

中文摘要

摘要：目前，国际大型连锁超市纷纷大举进军中国市场，例如美国的沃尔玛、法国的家乐福、英国的百安居等，他们都需要找寻最佳的经营场所。作为国内的房地产开发商如何抓住这样一个契机，很好的与这些企业相结合，既降低投资风险，又可获得更高的、稳定的投资效益是值得研究的课题。

研究商厦类商业地产的投资开发与经营模式，是为了探索中小型房地产企业，在商业地产的投资开发与经营过程中如何降低风险，如何提高公司在市场的竞争地位，如何增加公司价值和股东回报。

论文研究了中小型商业地产的投资开发经营模式。重点论述了：战略定位和市场定位以及可行性研究和融资方法。本论文拟在分析 JLHD 公司开发的九龙商厦项目案例探寻出适合中、小型房地产企业在商业地产投资开发与经营方面的模式。

经过对实际案例的分析总结，对于规模不大的中、小型民营房地产开发企业，资金方面不具有优势，在开发商业地产时，不应象大型国营房地产开发企业那样，在开发商厦类商业地产时不应采用“只租不售”的经营方式，而应采用“先出租，后整售”的方式。

关键词：商业地产；投资开发；经营模式

分类号：F293

ABSTRACT

ABSTRACT:

At the present time, lots of international large supermarket chain stores such as Wal-Mart of America, Carrefour of France, B&Q of U.K. all entered into China market one after another on a large scale. They all need to find the best sites for business operation. To be the real estate developers in this country, how to catch this opportunity and cooperate with these enterprises as well as reduce the risk of investment and get more and steadier benefits, will be a subject that is worthy to be studied.

The study on the investment, development and operation mode of commercial estate is for exploring as medium-sized and pint-sized real estate enterprises, how to reduce the risk, improve the competitive position of the company in the market and increase its value and recompense for shareholders during the course of investment, development and operation of commercial estate.

The paper studies the investment, development and operation mode for commercial estate. And it will emphasize on the strategy localization, market localization as well as the feasibility research and financing method. This paper will seek the mode of commercial estate investment and operation for medium-sized and pint-sized real estate enterprises from analyzing the case of Jiulong Commercial Building project developed by JLHD Co.

After analysis and summarizing of the practical case, since the medium-sized and pint-sized private enterprises of real estate development have no advantage in the aspect of financing, they should not adopt the operation mode of “only for rent, no sale” which is usually used by large staterun real estate development enterprises when developing commercial estate such as commercial buildings. Instead, they should adopt the mode of “firstly for rent, then for sale”.

KEYWORDS: commercial estate; investment and development; operation mode

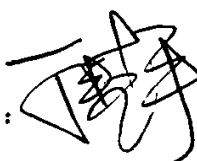
CLASSNO: F293

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解北京交通大学有关保留、使用学位论文的规定。特授权北京交通大学可以将学位论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，并采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编以供查阅和借阅。同意学校向国家有关部门或机构送交论文的复印件和磁盘。

(保密的学位论文在解密后适用本授权说明)

学位论文作者签名：张建新

导师签名：

签字日期：2007年11月30日

签字日期：2007年11月30日

独创性声明

本人声明所呈交的学位论文是本人在导师指导下进行的研究工作和取得的研究成果，除了文中特别加以标注和致谢之处外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果，也不包含为获得北京交通大学或其他教育机构的学位或证书而使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：张健红 签字日期：2007 年 11 月 30 日

致谢

本论文的工作是在我的导师丁慧平教授的悉心指导下完成的，丁慧平教授严谨的治学态度和科学的工作方法给了我极大的帮助和影响。在此衷心感谢三年来丁慧平老师对我的关心和指导。

丁慧平教授悉心指导我们完成了实验室的科研工作，在学习上和生活上都给予了我很大的关心和帮助，在此向丁慧平老师表示衷心的感谢。

丁慧平教授对于我的科研工作和论文都提出了许多的宝贵意见，在此表示衷心的感谢。

在实验室工作及撰写论文期间，胡和建总裁和胡亚春董事长对我论文中的案例研究工作给予了热情帮助，在此向他们表达我的感激之情。

另外也感谢家人黎国清、黎悦韬，他们的理解和支持使我能够在学校专心完成我的学业。

序

目前,随着我国房地产业的不断发展与完善,我国的商业地产也随之进入高速发展时期,但商业地产开发比起住宅开发来说要困难得多。商业地产的兴建是一场豪华的金钱的盛宴,动辄投资几亿、十几亿甚至几十亿,需要雄厚的资金支持,而大量投资的回收并不是通过销售来实现的,通常是以出租经营所赚取经营收益来收回初期投资,资金的回笼非常的缓慢,需要 7-10 年或更长的时间,因此,一般都是大型的房地产开发企业才具有实力开发商业地产。那么针对中小型房地产开发企业如何参与到商业地产开发中,并占有一席之地?市场上现缺乏一套系统的、成型的模式,无法为中小型房地产开发企业提供指导和借鉴作用。

为此,笔者在参考了大量的资料后,通过仔细的研究分析并结合实践运用,总结出了一套适合中小型房地产开发企业投资开发与经营商业地产的模式——建设工程完毕竣工后要采用“先出租,后整售”的经营模式。该模式解决了商业地产投资后资金回笼慢的重要问题,使持续开发的目标得以实现。该模式也避免了按照住宅模式开发经营而产生的后期经营没有统一管理和统一规划,常常在“养铺”阶段就成了“死铺”的现象。大大降低了项目的开发风险,又可以达到获得较高利润回报的目的。尽管该模式还有许多不足之处,并且也需要市场的进一步检验,但只要能给与中小型房地产开发商在商业地产开发中一些借鉴之处,笔者的目的就算达到了。

1 绪论

1.1 论文的研究背景和意义

加入 WTO 后, 由于关税降低、国内市场更加开放、扩大了出口及对外投资, 从而刺激我国国民经济的快速发展, 经济的全面启动、中心城市的国际化特征日益浓厚将首先刺激我国中心城市的商业地产的发展。由于对外开放政策的长期实施与中心城市广阔的市场、繁荣的商业、优良的投资环境等优越条件, 中心城市作为投资热点地区已日益受到国内外众多投资者的广泛关注, 必将吸引更多外资的流入。商业地产将面临广阔的发展前景。

目前, 国际大型连锁超市纷纷大举进军中国市场, 例如美国的沃尔玛、法国的家乐福、英国的百安居等, 他们都需要找寻最佳的经营场所。作为国内的房地产开发商如何抓住这样一个契机, 很好的与这些企业相结合, 既降低投资风险, 又可获得更高的、稳定的投资效益是值得研究的课题。JLHD 公司在国内房地产住宅房价一直上涨、国家宏观政策调控的情况下, 管理层制定了新的战略方针, 从住宅开发转向商业地产开发。2002 年~2004 年间尝试开发的九龙商厦项目很成功, 因此促使公司下定决心转型, 并且由于通过九龙商厦的销售招租过程, JLHD 公司与国际 500 强公司中的几个商业企业建立了良好的关系, 使得公司将未来的目标客户群都定位在国际著名企业身上, 这不但提升了公司的社会地位, 开发风险也大大降低。使 JLHD 公司在北京市房地产开发企业中具有核心竞争力。研究商业地产的投资开发与经营模式, 是为了探索类似于 JLHD 公司这样中小型房地产企业, 在商业地产的投资开发与经营中如何降低风险, 如何提高公司在市场的竞争地位, 如何增加公司价值和股东回报。

JLHD 公司通过与国际 500 强企业中的部分知名商业企业取得战略联盟, 为这些企业在中国开店做配套, 为今后商业地产开发打下了良好的基础。

商业地产开发模式与住宅的开发模式存在巨大差异。住宅的建筑形式简单, 功能单一, 市政配套要求低, 资金要求不高; 但商业地产却是设备安装区域相对独立且占地面积大, 业务运行地位重要且等级高、专业技术覆盖面广且难度高, 设备种类多, 市政配套要求也比住宅高出几倍。资金供应方面要求非常高, 要求公司实力雄厚, 融资能力强, 投资回收期长。

本论文拟在分析 JLHD 公司开发的九龙商厦项目案例, 以及其他商业地产现状, 探寻出适合中、小型房地产开发企业在商业地产投资开发与经营方面的模式。

本人作为九龙商厦项目开发全过程的直接参与人员, 经历企业这一重要的转型时期, 选择这一课题作为 MBA 学位论文的题目, 旨在将这两年学到的工商管理知识,

以及结合亲身经历的企业转型和项目建设来完成本人 MBA 论文的研究和编写。

1.2 商业地产的发展历程和主要问题

1.2.1 我国商业房地产发展历程

我国的商业房地产是伴随着整个房地产行业的迅速发展而逐渐发展起来,近几年来,随着我国房地产业的不断发展与完善,我国的商业地产也随之进入高速发展时期,受商业地产相对较高的利润回报的动力驱使,越来越多的房地产商纷纷投入巨资进行商业地产开发。基本的发展历程可以由图 1.1 中看出。

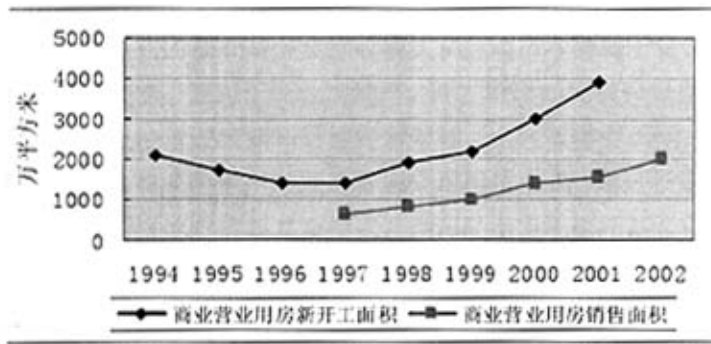
上个世纪 90 年代初期,商业房地产仍处于配套设施的范围,虽然许可商业房地产的交易,但商业房地产的价值未被认可,交易量较小^[1]。此时一批香港房地产企业在北京、上海等大城市主要商圈兴建高档写字楼,这些写字楼大多附带大面积的商业裙房,形成以北京国贸商城、恒基商城、新世界广场等为代表的彰显香港特色的购物中心、广场,商业房地产开始起步。

90 年代中期,公建配套开始市场化,专门的商业房地产开始出现。这段时期是商业房地产的发展期,出现了像广州天河城,北京新世纪中心、东方广场等一批业态复合、综合度较高、规模面积较大且经营较成功的购物中心。但由于受到房地产业的周期影响,增长的幅度不大。国内很多中小型房地产企业虽然已经开始嗅到了开发商业地产的甜味,但由于自有资金不够雄厚、没有开发商业地产经验,都处于观望阶段。

1998 年之后到至今,商业房地产进入迅速增长期。这时,国外零售商开始自建专卖店;部分商业经营商逐渐从只租不买的经营模式转变为租买并举的模式,如麦当劳、肯德基、必胜客等西式快餐已不单纯采用租赁或合作方式,开始购买商业房地产,并利用品牌效益令自身和周边房地产升值。国内大型房地产商也开始进入商业房地产领域,如中国新时代科技投资公司与万科合作,成立万佳百货超市,并连锁发展,又如大连万达与沃尔玛、家乐福等国际巨头合作,2002 年开始进入国内 14 个大中城市开展商业房地产经营等。与此同时,国内很多中小房地产商也通过建设写字楼、住宅底层商铺等形式介入商业房地产的经营管理^[2]。商业房地产因为其高收益和良好的发展前景,目前已经成为房地产市场中最受重视的领域,并且随着宏观经济的迅速增长和房地产市场的竞争加剧,这种趋势还将继续下去。

就商业地产本身而言,除了具有房地产的共性之外,在很多方面都有着自身的特点,比如它的:收益性强、经营方式多种多样、投资规模大、开发商必须具备雄厚的资金实力、经营管理要求高等等,这些都对开发商提出了更高的要求,对于中小型房地产开发商更是如此。而伴随着一些大型商业地产项目的运营失败,商业地产投资、

建设、开发管理上的问题日益凸现，迫切需要理论的指导及对商业地产的发展经验进行理论的总结。因此，及早跟踪商业地产拓展进程、及时发现问题并进行分析、推广理性的投资理念和规范的运作模式，探索个性化解决方案，对商业地产的健康成长具有重要的意义。



数据来源：《中国房地产统计年鉴》，《中国房地产统计年度报告》。

图 1.1 商业房地产发展走势图：Fig.1.1 Commercial property development

1.2.2 我国商业房地产发展中的主要问题

国内商业房地产经过近十几年的发展，取得了明显的成果，但是毕竟发展历史短，在理念和操作过程中有诸多不成熟的地方，从总体上看与发达国家仍有较大的差距，国内外的商业房地产开发过程^[3]的主要差别如表 1.1 所示：

表 1.1 国内外商业房地产特征对比表

Table.1.1 The comparison of commercial property between domestic and abroad

开发特征	国外成熟模式	国内目前模式
开发主体	政府、专业机构、商业经营企业多方的参与	房地产商单方开发
开发周期	多方论证需要 10 多年	项目建设期 3~5 年
融资方式	基金融资为主	银行贷款为主
资金回收方式	租赁运营为主	销售产权为主
参与方关系处理	建设之前规划好地产商、运营商、管理公司等各方的合作方式和关系	项目建设完毕后再考虑主体的合作方式
后期管理	引入专业的管理公司，注重商业管理	以物业管理为主

通过表 1.1 可以看出，相对与国外成熟的商业房地产的开发模式，我国的商业房

地产开发套用的主要是住宅的开发模式,对商业房地产跨越房地产和商业经营两个领域的特性考虑不充分。这是因为我国商业房地产开发商一般由住宅开发商转变而来,他们往往对商业不甚了解,更谈不上对商业规律的掌握,加上我国商业房地产发展时间短,相关理论程度发展不成熟,缺乏必要的理论指导,所以在开发模式和开发技术上与国外形成较大的差距。

问题一:开发模式的基础是资金回收模式。房地产本身属于资金密集型行业,开发建设需要大量的资金,而对于商业房地产,开发阶段的完成只是整个项目运作的开始,它还有一个很长经营过渡期和后继经营管理,这些都需要长期、稳定和巨大的资金投入。国外成熟的商业房地产开发是普遍采用租赁形式,通过长期经营性收益获取回报。其背后是遵循房地产信托基金模式,普遍采用股权信托基金模式融资,开发商对商业房地产持有产权,可以聘请专业管理公司进行经营管理,保证项目的长期收益^[7]。在我国,商业房地产开发主要资金来源是银行贷款,开发企业的建设资金被大量沉淀,很难再成为新建项目的资金来源,影响商业房地产开发企业的持续开发经营。特别是对于资金储备不足的中小型房地产商更无法实现持续开发。出于资金成本上的考虑,开发商普遍采用“分割出售、售后包租”模式开发,建设完成就将分割后的铺面产权全部出售或部分出售,以便迅速回笼资金。这一模式对商业项目的危害显而易见。

问题二:除了开发模式的差距外,我国的商业房地产开发技术也不成熟。主要的表现有两个:

其一市场定位不准。市场定位不准有多个方面的原因,其中最为重要的是开发商对商业经营规律理解不全面,对商业经营所需要的地段、人流、业态分布、产品特殊性等要素把握不强,导致预期的招商效果难以达到,后期经营产生问题。商业房地产项目的定位偏差和盲目的建设和开发,造成了商业网点布局结构性、地域性的不合理,而且出现了影响交通、破坏环境等一系列问题。

其二是对后期经营的重视度不够。开发商只从自身利益的价值需求考虑开发,抱着“迅速回笼资金”的经营思路,对商业项目实行销售策略,不注重其后续管理。结果由于统一管理的缺乏,后期经营全由商业经营者自身调节,使得商业房地产发展偏离开发商原有设计,项目出现风险。如广州中旅商业城采用只售不租的策略,分开销售放弃统一经营,结果项目运行出现间断,不得不反复和投资者谈判以协调运作程序;亿安广场花费巨大的资金将所卖铺位回购,聘请百盛统一经营,但由于过渡期经营不成功,零售商与地产商之间利益矛盾激化,导致百盛退出。

1.3 论文的研究内容框架和研究方法

1.3.1 论文内容

要想开发商业地产就要有充足的资金,精准的市场定位,还要有专业的商业管理人才,对商业地产开发后的经营进行管理,这些条件都是中小型房地产开发企业所不具备的。那么中小型房地产开发企业如何实现持续开发商业地产呢?本文主要从融资、企业战略定位和市场定位及项目的可行性研究方面进行了研究,以开发完毕了的九龙商厦项目为例,对多种经营形式分别进行对比分析,最终确定一种适合中小型房地产企业投资开发与经营商业地产的模式。

1.3.2 论文框架

论文分六部分,第一部分为绪论,对论文本身进行了总体叙述,并对商业地产发展情况进行阐述,第二部分对商业地产项目的战略定位与市场定位进行了分析。第三部分对商业地产项目的可行性研究进行了分析。第四部分对商业地产项目融资模式进行了分析。第五部分以九龙商厦项目为例进行案例分析。第六部分结论。

1.3.3 论文研究方法

(1)资料和调研

查阅有关资料,对有关管理者和其它有关人员进行访谈,充分了解与研究对象相关的学术知识及所在专业领域应用的具体情况。

(2)案例研究

通过对案例的研究,对案例进行理论分析、归纳研究,总结出共性,探询出一套适合中小型房地产企业商业地产投资开发与经营的最佳模式。

(3)完善和提高

查阅相关学术期刊,学习其他学者研究问题的方法,应用到自己,不断对自己的研究能力进行完善和提高。

2 商厦类商业地产项目的战略定位与市场定位

2.1 商业地产的特点及 JLHD 公司情况

2.1.1 商业地产概念内涵和特性

商业地产是指用于各种零售、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^[1]。目前关于商业房地产的概念并无明确的定义，包括统计的口径也各不一致。根据美国房地产协会 CCIM 的定义，商业房地产包括四个分支：商铺、写字楼、库房和厂房，此处的商铺是商业零售业的经营场所，广义而言，其范围也包括其他经营性交易的经营场所，如银行、餐馆、宾馆等。而在香港地区，房地产市场分为住宅、写字楼、商业楼宇、工业厂房四个分支市场，此处的商业楼宇泛指 CCIM 中的广义商铺。除了商铺和商业楼宇的概念外，商业房地产还有商业物业、商业营业用房等多种名称，其中中国房地产统计年鉴中对进行商业零售和其他实物当场交易或面对大众有有偿服务的经营场所称为商业营业用房，这是我国目前广泛使用的商业房地产概念。结合上述概念，本文所论述的商业地产定义为商业经营活动的经营场所，其中的商业经营活动主要是指商业零售和其他实物交易或提供有偿服务的经营活动，也就是 CCIM 中广义上的商铺概念。

商业房地产形式多样，规模大小不一，目前集零售、餐饮、娱乐、健身服务、休闲于一身的大、中型购物中心和 ShoppingMall 在国内的发展势头极为强劲。根据商业房地产的规模和组成结构，商业房地产可以分为以下几种主要类别：规模最大的是商业街。商业街是众多的商业店铺为主体，集中在一个区域内，构成一定长度的街区。各种店铺集中互补，形成以零售机能为主，辅以多种服务机能供人们消费和休闲的场所^[2]。同属多个项目聚合的是商业广场，它和商业街的概念类似，只是平面布置的方式不是街区形式而是广场形式。独立的商业房地产项目中，目前规模最大的是大型购物中心（shopping mall），音译“摩尔”或“销品贸”。购物中心（shopping center）是指一组聚集在同一地点的商店，通常位于一个全封闭的建筑内。Shopping mall 特指规模巨大，集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场及众多专业连锁零售店在内的购物中心^[4]。比购物中心规模较小的是各种综合性商业房地产，像大型商场、综合超市、大型专业店等，这里的综合性主要是指多种商业经营内容和方式的综合。综合性商业房地产一般位于城市的

市中心或各区级中心，规模一般在 10000 m² 以上。再向下是中等规模商业房地产，包括一般的商场、百货店等，建筑面积在 5000~10000 m²，一般位于社区中心、居民点附近等地方，主要服务固定区域的消费者。最简单、规模最小的是独立的店铺，像便利店、水果店等。独立店铺一般位于住宅或其他建筑临街部分的底层，采用个体经营或连锁经营方式，布置方式灵活主要满足日常用品的购买需求。不同规模和类型的商业房地产在开发中需要考虑的角度不同，但是同样作为商业房地产必然存在共同的特性。鉴于中等规模的综合型商业房地产具有典型的代表性（既能体现商业房地产的特性又不至于过于复杂），本文论述的商业房地产即此类中等规模的综合型商业房地产。

商业房地产市场跨越房地产和商业经营两个领域，所以既受房地产市场供求关系影响又受商业经营市场支配，这是商业房地产的本质特性。基于这个特性商业房地产表现了与其他房地产所不同的特征。

(1) 影响因素多，对城市影响大。

地区经济水平、产业结构、交通状况、收入水平和消费水平、人口的聚集程度等多种经济因素重复作用于商业市场和房地产市场，从而对商业房地产产生双重作用。成功的商业项目可以明显的提高周边居民的生活质量、就业率、政府税收等，对城市知名度、交通、城市规划和区域功能都有直接作用，可以说商业房地产特别是大型的商业房地产项目的建设对一个区域来说是关系到国计民生的大事，现在一些城市实行大型商业项目的建设听证制度可以从侧面反映其对城市的作用。

(2) 客户需求的特殊性

商业房地产的客户包括两级：初级客户——商业运营商，终级客户——消费者。一方面，商业运营商不同的经营内容、特色决定其需求的个性化；另一方面，商业房地产所针对的消费者数量庞大，客户群结构复杂，无法同时满足不同客户层的个性化需求，项目的市场定位、市场策略等前评价工作存在许多不确定因素，这些都增加了前期决策的难度与后期建设经营的风险。

(3) 开发赢利模式的不确定性

商业房地产的规模有大有小，对于小规模商业，通常采取开发销售模式，资金回收主要是销售收入；对于大、中型商业房地产一般采取出租运营模式，注重资产的长期良性运营，以收取租金为主要投资回报形式。

(4) 经营管理的复杂性

以出租为主要运营模式的大、中型购物中心及 Shopping Mall，业态种类丰富，对于不同业态类型要采取相异的经营管理模式，增加了后期经营管理工作的困难，使其面临巨大的压力与挑战。在前期决策中，商业房地产项目无论从客户的复杂

程度，还是从投资模式及经营模式上，都属于房地产开发中的复杂产品，开发周期长、投资大，受经济发展和政策的影响大，前期决策过程中存在许多不可预见因素，具有更大的风险；在后期的运营中，商业房地产（特别是大、中型购物中心及 Shopping Mall）业态种类丰富，不利于后期的经营管理，从国内商业地产发展现状来看，后期经营管理水平有待进一步提高和完善。为了提高前期决策与后期经营管理水平、检验前期决策的正确性、总结经验教训指导其他在建或新建项目的顺利进行、完善项目管理水平，就要积极开展商业房地产项目后评价。

(5)高收益伴随高风险。

商业房地产开发回报利润高，通常是住宅投资的 2~4 倍，商业中心区的商业房地产还会因为地段的稀有性获得超额利润。但是这种高收益伴随着高风险。商业房地产投资大、回收期长且存在经营过渡期和影响因素多、不确定性大等特征都决定了其高风险。

(6)商业房地产属于经营性物业，涉及多方的利益关系。

项目建设的完工只代表商业房地产的经营开始，由于其主要的收入来源于长期经营性收益，所以后期的经营管理至关重要。在整个经营过程中，一般需要政府、投资者、开发商、专业运营商、经营者、消费者六方参与，涉及到多个利益相关者的不同利益点，一个成功的商业房地产项目，最终必须实现多个利益相关者的多赢局面。

2.1.2 JLHD 公司的背景和现状

JLHD 房地产开发有限公司（简称：JLHD 公司）是民营股份制公司，自 1998 年成立至今，已开发建设有二十多个项目，开发面积达到近 60 万 m²。其中住宅项目有：九龙花园 1#、2#、3#、5#、6#、8#、9#楼，东环 18 古柏家居一期 1#、2#、3#楼；天之娇子 1#、2#、3#、4#、5#、6#、7#楼；其中写字楼项目有：东环国际大厦写字楼、百子湾路写字楼；其中商业卖场项目有：九龙商厦商业卖场。公司从最初普通住宅开盘价：4880 元/m²到现在最高公寓销售价：12000 元/m²。

JLHD 公司从最初的 3000 万元注册资金至现在的 1.3 亿元。从最初的暂定级到现在的二级房地产开发资质。每年开复工面积不低于 10 万 m²。JLHD 公司组织结构也发生很大变化，从开始的六个人发展到今天的五部一室（企化部、综合部、工程部、合约部、销售部、办公室）近百人。公司早在 2002 年就通过了 ISO9000 质量认证，并被中国农业银行评为 3A 级守信誉企业。开发的项目多次获得长城杯奖项。在民营房地产开发企业中也算是中上等的企业。但在整个房地产行业中还属于中、小型房地产企业。

2.2 JLHD 公司内外部环境分析及商业地产经营模式研究

2.2.1 JLHD 公司外部环境分析

(1)政治法律环境分析

近年来，中国积极的财政政策和稳健的货币政策取得明显效果，政局稳定，国民经济保持良好发展势头，经济总量迈上新的台阶，国内需求持续增长；经济结构战略性调整初见成效，产业结构优势升级取得进展；各项改革不断深化，对外开放水平进一步提高；社会主义民主法制和精神文明建设取得新成果，科技、教育、文化、卫生、体育等各项社会事业全面进步；城乡居民收入稳步增长，人民生活继续改善。

房地产作为一项支柱产业，尤其在近几年来，国家在政策上做出了很大调整，由按揭贷款到房改政策、加薪政策以及住房信贷政策等，使居民又进一步减轻了贷款购房的支付压力，意在发展房地产，刺激住房消费，拉动内需，拉动经济增长。

据中国建设部专业人士预测，国家政策将继续扶持房地产业的发展，拉动内需政策和房改等政策发挥作用，促进房地产业出现产销两旺的局面。这是房地产业未来几年发展的基础。我国国民经济的发展更要求房地产业持续发展。政策环境对于今后房地产业的健康、稳定的发展很为有利。

(2)经济环境分析

近年来，我国国民经济持续较快增长，价格总水平保持小幅增长，就业规模继续扩大，经济体制改革和结构调整稳步推进。市场竞争格局逐步形成，财税、金融、社会保障、行政审批制度改革加快，取得明显成效。西部大开发积极推进，基础设施和生态环境建设明显加快；农业生产加快向区域化、优质化、产业化方向发展；工业结构调整步伐加快，以信息技术为代表的高新技术产业比重提高；商业流通手段不断创新，现代流通方式发展较快。

国民经济中存在的主要问题是：经济增长仍然受到有效需求不足和供给结构不合理的制约；就业压力仍然较大；农民增收困难，部分城乡居民生活比较困难；市场经济秩序混乱的问题还有待解决；重大安全生产事故时有发生。

(3)技术环境分析

近年来，随着我国科学技术的迅猛发展，科技成果在商业地产的应用所形成的附加值已被逐渐认识，商业地产科技含量不断增加。新型建材、建筑节能、商业地产智能化等加速了商业地产建设的现代化，给商业地产开发经营上规模、上

档次提供了现代化的物质技术基础，将有力地推进商业地产的产业现代化、物业开发系列化、物业建设集约化、物业供应商品化、物业服务社会化。

商业地产技术环境的变化趋势：信息技术与新型材料等新技术及发明的范围在不断加宽，理论成果转化为产品和产品更新的周期大大缩短，研究与开发费用加速增加。商业地产进行高水平开发的技术基础将更扎实、科技条件将更成熟。

(4)社会文化环境分析

人口自然增长率继续下降；城乡居民生活继续得到改善。各级各类教育进一步发展。文化艺术、广播影视、新闻出版等各项事业继续较快发展。卫生事业稳步发展。城市空气质量逐步提高；地表水水质有所改善。全社会固定资产投资逐年提高，特别是东中西部投资全面增长。重点工程建设进展顺利。长江三峡工程基本完工；青藏铁路全线开通。企业更新改造取得新进展，在结构调整中发挥了重要作用。

(5)商业布局分析

据国家统计局预测，按照大城市发展趋势，尤其在人口众多的国家，到 2010 年前后，城市人口的 40%会分布于市区边缘，30%在市区，30%分布在郊区。这种趋势对传统商业中心显然有影响。道路、交通、停车场、购物环境在现代商业发展中占据重要地位。目前，我国商业布局在一些大城市已开始向城郊结合部转移，更多的居民已随新居所在，去市郊结合部的仓储式商场和附近的超市购物。虽然旧有的商业中心客流量大大减少，但仍有许多城市还在市中心建商业网点，以求扎堆效应。总之，随着经济发展水平的不同，不同地区处于商业发展的阶段不同，应结合当地实际情况，选择适宜的商业地产发展模式，不应盲目照搬。

(6)中国加入 WTO 与商业地产的发展

加入 WTO 后，由于关税降低、国内市场更加开放、扩大了出口及对外投资，从而刺激我国国民经济的快速发展，经济的全面启动、中心城市的国际化特征日益浓厚将首先直接刺激我国中心城市的商业地产的发展。由于对外开放政策的长期实施与中心城市广阔的市场、繁荣的商业、优良的投资环境等优越条件，中心城市作为投资热点地区已日益受到国内外众多投资者的广泛关注，必将日益吸引更多外资的流入。城市经济规模、城市性质都将发生巨大变化，其中将首先刺激外销商住楼、办公楼、宾馆等的需求，故商业地产将面临广阔的发展前景。

加入 WTO 的因素将促使中心城市商业地产市场价格结构发生变化。中心城市之中心城区繁华地段土地相对稀缺，其价格将会持续上升，中心城市商业地产价格上涨趋势将更加强劲；从长远看，中心城市对各类用途土地已作出明确规划与限制，而加入 WTO 后土地需求的增加是长期的，因此，加入 WTO 是中心城市商业地产价格特别是土地价格中、长期走高的一个重要内在动力因素。因此，从投

资角度看，及早介入有升值潜力的商业地产的开发不失为明智之举。

随着我国加入 WTO，中心城市的国际化特征也将对商业地产的开发经营提出更高的要求。

加入 WTO 后，在充分的行业市场竞争条件下，商业地产及建材业、建筑业和服务业等商业地产相关行业将全面引入国同行的全方位竞争，商业地产投资开发、规划设计、建筑和服务水平均将得到全面提高，从而将促进商业地产商品将更加符合市场需求、行业水平将迈上更高的台阶、其发展空间将得到有力拓展。

加入 WTO 后，国外先进的技术与管理经验将促进我国商业地产设计水平、市场运作水平、物业管理水平、相关产业产品科技含量的提高。

加入 WTO 后，由于国外强劲竞争对手的进入，商业地产市场份额必然有一部分被国外同行所占据，竞争压力无疑将增大，商业地产内的企业优胜略汰将加速进行。但另一方面，业内优势企业、优势项目则可能更易获得国外金融资本的支持，优势将更加明显。

2.2.2 JLHD 公司内部环境分析

(1)企业文化方面

JLHD 公司的企业文化能够使其成员为企业和员工的共同目标承担义务，有助于提高员工的学习热情和能力，有助于鼓舞员工以较高的热情来制定\实施和评价新的战略。

(2)企业管理方面

JLHD 公司能遵循不断拓展、创新之精神，引进科学的企业经营管理思路，各层级管理者都能有效地制定计划，管理者能很好地进行授权，工作岗位任务能被清楚地规定和说明，较重视职业经理人培育工作。雇员士气较高昂，聚集了一批既懂资产运作、又熟悉房地产了开发经营的复合型人才，从而为商业地产的投资开发提供了人才保障。

然而，在现代管理理论、方法和现代化的管理手段的应用方面还是存在着不足，如：激励方式相对单一，没有建立股权激励机制，对有关的先进企业管理理论缺乏应有的了解；企业组织管理能力尚不足，企业创新动力尚不足，自主创新能力尚较差；雇员缺勤率较高。与国内大型房地产企业相比，企业管理创新能力、水平还存在差距。受企业规模所限，不可能拥有自己的专业的商业物业管理公司，因此缺乏懂得商业运作的管理人员。

(3)市场营销方面

对外秉承“顾客至上，诚挚服务”的市场观念，积极寻求一种以市场为导向的“真

挚诚信，体贴服务”地产营销方式；并依托其雄厚的资本运作能力。市场研究能力较强：开展了市场调研工作，对市场进行了有效的细分，在市场竞争中进行了合理定位。

(4)运作方面

土地储备量大，原材料、零部件的供应可靠；设备、设施和办公条件处于良好状态；库存控制政策与程序有效，质量控制政策与程序有效；设施、资源和市场的布局能符合战略要求；企业拥有足够的技术能力，规模开发能力。

(5)财务管理方面

JLHD 公司的财务管理者具有丰富的经验并受过良好的训练，该公司资金运作能力很强，企业的资金预算程序有效；该公司的股息分配政策合理，与投资者和股东有良好的关系；该公司在银行有良好的信誉，被中国农业银行评为 3A 级企业，可以筹集到所需要的短期资金，有足够的流动资金。该公司的财务状况良好。

(6)战略合作伙伴方面

JLHD 公司是国内唯一一家同时与沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居四家国际商业巨头结成战略合作伙伴的地产公司。双方合作方式主要是：由沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居在国内大中型城市选址，提出开办分支机构意向，支付定金，由 JLHD 公司负责在前者选址区域征地，开发，然后由后者长期租赁部分商业物业（商业巨头租赁期限长达 20+10 年，租金按照 1.8%—3%/年的幅度涨价）。项目商业物业面积 40%—50%部分长期租赁给沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居，25%商业部分租赁给国际、国内知名品牌（如星巴克、麦当劳、屈臣氏），剩余商业面积散租。

2.2.3 商业地产经营模式分析

商业地产的开发经营不外出租和销售，但是由于所处的地区、行业、商圈的不同形成了多种模式^[5]。主要有：整租不售、零租不售、整租结合、零售零租、零售返租、整体出售。这些经营模式对于中小型房地产企业是否适合呢？

(1)整租不售

开发商不将物业出售，而将其整体出租给一家商业企业，由这家商业企业进行商业规划及经营，开发商每年向商业企业收取约定的租金。

优点：整租给一家具备成功经验的商业企业，便于经营定位和统一经营管理，商业经营易于成功，物业租金逐年递增，形成稳定的利润源泉，而且可将物业抵押融资，等待增值。

缺点：经营方进行商业选址时选择面广，谈判实力强，压价狠，开发商租金

菲薄，租期长，套现难度大，初期资金压力较大。

适合性：由于开发商的开发资金大部分是从银行贷款，资金成本高，而由于一方经营，经营方压价狠，租金的收益无法还清银行贷款，而短期内资金变现也不可能，使持续开发商业地产的目标无法实现，因此，此种经营模式不适合中小型房地产企业。

(2)零租不售

将物业分为相对较小如 10 至 50 平米的商铺出租。一般情况下，租户的经营项目具有相同主题或相同专业领域。这种模式广泛用于各个专业市场，如电脑城、家具城、装饰城等等。

优点：消费人流者含金量高，购买意欲明确；租金高，开发商收益可最大化；物业升值空间大；租期短，灵活性高。

缺点：要求资金实力雄厚，必须设立专业的经营管理公司负责经营管理；要求很强的策划能力、招商能力、日常管理能力；经营风险较高。

适合性：由于要求资金实力雄厚，以及优秀的经营管理人才，中小型房地产企业不具备，因此不适合。

(3)整零结合

将整层或大片的空间出租给大型的主力店，将其他空间零分出租给较小商户。

优点：综合了整租与零租的优势；大小租户的结构使项目稳定性提高；能维持较高的经常性收益。

缺点：要求开发商具备很雄厚的自有资金实力；需设立专业的经营管理公司和配备相关的商业专才；对主办店的招租能力要求极高。

这是大型购物中心广泛采用的方式，广州天河城就是典型的成功案例，不但收取丰厚租金，带动了自身物业、周边土地、物业的迅速增值，形成了良好的社会效益和经济效益。

适合性：由于要求资金实力雄厚，以及优秀的经营管理人才，中小型房地产企业不具备条件，因此不适合。

(4)零售零租

将物业分零，出售产权，滞销商铺作为出租物业。

优点：资金快速回笼。

缺点：因主权分散，难以统一经营管理，不利于扩大企业资产规模和统一经营定位。

适合性：虽然资金快速回笼，但没有后期的统一的管理，统一的规划，市场定位不准，竞争能力不强，在经营过程中会出现经营不下去的现象，这不仅直接损害了投资者、经营者的利益，而且，对商业地产的开发商的企业形象、品牌价

值的打击也是致命的。因此，中小型房地产企业也不适合选择此种经营模式。

(5)零售返租

优点：投资者有稳定的返还租金收入，能降低投资风险；开发商能在短期内回笼大量资金；返租后由专业管理机构统一管理运作。

缺点：风险高，如果经营者经营失败，将不能兑现返租承诺，引发纠纷。

适合性：虽然资金快速回笼，有后期的统一的管理，统一的规划，但经营风险高，开发商没有专业的人力资源来控制专业管理公司，而专业管理机构管理失误的责任全部由开发商承担，因此，中小型房地产企业也不适合选择此种经营模式。

(6)整体出售

这种模式并非多数。一般由资金实力雄厚的投资性公司购买整个项目，而商业行业整体利润较低，注重资产的流动性，一般不会直接购买商场来取得经营场所。这种模式比较适合中小型房地产企业。但由于没有定下承租方，购买者压价的能力会很强，开发商的利润不会很高。

以上无论哪种模式，都不适合中小型房地产企业进行商业地产的经营。

2.3 JLHD 公司发展战略定位与市场定位

2.3.1 JLHD 公司发展战略定位

JLHD 公司未来几年的发展战略定位是从事商业地产投资开发经营。自 2006 年起，住宅地产转折向下：据统计（东方财富网）目前国内主要城市的房价收入比基本在（9—12）：1 之间，远远高于 3：1 或 5：1 的国际标准水平，北京住宅的租售比约为 1：400，明显高于发达国家房地产市场约为 1：100 的一般规律，目前北京市居民住宅租金的年收益率不足 3%，同时，北京、深圳等大城市的住宅空置率普遍升至 25—30%，明显高于 10%左右的国际标准。因此，以租售比、房价比以及空置率等指数分析，北京、深圳等城市的房价上涨可能已经接近结束。通过上述分析，未来 2—3 年住宅房地产将进入房价持续或下调周期。商业地产依旧繁荣。商业地产的经营模式是开发并持有，且多以出租获取回报为主，产权和现金流较稳定，具有项目融资规模大、项目建设期和回收期长、风险分担时间长等特点。同时，受益于零售与批发商业、餐饮娱乐等行业景气周期影响，因此其循环周期相对长于住宅房地产。

经济快速增长带来的众多行业快速发展和众多新兴产业的崛起使办公楼、商业营业用房需求也快速同步增长。由此看来，巨大的潜在需求和持续增长的有效

需求，将拉动商业地产的快速发展。商业地产业既是新的经济增长点，又是新的消费热点，未来发展前景十分广阔。在转型中，随着市场经济机制的逐步完善和强化，商业地产业将成为最具竞争力的产业之一。

从 2002 年底 JLHD 公司决策层就开始尝试做商业地产，同时开发建设了一个写字楼——东环国际大厦，一个卖场——九龙商厦。写字楼的开发不是很成功，但是九龙商厦项目的投资建设却非常成功，不仅九龙商厦项目的自身收益相当可观，而且还带动了周边地区住宅房价的大幅度提升，这也使 JLHD 公司决策层下定了决心，在未来 5 年内以开发住宅项目为主转型为以开发商业地产项目为主，兼顾开发其周边的住宅项目为辅的开发经营形式。

JLHD 公司开发的九龙商厦项目租赁过程和建造过程是历尽坎坷，最初租给普尔斯马特，中间普尔斯马特退出，又租给台湾的好又多公司，后好又多公司由于其扩张的速度过快，而无法承受资金压力，不得不与 JLHD 公司解除合同，最终承租方为法国的家乐福和英国的百安居。由于中间历经承租方的两次变更，因此建设方案也跟着改变。建设期从 2002 年年初开始至 2004 年 4 月才竣工投入使用。虽然工程开发不顺利，但 JLHD 公司从此项目的建设及招租过程中却取得了宝贵的经验，虽然招租过程一波三折，但却使 JLHD 公司与多个国际著名商家建立了联系，为今后的合作奠定了基础。在 2006 年底，JLHD 公司将开发的九龙商厦物业连带租约一起出售给新加坡的凯德公司，将商业物业很好的变现，及时回收了资金。

JLHD 公司决策层正是由于九龙商厦项目投资开发的成功实例，把公司今后的开发都定位在以商业地产开发为龙头，以周边住宅开发为辅助开发的模式，不仅在北京，还要在全国二级城市都要照此模式进行商业地产开发。

2.3.2 JLHD 公司市场定位

商厦类商业地产市场的承租客户更愿意租房而不愿买房。商厦类商业地产市场出租率较高，客户对商厦类商业地产的位置、规模、专业性和物业管理水平要求很高，对租价也很在乎。租户对商厦类商业地产的要求是：优越的位置——位于大型居住区，对客流量有一定的要求；超大的规模——要满足国际大型商业企业的需求，在建设规模上一定要大；专业化的商业地产——商业地产的租户希望商业地产一定要保证其使用功能（层高一定要高，空调、消防设备一定要满足要求）；良好的物业管理——调查发现，商厦类商业地产物业管理公司一定是专门从事商业地产管理的物业公司。

作为投资者，最为关心的是其投资收益。投资者购房后出租收取租金，因此

他希望每年能获得稳定的租金。

商业物业——主打国际商业巨头牌

JLHD 公司与沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居四家国际商业巨头是战略合作伙伴，（同时与四家国际商业巨头合作的开发商在全国尚属首例），双方合作方式主要是：由沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居在国内大中型城市选址，提出开办分支机构意向，支付定金，由 JLHD 公司负责在前者选址区域征地，开发，然后由后者长期租赁部分商业物业（商业巨头租赁期限长达 20+10 年，租金按照 1.8%—3%/年的幅度涨价），以此带动整个商业物业的租赁价格和物业升值，这样单位租赁价格将比同区域的商业物业租赁价格至少高 50%。

项目商业物业面积 40%—50%部分长期租赁给沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居，25%商业部分租赁给国际、国内知名品牌（如星巴克、麦当劳、屈臣氏），剩余商业面积散租。

从经营角度来说，四大商业巨头租赁面积占单个商业物业的比例越少越好，作为 JLHD 公司需要的是商业巨头的带动效应，主要收益来源于商业物业剩余部分租赁给其他商家，他们的租赁价格可能是商业巨头的数十倍。

四大商业巨头的加盟对商业物业资产价值的提升幅度惊人，对周边土地的增值带动明显，JLHD 公司顺势将周边土地进行开发，附带收益非常明显。这种商业物业开发模式将在 5 年之后凭借 JLHD 公司自身的优势、独特背景和成功经验（JLHD 公司和首都机场、神华集团在商业物业开发上也是战略合作伙伴）继续得以复制。这样其经营规模将逐渐赶超同行业公司。

根据以上分析，JLHD 公司将市场定位于：

- ①商业房地产投资者——购买已经建成的商业地产；
- ②国际知名商业企业——承租部分已经建成的商业地产；
- ③国内外中小商业企业——承租部分已经建成的商业地产；
- ④国内外中小餐饮企业——承租部分已经建成的商业地产；
- ⑤国内商业银行——承租部分已经建成的商业地产。

2.4 企业的核心竞争力

正确识别核心竞争力是制定公司战略的关键。核心竞争力并非只是资源或者关键技术，而是企业所独有的优势技术、资源或能力的有效整合体。

企业的核心竞争能力需要满足以下条件：企业的核心竞争能力应能对企业特有的知识或资源进行有效整合并具有不易模仿性，应是企业所独有的优势能力的有效整合并易于实现明显的竞争优势，应能够创造消费者剩余最大化并具有被顾

客所认可的特殊价值，应体现企业基于创新的价值观并有助于利用其优势能力的有效整合来延伸技术、产品或市场，形成可持续竞争优势。

JLHD 公司从事房地产开发已经近 10 年了，成功开发了近百万平米的住宅和商业物业，建设技术及销售能力都非常强，公司已经在业内树立了自己的品牌。

在财务方面 JLHD 公司也有很好的口碑，只要项目好，各家银行都争相与公司合作。开发项目的资金有一定保障。

对于中小型房地产公司来说，开发商业地产资金回笼是关键，只有资金不被沉淀，持续开发商业地产才有可能，而 JLHD 公司找到国际知名的商业地产投资公司——新加坡凯德公司作为战略合作伙伴，凯德公司购买 JLHD 公司开发并出租完毕的商业地产长期持有并进行管理。解决了持续开发商业地产的资金问题。

新加坡凯德公司之所以愿意购买 JLHD 公司开发的商业地产，是因为它看好了 JLHD 公司另外的承租商业物业方面的战略合作伙伴——商业行业的巨头：沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居四家国际商业公司。随着中国商业零售业 2004 年 12 月 11 日彻底对外开放，中国商业市场正在吸引着越来越多的国际商家的关注，寻找适合商家发展的商业地产项目。JLHD 公司正是抓住了这个契机，定向为上述四家商业公司开发商业地产项目，所开发的商业地产的选址、规模及物业布局全部按照商业公司的要求来完成，建成之后将部分物业出租给上述四家商业公司，此部分租金不高，部分物业自行出租，此部分租金收益相当可观。因此市场定位准确无误。租金的收益长期并且稳定。

通过对 JLHD 公司所拥有的各种技术、资源和能力的识别并按照上述条件，对 JLHD 公司是否拥有潜在核心能力作出以下判断：JLHD 公司拥有丰富的财务资源、物质资源、技术资源以及经验和能力，特别是拥有别的商业地产公司所不具备的战略合作伙伴——沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居四家国际商业巨头，及新加坡凯德投资公司。因而 JLHD 公司已经使财务资源、关系资源等形成一种具有不宜模仿的明显的竞争优势的资源组合，已经形成了自己的核心竞争力。

2.5 “先出租，后整售”是适合模式

JLHD 公司战略定位为一家专做商厦类商业地产的房地产公司，而其规模在地产行业中只属于中小型的房地产公司，在行业惯例中一般都是大型房地产公司才会投资开发商厦类商业地产项目，中小型的房地产公司要想从商业地产中分得一杯羹，就要有一套新的运作模式来弥补中小型的房地产公司自身的劣势。

通过对前述通常的几种商业地产经营模式的分析可以看出，它们都不适用于中小型的房地产公司。新的模式应该很好的解决商业地产资金尽快回笼的问题，

以便可以持续进行开发；还应解决后期统一经营、统一规划、统一管理的问题，以免后期经营出现问题；因为投入的资金大，期望的回报也要高，因此新的模式还应兼顾投资回报率的问题。

由于商业地产与市场需求关系紧密，地产商在开发商业地产时，定位非常关键。如果都是同质经营，只能给土地资源、商业资源和社会资源带来巨大的浪费。通过对 JLHD 公司企业核心竞争力的分析可以看出，对于像 JLHD 公司这类中小型的房地产公司，就应当利用自身企业的关系资源优势，充分发挥战略合作伙伴的专业特长，率先锁定一家知名品牌作为主力商家，与此商业公司联手，对商业地产项目进行精准定位。充分做好市场调研，选好建设地点，预测好规模，做定向平面设计，规划好必要的停车场、应急发电等配套设施，按商业公司的要求做好商业地产项目的开发，提高顾客的满意度，使开发的商业地产项目专业性强、质量高，而且还可以节省承租的商业公司进驻后的二次装修成本，做到出租方、承租方双赢。

竣工后开发商将进行统一招商，商业地产的招商不仅仅是一个“招满”的问题，而且是一个“招准”的问题。将商业地产项目其中的部分物业出租给前期已经介入的国际商业公司，项目的长期、稳定的租金有了保障。由于这些国际商业公司都是商业领域的金字招牌，因此国内的中小商业公司都会蜂拥而至，另一部分物业将会供不应求，并且租金回报非常可观。此时已完成了经营的第一步“先出租”。

由于有统一招商管理，经营商家的品种齐全，业态分布鲜明合理，出租的商业业态会达到最大的均衡，避免出现相同的业态在同一个项目中同时出现，这样在后期经营中会吸引更多的人气，维持商业项目的知名度和美誉度，保持商业人气长久不衰。

项目开业后就需要统一运营管理，统一运营管理包括：统一服务监督和统一物业管理，它也是项目获得成功的一个关键。良好的服务监督在确保为众多的商家提供规范性的服务得同时，还能促进项目在视觉上、行为上、理念上实现可识别化，帮助项目实现品牌整合。大型商业地产项目由于业态的多元化和分割化，更难实现统一的物业管理。这个时候，统一的物业管理就显得更加重要。大量的公共服务设施和公共服务空间，必须有一个统一的物业管理公司来实现公共领域的合理化配置和有效运行。良好的运营管理能促进项目迅速成熟起来，成为炙手可热的商业中心，从而保障开发商、经营者、购买者的多赢。但是作为中小型房地产公司不具有这方面的人力资源和管理经验，这就需要专业商业经营管理公司的介入。

此时开发商带租金出售给专业的商业地产投资机构为最佳时机。对开发商来

说，一方面由于他们拥有商业管理知识，由他们进行专业的商业管理运营是最佳人选；另一方面房地产商可以尽早收回资金，并能获得预期的利润，而且有足够的资金实现下一个项目的开发的目标。对商业地产投资机构来说，由于这种商业地产项目的收益是明摆着的，透过租赁合同都可以计算出来，基本没有风险，所以他们也是非常愿意购买的。这就实现了“后整售”。

目前，多数中小型地产商普遍采取的“商铺切割，一卖了之”的短期目标的运营模式，既不对项目进行完善的规划，也不对项目进行统一的招商，而是轰炸式的进行广告营销，销售火爆的场面一过，地产商赚钱一走，商业项目的经营日渐萧条，这种技工急功近利的运作模式，不仅损害了投资者、经营者的利益，同样，也对开发商的声誉、品牌造成了致命的打击。长远来讲，开发商很难获得真正的成功。因此，只有通过“先出租，后整售”这种经营模式才是 JLHD 公司这类中小型的房地产公司投资开发商业地产的适合模式。

3 商厦类商业地产项目投资决策的可行性研究

3.1 可行性研究概述

可行性研究是指项目在投资决策前，通过对项目有关工程技术、经济、社会等方面的条件和情况进行调查、研究分析，对各种可能的技术方案进行比较论证，并对投资项目建成后的经济效益进行预测和评价，以考察项目技术上的先进性和通用性、经济上合理性和盈利性以及建设的可能性和可行性，继而确定项目投资建设是否可行的科学分析方法。目前可行性分析在各种项目建设中广泛应用，它是投资决策的依据、确定建设项目和编制设计任务书的依据、筹措资金和申请贷款的依据、同有关单位签订合同的依据、申请项目建设执照的依据、与外商谈判的依据。

3.2 项目可行性研究的内容

1、市场分析

(1)市场调查：产品用途、现有生产能力、产品及销售量、替代产品、产品价格、国外市场。

(2)市场需求预测：消费对象、消费条件、产品更新周期特点、市场成长速度及趋势、可能出现的替代产品、产品可能的新用途、产品出口或进口替代分析。

(3)市场进入壁垒：技术壁垒、规模壁垒、政治壁垒。

(4)市场方案和项目规模：产品方案、项目拟建规模。

(5)市场营销策略：市场定位、促销价格、推销方式与措施、产品销售费用预测。

(6)产品销售收入预测：价格预测、销售收入预测。

(7)市场调查方法：普遍调查、抽样调查、专家调查。

(8)调查方式：书面问卷、电话访谈、当面访谈等。问卷设计要尽量避免偏差。

(9)档案研究：通过收集和查阅有关资料获得信息。可利用的资料包括宏观社会、经济统计资料、公众传播媒介信息、专业机构业务信息等。

2、投资条件与项目选址

(1)自然条件。

(2)基础设施条件。

- (3)原材料及辅助材料供应。
- (4)燃料动力供应。
- (5)人力资源条件。
- (6)社会、经济、人文条件。
- (7)政策环境。
- (8)主要原材料、燃料动力费用估算。
- (9)土地费用。
- (10)其他应考虑的因素：与政府的关系、目标市场、战略布局。
- (11)各备选方案比较。

3、技术方案

(1)产品及工艺方案：产品功能、产品规格、标准、生产方法、技术参数和工艺流程、主要工艺设备选择、主要原材料、燃料、动力消耗指标、生产车间布置方案、场内外运输方案、存储方案。

(2)土建工程：主要建筑物的建筑特征及结构设计、建筑材料、土建工程造价估算。

(3)其他工程：给排水工程、动力及公共工程、防灾设施、生活福利设施。

4、环境保护与劳动安全

- (1)环境现状。
- (2)项目主要污染源。
- (3)项目主要污染物。
- (4)拟采用的环境保护标准。
- (5)环境保护方案。
- (6)环境监测制度。
- (7)环境保护投资估算。
- (8)环境影响评价结论。
- (9)生产过程中职业危害因素分析。
- (10)职业安全卫生主要设施。
- (11)劳动安全与职业卫生监督保障机构。
- (12)消防措施和设施方案。

5、企业组织和劳动定员

(1)企业组织：企业组织形式企业工作制度、企业薪酬制度。

(2)劳动定员和人员培训:劳动定员、项目年人工费用估算、人员培训计划及费用估算。

6、项目实施进度安排

(1)项目实施的各阶段:资金筹措安排、技术获得、勘察设计与设备订货、工程招标与施工准备、工程施工、生产准备、试运行、竣工验收。

(2)项目实施进度安排。

(3)项目实施管理安排。

(4)项目实施费用:建设单位管理费、生产筹备费、生产职工培训费、办公家具购置费、勘察设计费、其他应支出的费用。

(5)项目实施进度计划方法:横道图、网络图。

7、投资估算与资金筹措

(1)固定资产投资估算:固定资产构建费用、无形资产获取费用、递延资产、预备费。

(2)流动资金估算:流动资产、流动负债。

(3)资金筹措:资金来源、项目筹资方案、建设期贷款利息。

(4)投资使用计划:投资使用计划、借款偿还计划。

8、财务分析

(1)财务预测:投资估算与资金筹措、销售收入预测、成本费用预测。

(2)财务报表编制:损益表、资产负债表、资金来源与运用表、现金流量表、其他辅助报表。

(3)资金规划:资金来源与运用、资金平衡。

(4)财务效果评价:盈利能力评价、清偿能力评价。

(5)不确定性分析:盈亏平衡分析、敏感性分析、概率分析。

9、国民经济与社会效益分析

(1)公共项目及对国家经济及社会利益有重要影响的项目,在可行性研究中需要作国民经济与社会效益分析。

(2)确定国民经济与社会目标。

(3)辨识项目的国民经济与社会效益及费用:直接效益及费用、间接效益及费用、内部效益及费用、外部效益及费用、有形效益及费用、无形效益及费用。

(4)确定国民经济与社会效益评价参数。

(5)项目国民经济与社会效益综合评价。

3.3 可行性研究的工作阶段

3.3.1 投资机会研究

该阶段的主要任务是对投资项目或投资方向提出建议，即在一定的地区和部门内，以自然资源和市场的调查预测为基础，寻找最有利的投资机会。

3.3.2 初步可行性研究

初步可行性研究，亦称“预可行性研究”。在机会研究的基础上，进一步对项目建设的可能与潜在效益进行论证分析。

3.3.3 详细可行性研究

详细可行性研究，即通常所说的可行性研究。详细可行性研究是开发建设项目投资决策的基础，是在分析项目在技术上、财务上、经济上的可行性后作出投资与否决策的关键步骤。

3.4 商业地产投资决策的经济效益评价

3.4.1 商业地产投资项目总投资构成的估算

商业地产项目投资巨大，充足的资金是进行商业地产项目开发的必要条件，因此，在项目决策时，需要对项目总投资进行估算以便合理筹措项目所需资金。商业地产的总投资耗费分为：

- 1、土地成本加上建筑物建成成本；
- 2、周边环境改造成本，包括建设辅助设施，改造公路等交通设施；
- 3、建设成本，包括支付的基础建设费用和为了出租进行改造花费的费用；
- 4、分析费用，包括律师、经济分析师、土地规划师、建筑师、图纸设计师、工程师、环境设计所支付的费用；
- 5、融资所支付的利息、佣金；
- 6、建设期间支付的税收、保险、公关费用。

3.4.2 商业地产项目总成本费用的估算

商业地产的总成本费用见下表：

成本表

土地和土地改善费用	建筑物和装备费用	管理费用
土地获得成本 土地成本 经纪人佣金 合同签订费用 保险费用 法律费用	建筑物 规划设计 挖掘 地建设 建筑结构 围墙 屋顶和隔离设备 人行道 空调、照明 管理用办公用具 防火系统 电梯、楼梯 标志 维护设施 装修、装饰品	财务费用 利息支付 信贷费用 评估费用 法律费用 管理费用 工程监督 财务记录 管理人员工资 印刷费用 保险费用 其他管理费用
土地以及周边环境改善费用 周边街道和人行道 周边设施、路灯照明 电路改造 排水设施 煤气输送 通信设施 停车设施 交通控制和交通标志 围墙、花园	出租改善（由开发商支付部分） 租约完成费用 屋顶、窗户、门装修翻新 粉刷 地板材料 照明 经营户标志 库房	

3.4.3 商业地产项目收入、税费的估算

1、商业地产项目收入的估算

商业地产项目的收入如果只租不售时，主要来源为租金；如果全部销售时，收入来源为销售款；如果先租，后售时，收入为前期的租金及后期的销售款。

租金收入计算公式为：年租金=可租用面积*平均出租价格

销售收入计算公式为：销售收入=可销售面积*每平方米销售均价

2、商业地产项目相关税费的估算

根据现行会计制度的规定，税金及附加主要有：

(1)计入项目产品成本费用的，有房产税、车船使用税、印花税以及进口设备的关税。

(2)从销售收入中扣除的流转税，有消费税、城市维护建设税、资源税和教育费附加。

(3)从利润中扣除的有所得税。

对计入成本费由德税收应在成本费用估算中考虑。

3.4.4 商业地产项目利润的估算

商业地产利润的估算可以按照损益表进行，将上述所计算的收入和成本代入即可得到利润。详见下表：

损益表

项目总营业收入	
营业成本	
管理费用	
折旧	
营业利润	
其他利润	
息税前利润	
利息费用	
所得税前利润	
所得税	
净利润	

4 商业地产项目融资模式

商业地产项目开发离不开融资工具的帮助和各类金融机构的支持。目前商业地产开发的融资途径主要有内部融资和外部融资两种。内部融资主要指运用自有资金和预租预售款再投资；外部融资主要有银行贷款融资、上市股权融资、发行债券融资、信托融资及产业基金融资、产业链上下游主体融资等方式^[9]。目前在国内环境下，中小型房地产商主要采用的方式有：运用自有资金和预租预售款再投资、银行贷款融资、产业链上下游主体融资。

4.1 企业内部融资

企业内部融资是指开发商在企业内部的资金调拨和运作活动，资金的所有权和使用权合二为一。该种方式包括运用自有资金开发、预租预售款或定金的再投资。

4.1.1 运用自有资金

运用自有资金是商业地产开发最基本的融资方式，也是运用其他融资方式的前提。由于房地产开发是风险较大的经济活动，市场信息不对称，出现“逆向选择”和“道德危机”的可能性较大。作为资金的提供者，银行、信托投资公司及其他投资者在追求投资收益的目标下希望保证资金的安全，而房地产市场上的信息不对称或者使缺乏信息的投资者“逆向选择”了不合资质的开发商，或者使拥有信息的开发商不遵守资金使用协议而出现“道德危机”。开发企业的自有资金注入开发项目则是一种良好的“信号发射机制”。促使了资金提供方和需求方的信息交流，降低了双方的交易费用，提高了交易的效率。因此，运用自有资金投资开发成了检验开发商诚意和实力的最佳方式，有“操盘手”共担风险，投资者的信心也大为增强，对开发商而言，则能获取更多的资金支持。因此，所有的开发商都会采用此种方式。

自有资金的注入也有几种方式，视商业地产开发的组织形式不同而有所区别，开发主体为新的项目公司，其资金注入方可以是上级公司（母公司或总公司），也可以是其他的投资者，以增加注册资本金为主要方式；开发主体为内部独立核算而对外无法人地位的项目组，则以资金的直接划拨为主要方式。两种方式就实质而言并无很大的差别。采用设立新的项目公司可以隔离开发的风险，即使开发项目失败也不会对开发商的其他资产构成威胁；还可以引入其他战略投资者成为新

公司的股东，增强项目的资金实力。成立非法人的项目组则有利于公司对项目资源分配和风险防范，增强开发商的控制力。两种方法各有利弊，视不同情况进行选择。

当然，即使是开发商的自有资金也是有成本的，虽然不必支付融资费用，但也要考虑资金的机会成本和时间价值。商业地产开发是专业性很强的活动，专用性资产及先期投入的沉没成本很多。但开发活动是赚取利润的经济行为，利润最大化是其最终目标，自有资金的最低回报率不能低于银行的贷款利率，否则不如直接利用银行的资金。诚然，自有资金虽不像短期贷款那样对资金使用期限有严格限制，但在商品经济中，资金要实现尽可能快的周转和循环，这是市场经济的竞争属性所决定的。商业最能体现资本的竞争本性，商业地产开发同样要求项目在通过立项后尽快建成投入使用，迅速捕捉稍纵即逝的商机。重视自有资金的时间价值，以动态标准评价项目经济性，是商业地产开发融资的内在要求。

4.1.2 预租预售款和定金的再投资

商业地产的预租预售款及定金是内部融资的另一重要来源。在商业地产市场高涨的形式下，开发商可以利用买方的激烈竞争，以预租预售形式进行滚动开发，及早将产品推向市场，降低开发风险。预租预售款的再投资是实现资本快速周转的有效手段，通常与商业房地产营销手段相结合，开发商能够借预售的声势带动楼盘的整体销售，提高整个项目的声誉，为后期招商工作打下基础。定金是锁定目标客户群的重要营销工具，以之再投资同样可以加快开发速度，节省融资的成本。

此种融资方式受物业经营方式和宏观政策的影响很大。预售楼款的再投资主要针对商住两用公寓项目及商住综合楼中的住宅或办公部分，购物部分由于要统一规划和管理，通常不宜分割出售。由于近年来房地产投资开发有局部过热的表现，2002年颁布的央行121号文件对预售的条件作了严格的限制，明确规定“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”，对商业物业的销售带来不利的影响。

总的来看，预租预售款和定金的再投资对商业地产开发融资具有重要意义，在政策允许的条件下充分利用这一方式会对开发活动产生积极的带动作用。而对于商厦类的商业地产开发项目，选择“先整租，后整租”模式的情况下，只有定金和预付租金可以进行再投资。

4.2 企业外部融资

企业外部融资是指利用外部系统的资金支持商业地产开发活动。在此主要研究银行贷款融资、上市股权融资、发行债券融资、房地产信托融资、房地产基金融资和产业链上下游主体融资等形式。

4.2.1 银行贷款融资

1、银行贷款融资方式的优势

长期以来，银行贷款一直是房地产开发的主要资金来源之一，中小型商业地产开发也不例外，这与银行贷款融资的巨大优势有关，主要表现在以下几个方面。

(1) 融资成本低

由于我国正处于经济转型、法制有待健全、诚信体系尚未建立的时期，银行贷款相对而言是成本最低的融资方式。由于银行信贷经历了几十年计划管理历史，信贷资金申请和审批的计划观念相当强，所以将银行资金视为“免费的午餐”甚至骗贷的行为屡见不鲜。我国的利率形成机制尚未完全市场化，国家宏观调控政策直接影响银行存贷利率水平。自亚洲金融危机以来央行曾连续 5 次降息以应对“通货紧缩”，目前经济已走出“通货紧缩”陷阱，经济过热的苗头初步显现，但前景的不明朗使得央行较长时间一直没有升息的实际行动，近年来才逐渐提高基准利率。现在银行的基准利率与还是赶不上通货膨胀率。虽然房地产投资快速增长，房价也在不停上涨，但目前贷款的利率仍然较低，提高基准利率以前的一年期贷款利率仅为 5.31%，而调整利率水平后，该利率也仅为 6%—7%（利率可以根据贷款企业的情况在浮动范围内，银行自主确定）。银行贷款为房地产开发提供了低成本的资金来源，有效促进了商业房地产的开发建设活动。

(2) 银行对商业房地产贷款的额度大

以前房地产开发商通过种种手段低价取得土地，开发过程中再辅以施工企业垫款和预售款再投资，开发商几乎不需要大量自有资金就可以运作项目。即使 121 号文件规定开发商自有资金在 30% 以上时银行才能提供资金支持，但银行贷款依然是商业地产开发融资的主要来源。2003 年——2006 年开发企业的资金来源中，银行贷款及相关的预售和定金款项（统计中“其他资金来源”项）占到当年资金来源的 70%，充分显示出银行贷款方式融资额度大的特点。

(3) 银行贷款融资方式有巨大的财务杠杆作用

尽管银行对商业地产开发贷款的资金用途进行跟踪审查，但其无权干涉开发经营的具体事宜，开发商支配资金的自由度仍是相当大的。开发商在获取开发利润或经营利润时仅需偿还约定的利息和本金，能够产生财务杠杆效应，具体分析如下：

设全部投资为 I ，自有资金为 E ，贷款为 L ，则有：

$$I = E + L \quad (1)$$

定义资金收益率为 R ，则自有资金收益率 RE 为：

$$RE = (I \times RI - L \times RL) \div E \quad (2)$$

整理得：

$$RE = RI + (RI - RL) \times L \div E \quad (3)$$

由(3)式可知，只要全部投资收益率 RI 大于或等于贷款利率 RL ，则必然有自有资金收益率 RE 大于或等于全部投资收益率 RI 。而且贷款和自有资金的比率 L/E 使 $(RI-RL)$ 成倍数放大。借贷资金越多，开发商获得的净利润越大。反之，开发利润低于贷款利率则借贷越多净亏损越严重。

我国房地产业在亚洲金融危机后一直处于上升期，房价的稳步上升主要依靠强劲的需求拉动，房地产开发利润也维持在较高的水平。财务杠杆作用使银行贷款广受开发商青睐也不足为奇了。

银行贷款的贡献不仅表现在直接推动供给，支持商业房地产开发，增加商业物业供给，还表现在间接拉动需求，支持消费贷款，提供商品房按揭贷款，鼓励消费。银行贷款加速了商业地产循环，银行部门对商业地产开发的金融支持是促进该产业不断发展的重要保障。

2、过度依赖银行贷款的局限性

银行贷款的融资方式虽然重要，但过于依赖则不利于商业地产开发的顺利进行，甚至对国民经济的健康发展也会造成不利影响。

对开发商而言，过度依赖银行贷款进行商业房地产开发，不利于分散项目风险。由于银行业的政府背景，使之经营受宏观政策变动的的影响很大。对银行信贷投向和利率的控制是宏观调控的重要手段之一。而一旦房地产业有过热的苗头，首先面临的是银行信贷的收缩，目前国家已经开始宏观调控。因此中小型房地产企业应寻找银行贷款以外的长期资金支持项目开发，尝试多渠道融资的组合运用是增强项目抗风险能力、增加项目经营成功概率的必然选择。

对政府而言，房地产业风险过度集中于银行部门显然不利于国民经济的健康发展，甚至可能引发金融危机，威胁金融体系的安全运行。而且，靠直接调节银行部门的信贷政策和利率、进而调控商业地产开发规模尽管会在短期内成效明显，但不是治本之策，不能促进开发活动形成规范的模式，难以使开发运营机制走向成熟。另外，直接调控银行部门也不利于银行主体适应市场竞争，有违市场经济运行的规律。

银行贷款融资模式对商业地产开发而言有利有弊，但在现有的市场环境下，这一模式无疑具有巨大的优势和吸引力，在今后相当长的一段时期内，银行贷款

仍然会在中小型商业地产开发融资中占有重要的位置。

4.2.2 上市股权融资

由于我国资本市场发育还不成熟，市场结构性缺陷还很严重，上市股权融资主要针对商业地产开发企业，而商业地产的证券化目前尚无可操作性。按房地产开发企业股票上市地点的不同可分为国内上市和海外上市，按上市形式不同可分为 IPO（首次公开发行）和借壳上市等。

在早期上市公司中，房地产企业占了相当大的比例，深圳首批上市的五家公司中，房地产企业就占了三家（万科、金田、宝安）。1993年为给当时过热的房地产炒作降温，国务院开始限制房地产开发企业上市融资。1996年中国证监会更是颁布了《关于股票发行工作若干规定的通知》，宣布暂停房地产企业的上市。直到2001年，国务院不鼓励房地产企业上市运作的禁令才被取消。积压多年的房企上市潜能喷薄而出。天房发展、天鸿集团、金地集团、栖霞建设、东华实业等地产商先后在深沪两市挂牌。许多非地产类上市公司受近年来房地产市场高利润率的吸引而涉足房地产业。据不完全统计，从2002年至今，已有250家非房地产业上市公司通过收购兼并或直接进入方式介入房地产业。

进入2004年，上海复地成功登陆香港股市，天津顺驰、北京 SOHO 中国、上海仲盛地产、上海绿地集团、广州奥园集团等知名地产商，均有意在条件成熟时到香港发行 H 股，而已经在香港上市的内地房地产公司首创置业、北辰实业等又欲回到内地上市融资，为各自的商业地产项目开发筹措资金。

对商业地产开发融资而言，上市融资是一个不错的选择。发行股票融资有以下几个突出的优势：

1、获取长期大量资金的融资成本较低

我国股票市场初步建立，其结构有待优化，制度有待完善，种种因素（如财务报表的低可信度、上市公司掩藏利润少派股利、一股独大的法人治理结构令股市仅仅成为单纯的融资场所）使得在资本市场发行股票成为成本相对较低的一种融资方式。商业地产的开发期较长，经营期更长，不像住宅开发出售即可迅速回笼资金，而是凭在后期的经营管理中取胜。这种经营方式在前期开发过程中要面临较大的资金压力，短期内银行贷款很难解决这一问题，而股票融资就显示出几乎无限期的大量融资的优越性。能够保证商业地产项目在前期经营不稳定情况下相对的财务安全性，平衡资产负债表，从而使项目经营成功的概率大大提高。

2、能建立一个更为科学的股本结构和法人治理结构

随着国家宏观调控力度的加大，商业地产开发的土地获得途径越来越市场化，

土地一级市场将成为完全意义上的垄断市场，政府是土地供给的唯一决定者。在 2004 年 8 月 31 日后，经营性土地只能以“招、拍、挂”形式从政府手中转到开发商手中，靠寻租手段拿地越来越难，并终将成为历史。银行信贷日益紧缩，给主要依赖银行贷款搞开发、融资渠道单一的企业敲响了警钟，企业凭不规范的手段甚至以“骗贷”进行商业地产开发的空间越来越小。这些都迫使开发企业对自身的营利模式和治理结构有一个根本的转变。上市公司在经营模式、财务状况、股本结构和法人治理结构等方面都要接受公众的监督，相应的公司框架要较非上市公司更加经得住市场冲击。上市有利于在公司内部很快地建立起一套利于长远发展的股本结构和法人治理结构，从而完成真正公司制的转变，这样的企业才能够在竞争激烈的商业地产开发市场中立于不败之地。

3、能获得一个稳定有效的融资渠道

长期来看，公司一旦实现上市，可通过配股，增发新股等方式获得长期资金的支持。就企业的后续融资而言，企业发行股票成功可以降低其资产负债率，这给开发商在未来开发经营中进行债务融资奠定了良好的基础还是较为积极的，甚至对有上市公司作担保的开发企业发放贷款也相对热情。

银行对上市公司的积极态度源于其独特的优势。上市开发企业的优势主要体现在财务制度健全，便于银行对贷出基金的跟踪；企业的品牌效应，项目开发成功率高；企业品牌的无形资产融资能力就高。而上市企业在资本市场上的后续融资能力是银行更为看中的品质，这样的企业无疑具有更大的发展潜力，而隐性的担保关系有利于保障银行的资金安全。

拥有长期稳定的融资渠道对商业房地产有重大意义，在国有土地使用权交易越发公开，正规，透明的情况下，资金压力将越发沉重，商业物业的经营风险也很不确定，上市是解决这一问题的一剂良方。

另外，运做商业物业可以为上市的开发公司提供丰厚的现金流量，有助于稳定公司业绩，增加公司价值，更好的实现公司整体财务战略。如北京金融街在借壳上市后，由于具有稳定的商业物业出租，再加上新项目的开发，每年的净资产收益率均保持在 10% 以上，并于 2002 年成功地实现再融资 4.01 亿元。香港的和记黄埔、新世界、恒基等大地产商也是因为旗下持有大量商业物业获取稳定的现金流回报，不断增强再融资能力，以支持开发经营业务的开展，从而长盛不衰。

当然，上市融资之门不是哪个开发商都能扣开的。首先，企业或项目公司上市需要拿出一笔不菲的费用，以应付聘请专家、上市辅导、证券发行承销等活动的开销。其次，国内资本市场上市条件极为严格，对企业资本规模、盈利能力、财务状况的要求很高，这使得管理有待规范、财务制度有待健全的大多数中小开发商望而却步。再次，上市公司的财务信息披露机制也令部分靠与政府关系拿地、

操作不透明的开发商难以接受。另外，海外上市（主要是在美国、新加坡、香港等国家和地区的资本市场）还要满足当地证券市场对企业资质的要求，对公开信息的规定更加严格；企业上市后有可能成为国外炒家炒作的对象，股价的大幅波动给企业经营带来了风险。

因此，现阶段上市股权融资对于中小型房地产企业来说是可望而不可及的。

4.2.3 发行债券融资

发行债券也是商业地产开发融资的可行选择。对开发企业而言，债券融资的功能和优势有以下几点：

1、税盾（Tax Shield）作用

世界各国税法基本都规定，债务利息支出在税前列支对开发企业而言具有合理避税的功能；另外利用商业地产开发期和经营前期的亏损可以合理避税。有效利用税盾可以降低企业的融资成本，增加税后利润。

2、有明显的财务杠杆作用

是指负债经营对企业的经营效果具有放大功能。企业除了按事先确定的债务利率支付利息外，其余的经营成果将为原来的所有者所分享。若企业付息纳税前的利润率高于债券的利息率，则负债经营就可增加企业的税后利润，使所有者的收益增加。商业地产开发资金需求量巨大，发行债券的财务杠杆效应更加明显。

3、具有实现企业资本结构优化的功能

所谓企业的资本结构，一方面是指企业的负债与总资产的比率，另一方面是指企业的所有者权益及其构成项目分别占总资产的比率。现代公司财务理论认为，企业资本结构的变化将导致企业市场价值的变动，通过调整负债，企业可实现资本结构的优化并提升自己的市场价值。我国从事房地产开发的资本结构中，中短期债务占较大的比重。以债券融资的方式调整资本结构，有利于企业经营的稳定。

4、具有激励经理人员努力工作、改善开发公司治理结构的功能

企业融资结构中权益资本比重越大，经理人员对企业资产的自由支配权越小，权益资本的代理费用越高，经理人员的积极性越低；而当企业通过债权融资扩大规模时，经理人员对企业资产的支配权扩大，积极性提高，从而可以降低权益资本的代理成本，对经理人员有更大的鼓励作用。Grossman 和 Hart 的研究表明，债券的存在类似于一种担保机制，无法清偿债务的财务风险甚至破产风险迫使经理人员努力工作，降低风险。Fama 的有关研究表明，公司债券提供了由代理人集中监控违约风险的方式，通过将固定清偿契约的违约风险和约束委托给可信赖的专家，使得公司债券能起到降低债务——权益契约结构中的契约成本作用。可见，

在商业地产开发这一缺乏信息对称的市场上，企业所有者兼任最高管理者的情况很普遍，身处一线的经理人员对决策的影响力不强，不利于企业敏锐地把握市场变化。发行债券能强化经理人员责任，起到规避道德风险和逆向选择、从而改善公司治理结构的功能。

5、有利于开发企业的股权控制

只要企业能够按事先约定的期限和利率及时还本付息，则企业控制权就牢牢掌握在原有股东手里，其兼控企业经营状况的权利和地位不会受到挑战。债权人只享受按期收回自己投资利息的权利，不会导致企业股权的稀释或进一步分散，有利于原有股东对企业经营管理权的控制。

正是由于发行公司债券融资具有其他融资方式无法替代的上述功能，使得在成熟的国际资本市场上通过公司债券融资往往更受企业青睐。在美国，1999 年公司债券发行额突破 2500 亿美金，为同期股票发行量（428 亿美金）的约 5.8 倍。目前美国企业外部融资的比例中，债券融资约占 15%，股票融资约占 3%。

但在我国，历年房地产开发企业（单位）的资金来源中债券融资所占的比重相对较小。1997 年至 2003 年，债券融资占当年房地产开发企业（单位）资金来源的比例从未超过 0.5%。1999 年，债券融资额为 98703 万元，是历年最高的，其所占比例也仅为 0.2%。从当年企业发行债券融资额分析，1997 年至 2003 年间，房地产开发企业（单位）资金来源中债券融资额占企业债发行总额的比例也很低，除 1999 年的 6.25%略高以外，其余年份均低于 5%。

长期以来，企业债的发行都受到政府的重重限制，1993 年颁布实施的《企业债券管理条例》规定企业债的发行实行严格的计划审批和利率控制，规定企业债的利率不得高于同期的国债利率，这严重扭曲了企业债券的发行定价机制。企业债的风险远高于银行的存款，而发行利率却没有体现高风险，高收益的投资原则，债券自然少人问津。相对于房地产开发项目，政府更愿意支持重点基础设施项目发行债券融资，这造成房地产开发企业发行企业债券很难获得批准。

历年发行债券用于房地产开发的比例很小，而由于商业地产开发的额度就更有限了，同时也说明债券融资用于商业地产开发的潜力还是很大的。随着企业债券发行市场的日益完善，越来越多的房地产企业可以通过资本市场发债融得长期资金，如深圳万科股份有限公司 2002 年发行利率为 1.5%的可转换债券 15 亿元。债券融资运用于商业地产的开发，可以减轻大型商业物业建设阶段和经营初期的资金压力，保证物业产权的完整从而能将物业作为整体来培育，增加成功的砝码。

发行债券同样对开发商的资质提出教高的要求，在安排债券偿付计划时只能被动接受市场现有的利率水平，对筹资成本的控制缺乏灵活性。因此中小型房地产商无法获得此种融资方式。发行债券这种融资途径不适合中小型商业地产。至

少现阶段如此，随着我国金融体制的进一步改革，融资环境的不断发展，将来中小型房地产企业也会获得发行债券进行融资的批准。

4.2.4 房地产信托融资

信托是一种独特的财产组织制度，指受托人以自己的名义，为受益人利益或特定目的，管理和处分委托人委托的财产权的行为。信托财产具有相对独立性，其独立于委托人的其他财产，也独立于受托人自身的财产和其他受托财产，一般不得强制执行。信托财产的独立性原则使之在法律形式上被隔离起来，财产的安全性和稳定性得以保证。信托投资公司在运用信托资金或财产从事经营和投资时，其相对独立性决定了管理财产活动的稳定性，也便于财产用于长期获利的目的。信托这一经济关系运用于房地产业也正是由于其独立性所引致的稳定性满足房地产开发和经营对长期资金和资产的需要。

房地产信托运用于商业地产开发活动的方式很多，既可以股权融资形式参股开发企业或项目，也可以信托资金贷款形式注入项目，还可以商业物业的财产形式委托经营获得融资。新中国的信托业可认为始于1979年，当时作为引进外资的媒介出现。但由于信托公司是可涉足于产业、货币及资本市场的金融机构，在没有健全的法律法规对其进行规范的情况下，很容易产生混乱。

房地产信托在历经几次整顿之后，在央行控制银行信贷风险的大背景下，得到了较快的发展。当前房地产信托的方式主要有两种，一是信用贷款，指信托投资公司以受托的货币资金作为房地产开发的贷款，这种形式与传统的商业银行贷款类似；二是股权融资，指信托投资公司以所筹得的资金持有房地产商的部分股权，与之共享开发收益，待开发完成后，由开发商回购股权。据统计，2003年有24家信托公司发行了约66个房地产信托计划，总规模为60.92亿元，每个信托计划的平均规模为9670万元。在这66个房地产信托计划中，信托资金的运用方式为贷款的有49个，共计43.38亿元；信托资金的运用方式为股权投资或股权受益权的有12个，共计15.08亿元；信托资金的运用方式为“贷款+股权”投资的有5个，共计2.46亿元。

这些房地产信托计划的特点可归纳为：信托计划的规模主要以几千万元和1—2亿元的为主，期限一般为1—3年，投资者的预计收益率为4%—5%。信托计划的用途主要是贷给从事房地产开发的企业或以股权投资的方式入股，并用于房地产项目的开发建设。信托计划的资金运用方式绝大多数为贷款和股权投资。以贷款方式运用的，风险控制手段主要是通过有一定实力和信誉的机构提供贷款担保，有少数信托计划利用政府财政支持或商业银行担保。以股权方式运用的，风

险控制手段主要是到期的股权回购。

对商业地产开发而言,信托基金可以起到“过桥贷款”的作用,充实商业项目的资本金,使之在建设前期能够满足银行贷款的条件,为开发的后续融资打下良好的基础。信托资金一般以前期贷款或参股入股的形式介入商业房地产的开发,信托公司对开发商资金流动、管理模式、项目进度进行跟踪和控制,既保证了信托资金的安全性、保障项目资金用途,也在客观上帮助开发商完善管理制度,提高企业的品质。通过给予信托收益人一定的优惠条件,还可以带动商业地产项目的出租或销售,一举两得。

目前我国的房地产信托受委托人数目的限制,单只信托募集的资金量是有限的,因此单凭信托本身很难满足商业地产开发的需求;另外,信托资金要规避风险,一般期限较短,难以满足商业地产开发长期大额融资的要求。从资金成本上看,信托投资公司要求的回报率一般高于同期银行贷款利率,融资成本较高。从控制权看,信托投资公司一般与开发商联合成立一个基于项目的公司,并要求对该项目公司控股,从而实现投入资金的严格控制;信托投资公司也可要求按股权分红,从开发利润中分一杯羹。

目前,信托投资公司介入商业地产开发的渠道较窄,2004年5月央行为配合信贷紧缩政策的实施,对从事房地产信托业务的信托投资公司进行了非正式告戒,信托对房地产的支持受到限制。另外,不动产信托业务的发展远远跟不上房地产市场的发展水平,无法满足商业地产投资对流动性和合理避税的需求。而美国的房地产信托投资(REITs)这一制度设计可以作为我国商业地产信托发展的参考。美国的REITs是一种采取公司或者商业信托的组织形式,集合多个投资者的资金,收购并持有收益类房地产(例如公寓、购物中心、写字楼、旅馆和仓储中心等)或者为房地产开发进行融资,并享受税收优惠的投资机构。大部分REITs采取公司形式,其股票一般都在证券交易所(纽约证券交易所、美国证券交易所和纳斯达克证券市场)或店头市场进行自由交易。未来信托投资公司对商业地产开发经营的金融支持的一个方向是借鉴美国REITs的形式,发展资金信托之外的财产信托业务,以持有的商业物业获取收益。对开发商而言,有信托公司接下建成的物业会大大的降低项目的开发风险,开发商可以专注于开发活动赚取利润。

但是,目前中小型房地产企业还不具备条件把房地产信托作为融资渠道。

4.2.5 房地产基金融资

房地产基金是产业基金的一种,是指通过发行基金券(如受益凭证、基金单位、基金股份等),将不确定多数投资者的不等额出资汇集成一定规模的信托资产,

交由专门的投资管理机构，按照投资组合原理直接投资于房地产中的企业或项目，并通过资本经营和提供增值服务，对受资企业或项目加以培育和辅导，使之相对成熟和强壮，以实现资产保值增值与投资回收，投资收益按出资比例分成的集合投资制度。

房地产基金作为专门投资于房地产的投资基金，其运作具有以下特征：

1、涉及到多方主体的权利和义务。基金运作包括基金持有人、基金托管人、基金管理人、基金发起人、基金公司等多个参与方的权利义务，还涉及到房地产业中有关各方的相关利益。

2、基金管理人基于基金持有人的授权，自主进行投资和管理活动，并就基金的使用和去向接受基金持有人的监督。

3、基金持有人之间贯彻“共同投资、共享收益、共担风险”的投资基本原则，每个基金单位享有相同的权利义务。基金持有人有权参加基金持有人会议，有权就基金运作的重大事项进行审议表决，有权参加基金收益的分配，有权分配基金的剩余资产。

4、基金管理公司通过专业人士的运作，将基金投资于房地产业。

5、基金的有限性。其一，基金目的的有限性，基金将争取有利时机，在利益最大化的前提下退出产业；其二，基金用途的有限性，基金只能投资于房地产业，不能随意更改；其三，基金限期的有限性，一般是封闭式基金，到一定期限必须进行清算，将清算后的资产分配给基金受益人。

6、再循环特征。房地产基金的着眼点主要在于被投资企业或项目的开创阶段，而不是成熟阶段，一旦创业成功，基金投资者便利用各种手段收回资本，获得的巨额利润再进行下一个企业或项目的投资。

房地产基金运用现代信托关系的组织设计。基金组织本身不运作基金资金，而是通过信托关系委托基金管理人（投资公司、基金管理公司等机构）运营，并由基金托管人（一般为商业银行）管理和监督基金管理人对基金资金的使用。信托关系是基金存在和发展的重要保障机制，也是基金不同于股份有限公司的一个典型特征。

商业地产的重点在于后期的经营，前期巨大的资金压力使得基金介入商业地产开发成为一种可行的选择。房地产基金一般会采取股权投资的方式，收购或直接投资所占的比重不会超过总投资的 50%，即在股权上不成为大股东，项目能用原来的办法持续经营。基金不参与项目的具体操作，而是留给企业来完成。

当前中国法律环境不完善，缺少产业基金投资法，中国的房地产业基金只能向特定投资者发行基金份额，即采取私募设立的模式。基金的销售和赎回都是通过基金管理人与投资者私下协商来进行的。多采用投资公司形式运作，以规避政

策的限制。

海外基金的表现则相对活跃，自 2002 年起海外基金开始有规模地投资于内地房地产市场。2003 年 7 月摩根斯坦利地产基金与上海永业集团建立了共同投资上海房地产市场的战略联盟，首个项目的总投资额在 9000 万美元；澳洲最大投资银行麦格理银行与施罗德物业亚洲基金合资成立第一中国房地产发展集团，这一封闭运作地产基金力争在未来 5 年内投资超过 4 亿美元的地产项目。荷兰国际(ING)在北京投资开发项目——长河汇景，以住宅为主，总面积约 30 万平方米，总投资 2 亿美元。此外新加坡凯德置地和新加坡政府投资公司(GIC)等基金主要在国内北京、上海等有国际影响的城市投资。从目前内地市场来看，具有经营特性的商业地产是海外基金投资的热点之一，其中收租型海外基金首选北京、上海，有成功经验后选择广州、深圳，再进入经济发达的二线城市，如苏州、宁波、杭州、天津等地。

从房地产基金在中国的发展前景看，随着商业和服务业市场的对外开放，国内外商业企业都在加紧走连锁发展、跨区域扩张的道路，而已有的商业物业对现代商业发展模式的支持显然不够，宏观政策对银行资金流向房地产的限制在短期内不会有松动，资金来源的多元化是商业地产开发的必然趋势。在中国经济日益与世界接轨的大背景下，产业基金投资法等相关法律法规将得以制定和颁布，房地产业基金发展的政策瓶颈必将被打破。以房地产抵押贷款证券化为标志的房地产金融市场的不断发展与成熟，将为房地产基金应用于商业地产开发融资建立一个更为方便的进入和退出机制。

作为中小型房地产企业来说，虽然目前短期内还不会考虑房地产基金融资，但它是发展的方向，等海外基金大量进入中国时，条件就会成熟，中小型商业地产融资的渠道就更加宽广了。

4.2.6 产业链上下游主体融资

商业地产建设和经营过程中涉及到很多主体，他们的相互组织和相互交易行为构成了商业地产特有的产业链条。各主体的资源禀赋和市场地位不同，开发商可以利用自己的产业主导地位，将其他主体安排进商业地产开发项目的融资结构中，借助不同主体的资金优势，完成开发活动。

为商业地产开发项目提供融资的产业链主体一般为建筑承包商和中小投资者，也包括一部分计划入驻的大型零售商业企业。在商业地产开发市场中，主导商业地产开发的开发商处于掌握项目信息的有利地位。建筑承包商在目前建筑买方市场中处于劣势，而中小商铺投资者和部分商业经营企业由于交易地位和实力

等原因，无法掌握项目的全部信息。在项目建设过程中，开发商通常要求建筑承包商垫资建设。项目招商时开发商则运用广告宣传等市场营销手段制造项目热销的气氛，以先卖出后租回的方式——即一段时间内返租销售的形式——从中小投资者处融得资金快速收回投资。对计划入驻的部分商业经营企业采取预租或销售的方式收回投资。

建筑承包商垫资是国际工程承包的常见做法，实质是建筑承包商对项目开发提供的中短期信贷融资，一般利率较低，在工程项目建设到约定程度时以工程款的方式回到承包商的手中。在我国信用体系尚不健全的情况下，建筑承包商的垫资行为有些无奈，是买方市场下建筑承包商对资源闲置和工程款偿付风险的两难选择。施工企业的垫资固然可以帮助开发商承担一部分资金压力和开发风险，但前者的非自愿垫资或是对开发商诚信度的怀疑都会破坏双方的合作机制，导致施工进度迟缓和施工质量下降。对商业地产项目的开发而言，由于施工工艺的复杂和先进技术的采用，开发商与承包商的精诚合作是项目成功的必然前提，在国际惯例要求对方垫资时也要坚持自身的诚信，按时足额支付工程款是开发商应履行的义务。

对中小投资者的返租销售可以理解为选择不同商业物业经营模式的结果。很多开发商在完成主力店的招商工作后，对其他铺位采取分割产权销售的方式，购买这类商铺的中小业主通过转租转售等形式将之再转让给真正的商业经营者。在缺少统一管理的情况下，商业经营者不可能有组织的自动搭配商业业态和业种，从而引起混乱。返租销售则是分割产权销售的改进形式，在返租期间内（一般为1—3年），开发商负责商业物业的统一经营与管理，并约定固定的投资回报率，以租金形式返给中小投资者，在商业物业经营较为成熟后，开发商退出经营管理，不再保证中小投资者返租期以外的投资回报率。销售返租的实质是购买分割产权式商铺的中小投资者向开发商提供的长期信贷，开发商融资成本是返租期内交付的固定比例的租金收益。这种方式有利于商业物业经营初期商业氛围的培养，并使开发商在短期内回收部分资金，缓解了初期的资金压力。开发商在物业经营成熟后引入专业的商业管理公司，仍能保证中小投资者的投资收益。但长期看来，分割产权商铺销售的经营模式固有的定位混乱、各自为战的弊端日益显现，购物类商业物业的统一经营是大势所趋。中小投资者参与商业地产融资的模式将以商业地产的证券化为目标。投资者通过购买商业地产证券化后的单位份额参与投资活动，定期分享投资收益，同时也给开发商提供了更为稳定的融资来源。相信在房地产市场和资本市场结构日益完善的条件下，有中国特色的商业地产证券化将会出现。

对于中小型房地产来说，上游产业链的建筑承包商融资是可行的；下游的主

力店的预租和定金的再投资是可行的；但分割产权进行销售的预售款进行融资的方式是不可取的，原因主要是不符合中小型商业地产的经营模式——“先整租，后整售”。

商业地产融资是一个系统工程，需要各种融资途径的有机结合，综合运用短期资金和长期资金，以解决商业地产开发过于依赖银行贷款而产生的种种弊病。在保持商业物业管理权统一的基础上，可以引入多个投资主体参与开发融资活动。项目融资模式在合理分担项目风险、有效组织项目投融资结构等方面具有独特的优势。在运用各种融资渠道进行商业地产开发时，可以借鉴项目融资的先进理念，保证开发活动的顺利开展和后续经营的成功。

经过上述分析，在国内现存的金融体制下，运用自由资金、预租和定金的再投资、银行贷款融资、产业链上下游主体融资是适合中小型房地产企业开发商业地产的融资方法。

5 案例研究

5.1 九龙商厦商业地产项目投资开发情况

5.1.1 项目概况

1、项目提出的背景:

JLHD 公司自 1997 年起开发九龙花园一期、二期住宅项目和东环 18 古柏家居住宅及写字楼项目,总占地面积 11.77 公顷,总建筑面积 35.386 万平方米。整个小区位于东三环立交桥东侧 100 米处,毗邻国贸大厦、航华科贸中心,地处国贸商圈。由于该小区地理位置优越,交通便利,周边商业、文化、娱乐设施较完善,加之总体规划具有创意,户型设计合理,受到广大购买者的青睐和喜爱。但由于受到规划与设计的局限,且受到空间与场所限制,九龙花园一、二期住宅工程的商业及娱乐配套设施规模较小。随着九龙花园一、二期住宅工程的竣工与入住,大批的消费者对于出门购物方便快捷的需求越来越强烈。为了进一步完善现代化社区九龙花园和东环 18 古柏家居的生活配套服务设施, JLHD 公司进行了九龙商厦的建设和开发。九龙商厦项目位于北京市朝阳区广渠路 31 号,占地面积 3.07 公顷,总建筑面积 51320 平方米。地上三层,地下一层,框架结构。

2、项目可行性研究的依据、原则和范围:

1)编制依据:

(a)2000 年 10 月 30 日北京市规划委员会以 2000-规要字-1616 号文批准该项目的规划要点;

(b)2000 年 11 月 14 日北京市计划委员会以京计工字(1999)第 0953 号文批准该项目立项;

(c)2001 年 4 月 16 日北京市规划委员会以 2001-规审字-0270 号文批准该项目审批设计方案。

(d)项目有关上水、排水、供电等咨询报告。

2)编制原则:

(a)本项目经过实地踏勘及市场行情调查,依据国家和北京市有关部门颁发的法规、规章,按照客观、公平、科学、合理的原则进行可行性分析。

(b)本项目的开发建设为完善该区域住宅小区的生活配套服务设施提供了条件,因此,分析时注意投资结果与社会效益并重的原则。

(c)本项目的经济分析测算指标以现行法规和市场行情做为依据。

3)研究范围:

- (a)项目建设的必要性
- (b)市场分析与预测
- (c)项目建设规模与设计方案
- (d)项目的外部配套工程及建设条件分析
- (e)项目的总投资估算分析
- (f)项目的资金筹措
- (g)项目的财务评价
- (h)项目的盈亏分析
- (i)其它有关方面

5.1.2 市场调查与分析

1、北京商务中心区 CBD 全面提速更显其区位优势

该区域以长安街东延长线建外大街和东三环路两条东西、南北轴线构成金十字框架，北连首都机场，东接津、塘等港口，西临北京火车站直通城市中心区联系政府机关；使馆区及其他外事机构都集中在这一带。80年代以来，建成京广中心、国贸大厦、建国饭店、国际大厦、长富宫、长城饭店、昆仑饭店、燕莎商城、赛特大厦、丰联广场等高档写字楼和饭店、公寓，一大批境内外大公司、商社驻京机构在此落户，已初步具有商务中心的功能和基础。

本项目位于朝阳区东三环路双井立交桥东侧 600 米处，位居京城龙脉汇聚所在地——九龙湖中心，比邻国贸大厦、航华科贸等京城黄金商贸圈，交通便利。52、35、28、34、23、907 路公交车直达，到北京站、天安门仅几分钟车程，距国贸中心（CBD）和东二环路仅 1.5 公里左右车程，距三元桥只三公里，位置十分优越。

2、市政府制定优惠政策为其带来发展良机

北京市政府制定了工业企业“优二兴三、退二进四”的优惠政策，北京商务中心区 CBD 的全面建设，使得该项目的周边环境得到很好的改善。越来越多的人和国内外驻京企业选择这片土地生活和办公，使该区域住宅及写字楼的建设步伐加快，同时，也大大加快了该区域商业、生活服务配套设施建设的步伐。

3、东三环双井附近建设优质的商业服务设施迫在眉睫

随着近几年房地产业的发展，东三环双井附近的住宅小区逐渐增多，已建成和在建的住宅项目有：华腾园、怡馨园、国贸公寓、九龙花园、珠江地景，以及劲松住宅小区和潘家园住宅小区等。京客隆商场、劲松商场、新蕾商场等商业配

套服务设施分布在周边，为东三环双井附近地区居民提供了较为方便的购物环境，但同时，也看出存在着明显的缺憾：上述商场的空间及场地规模、设计水准均受到原来模式的制约，显得规模小。每天当购物高峰来临时，消费者不能及时交款购买到自己所需的物品。而且商场周围均无大场地，车位明显不足，不能为东三环双井附近的消费者提供优质、快捷和便利的购物环境。因此，使东三环双井附近建设一栋集商业、金融为一体的大规模现代化生活服务配套设施迫在眉睫。

4、项目的合理定位

一项统计数字表明，在世界 500 强企业当中，有 154 家来到了北京，而这 154 家中有 92 家将办公地点选在了 CBD 区域之内。由此可见，CBD 区域的发展潜力巨大，并成为北京新的经济增长点。92 家企业入驻 CBD 必将带来大量高素质与高消费能力的就业人群，他们将选择距离 CBD 不远，交通便利，生活服务配套设施完善且环境绿化较好的社区作为居住场所。

东三环双井附近九龙花园住宅工程和东环 18 古柏家居项目的建设地点距离 CBD 仅有 1.5 公里左右车程，因此项目的建设吸引了大批高、中、低档消费群体前来购买。随着住宅工程的竣工入驻，该区域生活服务配套设施的进一步完善显得更为重要。九龙商厦的建设与开发迫在眉睫。九龙商厦的地面停车位就可达 900 多辆，因此，九龙商厦的建设与开发可大大满足东三环双井附近区域消费者开车购物方便快捷的需求。

5.1.3 项目建设方案、建设规模和建设内容

本项目建设地点位于北京市朝阳区广渠路 31 号。2001 年 4 月 16 日北京市规划委员会以 2001-规审字-0270 号下达了审定设计方案通知书，规划建设用地面积为 30700 平方米，总建筑面积为 51320 平方米，建筑高度为 24 米，建筑层数为 4 层，其中地上 3 层，地下一层。

本项目位置为北内集团总公司原铸造公司单层车间。现拆除沿街厂房后建造地上三层，地下一层的九龙商厦，建筑内设消防自动喷淋系统共分 8 个消防分区，每个消防分区内有两个安全出口，并沿建筑物沿街部分设宽度不小于 4 米的穿越建筑的安全通道，以满足消防安全疏散要求。

本项目主要出入口设在南部并与广渠路连接，用地范围内设地上停车场，可停机动车 900 多辆，以解决停车需要。

建设内部设置自动扶梯，创造较为舒适的购物环境。平面采用大开间布局，满足展示、销售的功能要求。立面大面积实墙加上中间部分的少量的幕墙做为点缀体现简洁明快的现代风格，主入口一面实墙部分及楼顶部分加上灯光、广告灯

箱及广告牌以突出建筑物的形象及性质。

主要经济技术指标：总占地面积：3.07 万平方米

总建筑面积：5.132 万平方米

其中：地上面积 1.14 万平方米

地下面积 4.024 万平方米

停车位：900 辆

自行车位：550 辆

容积率：1.67

5.1.4 外部配套条件:

本项目位于北京市朝阳区广渠路 31 号。各项市政建设经过各有关部门审核批准，具体方案如下：

1、供电：

根据首都规划委员会办公室的各类建筑用电调查资料及颁布的用电定额，同时参照其它类似建筑的用电标准，九龙商厦如采用锅炉房供热，天然气炊事，集中空调系统，用电按平米 80 瓦，同时使用系数 0.7，则九龙商厦用电负荷 2892 千瓦。如容载比 1.5，需安装变压器 4338 千伏安。

九龙商厦位于朝阳区广渠路 31 号，距九龙商厦最近的供电电源为西大望 220 千伏变电站，由西大望 220 千伏变电站供电电缆距离约 2 公里。

九龙商厦建设专用配电室一座，安装 2 台 2000 千伏安变压器。自西大望 220 千伏变电站引出双路 10 千伏电缆线路，长度约 2 公里，向九龙商厦配电室供电。

为充分发挥电缆线路的供电能力，九龙商厦在用地范围内建设电缆分界室一座，建筑面积 20 平米。

2、上水：

该项目西侧红线外东三环路东侧现有 DN600 上水管线，在新建项目规划路新建上水管线并与之相连。

3、排水：

广渠路及西大望路已分别建有雨污水管线，流域范围包括该项目。

雨水：建管直径为 400MM 雨水管，下游接入广渠路雨水四段 7 号检查井。7 号检查井内底标高 34.451 米。

污水：建管直径为 400MM 污水管，下游接入广渠路污水干线 16 号检查井。16 号检查井管直径为 800MM，井内底标高 31.221 米。

5.1.5 安全卫生

建筑设计除了创造一个良好的建筑空间和功能组织外，还应执行国家有关安全卫生管理的各项规定，以维护管理和使用者的正当权益。因此，安全的机电设备选型，合理的施工安装和严格的工作制度，将是设计的重要组成部分。

1) 电梯：

本项目共设电梯 16 台，全部选用苏州瑞士迅达（瑞士与我国合资）电梯，以保障运营的安全。

2) 按八度抗震烈度设防。

3) 各类机械设备和电气设备均有接地和接零等安全措施，符合有关施工验收的规定。

4) 对于电器，每个房间均有可靠的电源接线，还加设了漏电保护装置，电源插座用电与照明用电分线设计，可确保人身的安全。

5) 防雷与接地：设计将建筑防雷和电气设备接地装置分开处理，可确保建筑物的安全。

6) 消防：消防依照国家有关规定执行，设计中将单独考虑消防储水池，楼内安装消防栓，重点部位配置灭火器。

5.1.6 节能措施

- 1、输送管网采用保温材料做保温层，以降低能量损失，提高输送效率。
- 2、建筑主体采用保温墙体材料，门窗密封性要好，以达到保暖节能的效果。
- 3、选择耗电低、性能可靠的设备。

5.1.7 建设进度

- 1、三通一平工作：2001 年 12 月 31 日前完成。
- 2、立项及可研报告编制及审批：2002 年 3 月 31 日前完成。
- 3、列北京市房地产开发计划：2002 年 5 月 31 日前完成。
- 4、地价评估：2002 年 5 月 31 日前完成。
- 5、规划许可证：
- 6、开工许可证：
- 7、主体工程建设：2004 年 4 月 31 日前完成。
- 8、绿化、道路及室外管道工程：2004 年 4 月 31 日前完成。

5.1.8 投资金额

具体费用组成及金额见：九龙商厦投资额明细表。

表 5.1 九龙商厦投资额明细表

建筑面积：51320 M²

序号	项目	金额(元)	平米单价
1	土地出让金及契税	52,200,037.00	1,017.15
2	拆迁补偿款	94,800,000.00	1,847.23
3	前期费用	5,326,291.85	103.79
3.1	国土评估费	70,000.00	
3.2	评估费	152,000.00	
3.3	地形图购置费	4,820.00	
3.4	勘探费	83,942.05	
3.5	规划证照照费	31,272.00	
3.6	停车厂规划执照费	1,090.00	
3.7	设计费	3,343,128.00	
3.7.1	楼体设计费	2,750,000.00	
3.7.2	变更楼体设计费	20,528.00	
3.7.3	加建楼体设计费	138,000.00	
3.7.4	楼体审图费	98,000.00	
3.7.5	自来水设计费	28,600.00	
3.7.6	雨污水设计费	18,000.00	
3.7.7	煤气设计费	100,000.00	
3.7.8	配电室设计费	148,000.00	
3.7.9	道路设计费	42,000.00	
3.8	加层咨询费	70,600.00	
3.8.1	加层机械停车方案设计咨询费	40,000.00	
3.8.2	加层日照分析咨询费	4,900.00	
3.8.3	加层公示公证咨询费	10,700.00	
3.8.4	加层评估咨询费	15,000.00	
3.9	改造咨询费	56,000.00	
3.10	交通分析咨询	99,000.00	
3.11	咨询费	420,223.00	
3.12	招标管理费	72,692.00	
3.13	测绘费	51,000.00	
3.14	监理费	782,731.80	
3.15	北侧坡道公示费	8,100.00	
3.16	预测销售面积	76,920.00	
3.17	地籍登记费	2,773.00	

序号	项目	金额(元)	平米单价
4	建安工程费	121654072.9	2370.5
4.1	楼体总承包工程费	70832845.6	
4.2	土建改造工程费	6,615,075.89	
4.2.1	有机玻璃加工安装	21,992.00	
4.2.2	屋面改造	1,800,000.00	
4.2.3	西侧新建不锈钢门工程	17,708.00	
4.2.4	发电机房扩建	166,712.00	
4.2.5	屋顶钢结构小屋	316,281.00	
4.2.6	租户锅霸安装水表	4,125.00	
4.2.7	地下一层地面切缝	13,353.00	
4.2.8	改造加固工程	2,660,391.00	
4.2.9	发电机房工程	701,705.45	
4.2.10	屋面拆除工程	450,000.00	
4.2.11	火锅城工程	18,050.00	
4.2.12	拆除南外脚手架	4,750.00	
4.2.13	环境检测费	11,250.00	
4.2.14	噪声监测费	177.50	
4.2.15	水电费	428,581.94	
4.3	空调工程	23,868,960.30	
4.3.1	空调设备采购	12,987,000.00	
4.3.2	空调设备安装	9,797,810.00	
4.3.3	直燃机组真空油	10,676.80	
4.3.4	直燃机进口挖土方	30,000.00	
4.3.5	直燃机房购空调、灯泡	1,595.50	
4.3.6	风阀执行器安装	10,038.00	
4.3.7	通风空调	850,000.00	
4.3.8	空调通风改造	181,840.00	
4.4	消防工程	5,221,234.59	
4.4.1	消防采购、安装工程	4,552,381.04	
4.4.2	消防喷淋工程	99,184.00	
4.4.3	发电机房气体灭火工程	156,575.95	
4.4.4	空调机房灭火器	1,000.00	
4.4.5	木质防火门	12,423.60	
4.4.6	消防系统改造	290,000.00	
4.4.7	地下夹层喷淋报警	90,000.00	
4.4.8	消防检测费	2,000.00	
4.4.9	消防水检测费	17,170.00	
4.4.10	消防水管检测费	500.00	
4.5	电梯工程	6,773,381.75	

序号	项目	金额(元)	平米单价
4.5.1	电梯采购、安装工程	6,629,000.00	
4.5.2	自动扶梯装饰	93,100.00	
4.5.3	电梯井道改造	50,720.00	
4.5.4	安装电梯电费	561.75	
4.6	发电机工程	1,932,747.00	
4.6.1	柴油发电机采购及安装工程	1,719,500.00	
4.6.2	发电机房环保工程	150,000.00	
4.6.3	发电机房管道安装工程	63,247.00	
4.7	配电室工程	6,126,380.64	
4.7.1	配电室设备及安装工程	5,100,000.00	
4.7.2	配电室电源改造工程	712,141.14	
4.7.3	馈电柜维修	30,000.00	
4.7.4	配电室电缆分界小室工程	218,567.00	
4.7.5	配电室变更洽商工程	15,500.00	
4.7.6	供电代维费	10,000.00	
4.7.7	变压器代维费	15,000.00	
4.7.8	楼体西门电源工程	25,172.50	
4.8	直燃机房煤气调压间煤气工程	283,447.20	
5	基础设施费	7,326,674.02	142.76
5.1	室外上水工程	705,629.00	
5.2	室外雨、污水工程	1,091,924.00	
5.3	室外煤气工程	1,389,014.50	
5.4	室外电信工程	387,265.00	
5.5	室外有限电视入户	9,330.90	
5.6	室外夜景照明系统	150,277.82	
5.7	室外道路及广场工程	3,423,470.80	
5.7.1	道路工程	635,225.00	
5.7.2	室外道路工程(柏油)	1,374,886.00	
5.7.3	新增道口工程	234,000.00	
5.7.4	西侧广场地砖	530,974.00	
5.7.5	北侧广场地砖	179,860.00	
5.7.6	东南侧广场地砖	201,459.80	
5.7.7	广场砖采购	174,816.00	
5.7.8	广场改造	52,250.00	
5.7.9	室外广场外围改造	40,000.00	
5.8	停车场划线	20,000.00	
5.9	室外线管工程	149,762.00	
6	其他费用	568,813.00	11.08
6.1	街道办事处服务费	30,000.00	

序号	项目	金额(元)	平米单价
6.2	节水、朝阳城管服务费	4,000.00	
6.3	外墙广告费	4,800.00	
6.4	保险费	383,115.00	
6.5	临时保安费	13,200.00	
6.6	人防使用费	133,698.00	
7	税费	29,534,847.09	575.50
7.1	营业税	23,919,527.09	
7.2	城建税	1,195,976.36	
7.3	教育费附加	702,559.83	
7.4	税收滞纳金	92,590.39	
7.5	印花税	201,999.69	
7.6	房产税	2,648,274.47	
7.7	土地使用税	206,859.92	
7.8	土地增值税	567,059.34	
8	利息	14520000.00	282.93
9	管理费	6,729,264.12	131.129
	总计	332660000.00	6482.07

5.2 九龙商厦商业地产项目经营模式现状

九龙商厦自 2002 年开始建设之初, JLHD 公司就着手招租工作。最先与当初的普尔斯马特公司签定合约, 整租九龙商厦, 因此, 从设计开始就按照仓储式卖场的要求进行设计。当结构工程进行至一半时, 普尔斯马特公司由于经营不善, 无法继续履行合约, 与 JLHD 公司解约。此时, JLHD 公司又找到台湾的好又多公司(店名为: 旺市百利)签定合约, 整租九龙商厦, 后由于 2003 年初我国发生 SARS 疫情(非典)好又多公司又与 JLHD 公司解约。最后, 于 2003 年底 JLHD 公司最终与法国的家乐福和英国的百安居等五家公司签定了最终的租赁协议。2004 年 4 月 1 日工程竣工交付使用时已经实现 100% 的出租率, 其中地下一层整层(不含人防)及地上一层东半部共计 17286.54M² 租给百安居公司做建材市场。地上一层西半部的部分及地上二层及三层整层共计 31263.22M² 租给家乐福公司。家乐福公司将地上一层西半部的部分又出租给各种小型精品店、面包房、肯德基、永和大王等餐饮, 地上二层及三层做为家乐福超市。地上一层西半部的 96.8 M² 租给北京美而美餐饮有限公司做港式火锅。地上一层西半部的 82M² 租给北京王商国际广告有限公司。地上一层西半部的 660M² 租给中信实业银行做营业厅。

JLHD 公司与家乐福公司和百安居公司签定的租赁合同均为 20 年+10 年的长期合同，由于法国家乐福公司和英国的百安居公司均为世界 500 强企业，信誉好，租金有保障，每年都有稳定的现金流。正是由于有稳定的收入，因此吸引了国内外有实力的许多企业想整体购买九龙商厦。JLHD 公司于 2006 年底与新加坡凯德商用中国投资(B)甲有限公司(简称：凯德公司)签定了九龙商厦房地产买卖合同，将九龙商厦出售给凯德公司。

5.3 九龙商厦商业地产项目综合评价

5.3.1 财务评价

一、项目财务净现值(FNPV)

由于九龙商厦不同租户签定的租赁合同付款方式不同，因此应分别计算租金的净现值。九龙商厦于 2002 年开始建设，2004 年开始收租金，因此建设支出和收入都贴现到 2002 年。

(一) “只租不售”的情况

1、租金的现值

(1) 计算家乐福公司租金的现值

家乐福公司租金支付方式为：按月支付，年租金从第五年开始递增，以前一年租金为基数递增 1%，具体金额见家乐福公司租金支付情况表。

表 5.2 家乐福公司租金支付情况表

租赁年份	年租金(元)	月付租金(元)	元/天.M ²
1	23733600.00	A1=1977800.00	2.0798
2	23733600.00	A1=1977800.00	2.0798
3	23733600.00	A1=1977800.00	2.0798
4	23733600.00	A1=1977800.00	2.0798
5	23970936.00	A2=1997578.00	2.1007
6	24210645.36	A3=2017553.78	2.1217
7	24452751.81	A4=2037729.32	2.1429
8	24697279.33	A5=2058106.61	2.1643
9	24944252.13	A6=2078687.68	2.1860
10	25193694.65	A7=2099474.55	2.2078
11	25445631.59	A8=2120469.30	2.2300
12	25700087.91	A9=2141673.99	2.2522
13	25957088.79	A10=2163090.73	2.2747

租赁年份	年租金(元)	月付租金(元)	元/天.M ²
14	26216659.68	A11=2184721.64	2.2975
15	26478826.27	A12=2206568.86	2.3204
16	26743614.56	A13=2228634.54	2.3437
17	27011050.68	A14=2250920.89	2.3671
18	27281161.19	A15=2273430.10	2.3908
19	27553972.80	A16=2296164.40	2.4147
20	27829512.53	A17=2319126.04	2.4388

注：租赁 20 年，月付，则支付次数为：20 年*12 次/年=240 次

计算现值需要设定折现率 i_c ，由于此项目资金构成是：部分自有资金，部分贷款，因此折现率不能简单地按银行贷款利率或按房地产行业的投资回报率进行计算，而应按自有资金和贷款各占总投资的比例进行加权平均得出折现率。此项目贷款金额：24200 万元，占总投资金额的 73%，贷款利率为 6%；自有资金：9066 万元，占总投资金额的 27%，房地产行业的一般投资回报率为 15%。因此设定的折现率： $i_c=6\%*73\%+15\%*27\%=8.43\%$ 。由于租金为月付，因此要计算有效折现率：

$$i_{c\text{有效}} = (1 + i_c \div 12)^{12} - 1 = (1 + 8.43\% \div 12)^{12} - 1 = 8.763\%$$

$$i_{\text{月}} = 8.763\% \div 12 = 0.73\%$$

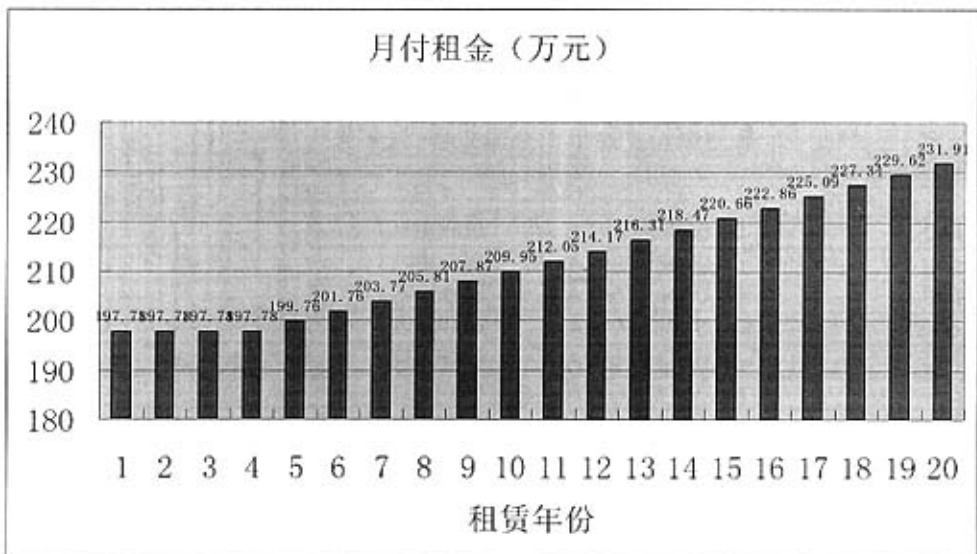


图 5.1 家乐福公司租金支付情况

计算过程为：

$$\begin{aligned}
 P_{*} &= A_1 \times \frac{(1+i_{\text{月}})^{48}-1}{(1+i_{\text{月}})^{48} \times i_{\text{月}}} \times (1+i_{\text{月}})^{-23} + \sum_{j=2}^{17} A_j \times \frac{(1+i_{\text{月}})^{12}-1}{(1+i_{\text{月}})^{12} \times i_{\text{月}}} \times (1+i_{\text{月}})^{-12j-47} \\
 &= 1977800 * [(1+0.73\%)^{48}-1] / [(1+0.73\%)^{48} * 0.73\%] * (1+0.73\%)^{-23} + [(1+0.73\%)^{12}-1] / [(1+0.73\%)^{12} * 0.73\%] * [1997578 * (1+0.73\%)^{-71} + 2017553.78 * (1+0.73\%)^{-83} + 2037729.32 * (1+0.73\%)^{-95} + 2058106.61 * (1+0.73\%)^{-107} + 2078687.68 * (1+0.73\%)^{-119} + 2099474.55 * (1+0.73\%)^{-131} + 2120469.3 * (1+0.73\%)^{-143} + 2141673.99 * (1+0.73\%)^{-155} + 2163090.73 * (1+0.73\%)^{-167} + 2184721.64 * (1+0.73\%)^{-179} + 2206568.86 * (1+0.73\%)^{-191} + 2228634.54 * (1+0.73\%)^{-203} + 2250920.89 * (1+0.73\%)^{-215} + 2273430.1 * (1+0.73\%)^{-227} + 2296164.4 * (1+0.73\%)^{-239} + 2319126.04 * (1+0.73\%)^{-251}] \\
 &= 1977800 * 44.373 + 11.4495 * (1191863.54 + 1103168.626 + 1021074.12 + 945088.84 + 874758.16 + 809661.27 + 749408.71 + 693639.95 + 642021.34 + 594244.04 + 550022.18 + 509091.17 + 471206.13 + 4361440.38 + 403684.12 + 373643.16) \\
 &= 87760582.27 + 130166110.8 \\
 &= 217926693.1 \text{ 元}
 \end{aligned}$$

(2) 计算百安居公司租金的现值

百安居公司租金支付方式为：按季支付，租金前三年保持不变，从第四年起每三年递增 3%，且三年内租金保持不变，具体金额见百安居公司租金支付情况表。

表 5.3 百安居公司租金支付情况表

租赁年份	年租金 (元)	季付租金 (元)	元/天.M ²
1	12900000	A1=3225000.00	2.0445
2	12900000	A1=3225000.00	2.0445
3	12900000	A1=3225000.00	2.0445
4	13287000	A2=3321750.00	2.1058
5	13287000	A2=3321750.00	2.1058
6	13287000	A2=3321750.00	2.1058
7	13685610	A3=3421402.50	2.1690
8	13685610	A3=3421402.50	2.1690
9	13685610	A3=3421402.50	2.1690
10	14096178	A4=3524044.50	2.2340
11	14096178	A4=3524044.50	2.2340
12	14096178	A4=3524044.50	2.2340
13	14519064	A5=3629766.00	2.3011
14	14519064	A5=3629766.00	2.3011
15	14519064	A5=3629766.00	2.3011
16	14954636	A6=3738659.00	2.3701

租赁年份	年租金(元)	季付租金(元)	元/天.M ²
17	14954636	A6=3738659.00	2.3701
18	14954636	A6=3738659.00	2.3701
19	15403275	A7=3850818.75	2.4412
20	15403275	A7=3850818.75	2.4412

注：租赁20年，季付，则支付次数为：20年*4次/年=80次

计算现值需要设定折现率 i_c ，现取折现率 $i_c=8.43\%$ ，由于租金为季付，因此要计算有效折现率：

$$i_{c\text{有效}} = (1 + i_c \div 4)^4 - 1 = (1 + 8.43\% \div 4)^4 - 1 = 8.7\%$$

$$i_{\text{季}} = 8.7\% \div 4 = 2.175\%$$

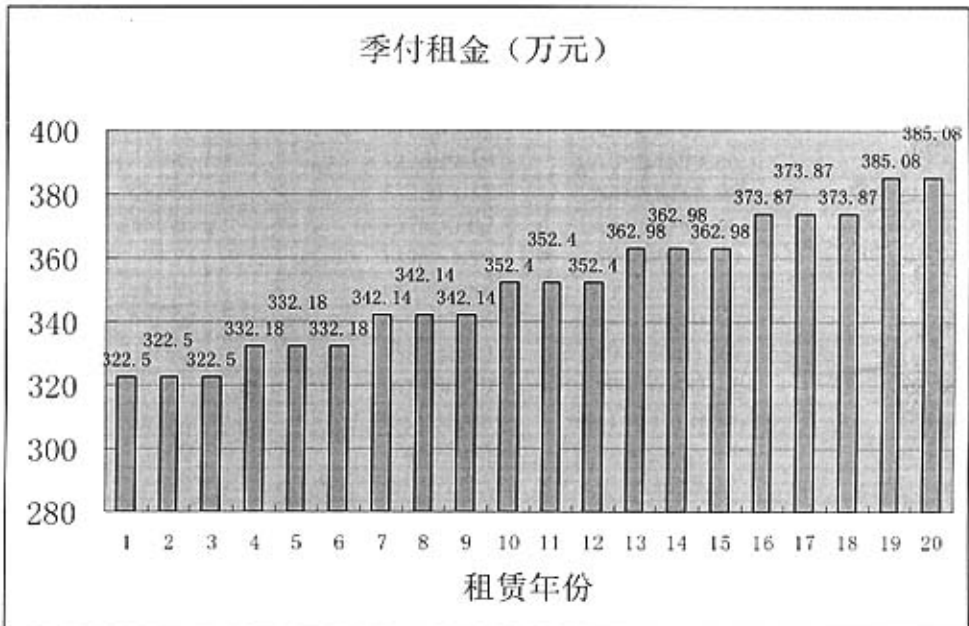


图 5.2 百安居公司租金支付情况

计算过程为：

$$\begin{aligned}
 P_{\text{百}} &= \sum_{j=1}^6 A_j \times \frac{(1+i_{\text{季}})^{12} - 1}{(1+i_{\text{季}})^{12} \times i_{\text{季}}} \times (1+i_{\text{季}})^{-12j+5} + A_7 \times \frac{(1+i_{\text{季}})^8 - 1}{(1+i_{\text{季}})^8 \times i_{\text{季}}} \times (1+i_{\text{季}})^{-79} \\
 &= [(1+2.175\%)^{12} - 1] / [(1+2.175\%)^{12} \times 2.175\%] * [3225000 * (1+2.175\%)^{-7} + 3321750 * \\
 &\quad (1+2.175\%)^{-19} + 3421402.5 * (1+2.175\%)^{-31} + 3524044.5 * (1+2.175\%)^{-43} + 3629766 * \\
 &\quad (1+2.175\%)^{-55} + 3738659 * (1+2.175\%)^{-67} + 3850818.75 * (1+2.175\%)^{-79}]
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 &^{-67}] + 3850818.75 * [(1 + 2.175\%)^8 - 1] / [(1 + 2.175\%)^8 * 2.175\%] * (1 + 2.175\%)^{-79} \\
 &= 10.4626 * (2774068.59 + 2207082.98 + 1755982.29 + 1397081.01 + 1111534.83 + 88435 \\
 &0.75) + 5115555.03 \\
 &= 105987189 + 5115555.03 \\
 &= 111102744 \text{ 元}
 \end{aligned}$$

(3) 计算北京美而美餐饮有限公司租金的现值

北京美而美餐饮有限公司租金支付方式为：按两月一支付，年租金从第三年起每年递增 1.5%，具体金额见北京美而美餐饮有限公司租金支付情况表。

表 5.4 北京美而美餐饮有限公司租金支付情况表

租赁年份	年租金 (元)	两月付租金 (元)	元/天.M ²
1	317988.00	A1=52998.00	9.0000
2	317988.00	A1=52998.00	9.0000
3	322757.82	A2=53792.97	9.1350
4	327599.19	A3=54599.86	9.2720
5	332513.18	A4=55418.86	9.4111
6	337500.87	A5=56250.15	9.5523
7	342563.39	A6=57093.90	9.6956
8	347701.84	A7=57950.31	9.8410
9	352917.36	A8=58819.56	9.9886
10	358211.12	A9=59701.86	10.1384
11	363584.29	A10=60597.38	10.2905
12	369038.06	A11=61506.34	10.4449
13	374573.63	A12=62428.94	10.6015
14	380192.23	A13=63365.37	10.7606
15	385895.11	A14=64315.85	10.9220
16	385895.11	A14=64315.85	10.9220
17	385895.11	A14=64315.85	10.9220
18	385895.11	A14=64315.85	10.9220
19	385895.11	A14=64315.85	10.9220
20	385895.11	A14=64315.85	10.9220

注：租赁 15 年，为了计算时间统一，15 年后假设继续续租 5 年，租金不变，按第 15 年的租金计算。两月付，则支付次数为：20 年*6 次/年=120 次。

计算现值需要设定折现率 i_c ，现取折现率 $i_c=8.43\%$ ，由于租金为两月付，因此要计算有效折现率：

$$i_{c\text{有效}} = (1 + i_c \div 6)^6 - 1 = (1 + 8.43\% \div 6)^6 - 1 = 8.73\%$$

$$i_{\text{两月}} = 8.73\% \div 6 = 1.455\%$$

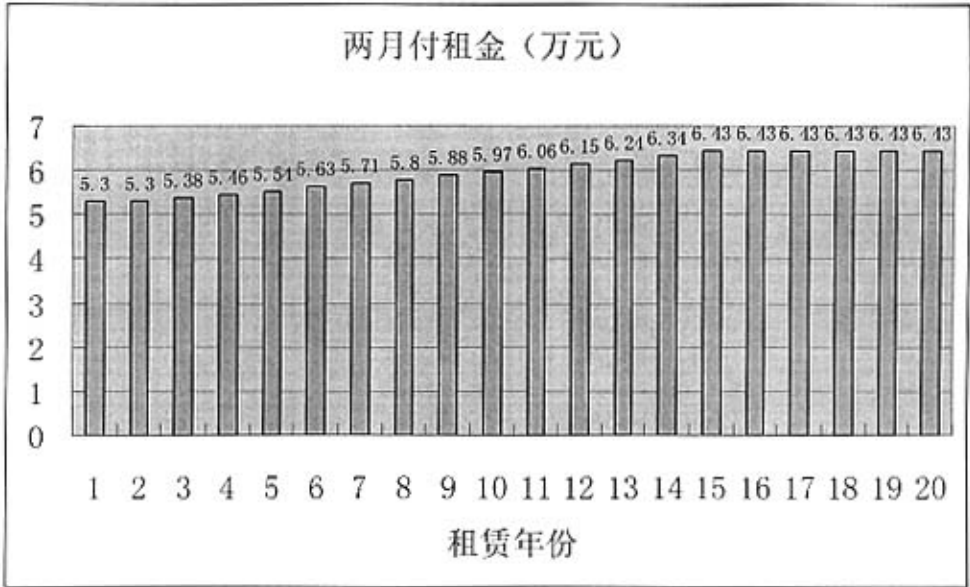


图 5.3 北京美而美餐饮有限公司租金支付情况

计算过程为:

$$\begin{aligned}
 P_{\text{美}} &= A_1 \times \frac{(1+i_{\text{两月}})^2 - 1}{(1+i_{\text{两月}})^2 \times i_{\text{两月}}} \times (1+i_{\text{两月}})^{-11} + \sum_{j=2}^{12} A_j \times \frac{(1+i_{\text{两月}})^6 - 1}{(1+i_{\text{两月}})^6 \times i_{\text{两月}}} \times (1+i_{\text{两月}})^{-6j-11} \\
 &+ A_{14} \times \frac{(1+i_{\text{两月}})^{36} - 1}{(1+i_{\text{两月}})^{36} \times i_{\text{两月}}} \times (1+i_{\text{两月}})^{-95} \\
 &= 52998 * [(1+1.455\%)^{12} - 1] / [(1+1.455\%)^{12} * 1.455\%] * (1+1.455\%)^{-11} + [(1+1.455\%)^6 - 1] / [(1+1.455\%)^6 * 1.455\%] * [53792.97 * (1+1.455\%)^{-23} + 54599.86 * (1+1.455\%)^{-29} + 55418.86 * (1+1.455\%)^{-35} + 56250.15 * (1+1.455\%)^{-41} + 57093.9 * (1+1.455\%)^{-47} + 57950.31 * (1+1.455\%)^{-53} + 58819.56 * (1+1.455\%)^{-59} + 59701.96 * (1+1.455\%)^{-65} + 60597.38 * (1+1.455\%)^{-71} + 61506.34 * (1+1.455\%)^{-77} + 62428.94 * (1+1.455\%)^{-83} + 63365.37 * (1+1.455\%)^{-89}] + 64315.85 * [(1+1.455\%)^{36} - 1] / [(1+1.455\%)^{36} * 1.025\%] * (1+1.455\%)^{-95} \\
 &= 52998 * 9.331159 + 5.7059 * (38586.56 + 35913.8 + 33426.17 + 31110.86 + 28955.92 + 26950.24 + 25083.49 + 23346.08 + 21728.94 + 20223.85 + 18823.01 + 17519.21) + 64315.85 * 7.0655
 \end{aligned}$$

$$=494532.77+1835406.18+454424.91$$

$$=2784363.86 \text{ 元}$$

(4) 计算北京王商国际广告有限公司租金的现值

北京王商国际广告有限公司租金支付方式为：按两月一支付，年租金从第三年起每年递增 2%，具体金额见北京王商国际广告有限公司租金支付情况表。

表 5.5 北京王商国际广告有限公司租金支付情况表

租赁年份	年租金 (元)	两月付租金 (元)	元/天.M ²
1	269370.00	A1=44895.00	9.0000
2	269370.00	A1=44895.00	9.0000
3	274757.40	A2=45792.90	9.1800
4	280252.55	A3=46708.76	9.3636
5	285857.60	A4=47642.93	9.5509
6	291574.75	A5=48595.79	9.7419
7	297406.25	A6=49567.71	9.9367
8	303354.37	A7=50559.06	10.1355
9	309421.46	A8=51570.24	10.3382
10	315609.89	A9=52601.65	10.5449
11	315609.89	A9=52601.65	10.5449
12	315609.89	A9=52601.65	10.5449
13	315609.89	A9=52601.65	10.5449
14	315609.89	A9=52601.65	10.5449
15	315609.89	A9=52601.65	10.5449
16	315609.89	A9=52601.65	10.5449
17	315609.89	A9=52601.65	10.5449
18	315609.89	A9=52601.65	10.5449
19	315609.89	A9=52601.65	10.5449
20	315609.89	A9=52601.65	10.5449

注：租赁 10 年，为了计算时间统一，10 年后假设继续续租 10 年，租金不变，按第 20 年的租金计算。两月付，则支付次数为：20 年*6 次/年=120 次

计算现值需要设定折现率 i_c ，现取折现率 $i_c=8.43\%$ ，由于租金为两月付，因此要计算有效折现率：

$$i_{c\text{有效}} = (1 + i_c \div 6)^6 - 1 = (1 + 8.43\% \div 6)^6 - 1 = 8.73\%$$

$$i_{\text{两月}} = 8.73\% \div 6 = 1.455\%$$

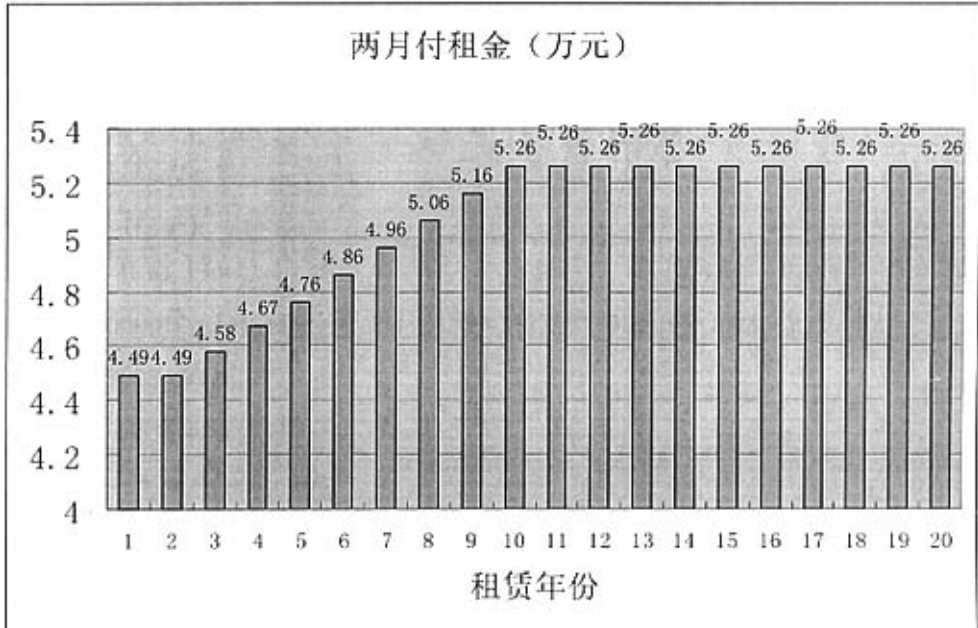


图 5.4 北京王商国际广告有限公司租金支付情况

计算过程为：

$$\begin{aligned}
 P_{\text{美}} &= A_1 \times \frac{(1+i_{\text{两月}})^{12}-1}{(1+i_{\text{两月}})^{12} \times i_{\text{两月}}} \times (1+i_{\text{两月}})^{-11} + \sum_{j=2}^8 A_j \times \frac{(1+i_{\text{两月}})^6-1}{(1+i_{\text{两月}})^6 \times i_{\text{两月}}} \times (1+i_{\text{两月}})^{-6j-11} \\
 &+ A_9 \times \frac{(1+i_{\text{两月}})^{66}-1}{(1+i_{\text{两月}})^{66} \times i_{\text{两月}}} \times (1+i_{\text{两月}})^{-65} \\
 &= 44895 \times [(1+1.455\%)^{12}-1] / [(1+1.455\%)^{12} \times 1.025\%] \times (1+1.455\%)^{-11} + [(1+1.455\%)^6-1] / [(1+1.455\%)^6 \times 1.455\%] \times [45792.9 \times (1+1.455\%)^{-23} + 46708.76 \times (1+1.455\%)^{-29} + 47642.93 \times (1+1.455\%)^{-35} + 48595.79 \times (1+1.455\%)^{-41} + 49567.71 \times (1+1.455\%)^{-47} + 50559.06 \times (1+1.455\%)^{-53} + 51570.24 \times (1+1.455\%)^{-59}] \\
 &+ 52601.65 \times [(1+1.455\%)^{66}-1] / [(1+1.455\%)^{66} \times 1.455\%] \times (1+1.455\%)^{-65} \\
 &= 44895 \times 9.331159 + 5.7059 \times (32847.98 + 30723.32 + 28736.08 + 26877.38 + 25138.91 + 23512.88 + 21992.03) + 52601.65 \times 16.5169 \\
 &= 418922.38 + 1083142.89 + 868818.58 \\
 &= 2370883.86 \text{ 元}
 \end{aligned}$$

(5) 计算中信实业银行租金的现值

中信实业银行租金支付方式为：按年支付，年租金为 $A=180$ 万元（7.472 元/

天.M²), 租赁时间为 4 年, 由于租金水平不高, 为计算方便, 统一时间, 因此假设续租至 20 年, 租金不变。

计算净现值需要设定折现率 i_c , 现取折现率 $i_c=8.43\%$,

计算过程为:

$$P_{\text{中}} = A \times \frac{(1+i_c)^{20} - 1}{(1+i_c)^{20} \times i_c} \times (1+i_c)^{-1}$$

$$= 1800000 * [(1+8.43\%)^{20} - 1] / [(1+8.43\%)^{20} * 6\%] * (1+8.43\%)^{-1}$$

$$= 15790084.81 \text{ 元}$$

(6) 租金的现值合计:

$$P_{\text{收}} = P_{\text{家}} + P_{\text{百}} + P_{\text{美}} + P_{\text{王}} + P_{\text{中}}$$

$$= 217926693.1 + 1111102744 + 15790084.81 + 2784363.86 + 2370883.86$$

$$= 349974769.6 \text{ 元}$$

2、建设资金投入的现值

表 5.6 九龙商厦资金分年投入情况表

开发年份	每年投入金额 (万元)
2002	P1=9341
2003	F2=7836
2004	F3=7528
2005	F4=4941
2006	F5=2142
2007	F6=1478
合计:	33266

计算现值需要设定折现率 i_c , 现取折现率 $i_c=8.43\%$,

计算过程为:

$$P_{\text{支}} = P_1 + \sum_{j=2}^5 F_j \times (1+i_c)^{-j}$$

$$= 9341 + 7836 * (1+8.43\%)^{-1} + 7528 * (1+8.43\%)^{-2} + 4941 * (1+8.43\%)^{-3}$$

$$+ 2142 * (1+8.43\%)^{-4} + 1478 * (1+8.43\%)^{-5}$$

$$= 9341 + 7226.7823 + 6402.9586 + 3875.8457 + 1549.6072 + 986.114$$

$$= 29382 \text{ 万元}$$

3、“只租不售”情况下的财务净现值 (FNPV1)

$$FNPV_1 = P_{\text{收}} - P_{\text{支}}$$

$$=34997-29382$$

$$=5615 \text{ 万元} > 0$$

因为财务净现值大于零，说明项目盈利，并达到行业平均盈利水平以上。

(二) “前期出租，后期整体出售”的情况

1、“前期出租，后期整体出售”的收入情况：详见九龙商厦先租后整售收入情况表：

表 5.7 九龙商厦先租后整售收入情况表

序号	年份	收入金额 (万元)
1	2004	F1=3902 (租金)
2	2005	F2=3902 (租金)
3	2006	F3=3903 (租金)
4	2007	F4=51333.92 (售房款)

计算现值需要设定折现率 i_c ，现取折现率 $i_c=8.43%$ ，折现至 2002 年。

$$P_{收} = \sum_{j=1}^4 F_j \times (1+i_c)^{-j-1}$$

$$=3902 * (1+8.43\%)^{-2} + 3902 * (1+8.43\%)^{-3} + 3903 * (1+8.43\%)^{-4} + 51333.92 * (1+8.43\%)^{-5}$$

$$=43453 \text{ 万元}$$

2、“前期出租，后期整体出售”的现金流量：详见九龙商厦先租后整售现金流量表

表 5.8 九龙商厦先租后整售现金流量表

序号	年份	现金流量
1	2002	P1=-9341
2	2003	F2=-7836
3	2004	F3=-7528+3902=-3626
4	2005	F4=-4941+3902=-1039
5	2006	F5=-2142+3903=1761
6	2007	F6=-1478+51333.92=49855.92

3、“前期出租，后期整体出售”情况下的财务净现值 (FNPV2)

$$FNPV_2 = P_1 + \sum_{j=2}^6 F_j \times (1+i_c)^{-j+1}$$

$$= -9341 + (-7836) * (1+8.43\%)^{-1} + (-3626) * (1+8.43\%)^{-2}$$

$$+ (-1039) * (1+8.43\%)^{-3} + 1761 * (1+8.43\%)^{-4} + 49855.92 * (1+8.43\%)^{-5}$$

$$=-9341-7226.78-3084.1-815.02+1273.98+33263.62$$

$$=14071 \text{ 万元} > 0$$

因为财务净现值大于零，说明项目盈利，并达到行业平均盈利水平以上。

二、投资回收期 (PT)

1、九龙商厦收入情况：详见九龙商厦收入情况表

表 5.9 九龙商厦收入情况表

序号	年份	年租金=家乐福+百安居+美而美+王商+中信银行
1	2004	23733600+12900000+317988+269370+1800000=39020958 元 ≈3902 万元
2	2005	23733600+12900000+317988+269370+1800000=39020958 元 ≈3902 万元
3	2006	23733600+12900000+322757+274757+1800000=39031115 元 ≈3903 万元
4	2007	23733600+13287000+327599+280252+1800000=39428451 元 ≈3943 万元
5	2008	23970936+13287000+332513+285857+1800000=39676306 元 ≈3968 万元
6	2009	24210645+13287000+337500+291574+1800000=39926720 元 ≈3993 万元
7	2010	24452751+13685610+342563+297406+1800000=40578331 元 ≈4058 万元
8	2011	24697279+13685610+347701+303354+1800000=40833945 元 ≈4083 万元
9	2012	24944252+13685610+352917+309421+1800000=41092200 元 ≈4109 万元
10	2013	25193694+14096178+358511+315609+1800000=41763693 元 ≈4176 万元
11	2014	25445631+14096178+363584+315609+1800000=42021003 元 ≈4202 万元
12	2015	25700687+14096178+369038+315609+1800000=42281513 元 ≈4228 万元
13	2016	25957088+14519064+374573+315609+1800000=42966336 元 ≈4297 万元
14	2017	26216659+14519064+380192+315609+1800000=43231525 元 ≈4323 万元
15	2018	26478826+14519064+385895+315609+1800000=43499395 元 ≈4350 万元
16	2019	26743614+14954636+385895+315609+1800000=44199755 元 ≈4420 万元
17	2020	27011050+14954636+385895+315609+1800000=44467191 元 ≈4447 万元
18	2021	27281161+14954636+385895+315609+1800000=44737302 元 ≈4474 万元
19	2022	27553972+15403275+385895+315609+1800000=45458752 元 ≈4546 万元
20	2023	27829512+15403275+385895+315609+1800000=45734292 元 ≈4573 万元
21	合计	3902+3902+3903+3943+3968+3993+4058+4083+4109+4176+4202+4228+4297+4323+4350+4420+4447+4474+4546+4573=83897 万元

2、九龙商厦净现金流量

表 5.10 九龙商厦净现金流量计算表

序号	年份	净现金流量	累计净现金流量
1	2002	-9341	-9341
2	2003	-7836	-9341-7836=-17177
3	2004	-7528+3902=-3626	-17177-3626=-20803
4	2005	-4941+3902=-1039	-20803-1039=-21842
5	2006	-2142+3903=1761	-21842+1761=-20081
6	2007	-1478+3943=2465	-20081+2465=-17616
7	2008	3968	-17616+3968=-13648
8	2009	3993	-13648+3993=-9655
9	2010	4058	-9655+4058=-5597
10	2011	4083	-5597+4083=-1514
11	2012	4109	-1514+4109=2595
12	2013	4176	2595+4176=6771
13	2014	4202	6771+4202=10973
14	2015	4228	10973+4228=15201
15	2016	4297	15201+4297=19498
16	2017	4323	19498+4323=23821
17	2018	4350	23821+4350=28171
18	2019	4420	28171+4420=32591
19	2020	4447	32591+4447=37038
20	2021	4474	37038+4474=41512
21	2022	4546	41512+4546=46058
22	2023	4573	46058+4573=50631

3、投资回收期的计算（含建设期）：

PT=累计净现金流量开始出现正值的年份数-1+（上年累计净现金流量的绝对值/当年净现金流量）

$$=11-1+|-1514|/4109$$

$$=10+1514/4109$$

$$=10+0.37$$

$$=10.37 \text{ 年}$$

投资回收期为：10.37 年。

三、财务收益率

自有资金的资本收益率：

1、“只租不售”的情况：

自有资金资本收益率=（租金收入的现值—资金投入的现值）/自有资金的现值

$$= (34997-29382) / 9066$$

$$=5615/9066$$

$$=61.93\%$$

年自有资金资本收益率=自有资金资本收益率/寿命期

$$=61.93\%/22$$

$$=2.82\%$$

（寿命期按 22 年考虑，其中：建设期 2 年，租赁期 20 年）

2、“先租，后整售”的情况：

自有资金资本收益率=（租金收入和售房款收入之和的现值—资金投入的现值）/自有资金的现值

$$= (43453-29382) / 9066$$

$$=14071/9066$$

$$=155.21\%$$

年自有资金资本收益率=自有资金资本收益率/寿命期

$$=155.21\%/5$$

$$=31.04\%$$

（寿命期为 5 年，其中：建设期 2 年，租赁期 3 年，第 5 年末售出）

通过上述计算可以看出“先租，后整售”的年自有资金资本收益率比长期出租（以 20 年出租期来计算）的要高。

5.3.2 社会评价

1、本项目的建设可解决北内集团总公司部分职工安置问题。

2、本项目的建成与营业，为北京市东三环地区，尤其是双井桥附近的“九龙花园”一、二期；东环 18 古柏家居；“天之骄子”、时代国际、珠江帝景、金刚国际、富力城等大规模的现代化住宅区提供了一个高品质的生活配套设施，同时，也吸引了大批的国内、国外公司员工购买东三环附近的住宅作为他们的居住场所。这对改善北京市的投资环境，加强北京市与国际经济技术界的交往，促进北京市外向型经济发展，都有着积极的促进作用。

5.3.3 环境影响评价

1、环境保护

1) 主要污染源和污染物:

A、废水:本项目废水主要有洗涤、沐浴废水为可化五毒废水。

B、燥声污染来自机电设备运转时所发出的机械燥声。

C、固体废气物。

2) 设计采用的环境保护标准:

A、北京市水污染物排放标准

B、城市区域环境燥声标准 GB3096—82

3) 控制污染初步方案:

A、废水处理:所排出的粪便、污水经化粪池后统一排入污水管,下游接入西大望路污水干线。厨房含油污水经隔油池处理后排入城市污水管网,雨污分流。

B、废气处理:地下卫生间的排气,尽可能排到建筑物的高点处。

C、燥声处理:

(a) 所有机电设备均选用低噪音设备。

(b) 在机电设备安装中采用增置橡胶垫、弹簧垫等减震措施。

(c) 风机房设置双层窗、土建木门斗、穿墙洞密封处理、鼓风机设进气消声通道、吸音吊顶。泵房采用双层窗、吸引吊顶、墙面吸声体、泵基础加减震器。

D、生活垃圾处理:本项目建成后,垃圾集中在垃圾楼中的储藏间进行密闭储存外运。

经以上各项的预防处理,本项目的建设不会对环境造成不利的影响。

2、交通安全

由于本项目是大型卖场类的商厦,因此会出现人流聚集,特别是节假日,人流、车流会成倍地增加,管理不好会出现拥挤及交通堵塞的现象。为了解决交通问题,开发商牺牲了大面积的土地修建了大型停车场,可以同时容纳 1000 辆汽车,这在北京市内是非常少见的。并且与交通部门协商,在停车场的出入口特别为商厦加设了红绿灯,保证人员和车辆的进出安全。很好的解决了环境交通问题。

5.3.4 小结

JLHD 是国内唯一一家同时与沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居四家国际商业巨头结成战略合作伙伴的地产公司。双方合作方式主要是：由沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居在国内大中型城市选址，提出开办分支机构意向，支付定金，由 JLHD 负责在前者选址区域征地，开发，然后由后者长期租赁部分商业物业（商业巨头租赁期限长达 20+10 年，租金按照 1%—3%/年的幅度涨价），以此带动整个商业物业的租赁价格和物业升值，这样单位租赁价格将比同区域的商业物业租赁价格至少高 50%。项目商业物业面积 40%—50%部分长期租赁给沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居，25%商业部分租赁给国际、国内知名品牌（如星巴克、麦当劳、屈臣氏等），剩余商业面积散租。由于有沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居这样的租户，因此出租剩余商业面积非常轻松。这就解决了“先租”的环节。四大商业巨头的加盟对商业物业资产价值的提升幅度惊人，对周边土地的增值带动明显，自从九龙商厦开业以来，周围的商品房价格毛坯房从 7000 元/平方米上涨至 10000 元/平方米，涨幅高达 40%。JLHD 顺势将周边土地进行开发，附带收益非常明显。四大商业巨头为了扩大市场占有率，加紧在中国各大城市不断的开店，无论从开发商业地产还是商品房，都将需要大量的资金支持。

有些房地产开发商为了解决资金短缺问题，在项目建设阶段就开始预售，把商业面积划分成象住宅一样的小的单元，出售给投资者，当工程完工时，出租成了大问题，由于产权分散，意见无法得到统一，无法实现把物业相对整租给较有实力的商业公司，基本租户多为承租面积很小的散户，开发商建成撤出后，物业处于无人管理的状态，即使小业主联合起来委托专业物业公司进行管理，由于散户多，管理起来也很难协调一致，因此使得物业的空置率很高，投资者大部分又是贷款买的商业物业，由于出租不出去，还不了贷款，致使银行追房地产商承担担保责任，形成恶性循环。因此，对于开发企业来讲，商业地产开发后不能“先售”，而应“后售”。

JLHD 公司与新加坡凯德商用中国投资（B）甲有限公司（简称：凯德公司）签定了战略合作协议，协议中约定凯德公司将整体收买 JLHD 公司开发并由沃尔玛、家乐福、百安居、宜家家居四大商业巨头租赁的商业地产物业。这就解决了“后售”的环节。把投入商业地产的大量资金收回，用于新的项目开发。

并且根据目前的现况以及发展趋势可以分析出，将来的市场划分将更加细化，

开发商在开发领域具有优势，但在物业的出租管理及经营方面不具有优势，只做自己有优势的——开发，放弃劣势的——经营与管理，是明智的选择。因此应将建成的物业，出售给在出租管理及经营方面具有优势的、专业的地产经营管理公司。使商业房地产开发企业的持续经营得以实现。

因此，对于规模不大的中、小型民营房地产开发企业，资金方面不具有优势，在开发商业地产时，不应象大型国营房地产开发企业那样，在开发商业地产时采用“只租不售”的经营方式，而应采用“先租，后整售”的方式。

6 结论

一个国家现代化的进程同时也是城市化加速发展的进程。在城市化的过程中，房地产业的蓬勃发展是一个核心构成部分。特别是北京、上海这样的大城市，近年来房地产的范围已经不局限于住宅房地产，商业地产投资已经成为新的投资热点。不仅大型房地产企业提高投资比例，中小型房地产企业也纷纷投资商业地产，但目前国内商业地产企业大多数处于商业地产投资、开发、经营的探索阶段，对商业地产的投资模式、资金体系、融资策略、经营方式等缺乏足够的了解。在学术界商业地产是一个比较新的研究方向，而专门针对中小型房地产企业投资、开发、经营商业地产的模式研究，可以说还是一个全新的课题。

笔者针对我国商业地产投资开发经营的现状和出现的问题进行了较为深入的研究，并结合实际案例分析，总结出了在我国目前社会经济条件下，中小型房地产企业在商业地产投资开发经营方面的一套适合模式。不应象大型房地产企业那样，采取商业物业长期持有，以收取租金获取利润的模式，而应遵循“先出租，后整售”的原则，并根据这种原则，中小型房地产企业应只做商业地产开发，而把商业物业的经营交给专业经营公司去做，做到扬长避短。

论文通过对房地产企业在商业地产开发中的战略定位、市场定位、投资分析融资模式、以及经营模式等方面的研究，提出中小型房地产企业应该如何实际操作。也许这套投资开发经营模式不是最佳模式，也许它的利润可能没有长期持有的利润率高，但为了达到持续开发的目标，在目前状况下，这种模式一定是最适合的模式。

笔者通过九龙商厦项目的实际案例，证明此种模式是合理的、有效的，为商厦类商业地产投资开发经营项目的实施发挥出了期望的良好作用。

本文总结的经营模式经实践证明是适合我国中小型房地产企业在商业地产开发过程中的一种适合模式。这种模式可以保证收入、节约成本，防范风险和经济效益，是中小型房地产企业要持续进行商业地产必须遵循的。

参考文献

- [1] 美国商业房地产投资协会. CCIM 商业房地产投资分析
- [2] 商业地产管理知识. 网上资料. 2006.5.15
- [3] 甘文成. 我国房地产业融资体系的发展趋势. 中外房地产导报. 2002.11.19
- [4] 国家统计局. 中国统计年鉴(2003). 北京 中国统计出版社. 2003
- [5] 国家统计局. 2003 年全国房地产开发市场景气状况报告. 国家统计局网
- [6] 国家统计局. 2006 年国民经济和社会发展统计公报. 国家统计局网
- [7] 梁定邦. 产业投资基金和资产证券化是房地产业的融资新渠道. www.bigsun.com.cn
- [8] 周继平. 自持, 还是出售? ——如何选择商业地产最佳经营模式. 网上资料
- [9] 陈建明. 商业地产投资融资指南. 北京 机械工业出版社. 2003
- [10] Evan M. Dudik. 战略创新——形成创新性成功战略的革新思想和工具. 北京 机械工业出版社. 2003
- [11] 张桂喜. 经济预测、决策与对策. 北京 首都经济贸易大学出版社. 2003
- [12] 胡大力. 企业竞争力论. 北京 经济管理出版社. 2001
- [13] 章伟东. 土地证券化: 一种新的房地产融资方式. 中国资产证券化专业网
- [14] 王文松. 现代咨询方法与务实. 中国计划出版社
- [15] 芮光雨. 项目决策分析与评价. 中国计划出版社
- [16] 蔡晓衡. GH 公司商业地产发展战略研究[硕士学位论文]. 成都. 四川大学. 2003.
- [17] 宋祥来. 商业地产开发融资研究[硕士学位论文]. 沈阳. 东北财经大学. 2004
- [18] 潘常洪. 商业地产逆向运营策划理论模式及应用研究[[硕士学位论文]. 成都. 四川大学. 2003
- [19] 王蕾. 商业地产融资研究[硕士学位论文]. 武汉大学. 2005
- [20] 王学东. 商业地产投融资与运营管理 清华大学出版社 2006
- [21] 刘立群 田淑芬 房地产投资分析 化工出版社 2005. 8
- [22] 丁慧平 俞明南. 现代生产运作管理. 北京. 中国铁道出版社.
- [23] 赵坚. 现代管理经济学. 北京. 中国铁道出版社
- [24] 万晓 王耀球. 市场营销学. 北京. 中国铁道出版社
- [25] Arthur J. Keown David F. Scott John D. Martin JayWilliam Prentty. 朱武祥. 现代财务管理基础. 北京. 清华大学出版社
- [26] 黎群 万晓. 企业战略管理. 北京. 中国铁道出版社
- [27] 中国房地产. 专业期刊
- [28] 北京造价. 专业期刊
- [29] 城市开发. 专业期刊
- [30] 城市规划. 专业期刊

索引

[内容为五号宋体。] 按照需要编排分类索引、著者索引、关键词索引等。

作者简历

张建红 女 1969年7月出生

教育经历:

1982年9月—1988年7月	北京四十一中学	初中、高中
1988年9月—1992年7月	北京建筑工程学院土木系	大学本科
2003年3月—2007年12月	北京交通大学经管学院 MBA	
2001年7月—2001年10月	北京建筑工程学院监理培训	获得全国注册监理工程师
2002年7月—2002年10月	北京建筑工程学院造价培训	获得全国注册造价工程师
2005年11月	香港工料测量师协会	香港工料测量师协会注册工料测量师

工作经历:

1992年8月—1998年11月	北京制药厂基建处	工程师
1998年12月—现在	北京嘉利恒德房地产开发有限公司	副总经理
2002年3月—现在	博盈投资（上市公司）	董事

攻读学位期间发表的论文:

《工程量清单计价编制与实例详解》（安装工程分册） 2007年4月出版

攻读学位期间完成的工作:

攻读学位期间本人所在企业开发了九龙商厦项目（商业地产）；东环十八二期公寓（项目名称：天之娇子）；通州瑞都商厦项目等。本人负责项目招投标，合同签订，工程预算控制，成本控制，资金支付控制等工作。