

明源地产研究院
掘金存量地产研究系列

掘金存量地产

房地产存量经营新生态

明源地产研究院◎编著

中信出版集团

 明源地产研究院
掘金存量地产研究系列

掘金存量地产

房地产存量经营新生态

明源地产研究院◎编著



中信出版集团·北京

图书在版编目(CIP)数据

掘金存量地产: 房地产存量经营新生态 / 明源地产
研究院编著. -- 北京: 中信出版社, 2017.6
(明源掘金存量地产研究系列)
ISBN 978-7-5086-7744-6

I. ①掘… II. ①明… III. ①房地产业-经济管理-
研究-中国 IV. ①F299.233

中国版本图书馆CIP数据核字(2017)第112646号

掘金存量地产: 房地产存量经营新生态

著 者: 明源地产研究院

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)

承印者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 28.75

字 数: 336千字

版 次: 2017年7月第1版

印 次: 2017年7月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-7744-6

定 价: 75.00元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com



早在旧石器时代，居住在黄河下游一带的部落首领有巢氏就教民构木为巢——这可看作是我国历史上最早的房子，从此人们才由穴居过渡到巢居。到西周中期，中国历史上首次出现土地交易，战国时期已经有人买房卖房。到了宋朝，政府开始设立“楼店务”（类似现在的房管局），管理当时的国有住房和市场上的房地产交易。不过，古代重农抑商，并没有纯粹的开发商。直到民国时期，才有商业化的房地产公司。

可是，以前关于房地产的所有历史相加，或许都比不上刚刚过去的波澜壮阔的几十年。“安得广厦千万间，大庇天下寒士俱欢颜”，杜甫曾经遥不可及的梦想，如今已经成为现实。过去30多年，中国累计开发了超过400亿平方米的房地产，其中约250亿平方米是住宅，目前已经有超过一亿户城市家庭拥有了属于自己的“乐巢”。这是开发商在增量开发时代所承载的历史使命，也是对社会最大的价值贡献，正所谓“时势造英雄”。

可是，自2013年新开工面积达到行业顶峰之后，行业已进入新常态——每年10万亿元左右的增量市场依然能保持，但行业净利润向社会平均水平回归，一线城市和不少二线城市的二手房交易量已超过一手



房，房地产市场正步入存量时代！按照2016年的市价评估，中国存量房市场的资产价值约为245万亿元，而且未来随着每年大约10万亿元左右的增量源源不断地转化为存量，以及M2^①的膨胀，存量市场的规模还会不断扩大。这是一块无比巨大的蛋糕！

那么，如何掘金数百万亿元的存量地产市场？其实，回到缔造商业传奇的根本力量——需求，答案变得显而易见。

首先，从宏观的国家层面来看，增量存在天花板，盘活存量是大势所趋。面对全球需求疲软和国内经济增速下滑，拉动内需愈显迫切，无论是民间投资的需求还是个人和家庭消费的需求。这些年，国人在海外“买买买”的壮举频频见诸媒体，说明国内并非没有需求，而是没有满足需求的产品和服务。对房地产来说，继续依靠大规模的开发来拉动需求已经不现实，必须着眼于存量市场的改造升级。诸如城市更新、旧楼改造等盘活存量的方式，不仅符合供给侧结构性改革的主基调，而且可改变城市面貌，再造城市繁荣。

其次，从中观的企业层面来看，存量资产改造和升级可以满足新老企业的需求。我国正处于结构调整和经济转型升级的进程中，在大众创业、万众创新的浪潮中，无数中小企业如雨后春笋般冒出。过去的组织是固定的，而移动互联网时代的信息传递让组织变得微型、不固定和小型化，员工的工作方式也不断变化，加之中小企业的平均生命周期只有十几个月，传统写字楼的运营方式已经越来越难以满足现代化组织的需求。因此，要有联合办公、众创空间等去满足此类需求。传统写字楼关注的是外立面、大堂、空间、层高，联合办公关注的是桌子、人和服务。未来需要更多地去研究组织和人，从内容上去满足新型的组织。

① M2为经济学概念“广义货币”，是流通中的现金、企业活期存款和准货币（定期存款+居民储蓄存款+其他存款）三者之和。——编者注

再次，从微观的个人层面来看，新中产阶级的消费更注重体验和
精神层面。过去，房地产业着眼的都是功能——“用于住的空间”称为
住宅，“用于购物的空间”称为商场，“用于办公的空间”称为写字楼。
这样的时代已经结束。任何产品，在一开始满足了人们的功能性需求之
后，就应该升级到精神层面。当前新中产阶级和新新人类迅速崛起，这
些人都受过良好的高等教育，有着非常丰富的物质资源和财富及心理
的安全感和归属感，生活方式已经从生存/物质消费升级到服务/精神
消费。在这样的大背景下，体验式消费成为创新的方向和新的商业模
式，相应的品牌公寓、主题商业、特色商业街、社区 O2O（Online To
Offline，线上到线下）服务等应运而生。空间也不能仅仅只是一个物理
空间，而必须提供新的内容，成为新的生活方式的载体。

另外，存量市场还需要解决一个根本的问题，就是存量资产所有
权和管理权的分离：资产的持有通过社会化资本（房地产信托投资基金
REITs）的方式，而资产的运营则应通过专业资产管理运营商。通过这
种方式，开发商实现了资产的变现，居民获得了新的投资渠道并享受资
产收益，运营商则可以充分发挥专业化能力，让资产承载并创造更大的
价值。如果说，资产是高山之上的冰川，现金流是奔腾的河水，收益是
河流两岸浇灌出来的花草树木、奇珍异果，那资产证券化（ABS）就是
连接冰川、水流、果木花草的纽带。

好的公司满足需求，伟大的公司创造市场。每一句抱怨的背后都
隐藏着一个未被满足的需求，而每一个需求的背后必然潜伏着一个不
容忽视的巨大市场。阿基米德说：“给我一个支点，我就能撬起整个地
球。”支点很重要，但还要杠杆。对于存量市场，我们认为，消费升级
的需求是支点，资产证券化是杠杆，存量市场则是我们要撬动的蓝海。

因此，全书首先开宗明义地明确了中国房地产增量市场与存量市



场的关系，旗帜鲜明地指出，目前我国房地产业正处于从“增量市场”向“存量市场”的转轨期，转轨期至少具有如下几层含义：首先，尽管增量市场面临增长天花板，增速放缓，但未来十年仍将持续处于高位平台期，仍存在结构性机会，总体看多；其次，增量主导的态势短期并不会发生变化，但随着增量不断地转化为存量，存量基数越来越大，天平正在逐步往存量市场倾斜；再次，存量市场正在逐步崛起，未来存量市场会取代增量市场成为新的主导市场形态，也必将成为“主赛道”和“主战场”，房企必须未雨绸缪，提前应对。

基于上述的重大战略判断，接下来全书按照新空间（主题商业、联合办公、长租公寓）、新服务（社区增值服务）和新金融（资产证券化）布局，既层层递进，又相互关联——新空间为新服务提供了更好的载体和呈现形式，新服务是从“物”到“人”，是构成新空间的最鲜活的一部分；而无论是新空间还是新服务，都需要新金融的杠杆才能被更好地撬动起来。

商场如战场，领先半步是先驱，领先一步成先烈。因为领先半步的人可以绕过领先一步的人掉进过的那些陷阱。虽然存量市场的风已渐起，各类实践也对如何盘活存量做了大量的探索，但是目前市面上并没有一部系统研究存量市场的著作。扬帆存量市场的蓝海，需要灯塔。为此，我们特地创作了此书以抛砖引玉：一方面希望能够给试图进入存量市场的开发商、资产管理公司等提供参考和借鉴，另一方面希望可以借此引发业内的讨论和进一步的研究，为存量市场探索更多创新路径。

该书的面世，我想最大的动因应该归功于明源云董事长高宇先生，高董作为深耕房地产20年的老兵，对行业有着几十年如一日的坚守，对房地产产业链有着深刻体悟，同时对企业发展战略方向总是能够思虑深远，深刻洞察行业、合作伙伴和企业当前市场环境下面临的深层次

问题，每每在行业发展关键时刻做出前瞻性的安排和布局。在房地产存量市场初现峥嵘之际，能够承蒙高董的亲自指点，向行业发出我们的声音，人生之幸莫过于此了。

感谢中信出版集团的王宏静女士，在2016年年底沟通讨论存量地产主题书籍时，我们一拍即合，她认为该书弥补了行业研究的空白，给予了全力支持。感谢分享投资的李梦娜，协同撰写了联合办公这块内容。另外，特别感谢明源地产研究院老前辈姚武、徐颖等一直以来的关怀、指导和鼓励。

中国房地产的未来在哪里？面对数百万亿元的房地产存量市场，答案已经不言自明，我们相信中国正在快速迈入存量市场的“钻石时代”——这是一个没有终点、永续的市场。谁占得先机，谁就更有机会抢占未来存量市场的制高点！当然，存量市场的黄金期才刚刚开始，难免会面临各种各样的问题。对运营商来说，拥有专业化能力和深度运营能力服务好用户，就可以安身立命。能将困难的事情做到并做好，才有可能实现弯道超车，成为巨头，如果很容易，我们的人生意义和独特价值又从何体现？！

是为序！

刘 策

2017年3月30日



序 / III

第一章

增量市场风起云涌，存量市场朝阳初升

第一节 / 中国房地产业正处于从“增量市场”向“存量市场”的转轨期 / 2

一、未来十年增量市场会持续处于高位平台期 / 3

二、中国房地产开始进入存量房时代 / 18

三、存量市场全面崛起需要三大条件 / 24

第二节 / 存量市场的六大新特征 / 30

一、从“增量开发”到“存量改造” / 31

二、从“短平快运作”到“持有运营” / 31

三、从“空间为王”到“内容为王” / 32



四、从“吃硬饭”到“吃软饭” / 33

五、从“+时代”到“家时代” / 34

六、从“产销模式”到“资管模式” / 36

第三节 / 存量市场的四大掘金机会 / 36

一、掘金存量开发：“城市更新”与“楼宇经济” / 37

二、掘金存量运营：新生活、新办公、新商业 / 40

三、掘金社区服务：后服务市场潜力巨大，得用户者得未来 / 47

四、掘金资产证券化：金融崛起，加速盘活存量 / 49

第二章

新空间：存量运营，从“物理空间”到“内容生产”

第一节 商业地产：消费升级下的存量商业物业盘活 / 53

一、从功能商业到精神商业，精神消费成为刚需 / 53

二、商业运营三大痛点：外部冲击、物业缺陷和运营困境 / 54

三、商业地产运营破局方向：业态重组、产品优化和运营创新 / 62

四、商业物业未来的发展趋势 / 101

五、典型案例——日本永旺湖城 / 107

第二节 / 联合办公：提升空间密度和衍生价值的新办公“物种” / 118

一、移动互联网时代的到来与小微企业企业的兴起，催生了

新型办公需求 / 118

二、联合办公四类运营模式与两大关键点 / 123

三、联合办公空间内容生产的四种模式 / 126

四、典型案例 / 152

第三节 / 公寓：租赁是一种新生活方式 / 160

一、市场变了，观念变了，需求变了 / 161

二、四类玩家、两大模式 / 163

三、公寓内容生产的四种形式 / 169

四、公寓内容创新的难点 / 203

五、典型案例 / 206

第三章

新服务：社区O2O，得用户者得未来

第一节 / 社区O2O领域万众创新，三大流派争相斗艳 / 232

一、第三方综合平台 / 233

二、垂直服务平台 / 236

三、物业管理平台 / 238

第二节 / 房企切入社区O2O服务的经验教训 / 242

- 一、经验：打牢根基、善借资源、利用技术与循序渐进 / 242
- 二、教训：杜绝“抢蛋糕”和“甩包袱”心态，线上线下都要强 / 249

第三节 / 房企社区O2O突围的三大方向 / 258

- 一、自建平台，大力发展社区O2O，实现盈利最大化 / 259
- 二、借助外力，与行业先进平台绑定 / 264
- 三、不忘初心，立足于服务地产主业 / 267

第四节 / 典型案例 / 270

- 一、彩生活：把社区服务做到家 / 270
- 二、美国FSV / 279

第四章

新金融：存量资产证券化，从“产销模式”到“资管模式”

第一节 / 资产证券化的基本特点和实施过程 / 290

- 一、资产证券化的基本过程和参与主体 / 291
- 二、资产证券化的主要特征及其本质 / 298

三、资产证券化和传统企业证券化的区别 / 310

第二节 / 当前中国存量资产证券化概况 / 312

一、我国的房地产 ABS 由证监会主管 / 313

二、我国房地产 ABS 的历史与类型 / 316

三、我国房地产存量市场证券化的概况 / 318

第三节 / 资产证券化的交易基础和产品结构 / 328

一、物业费 ABS 的交易结构 / 330

二、租金收益权 ABS 的交易结构 / 334

三、REITs 的交易结构 / 337

第四节 / 实施资产证券化的核心能力 / 343

一、优质基础资产的获取能力 / 344

二、信用增级的能力 / 352

三、收益权的实现和保障机制 / 355

四、投后管理的能力 / 355

第五节 / 资产证券化当前面临的难点和痛点 / 359

一、法律法规不完善 / 359



二、投资回报率缺乏吸引力 / 374

三、专业性人才严重不足 / 378

四、参与机构多，发行效率低 / 382

五、重主体信用，轻基础资产 / 385

六、夹层劣后缺乏专业投资者 / 388

七、二级市场流动性还非常差 / 390

第六节 / 资产证券化经典案例 / 394

一、案例一：物业费ABS——招商创融—金科物业资产支持专项计划1号 / 394

二、案例二：租金收益权ABS——中信—茂庸租金债权信托计划 / 402

三、案例三：国内首单公募REITs——鹏华前海万科REITs / 411

四、案例四：商业“轻资产”代表——凯德REITs+PE模式 / 421

五、案例五：买入、修复、卖出的黑石模式——杠杆收购+IPO / 426

后记 / 437

参考文献 / 439



| 第一章 |

增量市场风起云涌，
存量市场朝阳初升

近年来，“地产下半场”“地产后周期”成为行业关键词，频频见诸媒体。那么到底怎么理解“下半场”和“后周期”？是不是意味着房地产业不行了，“冬天”来临了？尤其自从2014年行业经历调整低潮期，整个行业的“心态”开始变得悲观，加之行业利润下滑、竞争加剧及“互联网+”的外部冲击，导致房企尤其是中小房企在“还要不要做地产，地产开发还有没有未来，中小企业是否会被边缘化”等问题上出现非常不乐观的预期，卖土地，卖项目甚至转行的企业并不鲜见。

越是在大众争议的时候，越需要研究者给出鲜明的观点与准确的判断。我们坚定地认为，“下半场”和“后周期”并不意味着中国房地产市场不行了，而是开启了一个地产新时代。这个“新时代”可以从两个方面来理解：一方面，受人口结构、经济转型及城镇化减速等因素影响，“满园春色”的行业发展景象不再，取而代之是行业分化、城市分化、企业分化，增量市场走向“东边日出西边雨”的大分化时代，牌局变了，玩法变了，但还有得玩；另一方面，随着存量市场价值正逐步被市场所发现、所认同，存量市场正逐步成为市场的一个新风口，新的机会窗口来临。

| 第一节 中国房地产业正处于从“增量市场”向 “存量市场”的转轨期 |

整体来说，中国房地产业正处于从“增量市场”向“存量市场”

的转轨期。那么什么是转轨期？转轨期至少具有如下几层含义：首先，尽管增量市场面临增长天花板，增速放缓，但未来十年仍将持续处于高位平台期，仍存在结构性机会，总体看多；其次，增量主导的态势短期并不会发生变化，但随着增量不断地转化为存量，存量基数越来越大，天平正在逐步往存量市场倾斜；再次，存量市场正在逐步崛起，未来存量市场会取代增量市场成为新的市场主导，也必将成为“主赛道”“主战场”，房企必须未雨绸缪，提前应对。

一、未来十年增量市场会持续处于高位平台期

尽管支撑我国房地产业多年高速发展的土地红利、人口红利现在已经逐渐消失，房地产业开始面临增长天花板，但未来十年随着城镇化进程的推进和改善型需求红利释放，将使得增量开发仍然具备坚实的需求基础，预计将持续处于高位平台期，存在大分化下的结构性机会。

1. 中国房地产增量开发面临天花板，增速显著放缓，行业集中度持续提升

首先，持续多年高速增长的新房市场在达到10万亿元左右的规模后，进入调整期，增速显著放缓。新房市场增速放缓主要原因在于：第一，从经济规律来看，根据人口流动规律，城镇化率低于50%，以从农村进入城市为主；超过50%，则以从小城市进入大城市为主。因此，在我国城镇化率已超过50%的转折点后，人口从三四线城市持续大量涌入一二线城市和核心都市圈，需求出现了分化。第二，从政策因素来看，受核心城市限购限贷政策影响，市场供需错配与结构性矛盾突出。尽管我国一线城市和热点二线城市需求旺盛，购买力强，但受限购限贷影响，需求无法全部释放，同时核心城市新增供应不足，库存持续处于