

商业房地产投资融资指南

陈建明 编著



机械工业出版社

前 言

近年来，商业房地产已成为热点话题，受到市场的极大关注，并且以迅猛盘升的拍卖价格吸引着广大投资机构、普通投资者的目光。

尽管商业房地产投资已成为新的投资热点，但需要指出的是，目前国内商业房地产企业大多数处在商业房地产投资、开发的探索阶段，对商业房地产的投资模式、资金体系、战略融资策略、资金的价值实现等，缺乏足够的了解。如果站在国际化竞争层面考虑，中国的商业房地产投资商、开发商、投资机构、商铺投资者，急需了解商业房地产投资融资体系并对国外成熟的投资模式建立初步的认识，以确保商业房地产投资的短期战术投资融资和远期战略投资融资的需要。

本书针对商业房地产投资融资的各种问题进行了较全面的探讨，并通过与美国商业房地产投资模式、投资体系、融资体系的对比，使读者能够建立对中国商业房地产的现状和未来的基本判断；就中国房地产融资的特征、形式进行了全面介绍，就每一种房地产融资形式做了举例说明；最后，对中国房地产融资的趋势进行了分析。希望国内房地产投资商能把握未来中国房地产投资融资市场的趋势并与商业房地产项目个案的操作相结合，整合出最大化项目价值的投资、融资体系。

另外，本书就商业房地产不同投资、开发阶段的资本结构、资本特点进行了剖析，希望能够为读者提供有益的参考。

作者的视点集中在商业房地产资金体系上，目标也很简单，即全力打造适合商业房地产项目短期竞争力和长期战略价值的金融框架。

衷心希望就本书中所表达的观点与各方专业人士沟通，共同为推动中国商业房地产业的发展而努力。

作者

田源

目 录

前言	
第 1 章 商业房地产的概念、分类	1
1.1 商业房地产的概念	1
1.2 商业房地产与其他房地产形式的对比	2
1.3 商业房地产的类型	2
第 2 章 中国商业房地产的形式及现状	3
2.1 中国商业房地产的主要形式	3
2.2 中国商业房地产的发展现状	4
2.3 中国商业房地产的投资现状	4
第 3 章 国外商业房地产的投资模式	5
3.1 美国房地产资金循环模式	5
3.2 国外商业房地产项目投资模式	6
3.3 美国商业房地产投资商及开发商介绍	6
第 4 章 中国商业房地产投资形式	7
4.1 中国房地产资金循环的形式	7
4.2 中国商业房地产资金循环的主要形式	8
4.3 中国商业房地产项目投资的形式	8
第 5 章 商业房地产投资操作	9
5.1 项目拟选择地区市场条件判断	9
5.2 项目位置选择	9
5.3 项目市场前景、可发展规模及项目定位分析	9
5.4 项目土地取得及政府许可	10
5.5 项目规划设计	10
5.6 项目规划设计方案的市场化调整	10

缘苑	项目的财务核算及资金需求方案、融资方案	缘猿
缘愿	项目设计、市场调整方案及财务方案的系统 化整合	缘猿
缘怨	项目方案的政府许可	缘猿
缘园	项目融资	缘猿
缘员	项目招商或销售	缘猿
缘圆	项目深化设计	缘猿
缘猿	项目招投标	缘猿
缘源	项目施工建设	缘猿
缘缘	项目物业管理	缘猿
第 远章	商业房地产金融的概念及内容	远猿
远员	商业房地产金融的概念	远猿
远圆	商业房地产金融的特点	远猿
远猿	商业房地产金融的形式	远猿
第 苑章	商业房地产融资概述	苑猿
苑员	商业房地产融资的概念	苑猿
苑圆	商业房地产商业计划书编写	苑猿
苑猿	商业房地产建设期私募融资	苑猿
苑源	商业房地产运营期资本运作方案	苑猿
苑缘	商业房地产战略投资商的利润点	苑猿
第 愿章	美国房地产产业基金、投资信托介绍	愿猿
愿员	房地产证券化概述	愿猿
愿圆	房地产投资信托和房地产投资基金的对比	愿猿
愿猿	房地产投资信托介绍	愿猿
愿源	美国典型房地产投资信托	愿猿
第 怨章	中国商业房地产融资现状	怨猿
怨员	中国房地产融资的主要特征	怨猿
怨圆	中国房地产融资的主要形式	怨猿
怨猿	中国房地产融资案例	怨猿

第一章 中国商业房地产融资现状	1
第二章 中国商业房地产融资分析	2
第一节 中国商业房地产融资趋势	2
第二节 中国商业房地产融资新形式	3
第三节 加入 WTO 对中国商业房地产融资的影响	3
第三章 赛睿商业房地产资本模式	4
第一节 赛睿商业房地产资本模式简介	4
第二节 赛睿商业房地产资本模式应用案例	5
附录 产业投资基金管理暂行办法	6
参考文献	6

商业房地产在近年来，逐渐成为房地产市场的热点话题，受到市场的极大关注，而且国际、国内机构投资在商业房地产上的资金近年来也在持续增加。目前，商业房地产热点投资项目种类较多，从超级购物中心（如万达广场、万达广场）到小规模商铺都以不同的方式吸引着市场的关注。

商业房地产受到关注的原因是多方面的：首先，商业房地产的投资收益率得到市场的认可，尤其是运营成功的商业房地产项目商铺的租金较高，底商的单位售价几乎普遍达到住宅、公寓价格的 1.5 倍，甚至更高；其次，商业房地产对于综合项目本身的住宅及公寓项目和周边住宅、公寓项目的价值提升是显著的，符合开发商的投资价值观；另外，从房地产项目市场竞争的角度，公寓及写字楼等传统房地产形式的卖点已经较难深度挖掘，但商业房地产卖点的挖掘刚刚开始，无疑，商业房地产项目的合理引入，对于综合项目、大型房地产项目的市场运作会起到画龙点睛的作用。

以上原因都属于微观原因，从中国入世后商业资本竞争的宏观角度，中国房地产和零售业者务必在有限的市场保护期内大力发展商业房地产业，以争取在有限的时间占领尽可能大的市场份额。截止 2004 年年底，北京零售业占北京 GDP 的比重大约为 15%，但国际同类城市零售业占其 GDP 的比重超过 20% 以上，我们可以想象商业房地产市场所存在的巨大市场空间。尤其需要指出的是，国外商业巨头的优势不仅体现在资本规模，从管理、运营等方面都处于显著的优势地位，所以国内商业房地产的开发几乎成为迫在眉睫的民族事业。

本章首先就商业房地产的概念等基本知识进行初步介绍。

1.1 商业房地产的概念

商业房地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、健身服务、休闲

设施等经营用途的房地产形式，从经营模式、功能和用途上区别于普通住宅、公寓、写字楼、别墅等房地产形式。

商业房地产的形式多样，规模也有大有小。规模大的商业房地产如 **泰裕广场**、**邯郸配尊** 项目，可以达到几十万平方米，规模小的商业房地产项目仅几百平方米，甚至更小。对于规模庞大的商业房地产，其经营多采用开发商整体开发，项目统一经营管理，以收取租金为投资回报形式的模式；对于规模较小的商业房地产而言，大多数项目依然采取在统一经营管理模式下租金回收的方式，但很多小规模商业房地产中住宅、公寓、写字楼等项目的底商和各类商业街、商品市场则采用商铺出售，零散经营的模式。

从商业房地产的功能特点来看，零售、餐饮、娱乐、健身服务、休闲等，有的项目采取各种功能复合经营的方式，有的项目采取部分功能组合的经营方式，当然也有些商业房地产项目则采取某种功能单一经营的方式。零售、餐饮、娱乐、健身服务、休闲等有着决然不同的功能特点，所以牵涉到的规划、设计、结构、机电设备、信息系统等也表现为不同的形式及标准，而且要确保能够实现大规模人流、货物流、资金流及信息流的高效运转。由此可以看出，商业房地产的功能远远超过了普通住宅、公寓、写字楼、别墅等房地产形式。

鉴于商业房地产公共服务的特点，特别强调公共空间的引导作用、功能作用、增值作用，以提升整个项目的价值；鉴于项目长期经营的市场需求，商业房地产的经营在项目整个的经营过程中，必须以动态的方式运营，不像普通住宅、公寓、写字楼、别墅等建设完成、销售完毕就意味着开发过程的结束。

从上述商业房地产的概念以及商业房地产的经营模式、功能特点及用途的介绍可以看出，商业房地产对于国内市场而言虽然属于比较新的地产形式，但其重要地位显而易见。

4.1 商业房地产与其他房地产形式的对比

在过去 20 多年里，中国房地产开发的主要形式为普通住宅、公寓、写字楼、别墅、酒店等，以上各种开发形式的用途相对简单，面对的客户群相对单一——准确地讲，上述各种地产开发形式的成功个案绝大多数是针对小规模、特定客户群的产品。另外，普通住宅、公寓、写字楼、别墅等，则绝大多数采取开发销售的模式，而且出现了产权酒店的开发模式，其资金回收模式相对简单，资金循环体系主要表现为非资本市场化的体内循环方式。

与上述房地产开发形式存在显著区别的商业房地产开发形式，其客户包括两级：一个是商业运营商，一个是消费者。商业运营商不同的经营内容、特色意味着其需求的个性化；所针对的消费者数量庞大，客户群的结构复杂，尽管一些成功的项目在市场定位、市场策略上已经最大限度对主要客户方向进行了确定，但即使同一年龄层次的顾客也存在明显的个性化需求。

就商业房地产的投资模式来看，小规模商业，尤其是居住、办公用途的底层商铺可以采取开发销售的模式，但大型商业房地产则很少采取开发销售的模式，而是采取出租运营的模式。小规模商业房地产的资金循环显然属于非资本市场化的模式，但大规模商业房地产从长期良性运营的角度以及品牌化经营的角度，势必通过资本市场实现资金循环和商业增值的兑现。

鉴于上述原因，普通住宅、公寓、写字楼、别墅等房地产开发形式属于房地产开发中的简单产品，而商业房地产开发无论从客户的复杂程度，还是从投资模式及经营模式上，显然属于房地产开发中的复杂产品。

1.2 商业房地产的类型

商业房地产的分类可以有很多种，本节将按照行业类型、消费行为、建筑形式、市场范围及规模等对商业房地产的类型进行划分。

1.2.1 按照行业类型划分的商业房地产类型

商业房地产按照行业类型可以分为零售功能房地产、娱乐功能房地产、餐饮功能房地产、健身服务及休闲功能房地产等。

零售功能房地产又可以分为诸如百货商场、超市、家居建材、商业街房地产、商品批发商业房地产等功能房地产，以及将上述多种功能集于一身的大型购物中心和 ~~购物中心~~ ~~零售中心~~ ~~零售店~~ ~~零售店~~ ~~零售店~~ 类型的商业房地产。目前大、中型购物中心在国内的发展势头极为强劲。

娱乐功能房地产包括用于电影城、娱乐城、~~运动~~ ~~运动~~ ~~运动~~ 等运营内容的商业房地产。有些采取独体模式，有些则和其他类型的商业房地产融合发展，其发展呈现大规模、复合度高、时尚化的特点。

餐饮功能房地产也呈现独体形式和融合发展的经营特点，其发展表现出明显的“两极化”——大型餐饮和小型餐饮都良性发展。在过去 ~~10~~ ~~10~~ ~~10~~ 多年里，中国餐饮业的高速、持续发展已经成为中国商业发展的典型标志。

健身服务类商业房地产在国内大中城市首先发展，已经成为生活品质的一个标准。依赖国内生产力水平的提高和人们文化水平的提高，休闲类房地产在国内也将有长期的发展空间。

1.2.2 按照消费行为划分的商业房地产类型

商业房地产按照顾客的消费形式可以分为物品业态、服务业态和体验业态房地产，下面予以具体介绍。

(一) 物品业态房地产

物品业态房地产指供消费者购物的商业房地产形式，比如远

杂货店、服装店、书店、大型购物中心，百货商场，超市，家居建材店，工厂直销折扣店，各种室内、室外商业街，以及各种类型产品旗舰店和专业店。物品业态类商业房地产首先强调销售物品，虽然也必然与商业服务紧密相关，但物品是作为其基本经营内容的。

（圆）服务业态房地产

服务业态房地产指为消费者提供服务而获得收益的房地产形式，比如餐饮房地产就属于典型的服务业态房地产。

（猿）体验业态房地产

体验业态房地产指为消费者提供某种身心感受的商业房地产形式，娱乐、休闲类房地产等就属于此类。

对商业房地产进行以上划分，除了便于读者了解商业房地产的形式，更重要的是让商业房地产的投资商、开发商和商铺的投资者了解所投资商业房地产的类型，以及不同类型商业房地产运作模式的不同，便于他们对项目作出正确、理性、科学的判断。

猿 按照建筑形式划分的商业房地产类型

商业房地产按照建筑形式的复合程度可以分为单体建筑和综合建筑。其中，单体建筑指商业房地产项目独立在特定地块上建设，没有其他房地产存在；综合建筑指商业房地产项目只相当于一个综合房地产项目的一部分，周边或上面是公寓、酒店、写字楼等项目。单体建筑形式的商业房地产项目，所面临的问题是纯商业问题，但综合项目里面的商业房地产在项目规划设计阶段还面临多种房地产形式的统一规划问题，如果规划不合理，会影响整个项目的成功运营。

商业房地产按照建筑形式的楼层方案可以分为底层商业房地产、地下层商业房地产和地上层商业房地产。底层商业房地产主要指各种房地产项目底下的商铺，因为房地产客户群的市场支撑，其价值比较容易被市场所认可。地下层商业房地产和地上层商业房地产虽然可视性较差，但因为租金便宜，所以也能得到市

场一定程度的认可。

源按照市场范围划分的商业房地产类型

按照商业房地产的市场范围划分，可以将商业房地产分为：

员 近邻型(小型) 服务于周边消费者。

圆 社区型(中型) 服务于某个居住社区的消费者。

猿 区域型(大型) 客户群辐射项目周边几个社区的消费者。

源 超区域型(超大型) 客户群辐射所在城市的大部分区域。

缘 超级型(超级商业房地产) 客户群覆盖所在城市，乃至周边城市。

以上商业房地产的市场范围有很大的差别，项目的投资商、开发商、商铺投资者在项目操作或项目选择时必须清楚。商业房地产投资要想取得成功，必须对商业房地产的市场情况有足够精确的把握，并对项目科学规划、科学设计，最终实现商业房地产两级客户，即零售商、经营者和消费者的双重需求。

缘按照规模划分的商业房地产类型

按照商业房地产的规模可以将其分为三大类：

员 大型商业房地产 指建筑规模在 苑万平方米以上的商业房地产项目，该类项目的数量相对较少，但市场影响力很大，尤其以美国、亚洲地区为多。

圆 中型商业房地产 指建筑规模在 圆- 苑万平方米的商业房地产项目，其数量较多，所牵涉到的业态种类几乎覆盖所有商业运营形式。

猿 小型商业房地产 指建筑规模在 圆万平方米以下的商业房地产项目，该类商业房地产几乎围绕着人们的生活场所，大范围分布。

对商业房地产按照规模进行划分，是从商业房地产项目投资、开发的角度进行的区分。在后面的章节将按照以上分类方式对大、中、小型商业房地产的投资模式进行专门介绍。

截止目前，国内尚没有很明确的商业房地产定义，原因是多方面的。在国内，零售业和商业房地产往往被人们未加区分地混为一谈，但实际情况是：商业房地产是零售业发展的共生市场，零售业者有的采取自己投资开发商业房地产，自己经营的方式；大多数国内零售业者则采取租赁商业房地产进行经营的方式；当然也有些投资者购买商业房地产（包括商铺）出租或自己经营。本章将就国内商业房地产的主要形式及现状进行详细介绍，以便于读者了解相关问题。

8.1 中国商业房地产的主要形式

目前国内多数商业房地产项目是由开发商投资建设，零售商、娱乐商、餐饮商、休闲设施经营者等租用；也有不少商业房地产项目由开发商自己开发，自己经营；另外一些商业地产开发商采取了项目整体开发，分散出售的方式。无论哪种模式，商业地产开发商必须清楚项目的商业用途，从而确定如何开发。另外，开发商必须按照未来的功能进行合理规划设计。鉴于此，下面按照商业房地产未来的功能对其主要形式进行说明：

8.1.1 百货类商业房地产

指用于百货商场运营的商业房地产形式，通常采用多层建筑，很少超过六层。

8.1.2 超市类商业房地产

指用于超市运营的商业房地产形式，通常采用两层或单层建筑形式。为了便于商品管理，空间布局、电梯布置等具有明显的个性化，不同零售商可能会有迥然不同的建筑要求。

8.1.3 家居建材类 自行组装类商业房地产

指用于诸如宜家、百安居、东方家园等家居建材零售商商业运营的商业房地产形式。鉴于家居建材商品重量、尺寸的特点，该类商业房地产项目在建筑设计上要针对这些特定要求进行专业

设计。

④ 工厂直销折扣店类商业房地产

该类商业房地产形式在国内刚刚出现，如北京燕莎奥特莱斯店。鉴于经营商品主要为品牌服装，所以在建筑上并无太多技术要求，但对服务品质的要求比较高。

⑤ 商业街类商业房地产

商业街类商业房地产在国内的发展历史比较长，有以经营某类商品为特色的服装街、酒吧街、建材街、汽车配件一条街，也有政府规划的体现地域特征的综合业态商业街。从这些街的经营情况看，经营特定类别商品的商业街，成功率更高，而经营综合业态或经营文化理念类商品的商业街，成功率相对较低。

⑥ 商品批发类商业房地产

商品批发类商业房地产主要用于商品批发经营。通常批发经营多低价租用工业厂房或建造简易房等。

⑦ 各类商品市场

现在国内出现的很多电子市场、电器市场、家具城等，都属于该类商品市场。

⑧ 娱乐类商业房地产

娱乐类房地产指用于以下商业内容的商业房地产：电影院、民俗村、戏水乐园、娱乐世界、儿童娱乐场、户外剧场、户外水池广场、剧院、顶层露天幕广场（可举办婚礼或充满文化气息的文化活动）、动物园（可电子电动型）、室内主题乐园、健身俱乐部、视听娱乐馆、撞球俱乐部、高科技娱乐世界等。

⑨ 餐饮类商业房地产

这类房地产包括形形色色的餐饮种类，从快餐到各国餐饮。规模大的餐饮项目达几千平方米，经营内容也千差万别。

⑩ 购物中心房地产

鉴于购物中心对于国内零售业来讲属于较新的业态，在此特进行较详细的介绍。

(员) 购物中心的概念

我国国家质量技术监督局于 2005 年 缘月发布的《零售业态分析》中,将购物中心定义为“企业有计划地开发、拥有、管理运营的各种零售业态、服务设施的集合体。”该分析中指出,其业态结构特点为“由发起者有计划地开设,实行商业型公司管理,中心内设商店管理委员会,开展广告宣传等公共活动,实行统一管理。内部结构由百货店或超级市场作为核心店,以及各类专业店、专卖店等零售业态和餐饮、娱乐设施构成。服务功能齐全,集零售、餐饮、娱乐为一体。根据销售面积,设相应规模的停车场。选址为中心商业区或城乡结合部的交通要道。商圈根据不同经营规模、经营商品而定,设施豪华、店堂典雅、宽敞明亮,实行卖场租赁制。目标顾客以流动顾客为主。”

(圆) 购物中心分类

购物中心按照规模可以分为以下几种:

员 近邻型(小型) 出租面积平均为 苑园园园平方米,入驻商户 员园~ 员园家,商圈内人口为 缘万~ 员万,商圈半径在 员分钟车程以内,主要经营日用品和一般食品,停车位约 员园园辆。

圆 社区型(中型) 出租面积平均为 员园万~ 员园万平方厘米,入驻商户 员园~ 员园家,商圈半径在 猿分钟车程以内,主力店为大型超市或从事批发的商店,停车位约 缘园园辆。

猿 区域型(大型) 出租面积在 员园万~ 苑万平方厘米,入驻商户数量 员园家以上,主力店为大型百货公司或批发店,商圈人口为 园万人以上,停车位 员园园~ 缘园园辆。

源 超区域型(超大型) 出租面积在 苑万平方厘米以上,入驻商户数量 员园~ 员园家,主力店如大型百货公司或批发店有 猿~ 缘家,商圈人口在 缘万以上,停车位数量在 缘园园辆以上。

缘 超级型 出租面积在 员万平方厘米以上,入驻商户数量在 员园~ 苑园家,主力店如百货公司、超市、家居店等 猿~ 远家,商圈人口辐射几百万人,甚至千万人不等,停车位数量在 员园园~ 员园个

左右或更多。如 1985 年开业的世界第一大购物中心——加拿大的辛克莱中心，和 1987 年开业的美国第一大购物中心——西尔斯百货公司就是超级购物中心的典范。

（猿）茶韵孕颀配粤蕴项目的商业组合

单个茶韵孕颀配粤蕴项目，可能包括的商业组合内容有：

员 主力店租户：百货主力店，如西尔斯、梅西、春天、赛特等；超市主力店，如沃尔玛、家乐福、麦德隆等；家居类主力店，如宜家、百安居、宜家家居等；娱乐主力店，如加拿大影院等。

圆 半主力店租户：运动品店、服装旗舰店、书店、音响店等。

猿 娱乐、餐饮设施：诸如玩具反斗城等娱乐设施，以及麦当劳、肯德基等西式快餐店，热带雨林主题餐厅，酒吧餐厅，美食广场等餐饮设施。

源 专卖店：包括国际一线、二线品牌及当地品牌在内的各种专卖店品牌等。

（源）茶韵孕颀配粤蕴运营特点

茶韵孕颀配粤蕴规模宏大的特点，为项目经营成本的降低创造了空间。项目单位经营面积的固定成本随着经营规模的增加，将会明显降低，所以开发商在市场条件容许的情况下，适当增加项目规模，将有利于提升项目的成本优势——并非规模越大，利润越高。当规模达到某种水平以后，规模增加，利润就开始下降，所以开发商能否准确判断这一临界规模，尤显决策的重要性。

商业房地产由管理商对项目进行统一管理，好的管理商将会让成本优势由可能变成现实。另外，管理商对项目进行统一管理，项目统一纳税，鉴于商业房地产项目对所在地区经济的带动作用，项目纳税的税率通常较低，而零售商直接纳税的税率会高于整个商业房地产统一缴税的税率。税收负担降低有利于零售商

的成本降低。

8.1.1 建筑底商商业房地产

建筑底商商业房地产指开发商将写字楼、公寓、住宅底层几个楼层作为商铺进行开发的模式。建筑底商商业房地产属于商业房地产中操作模式较为简单的模式：底商上面的写字楼、公寓等为底商提供最直接的客户群，最大限度降低了项目的市场风险，从侧面说明了目前国内建筑底商市场销售良好的原因。

8.2 中国商业房地产的发展现状

中国商业房地产产业的发展相对滞后，回顾 80 多年的发展，可以揭示中国商业房地产发展的轨迹，也可以发掘中国商业房地产业潜在的巨大机会。

20 世纪 80 年代以前，中国没有商业房地产，商业形态为各种类型的供销社、百货大楼，而且其产权属于国家或集体，经营与场所的投入没有严格的经济关系。

20 世纪 80 年代中后期开始在中国北京、上海等大中城市出现的“购物中心”，严格来讲属于较成规模的百货店，目前已经扩展到各大中小城市。

20 世纪 90 年代初期、中期，这些“购物中心”有些在百货店的基础上，将餐饮、娱乐等设施小规模引入，成为名副其实的购物中心，但大多数规模较小；另外很多香港地产商在北京、上海、深圳等大城市开发了许多香港特色的购物中心，一度引领市场潮流；尤其是超市业态在此阶段陆续进入市场，因为多租用地下室或改建厂房，所以对中国商业房地产的推动很有限，但对整个零售业的推动是显著的；在此阶段，各类商业街（包括室内商业街和室外商业街）和商品市场也进入市场，主要商品类型集中在服装、家用电器、电子、电脑、建筑材料、汽车配件、酒吧街等。