社会物流总额达283.1万亿元，按可比价格计算，同比增长6.4%；总费用达13.3万亿元，同比增长9.8%。今年前5个月中国社会物流总额创下历史新高，为112.1万亿元，较去年同期增长6.1%；总费用为5.4万亿元，较去年同期增长7.8%。

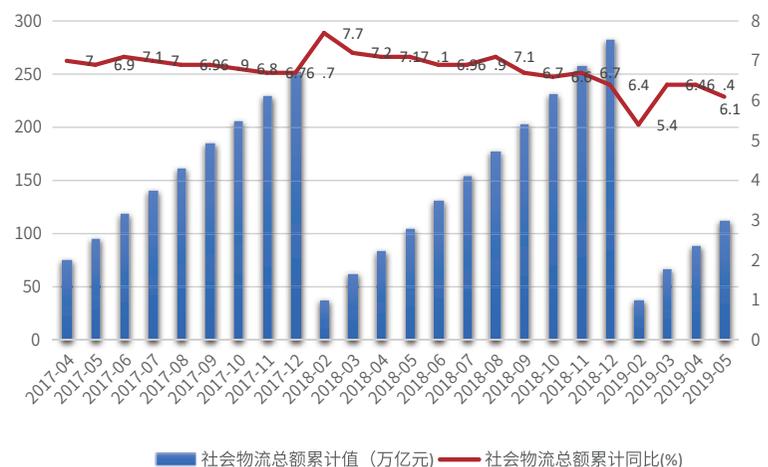
物流行业的发展离不开政策的大力支持，近段时间一系列相关政策法规相继出台，为物流地产的发展营造了良好的发展环境。具体而言，4月2日，国家发改委、交通运输部联合印发了《国家物流枢纽网络建设实施方案(2019-2020年)》，明确了国家物流枢纽网络建设的总体要求、重点工作、申报基本条件、实施程序和组织保障等，根据国家重大战略实施需要，统筹研究确定第一批15个左右国家物流枢纽建设名单。

此外，从今年7月1日起，我国新一轮3000亿元规模的降费将正式落地。这轮降费预计降低物流成本1209亿元，这对需要大额资金投入的物流地产行业来讲，无疑是一个重大利好。

### 2019年1-5月社会物流总费用累计值



### 2019年1-5月社会物流总额累计值



数据来源：中国物流信息中心、观点指数整理

物流政策			
时间	发布部门	政策名称	主要内容
2018年5月	国务院	国务院常务会议	从2018年5月1日至2019年12月31号,对物流企业承租的大宗商品仓储设施用地减半征收城镇土地使用税,取消4.5吨及以下普通货运从业资格和车辆营运证,积极发展公路、铁路、水运多式联运
2018年5月	财政部、商务部	《关于开展2018年流动领域现代供应链体系建设的通知》	强化物流基础设施建设,打造跨区域全国性物流枢纽;发展单元化流通,鼓励托盘、周转箱(筐)、包装箱等物流单元化载具租赁和循环共用体系建设,减少用户自购自用;加强信息化建设,发展智慧供应链。
2018年12月	发改委、交通部	《国家物流枢纽布局和建设规划》	培育协同高效的运营主体,推动物流设施集约整合,增强国家物流枢纽平台支撑能力;建设国家物流枢纽干线网络体系。依托国家物流枢纽加快多式联运发展;在物流用地上,鼓励通过“先租后让”、“租让结合”等多种方式供应土地
2019年4月	国务院	国务院常务会议	从7月1日起,进一步推出包括降低行政事业性单位收费等一揽子降费举措,预计全年将为企业和群众减负3000亿元以上,其中包括降低交通方面成本

来源:观点指数整理

### 仓库供给结构失衡 物流效率有待提高

目前,我国在物流行业效率并不高。我国去年社会物流费用占GDP比例为14.4%,2017年以及2016年该占比分别是14.6%、14.9%,远高于同期美国和日本社会物流费用占GDP比例。截止2018年上半年,我国人均物流地产空间仅为0.7平方米/人,显著低于日本(4平方米/人)与美国(3.7平方米/人)。

物流地产市场高标仓与传统仓供求结构问题是造成物流成本高、效率低的重要原因。

分类	高标仓	传统仓
选址	靠近城市中心或交通枢纽	多位于工业园区和港口附近
结构	单层为高品质结构;多层则为混凝土/钢结构,附带通道/电梯	非标准混凝土/钢结构,多层并无通道
总建筑面积	≥8000平方米	一般≤4000平方米
净高	至少9-12米,单层楼宇更高;多层:1楼及2楼≥9米,3楼≥7米	"1楼:≥6米;其他楼层≥4.5米"
地板承重	1楼及2楼≥3吨/平米	1楼:≥2吨/平米

来源:观点指数整理

我国物流地产存量约9.55亿平方米,处于领先地位,但是优质物流设施存量所占比重仅为5%。这些拥有优质物流设施的高标仓超过2/3分布于长三角、珠三角和环渤海区域,并且呈现出长期供不应求、租金水平上升、空置率低的现象。

而低水平的传统仓则是大量分布在我国多个城市,且被盲目地大量建造。由于这些低水平的传统仓库根本无法满足制造企业、流通企业和第三方物流企业等客户对于现代物流仓储设施的需求,长期处于空置状态,有部分传统仓空置率甚至达到50%以上,严重影响到物流用地的利用效率。

对比传统仓,高标仓有着成本和性能上的优势。以20年为测算期间,使用高标仓的投入成本,比使用传统仓的成本降低约20%;从具体的存货周转数据来看,现代化高端仓储的存货周转天数不到传统仓储的10%,库存SKU能够达到传统仓储的10倍,搜索清点货物时间比传统人工方式减少95%。

但由于我国现代化仓储业起步较晚,市场上大部分仓库都是传统仓,占仓库总面积80%,且传统仓大部分掌握在一些传统的国营企业、蔬菜公司、建材公司手中,在区域上呈小而分散的特点,难以被统一改造;高标仓数量较少,且仓储用地供应紧张,制约了高标仓的大规模建设,使其面临着严重的供不应求。2020年我国高标仓供需缺口预计在1亿平米左右,高标仓将会是未来企业在物流行业中的主要发力方向。

## 物流地产集约平台：物流园区

作为现代物流地产发展中的新生事物，物流园区能够通过建设、运营与管理物流仓库、配送中心、分拨中心等专用物流设施，将众多物流企业聚集在一起，实行专业化和规模化经营，提高物流效率。

因此，政府及企业在近几年中不约而同地将物流园区作为推动区域和城市物流发展的重点工程，给予大力的支持。

这些年来，我国物流园区处在一个快速发展的状态。截至 2018 年，全国物流园区共计 1638 家，比 2015 年的 1210 家增长 35.37%，

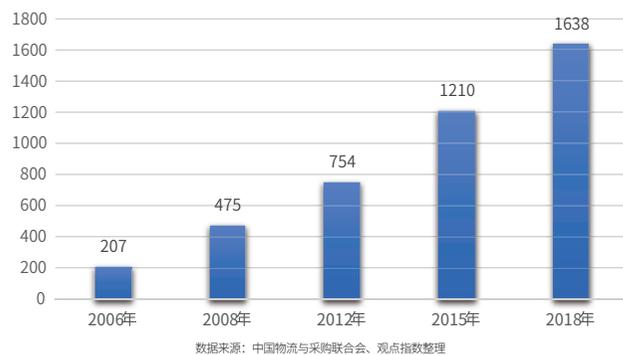
年复合增长率 10.6%。其中处于运营状态的 1113 家，占 67.9%，比 2015 年多出 256 家。这其中大多数的物流园区都是政府主导型的、以物流企业为主体的，外高桥物流园区、北京空港物流园区属于例外情况，是基于其他产业的物流园区。

但从物流用地的供应来看，截至今年第一季度，中国内地仅有 90 万平方米新物流项目入市；另外，由于香港政府活化工厦计划的驱动，未来更多的工厦将会被改建为商用，这将会导致香港未来的物流土地存量减少。

据中国自然资源部 2019 年第一季度全国主要城市地价监测报告披露，工业用地（包括物流用地）的价格上，第一季度，全国 105 个主要监测城市（直辖市、省会城市和计划单列市）工业用地价总体水平为 841 元 / 平方米，同比增长 3.49%。长江三角洲、珠江三角洲、环渤海地区工业用地综合地价水平为 1033 元 / 平方米、1511 元 / 平方米、834 元 / 平方米，同比增速分别为 2.14%、10.04%、4.49%。整体上工业用地的价格保持着上升的趋势，尤其是珠江三角洲工业地价，虽然增速持续放缓，但仍高于其他两大重点区域。

物流土地供应受限、用途改为商用、价格提高等因素，将会制约开发商拿地布局，阻碍物流园区未来的扩张道路。但同样，上述因素也会促进物流行业进行存量改造，以及整个物流地产行业由过去的粗放发展向集约发展演进。

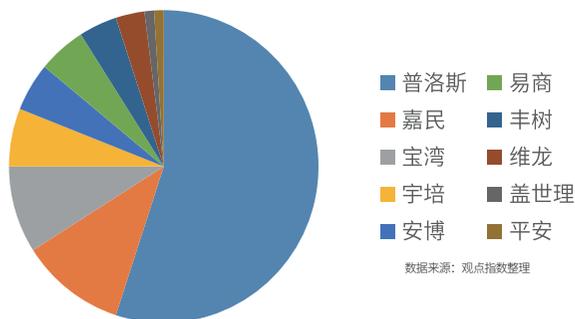
全国物流园区数量（单位：家）



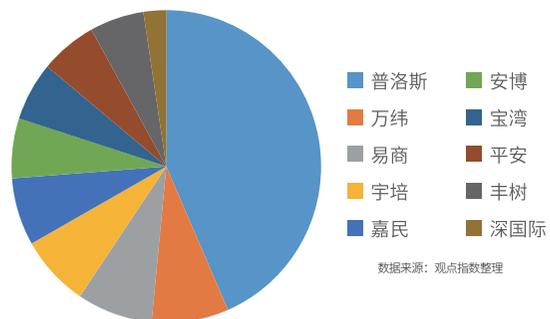
## 物流地产格局：一超多强

物流地产企业大致可分为五类：传统物流地产商、房企、电商企业、快递企业和金融机构。经过多年发展和国内物流地产企业的注资加码，物流地产行业涌现出了一些新面孔，如万纬物流等，打破了以外资为主的行业格局。但目前该行业中的“老大”依旧是普洛斯，依旧保持着“一超多强”的格局。

2015 年末主要物流地产商市占比



2019 年第一季度末主要物流地产商市占比



截止 2019 年第一季度，普洛斯市场份额达到了 33.0%，稳居第一，接下来是万纬、易商、宇培，占市场份额分别为 6.1%、6.0%、5.6%，跟普洛斯差距巨大，嘉民、安博、宝湾、平安、丰树则分别占有市场份额 5.3%、4.7%、4.6%、4.5%、4.3%。

### 普洛斯

普洛斯于 2003 年进入中国市场，是中国目前最大的现代产业园提供商和服务商，截至 2019 年 2 月，普洛斯及旗下品牌环普，在 42 个战略性的区域市场投资、开发并管理着 336 个物流园、工业园及科创园，物业总面积达 3740 万平方米。

2019 年前半年，普洛斯继续扩充合作伙伴，先后与中铝集团、安联不动产签署合作协议，其中安联不动产承诺向普洛斯旗下中国及日本基金投资 6 亿美元。

时间	基金名称	规模(亿美元)
2013 年 11 月	中国物流基金 I	30
2015 年 7 月	中国物流基金 II	70
2018 年 2 月	中国收益增值基金 I	16
2018 年 9 月	中国收益增值基金 II	20

来源：普洛斯官网、观点指数整理

通过合资、基金的方式进行物流地产项目的开发，实现轻资产运营是普洛斯惯用的运营手法。目前，普洛斯在中国设立多支基金，基金总规模达 136 亿美元。其中包括 2013 年 11 月成立的中国物流基金 I，规模 30 亿美元；2015 年 7 月成立的中国物流基金 II，规模 70 亿美元。两只基金普洛斯均持有约 56% 份额。

此外，2019 年，普洛斯有两宗重大资产交易。一宗发生在 3 月 7 日，普洛斯斥资 8.21 亿元收购万通控股 2.05 亿股，交易完成后，普洛斯将成为万通地产第三大股东。

另一宗是发生在 6 月 2 日，普洛斯与黑石集团达成协议，黑石将出资 187 亿美元从普洛斯三个美国基金中收购涉及 1300 座物流物业的资产包，总面积 1.79 亿平方英尺（约合 1660 万平方米）。该宗交易发生之前，市场上曾传出普洛斯打算打包美国业务资产上市的消息。

事实上，这并不是普洛斯与黑石之间的第一次大宗物流买卖。早在 2014 年，黑石也曾与普洛斯完成过一次美国物流资产交易，不过买卖双方角色互换，交易标的是黑石旗下的美国工业地产基金 IndCor Properties，当是交易时点也是 IndCor Properties 拟上市的前夕，黑石最终放弃上市，选择将其出售给了新加坡 GIC 和普洛斯。

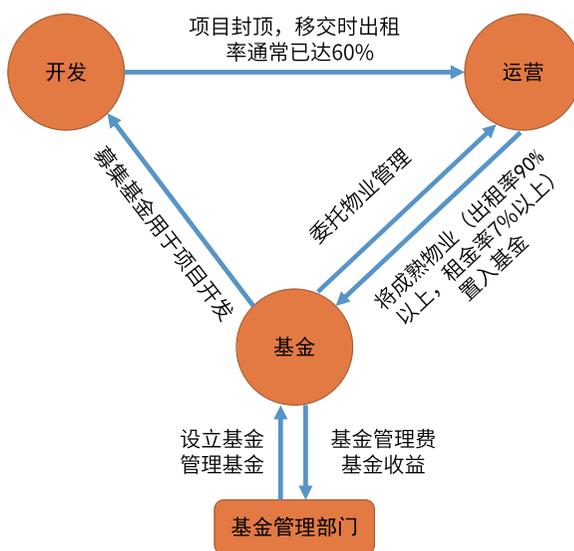
兜兜转转，IndCor Properties 基金里面的工业物业还是回到了黑石的手上，外加上普洛斯经营的美国其他工业物业，在交易完成后，黑石将一举超越安博，成为美国最大的仓储物流业主。至于选择将基金出售而非上市，是因为出售可以获得更高的价格，且实现更快、更高效的套现。

其实，设立、募集基金，收购资产包，置

世界大宗物流资产交易				
时间	出售方	收购方	标的物	成交价格
2019 年 6 月	普洛斯	黑石	美国工业仓储资产	187 亿美元
2017 年 6 月	黑石	中投公司	物流地产机构 Logicor	122.5 亿欧元
2014 年 12 月	黑石	新加坡 GIC 和普洛斯	美国工业地产基金 IndCor Properties	81 亿美元
2014 年 1 月	黑石	中投	英国奇斯威克园区	8 亿英镑

来源：观点指数整理

### 普洛斯运营模式



入设立基金，然后打包 IPO 或者出售，回笼资金，再进行新一轮投资，是典型的“普洛斯（基金+地产）”运营模式。该模式通过物流地产升值、基金与资产管理费用、人民币升值等获取盈利。万科、远洋、苏宁、顺丰以及即将赴港上市的易商红木都是采取这种“基金+地产”的模式。

## 宝湾物流

除了普洛斯这类典型的 PE 运营模式，我国物流地产还有另一种典型的运营模式——自持物业模式。相较于 2-3 年投资回收期的 PE 模式，自持物业模式投资回收期通常都在 10 年以上，会造成严重的资金沉淀，一般适用于资金雄厚的国企或者险资背景企业，宝湾物流就是其中的代表。

在南山控股合并深基地 B 之后，宝湾物流现在是深圳南山控股旗下的高端物流设施投资平台。2018 年，宝湾物流园区业务实现收入 7.5 亿元，同比增长 24.8%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比增长 22.5%。

截至 2018 年底，宝湾物流已进入中国 34 个热点城市，并且布局了 58 个高端物流园区，运营仓储面积近 300 万平方米，规划在建面积超 200 万平方米。

宝湾物流主要通过招拍挂、合作或收购等方式获取项目，资金来源渠道是自有资金或借款。物流项目从拿到四证开始，建设期 12-18 个月，达到稳定运营的成熟期一般需要 2-3 年。不同于 PE 模式，宝湾控股的主要盈利来源并非地产升值和基金管理，而是依靠物流园区日常营运获取长期稳定的仓储服务收入。

针对自持物业模式带来的资金问题，宝湾物流通过资产证券化的方式，盘活优质物流不动产，实现园区沉淀资金的流动。

2018 年 11 月，宝湾物流发行“长江楚越-宝湾物流第 1-X 期资产支持专项计划”获深交所审议通过，拟发行金额共 100 亿元，是同期获批额度最大的仓储物流 CMBS 项目，底层资产是天津、廊坊、昆山、南通 4 个国际物流园区项目。其中第 1 期于今年 1 月 18 日成功设立发行，发行规模 17.89 亿元，优先级票面利率 4.82%。

据统计，今年上半年物流地产证券化的案例有 6 个，相对较多。这得益于物流设施投资净回报率能达到 6%-8%，相比之下，要高于商业地产的 4%-5%，住宅地产的 2%-3%。因此，物流资产在资本市场上往往被给予较高的估值，物流资产证券化难度相对较小，也更受市场欢迎。

## 万纬物流

万纬物流，作为万科集团 2015 年独立出来的物流品牌，凭借着强大房企背景和雄厚资金实力，自成立以来就不断地攻城略地、大肆并购，发展尤为迅速，现在物流行业中占市场份额 5.7%，占据重要地位。

物流地产运营模式		
运营模式	PE 模式	自持物业模式
运作方法	与外部资金设立合资子公司或开发基金进行项目开发	以自有资金或借款购置物业，长期持有、开发运营
占用资金	少	多
收益来源	租金收入、土地增值、基金管理	主要是租金收入、服务收入
代表企业	普洛斯	宝湾物流

来源：观点指数整理

物流地产资产证券化案例			
时间	公司	名称	规模 (亿元)
2019 年 6 月	厦门象屿集团	厦门象屿集团有限公司 2019 年度第一期资产支持票据	12.4
2019 年 6 月	宇培	上海宇培 (集团) 有限公司 2019 年度第一期资产支持票据	6.5
2019 年 5 月	普洛斯	中金-普洛斯租赁 1 期资产支持专项计划	5
2019 年 5 月	光明地产	开源-光明冷链仓储物流资产支持专项计划	6
2019 年 1 月	普洛斯	中信证券-普洛斯仓储物流 2 期资产支持专项计划	15.015
2019 年 1 月	宝湾物流	长江楚越-宝湾物流第 1 期资产支持专项计划成功发行	17.89

来源：观点指数整理

万纬物流规模扩张			
年份	2016 年	2017 年	2018 年
入驻城市个数	20	36	45
运营及在建面积 (万平方米)	250	568	1056

数据来源：万纬物流官网、观点指数整理

2018 年，万纬物流新获取项目 64 个，合计可租赁物业的建筑面积约为 494 万平方米。截至目前，万纬物流进驻城市 45 个，运营及在建项目 134 个，运营及在建总面积达 1056 万平方米，其业务聚焦在长三角、珠三角和环渤海的三大经济圈及中西部重点城市。

冷链是万纬的重要布局方向。万纬于 2018 年 7 月通过收购太古冷链，获得了上海、广州、南京、成都、厦门、廊坊、宁波在内的 7 座冷库，大大增加了冷链资产规模。截至 2018 年年底，万纬冷链已累计进入 11 个城市，典型的冷链园区有沈阳浑南冷链物流园等。

随着消费者对生鲜产品消费需求增加，冷链物流市场规模也将越来越大，预计 2020 年可达 4700 亿元，年复合增速 20%。万纬通过并购太古冷链的手段，提前抢占市场份额。同样瞄准冷链的房企的还有远洋，与万纬不同，远洋是通过 PE 投资、设立基金的方式，战略入股九曳供应链和郑明现代物流，在物流赛道上竞跑。

## 展望

随着新零售消费升级，物流地产的发展高度将会进一步提升。行业中的传统物流地产商、房企将继续在中国各地加码物流资产，阿里、京东等电商企业以及顺丰、三通一达等第三方物流也会积极抢滩物流地产，建设物流仓库、网点等物流设施；当然也会有金融机构如平安不动产、淡马锡等运用熟悉的“投融管退”的手段进行物流地产资本运作。

各个参与到物流行业的企业会根据自身的核心优势，选择不同的运营方向，如万纬通过并购发展冷链仓配；丰树布局企业办公楼；宇培组建全国性物流设施网络等等。同时，面对物流用地供应少、开发前期资金大量沉淀等问题，面对高标仓巨额市场供给缺口的商机，企业间将通过更加灵活的合资、入股、资产整合优化等形式，发挥各自独特优势，协同发展。未来一段时间，物流地产将会显现出百舸争流的局面。

# 物业服务 追逐的赛道

2019 年以来，物业服务企业寻求 IPO 仍然不断。

去年 2 月，雅生活服务、南都物业成功登陆港交所和上交所，点燃了物业服务行业上市的“野火”。碧桂园服务、新城悦、佳兆业物业、永升生活服务，再到今年 3 月上市的滨江服务、奥园健康，一时间，物业服务公司寻求上市成为行业潮流。

无疑，资本对物业服务行业是看好的，投资者对近来上市物业服务企业的市场估值，均给出了较好反应。同时，物业服务行业的“战火”也正在蔓延，从最近物业服务企业所表现出的动作来看，收并购依然成为许多企业增长规模、提升市场影响力的有效途径。

事实上，一些物业公司也正是通过对企业的收并购，实现自身除传统住宅物业以外物业类型的扩张。学校物业、商办物业、医院物业、公建物业、政府机构、产业园区，越来越多的物业种类成为物管公司眼中的兼并标的。

可以想象的是，出现这种现象的原因之一，是物业公司在扩张传统住宅物业的路上已显得无以为继，有住宅开发背景关联方的物业企业愈加庞大，而乐于被兼并的标的则变得更少。

非住宅物业、存量物业的快速增长，让这些企业看到了突围的机会。

不只是这些，有开发背景的企业也在试图尽可能降低对关联方项目的依赖，积极开拓独立第三方市场，项目占比在逐年提升。这种轻资产模式、以企业口碑为基础的拓展方式让一些企业大为受益。

因此，无论是兼并收购，还是第三方市场的拓展，物业服务企业近年来都表现出了不同以往的扩张思路，项目类型更加多元、来源更加多样。物业行业的“战场”向外延发展，而这一波物业服务企业上市潮所引发的行业洗牌或许才刚刚开始。

社会在变化，行业在发展，近几年房地产市场的迅速发展和商业环境的急剧变化，也深刻改变着物业服务行业的格局。

## 非住宅管理面积提升，物业类型更为多元

房地产住宅开发市场经过几十年的发展已逐渐进入瓶颈期，国家统计局数据显示，2017、2018 年全国住宅竣工面积录得连续两年下跌，分别下降 7%、8.1%。这是 2008 年以来，全国住宅竣工面积唯一一次出现的连续下降，且下跌幅度也最大。

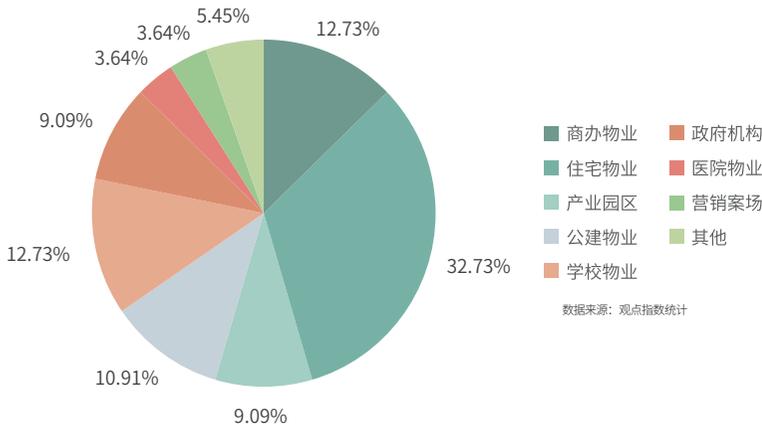
最新一期数据则显示，2019 年 1-5 月，全国住宅竣工面积 18835 万平方米，同比下降达到 10.9%。数据显示，住宅物业的开发进一步放缓，这让物业服务企业不得不把着眼点放到住宅以外的非住宅物业类型。

从项目的拓展上具体看，今年 1-6 月，观点指数研究院监测的 20 家典型物业服务企业，其拓展项目的 67.27% 来自于非住宅物业种类，而住宅物业仅占了 32.73%。当中，这些物业公司所拓展项目，商办物业、学校物业、公建物业项目占比均超过 10%；此外，产业园区、政府机构、医院物业、营销案场占比则分别为 9.09%、9.09%、3.64%、3.64%。

2008 年至今全国住宅竣工及增长



物业服务企业拓展项目物业类型分布

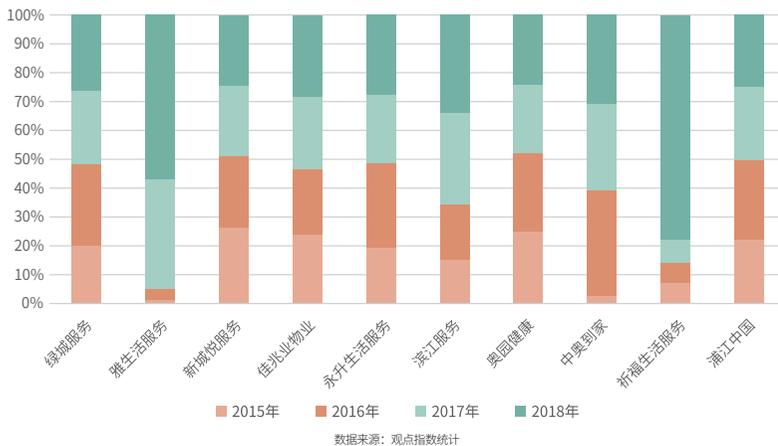


物业公司内部在商办物业方面的布局和动作

企业	动作	目的	代表项目
万科物业	设立万物商企	进军商企市场，寻求规模发展机会；主要业务为商写物业管理，以及政府、企业机构的综合设施管理	深圳创新大厦、上海虹桥万科中心、上海企业天地、东莞长安万科中心
雅生活服务	成立卓森物业管理有限公司	服务于商业经营用途不动产，定位北上广深及武汉等城市高端标杆项目，致力打造专业、高端的商业管理业务板块	青岛华仁国际大厦、青岛金都花园、深圳京基滨河时代广场
南都物业	“南都管家”	在传统物业管理的公共服务的基础上，结合进五星级酒店系统化的服务，使服务更精细、更个性化	望京商务中心、互联网金融大厦、上海绿地新都会、海宁银泰城
永升生活服务	悦泽商办	针对商业办公类物业服务推出的专业化的服务品牌	-

来源：观点指数整理

上市企业非住宅物业管理面积占比变化



事实上，对传统住宅物业的管理，是物业服务行业最初形成的原因之一，住宅物业长时间以来，都是物业公司管理和主要服务的主要物业类型之一。但社会在变化，行业在发展，近几年房地产市场的迅速发展和商业环境的急剧变化，也深刻改变着物业服务行业的格局。

一方面，房地产行业迅速崛起造就了一批“巨无霸”房企，相对应有着住宅开发背景的物业服务企业迅速发展壮大，这使得物业服务行业的规模史无前例地集中，市场上用于拓展及并购的住宅物业变得更少，传统住宅物业的扩张已显得无以为继。

另一方面，社会总体消费水平的提升，为商业环境注入了前所未有的活力，各种类型的商业项目迎来了开发潮。除此以外，写字楼、产业园区、公建、学校、医院等现有的存量物业也在急剧增长，这让物业服务企业看到了突围的机会。

以商办市场为例，此前，第一太平戴维斯披露的 11 个重点城市数据显示，2018 年该部分城市零售市场新增供应量约为 682 万平方米，写字楼新增供应量约为 425 万平方米；预计 2019 年，11 个重点城市还将新增零售、写字楼合计供应超过 1700 万平方米。

与此同时，物流、科技、产业的迅速发展也促使了产业园区在全国范围的建设潮。相关数据统计显示，2018 年，国内共有开发区 2675 家，具体来看，国家级经开区、国家级高新区、省级开发区分别达到 219 家、168 家以及 2053 家。除此以外，大大小小的医院、学校、公建类物业，也成为了物业管理公司开拓市场的主要标的。

物业服务公司物业种类的多元扩张，削弱了住宅物业管理面积的占比。数据显示，上市物业服务企业传统住宅物业管理面积比例不断缩小，商业物业、写字楼、产业园区、学校物业、医院物业、政府机构等非住宅物业管理面积在逐年上升。当中，绿城服务非住宅物业管理面积从 2015 年的 16.8% 上升至 2018 年 22%；雅生活服务则由原来 0.99% 增长至 39.6%。

此外，今年 3 月刚上市的滨江服务，其非住宅物业管理面积比例也从 2015 年的 5.68%，上升到去年底的 12.6%。这些趋势展现出，物

业服务企业都在涉猎更为多元的物业类型，住宅物业的重要性有所减弱。

值得一提的是，相对于其他类型物业，住宅物业面对的业主数量众多，物业企业需面对调解的矛盾也更多，这不仅提高了对物业服务企业管理能力的要求，同时对于企业投入的人力资源要求也是巨大的。

除此以外，行业数据表明，住宅物业平均物业收费则是行业里面最低的，人力成本上升的同时，物业服务企业的利润受到挤压。这一切，也迫使物业服务企业将眼光放长到住宅物业以外。

## 区域扩张延伸，关联方项目依赖减弱

不仅仅局限于物业项目本身，物业服务企业的版图也在不断向外扩张。粤港澳大湾区建设，以及港珠澳大桥、广深港高铁建成通车，在密切了港、澳与内地联系的基础上，也吸引不少物业服务公司前往港澳地区插旗。

上半年，20家典型物业服务企业第三方拓展项目中，89.09%的物业项目仍然来自于内地城市，但值得注意的是，剩下10.91%的物业项目均来自于香港和澳门地区。这当中主要以中海物业签约和中标项目为主，而从拓展的项目种类看，该部分物业包括有住宅物业、政府物业、医院物业、学校物业以及商办物业。

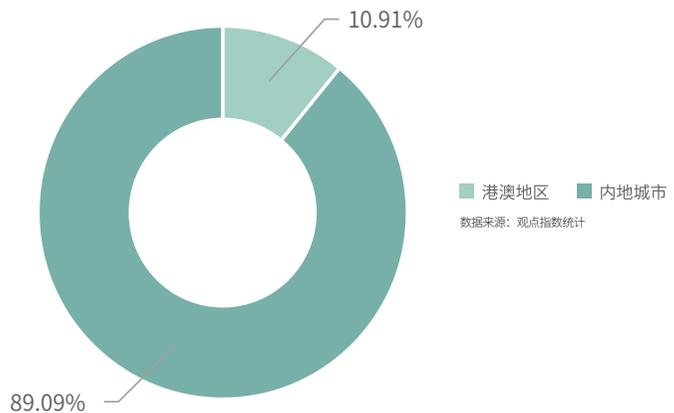
今年2月，中海物业正式进驻香港民政事务局下属新界区域55个项目，提供保安和现场咨询服务；6月，该公司中标澳门大学综合管理服务合约。事实上，中海物业还于去年取得了港澳地区包括港珠澳大桥口岸、西九龙高铁站等设施管理合约。

一方面，物业服务企业加强对商办、政府、学校等非住宅项目拓展的目的显而易见；另一方面，企业也在抓紧对港澳地区市场版图的扩张。资料显示，中海物业业务分布于中国74座主要城市，签约物业项目705个，服务面积超过1.4亿平方米，在管物业类型包括住宅物业、商用物业和政府物业等。

与此同时，除了积极拓展独立第三方项目，收并购依然成为企业扩张规模的主流。4月15日，招商蛇口拟筹划收购中航善达22.35%股份。据了解，中航善达管理面积近5500万平方米，该笔交易构成了物业行业第二大笔收购。

物业服务企业依然在尝试通过兼并收购方式提升自身规模。今年上半年，雅生活服务、中奥到家、碧桂园服务、佳兆业物业、永升生活服务均有收购物业管理公司的动作，其平

物业公司扩展项目地区分布情况



上市物业服务企业 2019 年以来收并购情况

公告日期	收购企业	目的	目标公司在管项目个数	目标公司在管面积 (万平方米)	收购权益	交易代价 (亿元)
2月21日	雅生活服务	青岛华仁物业股份有限公司	38	570	89.66%	1.34
2月26日	雅生活服务	哈尔滨景阳物业管理有限公司	56	978	60.00%	1.14
2月26日	中奥到家	苏州工业园区建屋物业发展有限公司	-	-	66.00%	0.56
3月19日	碧桂园服务	北京盛世物业服务有限公司	-	-	30.00%	0.9
3月28日	雅生活服务	广州粤华物业有限公司	257	3000	51.00%	1.95
3月29日	绿城服务	Montessori Academy Group Holdings Pty Ltd	-	-	56.00%	6720.42 万澳元
4月12日	佳兆业物业	嘉兴大树物业管理有限公司	80	790	60.00%	0.37
4月17日	中奥到家	广西辉煌房地产咨询服务集团有限公司	-	-	51.00%	0.65
4月17日	中奥到家	广西辉煌置业咨询服务有限公司	-	-	51.00%	0.35
5月6日	新城悦	上海数洲信息科技有限公司	-	-	100.00%	0.299
6月18日	永升生活服务	青岛雅园管理有限公司	-	-	55.00%	4.62

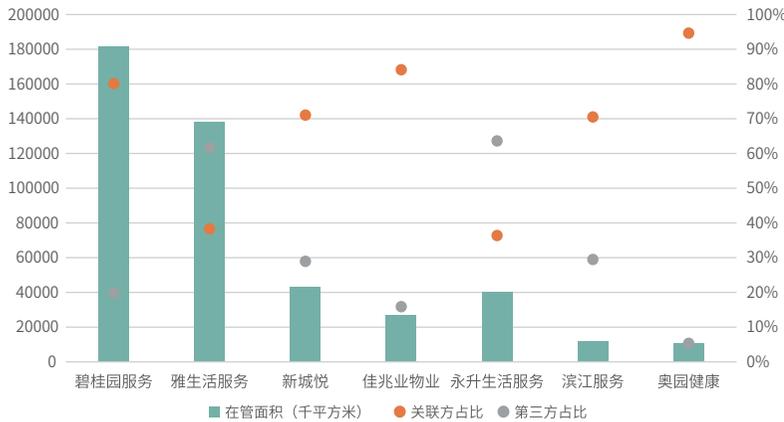
来源：观点指数整理

部分物业公司收购标的涉及业务情况

企业	收购标的	收购时间	目标涉及业务
彩生活服务	万象美物业管理有限公司	2018.02	一般住宅、豪华住宅、办公楼宇、SOHO 及商用物业
碧桂园服务	北京盛世物业服务服务有限公司	2018.11	中高档写字楼、公寓、别墅、工厂建筑等物业类型
雅生活服务	南昌市洁佳物业有限公司	2018.11	省、市机关、金融单位写字楼、医疗系统以及机场、大中医院等
	南京紫竹物业管理有限公司	2018.04	高档住宅、酒店式公寓、别墅、商务办公楼、商场、政府机关、部队院校、工业园区、高速公路、公园等物业
	深圳市京基物业管理有限公司	2018.08	高档住宅、商业、酒店、写字楼等项目
	青岛华仁物业管理有限公司	2019.01	高端写字楼、高档商务楼、精品住宅小区、政府工程、高校园区、工业园区等
	哈尔滨景阳物业管理有限公司	2019.02	高档住宅小区、高端写字楼、商场、行政办公楼、学校、医院、工业园区等物业
南都物业	广州粤华物业有限公司	2019.03	政府机关、写字楼、商业区、工业园、物流园、住宅小区、医院、图书馆、文物单位、外国驻华机构等
	江苏金枫物业服务有限责任公司	2018.06	办公楼、住宅小区、环境卫生等各类物业
永升生活服务	恒太商业管理有限公司	2019.04	专注于发展及经营城市购物中心、主题购物中心、特色街区和文化主题酒店等
	青岛雅园管理有限公司	2019.06	管理位于上海、南京、苏州、青岛等一、二线城市高端商办项目

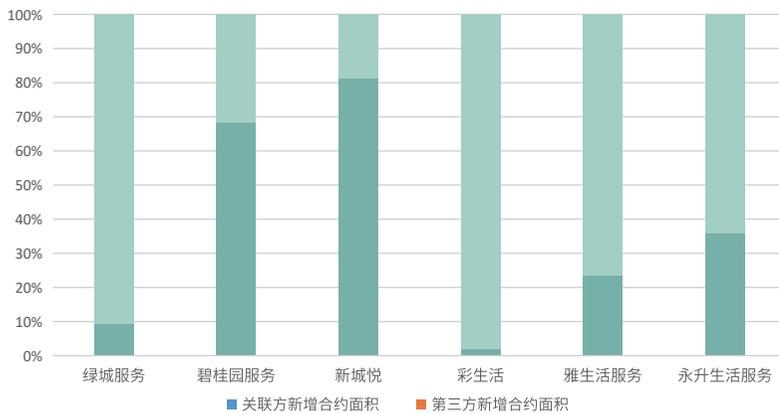
来源：观点指数整理

上市企业在管面积及项目来源占比情况



数据来源：企业年报、观点指数整理

2018 年上市企业新增合约管理面积分布



数据来源：企业年报、观点指数整理

均收购权益在 60% 以上。

在企业强化除住宅以外其他物业类型管理的要求之下，收购方看重的不仅仅是这些标的背后优质的物业项目，而且通过收购，企业也可以快速实现自身除传统住宅物业以外其他物业类型的扩张。

从这些物业公司收购的标的来看，目标公司往往涉及商办、产业园区、学校、医院、政府等物业类型的管理，企业通过收购扩张其管理面积的同时，也可以快速复制其管理经验。

值得一提的是，特别对于物业分拆形式上市的那部分企业来讲，积极寻求对外的拓展，很大程度上也减轻了企业对于关联方的依赖，从而促使其加强市场拓展能力，以及提升服务与市场口碑。

一个较为明显的现象是，物业服务企业管理面积中，有关于关联方的项目面积占比在持续减弱。2018 年，上市企业碧桂园服务、雅生活服务、新城悦、佳兆业物业、永升生活服务、滨江服务、奥园健康关联方在管面积在其所有在管面积中的占比均有所下降。

当中，奥园健康去年在管面积 1043.2 万平方米，虽然其关联方在管面积占比依然超过 90%，但该比例已经由 2017 年的 95.44% 下降至去年的 94.65%，与此同时，奥园健康来源于第三方在管面积的比例则由 2017 年的 4.56% 上升至 5.35%。

值得一提的是，雅生活服务去年第三方在管面积比例为 61.7%，当中包括了收并购的 2935.3 万平方米，而除去该部分管理面积，雅生活服务第三方项目在管面积占比也仍然达到 40.4%。

事实上，如果仅从 2018 年新增的项目来看，不少物业服务企业在项目拓展方面也展示出逐渐摆脱关联方依赖的趋势。数据显示，碧桂园服务 2018 年新增项目面积中，68.2% 来自关联方碧桂园集团，31.8% 合约面积来自第三方新增。而彩生活仅为 2%，剩下 98% 的新增合约面积均来自独立第三方开发商所开发。

### 增值服务与物业 IPO 征途

今年 4 月，国务院办公厅印发《关于推进养老服务发展的意见》，提出要“探索‘物

业服务+养老服务’模式”，支持物业服务企业开展老年送餐、定期巡访等形式多样的养老服务。这为物业公司探索增值服务提供了一个方向。

一直以来，受制于人工成本的增加，作为劳动密集型行业的物业服务利润备受挤压，寻求除传统物业管理服务以外的新利润增长点，成为许多物业公司的共识，这在行业亦成为一种潮流。

从近段时间物业服务行业发展来看，增值服务的探索已初成规模。物业公司的增值服务类型主要可分为两大类：一类是业主增值服务，即社区增值服务；另外一类则是针对非业主客户所进行的非业主增值服务。

梳理来看，目前行业内主流物业服务企业社区增值服务主要包括房屋经纪、社区零售、家政服务、空间运营、社区金融、社区教育、社区养老、社区医疗、车位销售等；而非业主增值服务则主要提供工程服务、案场服务、营销策划、顾问咨询以及拓荒保洁等。

这些增值服务或围绕社区业主，或面对非业主客户，结合企业特点展开，成为物业服务企业新的利润增长点。数据显示，增值服务收入在物业公司的总收入占比虽然依旧低于物业管理服务收入，但收入增长率却在迅速上升。

以雅生活服务为例，其2018年社区增值服务收入的增长率达到183.7%；永升生活服务的增值服务增长率亦达到80.3%，可见物业服务企业增值服务带来的收入贡献在迅速提升。

与此同时，增值服务给物业服务企业带来的高毛利率，也是不可忽略的事实。数据显示，上市物业公司社区增值服务毛利率均超过20%，新城悦社区增值服务毛利率则达到81.7%。

此外，雅生活服务、碧桂园服务、永升生活服务、彩生活等企业增值服务毛利率均超过了50%。而这些企业物业管理服务带来的毛利率最高也不超过40%（碧桂园服务31.9%、佳兆业物业33%）。

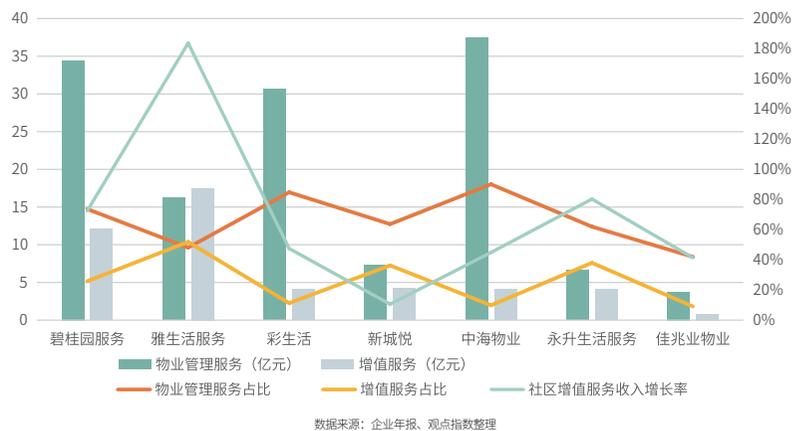
随着行业的发展，更多的业态将被加入进来，从之前简单的社区零售到新近的教育、社区养老，“物业服务+”模式还将撬动起物业公司更多的利润增长点。而这也是物业服务企业盈利及行业竞争力的重要体现。

值得一提的是，物业服务企业走向资本市场仍将是一个趋势。

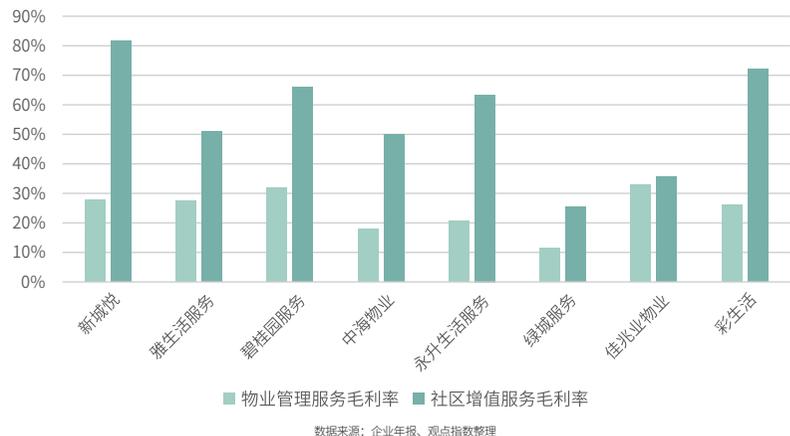
去年至今，已先后有雅生活服务、南都物业、碧桂园服务、新城悦、佳兆业物业、永升生活服务、滨江服务、奥园健康等物业公司赴交易所上市，数量为历年来最多，当中大多为开发商分拆的旗下物业公司。

资本也表示看好，从已上市物业服务企业看，投资者均给出来较好反应。为寻得更好的资本及融资环境，蓝光嘉宝物业、保利物业、天骄爱生活、康桥物业、时代物业、建业新生活、新大正物业、和泓服务、鑫苑物业等一批物业服务企业纷纷走在IPO的路上，物业公司上市的潮流仍将持续。

上市企业物业管理服务、增值服务收入情况及社区增值服务收入增长率



上市企业物业管理服务、社区增值服务毛利率对比



## 关于观点指数研究院

观点指数研究院作为观点地产机构旗下的数据研究部门，长期跟踪房地产企业表现、行业动态、经济走势，并在此基础上捕捉到精准而全面的市场数据，同时结合专业分析，生产原创、深度的企业报告，解读经营策略。

观点指数将实时、准确的数据与深度的分析相结合，采用实地调研、问卷访问、企业访谈、资料检索、历史研究、数量统计等途径，构建独特的观点指数数据分析模型体系，并于全年不同时间点、不同方向、不间断推出各种专业研究报告与行业权威榜单。

基于此，观点指数研究院以全角度视野，把握行业发展走势，对相关资本金融、土地、商业市场等动态、结构、信息，以及复杂的市场和交易数据，进行深入分析。同时，以敏锐的市场眼光，独特的视角，剖析各业态之下的市场万象，如物业、产业、文旅、创新业务等，为企业谋划决策提供参考，共享行业发展红利。



扫一扫，了解指数

## 观点指数研究院

地址：广东省广州市先烈中路 69 号

东山广场 709-715 室

邮编：510095

电话：020-22375222

传真：020-87327723

官方网站：[www.guandian.cn](http://www.guandian.cn)

---

