

中国房地产融资策略研究报告

2003 年



北京中经通投资咨询有限责任公司

前 言

2003年，中国房地产业所处的市场环境发生了显著变化，土地招投标制度的实施、房地产信贷政策的收缩、市场竞争的加剧、局部地区“泡沫”的出现，使得多数中国房地产企业在面临巨大的市场机会的同时也面临资金、市场等全方位的风险。

运作土地资源的能力、运作资金的能力和专业化定位建设的能力是房地产企业最重要的三种能力。金融是房地产业的“生命线”，资金途径单一化一直是国内房地产业的软肋。“央行121”政策发布后，对于部分习惯从国内商业银行拿钱，而对其他的金融工具了解甚少的房地产企业，应尽快熟悉新的融资工具，建立多渠道的房地产融资体系，以保证企业的健康发展。

为此中经通投资咨询公司推出《2003年中国房地产企业融资策略研究报告》，该报告系统、深入研究了2003年中国房地产融资的最新渠道，包括房地产产业投资基金、房地产金融信托计划、卖方信贷等金融工具的运作方式和资金成本。并推出金融与房地产经理人联谊会，以协助企业熟悉新的融资工具，拓宽融资渠道。

我们衷心感谢所有参与此项调查的专家，也非常珍惜您的意见和宝贵经验，请根据本报告最后一页的地址信息或电子邮箱：wshen@chintoz.com 和我们联系。

沈 伟

中经通投资咨询公司服务业研究部 经理

2003-11-27

声明

本报告不构成任何投资建议，作者谨以至诚力求其内容和资料的完整性和准确性。文中观点及建议仅作为善意提供，如招致任何损失，概与本公司无关。本报告的版权归北京中经通投资咨询有限公司，如引用本报告内容请与版权单位联系。

目录

第一章 中国房地产业资金需求和供给	3
第一节 资金需求.....	3
一、 房地产项目开发资金需求.....	3
二、 收益性物业投资需求.....	3
三、 按揭证券化需求.....	3
第二节 供给.....	3
一、 银行.....	3
二、 信托.....	3
三、 机构投资者.....	3
四、 基金.....	3
第二章 现阶段中国房地产业融资方式综述	3
第一节 主要融资方式.....	3
第二节 各种融资方式资金成本比较.....	3
第三章 自有资金加银行贷款	3
第一节 银行贷款分析.....	3
第二节 中国房地产信贷政策演变.....	3
一、 房地产开发贷款.....	3
二、 土地贷款.....	3
三、 个人住房按揭贷款.....	3
四、 流动资金贷款等其它方面.....	3
第四章 卖方信贷	3
第一节 卖方信贷简介.....	3
一、 背景资料.....	3
二、 融资前提.....	3
第二节 卖方信贷基本运作方式.....	3
第三节 “卖方信贷” 优点.....	3
一、 以房地产融资创新实现双赢.....	3
二、 实现提前销售.....	3
三、 提供营销题材.....	3
第五章 房地产产业投资基金	3
第一节 房地产投资基金概念.....	3
一、 分析“产业投资基金” 概念是分析立法趋向的前提.....	3
二、“产业投资基金” 概念分析.....	3
三、“房地产产业投资基金” 概念分析.....	3
四、 房地产投资基金的概念.....	3
第二节 房地产投资基金的立法趋向.....	3
一、 立法趋向.....	3
二、 对房地产融资的影响.....	3

第三节 中国房地产投资基金的发展现状.....	3
一、主要房地产投资基金.....	3
二、运作方式.....	3
第六章 信托	3
第一节 信托业概述.....	3
一、信托基本概念.....	3
二、中国信托业的发展历程.....	3
第二节 国外房地产投资信托.....	3
一、美国.....	3
(一) 发展历程.....	3
(二) 分类.....	3
(三) 运作方式.....	3
(四) 投资回报.....	3
二、加拿大.....	3
(一) 发展历程.....	3
(二) 运作方式.....	3
(三) 投资回报.....	3
第三节 中国房地产金融信托计划.....	3
一、发展历程.....	3
二、融资优势.....	3
三、主要问题.....	3
(一) 200 份问题.....	3
(二) 信托产品流通性问题.....	3
四、2003 年主要房地产信托计划分析.....	3
第七章 阶段性股权融资	3
第一节 阶段性股权融资简介.....	3
第二节 阶段性股权融资运作方式.....	3
一、抵押.....	3
二、退出方式.....	3
第三节 阶段性股权融资问题及解决方案.....	3
第八章 上市	3
第一节 中国房地产企业上市的禁止和解禁.....	3
一、政策变化.....	3
二、房地产上市公司收益率不高影响投资者热情.....	3
第二节 收购上市公司或拟上市公司.....	3
一、房地产公司买壳上市历史.....	3
二、典型的买壳上市房地产公司.....	3
(一) 华顿国际入主辽房天.....	3
(二) 北京嘉利恒德房地产开发公司入主湖北车桥.....	3
(三) 北京科技园置业入主万里电池.....	3
(四) 湖北泰跃集团对湖北金环进行重组.....	3
(五) 北京天创房地产开发公司借贵华旅业的壳上市.....	3

二．“买壳上市”对房地产商的好处和主要风险.....	3
（一）风险.....	3
（二）借壳上市对房地产商的好处.....	3
第三节 海外上市.....	3
（一）企业上市过程.....	3
1．上海复地集团.....	3
2．SOHO 中国.....	3
（二）海外上市主要问题.....	3

第一章 中国房地产业资金需求和供给

第一节 资金需求

一、房地产项目开发资金需求

根据我们对 1999-2003 年房地产投资总额和开发商自有资金比例的研究（参见本章第二节），每年约有房地产项目开发投资总额 45% 资金融资需求。在房地产融资渠道单一的情况下，主要通过银行贷款取得。中国银行业不良贷款率很高，成为影响中国经济健康发展的重大隐患。《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出要深化金融企业改革、健全金融调控机制、完善金融 监管体制。单一依靠银行贷款的融资方式必然是监管当局所不想看到的结果，开拓新的房地产融资渠道是不可避免的趋势。

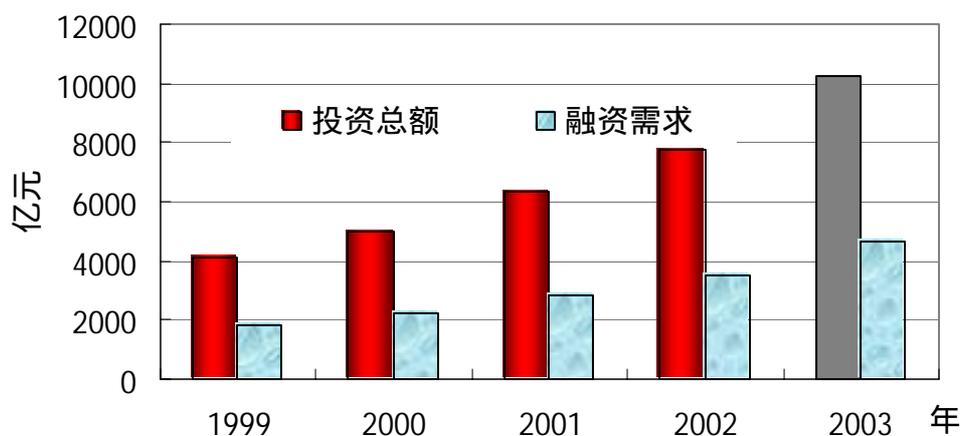


图1 中国房地产开发投资总额及融资需求

注：2003 年数为预测值，投资总额数据来源国家统计局、原国家计委投资司

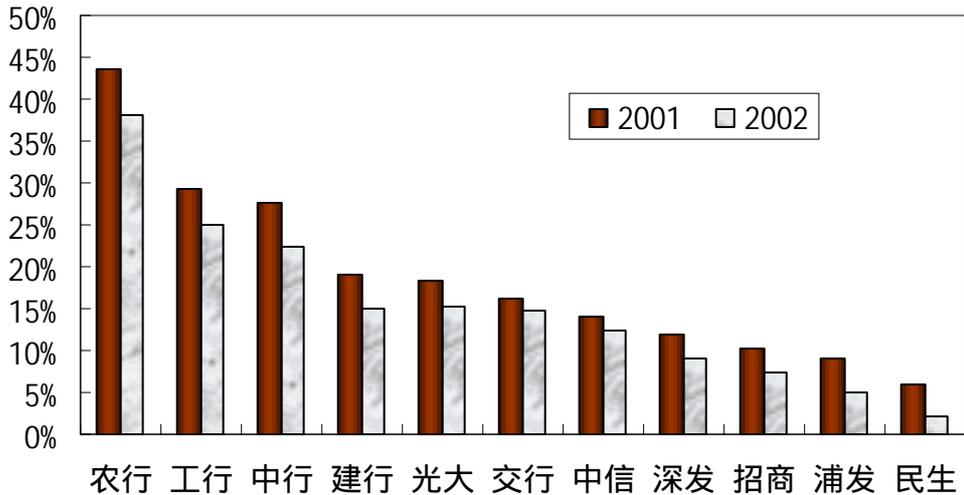


图2 官方公布的中国各银行不良贷款率

注: 其中光大银行、交通银行和中信发展银行的 2002 年数据为高盛预测。

数据来源: 高盛研究

二、收益性物业投资需求

目前中国房地产开发可归为香港模式: 开发全部流程: 从买地、建造、卖房、管理都由一家开发商独立完成, 房地产商主要以“房屋制造工厂”的身份出现, 急于将开发出的地产项目售出以回笼资金。随着民间资本实力的增强, 我们预测未来将有大量的长线资金进入房地产领域, 和房地产管理专业团队共同投资房地产。这种投资模式不是开发项目, 而是购买升值潜力巨大或具有良好收益能力的物业。这样的房地产投资机构可以员工非常少, 但拥有大量收益性物业收益凭证, 从而有比房地产开发商更稳定的现金流, 有更强的抵抗政策风险和经济周期性不景气的能力, 其可预期的现金流也更容易使其实现上市。这种投资者在购买物业时也会有大量的资金需求。

三、按揭证券化需求

截止 2003 年 9 月底, 我国个人住房贷款余额已达 12000 亿元, 约占 2002 年中国 GDP 的 12%。随着中国 GDP 的快速增长和住房按揭贷款比例增加, 个人住房贷款余额预计仍将快速增长。

由于近期按揭贷款属于银行的优质资产, 按揭证券化动力不足, 另外, 从我国按揭利率来看, 我国按揭利率固定, 无转卖空间, 成本高。但从长期来看, 按揭证券化对资金将有巨大需求。

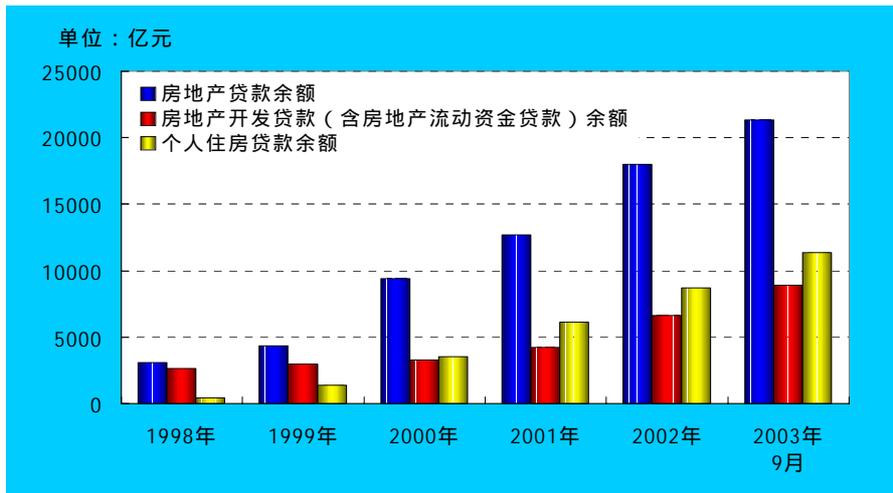


图3 中国房地产贷款余额趋势图

数据来源：中国人民银行

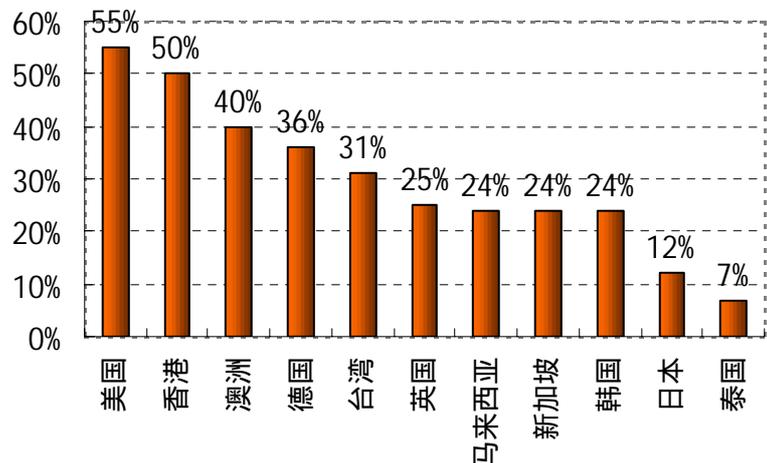


图4 2000/01年住房按揭贷款占GDP比例

数据来源：中经通投资咨询公司服务业研究部

第二节 供给

一、银行

国家统计局的房地产开发投资资金来源统计显示，当前房地产开发投资的主要资金来源是自筹资金和其他资金来源，国内贷款所占比重为 20-30%，根据估算，房地产开发商的自筹资金 10%是由个人住房贷款形成的，其他资金来源大约有 20~30%间接来源于银行贷款，总体测算，房地产开发投资资金约有 45%来自银行贷款。

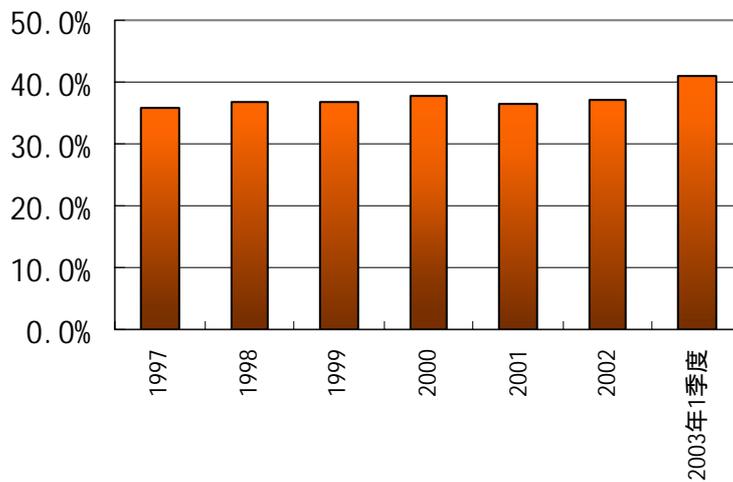


图5 银行贷款占房地产开发投资资金比重变化情况

数据来源：中经通投资咨询公司服务业研究部

金融机构信贷收支统计显示，2002 年末，房地产贷款占房地产开发投资的比重为 49.76%，与国家统计局的结果基本一致，这说明房地产开发贷款中 45%资金来源于银行的结论性是可靠的。清华大学房地产研究所所长刘洪玉认为，房地产开发资金半数来自银行，从开放的角度来看，房地产行业的开发资金有 20%多来自贷款。另外一部分自筹资金和预售收入也有一部分是靠个贷转化过来的，所以估计房地产行的开发资金 50%资金来自银行。和我们的估计基本相符。

另一方面，自 2000 年以来，房地产贷款在金融机构全部贷款中的比重，总体呈现下降的趋势。

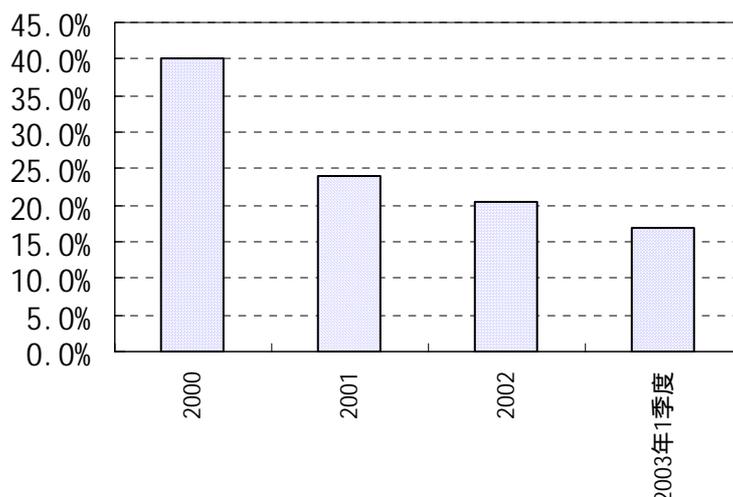


图6 房地产新增贷款占金融机构新增贷款比率

数据来源：《金融统计与分析》

目前房地产贷款高端市场不缺钱，低端市场极度缺钱，中小企业北银行认为风险巨大，得不到贷款支持。一方面政策和人行需要压缩贷款，但市场有巨大需求，供需矛盾极大。

二、信托

根据中经通投资咨询公司服务业研究部对 2003 年 1 - 3 季度出现的信托计划的不完全统计（见第六章），我们认为 2003 年 1 - 3 季度至少有 26 亿资金通过信托计划进入房地产投资领域。

三、机构投资者

根据中国相关法律，不通过银行、信托等金融机构，企业之间资本融合的主要方式是股权投资。机构投资者参与房地产项目融资主要问题在于进入的方式和退出的方式。目前国内投资者对房地产开发的专业性认识不够，加上对房地产开发利润预期过高，导致原先不从事房地产开发的“外行”进入房地产领域，大量机构投资者转变成房地产开发商，对房地产专业性的认识不足会加重房地产局部泡沫。从长远来看，如果能设计合理的阶段性股权融资方式，保证机构投资者的投资收益并以专业团队运作房地产项目，并解决退出机制。机构投资者直接融资将成为房地产融资的重要来源。

四、基金

由于目前房地产开发的资金需求量很大，一些房地产企业也根据各自的资源优势，也纷纷涉足房地产基金业务。中国尚未推出产业投资基金法，证券投资基金目前不能直接投资于房地产项目。多数基金公司是依据《公司法》采用投资公司的模式运作的，而不是以基金形式运作的，然而《公司法》无法规范产业投资基金的相关问题。境外投资在用外债形式和合资形式运作中，往往遇到外债管制、资金出境困难的问题。还有一些不规范的做法，都给这种融资方式带来了很大风险。

根据我们对 2003 年出现一些类基金运作的投资公司的考察，我们认为其融资额占房地产融资的比例还相当低，见第五章分析。

第二章 现阶段中国房地产业融资方式综述

第一节 主要融资方式

以下是我国目前主要的房地产融资方式：

表1. 目前我国房地产融资主要方式

序号	融资方式	备注
1	自有资金+银行贷款	传统融资方式
2	自有资金+信托计划	资金成本比银行高，抵押、担保方式灵活
3	股权融资+银行贷款	通常股权融资成本较高，管理困难
4	自有资金+房地产投资基金	下文详细讨论

当然还有各种融资工具的组合，另外国内银行也推出了委托贷款业务，委托贷款实际上使用的是民间的钱，老百姓基于对银行的信任，委托银行进行管理。由民生银行首推，意为解决中小企业贷款难问题，委托贷款利率加银行中介费，总费用仍然比同期的银行贷款低。所以，对委托方来说，获得的利润比银行高，从使用方来说，付出的资金成本比银行贷款低，双方均合适。存在的问题是道德风险，若是好项目为什么银行不自己贷，而推行委托贷款。委托方存在一定的风险，因为不管出现什么问题，需要自己承担损失。

第二节 各种融资方式资金成本比较

一般来说，房地产融资成本，不仅与融资方式有关，也与开发时间即资金提供的时机密切相关。融资成本随开发时间而变化，一开始最高，随着项目的进展，例如开工证拿到后，融资成本会逐渐降低。根据我们的调查，开发商能承受的资金成本如下图所示：

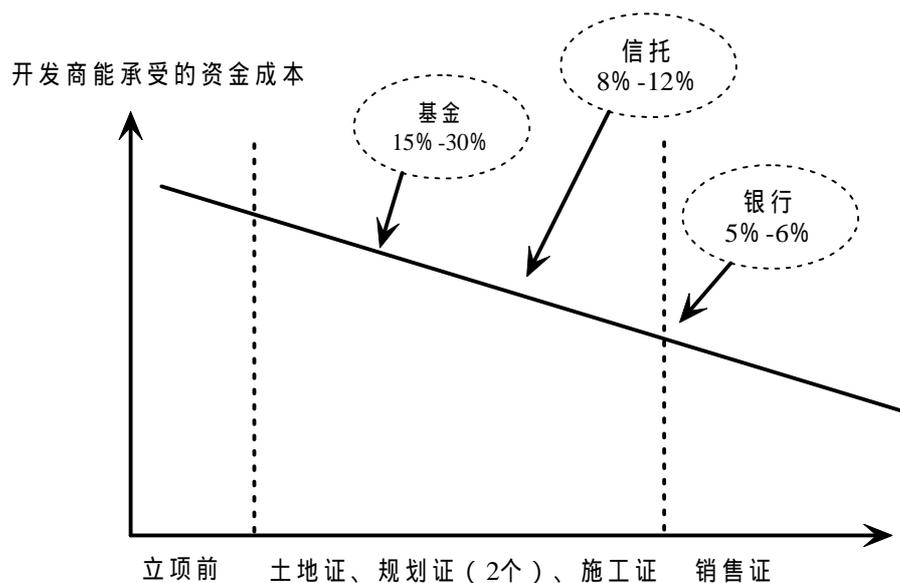


图7 开发商对资金成本的承受能力和项目所处的开发阶段关系

第三章 自有资金加银行贷款

第一节 银行贷款分析

自从 1993 年资本市场关上了房地产企业的融资大门后，房地产企业的外部融资就主要依靠银行贷款这条单一渠道了。在全行业高速发展的浪潮中，较快增长的商品房销售额和持续上扬的房价使房地产企业不断加大房地产的开发投资力度，因而，房地产企业比以往要求更多的银行贷款支持其加快发展，正是在银行的支持下，房地产企业才逐步成长起来，但随着房地产行业的加速发展，企业在房地产开发过程中与银行间的矛盾也不断暴露。

由于房地产过热时开发商从银行筹款比例过高，自有资金到位情况差，银行被动地充当了投资者，对房地产泡沫的形成起到了催化作用。在此情况下，房地产业被列为信贷高风险行业，银行在贷款期限、贷款额度、担保方式和核批时间等方面对房地产企业规定了较为严格的条件。

在传统的银行抵押贷款业务中，银行作为债权人而房地产开发企业作为债务人，毫无疑问要遭遇代理成本问题。简单地说就是房地产开发由于是一个高风险高收益的行业，因此房地产开发公司无疑会尽量利用银行贷款进行开发。这样一旦开发成功，则可以获得理论上极大的收益而一旦开发失败则可以把损失转嫁给商业银行。这种情况在我国房地产发展史上曾多次出现。相反对银行来说，在房地产开发项目成功的情况下将获得正常的利息收益，而一旦发生失败则要承担大得多的本金损失。因此，在利用银行贷款进行房地产开发时风险是极不对称的。正是为了解决这一问题，当前所发放的银行贷款全部为抵押贷款。但事实上抵押物的产生只是一定程度上减小了这一风险而并不能最终消除这一风险。在房地产抵押贷款中仍然存在诸如抵押物风险、内外勾结的欺诈风险等一系列风险。特别是在我国当前评估中介机构以及社会信用体系尚不完善地情况下，这一风险仍相当严重。

去年以来，部分地区房地产信贷投放过快，隐含潜在风险，为防止因房地产业波动导致国民经济发展的大起大落，维护金融稳定，人民银行在 2003 年 6

月 5 日发布了《中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》（银发[2003]121 号），对房地产信贷进行了风险提示，对开发商贷款、建筑业流动资金贷款、个人多套住房贷款等提出了比较原则性的审慎性调控措施，进一步规范房地产信贷市场发展，起到了要求商业银行防范风险的警示作用。央行 121 号《通知》体现房地产信贷政策的变化，使得商业银行和房地产开发商固有的贷款融资模式也受到了一定的限制。

通知要求，房地产开发企业申请银行贷款，其自有资金(指所有者权益)应不低于开发项目总投资的 30%；对土地储备机构发放的贷款为抵押贷款，贷款额度不得超过所收购土地评估价值的 70%，贷款期限最长不得超过 2 年；规范建筑施工企业流动资金贷款用途，商业银行要严格防止建筑施工企业使用银行贷款垫资房地产开发项目；商业银行只能对购买主体结构已封顶住房的个人发放个人住房贷款，对借款人申请个人住房贷款购买第一套自住住房的，首付款比例仍执行 20% 的规定；对购买第二套以上(含第二套)住房的，应适当提高首付款比例；强化个人商业用房贷款管理，借款人申请个人商业用房贷款的抵借比不得超过 60%，贷款期限最长不得超过 10 年，所购商业用房为竣工验收的房屋。

8 月 12 日，国务院下发了《国务院关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（国发[2003]18 号），在充分肯定房地产业已经成为国民经济支柱产业、提出对符合条件的房地产开发企业和房地产项目要继续加大信贷支持力度的同时，明确指出当前我国房地产市场发展还不平衡，一些地区住房供求的结构性矛盾较为突出，房地产价格和投资增长过快，房地产市场的监管和调控有待完善。要求加强房地产贷款监管，严禁违规发放房地产贷款，控制和化解房地产信贷风险，维护金融稳定。国务院 18 号文件和人民银行 121 号文件的目的都是促进房地产市场长期健康发展，防范房地产信贷风险，切实维护金融稳定的局面。今后，人民银行会继续按照国务院部署，密切关注房地产等资产价格的变动，及时防止房地产领域增加不良贷款、产生新的金融风险和对实体经济造成损害。在规范房地产信贷的同时，人民银行会配合有关部门为开发商开辟多种融资方式，特别是通过股权融资、项目融资等方式，支持房地产市场健康发展。

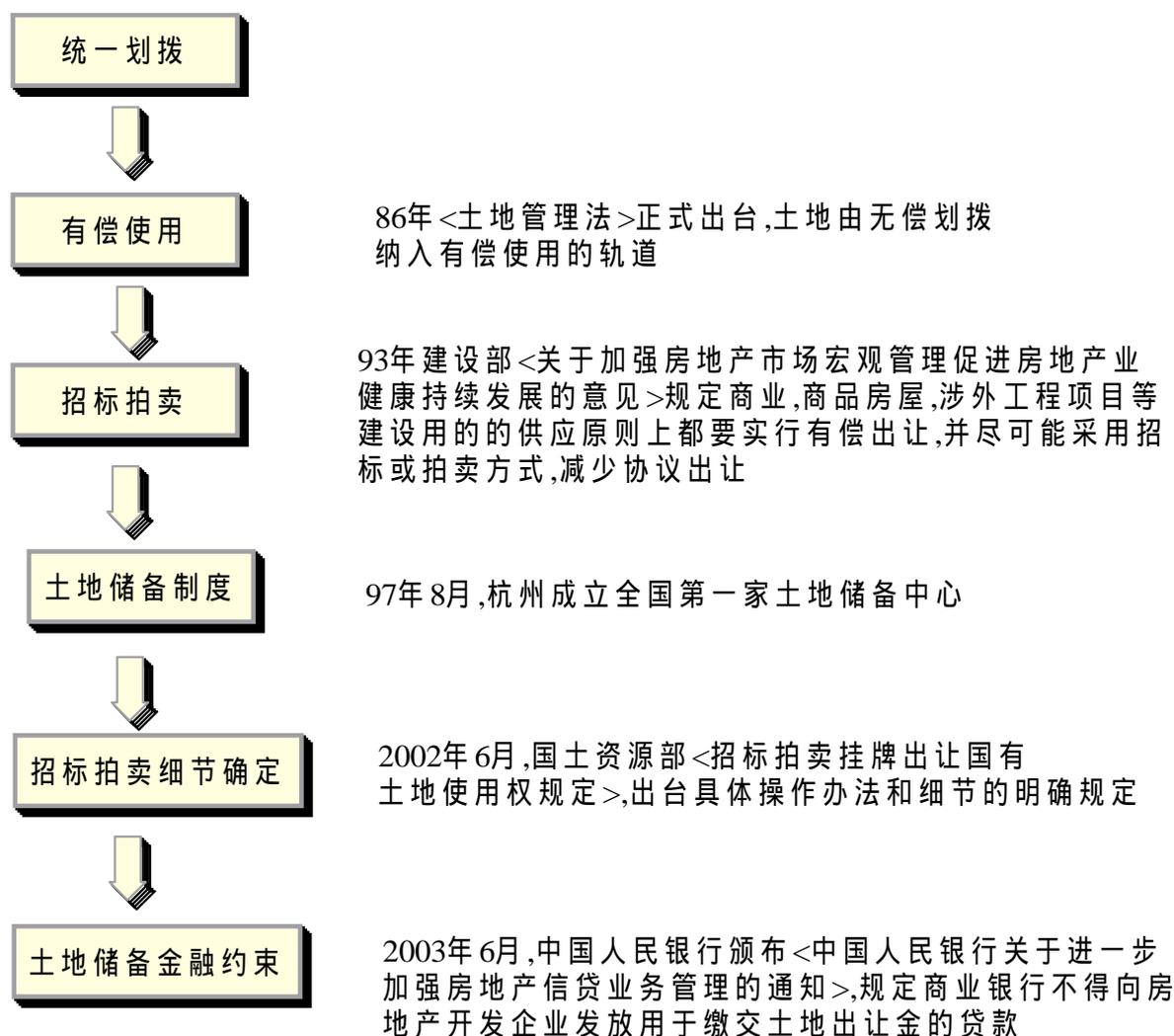
我们有必要回顾中国房地产信贷政策的演变，以对该融资方式的演变有更为深入的了解。

第二节 中国房地产信贷政策演变

一、房地产开发贷款

时间	文件	房地产开发贷款投向	房地产开发贷款条件
1995	商业银行自营住房贷款管理暂行规定	用于建造向市场出售的住房	获得土地使用权，立项文件完备，工程预算和施工计划符合规定，自有资金不低于规定比例。(安居工程只有资金比例为 60%)
1998	关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知	支持普通住宅建设，住房建设四国国民经济新的增长点。	新开工普通住房项目，自有资金达到 30%，且确有销路，安居工程项目，只要符合条件且销售率(含预售)达到 75%，可按自筹资金与贷款 6:4 比例发放贷款
1998	中国人民银行个人住房贷款管理办法	无涉及	无涉及
2001.6.19	中国人民银行关于规范住房金融业务的通知	主要投向适销对路的住宅开发项目	企业自有资金不低于开放项目总投资的 30%，开发项目必须具备四证
2003.6.5	中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知	符合中低收入家庭购买能力的住宅项目，适当限制高档商品房等	重申企业自有资金不应低于开发项目总投资的 30%，开发项目必须具备四证，商业银行发放的房地产贷款严禁跨地区使用。

二、土地贷款



时间	文件	土地贷款
1995	商业银行自营住房贷款管理暂行规定	无涉及
1998	关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知	无涉及
1998	中国人民银行个人住房贷款管理办法	无涉及
2001.6.19	中国人民银行关于规范住房金融业务的通知	无涉及
2003.6.5	中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知	不得向开发企业发放用于缴纳土地出让金的贷款

三、个人住房按揭贷款

时间	文件	个人住房按揭贷款
1995	商业银行自营 住房贷款管理 暂行规定	住房价格基本符合评估的价格 购房首期不低于 30% 借款人有稳定的收入 期限一般不超过 10 年
1998	关于加大住房 信贷投入支持 住房建设与消 费的通知	允许所有商业银行对所有普通商品房办理个人住 房贷款业务 住房贷款主要由主要支持普通住房的开发建设转 向普通住房消费及配套设施建设
1998	中国人民银行 个人住房贷款 管理办法	购房首期款不低于 30%，贷款期限最长不超过 20 年(后延长至 30 年) 永信贷资金发放的个人住房贷款利率按法定贷款 利率(不含浮动)减档执行
2001.6.19	中国人民银行 关于规范住房 金融业务的通 知	购买期房必须是多层住宅主体结构封顶，高层住 宅完成总投资的 2/3 严禁发放“零首付”贷款，抵值比最高不超过 80%。
2003.6.5	中国人民银行 关于进一步加 强房地产信贷 业务管理的通 知	主体结构封顶 购买第一套，首付款仍执行 20% 的规定，购买 第二套及以上的，应适当提高首付款比例。 个人住房贷款情况应登入信贷登记咨询系统

四、流动资金贷款等其它方面

时间	文件	流动资金贷款	建筑企业垫资	个人商业用房贷款	商住两用房贷款
1995	商业银行自营住房贷款管理暂行规定	无涉及	无涉及	无涉及	无涉及
1998	关于加大住房信贷投入支持住房建设与消费的通知	无涉及	无涉及	无涉及	无涉及
1998	中国人民银行个人住房贷款管理办法	无涉及	无涉及	无涉及	无涉及
2001.6.19	中国人民银行关于规范住房金融业务的通知	防止开发企业将流动资金贷款用于开发项目	无涉及	低借比不得超过 60%，期限不超过 10 年，现房	无涉及
2003.6.5	中国人民银行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知	严禁以房地产开发流动资金贷款及其他形式贷款科目发放	严格防止建筑施工企业用银行贷款垫资开发项目	应为竣工验收的房屋 (重申)	一律按个人商业用房贷款执行

我们可以认为，央行的“121 文件”针对下列问题对房地产行业进行调整：

- A．部分商业银行放松信贷条件，违规发放住房贷款
- B．“零首付”个人住房贷款
- C．房地产开发企业通过银行贷款购置土地
- D．哄抬地价、虚假按揭套取现金
- E．部分地区出现的大量高档住宅空置
- F．普通居民住宅供不应求等等住宅结构性失衡

G. 施工企业的垫资行

H. 目前出现的投资过热和结构性问题

第四章 卖方信贷

第一节 卖方信贷简介

一、背景资料

目前北京市商业银行与北京一家房地产开发商推出的“开发商贴息委托贷款”业务，所谓“开发商贴息委托贷款”是指，由房地产开发商提供资金，委托商业银行向购买其商品购房者发放委托贷款，并由开发商补贴一定期限的利息，其实质是一种“卖方信贷”。贴息“委托贷款”，对金融市场和房地产市场都具有重大意义。开发商出资贴息贷款给购房者买房，对承办的金融机构而言，能够有效地规避金融风险，换而言之，风险的承担者由银行变成了开发商。同时，开发商这样的行为发出了变间接融资为直接融资的市场信号，是金融投资工具多元化的一种尝试。

二、融资前提

该融资模式的前提是开发商稍有一定的实力，即投入一定的预定资金做委托贷款，便可获得可观的几乎没有成本的销售融资。开发商通过商业银行，以“贴息委托贷款”的方式提供给购房者贷款，目的在于以弥补“121”文件出台“封顶按揭”造成的消费断裂，规避金融机构风险。

第二节 卖方信贷基本运作方式

开发商以委托贷款进行融资，可谓“君予取之，必先予之”的哲学道理。开发商利用委托贷款进行融资的货币乘数模型如下：

$$\begin{aligned} E &= A * (1 + 20\%/80\%)^n \\ &= A / (0.8)^n \end{aligned}$$

其中，A 为开放商初次投入的委托贷款预定金额，E 为获得回收总房款资金数量，n 为委托贷款的周转次数。

由于开发商委托贷款提供房款 80%的按揭比例，销售后回笼资金中增加了买房人 20%的首付款，如果开发商首笔投入 1 亿元委托贷款，即通过委托贷款

开发商首次回笼销售资金 $E=1*(1+20\%/80\%)=1.25$ 亿元。按照货币乘数原理开发商第二次投入委托贷款 1.25 亿元，根据上述公式：我们得到 $E=1.56$ 亿元；第三次投入后， $E=1.953$ 亿元。我们发现：只要委托贷款周转三次，开发商利用这种方式可回笼资金几乎翻了一倍。也就是实现可用销售融资近 1 亿元。

1 亿元低成本的融资对于开发商来说，既可作为销售利润归入自有资金，也可直接投入工程建设，特别是因为自有资金的提高能够更好地满足开发商 30%自有资金的难题，更容易得到商业银行开发贷款。使得资金链更加的宽余起来。

第三节 “卖方信贷” 优点

一、以房地产融资创新实现双赢

“开发商贴息委托贷款”，对商业银行来讲，通过委托贷款业务既可以规避政策风险、信贷风险，也能获得可观的手续费等中间业务收入；对开发商和购房者来讲，则是资金、住房“双双”得利，因此，该项金融创新不失为一个很好的房地产融资创新模式。

怎样规避金融机构的风险，怎样变间接融资为直接融资，改变投资工具落后的局面，同时弥补封顶按揭造成的消费信贷断裂，开发商变被动应付为主动应对，贴息“委托贷款”就是其主动应对的策略。

二、实现提前销售

按照央行 121 号文件的规定，开发商必须在“结构封顶”时才能取得商业银行的个人购房贷款的按揭，开发商从办得“四证”，并获得销售许可证，到“结构封顶”还需要平均 1 年左右时间，这期间是开发商资金最为短缺的时间，大多数开发商资金断链是在此期间发生的。目前我国商品房销售中 80%以上的购房者是靠贷款才能够买得起房子的，没有住房贷款的支持，房地产开发商很难把房子卖出去，因此央行 121 号通知为开发商提前销售提供了客观的限制。

依靠开发商贴息的委托贷款，可以很好地解决这一问题。开发商“五证”齐全，即使房子只有“咫尺”，也可以通过贴息委托贷款进行销售，这比“结构封顶”才能按揭销售提前了大约 1 年左右的时间。

三、提供营销题材

商家贴息，是很有诱惑力的市场营销题材。如果盖到封顶再销售，每平方米至少上涨 10%，购房者多出了钱，但开发商并没有多挣一分钱，是一个“双亏”的局面。开发商贴息委托贷款使客户能够以最优价格购到最合适的房子，使开发商能够保住项目原有的客户，保住性价比优势，保住经营优势。开发商许诺对购房者在办理购房到结构封顶后转正式的银行贷款前实行 1%的贴息，开发商付出很少的利息贴补，但对于购房者来说，低价买期房再加上提前的贷款利息贴补，大大减少了购房者的成本，这种有实质性好处的市场营销更容易被购房者接纳。

第五章 房地产产业投资基金

第一节 房地产投资基金概念

一、分析“产业投资基金”概念是分析立法趋向的前提

房地产投资基金最敏感的问题无疑是法律监管问题，对房地产投资基金概念进行讨论有助于分析中国政府对该类基金的法律监管态度及将来的立法趋向。

目前媒体流行的一种说法是：“房地产产业投资基金”是“产业投资基金”的一种，“产业投资基金”指直接投资于产业，主要对未上市企业进行股权投资和提供经营管理服务的利益共享、风险共担的集合投资制度。政府对“产业投资基金”态度为先立法再放行，决不允许在立法之前进行所谓的试点，因此《产业投资基金法》的出台与否成为“房地产产业投资基金”发展的最关键问题。

二、“产业投资基金”概念分析

为了分析中国是否会出台及何时出台一部和《证券投资基金法》相对的《产业投资基金法》，进而分析“房地产产业投资基金”的监管政策发展趋向。我们首先需要分析“产业投资基金”的概念的来源及发展，该概念一直是学术界争论的焦点，也曾经是投资基金立法过程中主要问题之一。在投资基金立法过程中，“直接投资基金”、“产业投资基金”、“创业投资基金”等概念的内涵和外延的确定曾是影响立法进程的重要因素。

“产业投资基金”概念的起源，可以追溯到 1993 年至 1995 年间，当时一些海外注册的创业投资机构希望与内地有关机构设立在境外注册但投资到国内的创业投资基金，但当时国内的政策取向是学习日韩经验，通过实施“航空母舰战略”大力发展企业集团，增强国有大中型企业的竞争力。由于“创业投资基金”字眼容易使人想到支持“中小企业”或“民营企业”等当时十分敏感的话题，成为“私人股权投资基金”则容易使人联想到“私有化”，故称为“产业投资基金”^[1]。1998 年 7 月中国证监会编的《证券知识读本》认为“国

内有关部门提出的‘产业投资基金’实质上就是风险创业资本”。相对于证券投资基金而言，该基金投资于产业。

综上所述，笔者认为“产业投资基金”实际上是“创业投资基金”一个模糊的称呼。

三、“房地产产业投资基金”概念分析

美国的房地产开发模式和中国有所不同，由于长线资金、专业团队充足，开发出的房地产以出租为主，出售反而占少数，以获得长期高额回报。因此房地产二级市场非常发达，房地产的收益凭证等各类在公开市场流动的资产，均属于《证券法》调整的广义“证券”范畴，因此国内所称的“房地产产业投资基金”和这类“房地产基金”内涵相差甚远。

四、房地产投资基金的概念

本文所称房地产投资基金，实际上是一种投资于房地产业的集合投资制度，作为集合投资制度，其表现形式可以是投资公司、信托、或合伙企业。由于其本身就可能是独立的法人或经营者，所以不仅可以管理自己的资产，而且可以管理别人的资产，相应地可由《公司法》、《信托法》和《合伙企业法》调整。

第二节 房地产投资基金的立法趋向

一、立法趋向

根据上述分析，《产业投资基金法》能否出台及何时出台值得商榷。房地产投资基金在很长时间内，主要会以投资公司的形式出现。未来，政府可能会出台《创业投资基金法》，对业界关心的资金募集和退出机制进行规范。

二、对房地产融资的影响

采用公司、信托制的房地产基金，将采用私募形式，因受《公司法》和《信托法》的限制，其投资者数量将分别不超过 50 人和 200 份。目前该限制之

所以成为瓶颈，主要因为很少有相应的基金管理公司以优良的业绩获得机构投资者欢迎，考虑到目前大量的资金找不到出路，事实上真正阻碍基金发展的正是基金的业绩表现。

理论上，因为收购的是非上市公司的股权，公募难度较大，私募形式更为合适。

第三节 中国房地产投资基金的发展现状

根据本文对房地产投资基金的理解，公司类和信托类均可归入，我们只对公司类房地产投资基金进行分析

一、主要房地产投资基金

序号	基金名称	发起人
1	精瑞基金	全国工商联住宅产业商会、万盟等
2	伟业资产管理公司	伟业顾问
3	北京世纪华夏资产管理 有限公司	中国五矿、北京首钢集团房地产、北京城建 集团房地产等
4	中国房地产开发基金	首创集团与荷兰国际集团（ING Group）

注：笔者仅对 1、2 两支基金负责人进行了访谈，未对 3、4 进行确认，另据媒体称，2001 年北京万通、台湾大华建设和台湾富邑通三家房地产企业合作在香港注册成立富华通地产发展公司，曾筹集规模为 10 亿美元的大中华房地产基金，但未成功。

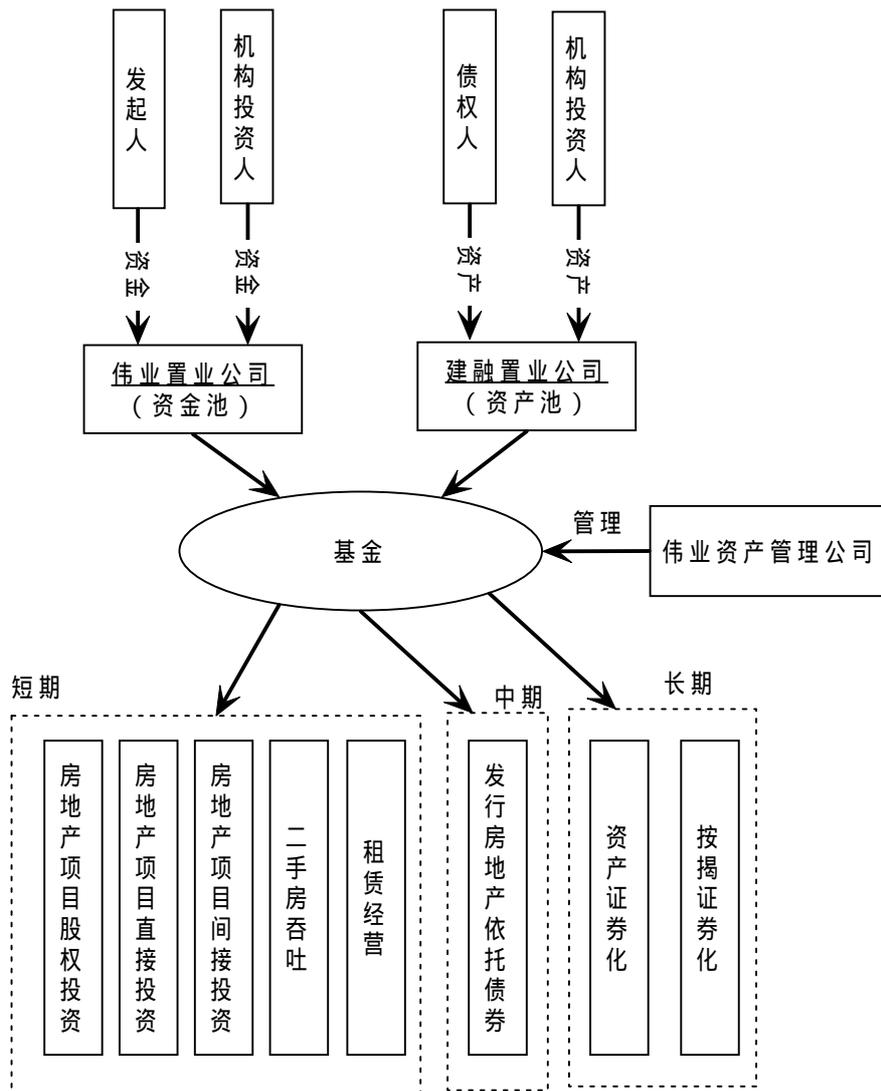


图8 伟业资产管理公司运作方式

二、运作方式

以伟业资产管理公司为例（见上图），有如下特点：

1. 基金形式：采用投资公司形式。
2. 资金来源：主要定向私募，在初期未得到投资者认同情况下，一般为熟人或指定资金用途以使投资者能进一步判断风险。投资者可以资产入资，也可资金入资，资金和资产在满足《公司法》要求的情况下可以分开，股权尽可能分散。
3. 内部运作：所有权与管理权分离，委托专业的管理公司运作，一般收取管理资产总额的 1.5 - 2% 固定管理费，加 20% 利润提成。
4. 主要退出方式：股权投资再溢价回购，给投资者一定回报。

获得较高的收益无疑是基金最核心的问题，开发商对资金成本的承受能力和项目所处的开发阶段有密切关系（见第二章），在销售回款和项目贷款没有落实的情况下，开发商愿意承担较高的融资成本。在北京左岸工社项目中，伟业资产管理公司在开发商土地证没有拿到时提供融资，取得销售证三个月后退出。当然，这需要基金管理人对项目市场前景和风险的判断能力。因此，中国房地产基金管理机构最好为熟悉房地产市场的有实力的中介机构。

第六章 信托

第一节 信托业概述

一、信托基本概念

信托，指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或处分的行为。受托人因承诺信托而取得的财产是信托财产，受托人因信托财产的管理运用，处分或其他情形而取得的财产，也归入信托财产。破产隔离是信托的核心概念，《中华人民共和国信托法》第三章第十五条规定：“信托财产与属于受托人所有的财产(以下简称固有财产)相区别，不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分，受托人死亡或者依法解散，被依法撤销，被宣告破产而终止，信托财产不属于其遗产或者清算财产”。以最大限度保障委托人的财产独立性和安全性。

信托的私密性在于受托人对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务，另外信托的私募性要求不得公开宣传，接受委托人的资金信托合同不得超过 200 份(含 200 份)，每份合同金额不得低于人民币 5 万元(含 5 万元)

二、中国信托业的发展历程

从 1979 年 10 月 4 日中国第一家信托投资公司——中国国际信托投资公司成立后，中国信托业经历了从粗放发展到逐步规范的过程，下表列出了中国信托的发展过程中的主要事件。

表2. 中国信托业发展中里程碑事件

时间	事件
1979年10月4日	中国第一家信托投资公司—中国国际信托投资公司经国务院批准
1986年4月26日	中国人民银行颁布“金融信托投资机构管理暂行规定”，对信托业务资金来源作规定
1993年7月9日	中国人民银行通知要求包括信托投资公司在内的金融机构的设立，均需人行批准
1995年5月25日	国务院批准“中国人民银行关于中国工商银行等四家银行与所属信托投资公司脱钩的意见”
2001年10月1日	《中华人民共和国信托法》正式实施
2002年6月6日	中国人民银行公布《信托投资公司管理办法》
2002年7月18日	《信托投资公司资金信托管理暂行办法》正式实施
截至目前	原先 1000 多家信托公司经过 5 次行业整顿，被允许保留并重新注册登记的仅有 50 多家

根据法规要求，重新登记的信托投资公司，最低注册资本必须达到 3 亿元人民币，经营外币业务的必须有 1500 万美元的等值外汇，并且注册资本中现金必须达到一定比例。实际上，多数新登记的信托投资公司都大大超过了这一底限。

第二节国外房地产投资信托

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

一、美国

（一）发展历程

二战以后，美国房地产业迅猛发展，广大投资者对房地产投资的热情逐渐升温。但由于房地产的单笔投资额巨大，远远超过了一般个人投资者的承受范围，而且房地产属于中长期投资，流动性差，阻碍了投资者的投资需求。当时（20世纪60年代），美国房地产市场的投资工具只有合伙制房地产投资企业和混合型基金等私营房地产投资工具，上述投资工具的融资渠道仅限于银行、中小金融联合会、养老基金和个人投资者，众多的小型投资者由于拥有资本额较小而无法参与房地产市场投资。与此同时，由于房地产资产缺乏流动性、估价不稳定，房地产企业的业绩水平波动剧烈，无法满足投资人规避风险的要求，加上上述投资工具的管理层薪酬体系建立在对房地产企业交易提取管理费用的基础上，导致了管理层和投资人利益不一致，管理费用居高不下。在这种背景下，数以百亿计的传统私人资本流出房地产市场，商业性房地产大幅度贬值，房地产市场发生严重的信用危机。

为了刺激疲软的房地产市场，满足小额投资者投资房地产的需求，当时美国国会认为唯一的途径就是聚少成多，以聚池管理的形式成立房地产的投资信托，这种投资信托专门从事可以带来收益的商业性房地产即房地产证券投资。1960年，艾森豪威尔总统签署《房地产信托投资法案》，标志REITs的正式创立，法案给予REITs税收上的优惠，并运行其上市交易，解决了传统的房地产资产不能流动的问题。

在最初的约30年内，REITs的发展缓慢，主要原因在于REITs的运营仅限于持有房地产，不能运营或管理房地产，而应当委托独立的第三方来对REITs持有的房地产进行管理和运营。由于这样的第三方管理人的经济利益可能通

REITs 的持有人利益不一致，因此 REITs 投资市场并不乐于接受 REITs 这种金融创新，REITs 发展较为缓慢。

1986 年颁布的美国税收改革法案，从两个重要途径上根本改变了 REITs 的投资视角。首先，法案通过限制利息扣除、延长房地产这就年限和限制“帐面损失”彻底减少了利用法案谋求税收转移的潜在机会，其次法案不但允许 REITs 持有房地产资产，还允许 REITs 运营和管理房地产资产，因此 REITs 持有人和管理人的利益趋向一致。1993 年，国会放开了养老基金对 REITs 的投资限制。由于上述改革，REITs 在整个 90 年代发展非常迅猛，数量和市场价值增长迅速。在过去 30 年间，REITs 公司数量增长了 5.35 倍，市场价值增长了 103.7 倍，目前，美国约有 500 多个 REITs，在纽约交易所、NASDAQ 等交易所上市交易的一般称为公募 REITs，其余为私募 REITs，类似共同基金，公募 REITs 的流动性更好。根据美国全国房地产信托联合会的统计，公募 REITs 从 1971 年的 34 支增加到 2002 年末的 176 支，市值从 1971 年的 14.94 亿美元猛增到 2002 年末的 1619.37 亿美元。1998-2001 年间，REITs 业房地产资产并购额 960 亿美元，股权融资 370 亿美元，债权融资 470 亿美元。截至 2001 年 12 月，公募 REITs 资产达到 3360 亿美元。

（二）分类

在美国，根据收入来源的不同，REITs 可分为权益型 REITs、抵押型 REITs、和混合型 REITs 三种基本类型。并衍生出了伞形 REITs 和子 REITs。

权益型 REITs 收购现存房地产或即将开发的房地产作为投资，通常是购物中心、公寓、办公楼、仓库等收益性房地产。通常，房地产拥有人可以与信托公司或投资银行共同组建 REITs，并通过向公众发行受益凭证来募集资金，之后，该 REITs 就可以利用所募集到资金去购买该拥有人的房地产。1961-1967 年法律只允许权益型 REITs 存在，这期间共形成了 38 种 REITs

抵押型 REITs 将所募集到资金用于发放各类抵押贷款，收入主要来源于发放抵押贷款所收取的手续费和抵押贷款利息，以及通过发放参与型抵押贷款所或抵押房地产的部分租金和增值收益。作为一种贷款（尤其是建筑和开发贷款）来源，抵押型 REITs 由于放贷政策受到的管制较少，而且能够直接涉足公

开的证券市场，成为房地产融资的重要来源。尽管其短期借入的资金成本较高，但抵押型 REITs 所发放的贷款的利率比其借入资金的成本高，其中的利差可以保证投资者得到很好的回报。

混合 REITs 同时拥有房地产和抵押贷款作为其投资资产，其收益比抵押 REITs 要稳定，但不如权益 REITs 的收益高。因为持有抵押贷款，其收益会在某程度上受利率变动影响。

（三）运作方式

组织结构：应为公司法人组织，受董事会或信托人的管理

资产要求：至少有 75% 以上为房地产、现金合政府证券，持有某一个发行人的证券不得超过 REITs 资产价值的 5%，不得持有超过某一发行人的流通在外的具有投票权的证券的 10%。对具有纳税主体资格的下属单位的股权投资不超过总资产的 20%。

收入要求：至少 95% 的毛收入来源于红利、利息、租金收入或某些资产出售利得，至少 75% 的毛收入必须来源于租金收入、有抵押担保的债权的利息收入、某些资产的出售利得、或投资于其它房地产投资信托的收入，不得有超过 30% 的毛收入来自于出售持有不足六个月的股票或证券，或持有不足四年的房地产（非自愿变卖或拍卖的除外）

股东人数（100 - 5 原则）：REITs 所有的股票都应流通，可在美国主要的证券交易所上市流通，至少要有 100 名股东，股权投资结构应当分散化，前 5 大股东在每一纳税年度的后半年内，不得持有超过 50% 的 REITs 股份，单个股东持股比例不超过 9.8%（退休基金除外）。

红利分配：给股东的分配必须相当于或超过房地产投资信托应纳税收入的 90%。一开始规定的是 95%，199 年的《REITs 现代化法案》将之降为 90%。

资金来源：发行股票，由机构投资者合社会公众认购，从金融市场融资，如银行借入、发行债券或商业票据等。

(四) 投资回报

1. 投资回报

通过对 1970 - 2002 年间公募 REITs 的研究，美国房地产投资信托联合会发现：从创立以来，REITs 一直具有极具竞争力的市场表现。

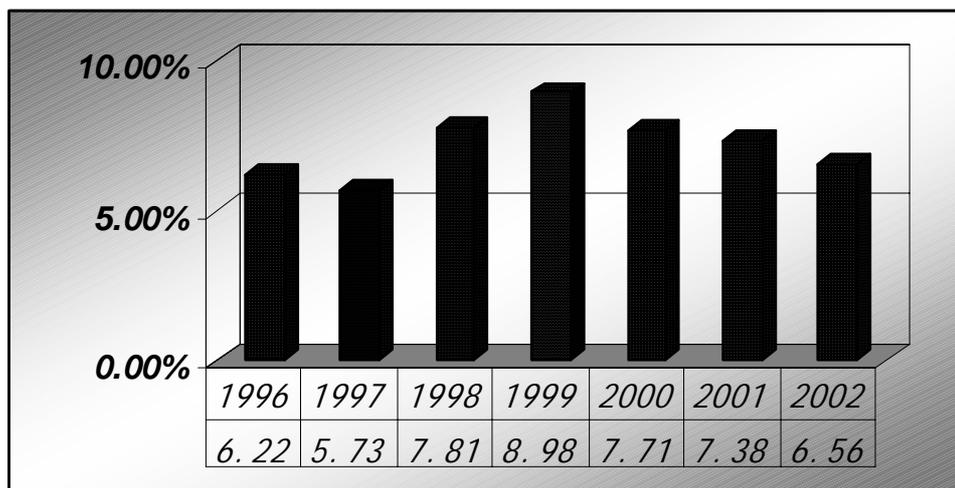


图9 1996-2002年 REITs 的红利率

注：同期的美国政府债券收益率水平为 4.25%

资料来源：中经通投资咨询公司服务业研究部

在最近几年，REITs 的投资收益与 Russell 2000 指数相当，并且超过了固定收益证券和直接不动产投资的收益。1976 - 2001 年，REITs 的收益率达到了 15.2%，高于 S&P 指数（14.0%）和美国公司债指数（9.8%），从波动性看，同时期 REITs 的波动性为 13.6%，小于 S&P500 指数的波动性（15.3%），略高于美国公司债指数（12.3%）。截至 2003 年 1 月，美国股票市场已整体下降 27%，与此相反，REITs 指数却上升了 7%。

2. REITs 股票回报率与其它金融资产相关性

REITs 股票回报率与其它金融资产相关性近年来逐步走低，与小市值股票的回报的相关性从 70 年代平均 0.74 降至 90 年代平均 0.26，与大市值股票的回报的相关性从 0.64 降至 0.25，与长期国债回报的相关性从 0.27 降至 0.16。

二、加拿大

(一) 发展历程

REITs 在加拿大出现较晚，到 80 年代，加拿大还没有真正的 REITs。但是加拿大只有一些房地产共有基金（Real Estate Mutual Fund），它们和股票等 有价证券的持有是类似的，只不过它投资的对象是房地产。共有资金允许投资人以固定的价格去买一定单位的基金，信托证券持有人有权按市场估价或原价赎回共有基金资产。这种共有基金上市 的股份每天在市场上的价格都是稳定的，是由独立的估价者进行年度评估的。

90 年代初，加拿大房地产的价格急剧下降，这时共有基金的问题就暴露得非常明显。

1. 流动性“挤兑”问题

在房地产价格下跌时，共有基金的持有者还可以按上一年评估价格赎回所持有的股权。但是，这种方式对房地产业是雪上加霜。因为房地产是不动产，作为优先资产投入到房地产的资金无流动性，而所有者又可以要求赎回他所持有的股份。往往在这种情况下，要求赎回的人还是比较多的。为了能够及时地把这笔钱还给急于赎回的基金持有者，房地产基金就不得不将他手中的房地产廉价卖出去。这时会进一步加剧房地产市场的不景气，引起整个房地产市场的低价倾销，甚至会导致所有者要求赎回基金股权时，基金没有能力保证都还给投资人。

2. 价格问题

投资者在购买和赎回基金时，是按独立评估者对上一年度房地产的评估价格购买的，它的价格和股票价格不一样，后者每时都在变化。而房地产的估价只是年度估价。从评估之日起，但房地产价格下跌时，就容易出现 问题。如房地产在 1990 年时估价为 100 万人民币，1991 年再评估时为 60 万人民币，这时基金持有者就会发现市场上的房地产价格有下跌的趋势，他要求按照原来他购买价格去赎回他所持有的股份。当房地产价格真正下跌时，就会有大批的基金

持有者纷纷要求赎回。基金不得不为投资者承担本应由投资者承受的损失。如果基金没有足够的资金偿还给投资者，最终结果就是基金资产不得被冻结。

共有基金出现的问题迫使投资人想办法解决，根据加拿大的普通法律，发现 REITs 是解决问题的最好方法。加拿大转向发展封闭式房地产投资信托基金形式，取消基金单位持有者赎回的权利，但基金可以在多伦多股票交易所上市。

和美国不同，加拿大的 REITs 是以基金的形式出现的，它需要把原有的共有基金的形式转化成 REITs 形式，这种形式使得 REITs 持有者没有权利要求赎回。但是除了转化赎回方式外还有另外一种转化方式，就是上市 通过股票交易上市他所持有的基金单位。基金持有单位的价格波动就不是依赖上一年度作出的资产评估报告，而是依据资金本身价值和市场供求关系而定了。

经过约 10 年的发展，截至 2001 年 12 月，共有上市的“收入型”信托投资基金（包括投向基础设施的基金）50 个，总市值 330 亿加元（约 1750 亿元），其中共有 15 个房地产投资信托基金，市值大约为 90 亿加元（约合人民币 480 亿元）

（二）运作方式

到 90 年代中期，随着加拿大 REITs 基本成熟，REITs 呈现内在化管理特点。有自己的信托人和管理体系，对于特别的商业计划他们往往进行专门的研究，投资于他们愿意合伙的房地产业，尤其是专门从事住宅建筑的行业，临沂些基金可能会专门从事商业房地产的开发。在发展过程中，还形成了一系列金融规则，如定期分配利润给投资者，还有一条非常重要的就是要保证持续、稳定地分配给投资人相应的利润，以此吸引更多的投资，使 REITs 在市场上得到更好的发展。

从 90 年代中期房地产基金变得成熟，REITs 形式在加拿大已经被验证是非常成功的，到目前为止，已成为公众投资者的首选。根据业绩显示，他可以为这些投资者提供非常有竞争力的回报。已经比加拿大上市的房地产公司回报收益更高。

（三）投资回报

在加拿大，银行存款的收益率为 2 - 3%，国债投资的收益率为 5%，即使是长期国债，也只能拿到 6% 的收益率。如果投资到 REITs，就可拿到 12 - 15% 的安全稳定的投资收益，现在加拿大大多数 REITs 持有者是个体投资者，约占 65% - 70%。而且对 REITs 的收益所征税率比一般的投资者在银行或其他债券低。

第三节 中国房地产金融信托计划

一、发展历程

信托投资公司的业务跨越资本市场和产业投资两个领域，在利用社会资金、启动民间直接投资方面大有可为。我国的资金信托业务就其资金运用可以分为三大种类：一是基金性资金信托，比如证券投资基金信托、养老金基金信托等；第二类是投资性资金信托，比如信托投资、委托投资等；第三类是贷款性资金信托。目前北京、上海两地推出的信托投资计划，就基本形式而言，属于贷款信托一类，还不是真正意义上的信托投资。贷款信托又叫贷款信托投资，是资金信托的主要运用形式。

贷款信托就是为了货币利值而做的信托，这一点与银行存款和其他投资方式相同，但也有其不同之处：首先，贷款信托是一种带有变动利息的金融产品。自从贷款信托制度建立以来，便以实际获益分红为原则，并且确实实现了高利润成绩。因此它比银行存款风险大、获益高。其次，贷款信托利率水准的上下浮动，一般受投资项目资金需求情况的影响。在基建项目或其它适于作信托投资计划的企业资金需求大量增加，信托业者的资金贷放额就高，反之，这便是导致利率水平上下浮动的原因，它会直接影响信托受益者的收益。再次，尽管《资金信托管理办法》规定了不许受托人承诺保证资金信托的本金和最低收益，但真正的贷款信托本金是有保证的。信托公司在接受委托时，一般会立下本金保证契约，而且信托公司所建立的法定准备金制度，其中一部分是作为委托者保本基金。北京国际信托投资公司推出的“CBD 信托计划”，强调了它的低风险、高收益的特点，在介绍项目时还特别指出朝阳区政府以财政担保保证本金的安全和承诺的收益。这些都符合贷款信托的特点。上海爱建信托投资公司和上海国际信托投资公司的信托投资计划也都有政府财政的担保。为什么信托投资公司新出台的资金信托会选择从贷款类信托业务开始，而没有选择基金类资金信托或者是投资类信托业务，这主要是由于顾忌到信托投资风险的原因。因为贷款信托的操作方式可以比照银行贷款审核程序，可以设定一些类似银行贷款的保全本金甚至一些固定利息的方法，回避直接的市场风险，因而虽

然利息不高，但风险亦不大。因为贷款信托一般是有保证的，其资金使用方向集中于交通和城市基建等风险不大、回报率稳定的项目投资上。

二、融资优势

1. 信托产品灵活的设计能满足不同地产项目对资金的需求

信托产品灵活的设计能满足不同地产项目对资金的需求，有像深圳水榭花都房地产贷款信托产品、台州之舫花园房地产项目贷款资金信托产品等纯粹针对地产项目投资的信托产品，也有旧城改造等信托项目。不少地产投资类信托颇有新意，像新华信托推出住房按揭贷款信托，北方信托针对高校公寓收益权推出第一个“伞”型信托，金信信托还推出了 70%贷款+30%股权的房地产组合投资信托产品。房地产业的高额收益和较短的投资周期都满足了信托的要求，在统计的 19 只地产类投资信托产品中，信托期都在 3 年以内，收益率最高的达到 8.4%，而预期收益率在 4%以上的信托产品达到 16 只，预期收益率最低也达到 3%，高于银行同期存款利率、国债投资收益率和企业债投资收益率，对民间资金具有较大诱惑力

2. 相对银行贷款而言，房地产信托计划的融资优势：

(1)可以降低房地产开发公司整体融资成本，节约财务费用，而且期限弹性较大，有利于地产公司持续发展，在不提高公司资产负债率的情况下可以优化公司结构。

(2)募集资金灵活方便。由于国内银行监管十分严格，项目审批手续繁琐，效率低下，特别是由于房地产开发周期长，投融资项目规模大，因此，有时会出现无法及时满足项目方资金需求的情况。而发行集合资金信托品种，根据人民银行有关规定，只要信托投资公司认可，无需报人民银行批准。只要项目需要，随时可在市场上发行集合资金信托品种，并且募集的资金量不受任何限制。

(3)资金利率可灵活调整。随着金融市场的不断开放，资金利率波动将会增多。而银行利率在贷款时已签订有关合同，无法随意更改，当国家利率出现

变动时，有可能导致项目方财务费用增加。而发行集合资金信托可根据一定阶段市场资金利率的平均水平制定利率，灵活性更高。

(4)鼓励多渠道筹集资金。通过发行集合资金信托，可以拓展投资渠道，改善融资环境，促进金融产品创新，降低银行系统风险。

三、主要问题

(一) 200 份问题

1. 问题的提出

《信托投资公司资金信托管理暂行办法》明确规定，“信托投资公司集合管理、运用、处分信托资金时，接受委托人的资金信托合同不得超过 200 份(含 200 份)，每份合同金额不得低于人民币 5 万元(含 5 万元)。”

对大型企业、大型综合项目，由于资金规模巨大，因为信托限定 200 份，则意味着对于个人投资者资金门槛太高。例如房地产项目规模一般在 5000 万元以上，如果按照 200 份的要求，每份合同的金额起点起码为 20 万元，限制了购买能力弱的个人投资者。这样 200 份的限制对部分信托公司来说是痛苦的选择，要募集足够的资金就不得不在个人投资者和机构投资者之间权衡，单份下限太低将影响募集金额的额度，单份下限太高则影响个人投资者的购买。

2. 目前规避 200 份限制限制的措施

目前规避 200 份限制限制的措施一般如下

(1) 分解成不同子项目

对一个大型综合项目进行分拆，分解成不同子项目，分别设立信托计划。由天津北方国际信托投资公司推出的“伞型信托”开始发售。引人注目的是，这一由 4 个子信托构成的信托计划每个信托品种合同的上限均为 200 份，这意味着“伞型信托”理论上的最高合同上限可达到 800 份。由于各子信托是各自独立的，且各自承担独立的责任，就这点而言，其没有违反央行的有关规定。如果其他信托公司有管理，那么各信托公司纷推“伞形”也不是未尝不可。

(2) 按 200 份滚动发售

部分信托业从业人员在 2002 年认为，信托计划并不是整个项目只能卖 200 份，而可以按 200 份滚动发售。据媒体报道，在北京 CBD 信托计划的销售总，2003 年 9 月 27 日止，北国投对个人投资者实际发售的份数已经超过了 1000 份，因此该信托计划被人民银行“叫停”。

3. 分析

信托公司在客户选择时必须细分客户，不可能同一项目满足不同的客户群。《信托法》起草人之一王连洲曾经表示，信托产品的募集对象是特定的群体，信托产品的募集对象应该是投资机构和个人中的高端客户，这些客户对风险的承受能力较强。如果信托以普通百姓为客户，这个群体可能会因为无法承担比较大的风险而引发社会的不安定。阻碍信托公司发展的不是 200 份的上限和产品的私募性质，而是信托不能细分市场提供个性化的服务。

（二）信托产品流通性问题

通常而言，金融产品投资价值主要体现在流动性、收益性和风险性三方面。信托产品流通由于受“一法两规”的严格限制，远远无法满足投资者日益增长的转让需求。特别是信托产品不得通过公共媒体进行营销宣传等，这直接导致信托产品的认知程度和受众面相对较为狭窄，使得寻找转让交易对象的成本极高。因此，这些均限制了信托流通市场的形成，流通机制的滞后效应开始严重制约了信托产业的进一步快速发展。值得一提的是，业内正努力探索信托产品流通新机制。如西南证券飞虎网和重庆国信最近联合推出了“信证通”理财计划，客户可以通过“信证通”随时提出转让已购买的信托产品或购买别人出让的信托产品。这实际上为现有信托产品的流动性提供了一个全新的平台。

同时，开展银信合作，介入质押贷款的方式是解决信托产品流动性的一种方式。只要合作双方认可，银行完全可以接受信托产品作为质押物，使信托产品流动性增强。从近期推出的房地产信托产品来看，一般不少项目有银行提供的信托合同（即：信托受益权）质押贷款服务。

从整个信托业市场构架看，建立一个规范的交易市场，是信托业长足发展的必备条件。毫无疑问，构建信托产品流通转让平台是市场发展的内在需要，“信证通”业务的推出只是适应这一需求的一次有效尝试。应该允许信托公司研究切实可行的“柜台交易”的方式和办法，从而尽快解除流通机制的

“瓶颈”限制。随着有关各方对这一问题认识的进一步深化，其他相关配套的措施陆续出台，如信托产品的信息披露、信用评级和论证程序等，信托产品流通市场的发展应该会获得快速发展。

四、2003 年主要房地产信托计划分析

下表列出了 2003 年主要房地产信托计划：

表3. 2003年1-3季度主要房地产信托计划

序号	信托产品	受托人	预期收益	信托期限	规模	发行时间	资金运用方式	用款人	信托特点或担保情况
1	台州之舫花园	金信信托	4.2%	至2004年6月13日止	3000万	2003.3.3至3.13	贷款	台州市信托房地产开发有限公司	台州市台信投资管理有限公司提供担保
2	台州锦绣花园	金信信托	4.2%	1年	2000万	2003.1.20至1.29	贷款	台信房产	台州市台信投资管理有限公司提供保证担保
3	住宅合作社	中信信托	3.75%	1年	5000万	2003.2.18至3.8	贷款	北京市国土房管局住宅合作社	北京房管一建设经营有限责任公司和华都建筑总公司提供保证担保,两者担保的金额分别为3千万元和2千万元
4	三环新城	北京国投	4.5%	1.5年	1.6亿	2003.5.27至6.20	贷款	北京懋源苑房地产开发有限公司	懋源苑公司的全体股东提供股权质押担保
5	杭州中誉现代城	金信信托	4.5%	2年	5000万	2003.6.16成立	贷款	浙江中誉置业有限公司	杭州道远化纤集团有限公司提供担保 浙江中誉置业法人代表夫妇提供保证担保
6	海港新城	上海国投	3.5%	1年	1.5亿	2003.5.22成立	贷款	上海海港新城投资开发有限公司	建行上海分行提供贷款担保
7	晋竹园安居房	衡平信托	4.2%	1年	2800万	2003.6.10至6.12	贷款	四川汇友置业有限公司	
8	车公庄危改	中煤信托	4.6%	2年	1亿	2003.4.23成立	贷款	人北京隆盛房地产开发有限公司	中国煤炭工业进出口集团公司提供保证担保
9	人福科技学生公寓	伊斯兰国投	4.5%	3年	1亿	2003.2	贷款及自营	湖北南湖当代学生公寓物业有限公司	当代学生公寓作为实物资产保证武汉人福高科技产业股份有限公司提供保证担保
10	高校学生公寓	天津北方	2.7% 3.8% 4.3% 4.8%	0.5年 1.5年 2.5年 3.5年	902万 1370万 1216万 1157万	2003.4.7至4.29	自营	天津北方国际信托投资股份有限公司	天津市房地产信托集团公司提供保证担保
11	景龙公寓	重庆国投	6%	1年	8000万	2003.6.18成立	股权	北京中建森岚房地产有限责任公司	银基担保有限公司提供保证担保
12	国信嘉园	浙江国投	4.6%	2年	1亿	2003.6.3至.25			

13	华清山庄	浙江国投	4.2%	1年	2500万	2003.4.30发行			
14	西部花园	伊斯兰国投	6%	3年	1亿	2003.1.4成立	贷款		金新信托投资股份有限公司提供保证担保
15	西湖阳明谷	杭州工商信托	5.2%	1年2年	8000万-1亿	2003.5.22至5.31	贷款	国都房产公司	土地使用权抵押
16	经济型住宅开发	大连华信	5%	3年	200份	2003.4.29至5.28			
17	经济型住宅开发	大连华信	4.3%	1年	200份	2003.4.29			
18	重庆万丰西苑房地产项目	重庆国投	5.3%	1	1500万	4月中下旬	贷款	满园春物业发展公司	兴业银行代理
19	钱塘江南岸国信嘉园	浙江国投	4.6%	2	1亿	预约5-26 签约6-3	贷款	浙江省浙信房地产公司	浙江国信控股集团有限责任公司提供连带责任担保,借款人、担保人与受托人为关联方;工商行、民生行代理
20	建德洋溪土地开发	工商信托	4.5%	1	3000万		贷款	建德科技工业园开发有限公司	建德县财政支持;民生银行代理
21	天津滨江金耀广场项目	北方信托	4.3%	3	6000万	预约6-23 签约6-30	贷款	天津滨江金耀广场有限公司	超大型综合商业项目,用于支付工程款;借款人股东天津金耀集团有限公司和天津滨江集团有限公司提供保证担保;招商行代理
22	北京市绿色隔离带工程太阳星城金星园的开发建设	中煤信	4.2%	2	5亿	9-22到9-29	贷款	北京太阳宫房地产开发有限公司	北京冠海房地产有限公司;投资者可在兴业银行办理受益权质押贷款;兴业银行代理
23	杭州新青年广场项目(在建)	工商信托	5.3%	2	0.5-0.9亿元		贷款	杭州盛德房地产开发有限公司	信托受益人享有新青年广场优先购买权;国有土地使用权抵押;浙江新南北投资置业集团有限公司提供连带责任还款付息保证;招商银行代理
24	秦淮绿洲房地产	江苏国投	4.1%	2	1亿元	8-20到9-15	贷款	南京国信地产开发有限公司	借款人与受托人为关联关系;江苏省信用担保有限责任公司保证担保
25	公产房屋房租收入优先	北方信托	4.3%	3	0.3965亿元	8-16到9-5	购买优先收益权	天津房信集团	房信集团承诺以其自有财产为信托资金提供还款保证;招商行代理

	收益权								
26	杭州中山广场房地产项目开发	金信信托	4.5%	2	0.8亿元	8-11到8-22	贷款	绿城房地产集团有限公司	工商银行代理
27	西湖·阳明谷度假村项目建设	工商信托	5.2%	2	0.5~1.3亿元		贷款	杭州国信名盛置业有限公司	246,634平方米国有土地使用权抵押,浙江国都房产集团有限公司和杭州凤祥房地产有限公司提供连带责任保证;工商行、广东发展行代理
28	上海五洲国际大厦房产投资	中泰信托	5.89~7.44%	10	0.22亿元	7-24	资产购买、出租	上海京安房地产开发公司	房产出租;交通银行代理
29	南昌市土地储备中心贷款	江西国投	3.8%	1	1亿元	预约 7-14 签约 7-22	贷款	南昌市土地储备中心	用于土地的收购、预征、储备、开发和经营;南昌市商业银行代理,并为借款人提供担保
30	顺驰“蓝调街区”商业配套区建设项目	天津信托	3.8%	1	0.3亿元		贷款	天津市顺驰投资集团有限公司	贷款抵押物为天津顺驰投资集团有限公司坐落在梅江4号地蓝水假期的公建
31	大榭岛项开发区建设	中信信托	2.0%	2	0.4亿元	7-4到8-7	贷款(美元)	中信大榭开发公司	
32	世纪星城住宅项目股权投资	重庆国际信托投资有限公司	6%	2	人民币2亿元	推介期自10月10日起至11月10日止	股权投资	北京顺华房地产开发有限公司	兴业银行北京分行同意为其提供信托合同质押贷款服务,同意为世纪星城项目的开发提供后续资金支持。由北京顺华现有股东将其所持有的北京顺华全部股权质押给受托人的形式对信托委托人的收益进行保障

自 1996 - 2000 年美国 NCREIF (美国不动产投资信托评议会) 不动产指数的平均收益率约为 11%。2003 年 8 月在新加坡证券交易所上市的置富信托的预计收益率为 6.5% - 6.7%。和国外信托产品比较,国内信托的预期收益率均较低,除金信信托推出的部分信托产品预期收益率超过 8%,其他信托收益率均在 4-5%之间。

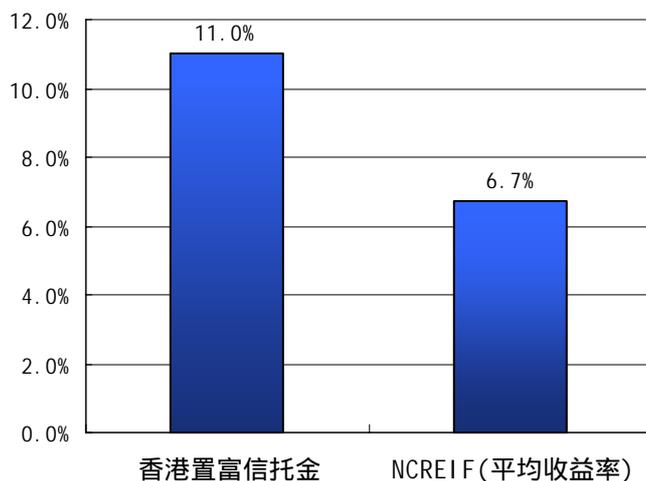


图10国外信托产品收益率

资料来源：NCREIF，新加坡证券交易所

第七章 阶段性股权融资

第一节 阶段性股权融资简介

阶段性股权投资即阶段性资金拆借，是在项目确定以后进入成熟期之前为房地产开发商提供资金支持的方式。

在中国人民银行限制商业银行对开发商项目贷款的规定出台后，开发商就越来越难以从银行得到资金支持，在中国直接融资渠道不通畅的市场条件下，房地产企业又缺乏间接融资，因此生存空间及其狭小，往往五证俱全的项目也得不到贷款。很多项目因为一时的资金短缺而停工，好项目也变成烂尾项目。因此在项目开发进展到一定程度，销售回款和项目贷款又没有落实的情况下，发展商愿意承担较高的借款利息，这时发展商的资金缺口一般在 6 个月左右，继而项目融资可以到位或销售回款能够实现。

阶段性股权融资的好处是不增加负债率，因为负债率过高，财务报表不好，后期贷款难以获得。

股权融资一般是成本最高的融资方式，而且股东多了，项目操作难度增大，管理权成为争夺焦点。如果没有管理权的权威投资者就需要由第三方专业公司运作，成本略高。

第二节 阶段性股权融资运作方式

一、抵押

目前，伟业资产管理公司设立了阶段性股权质押和物业面积抵押相结合的资金安全保障，在此基础上大规模开展阶段性股权投资业务，即使到期开发商不能偿还资金，伟业也可以以低于成本的价格取得物业面积得到补偿。

二、退出方式

退出方式为阶段性投资再溢价回购，股权价值大于投资人的实际出资额。

第三节 阶段性股权融资问题及解决方案

主要问题是房地产商的接受程度，股权融资涉及控制权和管理权的变化，不同的房地产商对股权融资的敏感程度不一样，主要是该房地产企业领导层的个人经历决定。如果领导层有过相关不成功的合作经历，往往对该融资方式持谨慎态度。

解决方案是投资和管理分开，投资人只算回报，专业团队运作具体事务。

第八章 上市

第一节 中国房地产企业上市的禁止和解禁

一、政策变化

1995 年以前，房地产股的数量在深沪两个股市占有较大比重。而且对市场的影响很大，如深市股票代码为 0001 到 0010 的十只股票中，有 5 只股票为房地产股或以房地产为主要业务的综合性股票。

在 1995 年以前，房地产板块在深沪两市是对市场影响最大的行业板块之一。深市以深万科、深金田、深宝安、深振业、深长城等为代表。沪市以外高桥、浦东金桥、陆家嘴最具代表性。这些股票的走势是当时股票市场强弱的最好反映，是股票市场走向的风向标。

当时房地产股票在深沪两市占有如此重要的地位是与当时我国房地产市场繁荣的实际情况相适应的。尤其是 1992-1994 年的房地产热市房地产公司的赢利大增，市场对房地产股一片看好。

但是，好景不长，房地产市场的火爆造成了经济的虚假繁荣和严重的通货膨胀，也使大量房地产企业处于高风险之中。1994 年下半年开始，中央及时出台了抑制房地产市场过热的一系列政策，房地产公司的上市政策开始发生变化，房地产股对市场的影响开始逐渐减弱。

1995 年 7 月 21 日，证监会[1995]129 号文对 1995 年下半年上市公司申请配股进行了一些限制，其中涉及房地产公司的内容如下

（一）对将募集资金用于别墅性质的高档住宅及渡假村、单位面积建筑设计造价高于当地一般民用住宅、办公楼一倍以上的公寓、写字楼项目、建筑标准四星级（或相当于四星级以上）的宾馆、饭店的配股申请不予审批。

（二）对于将募集资金用于以下项目的配股申请严格审批。（1）1995 年 6 月 30 日前开工的建筑面积在 10 万平方米以上或总投资在 2 亿元以下的高档房地产开发建设项目，要出具省、自治区、直辖市和计划单列市纪委的立项批文。

1996年12月26日，中国证监会《关于股票发行工作若干规定的通知》中规定：“在产业政策方面，要重点支持农业、能源、交通、通讯、重要原材料等基础产业和高新技术产业，从严控制一般加工工业及商业流通性企业、金融、房地产等行业暂不考虑。”

1997年9月10日，中国证监会《关于做好股票发行工作的通知》。在产业政策方面的规定继续“对金融、房地产行业企业暂不受理”。

经过几年的禁止后，2001年成了地产公司上市年。天鸿宝业、金地集团等五家上市公司成为又一批上市的受益者。2001年秋天，中国地产开始短暂调整。地产公司上市的步伐也大大放缓，2002年只有一家地产公司（栖霞建设）上市。2002年10月份以来，“房地产泡沫”争端骤起，地产类公司首发上市再次受阻，“曲线救国”——借壳上市空前盛行

二、房地产上市公司收益率不高影响投资者热情

从本质上看房地产业盈利模式和其他行业不同，在不改变目前开发模式的情况下，房地产企业的业绩稳定性差很难避免。房地产企业若想持续盈利，至少得有优质的土地储备和强大的资金实力。

在过去5年中，房地产上市公司的平均净资产收益率不高，造成投资者对房地产上市公司投资热情降低。

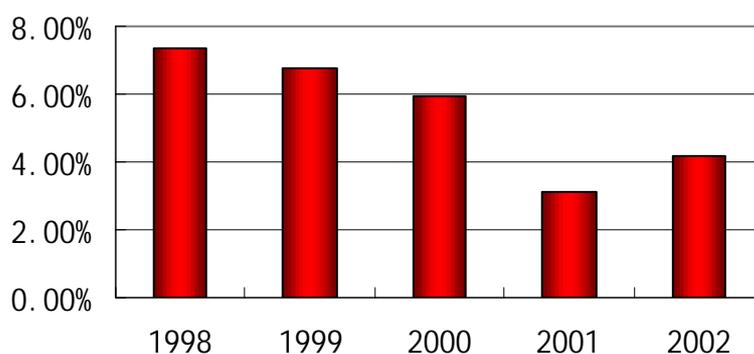


图11 房地产上市公司平均净资产收益率（1998 - 2002）

资料来源：天相投资顾问、西南证券研发中心

从各房地产上市公司03年中期业绩不完全统计，可以看出，近期多数房地产上市公司的业绩一般。

表4. 中国房地产上市公司 2003 年中期业绩

股票代码	股票简称	第一大股东	持股比例 (%)	03 中期每股收益	03 中期净资产收益率 (%)	总股本	流通股本	10 月 12 日收盘价
000002	万科 A	中国华润总公司	11.29	0.15	4.83	1.395E+09	1173786093	5.91
000006	深振业 A	深圳市建设投资控股公司	28.02	0.01	0.22	253591631	157730199	5.74
000007	深达声 A	新疆宏大房地产开发有限公司	28	0.07	4.55	143593664	79560961	6.17
000014	沙河股份	深圳市沙河实业(集团)有限公司	28.8	0.07	2.83	89646750	45220351	7.91
000029	深深房 A	深圳市建设投资控股公司	73.52	-0.03	-2.71	1.012E+09	267840000	6.48
000031	深宝恒 A	深圳市宝安区投资管理公司	59.63	0.1	4.3	466302377	163489877	7.92
000042	深长城 A	深圳市建设投资控股公司	62.8	0.12	2.05	239463040	69121656	7.82
000046	光彩建设	光彩事业投资集团有限公司	48.17	0.01	0.18	244084341	126518238	5.8
000047	ST 中侨	深圳市中侨实业有限公司	46.74			120404582	32924582	
000049	深万山 A	深圳市城市建设开发(集团)公司	66.52	-0.085	-9.28	136829160	44723570	6.76
000402	金融街	北京金融街建设集团	52.87	0.43	12.43	294712800	138900000	10.42
000502	恒大地产	广州恒大实业集团有限公司	26.89	0.3	19.9	155668513	57158694	15.7
000505	*ST 珠江	北京市万发房地产开发股份有限公司	29.82	-0.02	-3.2	377650800	170905824	3.72
000511	银基发展	沈阳银基集团股份有限公司	25.92	-0.02	-0.63	269821425	178549353	5.4
000514	渝开发	重庆市城市建设投资公司	52.29	0.03	2.91	117542880	43243200	9.59
000557	ST 银广夏	深圳市广夏文化实业有限公司	12.63	0.01	0	505261380	281004338	3.1
000558	莱茵置业	浙江莱茵达投资有限公司	29.43	-0.09	-9.59	117164373	50504373	9.3
000592	ST 昌源	上海福建神龙企业集团有限公司	20	-0.0322	-3.95	294404655	87308155	3.68
000608	阳光股份	首创置业股份有限公司	26.5	0.082	3.19	208600200	97500780	6.12
000628	倍特高新	成都市国有资产管理局	15.69	-0.05	-1.85	193560000	86400000	4.86
000667	名流置业	名流投资集团有限公司	29.38	0.12	6.05	245028000	63588000	6.3
000889	渤海物流	安徽新长江投资股份有限公司	22.07	0.06	2.1	294528320	160348874	4.9

600052	浙江广厦	广厦建设集团有限责任公司	17.87	-0.035	-1.1	483633492	255528000	4.68
600064	南京高科	南京新港开发总公司	46.69	0.106	2.91	344145888	155487600	6.47
600215	长春经开	长春经济技术开发区创业投资控股有 限公司	39.91	0.1094	1.83	357717600	214968000	7.53
600246	先锋股份	北京顺通实业公司	21.12	-0.1726	-5.25	92000000	30000000	11.2
600322	天房发展	天津市房地产开发经营集团有限公司	42.12	0.0019	0.05	423707417	121000000	6.22
600376	天鸿宝业	北京天鸿集团公司	33.26	0.03	0.81	173200000	64000000	10.72
600383	金地集团	深圳市福田投资发展公司	24.15	0.085	1.67	270000000	90000000	11.17
600393	东华实业	广州东华实业资产经营公司	70	-0.2	-9.61	200000000	55263800	6.75
600533	栖霞建设	南京栖霞建设(集团)公司	48.57	0.148	4.06	140000000	40000000	11.14
600603	*ST 兴业	上海国润投资发展有限公司	0.86	-0.07		194641920	194641920	5.13
600634	海鸟发展	上海东宏实业投资有限公司	26	0.01	0.44	87207283	39809737	7.55
600638	新 黄 浦	上海市国有资产管理办公室(新黄浦集团 授权管理)	35.22	0.073	1.873	561163988	170152172	7.3
600639	浦东金桥	上海金桥(集团)有限公司(授权经营)	49.18	0.088	3.74	767624000	353804000	8.67
600641	中远发展	上海中远三林置业集团有限公司	56.16	0.074	1.65	447865971	179066240	7.05
600648	外 高 桥	上海外高桥(集团)有限公司	58.47	0.0207	1.1859	745057500	255007500	10.36
600663	陆 家 嘴	上海陆家嘴(集团)有限公司(授权经 营)	60.03	0.176	6.35	1.868E+09	670124000	11.24
600675	中华企业	上海房地(集团)公司	49.87	0.03	1.69	697455097	318560122	5.16
600684	珠江实业	广州珠江实业集团有限公司	39.62	0.035	1.09	187039400	100035000	5.89
600736	苏州高新	苏州高新区经济发展集团总公司	48.59	0.113	3.53	457470000	150930000	6.51
600767	运盛实业	香港运盛有限公司	46.16	0.01	0.54	341010182	96744557	5.29
900950	新城 B 股	江苏新城实业集团有限公司	29.36	0.0352	3.11	331914000	133914000	0.414 (美元)

第二节 收购上市公司或拟上市公司

一．房地产公司买壳上市历史

北京房地产公司“买壳上市”在我国证券市场上很有特点，1997年9月，北京阳光房地产综合开发公司受让广西北流市国资局所持广西虎威1780万股国有股（占阳光股份总股本的29.4%），成为广西虎威的第一大股东。广西虎威的股价从当年的最低价每股8.45元上涨到1998年年初的最高价每股39.47元，涨幅近4倍，成为当时证券市场受人注目的一道“彩虹”。后广西虎威更名为阳光股份。

继阳光股份之后，北京的房地产公司比较突出的“买壳上市”案例还有：光彩建设投资集团收购南油物业、北京万发房地产收购琼珠江、北京金融街建设集团收购重庆华亚等等。这些北京房地产公司收购上市公司以后，大多使原有上市公司的经营状况、经营业绩、股价表现出较大变化，一时成为投资者瞩目的焦点。

二．典型的买壳上市房地产公司

（一）华顿国际入主辽房天

华顿国际注册地在北京，主营投资管理、房地产开发、商品房销售等业务。华顿国际投资有限公司以3879万元，受让了辽房天(0558)2674.76万股法人股，占公司总股本的22.83%，成为第一大股东。辽房天拟更名为“华顿时代投资股份有限公司”，公司简称变更为“华顿投资”。华顿国际与朝阳区政府共同在使馆区开发的三里屯服装市场，规划建筑面积5万平方米，分两期开发完成，这将作为华顿国际注入辽房天的重点项目之一。另外华顿国际在与北京奥运村接壤的地方拥有1.3万亩的土地储备，目标是建设成国际绿色体育休闲基地，这一规划也列入了辽房天发展的整体战略。公告显示，在辽房天未来的发展中，将更多地体现大股东华顿国际的战略意图，辽房天未来发展的重点放在北京。

（二）北京嘉利恒德房地产开发公司入主湖北车桥

湖北车桥的第一大股东湖北华通车桥集团有限公司 2001 年 9 月 30 日分别与受让方北京嘉利恒德房地产开发有限公司和坦博风险投资有限公司转让股权。此次转让完成后，北京嘉利恒德房地产开发有限公司成为湖北车桥第一大股东。北京嘉利恒德房地产开发有限公司由北京金集浩投资有限公司(占 80%)、北京世纪唯博科技文化发展有限公司(占 16.68%)和北京先歌广告有限公司(占 3.32%)共同出资组建，于 1998 年 1 月成立，系在北京市工商行政管理局注册登记的有限责任公司，注册资本为 5000 万元。该公司主要从事房地产项目开发。目前来看，该公司与香港上市公司中国置地联手成立北京嘉利置地合资企业，投资约 33 亿元共同发展北京东三环九龙花园第三期的房地产项目，整个项目建筑面积 150 万平方米。

（三）北京科技园置业入主万里电池

2001 年 7 月 1 日，万里电池(600847)原第一大股东北京新富投资有限公司与北京科技园置业签署协议，将所持有的万里电池 2600 万股法人股(占万里电池总股本的 29.33%)，以每股 1.5 元的价格转让给后者。转让后，北京科技置业成为万里电池的第一大股东。北京科技园置业股份公司成立于 1999 年 12 月 15 日，注册资本 2 亿元。注册地为北京市海淀区，经营范围为房地产开发、基础设施建设、技术开发、技术转让、投资管理等。就其 2 亿元的注册资本来看，家底还是颇为殷实的。该公司目前仍然以房地产为主业，该项业务利润占据了公司总利润的一半以上，现在正在从事的最大项目是中关村西区的开发。

（四）湖北泰跃集团对湖北金环进行重组

北京泰跃房地产开发公司的子公司——湖北泰跃集团对湖北金环进行重组，将成为其第一大股东。2001 年 8 月，湖北金环的第一大股东湖北化纤集团有限公司与湖北泰跃集团签订了《股权转让协议》。该公司将 29%的股份以协议方式转让给湖北泰跃。转让完成后，湖北泰跃将为公司第一大股东，湖北化纤仍持有 14.26%的股份，为第二股东。湖北泰跃集团是北京泰跃集团的分公司，但湖北泰跃集团的注册资本却有 4 亿多元，比北京泰跃注册资本的 1.6 亿元还要多。据悉，北京泰跃集团主要经营房地产项目开发、商品房销售和房地产信息咨询。目前经营状况良好，但实力似乎一般。新的第一大股东湖北泰跃

是北京泰跃房地产开发有限责任公司的一个子公司，两公司资产规模庞大，效益良好。北京泰跃目前拥有大量北京房地产项目，其中“太阳城”成为热销地盘。

（五）北京天创房地产开发公司借贵华旅业的壳上市

2001年6月底，贵州华联旅业(集团)股份有限公司(600791)决定以其9家控股公司和4家参股公司的股权资产，与公司第一大股东北京市天创房地产开发公司持有的北京天创世缘房地产开发有限公司85%的股权进行等值交换。置换后，公司名称也将由“贵华旅业”更名为“天创置业”。北京市天创房地产开发公司是北京市综合投资公司的全资子公司，注册资本5000万元发展至今总资产已达122亿元，净资产2.8亿元，是一个集知识化、专业化、年轻化为一体的实力雄厚的房地产开发和多元化经营企业。在入主后，贵华旅业已经投资收购了“北京天湖旅游康乐有限公司”45%的股权，并购买了“北京天创”的房地产项目，投资与天创科技发展有限公司共同组建贵州贵华科技发展有限公司，拥有其40%的股权。

二、“买壳上市”对房地产商的好处和主要风险

（一）风险

“买壳上市”需要大量现金；其次，筹集资金，主要是通过增发、配股，从而获取资金，但此前提是企业必须有很好的项目和资产投入，才可以置换。大量现金、好的项目、资产，这些条件都是最缺资金的中小企业很难具备的。另外上市公司会有因经营不善出现的垃圾资产，而收购拟上市公司，投资前可了解资产质量，价格也相对低廉，不会出现大的风险，可以做到有的放矢，因此，收购拟上市公司更易实现房地产企业资本运营。

（二）借壳上市对房地产商的好处

1. 借壳上市有助于地产公司突破资金瓶颈。

资金是企业的血液，对房地产公司来说更是如此。房地产项目投资大，周期长，涉及环节多，不可预料因素众多，需要的资金庞大。房地产行业经过几年的快速发展，造就了一批颇具实力的地产公司，这些公司发展 to 一定阶段、一定规模后迫切需要融资扩大规模，进一步发展，而证券市场正好提供了这样的窗口。

2. 借壳上市有助于地产公司做强

募集了资金，有助于地产公司做大，但是做大仅仅是一个方面，更重要的上市给地产公司提供了一个接触外部市场、提高公司管理水平的窗口，通过这个窗口，地产公司可以了解外面的世界，外界也可以了解地产企业。事实证明，多数的上市公司经过几年的发展，实现了做强的目标。

3. 借壳上市有助于提高地产公司品牌

地产公司通过在资本市场的规范运作，也会使其重视企业信誉、增强企业透明度、提高地产公司的知名度、树立上市公司品牌。即使不能够上市，借壳上市前后的一系列传媒报道、包装宣传也可以提高企业品牌和增加企业的无形资产。

第三节 海外上市¹

2002年起，中国房地产企业对海外上市发生了浓厚的兴趣，上海复地、SOHO中国、首创置业、上海仲盛和天津顺驰等有海外上市动作。

(一) 企业上市过程

1. 上海复地集团

2003年3月初，地产商上海复地集团重蹈了5个月前中国电信首次招股失败的覆辙：由于占集资额绝大部分的海外配售只获得35%的认购，复地集团原定于2003年3月6日在香港联合交易所挂牌上市，集资10亿港元的计划，最终搁浅。

(1) 规模

根据上海复地的上市计划，其总发行股本为4.559亿股H股，其中国际配售为4.1亿股，香港公开发售部分为4559万股，集资额约为8.32亿至10.96亿港元。

(2) 市盈率

此次招股定价区间(每股1.95港元~2.55港元之间)计算，市盈率将达到9.2倍~12倍。换言之，相对于复地经调整的每股有形资产净值(NAV)1.29港元~1.47港元的水平，这一定价有着高达51%~73%的溢价，远高于同类股份。

(3) 上市障碍的主要问题

A. 房地产公司估价差异

对房地产公司估价，一般有两种方法：市盈率(P/E ratio)和净资产折让(Discount to NAV)。显然上海复地的定价模式是侧重于前者。“因为国内公司的规模都很小，采用净资产折让有一定的困难。而且内地房地产公司历史相对较短，一般都是看盈利增长，用市盈率也符合内地的实际情况。”

海外房地产企业多数采用的是以净资产折扣方式定价。国外某机构投资者认为：“香港的房地产公司一定是看净资产值的，交易价格是在净资产值之

¹ 本章信息仅为公开媒体信息的整理，不构成任何投资建议，中经通投资咨询公司不对其真实性负责。

上是不正常的，即使有也不会持久，溢价发行只发生在上个世纪 90 年代初香港地价狂涨的时候。”

上海复地最终采取了市盈率定价。“这一方面是因为其净资产并不是很大，另一方面则是因为公司近年的盈利非常好，去年 3 亿多元，今年估计将近 5 亿元。”一位承销团人士称，尽管从路演时就发现，并不是所有的基金经理都能认可这种定价方式。“复地的土地储备只够用两年，但两年之后拿到地的价格是否还会这么便宜？”

B. 对国内房地产风险的及房地产企业周期性波动的认识

上海复地公司近年盈利的高速增长，对公司上市起到的并不都是积极作用。上海复地的盈利从 2000 年才 2000 多万元，2002 年达到 3.6 亿元，今年预计会达到 4.8 亿元。这勾勒出了一个良好的故事框架，然而并不能打消投资者的疑虑：盈利的猛增是否得益于上海这两年房价的大幅上涨的因素？是否造成了 NAV 和盈利之间的不匹配？

基金经理们并不看好上海复地的后市走势，因此即使原来的定价是可以接受的，在目前的情况下也仍然希望折让大一些。不仅如此，相对已上市公司现有的颇大的折让，新上市公司进行折让本就是题中之义。“因为如果手里有旧的，那么为什么要卖掉旧的买新的？”

对于房地产企业而言，如果净资产和盈利不匹配，就只能考虑增加净资产，即土地储备要有所增加。然而这就引发了另外一个问题，如果土地及其它成本增加，公司是否还会维持如此高的利润，能否维持一个平稳的增长？“其实投资者最担心的是，对于这样一个周期性很强的行业，我会不会买的是公司处于周期性最高峰时的股价？再加房地产目前本来就不是市场的热点，市场要求的折让相对也会多一些。”承销团人士解释道。

在上海复地的招股书“可供未来发展的用地供应”一节，该公司承认：“本集团并无在上海及中国其他地区拥有大量土地储备作未来发展，但只维持足够相对较短时期的两至三年发展所需的土地储备。”事实上，在中国，绝大部分土地供应均由有关政府当局操控，地产商取得土地的能力及成本将取决于政府的土地供应政策。而实行新政策之后的购地成本可能趋高，而土地供应量

也在收紧。因而“倘本集团未能以合适的价格在上海或中国其它地区购得土地物业，日后的增长前景可能会受到影响。”

另外由于缺乏对中国房地产开发及投资活动、中国房地产的需求、新开发房地产的供应量，以及可供开发及投资的土地及楼宇数量的可靠和最新资料，故难以对中国房地产市场做出准确的分析或预测。

C. 对国内政策变动的担忧

近年来土地政策的变化正使得地产商的日子变得艰难起来。自 2002 年 7 月已获执行的《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》称，商业、旅游、娱乐和商品住宅等各类经营性用地，必须以招标、拍卖或者挂牌方式出让。出让方式的改变正在加大着地产商们的土地成本。这意味着，除所有土地发售须透过公开拍卖外，发展商还须缴清未付的全数地价。

国家政策方面之所以不鼓励房地产企业直接融资，其原因与海外投资者的担心如出一辙。即从中国房地产企业的现状来看，均不可避免地存在着从拿地、融资、起楼到销售四大环节的“黑洞”，这四大黑洞凸显了房地产企业项目公司“小马拉大车”的特点。由于凭关系拿地、手续不规范造成产权不清楚，从法律及严格的财务关系上，开发商根本形不成有效资产。

2. SOHO 中国

(1) 规模

2002 年间，主承销商高盛为使 SOHO 中国取得先发优势，原定于 2002 年 6 月让其在香港和美国同时上市，集资 3 亿美元，并曾向多家投行发出邀请函，组织上市包销团。但由于先期向联交所报批的资料不完备等原因，未通过审核。

SOHO 中国再一次的努力于 2002 年 10 月份启动，集资额降为约 1.2 亿美元，计划于 11 月 4 日起将进行连续两周的正式路演，同月 22 日在香港和美国主板市场同步挂牌。然而此次冲刺恰逢中国电信上市遇阻，只能再次押后。

此时的 SOHO 中国仍然计划在 2003 年 2 月底“路演”、3 月份在香港挂牌。不过随着上海复地最后一分钟败下阵来，其上市前景将更为难测。

(2) 市盈率

据最初 SOHO 的招股文件初稿，其市盈率曾定在 22 倍 ~ 50 倍的高位。当时推出的卖点是“非一般地产发展商，其楼盘销售对象为中国内地最富有阶层的 5%”，主要集中于推销概念。

”

（二）海外上市主要问题

1. 房地产的地区性和中国房地产业透明度问题

房地产行业的地域性、产品的异质化很强，比较和评估起来难度本来就更大。城市的开发规划往往缺乏整体感和透明度；国内房地产企业的集中度差、门槛低也是不争的事实。因此国外机构认为中国政策的不够透明、不够稳定。最后，中国商业道德和信用体系尚且没有建立，一些腐败和圈钱现象令国外基金不敢轻易进来。

多次去欧洲推销首创的刘晓光说，欧洲的房地产发展基本进入停滞期。首创一年的开发量相当于意大利全国，而北京一年的开发量相当于欧洲。国际基金非常关心中国房地产企业是否具备完善的法人治理结构，信息披露是否透明，商业道德是否有约束机制？企业的未来土地储备，未来五年的现金流怎样？

2. 开发模式造成中国房地产企业经营业绩波动性大

国内的房地产开发商沿袭“房屋生产商”的模式，以土地为原料，造好房屋、卖给业主实现增值，快速回笼资金。这种模式的缺点如下：

- （1）公司长远的现金流很难预测
- （2）由于房地产开发商需要兼顾房地产开发的各个环节，专业分工不够，抵抗风险能力差。

笔者认为，与“房屋生产商”的模式相对应的应该是“投资型”模式，房地产商储备强大的资金实力，基于自身的专业知识，在房价低谷时（例如房地产泡沫破裂时）以现金大量购入价值被低估的收益性物业，并长期持有以出租为主。这种模式的好处是：

- （1） 房地产公司能成为“百年老店”，可供开发的土地一般有限，但可投资购买的收益性物业相对较多。

- (2) 若拥有大量高质量的收益性物业，其稳定的收入能保证房地产商持续经营，并避免开发过程中的高风险和高不确定性，能比较可靠的预测未来现金流。

图索引

图 1	中国房地产开发投资总额及融资需求.....	3
图 2	官方公布的中国各银行不良贷款率.....	3
图 3	中国房地产贷款余额趋势图.....	3
图 4	2000/01 年住房按揭贷款占 GDP 比例.....	3
图 5	银行贷款占房地产开发资金比重变化情况.....	3
图 6	房地产新增贷款占金融机构新增贷款比率.....	3
图 7	开发商对资金成本的承受能力和项目所处的开发阶段关系.....	3
图 8	伟业资产管理公司运作方式.....	3
图 9	1996-2002 年 REITs 的红利率.....	3
图 10	国外信托产品收益率.....	3
图 11	房地产上市公司平均净资产收益率 (1998 - 2002)	3

表索引

表 1.	目前我国房地产融资主要方式.....	3
表 2.	中国信托业发展中里程碑事件.....	3
表 3.	2003 年 1-3 季度主要房地产信托计划.....	3
表 4.	中国房地产上市公司 2003 年中期业绩.....	3

参考文献

[1]刘健均，创业投资原理与方略，北京，中国经济出版社，2003

课题组成员及简历

课题负责人

沈伟 中经通投资咨询公司服务业研究部经理
清华大学工学硕士，经济学双学士

课题组成员

王沛玉 中经通投资咨询公司服务业研究部项目经理
清华大学工学硕士

张阳 中经通投资咨询公司服务业研究部项目经理
清华大学工学学士

李群焕 中经通投资咨询公司服务业研究部项目经理
经济学学士

联系方式

地址：北京市宣武区广内大街 315 号信息大厦 B 座 13 层

邮编：100053

Tel:010-63691821/39

Fax:010-63691972

Email:wshen@chintoz.com



中经通房地产研究系统

《中经通房地产研究系统》简介

一. 前言

2003年，中国房地产业所处的市场环境发生了显著变化，土地招投标制度的实施、房地产信贷政策的收缩、市场竞争的加剧、局部地区“泡沫”的出现，使得多数中国房地产企业在面临巨大的市场机会的同时也面临资金、市场等全方位的风险。

金融是房地产业的“生命线”，资金途径单一化一直是国内房地产业的软肋。“央行121”政策发布后，对于部分习惯从国内商业银行拿钱，而对其他的金融工具了解甚少的房地产企业，应尽快熟悉新的融资工具，建立多渠道的房地产融资体系，以保证企业的健康发展。

为此中经通投资咨询公司推出《2003年中国房地产企业融资策略研究报告》，该报告系统、深入研究了2003年中国房地产融资的最新渠道，包括房地产产业投资基金、房地产金融信托计划、卖方信贷等金融工具的运作方式和资金成本。并推出金融与房地产经理人联谊会，以协助企业熟悉新的融资工具，拓宽融资渠道。

中经通投资咨询有限公司对中国房地产市场已有三年的深入研究，研究成果已被200多家国内金融界最著名的企业采用作为决策参考信息，其中包括几乎所有的国内银行总行及3/4以上的省级分行。另外也对银行、信托、证券、基金等33个行业进行系统研究，跨行业研究的优势使得我们在促进金融资本和产业资本结合上有强大的优势。以下是我们针对房地产企业开发的服务体系主要内容。

二. 《中经通房地产研究系统》主要产品或服务内容

序号	产品或服务名称	类型
1	房地产融资咨询及方案设计	咨询
2	2003 年中国房地产企业融资策略研究报告 (每年 1 本)	专题报告
3	2003 年分时度假市场研究报告 (每年 1 本)	专题报告
4	2003 年中国 Mall 市场研究报告 (每年 1 本)	专题报告
5	北京房地产市场研究报告 (每年 4 本)	定期报告
6	中国行业分析报告 · 房地产行业 (每年 4 本)	定期报告
7	金融与房地产经理人联谊会	论坛

研究报告融合建设部、国土资源部、中国人民银行、国家发展和改革委员会、国家统计局、财政部的权威数据和最新政策动向，包括了本单位研究人员对银行、信托等金融机构、大量房地产企业、房地产中介机构高层的调查分析成果，内容权威、独到、可操作性强。

三. 主要产品或服务内容简介

(一) 咨询

基于我们多年的研究实力及与大量金融机构结成的战略合作关系，我们可为房地产企业提供融资咨询及方案设计，并协助融资的实现。有此方面需求的客户可联系 010-63691821/39 沈伟。

(二) 研究报告

1. 2003 年中国房地产企业融资策略研究报告 (每年 1 本)

该报告通过对房地产企业、信托机构、银行、房地产产业投资基金的实地调查，全面总结了 2003 年中国房地产行业融资方式，包括房地产产业投资基金、信托、卖方信贷、阶段性股权融资，详尽分析其运作方式、资金成本、优缺点和相关政策，对房地产企业的融资业务有很大的参考价值。

2. 2003 年分时度假市场研究报告（每年 1 本）

在考察美国等发达国家的分时度假运作方式的基础上，该报告对国内刚刚兴起的分时度假市场进行全面分析。

3. 2003 年中国 Mall 市场研究报告（每年 1 本）

随着中国经济的发展和城市化推进，作为现代零售业形态的最高形态 Shopping Mall 在中国的发展应该是顺利成章的事情。报告不仅提供国内已建和在建的 Mall 的基本情况及相关经验教训，也对 Shopping Mall 的建筑设计、商业设计、本土化运作提供深入分析。

4. 北京房地产市场研究报告（每年 4 本）

报告分析了北京房地产市场基本状况（总量、政策），市场走势（土地市场和房地产市场）、房地产金融、新项目的竞争力和风险分析，包括位置、价格，业内专家对项目的看法。

5. 中国行业分析报告·房地产行业

该报告已经连续出版三年，拥有银行、证券、保险、房地产企业等大量客户，主要侧重全国房地产行业综合状况、房地产行业热点、主要问题及对策、行业发展趋势、行业投资价值。

（三）金融与房地产经理人联谊会

提供一个房地产企业和政府机构、银行、信托、基金提供相互交流的渠道，协助房地产企业获得融资渠道，详细内容参见“金融与房地产经理人联谊会”。

另外，我们也提供个性化咨询，针对房地产企业设计房地产融资方式，并协助客户获得相关的金融支持。

金融与房地产经理人联谊会

一、论坛宗旨

设立一个房地产、金融和政府非正式交流渠道，促进房地产融资创新，增进金融界对房地产业的了解，协助政府工作。

二、论坛主要活动

(一) 定期会议

1. 每季度举行一次会员联谊会，活动安排如下：

项目	内容	备注
时间	每季度最后一周周五晚	会务组通知，若半数以上会员要求改时间，我们可更改会议时间
地点	北京新时代大酒店	具体地点会前 1 周通知
参与人	本论坛会员，嘉宾	嘉宾一般为政府官员或业界知名人士

2. 活动安排

时间段	活动	
16:30 ~ 17:30	品茶，初步熟悉参会人员	
17:30 ~ 18:30	沙龙正式开始，主题演讲、提问、讨论	
18:30 ~ 20:30	晚餐	
20:30 ~ 22:30	自由交流时间，伴有小型演出助兴	

3. 主题演讲安排

每次邀请 1 - 2 名演讲嘉宾，演讲嘉宾一般是政府官员、金融机构知名人士，房地产界著名从业人员。另外每次酌情安排一位本论坛会员演讲。

演讲内容主要为房地产界敏感政策，房地产融资的实务操作经验。近期一些备选议题参见“五、议题”

(二) 不定期活动

根据会员提议，我们将不定期针对热点问题组织感兴趣的会员进行小型座谈会，小型座谈会地点一般安排在信息大厦（北京广安门内大街 315 号）八层中国经济导报社会会议室。每年不定期会议不少于 10 次。

会员可将活动需求 email 或传真至组委会，组委会联系方式如下：

组委会 email:snwei@163.com

组委会传真：010-63691447

（三）信息集成服务

我们欢迎会员将项目合作信息 email 或传真给组委会，组委会将合作项目信编写成册，发给会员，若有其它会员感兴趣，我们将协助联络。

三、会员制度

（一）本论坛实行会员制，会员分临时会员和正式会员两类

（二）正式会员每年年底缴纳下一年费用，费用参见“《中经通房地产研究系统》订购回执单”，享有本论坛提供的一切服务。

（三）临时会员每次参会前缴纳费用，费用一般是正式会议平均每次费用的 2 倍，具体标准由会务组决定。

（四）临时会员和正式会员享受的权利和承担的义务比较如下表

比较项目	临时会员	正式会员
平均每次定期会议参会费	RMB2000 元	RMB1000*
不定期活动	不能享受	能享受
信息集成服务	不能享受	能享受

* 2004 年正式会员年费为 5000 元/人，其中包括定期费用会费 4000 元和不定期活动费用 1000 元。

四、赞助

我们欢迎著名金融机构和地产公司赞助本论坛，可联系组委会电话 010-63691821 沈伟 010-63691049 李群焕。

五、议题

（一）议题来源

本论坛议题来源有两种：（1）中经通房地产研究所，（2）会议提议。会员可在会前一周将自己感兴趣的议题通过 email 或传真给组委会，组委会根据议题出现的频度安排议题。

组委会 email:snwei@163.com

组委会传真：010-63691447

（二）近期议题安排

- （1）“开发商卖方信贷”运作模式及对房地产融资的影响
- （2）中国房地产金融信托计划融资优势及主要问题
- （3）房地产投资基金的运作模式及法律规避措施

- (4) 中国房地产企业上市主要问题及策略分析
 (5) 房地产企业如何利用外资银行商业贷款

六、组委会 中经通投资咨询公司承办的主要会议

中经通投资咨询有限责任公司（简称中经通公司）是中国经济导报社（《中国经济导报》是由国家发展和改革委员会主办的国内外公开发行的综合性经济类报纸）的控股公司。中经通公司成立三年来一直致力于中国产业研究，在中国的产业研究和投资研究等领域在国内已取得独到和领先地位。其主要研究成果是《中国行业分析报告》系列产品（包括房地产、建筑），拥有了数百家中、外重要投资者客户（几乎包括了所有中国所有银行），定期为他们提供咨询和信息服务。

七、中经通投资咨询公司承办的主要会议

会议名称	赞助商	参会人数
“中国发展论坛”	所罗门美邦投资银行 耐克森公司 华夏银行 沈阳金杯汽车股份有限公司 中国民航西北空中交通管理局 无锡远东集团	>500 人
中国煤炭发展国际研讨会	必和必拓 中能电力工业燃料公司 申克澳大利亚 华洋船务有限公司	>200 人
中经通·产业发展季度跟踪研讨会	国家开发银行	>150 人
中经通·行业信贷风险专家咨询会		>150 人
中国电力发展国际研讨会	加拿大原子能公司 美国西屋电气公司 法马通核能公司 中国广东核电集团有限责任公司等	>150 人

《中经通房地产研究系统》订购回执单

单位名称			联系人	
单位地址			邮 编	
订阅部门		联系电话		传 真
E-mail				
报告选择（请在订阅栏目内打“ ”）				
订阅	产品名称			价 格
专题报告				
	2003年中国房地产企业融资策略研究报告（每年1本）			赠送
	2003年分时度假市场研究报告（每年1本）			4000元/年
	2003年中国Mall市场研究报告（每年1本）			5000元/年
	房地产企业运用信托融资策略研究报告（每年1本）			2000元/本
定期报告				
	中国行业分析报告·房地产行业（每年4本）			800元/年
	北京房地产市场月度研究报告（每年12本）			2400元/年
会议				
	金融与房地产经理人联谊会			5000元/ 人·年
注：2003年12月15日之前购买，金额在1万以上可优惠10%。				
介体选择	印刷本 电子邮件 （请在选项前打“ ”）			
服务周期	_____年_____月 至_____年_____月			
金额合计	_____万_____仟_____佰_____拾_____元（小写：_____元）			
联系人	010-63691821 沈伟 010-63691049 李群焕 传真：010-63691447			
指定账号	开户行：中国建设银行宣武支行 户 名：北京中经通投资咨询有限责任公司 账 号：2610206401			