



中国低效房地产再开发行业研究报告

The Investment Analysis Report Of Distressed Asset Redevelopment In China

第一章 中国经营性物业综述.....	2
第二章 中国酒店类经营性物业发展及低效房地产概况.....	5
一、酒店业总体现状.....	5
二、酒店业经营面积测算.....	7
三、酒店业低效房地产分析	7
第三章 中国写字楼类经营性物业发展及低效房地产概况	9
一、中国写字楼市场总体状况	9
二、大城市写字楼的发展概况	11
三、中国写字楼市场的分析	14
第四章 中国公寓类经营性物业发展及低效房地产概况.....	16
一、公寓在中国的发展概况	16
二、中国公寓类经营性低效房地产分析.....	21
第五章 中国商业类经营性物业发展及低效房地产概况.....	22
一、商业房地产概念	22
二、我国商业房地产总量测算	22
三、中国商业房地产的特征	24
四、2006 年我国商业房地产发展的趋势分析	26
五、我国商业房地产空置分析	28
六、商业房地产低效房地产分析	30
第六章 中国经营性物业低效房地产投资分析.....	31
一、房地产评估常用方法简介.....	31
二、经营性物业评估方法.....	32
三、经营性物业低效房地产改良收益分析.....	32
四、本章综述	35

第一章 中国经营性物业综述

经营性物业是指各种非生产性、非居住性物业，包括酒店、写字楼、公寓及商业服务业经营场所等。

为了测算我国的经营性物业的总面积，我们通过统计分析的方法进行模拟测算，计算出 1985 年到 2005 年共 20 年的我国总的已销售经营性物业面积，扣除因城市改造拆除掉的物业面积，即可计算出当前的 20 年存量经营性物业面积。考虑到 20 年前我国经营性物业面积较少，而且经过大规模城市改造后存留下的也很少，因此，我们以 1985 年-2005 年间的存量经营性物业面积代表我国总的经营性物业面积。

经营性物业面积=已销售商品房面积-已售住宅面积-已拆除经营性物业面积（公式 1.1）

表 1 我国 1991 年-2005 年商品房销售情况表

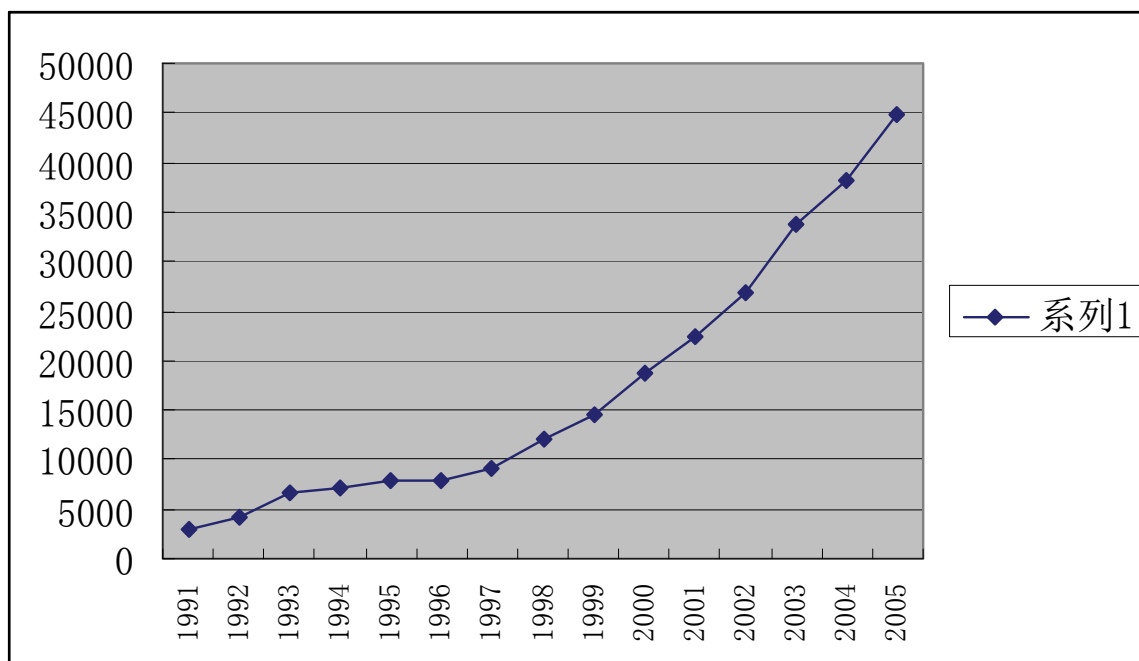
年份	商品房销售面积 万平方米	住宅面积 万平方米	住宅占商品房 销售面积百分比
1991	3025.46	2745.17	90.74%
1992	4288.86	3812.21	88.89%
1993	6687.91	6035.19	90.24%
1994	7230.35	6118.03	84.62%
1995	7905.94	6787.03	85.85%
1996	7900.41	6898.46	87.32%
1997	9010.17	7864.30	87.28%
1998	12185.30	10827.10	88.85%
1999	14556.53	12997.87	89.29%

2000	18637.12	16570.28	88.91%
2001	22411.90	19938.75	88.96%
2002	26808.28	23702.31	88.41%
2003	33717.62	29778.85	88.32%
2004	38231.64	33819.89	88.46%
2005	44730.00	39541.0	88.40%
合计	257327.51	227436.40	88.38%

资料来源：中国国家统计局

基于表 1，得出图 1 即 1990 年-2005 年商品房销售面积图

图 1 1990 年-2005 年商品房销售面积折线图



从上图可以看出，1991 年到 1996 年，房地产销售面积增幅较缓，从 1997 年到 2005 年，房地产销售面积快速增长，这主要和 1997 年国家各地方陆续取消福利分房制度有

关。为了预测 1985 年-1991 年商品房销售面积，过滤掉取消福利分房带来的影响，我们选取 1991 年到 1996 年的数据作分析，因为数据量较小，会带来一些误差，但考虑到 1985 年到 1991 年的总的商品房销售面积较小，对总的经营性物业的测算不会带来太大的影响，并不影响总体数据的可靠性。通过计算，从 1991 年到 1996 年，商品房销售面积平均年增长 22%，以此推算，1985-1990 年的商品房销售面积依次约为：917、1119、1365、1665、2032、2479 万平米，得出我国 1985-2005 年总的商品房销售面积约为 266904 万平方米左右。从表 1.1 中 1991 年到 2005 年，住宅销售面积占商品房销售总面积的 88.38%，扣除住宅的销售面积（ $266904 \times 88.38\% = 235889$ ），即为累计的经营性物业销售面积 31014 万平方米左右。假定每年的因城市改造等引起的拆除率为 3%，目前 1985-2005 年累计的存量经营性物业总面积为 30083 万平方米左右。

以此计算的经营性物业面积为国家规划立项的经营性物业，考虑到部分住宅为商住两用以及国家未立项但违规建造的小型商铺等，我国总的经营性物业的存量面积会大于我们预测的数值。

第二章 中国酒店类经营性物业发展及低效房地产概况

一、酒店业总体现状

20 多年前，国内旅游酒店多数是外事接待机构，谈不上酒店产业和发展规模。经过 20 余年的建设，酒店业已经由一个传统性的、指令性的、隶属于政府外事接待工作的服务机构，转变成为一个在整个国民经济中引人注目的、具有较强竞争力的产业。2003 年旅游业总收入 4882 亿元人民币，相当于当年全国国内生产总值的 4.18% 其中星级酒店的收入为 983.16 亿元，占整个旅游业收入的五分之一，产业特征愈加明显。

1、全国星级酒店的构成情况

2004 年，我国星级酒店数量继续保持适度增长。到 2004 年末，全国共有星级酒店 10888 家，比上年末增加 1137 家，增长 11.7%；拥有客房 123.79 万间，比上年末增加 24.50 万间，增长 24.7%；拥有床位 236.66 万张，比上年末增加 47.89 万张，增长 25.4%。

(1) 按规模划分

按饭店规模大小划分的情况是：1) 客房数在 500 间以上的饭店 125 座，共有 10.55 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 8.5%；2) 客房数在 300-499 间的饭店 389 座，共有 14.29 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 11.5%；3) 客房数在 200-299 间的饭店 822 座，共有 19.70 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 15.9%；4) 客房数在 100-199 间的饭店 3245 座，共有 43.61 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 35.2%；5) 客房数在 100 间以下的饭店 6307 座，共有 35.62 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 28.8%。呈现出两头小，中间大的格局。

(2) 按星级划分

截至 2004 年底，全国共有：1) 五星级酒店 242 座，共有 8.74 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 7.1%；2) 四星级酒店 971 座，共有 22.22 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 17.9%；3) 三星级酒店 3914 座，共有 49.54 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 40.0%；4) 二星级酒店 5096 座，共有 39.08 万间客房，占全国星级酒店客房总数的 31.6%；5) 一星级酒店 665 座，共有 4.21 万间客房，占全国星级酒店客房总

数的 3.4%。

2、全国星级酒店分布情况

全国 10888 座星级酒店分布于 31 个省、自治区、直辖市的具体情况如下：

(1) 按拥有星级酒店的座数排列，位居全国前十名的地区是：1) 广东 1067 座；2) 浙江 901 座；3) 云南 747 座；4) 江苏 638 座；5) 北京 602 座；6) 湖北 541 座；7) 山东 497 座；8) 辽宁 445 座；9) 四川 429 座；10) 湖南 400 座。

(2) 按拥有星级酒店的客房间数排列，位居全国前十名的地区是：1) 广东 13.42 万间；2) 北京 10.85 万间；3) 浙江 9.12 万间；4) 江苏 7.80 万间；5) 上海 7.11 万间；6) 云南 5.79 万间；7) 辽宁 5.35 万间；8) 四川 5.13 万间；9) 湖北 4.51 万间；10) 河南 4.37 万间。

3、全国星级酒店的营业收入情况

2004 年，全国星级酒店共实现营业收入为 1238.67 亿元，比上年增长 255.51 亿元，增长 26.0%。

(1) 按规模划分

2004 年，客房数在 500 间以上的星级酒店年营业收入 133.59 亿元，占营业收入总额的 10.79%；客房数在 300-499 间的饭店年营业收入 203.43 亿元，占营业收入总额的 16.42%；客房数在 200-299 间的饭店年营业收入 205.80 亿元，占营业收入总额的 16.61%；客房数在 100-199 间的饭店年营业收入 352.03 亿元，占营业收入总额的 28.42%；客房数在 100 间以下的饭店年营业收入 343.81 亿元，占营业收入总额的 27.76%。

(3) 按地区划分

2004 年，按营业收入多少排列，位居全国前十名的地区如下：1) 广东省 273.19 亿元；2) 北京 160.98 亿元；3) 上海 138.20 亿元；4) 浙江 101.95 亿元；5) 江苏 83.27 亿元；6) 山东 50.86 亿元；7) 辽宁 43.55 亿元；8) 四川 35.78 亿元；9) 河南 33.17 亿元；10) 湖北 28.95 亿元。

4、全国星级酒店上缴的营业税金

2004 年，全国星级酒店共上缴营业税金 71.07 亿元，比上年增加 21.55 亿元，增长 43.5%。

(1) 按规模划分：客房数在 500 间以上的饭店上缴营业税金 6.78 亿元，占上缴总额的 9.54%；客房数在 300-499 间的饭店上缴营业税金 12.51 亿元，占上缴总额的 17.61%；客房数在 200-299 间的饭店上缴营业税金 12.44 亿元，占上缴总额的 17.51%；客房数在 100-199 间的饭店上缴营业税金 22.26 亿元，占上缴总额的 31.33%；客房数在 100 间以下的饭店上缴营业税金 17.07 亿元，占上缴总额的 24.02%。

(2) 按地区划分：上缴营业税金位居全国前十名的地区是：1) 广东 14.59 亿元；2) 北京 8.95 亿元；3) 上海 6.70 亿元；4) 浙江 6.10 亿元；5) 辽宁 4.95 亿元；6) 江苏 3.68 亿元；7) 山东 2.88 亿元；8) 河南 2.74 亿元；9) 四川 1.98 亿元；10) 福建 1.89 亿元。

二、酒店业经营面积测算

根据国家旅游局《2004 年中国星级酒店统计公报》，全国星级酒店共有客房 123.79 万套。根据 2003 年做的兰州市星级酒店调研报告显示，在所有酒店套房中，标间占 75%，套房占 15%，其他占 15%。我们以标间面积 25 平米(使用面积)，套间面积 60 平米(使用面积)，其他客房面积 70 平米(使用面积)计算，出房率按 60%计算，我国星级酒店总的建筑面积达到 7800 万平米。

三、酒店业低效房地产分析

到 2004 年末，全国星级酒店共有客房 123.79 万间，床位 188.77 万张。由于供大于求，导致酒店企业之间过度竞争。自 1995 年后，我国旅游酒店利润额呈直线下降趋势，至 1998 年旅游酒店业出现全行业亏损的局面。1998、1999、2000 年三年亏损额分别为 45.56 亿、53.64 亿和 26.43 亿元。

2006 年 2 月召开的北京旅游工作大会上，北京市旅游局局长于长江指出，北京酒店业三星级以下亏损面近 46%，四星和五星有 37%亏损。从全国来看，2005 年全行业利润率为-5.64%，处于全行业整体亏损状态，总的亏损面接近 43%。如果以企业亏损作为

经营性物业低效房地产的标准，全国总计超过 7800 万平米的总的酒店面积中，经营性物业低效房地产面积超过 3300 万平米。如果以是否达到投资者要求的年投资回报率为标准，酒店业中经营性物业低效房地产面积将远远超过 3300 万平米。

第三章 中国写字楼类经营性物业发展及低效房地产概况

一、中国写字楼市场总体状况

写字楼是指专为公司办公和商务提供服务的经营场所，我国 1997-2004 年新开工的写字楼面积为合计达到 8831 万平方米，待这些写字楼完全竣工后，我国累计的写字楼面积将超过 8000 万平方米。我国写字楼建设主要集中在大城市，截至 2005 年底，仅北京、上海、深圳、广州这四个城市的写字楼面积合计超过 3300 万平方米。

表 2 我国 1997 年-2005 年写字楼销售面积表

年份	写字楼面积（万平方米）	占商品房销售 总面积（%）	年增长率（%）	商品房销售 面积增长率%
1997	341.43	3.79%		
1998	400.60	3.29%	17.3%	35.24%
1999	403.42	2.77%	7.1%	19.46%
2000	436.97	2.34%	8.3%	28.03%
2001	502.57	2.24%	15%	20.25%
2002	538.91	2.01%	7.2%	19.62%
2003	630.48	1.87%	17%	25.77%
2004	692.83	1.81%	9.89%	13.39%
2005	787.84	1.76%	13.7%	17.00%
合计	4735.10	2.15%		

资料来源：中国国家统计局

图 2 我国 1997 年-2005 年写字楼销售面积图

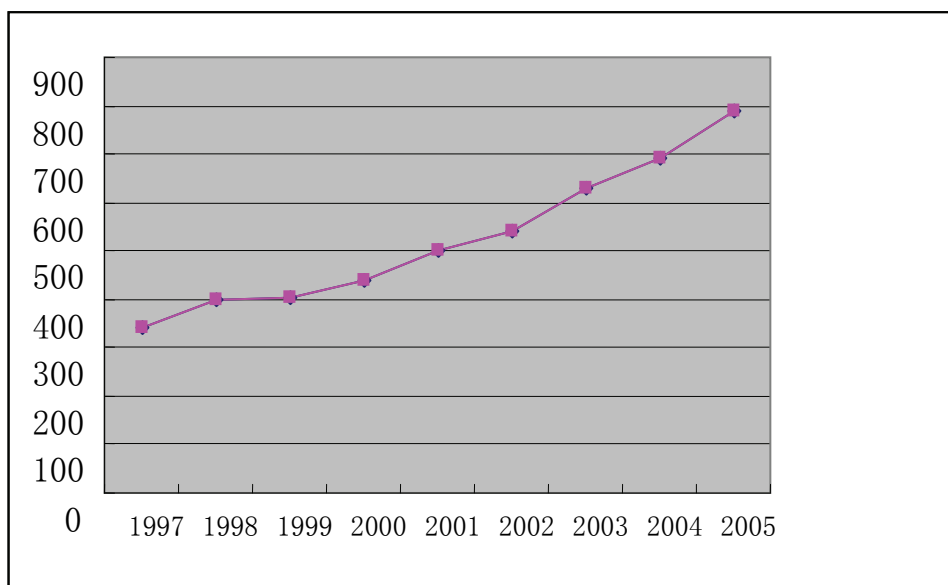


表 3 我国 1997 年到 2004 年新开工写字楼面积表

年份	新开工面积（万平米）
1997	872.44
1998	871.50
1999	690.29
2000	898.81
2001	1072.97
2002	1254.24
2003	1466.89
2004	1704.19
合计	8831.34

图 3 我国 1997-2004 年新开工写字楼面积示意图

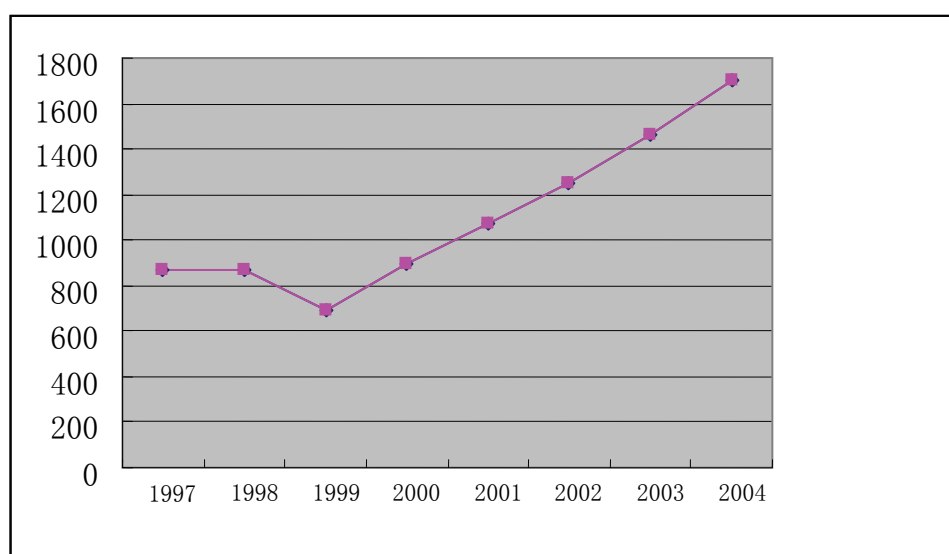


表 3 可以看出，我国 1997 年-2004 年新开工的写字楼面积合计达到 8831 万平米，以 1999 年为拐点，写字楼新开工面积呈现直线上升趋势，年均增长率超过 15%。1997 年至 2004 年累计的销售面积达到 3948 万平米。

二、大城市写字楼的发展概况

在我国写字楼主要集中在大城市，在此，我们以北京和上海为例说明写字楼在我国的发展情况。

1、北京市写字楼发展概况

（1）北京写字楼历史回顾

20 世纪 90 年代中期，由于供应极度缺乏，北京成为全球写字楼租金第一高的城市。从过去 10 年租售指数可见，自 1995 年底至 1999 年，租金大幅下调，其间空置率明显上升；2000 年由于网站热潮，空置率大幅下降，租金明显上升；2001 年网站泡沫爆破，空置率上升。2002 年至今，新增供应减少，空置率维持于较稳定水平，租金续步下降；但到 2005 年初，由于东部缺乏新供应，整体租金开始上升。至于西部的中关村地区，由于去年新供应较多，空置率回升。

（2）2005 年北京写字楼市场

据调查，售价与租金指数大致同步上下，但售价指数波动较少。出现这一现象的原

因是写字楼用户大多采取租赁方式，租赁需求稳定，发展商在买卖市场不理想时，把物业出租，较少大幅减价出售。

整体而言，空置率反映供求关系，亦为租售市场起跌的最有力指标。据统计，过去3年；北京甲级写字楼吸纳量分别如下：

2002年第四季至2003年第三季吸纳量（包括2003年第一至第三季受非典影响），约210,000平方米；

2003年第四季至2004年第三季吸纳量约510,000平方米；

2004年第四季至2005年第二季吸纳量约210,000平方米；

因为2005年市场空置面积有限，吸纳量相应减少，仅第三季的面积已达21万平方米。

（3）未来北京供需变数

北京甲级写字楼目前市场平稳向上，虽然需求稳步上升，但供应量颇大。根据权威机构预测，2005-2007年写字楼的吸纳量约为210万平方米。写字楼市场展望按上述未来三年新供应量估计约300万平方米，届时会出现供过于求情况。

2、上海市写字楼发展概况

（1）市场现状

2006年上半年，随着宏观调控政策的不断深入，住宅市场逐渐趋于平缓。而写字楼产品在宏观调控下，无论是销售市场，还是租赁市场，都表现比较活跃。这主要是因为，一系列的宏观调控政策主要针对的是住宅市场，对于写字楼市场几乎没有什么影响。

从近阶段销售市场上来看，上海写字楼市场每月的供应量和成交量都比较平稳，没有出现什么较大的波动，一些细微的起伏也是市场的正常现象。2006年上半年，上海甲级写字楼出售市场每月实际供应面积基本在21——27万/平方米之间；上半年去化销售甲级写字楼面积约为6.38万平方米。除去4月份相对大量的去化，其余月度去化情况比较平稳，月去化面积基本在0.71——1.1万/平方米之间。而上海乙级写字楼月度供应面积基本在1101——140万/平方米之间；上半年去化销售乙级写字楼面积约为51.36万平方米，其中月去化面积基本在51——10万平方米之间。

从租赁市场来看，近阶段，上海写字楼市场租金水平总体呈现增长的趋势，甲级写

字楼的租金水平较 2005 年底增长了 5% 左右，空置率出现小幅回升，甲级写字楼市场供不应求的形势依然严峻。

2006 年上半年，上海甲级写字楼的租金水平最终达到 1.02 美元/平方米/天左右，空置率达到 7.85% 左右；上海乙级写字楼的租金水平达到 0.5 美元/平方米/天左右，空置率在 20% 左右。

（2）上海写字楼市场现阶段主特征

a、写字楼市场的供应结构和成交结构逐渐发生变化。

传统的商务区内，新增出售的写字楼越来越少，而一些次中心区域和边缘地区的写字楼供应却明显增加，尤其是浦东金桥地区的写字楼，自 2005 年之后就不断有新的写字楼出售。去年新增写字楼较多的普陀区，在 2006 年上半年没有一例物业出售。

从成交来看，大部分的成交集中在工业园区、边缘地区的写字楼以及次中心区域的一些异质化产品。这种成交结构符合上海办公格局外延的趋势。

b、甲级写字楼市场租金水平差距拉大

近几年新建的甲级写字楼物业，由于物业自身品质较高，并且与现时办公性能的需求比较吻合，因此其租金水平处于高位运行，目前租金水平大都在 11——1.4 美元/平方米/天，如港汇广场、嘉华中心、汇亚大厦、都市总部大楼等，租赁业务比较活跃，入住率普遍能够达到 95% 以上。

而一些建成较早的甲级写字楼物业，租金水平却每况愈下，目前租金水平只能维持在 0.651——0.8 美元/平方米/天，并且租户质量不高，入住率在 92% 左右。而且，租金水平和入住率随着楼龄的增长，以及新建甲级写字楼的冲击，将会继续回落。

c、陈旧甲级写字楼抢占乙级写字楼租赁市场

一些建成较早的甲级写字楼，由于物业设备陈旧，加之新建甲级写字楼的不断冲击，已经渐渐地从甲级写字楼市场的客户争夺中退出，从而把潜在的入住客户锁定在一些有着甲级写字楼需求，但是支付能力较弱的企业和单位。虽然这些甲级写字楼设备稍显陈旧，但是由于其良好的物业管理、成熟的办公氛围、相对便利的交通商业环境，加上租金优惠，仍受到了一些企业的垂青，这样势必会危及一些乙级写字楼的利益，从而加剧乙级写字楼领域的竞争。

三、中国写字楼市场的分析

对写字楼来说，应该具备八大条件：地理位置的优势；周围市政条件完善，环境成熟，档次相配；项目本身配套齐全，涵盖工作，休息，娱乐，餐饮，购物等各种功能；系统配置，材料与设施均是国际化加入人性化的顶尖标准，健康舒适；提供全方位、专业化的管理与服务，保障物业运营水平的长期稳定，使项目能长期保值等等。写字楼市场需要在前期定位、市场推广和后期管理等方面进行长远的规划，需要通过提供整体配套设施以及提高楼宇质量来创造人性化的办公环境。但由于种种原因，很多写字楼很难达到上述条件，一方面，在早期的建造的一些写字楼，随着时代的进步，其设计、装修、管理与服务等均无法满足客户的需求，造成物业的低效与低值；另一方面，近期开发的一些写字楼由于开发商自身专业水平不足、客户定位不合理等因素，也会造成写字楼无法适应市场需求，物业价值缩水。具体表现在以下几方面：

（1）供应结构不尽合理

对市场定位不准确，产品和市场脱节，造成写字楼的销售不畅或空置。以深圳为例，从目前已经基本建成、正在兴建或是完成定位尚未开工的写字楼项目来看，有很大一部分将其档次定位为甲级、超甲级等高档物业，目标市场一律瞄准为世界五百强企业、国际知名公司在华或区域总部，对客户设置严格的准入门槛，只进行整层出租出售。而目前一般企业都有属于自己的办公物业，几处对入驻客户设置严格门槛的高档项目空置率均在 30% 以上，而先期定位为高档写字楼，只针对大客户的项目，其入驻的客户目前却不得不以中小公司为主。这些现象也说明了写字楼市场对自身定位和客户预期存在一定问题。

（2）设计、策划与城市价值的割裂

突出表现为开发和设计理念上的自我中心意识，追求造型、体量及业态的“高”、“大”、“全”，外立面追求“标志性”，忽略与城市资源的沟通与互动，忽略与城市环境的协调，挤占城市公共空间，排斥与城市的交流和互融，在功能上，写字楼成为封闭型孤立系统，在气质上，写字楼成为对环境与人极不友好的“将军建筑”、“霸王建筑”。

写字楼是城市系统中的一个子系统，写字楼功能的有效发挥很大程度上取决于和城

市功能的沟通与协调。由于写字楼所处地段的显赫性，以及写字楼自身的价值与财富效应，写字楼本身就构成了城市的重要节点。如果割裂与城市其他建筑及城市环境的互通与互补性，必然使写字楼资源、城市资源都不能得到有效配置与互动，从而造成写字楼资源、城市资源的极大浪费，并最终导致城市价值和写字楼价值的相互折减，削弱了写字楼的可持续发展力。从根本上说，这是一种短视和自杀行为。

（3）以销售为主导的开发模式导致写字楼产品价值的弱化

从资产的角度看，写字楼是可经营性的物业，一种经营性资产，也就是说，写字楼是可以通过可持续发展的规划设计和有效的经营管理实现不断增值的。发达国家的写字楼，尤其是核心地段的优质写字楼，绝大多数只租不卖，为各种基金或投资机构所持有，获取长期稳定的收益。在这样的运行模式下，发展商也更关注产品的长期价值，产品价值与土地价值、城市价值更易实现良性互动，共同发展。

在我国，发展商由于受制于开发规划体制、资金瓶颈及土地成本等刚性约束，在现阶段普遍形成以销售为主导的开发模式，从而缺乏对产品长期价值的关注，产品价值与土地价值、城市价值容易相互脱节，产品的增值空间与寿命周期从而也大为缩短。

（4）相关配套业态不完备

写字楼不是办公楼，不是孤立的业态，而是一个综合性的系统，其功能的有效发挥依赖于相关业态的配合。相关的配套商业，如休闲、健身、文化、艺术、餐饮等，既能满足写字楼公司及人群的功能性需要，又作为写字楼的公共空间，提供交流情感、沟通信息、吸取能量、激发创意的心理功能，从而使写字楼具有持续的发展空间。但我国很多写字楼从设计到运营都很难达到上面的要求。

我国 1997-2004 年新开工建设的写字楼达到 8831 万平米，保守估计，其中的 15%为经营性不良资产，其总面积将超过 1300 万平米。

第四章 中国公寓类经营性物业发展及低效房地产概况

一、公寓在中国的发展概况

公寓概念最早源于欧洲，当时旅游区内租给游客供其临时休息的物业，由专门的管理公司进行统一的上门管理，既有酒店的性质，又相当于个人的“临时居所”，这些物业就成了公寓的雏形。国内的公寓最早出现在北京，然后在上海、广州等地均有开发，后迅速在全国发展。

当前较为普遍的为公寓式住宅，其相对于独院独户的别墅，更为经济实用。公寓式住宅多为设备较好的高层大楼建筑，楼梯或电梯公共使用，每一层内有若干套单户独用的房间，一般设有卧室、起居室、浴室、厕所和厨房等。主要是供给中等收入的高级职员、政府公务员居住。

近年，各种概念的公寓层出不穷，像 SOHO 公寓、酒店式公寓、商务公寓等，这些公寓与普通公寓的主要区别就是他们把住和办公融合在一起。其中，尤其以酒店式公寓为代表，今年在北京、上海、天津、深圳等大城市得到迅速发展，我们在此以酒店式公寓为例，说明公寓在我国的发展历程与前景。

1、酒店式公寓的概念

酒店式公寓也称酒店式服务公寓，是目前尚不多见的物业类型。所谓酒店式服务公寓是指位于大型商圈内，保持统一装修模式、配置一整套高标准硬件设施和酒店服务系统、聘请专业酒店物业管理公司或酒店式公寓管理公司并由其统一经营和管理、区别于纯酒店单间的公寓，其大多会被用作投资使用。酒店式服务公寓的概念，始于 1994 年，意为“酒店式的服务，公寓式的管理”，市场定位很高。最早来源于欧洲的“产权式公寓”，属舶来品，是当时旅游区内租给游客，供其临时休息的物业，由专业管理公司进行统一上门管理，既有酒店的性质又相当于个人的“临时住宅”。这些物业就成了酒店式公寓的雏形。不久以后，此种物业在欧洲越来越多，服务也越来越周到，深受广大消费者的好评。随着发展又飘洋过海，如今已遍布全球。在我国，酒店式公寓最早出

现在深圳，后来又出现在上海、北京两地，近年陆续成为热点。

2、酒店式公寓的特征

(1) 提供酒店式服务和管理。所谓酒店式公寓，顾名思义，就是一种提供酒店式服务的公寓，它借鉴酒店式服务及管理模式，提供诸如家居清洁、送餐或宴会安排、洗熨及送衣、电召的士、钟点服务等一系列服务。酒店式公寓的物业管理较一般公寓更完善，服务内容更多，为其独特的消费群体提供所需的服务和物业管理。

(2) 商居两宜，兼具居住和办公两种功能酒店式公寓既可用于居住，也可用于办公。由于设施成套，相比于纯酒店的单间设计，居住的舒适性大为提高。公寓里面，配套了厨房、家私和电器等设备，生活设施齐备，适宜长期居住。酒店式公寓在其软、硬件的配置上与纯酒店相差无几，但租金价格却比酒店相对便宜很多，从而具有更优的性价比与更好的居住舒适性。从租期上看，酒店式公寓的承租时间多定为一个月起租，但实际情况较为灵活，可以从一天到一年，也可以是两年。对于长住于此的外来高收入人群，具有很强的宜居性。酒店式公寓与前几年热炒的 SOHO 概念有着异曲同工之处，两者均是将居住的概念分别与酒店式服务与居家办公相结合，但 SOHO 概念中提供给住户的是较完善的办公空间，但忽略了五星级的配套和服务；其设计的主要功能为满足居家办公的要求。

(3) 酒店式公寓面积小，总价低，投资风险小，转让出租回报大。一般情况，酒店的租金要比公寓高 30% 左右，而酒店式公寓的单位面积小、好管理、租金相对较低又易出租等特点却是其优势所在。不过，高档次酒店式公寓项目所占用的投资资金相对较多，回报的周期较长，因此比较适合中长线的投资者。

3、酒店式公寓在中国的发展

酒店式公寓为近年新发展的业态，目前尚没有权威的全国性统计资料，我们在此以北京、上海、天津等大城市为例，说明酒店式公寓在中国的现状。

(1) 北京、上海酒店式公寓发展情况

北京作为我国的政治文化中心，在京的跨国公司高层管理人员，海外社团，驻华使馆工作人员以及港澳台人士，构成了北京酒店式公寓的主要租住客群。戴德梁行报告显

示，北京去年第三季度酒店式公寓平均租金为 21.2 美元每平方米，空置率总体下降了 2.3%。其中，高档酒店公寓平均租金则从 26.3 美元每平方米上升到 27.2 美元每平方米，空置率维持稳定为 10.4%。一直以来，酒店服务公寓的供应都比较有限。但随着外资企业在华业务的逐渐拓展，外籍高级管理人士来华更频繁，戴德梁行预测，对酒店式公寓需求会越来越旺盛。

据统计，到 2005 年第一季度末，北京共有高级公寓项目 100 余个，其中酒店式公寓有近 40 个，共提供近 3 万个住宅单位，总建筑面积超过 200 万平方米。销售返租类酒店公寓供应量：建成并基本投入使用的项目 50 余个；潜在上市项目 30 余个；总建筑面积 250 万平方米以上。

上海是中国经济、金融中心，大量外资企业，办事机构纷纷把中国区总部，甚至亚太区总部安置在上海，进一步巩固了上海作为远东大都市的城市地位，由此带来的大批外籍人士形成了上海酒店式公寓的主力客群。根据戴德梁行的统计，2002 年时，上海约有 75 家酒店式公寓，截至目前，上海建成并基本投入使用的酒店式公寓项目 130 余个；总建筑面积 300 万平方米以上。

（2）天津市酒店式公寓发展情况

2005 年，天津市高档酒店及酒店公寓保持了持续旺租的局面，如喜来登酒店、国际大厦、奥林匹克大厦、滨江万丽国际饭店等目前租金 27-50 美元/平方米·月，比去年同期增长 5-10%左右。

目前，天津市场正在运营的酒店式公寓约 8 个，提供住房 778 套，约 10 万平米，统计内的在建的酒店式公寓约 11 家（部分正在筹建中的酒店式公寓未作统计），提供 8000 套，约 64 万平米，2006 年入住的 20 万平米，2007 年入住的酒店式公寓 44 万平米。从供应量看，成梯次倍数放大趋势。到 2007 年，酒店式公寓的存量将达 74 万平米。

表 5 2005 年天津、北京、上海酒店式公寓情况表

城市	存量 家数	存量 套数	存量面 积（万 平米）	新增 家数	新增 面积 （万 平米）	新增 套数	合计 家数	合计 面积 （万 平米）	合计套 数
天津	8	778	10	11	64	8000	18	74	8778
北京							120	450	100000
上海	130		300	5			135	300	

目前，天津在用的酒店式公寓共 8 家。 分别如下图所示。

表 6 2005 年 3 季度酒店式公寓租金情况

名称	层数	套数	单位面积（平方米）	月租（美元/平方米）
国际大厦	27-36	116	78-220	32
奥林匹克大厦	5-29	160	70-300	30
滨江万丽大饭店	22-25	48	70-100	27
金皇大厦	15-24	110	90-150	22
今晚大酒店	26-34	30	40-100	23
泰达国际公寓	7-24	170	146-185	23
喜来登酒店	8	59	60-120	50
利顺德大饭店	29	85	60-150	29
合计		778	7000-15000	29.5

从上面数据可以看出。平均月租达到 29.5 美元，超过了北京酒店式公寓的均值 21.2

美元。主要原因是上述天津的酒店式公寓均处于成熟商圈，属高档酒店式公寓。在上述的酒店式公寓中，除泰达国际公寓是 2005 年新推出的以外，其均是在原大酒店的基础上推出的。租金自然也同酒店一起水涨船高。随着更多的酒店式公寓的陆续面世，天津酒店式公寓的租金均值将有所回落。

天津市今年面市的 11 个酒店式公寓，和平区 2 个，开发区 4 个，河东区 2 个，南开区 3 个。

目前，天津市冠名以“酒店式服务公寓”的楼盘越来越多，但其中有名无实的也为数不少。我们认为“服务公寓”应当具备以下服务内容：

- a. 大堂接待
- b. 免费或会员制的会所，包括各项娱乐、餐饮和休闲健身设施
- c. 家政服务，如代购代付、代请女佣、邮政、洗衣等
- d. 客房清洁
- e. 24 小时保安
- f. 商务服务，如打印、传真等

如果以此作为酒店式公寓的标准，天津市新建的酒店式公寓只有港湾中心、非常公馆、时代奥城、泰达国际公寓、诚基中心国际公寓、奥城国际酒店式公寓和规划中的万通新城等是真正意义上的酒店式公寓。

从销售率来看，酒店式公寓的销售情况均比较好，尤其一些小户型，开盘之初就被抢购一空，从销售率看，开发区的销售情况最好，几乎所有公寓在刚开盘即销售一空。

按商圈类型分，主要有四种类型。一种在包含在酒店建筑体中的酒店公寓，其配套及物业管理都与酒店相同，如泰达国际公寓、将面市的世贸大厦五星级酒店中的五星级酒店公寓、奥城国际酒店式公寓等；一种是在新建商务、商业综合区中的酒店公寓楼，如时代奥城国际公寓等；还有一种是在已有的商务、商业繁华区或旅游区新建的酒店式公寓，如港湾中心、诚基公寓、银珠公寓、伴景湾、非常公馆等。另外一种是在交通发达的地方。如焕日线，紧邻津塘公路及津滨高速公路，毗邻世纪大道、轻轨，距东丽开发区及天津机场车程只有 20 分钟，交通便利。

从租赁方式看，大部分公寓实行的代租形式，只有焕日线和泰达国际公寓采用包租形式。焕日线的租金回报率约为 5.5%，泰达国际公寓为 8%。

从户型来看，以 41-60 平米的小户型为主，总价在 30-45 万之间。小户型多为开放式设计，大户型多为跃层的四室两厅两卫或三室两厅两卫。

二、 中国公寓类经营性低效房地产分析

由于公寓等各类物业为近几年新开发的一些业态，经营相对比较稳定，发展势头较好。其设计和经营理念虽然各发展商有所不同，但总体经营较好，存积的经营性不良物业面积较少。随着时间的推移，一些地理位置差、配套设施不健全、设计与装修落后、物业管理比较差的公寓将面临较大的竞争，在这些物业中，也将产生一些经营性低效房地产。

第五章 中国商业类经营性物业发展及低效房地产概况

一、商业房地产概念

商业房地产的概念有广义、狭义之分。从广义概念上讲，商业房地产是指各种非生产性、非居住性物业，包括写字楼、公寓、会议中心以及商业服务业经营场所等。而狭义的商业房地产概念是专指用于商业服务业经营用途的物业形式，包括零售、餐饮、娱乐、健身服务、休闲设施等，其开发模式、融资模式、经营模式以及功能用途都有别于住宅、公寓、写字楼等房地产形式。

本报告主要是研究狭义概念的商业房地产。

二、我国商业房地产总量测算

表 7 我国 1997 年-2005 年商业用房销售面积情况表

年份	商业用房销售面积 (万平米)	商业用房销售面积 年增长率(%)	商品房销售面积 增长率(%)
1997	634.06		
1998	810.80	27.87%	35.24%
1999	1003.17	23.73%	19.46%
2000	1399.30	39.49%	28.03%
2001	1696.14	21.21%	20.25%
2002	2218.58	30.80%	19.62%

2003	2833.09	27.70%	25.77%
2004	3100.29	9.43%	13.39%
2005	3623.00	16.86%	17.00%
合计	17318.46		

资料来源：中国国家统计局

图7 我国1997年-2005年商业用房销售面积示意图

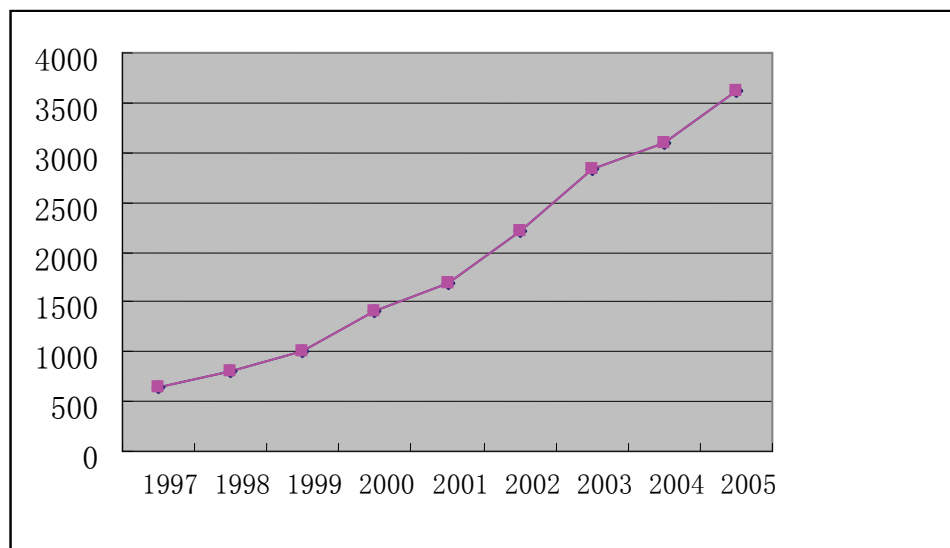


表 8 我国 1997 年-2004 年商业用房新开工面积表

年份	商业用房新开工面积 (万平方米)	商业用房新开工面 积年增长率%	商品房新开工面 积增长率%
1997	1462.45		
1998	1938.65	32.56%	45.35%
1999	2198.5611	13.41%	10.75%
2000	3034.7658	38.03%	31.02%
2001	4105.4017	35.28%	26.41%
2002	4926.4758	20.00%	14.46%
2003	6706.799	36.14%	27.82%
2004	7790.8103	16.16%	10.43%
合计	32163.9137		

资料来源：中国国家统计局

从表 8 可以看出，从 1999 年以来，我国的商业用房面积增长率一直超过商品房新开工面积的增长率，商业房地产市场迅速发展。1997 年到 2004 年累计的商业用房新开工面积 32163 万平方米，同期我国累计销售的商业用房面积 13695 万平方米。

三、中国商业房地产的特征

商业房地产的形式多样，规模大小差别很大，大的商业房地产如大型 SHOPPING MALL 项目，规模可以达到几十万平方米，规模小的如小商铺，规模仅几百平方米甚至更小。商业房地产开发模式是先招商后开发，融资模式是以非银行贷款为主，运营模式是以出租为主。

商业房地产当前存在以下主要特征：

（1）投资主体多元化

随着国家对土地的出让，特别是这些年来投资开发过度的住宅类房地产的土地出让逐渐严格以及住宅项目的过度竞争，造成开发商向相对竞争较弱的领域——商业房地产转型，商业房地产的投资价值逐渐被更多的开发商认识到，市场上有更多的房地产开发公司由住宅开发转向商业房地产开发。万达、金源就是典型的例子。大连万达已将商业房地产作为与住宅开发并重的主攻目标，与国际商业巨头沃尔玛结成了战略性同盟，并很快吸引了家乐福、欧倍德、百安居、肯德基、必胜客、百脑汇、吉盛伟邦等国内外著名新型商业企业的加盟，并计划在上海杨浦和北京等 15 个城市开发商业房地产。金源黄总提出：要在退休前，把住宅房地产公司转成商业房地产公司。“只有商业房地产才是真正属于自己的。”黄如论希望经过努力能在全中国建 10 个左右大型摩尔购物中心。

（2）投资规模扩大化

商务部一项权威性调查显示：近两年大型商业设施投资来势很猛，北京、上海在建和拟建的大型购物中心的建筑面积也在 100 万平方米以上，深圳已建成和在建的购物中心面积也在 100 万平方米，武汉市在建的 5000 平方米以上的商业设施达到 150 万平方米。2004 年，全国商业营业用房完成投资同比增长 34.7%，高于房地产开发投资增幅 5.8 个百分点；全国商业营业用房竣工面积增幅达 16.2%，高于房屋竣工面积增幅 6.4 个百分点。

目前我国一些地方政府不顾当地的实际经济发展状况，一味地积极推动，已经出现了盲目求大的商业房地产政绩工程，这些商业设施已经对中小商业企业带来了巨大的生存压力，而且过于重视城市景观要求，忽视了商业功能的开发，致使项目陷入招商难的尴尬境地。

（3）运营模式回归

前两年大多数房地产商都抱着“卖完就走”的经营思路，以售代租，尽量缩短开发周期，

这既不可能进行完善细致的商业房地产规划，同时也将风险完全留给了中小投资者。特别是底商和商铺，由于缺乏整体的经营主体，开发商（通常是地产开发商）只能将商铺卖给中小投资者以便回笼资金，中小投资者再根据自己对市场的判断进行经营，

不可避免地出现了混乱的局面，开发前的规划被打乱。面对诸多不成功的经营现实，受市场因素影响，有实力的公司开始着手聘请专业的商业规划和招商公司进行整体运作，运营上采取以商业持续良性发展的物业出租方式为主，说明在运营模式上开始出现回归，但由于刚刚处于起步阶段，因此还未完全到位。有的开发商则承诺将售出的商铺从投资者手中回租，整体交由有实力的商业经营主体进行运作，并给予投资者一定的回报，即返租，客观地说，返租作为一种营销策略，在收益性物业销售中确实能起一定的作用，从某种程度上是发展商信心与实力的体现，是对市场的认识与把握。但我国内地商业地产市场仍不成熟，这种策略一旦不能兑现时，将给个人投资者造成巨大损失；同时对开发商的伤害也相当大。因为“返租”形式可以在短期内聚集大量的资金，但资金成本高，经营压力大。返租的承诺不能兑现，不仅信誉和形象受到伤害，还可能被告上法庭，承担经济责任等。

商业地产的核心是商业，而商业是微利行业，超过商业利润率的房地产开发和租金回报则必然存在“泡沫”成分，是不符合市场经济规律的。

四、2006 年我国商业房地产发展的趋势分析

2006 年，中国商业地产呈现四大趋势：

（1）供给趋势分析

2005 年初，国务院颁布的《城市商业网点规划条例》以及听证制度的草案，商业网点的业态结构、布局结构将趋于合理，网点规划管理条例将参照发达国家的做法，引入听证制度，邀请专家、利益相关者参与听证，避免开发盲目性。根据《条例》规定，今后 10000 平方米以上的商业房地产设施项目必须进行听证，由发改委建设规划、工商行政管理、交通环保等部门、生产流通部门、消费者协会、行业组织及专家学者参与听证，商业网点的所在区、街道也将推选社区代表发表意见，开发商经过听证之后必须拿到书面同意建设意见，方可办理有关建设手续。《城市商业网点规划条例》的出台，都将在一定程度上限制商业地产的盲目开发。

（2）需求趋势分析

中国连锁百强从 2001 年到 2005 年所用的店铺数量呈现出的快速增长的势头，对国内的地产开发商意味着商铺成为一种直接的需求。目前，国内前 100 名的零售企业的发

展速度非常快。2001 年，每家连锁百强的企业可用的店铺数量是 111 家，2002 年达到了 169 家，2003 年达到了 204 家。一些具有优势的连锁企业，已经把加快开店速度，扩大规模作为企业发展的首要战略目标。但是由于边际效益的下降，内资连锁企业开始放慢了扩张速度，而更加注重门店的管理与效益，从开店数量的增长速度看，略有下降。

在中国商业零售业 2004 年 12 月 11 日彻底对外开放后，中国商业市场正在吸引着越来越多国际商家的关注，寻找适合商家发展的商业项目，成为众多国内外商家扩张规模，占领市场的基础。2006 年，外资商业对商铺的需求将会有大幅增加，同时商家对商业物业的选择标准将更为严格，物业结构适用性好、位置优越的项目将成为追捧对象。

（3）发展结构的趋势分析

从各种类型商业房地产的发展趋势看，由于城市新社区建设步伐加快以及各级政府目前积极鼓励发展社区商业，因此 2006 年及今后的一段时期，社区商业将呈现出较大发展潜力。商务部认为：当前，新建居住区商业设施滞后的矛盾比较突出，不仅数量少、布局分散而且设施落后、现代化水平差，离以人为本、服务居民生活的要求还有相当差距。商业网点建设要在促进城市商业繁华、繁荣的同时，更加注重满足老百姓日常需求的商业和生活服务的设施建设，要把社区商业作为规划的重点；在业态上，要体现便利性、实用性；在功能上，要以老百姓不断发展变化的消费需求为取向，完善服务设施，提高服务功能。这些精神将对各地商业网点的建设产生重要指导意义，可以预计，今后一些适合社区商业发展的商业形态，包括社区型购物中心、邻里中心以及现代生活广场等将会得到快速发展，逐渐成为商业房地产中的新亮点。

（4）效益的趋势分析

从近几年的发展状况来看，由政府推动的会展中心、城市广场、步行街这类形象工程问题将逐步暴露出来，一些不符合城市商业规划、不符合商业房地产运作规律的项目将风险凸现，中小投资者投诉可能成为一个新热点，尤其是重点城市中的标志性项目的成败将会起到强力的调控效果。

随着商业房地产运营模式的理性回归逐步到位，以租赁为主的运营模式将越来越多，比例将越来越高，开发商将越来越意识到追求短期获利行为已不现实，而获得合理收益和长期效益将使市场更趋于有序。

五、我国商业房地产空置分析

据统计，2005 上半年，全国商业房地产空置面积高达 2878 万平方米，较去年同期增长了 21%，比商品房空置率高出 18% 还多。北京、广州、深圳等地商业房地产的销售率不超过五成。据中国指数研究院华东院副院长陈晟介绍，商业房地产销售率（销售与供给比例）除了上海较高外，北京、广州、深圳这一指标分别为 32%、50%、42%。这意味着有一半以上的商业房地产没有卖出去。

由于商业房地产的利润偏高，不少发展商争相进入该领域，导致开发总量的快速上涨，进而导致商业房地产空置率不断攀升。目前全国商业房地产已呈现非理性状态，盲目投资、建设的情况较多。目前一些城市商业房地产的空置率过高，销售价格过高，开发过分依赖银行贷款，局部有过热的苗头，尤其是二三线城市。商业房地产的融资渠道不畅，酝酿着一定的金融风险；而分割产权出售等经营方式蕴涵着一些社会风险；商业房地产的规划与城市商业网点规划不够匹配。

（1）政府行为推动

众所周知，在中国许多城市，大型商业物业的开发都或多或少地得到了地方政府的支持。如果这些大 MALL 可以吸引诸如沃尔玛、家乐福之类跨国零售巨头的进驻，对地方政府而言当然是名利双收的事，即使退而求其次，能引进一些具有相当知名度的国内品牌企业，也会觉得面上有光。笔者曾经听到过，不久前河南省某市市长曾屈尊亲自登门拜访华南一家以造 MALL 闻名的企业，商谈引进投资合作的事宜。

之所以产生上述泡沫，与开发商、经营者的主观意识不当有着直接关系。但在商业房地产的开发建设中，也存在着严重的形象工程。一些地方政府不顾本地经济发展的实际情况，一味地上马大型 MALL 和商业街项目建设，并在建设中过于重视城市景观的要求，大搞形象工程，加大了商业设施的建设、招商和经营成本，使项目招商往往陷入两难的尴尬境地，直接导致了日后泡沫风险的产生。

随着商业房地产热的影响及开发商对高额利润回报的追求，一些商业街的开发规模普遍偏大，并且还在不断扩容当中。动辄建设十万、几十万平方米的商业街，最终结果是长期闲置。现在，全国城市商业街，特别是地、县级城市的部分新建商业街经济效益堪忧，显性空置率已达 15% 以上，隐性空置率也超过了 25%。客流少、效益差、转让、

停业正在成为一些商业街的主题词。而这与当地政府和开发商建设商业街的初衷大相径庭。

（2）投资建设盲目

大公司的转型带动了一大批住宅房地产公司进入商业房地产领域，许多小企业不顾自身实力有限，盲目跟风进入商业房地产开发领域。有的开发商不考虑区域科学性，重复建设，造成了网点布局结构性、地域性的不合理，也造成社会资源的浪费，加大了开发风险，一些地区商业房地产的空置率居高不下就是最好的说明，另外还出现了许多隐性空置现象。一些开发商仍然采取“先开发后招商”的方式，凭非理性的感觉进行项目投资，在缺乏专业的市场研究和商业策划的前提下，在没有明确的目标、明确的客户，甚至没有明确将要对其哪些业态进行组合的情况下就开始敲定方案，紧接着破土动工，然后再考虑如何招商的问题。其结果是招商效果不好，最终造成项目的损失巨大，还易形成开发商、经营商、物业管理商三方的矛盾，成为新一轮投诉热点。有的还出现了影响交通、破坏环境等一系列问题。

（3）投资结构不平衡

非专业资本在不断的逐利过程中，并不可能站在地区商业平衡的基础上进行建设，造成了阶段性、结构性、地域性的不平衡和网点布局的不合理。

这种投资的自发性和盲目性，突出表现在网点布局上。商务部公布的资料显示，东部沿海地区社会消费品零售总额占全国的比重为 36%，商业网点占全国商业网点的比重高达 62%；西部地区消费品零售总额占全国的比重为 17%，零售网点占全国零售网点的比重不足 16%。此外，农村、城乡结合部和新建居民区的商业设施严重不足，网点市中心趋热而社区及边缘趋冷等现象比较普遍。

在商业房地产的投资业态结构上，普遍热衷于追捧底商、大型购物中心和商业街。尚没有形成以新型业态为主体的现代流通业态体系，商业房地产的投资业态不尽合理。

（4）商业房地产同质化严重

商业房地产的主要问题是中低端、同质化的项目太多、太滥，而高端的、差异化的商业房地产项目却非常少。如重庆商业房地产空置率全国第一，空置率达 44%，但如保时捷公司等高端客户又在重庆找不到合适的地方落户，因为重庆目前商用物业的载重、面积、地段、结构等都不符合要求。

（5）城市化带来的新城区商业房地产的空置

目前中国绝大多数城市处在城市化扩张过程中，大批住宅在新城区的建设同时推动了新城区商业房地产的大规模开发。大批楼盘建成了商住结合的楼盘，低层楼盘是商业营业用房，高楼层是住宅用房，大量商住楼充斥商业房地产市场，限制了当地商业房地产的发展。

六、商业房地产低效房地产分析

近年来，我国的商业房地产市场迅速发展，1997-2004 年，累计新开工商业房地产面积达到 32163 万平米，累积的销售面积达到 13695 万平米。自 1999 年以来，商业房地产新开工面积增长幅度平均为 26.43%，远远超过商品房新开工面积的增速。

在商业房地产蓬勃发展的同时，其空置面积也迅速增长，据统计，至 2004 年底，我国商业房地产的空置面积已经达到了 2610 万平米，开发量在各类房产中所占比重只有 10% 的商业房地产，空置量却占了总量的四分之一强。据中国商业地产联盟估计，这一趋势在 2005 年和 2006 年继续延续，每年的空置面积增长超过 20%，以此计算，当前我国总的商业房地产空置面积将达到 3700 万平米。

1997 年-2004 年，商业房地产累计新开工面积 32163 万平米，待这些商业房地产完工后，保守按 15% 为计算，2006 年后商业房地产中经营性低效房地产面积将超过 4800 万平米。

第六章 中国经营性物业低效房地产投资分析

从全国来看，我国的经营性物业发展迅速，累计的面积超过 3 亿平米。分行业看，传统的酒店行业发展迅速，累积的总经营面积超过 7000 万平米，但由于过度竞争，其经营状况不很理想；写字楼近年发展平缓，平均销售面积增长速度低于商品房销售增长速度；商业用房今年发展极快，其平均销售增长速度远大于商品房销售增长速度，但存在较多的空置；公寓近年来发展较快，商务公寓、酒店式公寓、SOHO 公寓等新兴业态为行业的发展注入了活力。

根据前几章的总体分析，仅酒店、写字楼和商业房地产这三种业态，累积的低效房地产面积超过 9400 万平米。经营性物业资产中产生的众多低效房地产，为经营性物业资产改良带来了极大的市场机会。

一、 房地产评估常用方法简介

在房地产评估中，常用的评估方法有主要市场比较法、收益还原法、成本估价法、假设开发法。

市场比较法。即通过与周围房地产价格、品质等的比较，确定被评估房产的价格。在购房时，购房者常常多看几处住宅，在价格相等的住宅中选取效用最高的，或者在效用相近的住宅中选择价格最便宜的，从中挑选出自己最中意的一个。这就是市场比较法所依据的替代原理。

收益还原法。按照房地产未来的收益来估计房价的做法称为收益还原法。收益还原法的基础是理性预期理论。首先估计房地产在各个时期将要取得的纯收益，然后采用适当的还原利率将纯收益折算到现在，各个时期收益的总和就是房价。如果在未来的纯收益和还原利率这两个环节上没有异议，那么收益还原法是最理想的房价估计法。

成本估价法。采用成本估价法比较简单，建造成本加上各项税费和正常的利润就是房价。成本估价法特别适用于房地产交易较少，无法采用市场比较法的情况，非盈利建筑物由于很少有交易实例或者不能交易，也往往采用成本估价法。

假设开发法。房地产商在决定是否开发一个项目之前，首先要估计出它的销售价值，然后扣除正常的土地开发费用，勘察、设计费用，建筑施工费用，销售

费用，资金成本（利息），税金等，最后扣除地价，剩下的就是房地产开发商预期的利润。倘若这个利润是房地产商认为能够接受的，他们就会积极投入这个项目。预先估计房价，然后再决定是否开发，这样的房价估价法称为假设开发法。假设开发法经常被用于房地产开发项目的可行性分析。

除了上述的房价评估方法之外，还有一些其他的估价办法，例如购买年法、长期趋势法、残余估价法以及在成片开发的时候采用路线价估价法等等。尽管这些方法在估价的技术上有所增减，但是基本原理仍然没有超出以上四个基本类型。

二、 经营性物业评估方法

作为经营性房地产的评估，其未来的收益决定了其现在的价格，因此，在这儿我们以收益还原法作为经营性物业评估的方法，参见公式 2.1。

$$FNPV = NCF_1 / (1+i) + NCF_2 / (1+i)^2 + \dots + NCF_n / (1+i)^n \quad (\text{公式 2.1})$$

式中 NCF_1 、 NCF_2 、 \dots 、 NCF_n 指历年的净现金流；

i 指设定的折现率。

举例说明：

在此我们以假定的某酒店作为案例进行分析：

假设：

- 1、房产寿命为 50 年；
- 2、酒店标房建筑面积 38 平米，酒店套房日租金 300 元，年出租率 65%；
- 3、年经营净现金流/年销售收入=45%；
- 4、投资者要求的回报率为 10%；
- 5、净残值为 500 元/平米。

经计算，其净现值为 8359 元，即酒店现在的市场价值为 8359 元/平米。

三、 经营性物业低效房地产改良收益分析

经营性物业在我国数量众多，其改造和改良的市场前景广阔，其改良的回报如何呢？

若以投资者要求的回报率为 8%，物业使用年限 40 年，净残值 1000 元/平米，

公式 2.1 可以改为公式 2.2。

$$FNPV=11.9246 \times \text{日租金} \times \text{出租率} \times \text{每 100 元收入产生的经营净现金流} \times 365 + 46$$

(公式 2.2)

从公式 2.2 可以看出，经营性物业改良体现在日租金、出租率、每 100 元收入产生的经营净现金流等指标的改良上。下面我们分别对酒店、写字楼通过举例进行分析和论证。

例一：酒店案例

假设原经营不良酒店每平米日租金 8 元，出租率 50%，每 100 元销售收入产生的经营净现金流为 35 元，使用年限 40 年。

经改良后，每平米日租金提高为 10 元，出租率提高到 70%，每 100 元销售收入产生的经营净现金流提高为 40 元，使用年限 40 年。

根据公式 2.1，以折现率 8% 计算，原酒店价值为 6139 元/平米，改良后酒店价值为 12232 元，价值提升 99%。

例二：写字楼

假设原写字楼每平米日租金 2 元，出租率 70%，每 100 元销售收入产生的经营净现金流为 70 元，使用年限 40 年，净残值 1000 元。

经改良后，每平米日租金 2.5 元，出租率提高到 85%，每百元销售收入产生的净现金流为 80 元，使用年限仍为 40 年，净残值 1000 元。

根据公式 2.1，以折现率 8% 计算，原写字楼价值为 4311 元，改良后，写字楼的价值为 7445 元，价值提升幅度为 72.7%。

例三：对于通过改良后出售的经营性物业，我们也通过案例进行分析。

(1) 案例背景：

××酒店，宗地规划为公建用地（商服），划拨土地，总建筑面积 11369 平方米（含附属用房）。地上 16 层、群房 2 层，地下 2 层（其中地下 2 层为人防），框架结构，三部 1 吨位电梯，办理完毕房产证及土地证，院内可提供车位数量 50 个。

1989 年建成，是一家准三星级涉外酒店，设施齐全，客房 112 间，距海滨浴场仅一路之遥（100 米）；楼体面对大海呈扇形分布，基本每一个房间都能看到海景；98 年重新装修，03 年对外檐重新装修，电梯更新，室内重新粉刷；一层

为大堂，商务中心，夜总会、KTV，二层为中西餐厅，三层为桑拿中心，4-15层为客房，16层为办公室，地下1-2层为设备及管理用房。院内另有4层附属办公用房。总体来看，室内装修较破旧，没有利用价值。

（2）市场价值判断

由于酒店已经停业，并不产生现金流，若根据收益还原法，其市场价值接近0，显然，用成本还原法并不符合现实情况。在此，我们以市场价格作为其价值的判断标准，经谈判，其资产转让价格即资产价值为3600万元，每平方米价值为3166元。

（3）低效房地产改造收益分析

将原酒店改造为酒店式公寓出售。

表9 ××项目投资收益分析

序号	成本项目	总成本(万元)	说 明	地上面积单位成本(元/m ²)
一	收购成本	3600		4100.00
二	补交地价	1100		1100.00
三	设计及测绘	60		60.10
四	主体改造装修	990		990.43
五	机电改造工程	102		102.24
六	管理费用	96	按销售收入的1%计算	95.80
七	销售费用	192	按销售收入的2%计算	191.60
八	税项	800	按销售收入的8.35%计算	799.93
九	项目总投资	7440		7440.10
十	项目总收入	9580.00	可销售部分收益	9580.00
十一	税后利润	2139.90		2139.90

十二	保留价值	379.45		379.45
十三	项目总收益	3019.35		2519.35

通过改造，项目的总价值增长为 9580 万元，扣除改造成本，项目改造后价值提高了 2988 万元，每平米提升 2628 元，价值增加幅度为 83%，极大的提升了资产的价值。

从投资者角度看，项目启动资金 3600 万元，项目启动资金回报率为 83.8%，只占用时间 8 个月，投资者的资金回报率达到了相当高的水平。

四、本章综述

通过上面的分析可以看出，我国经营性物业低效房地产数量众多，通过改造和改良，能够极大地提升物业价值，投资者可以获得丰厚回报，市场前景。（完）