



卓佳×亚太不动产协会（APREA）联合报告

中国新经济不动产 行业研究及运营指南2023

2023年6月28日

卓佳 **tricolor** |



卓佳

卓佳集团（卓佳）是亚洲领先的业务拓展专家。战略总部设于香港，全球办事处遍及22个国家/地区的49个城市。拥有3,000+名员工，服务逾5万家客户，包括近2,000家亚洲上市公司及200家《财富》杂志全球500强企业。

卓佳于2001年进入中国内地市场，协助外商投资企业在华拓展业务，并助力客户进驻亚洲及海外市场。卓佳大中华区服务网络覆盖北京、天津、大连、青岛、上海、杭州、南京、宁波、广州、深圳、香港、澳门、台北、厦门、福州、重庆与成都17个城市，专业服务团队约1,200人。为海外和国内客户提供一站式综合解决方案，包括公司治理、财务会计、税务咨询、人力资源及薪酬、基金服务、投资者服务、跨境投资咨询、企业信托及债务等。

卓佳为全球资产管理公司，私募股权、风险资本、房地产等另类资产投资提供基金服务，并在中国内地、香港特别行政区、新加坡、开曼群岛和英属维尔京群岛均有基金服务业务。卓佳为客户提供一站式综合解决方案，帮助客户优化运营效率，为基金架构提供全面的合规管理和会计支持服务，以确保符合不断变化的监管环境，并准确、及时地申报法定文件。服务还包括基金实体设立、合规手续办理、投资者服务及基金行政管理和会计服务。

卓佳的基金服务覆盖私募基金管理人投资业务的整个周期。自基金设立至后期管理，卓佳拥有丰富的全面管理经验，服务超过300家私募基金管理人在亚太地区开展业务，协助其通过业务流程外包数字化转型高效管理基金中后台，从而专注于核心业务，加速增长。



更多信息详见：

网站：www.tricorglobal.com

微信公众号：TricolorGroup

LinkedIn：Tricolor Group

亚太不动产协会 (APREA)

亚太不动产协会 (APREA) 成立于2005年，是代表亚太不动产投资及资产证券化行业的非营利性组织。

协会的会员遍布全球18个国家，超过100个不动产市场。协会总部设在新加坡，在中国、新加坡、日本、印度、中国香港地区、澳大利亚、马来西亚、菲律宾都设有分部。其会员包括各大主权财富基金、养老金、保险公司、基金及资产管理公司、REITs、开发商及金融机构、咨询公司等。

协会致力于为会员提供不动产投资领域的服务。同时，协会在不动产资产证券化领域也是非常专业的，作为全球不动产资产证券化联盟 (REESA) 的成员之一，APREA将最新的国际行业知识引入到协会发展成熟的亚太区各分会中，并对这些信息进行深入分析及本地化处理以更好地融入本土市场。

此外，协会与各国、各地区政府部门保持紧密联系，协助当地完善商业环境及相关不动产政策，以助于当地更好地开放及扩大不动产投资市场。

APREA为亚太区不动产行业带来独特的全球网络及见解，旨在透过以下重点领域为会员创造更多的价值：

- 缔造成果 (Anchoring Success)
- 专业提升 (Professional Development)
- 对接行业领袖资源 (Reach out to industry leaders)
- 投资者教育及研究 (Education & Research)
- 政策倡导 (Advocacy)

更多信息详见：

网站：www.aprea.asia

微信公众号：亚太房协APREA



引言

2023年2月20日，证监会启动了不动产私募投资基金试点工作，进一步落实中国政府有关“促进房地产业良性循环和健康发展”决策部署，以期更好实现健全资本市场功能，促进房地产市场盘活存量，支持私募基金行业发挥服务实体经济功能。

新经济不动产至2010年后开始规模化运作发展，至今已呈现出较高标准、体系运作与迭代加速的发展格局；与之对应的则是中国金融服务市场公募不动产投资信托基金（Public Real Estate Investment Trusts，简称REITs）产品的逐渐迈向成熟以及不动产私募基金（Private Equity Real Estate，简称PERE）的运作经验不断累积。

在过去十年间，随着中国的中产消费群体的迅速壮大及其强大的消费力极大地驱动了高品质物流仓储需求的增长，但同时也看到近两年来，由于经济系统性风险因素的影响，房地产、物流地产以及相关板块的承压不断加大。

展望2023，随着国内政治经济政策的稳定推进以及内需市场的稳步回暖，大中华区作为最大新兴市场，新经济不动产行业将迎来强劲复苏与巨大增长空间。

本报告通过对中国新经济不动产行业的系统性研究，全面梳理中国物流地产市场的发展动力、现有格局、投资赛道以及对未来趋势的展望，我们认为：

1. 鉴于中国内需市场的强大韧性与活力，以及第三方物流与电子商务的不断拓展，传统行业的坚实支撑，中国新经济不动产行业将稳步回暖，并向着体系化、规模化、智慧化方向进一步推进，但同时也面临更加复杂的市场格局；
2. 在投资市场上，新经济不动产或因为较为稳定的收益回报吸引更多的机构投资者，并带动智慧园区、数字经济以及人工智能相关领域的投资，国家主权基金、养老基金和保险资金等长期资本将进一步加大对新经济不动产的投资力度；
3. 从私募市场上，随着不动产基金政策的落地，私募地产投资有望引入更多“源头活水”，以“新经济不动产”为主题的基金设立与募集活动将更加活跃，而随着新的行业形势变化，投资交易方式也将更加多元化、复杂化；
4. 随着新经济不动产行业的增长，与公司业务快速扩张，可持续性投资浪潮的影响下，对运营效率的要求越来越高，以应对大量的日常事务，从而控制运营成本，更好地管理项目公司；
5. 新经济不动产的融资端主要以权益融资为主，其中又以基金设立为重。近年来，由于私募基金的行业特性，在其快速增长的同时，监管进一步趋严，信息披露要求也越来越高。管理公司对行业监管及管理报告等合规申报方面，对专业服务的需求也越来越高。

未来，随着国内外经济的不断复苏回暖，物流需求将会不断升级迭代，新经济不动产的格局也将迎来新的转变。

本报告分为三个章节，分别概述中国新经济不动产行业概况、投融资模式及中后台运营实践。卓佳和亚太不动产协会（APREA）合作撰写此报告，希望对行业的发展和读者有所帮助，同时引发大家的进一步思考和探讨。



Kim Jenkins

卓佳集团首席执行官



随着城镇化的持续推进、电商行业的快速增长、数字化转型的不断深入以及科技企业的蓬勃发展，中国市场对物流地产、数据中心、产业园区、城市更新等新经济不动产领域需求骤增。近年来，新经济不动产在中国不仅业务扩张增速，且不断有新的市场参与者入场。依据私募地产研究机构PERE发布的2022年私募地产商排名，亚太前20的私募地产商中超过一半在中国进行了物流地产投资。外资专业物流地产商由于进入中国市场较早，抓住了机会布局中国核心区域的物流仓储，在竞争格局、行业梯队、分布区域方面仍占据一定优势。在架构复杂及实体分散的特性下，公司业务快速扩张时中后台的运营复杂性与重要性凸显，因此运营效率的优化对企业的发展尤为重要。

张海亮

卓佳大中华区首席执行官



受益于中国经济的结构转型和新经济企业的快速发展，与新消费、新产业、新科技具有高度协同性的新经济基础设施具有良好的发展空间。新经济不动产具有项目数量多、投资规模大、地域分布广的行业特征。随着行业的增长，ESG理念的不断深入，低碳运营与降本增效成为行业的重要命题，以此带来的对企业合规与运营效率的要求也越来越高。作为国内领先的、最具规模和服务优势的新经济基础设施平台之一，我们一直将合规管理作为发展基石。作为值得信赖的商业伙伴，卓佳的一站式运营支持、专业团队丰富的行业经验，以及标准化流程与自动化工具的应用，有效提升了东久新宜的合规管理水平及运营效率。

陆乐

东久新宜首席财务官



近年来，新经济不动产迈入了快速成长期。据我们对行业从业者的观察，国内外机构投资者、不动产基金与资产管理公司长期看好中国新经济不动产领域，并持续进行投资与布局。其中，物流地产模块市场认可度较高。随着公募REITs的推进与不动产私募股权投资基金试点的正式启动，一方面能够引进更多的长期资本，另一方面可以通过公募REITs上市实现退出，获得资本市场溢价，有望引导新经济不动产行业的转型升级。本报告是基于亚太不动产协会对行业机构的一线行业洞察与卓佳多年服务私募地产的运营实践，通过详实的数据和内容，解读新经济不动产市场格局、投融资模式以及中后台运营实操建议，希望对读者有所助益。

Sigrid Zialcita

亚太不动产协会 (APREA) 首席执行官



目录

引言	4
第一部分：中国新经济不动产行业概况	8
1.1 中国新经济不动产行业发展背景与发展脉络	9
1.1.1 概念范围厘定	9
1.1.2 发展背景分析	10
1.1.3 发展脉络分析	13
1.2 中国新经济不动产行业现状与特征	15
1.2.1 行业现状分析	15
1.2.2 行业特征分析	18
1.2.3 发展趋势预判分析	19
1.3 中国新经济不动产政策汇总分析	22
第二部分：中国新经济不动产投融资模式	25
2.1 融资模式	27
2.1.1 主要融资模式介绍	27
2.1.2 外资入境方式与运作	30
2.2 投资模式与盈利模式	37
2.2.1 投资模式分析	37
2.2.2 盈利模式分析	41
2.3 PERE在中国的发展现状分析	43
2.3.1 PERE在华整体发展历程脉络	44
2.3.2 PERE发展现状	45
2.3.3 PERE主要监管政策	50
2.3.4 未来发展趋势	53

第三部分：中国新经济不动产中后台运营实践	56
3.1 新经济不动产基金运营合规要点	57
3.1.1 基金组织形式	57
3.1.2 基金运营合规要点	58
3.2 新经济不动产中后台运营复杂性与重要性	60
3.2.1 新经济不动产运营行业特征	60
3.2.2 中后台运营的复杂性与重要性	61
3.3 案例分享及行业解决方案	62
3.3.1 财务报表与管理报表	63
3.3.2 银行账户和资金管理	64
3.3.3 项目公司的报税、开票和收款	65
3.4 卓佳一站式私募地产服务	66
结语	69
参考文献	70
附录	71
卓佳私募基金服务	75
亚太不动产协会 (APREA)	76

01

中国新经济不动产 行业概况

1.1 中国新经济不动产行业发展背景与发展脉络

1.1.1 概念范围厘定

中国新经济不动产行业是一个相对较新的整合概念，它是基于中国新的经济发展和行业变化而被提出的，包含覆盖了物流地产、产业园区、城市更新、数据中心等分支，并以物流地产为核心（见图表1）。

在中国市场，基于私募模式运作的新经济不动产行业的

发展与运作同样属于舶来品，目前国内尚无明确和统一的定义。在实践中，往往依据发展项目的行业与类型，以不同的名称加以称呼，如：仓储地产、商业地产，乃至某某地产项目等等。2010年以来，随着中国资本市场运作开始走向多元和复杂，“物流地产”脱颖而出，成为新经济不动产行业最引人注目的焦点。

图表1. 新经济不动产行业概念范围

类别	概念范围
物流地产	<ul style="list-style-type: none"> 专业现代化的物流设施的载体。根据物流企业客户的需求，选择合适的地点，投资和建设企业业务发展所需的现代物流设施，是新经济不动产目前主流和核心的分支。
产业园区	<ul style="list-style-type: none"> 政府或企业为实现产业发展目标而创立的特殊区位环境。它以促进某一产业发展为目标而创立，是区域经济发展、产业调整升级的重要空间聚集形式，担负着聚集创新资源、培育新兴产业、推动城市化建设等一系列的重要使命。近年来，高科技产业园区、生命科学园区发展较快。
城市更新	<ul style="list-style-type: none"> 对城市建成区城市空间形态和功能进行整治提升的活动。目前企业城市更新业务拓展机遇明显增加，项目改造的政策限制有所突破。
数据中心	<ul style="list-style-type: none"> 高质量互联网服务提供商。业务内容包括服务器托管、网站空间租用、带宽批发等业务。数据中心是数字经济的动力引擎，也是经济社会发展的重要支撑。

数据来源：依据公开信息整理

关于物流地产

“物流地产”分属工业地产，是房地产轻资产化的重要存量运营细分领域。这一概念最早由物流地产行业巨头普洛斯于上世纪80年代提出并实践，指的是企业经营现代化的物流设施的不动产载体。物流地产开发商根据物流企业客户的需要，选择合适的地点，投资和建设企业业务所需要的专业现代化物流设施。现代物流地产以物流园区为核心载体，建设、运营与管理物流仓库、配送中心、分拨中心等专用物流设施，并与制造企业、物流

企业、零售企业等供应链环节上的客户建立合作关系，提供包括园区租赁、园区运营、配送服务等在内的增值服务。物流地产主要经营环节包括选址拿地、开发建设、运营管理以及基金运作等。对于物流园区来说，高标仓的运营效率直接决定着其园区功能的实现。因此，高标仓是促进现代物流地产产业发展和发挥产业效能的关键所在。

而结合服务对象和功能为划分标准，当下对于“物流地产”的类型划分主要为以下四类（见图表2）：

图表2. 物流地产分类

物流地产分类	范围简述
城市配送类	城市配送类物流地产集中在人口密集的城市，主要为一线城市以及二线城市。此类物流地产主要服务于第三方物流企业、零售企业等，这类企业在城市周边租赁物流地产仓库用于货物的就近配送，提升配送效率，提高消费者的消费体验。城市配送类物流地产是市场中数量最多的物流地产类型，数量占比超过60%。
进出口类	进出口类物流地产是进出口企业用作货物的周转仓库。此类物流地产主要位于港口附近，根据港口的类型的不同，进出口类物流地产可进一步分为海港类型、空港类型和陆港类型，此外还可分为保税区仓库和非保税区仓库两种类型。
工业区类	工业区类物流地产主要位于工业较发达城市的工业聚居区内，为工业企业提供仓储服务，主要客户有汽车制造企业、化工企业等。
交通枢纽类	此类物流地产主要位于区域性的中心城市，是作为该区域内的货物集散中心而存在。例如武汉、成都城市中的交通枢纽类物流地产是华中地区、西南地区的货物集散中心。

数据来源：依据公开信息整理

在当下发展阶段，“物流地产”高速增长，成为中国新经济不动产行业中最引人注目的焦点。在本报告的后续内容中，针对中国新经济不动产行业的研究观察，也将以“物流地产”的发展为主要切入视角，并在内容上有所侧重。

1.1.2 发展背景分析

（1）国内消费市场规模扩大及持续增长，物流地产发展迎来长期机遇

自2008年金融危机以来，中国适时地改变了经济增长的战略，推出了大规模的内需刺激政策。2020年以来，尽管宏观经济因素趋于复杂，国际金融系统性风险加剧，中国经济依然凭借卓然韧性实现增长突围，维持了相

对稳定的经济增速，同时社会消费品零售总额保持了增长。

2022年，中国国内生产总值（以现价计）约为1,210,207亿元，社会消费零售总额439,733亿元；与此发展相对应的是，2018年至2022年，高标准仓储建设面积总量翻了一番（见图表3）。

基于中国过往成功应对经济危机的经验与潜在的经济增长势能，国内物流地产行业将在未来较长时间内保持增长趋势。

（2）电子商务持续渗透，跨境物流产业链加速融合，物流需求持续扩大

电子商务的不断拓展推动了物流地产行业的发展。一方

面，21世纪以来，电子商务的蓬勃兴起导致了购物模式的变革，并由此带来社会消费需求的迅速增长。作为零售供应链中的重要一环，物流地产在提升零售企业物流配送效率，提升消费体验等方面有着重要的作用，消费需求的扩大又有力推动了物流地产的发展布局。

另一方面，21世纪之初，互联网浪潮与经济全球化快速推进，互联网的出现加速推动了制造业的不断升级，由此也带动世界贸易格局发生着根本性的转变。主流贸易类型已经从上世纪的成品贸易转变为零部件、原材料等中间品的贸易，交易频次和周期愈加复杂。随着全球产业链上下游协作程度的加深，一个产品可由不同国家、不同地区的成百上千家生产企业联合完成。供应链的发展正推动着世界交易走向高频化，而跨境商务贸易又推动物流地产的进一步发展。

(3) 政策导向持续强化，高回报率吸引外资入局，引领资本运作模式迭代

我国物流地产发展起步相对较晚，但进入21世纪以来，

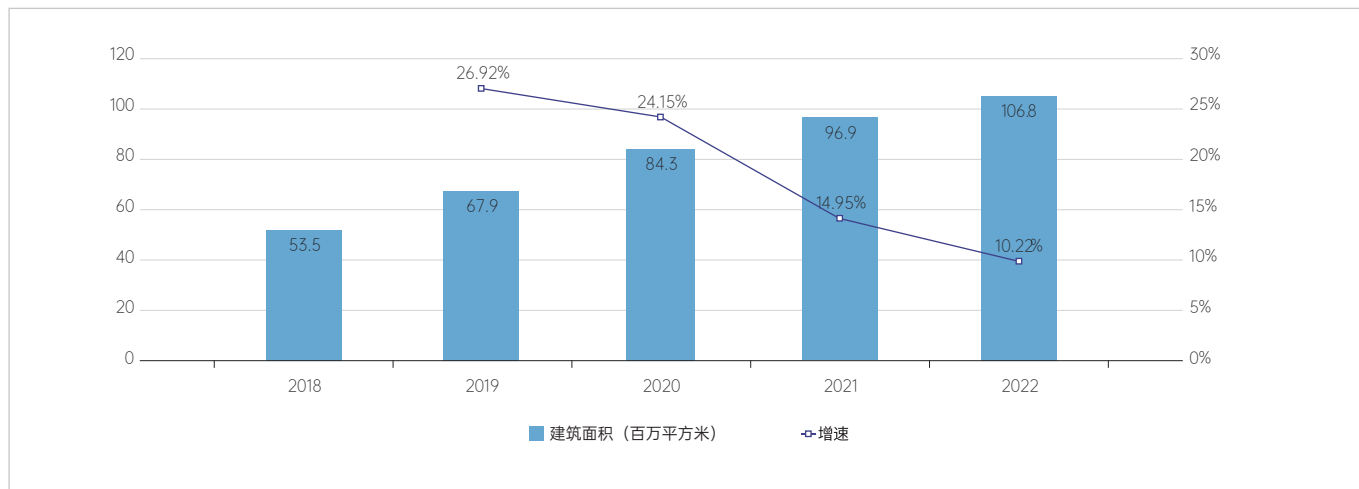
伴随电子商务的推进，国家与政府迅速捕捉发展机遇，快速推行一系列政策，客观上有力推动了物流地产的发展，为物流地产的快速发展落地提供了政策兜底。

从具体政策层面来看，我国推动物流地产发展主要有两个抓手，一是降本增效，二是建设物流枢纽。通过减税降费鼓励物流地产发展，通过规划物流枢纽建设发展现代化物流。

关于新经济不动产行业相关政策梳理，请查阅本报告第22页《1.3中国新经济不动产政策汇总分析》章节。

另一方面，外资投资机构率先将“私募基金+物流地产”模式引入中国。外资物流公司不断加强对中国物流地产市场的运作效率，引入高效的资本运作模式，从最开始简单的“物业+物流基金”模式，到REITs试点，普洛斯一直处于行业领先地位。近年来，不断有机构尝试新的资本运作模式，如华平投资的东久新宜，成为2021的最大投资案例。

图表3. 2018-2022年中国高标仓建筑面积及增速



数据来源：仲量联行·卓佳整理



(4) 科技助推现代物流地产的快速勃兴，制造业发展奠定坚实基础

进入21世纪以来，科技加速发展，在电子商务与数字经济蓬勃发展的大背景下，人工智能、区块链、机器视觉、实时计算、柔性自动化等技术不断出现并呈爆发态势。机器人与自动化、无人驾驶卡车、无人机、智能快递柜等技术的成熟使物流各环节的作业效率得以提升。不断突破的物联网、大数据、云计算、区块链等数据底座技术也帮助物流行业打通链条、实现协同，加速了行业的智能化演进与模式革新。

另一方面，我国制造业逐步从传统低端制造业向新兴高端制造业转型升级。2021年，我国高技术制造业增加值增长18.2%，增速比规模以上工业增加值快8.6个百分点，全年高技术产业投资规模也较上年增长17.1%。从产品看，新能源汽车、工业机器人、集成电路、微型计算机设备产量分别增长145.6%、44.9%、33.3%、22.3%。相比于传统制造业，汽车、机械、电子通讯、计算机等高端制造业的产品结构较为复杂、供应商众多、产品更新迭代快，因此供应链效率尤为重要，使得高端制造业也成为了高标仓的重要租户群体。

(5) 城市群一体化发展趋势将加速零售热点地区物流地产需求增长

随着中国城市化过程的纵深推进，一批核心城市已经成长起来，与之对应的则是区域性消费市场的增长。

仲量联行报告《擎动未来十载：中国物流地产市场格局演进》显示：2010年中国物流地产市场刚步入腾飞时期，中国只有38个城市的社会消费品零售总额超过人民币1,000亿元。但截至2019年，社会消费品零售总额超过千亿元的城市数量已经增加至110个，且预计到2030年该数字将进一步增加至203个。

虽然全国大量城市的消费市场出现增长，但零售额增长最快的区域主要集中在几个高密度的大型城市群中，且每个城市群的人口规模高达5千万至1.2亿。作为中国推动相邻城市间协同发展的成功范例，这些城市群内的相邻城市皆会按照区域综合规划实施同步发展战略。鉴于此，未来大型城市群不仅将引领中国经济的发展，而且在很大程度上将推动中国的中产阶级消费群体、零售总额的不断壮大和零售创新的不断发展。

目前最重要的城市群包括粤港澳大湾区、长三角、京津冀和成渝地区，而其它区域一体化的长期发展方案和规划也在不断的出台，未来几年或将出现与前述城市群内的区域配送需求类似的持续扩张的机会。



卓佳客户项目

1.1.3 发展脉络分析

中国新经济不动产行业的发展，以物流地产领域为例，大致经历四个阶段（见图表4）：

2003至2005年，中国经济进入高速发展期，电子商务开始崭露头角，外资巨头敏锐捕捉到中国市场的发展动向，成为第一批入局中国物流地产的外资机构；

2006年至2015年，中国经济增速加快，资本市场迎来扩张，内外资机构加大布局物流地产，崛起中的电商巨头开始发力；

2016年至2021年，行业整合趋势凸显，部分企业的竞争优势开始显现，资本市场迎来大监管时代；

2022年后，提振经济的需求强劲，物流地产的资本运作通道被拓宽，有望进一步扩大。

随着“不动产私募投资基金”试点的推行，中国新经济

不动产行业的发展将迎来新阶段。以物流地产、商业地产为核心资产组合的投资板块成长速度将加快；

融资渠道的拓宽以及私募基金可投资范围的扩大，相关主题基金的运作也在加速布局。

以国内现有的基金备案类型来看，新经济不动产所涉及的基金主要分布在“房地产投资基金”与“基础设施投资基金”两种。尽管2018~2022年间经济环境相对复杂，疫情影响弥漫，但备案的房地产投资基金募集完成金额依旧实现29.65%的年复合增长率，基础设施投资基金的CAGR则为19.54%（见图表5）。

从投资运作角度来看，根据私募基金的运作期限和模式，粗略估计当年的基金投资运作金额（去年募资完成金额的40%+前年募资完成总额的60%），中国新经济不动产领域的私募基金投资运作总额年复合增长率约为27.67%。基于当前私募地产领域的相关政策与整体市场环境，预计最早在2025年，中国新经济不动产领域的当年投资运作总额可以突破10,000亿元人民币（见图表6）。

图表4. 国内物流地产发展脉络与阶段特征

发展阶段	发展特征	历程简述
2003 - 2005 起步发展阶段	外资叩门	<ul style="list-style-type: none"> 1999年，电子商务在中国诞生 2001年，中国加入WTO，大量外资企业进入中国 2003年，物流地产“鼻祖”普洛斯进入中国开始“圈地运动” 2004年，普洛斯成立其第一个中国物流园 2005年，丰树进入中国
2006 - 2015 优化调整	内外并举 增长加速	<ul style="list-style-type: none"> 增速较快 普洛斯、丰树等较早进入中国市场的外资企业开始“跑马圈地”，实现了高速增长，普洛斯一跃成为行业龙头；嘉民、安博等后入外资巨头也开始加快布局 市场规模迅速扩大 中国仓储业投资额从2006年的370.9亿元增长到2015年的6620.2亿元，十年增长了17倍 电子商务助力物流地产发展 <ul style="list-style-type: none"> 2006年，圆通成为第一家接入淘宝的配送服务商 2007年，京东开始自建物流，正式进军物流地产领域 2013年，阿里巴巴牵头成立菜鸟网络，进一步推动物流地产行业的升级
2016 - 2021 稳步发展	多元发展 行业格局相对稳定	<ul style="list-style-type: none"> 中国经济增速放缓，政策收紧，工业用地指标相应收紧，行业规模增速放缓 中国物流地产行业进一步向“现代化”迈进，提升科技竞争力行业发展升级：传统物流地产巨头，例如普洛斯等，开始逐步升级赛道竞争力，由“跑马圈地”开始逐渐回归物流地产的定制化运营和持续租赁 入局企业逐渐多元化，传统房企由于房地产市场降温，开始布局物流地产行业，凭借房企的天然优势开始奋起直追 电商企业进一步加大投入，逐步由行业参与者转为行业领先者；零售企业、金融机构等齐入行，成为物流地产市场中的新生力量
2022 - 2023 转型升级	发展模式转型 “物流+私募” 主导方向	<ul style="list-style-type: none"> 2022年，外资私募重新开始加速布局中国物流地产，交易案例笔数达到新峰值 2023年，不动产私募投资基金相关政策出台

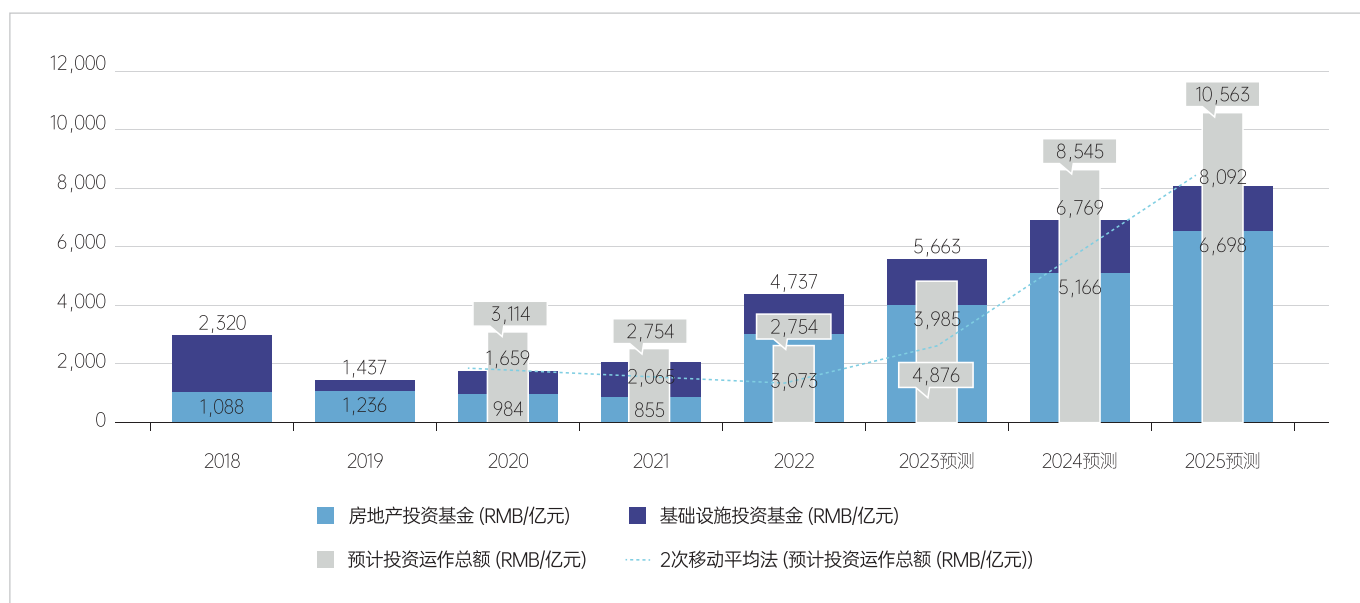
数据来源：依据公开信息整理

图表5. 新经济不动产相关基金募集与投资总额CAGR模型

发展阶段	房地产投资基金 (RMB / 亿元)	基础设施投资基金 (RMB / 亿元)	预计投资运作总额 (RMB / 亿元)
2018年	1,087.8	2,320.0	
2019年	1,235.8	1,437.1	
2020年	983.8	1,659.3	3,113.8
2021年	855.7	2,064.5	2,661.0
2022年	3,073.3	4,737.1	2,753.9
2023年-预测	3,984.5	5,662.7	4,876.3
2024年-预测	5,165.9	6,769.1	8,545.1
2025年-预测	6,697.5	8,091.7	10,562.3
CAGR	29.65%	19.54%	27.67%

数据来源：清科私募通·卓佳整理

图表6. 相关基金募集——年度投资运作总额CAGR预测分布图



数据来源：清科私募通·卓佳整理

1.2 中国新经济不动产行业现状与特征

1.2.1 行业现状分析

行业现状一：行业规模处于持续上升期，与发达国家相比仍具有较大发展空间

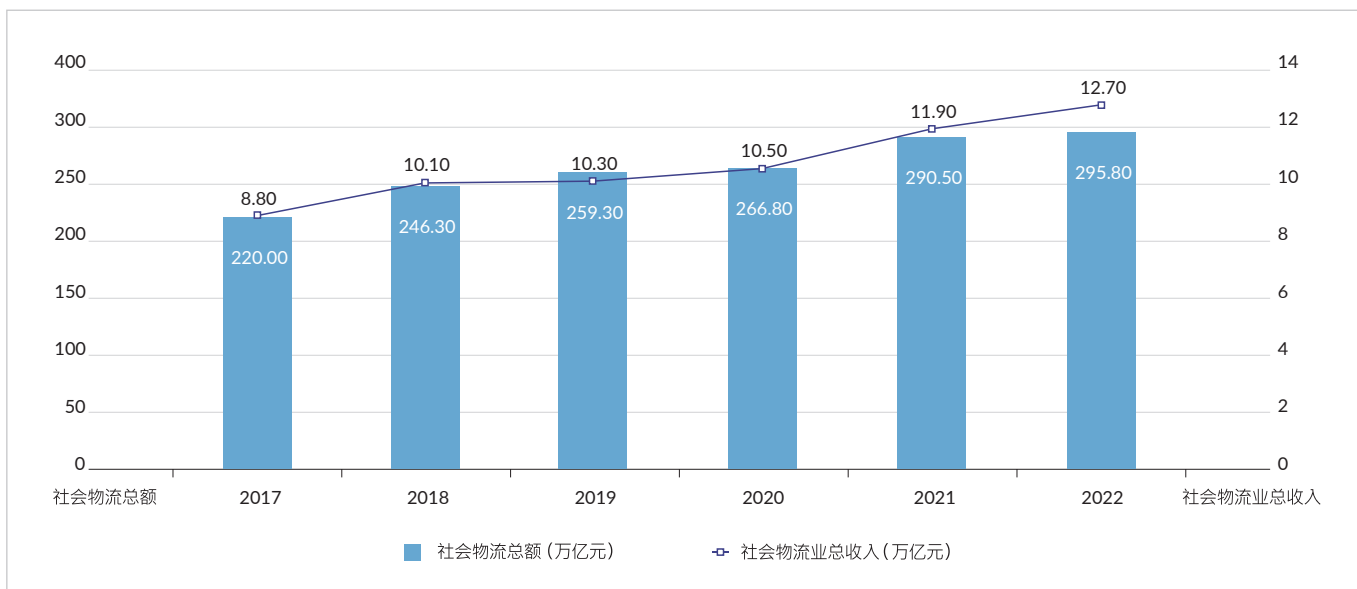
从社会物流行业发展数据来看，近几年国内物流行业的稳健增长，物流仓储费用逐年提升。

2022年，中国国内社会物流总额达到295.80万亿元，社会物流业总收入保持增长态势，达12.70万亿元（见图表7）。

从物流地产设施建设来看，国内通用仓库总面积仍大幅领先高标准仓库总面积。

从人均物流地产面积看，现阶段中国物流仓储人均面积较发达国家仍有差距。2021年全国物流仓储的总面积约为9.6亿平方米，仅次于美国。但由于我国人口基数大，人均物流仓储面积仅约为0.7平方米。美国与日本人均物流仓储面积分别为3.8平方米与4平方米，我国人均物流仓储面积与日本和美国相比，差距较大。

图表7. 2017-2022年中国社会物流总额与物流业总收入



数据来源：中国物流与采购联合会

行业现状二：行业参与者趋于多元化，资本运作水平不断提高

近年来，物流地产需求稳健增长，吸引各种投资者进入，行业格局发生改变，新的市场格局正在形成。目前，物流地产参与者可以分为六大类：专业物流地产商、传统物流地产企业、零售企业、电商企业、物流企

业和金融机构。从竞争格局来看，中国物流地产行业头部化市场竞争局面显著。

伴随着国内的物流地产行业走向多元化的高速发展期，除原有传统物流地产商以外，房地产商、电商龙头、快递企业、境外资机构纷纷下场，主体的多元化带来行业运作模式的改变与创新。

一方面，原有的运营模式在新的经济发展环境下有待进一步拓展提升，各方参与者都在关注新兴需求创造的机遇，将注意力重点放在新领域和细分市场，如冷链物流、医药物流、国家物流枢纽建设等。另一方面，更加

注重物流地产的资本运作水平与发展，如2020年4月后陆续发布基础设施REITs试点相关政策（见图表8）。截至2023年5月中旬，我国共有29只基础设施公募REITs获批，其中27只已上市，募集资金超900亿元。

图表8. REITs相关政策出台脉络

文件名称	签发机关	签发日期	主要内容
《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》	证监会 发改委	2020年4月24日	明确了基础设施REITs试点的基本原则，试点项目要求和试点工作安排，属于公募REITs试点阶段的顶层制度设计。
《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》	发改委	2020年7月31日	细化试点项目要求，明确试点项目的申报条件、合规要求、流程及材料等具体细则。
《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》	证监会	2020年8月6日	明确基础设施范围，细化基础设施项目准入要求，规范REITs的发行、投资、管理、扩募、收益分配、决策机制，规范参与机构准入条件及权利义务。
《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点有关工作的通知》	发改委	2020年11月27日	对各主管部门就试点项目的审核、落实及协调等进行规范。
《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》	上交所 深交所	2021年1月29日	规范基础设施REITs上市申请条件与确认程序，规范基础设施REITs的发售、上市、交易，规范基础设施REITs的存续期管理及信息披露。
《公开募集基础设施投资基金登记结算业务指引(试行)》	中证登	2021年2月5日	进一步规范上交所与深交所关于基础设施REITs的登记结算业务。
《公开募集基础设施证券投资基金三项主要工作(试行)》	基金业协会	2021年2月8日	规范基础设施REITs的尽职调查工作、财务报表编制、收益分配、信息披露等业务操作，进一步完善基金经理的自律管理。
《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》	发改委	2021年6月29日	进一步规范基础设施领域不动产投资信托基金试点工作。
《关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策的公告》	财政部	2022年1月26日	规定了原始权益人在向项目公司划转基础设施资产取得的项目公司股权时不缴纳所得税，原始权益人向基础设施REITs转让项目公司股权实现的资产转让评估增值，所得税缴纳时点递延至支付股权转让价款后缴纳。



卓佳客户项目

行业现状三：市场空间广阔，复合功能型高标仓主导未来建设方向

物流地产作为物流活动和供应链管理的集聚平台，对于物流与供应链作用重大，能够链通产业链上下游，提高物流速度和精准性，降低物流成本和损耗。随着新的应用科技不断成熟，科技赋能将成为物流地产降本增效的助推器。自动化和智能化的物流科技可以有效提升高标仓的空间利用率和作业效率。具备普通仓储、冷冻、生鲜仓储以及货物暂存等多种复合功能的高标仓的建设面积不断扩大，满足租户对于自动化、冷链物流和其它高科技设备快速增长的市场需求。物流地产应用技术持续发力，如智慧物流、物流产业园区集成系统等等。

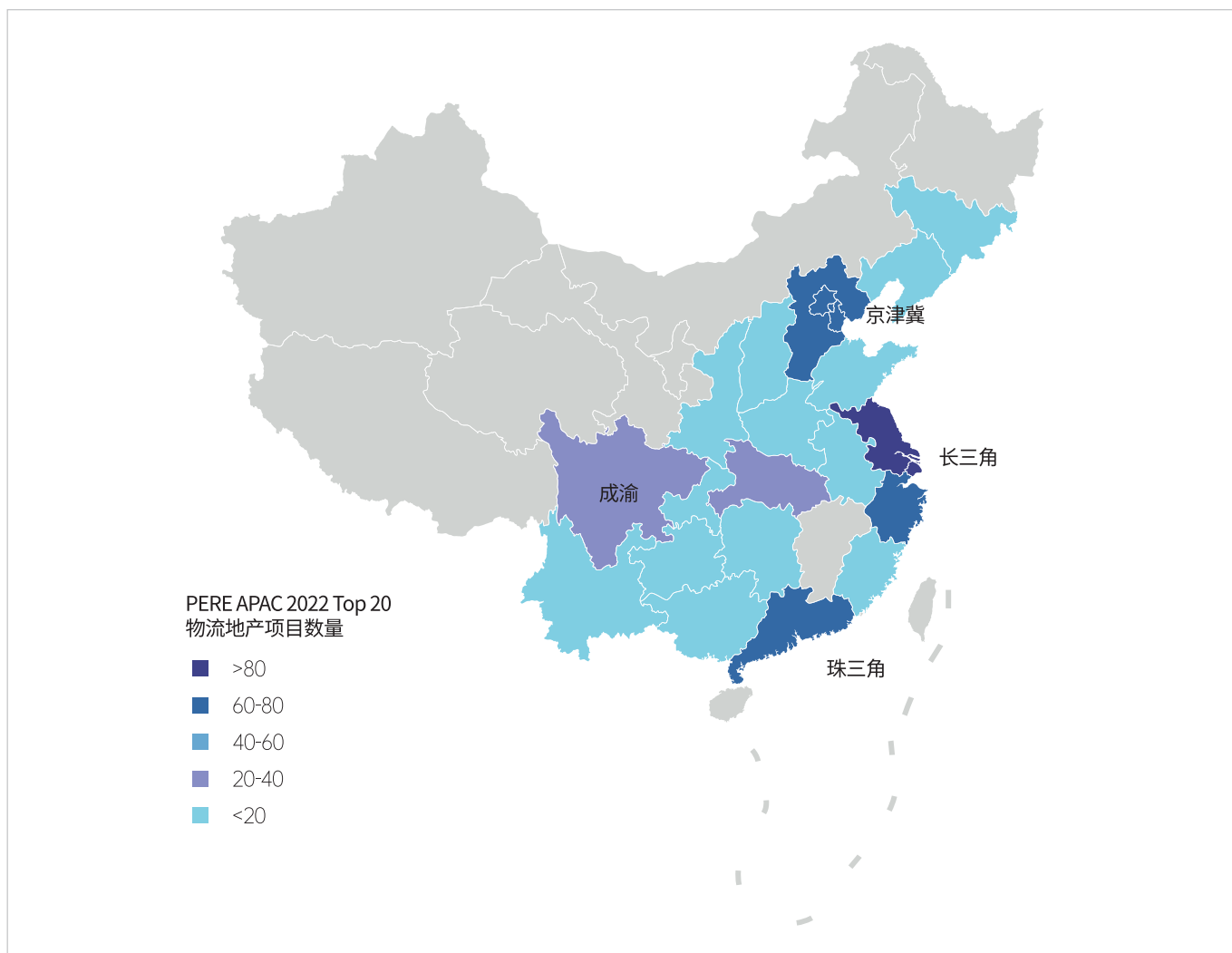
高标仓已经开始主导未来物流地产的发展方向。高标仓得益于自身先进和完善的建筑结构，加上计算机、通讯和机器人技术的使用，辅以流畅的物流信息规划系统，

能够实现物流规模化效应、提高拣选效率和准确性，降低仓储成本并减少库存资金占用，实现降本增效。

行业现状四：区域发展不平衡，以主要经济带为核心高度集聚分布

由于地区发展的差异性，目前我国各地区间物流地产经济发展极不平衡，一线城市以及核心经济带由于其经济发展水平、交通便利程度等因素发展水平较高，内陆边远地区则因需求较低、建设成本较高等多种因素而发展迟滞。目前，物流地产相对发达的地区主要在一线城市及辐射城市圈，河海口岸城市以及区域经济中心，已建设的现代物流高标仓选址主要分布于长三角、珠三角与环渤海区域，整体出租情况良好。依据卓佳对亚太前20的物流地产商的研究，物流地产在华投资的项目主要分布在长三角、珠三角、京津冀中部地区的多个新兴城市（见图表9）。

图表9. 2022年亚太前20物流地产项目中国内地分布格局



数据来源：卓佳对2022 PERE APAC前20物流地产项目分布的研究

1.2.2 行业特征分析

随着市场成熟度的不断提高，竞争日渐激烈，中国物流地产也呈现更多元化的格局，向着更加细分的领域发展。

同时，经过近20年的发展历程，目前已呈现出集约化与协同化、规模化与网络化、绿色化与低碳化等特点。

特点	含义
集约化与协同化	全球化物流经济加剧了物流地产企业之间的竞争，对于物流地产企业来说既是机遇又是挑战。为了满足全球化或区域化的物流服务需求，物流地产企业就必须扩大并形成规模效益。规模的扩大可以通过物流地产企业合并，或者是企业间的合作联盟来实现。此前美国和欧洲的大型物流地产企业，为了拓展国际物流地产市场，争取更大的市场份额，已经展开了连横合纵式的大型并购。
规模化与网络化	物流地产的规模化与网络化的建设得到越来越多的物流地产投资方的重视，物流地产业正在快速整合发展，并初步实现行业内的规模化和网络化，国内物流地产的发展由初级向成熟实现成功迈进。行业的领先企业在全中国范围内建设物流仓储设施，并实现全球化的物流地产网络。庞大的网络系统，能够帮助客户实现全球内的流通。
绿色化与低碳化	在ESG主题大背景下，物流的发展最终需要实现绿色化与低碳化。物流是经济发展和消费生活多样化的支柱，但物流发展的同时又会对城市环境带来不利影响，比如运输和配送工具的噪声，排放有害的污染，对交通阻塞产生的不利影响等。绿色化与低碳化可节约社会资源，更好地保护地球环境，这是物流地产商应承担的社会责任。



卓佳客户项目

1.2.3 发展趋势预判分析

物流地产未来发展趋势

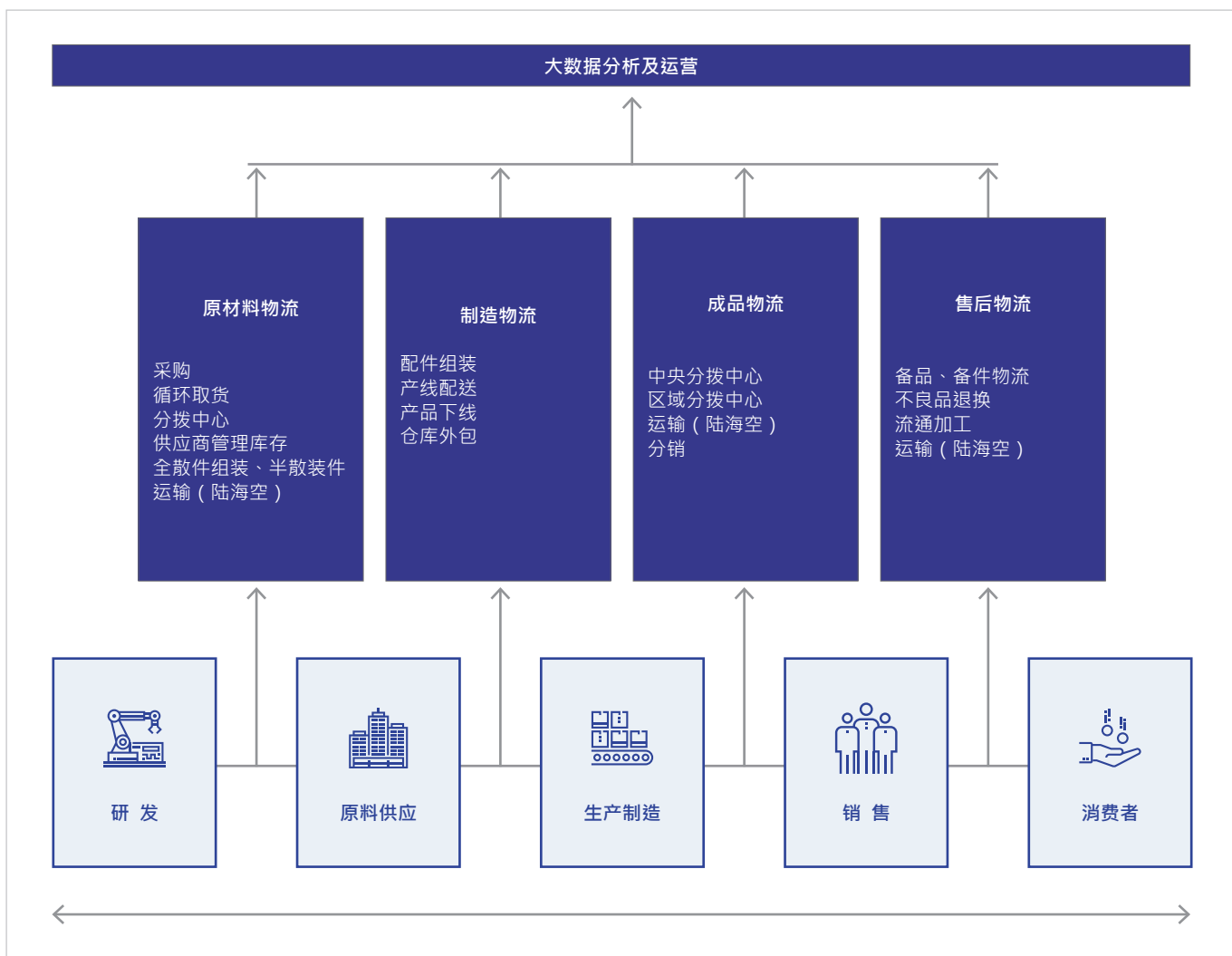
(1) 规范化、集约化、协同化水平进一步提高

我国物流地产市场目前还处于发展的初期，今后很长一段时间内还会保持供需两旺，市场容量继续增长。随着相关政策逐渐完善，物流地产市场将向着健康有序的方向发展。在国家区域经济发展规划和政策的指导下，物流地产会良性运转，实现正规化和规范化。

另一方面，伴随着全球产业链竞争驱动物流产业变革与转型升级加速，中国物流业的发展、升级和创新正在达到一个前所未有的高度。以“集约化、协同化、智慧化”为特点的综合物流解决方案将引领物流地产运作模式的发展方向（见图表10）。

综合物流解决方案指第三方物流企业基于全球标准化仓储、运输和集成增值服务组件，通过整合内外部单点或多点的物流资源，为企业客户提供高度定制化的综合物流解决方案，利用其行业专业、全球规则和本地知识，直接响应客户物流全渠道全供应链管理和调度的需求。

图表10. 综合物流解决方案模式示意图



来源：依据公开资料整理

(2) 物流地产布局以核心城市为点向周边及内陆辐射拓展

随着一线城市的土地成本升高、土地供应紧张，一些战略性物流中心正围绕在这些城市的周边形成，而这种趋

势将随着物流市场的成熟而加速凸现；同时，随着中国内陆市场的发展，物流地产的布局也开始向中国的中、西部城市转移，并形成重要的物流地产中心。以成都为例，它已成为最大的内陆物流中心，其物流市场正在蓬勃发展，已迅速晋升为西南地区一级物流中心。

典型案例

城市	区位因素	布局企业
廊坊	在北京和天津间的高速公路上占据战略要点，北京土地供应有限，廊坊为众多服务北京的公司或寻求建立中国北部配送中心的公司提供了发展空间	安博、宝湾、东久新宜、瀚溥、嘉民、普洛斯、唯度投资等
昆山	昆山位于连接两城的高速公路和高铁线上，逐渐发展成为上海和苏州之间的重要物流中心	安博、宝湾、东久新宜、嘉民、普洛斯、平谦、维龙、益商等

基于对基础设施建设、商业开放度、经济规模、经济增速和零售商活动的综合分析，物流市场最具增长潜力的城市包括：新兴的一级物流中心，如成都、重庆、武汉和沈阳等城市，它们为大型经济中心，具有坚实的制造业基础以及高效完善的基础设施；新兴的二级物流中心，如长沙、郑州、合肥和西安等城市，它们同样拥有高速增长前景，但发展落后于一级物流中心。

(3) 参与方趋于多元化，REITs等投资模式运作将积累更多经验

物流地产项目开发运营期和回报期长，具有一定的投资

风险，而且要求物流地产商要建好市场，提高综合运营水平，从而实现物业保持长期增值的能力。随着政策落地与资本市场的开放程度提高，以物流地产为代表，新经济不动产行业的参与方将趋于多元化。

从项目参与方来看，传统房企、电商公司以及物流中介等不同类型的公司参与度进一步提高，并随着物流需求的提高而横向扩展；资本运作水平不断提高，早期物流地产业务将进一步整合，金融机构将借“不动产私募投资基金”试点加速布局新经济不动产项目。同时，REITs的发展将积累更多经验，运作模式逐渐与欧美成熟市场靠近（见图表11）。

(4) 大量增值服务将出现，ESG助力物流地产降本增效

随着现代物流业的高速发展，物流地产成为现代供应链体系的重要组成部分。

由于产业链的不断整合，开发商、中介机构、咨询机构等各类投资方的参与，现代物流业不断地往专业化方向发展，基于新经济不动产的各种增值服务不断出现，加速了市场的专业化分工进程。行业单一储存功能将逐渐被淘汰，逐渐转向多元增值服务。为产业链上游提供更短的运输时间，将仓储设施和IT技术相结合，提高信息化水平；致力于提供安全高效的综合增值服务将成为未来物流地产的基本要求。

图表11. 中金普洛斯 REIT 及红土盐田港 REIT 底层资产

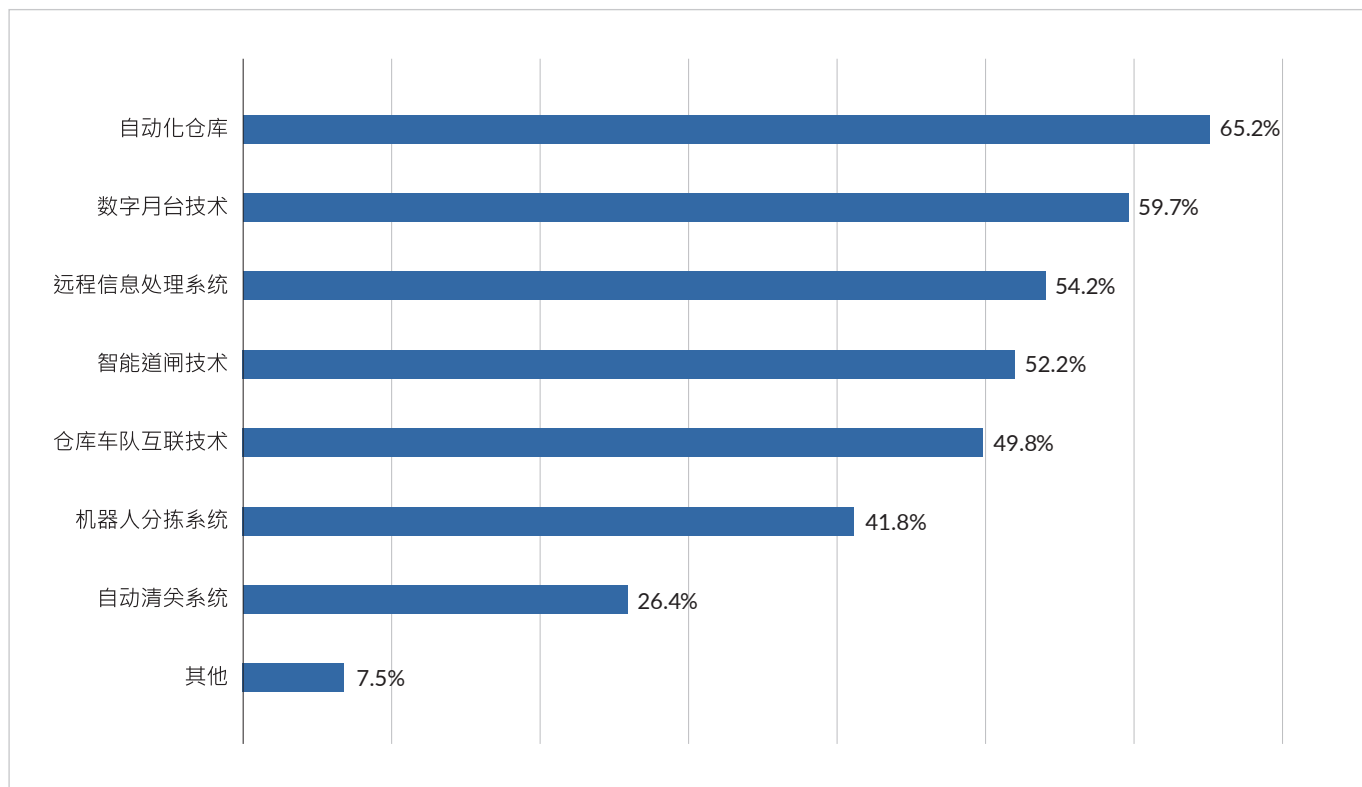
REIT名称	底层资产	项目位置	建面 (万平方米)	可租赁面积 (万平方米)	出租率 (%)	租金及管理费 (元/平米/月)	估值 (亿元)	特点
中金普洛斯 REIT	普洛斯北京空港物流园	北京市顺义区	13.05	12.81	96.9%	67.38	16.37	2002年经北京市政府批准设立的北京市唯一的航空公路国际货运枢纽型物流基地
	普洛斯通州光机电物流园	北京市通州区	4.56	4.05	100.0%	74.35	4.89	园区主要功能定位为高新技术产业研发和高端制造业
	普洛斯广州保税物流园	广东省广州市	4.42	4.39	100.0%	24.63	2.01	一期主要发展商业贸易、商业性简单加工等；二期主要用于发展电子信息制造业等高科技产业
	普洛斯广州保税物流园	广东省广州市	10.91	11.28	100%	40.13	8.89	周边以工业园为主，产业聚集度高
	普洛斯顺德物流园	广东省佛山市	10.50	10.67	100%	33.05	5.87	周边以汽车制造业等产业为主，产业聚集度高
	苏州望亭普洛斯物流园	江苏省苏州市	9.21	9.44	100%	33.72	5.09	园区先后有盛丰物流、通联物流、普洛斯等项目进驻
	普洛斯淀山湖物流园	江苏省昆山市	17.84	18.12	97.0%	25.24	10.34	周边高端电子信息、机械制造、工业加工类企业较为集中
合计			70.49	70.76	98.7%	40.04	53.46	
红土盐田港 REIT	现代物流中心项目	广东省深圳市	32.04	26.61	100%	38.34	17.05	拥有海铁、水水、公水等多式联运，区位优势明显

数据来源：WIND，基金产品募集说明书

此外，在ESG投资的大背景下，物流地产的仓储环境和运营能力面临新的要求。以“碳中和”为目标，有效提升能源效率，优化仓储过程，降低碳排放量，提升能源供给的稳定性等等，都将成为租户选择仓库时的考虑因素。ESG相关措施能够有效实现节能减排，助力降本增效，许多租户也愿意为带有ESG元素的仓库支付一定溢价。

根据仲量联行2022年的调研报告《ESG对中国物流地产的影响》显示（见图表12），在选取合适的仓库时，越来越多的公司将各种ESG表现纳入公司的考量之中。租户已经不仅仅追求仓库的储物功能，更追求仓储运转效率，自动化仓库、数字月台、远程信息处理系统、智能闸道等技术，已经成为租户选择仓库时的重要考量。

图表12：在选取合适的物流仓库时，哪些ESG表现因素会被纳入考虑？



数据来源：仲量联行《ESG对中国物流地产的影响》



卓佳客户项目

1.3 中国新经济不动产政策汇总分析

政策导向持续强化，金融政策成为重要抓手

以“物流地产”为核心行业的中国新经济不动产行业，在服务实体经济生产经营、推动经济发展层面发挥的作用越来越重要，近年来受到政府部门的高度重视。物流地产跨部门、跨行业、跨地区的交叉属性使其成为制造业、零售业、运输业等产业发展的重要枢纽。我国近年

来多次出台土地、税收等优惠政策推动现代物流园区的建设发展。金融领域，加强资本市场开放与运作水平提高，提高金融服务实体经济抓手效能的相关政策也在密集出台，“不动产私募投资基金”和“REITs”成为重要突破口。

相关政策梳理汇总

时间	发布部门	文件 / 会议名称	主要内容
2014年9月	国务院	《物流业发展中长期规划(2014-2020年)》	加快食品冷链、医药、烟草、机械、汽车、干散货、危险化学品等专业物流装备的研发，提升物流装备的专业化水平。加强物流安全检测技术与装备的研发和推广应用。吸收引进国际先进物流技术，提高物流技术自主创新能力。
2015年5月	国务院	《中国制造2025》	要求加快人机智能交互、工业机器人、智能物流管理、增材制造等技术和装备在生产过程中的应用。
2015年10月	国务院	《关于促进快递业发展的若干意见》	意见提出培育壮大快递企业；推进“互联网+”快递；构建完善服务网络；衔接综合交通体系；加强行业安全监管，五大重点任务。支持骨干企业建设工程技术中心，开展智能终端、自动分拣、机械化装卸、冷链快递等技术装备的研发应用。
2016年7月	国家发改委	《“互联网+”高效物流实施意见》	提出构建物流信息互联共享体系；提升仓储配送智能化水平；发展高效便捷物流新模式；营造开放共赢的物流发展环境等四项主要任务。
2017年2月	国家邮政局	《快递业发展“十三五”规划》	加大数据信息集成应用，推动实现业务平台一体化，作业环节、路由管控智能化，提升运输、服务和安全保障能力，实现快件自动分拨和快速转运。鼓励快递企业采用先进适用技术和装备，推进机器人、无人机、无人车研发和应用。
2017年5月	国家邮政局	《国家邮政局关于加快推进邮政业供给侧结构性改革的意见》	引导企业加大科技投入，推广应用云计算、大数据、互联网物联网等信息技术，探索应用人工智能、无人机等先进技术广泛使用自动装卸传输分拣、冷链物流等技术设备。
2017年10月	国务院	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》	要求加快人机智能交互、工业机器人、智能工厂、智慧物流等技术和装备的应用，提高敏捷制造能力。
2017年12月	工信部	《促进新一代人工智能产业发展三年行动计划(2018-2020年)》	要求提升高速分拣机、多层穿梭车、高密度存储穿梭板等物流装备的智能化水平，实现精准、柔性、高效的物料配送和无人化智能仓储。到2020年开发10个以上智能物流与仓储装备。

2018年1月	国务院	《关于推进电子商务与快递物流协同发展的意见》	要求深入实施“互联网+流通”行动计划，提高电子商务与快递物流协同发展水平。加强大数据、云计算、机器人等现代信息技术和装备在电子商务与快递物流领域应用，提高科技应用水平；加强快递物流标准体系建设鼓励信息互联互通；优化资源配置，提升供应链协同效率。
2018年1月	商务部等10部门	《关于推广标准托盘发展单元化物流的意见》	要求到2020年，物流标准化水平明显提升。标准托盘占全国托盘保有量比例由目前的27%提高到32%以上，适用领域占比由目前的65%提高到70%以上。物流降本增效取得明显进展。企业装卸成本大幅降低，货损率显著下降，装卸货效率、车辆周转率明显提高。
2018年6月	财政部	《关于开展2018年流通领域现代供应链体系建设的通知》	强化物流基础设施建设，夯实供应链发展基础。发展单元化流通，提高供应链标准化水平。加强信息化建设，发展智慧供应链。聚焦重点行业领域，提高供应链协同化水平。推广绿色技术模式，提高供应链绿色化水平。
2018年6月	交通部、公安部、商务部	《关于公布城市绿色货运配送示范工程创建城市的通知》	明确了22个城市为绿色货运配送示范工程创建城市，大力发展城配新能源物流车。
2018年8月	交通部	《深入推进长江经济带多式联运发展三年行动计划》	深化交通运输供给侧结构性改革，着力加快运输结构调整，着力发挥水运的比较优势和多式联运的组合效率，大力提升和完善长江黄金水道功能，为长江经济带发展提供更加顺畅、绿色高效的交通运输保障。
2018年12月	国家发改委、交通运输部	《国家物流枢纽布局和建设规划》	要求顺应现代物流业发展新趋势，加强现代信息技术和智能化，绿色化装备应用，推进货物运输结构调整，提高资源配置效率，降低能耗和排放水平，打造绿色智慧型国家物流枢纽。
2019年3月	国家发改委	《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》	奖励物流和供应链企业在依法合规的前提下开发面向加工制造企业的物流大数据、云计算产品，提高数据服务能力，协助制造企业及时感知市场变化，增强制造企业对市场需求的捕捉能力、响应能力和敏捷调整能力。鼓励和引导有条件的乡村建设智慧物流配送中心。鼓励各地为布局建设和推广应用智能快(邮)件箱提供场地等方面的便利。
2019年9月	国务院	《交通强国建设纲要》	发展“互联网+”高效物流，创新智慧物流运营模式。
2020年3月	财政部、国家税务总局	《物流企业大宗商品仓储用地减半征收城镇土地使用税》	自2020年1月1日起至2022年12月31日止，对物流企业自有或承租的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税。
2020年4月	证监会国家发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》	优先支持基础设施补短板行业，优化仓储物流行业结构，提高资金利用率。
2020年9月	国家发展改革委、工业和信息化部等13个部门	《推动物流业、制造业深度融合创新发展实施方案》	推动物流业制造业深度融合、创新发展，保持产业链供应链稳定，推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
2022年5月	国务院	《关于支持加快农产品供应链体系建设进一步促进冷链物流发展的通知》	要求在农产品供应链体系建设的基础上，进一步着力补齐冷链设施短板，完善冷链物流质量体系，建立健全畅通高效、贯穿城乡、安全规范的农产品现代流通体系。
2022年5月	国务院	《国务院办公厅关于印发“十四五”现代物流发展规划的通知》	构建国际国内物流大通道，依托国家综合立体交通网和主要城市群、沿海沿边口岸城市等，促进国家物流枢纽协同建设和高效联动，构建国内国际紧密衔接、物流要素高效集聚、运作服务规模化的“四横五纵、两沿十廊”物流大通道。

2023年2月	国务院、中国人民银行 交通运输部 中国银行 保险监督管理委员会	《关于进一步做好交通物流领域金融支持与服务的通知》	要增强国内大循环内生动力和可靠性。做好交通物流领域金融支持与服务，推动交通物流提档升级，帮助市场主体健康发展，是践行金融工作的政治性、人民性的重要体现。
2023年2月	证监会 中基协	《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》	证监会启动不动产私募投资基金试点工作，指导基金业协会在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管措施，以支持不动产市场平稳健康发展。
2023年3月	国务院	《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的公告》	自2023年1月1日起至2027年12月31日止，对物流企业自有（包括自用和出租）或承租的大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的50%计征城镇土地使用税。
2023年3月	国务院	《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》	提出充分考虑保障性租赁住房的保障属性，鼓励更多保障性租赁住房REITs发行，首次申报发行REITs的保障性租赁住房项目，当期目标不动产评估净值原则上不低于8亿元，可扩募资产规模不低于首发规模的2倍。
2023年3月	国务院	《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)项目申报推荐工作的通知》	《通知》从六方面提出了具体工作要求。一是认真做好项目前期培育。二是合理把握项目发行条件。三是切实提高申报推荐效率。四是充分发挥专家和专业机构作用。五是用好回收资金促进有效投资。六是切实加强运营管理。



卓佳客户项目

02

中国新经济不动产 投融资模式



概述

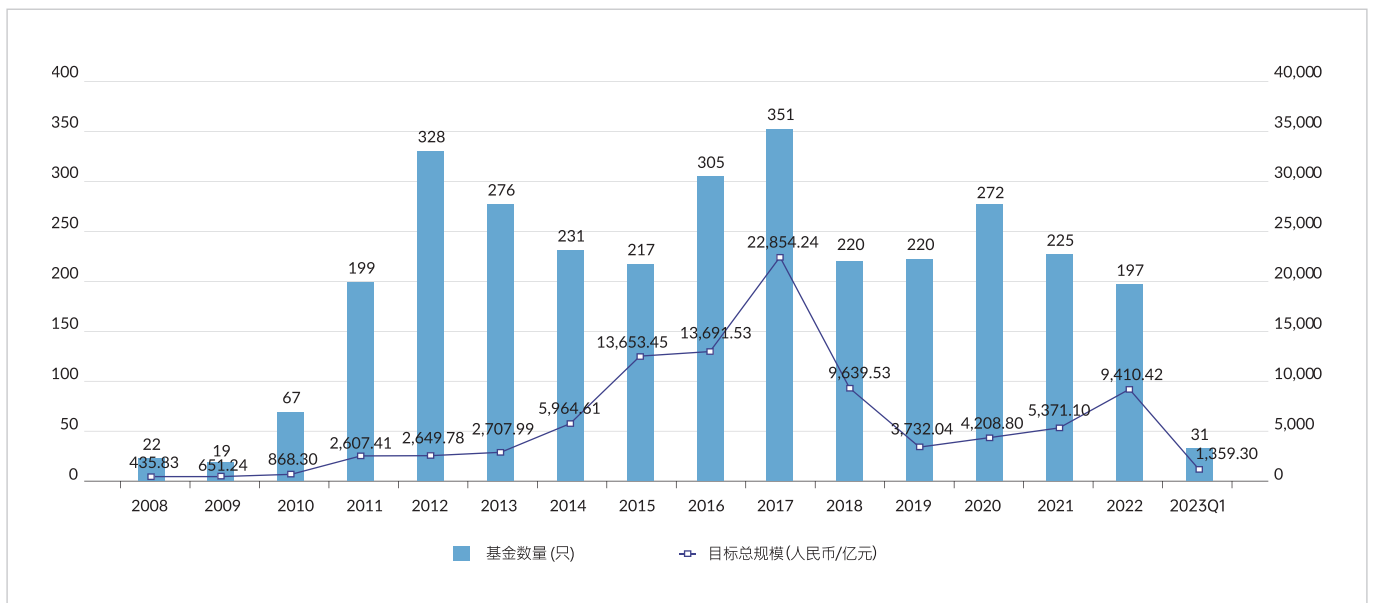
中国新经济不动产投资领域的资本运营模式在2010年后形成雏形，历经多个阶段走向体系化运作。

2010至2017年时间内，依托于地产基金、“股债结合”等运作模式，相关领域的投资规模迅速增长，而“嵌套”模式的存在使得融资模式更加多元化；2018年后，基于行业监督管理的要求，地产及基础设施领域的“嵌套”闸口也被关闭，新型不动产领域的投融资开始更加呈现规范化、产品化的发展特点；2021年后，随

着REITs的推出，市场关注度再次上升，以地产基础设施为主题的基金募集规模逐渐上升（见图表13）。

同时，中国新经济不动产投资的资本运作模式与中国商业地产的迭代升级与基础设施的建设发展阶段息息相关，并受到各地地产与投资监管政策的影响，因而在各个发展时期呈现出差异化特征，深刻地反映在融资模式与投资模式中。

图表13. 2008年以来房地产与基础设施投资基金设立情况



数据来源：清科私募通



卓佳客户项目

2.1 融资模式

2.1.1 主要融资模式介绍

近年来，中国新经济不动产行业发展核心更加聚焦物流地产、新兴基础设施等现代化地产运作模式，但行业融资模式的衍变与中国整体房地产市场的发展密不可分。自上世纪80年代至今，行业融资模式经历了多个阶段的发展与变化。

整体来说，新经济不动产行业的融资模式涉及银行投资、股权投资、股债结合以及ABS等多种组合融资模式（见图表14）。

21世纪00年代，随着中国经济的迅速崛起，电子商务推动消费需求量级迸发，中国商业地产迅速扩张。2003年，普洛斯进驻中国市场，标志外资投资中国商业地产领域的序幕正式拉开，经过20年发展，中国新型地产及基础设施领域的融资市场已然形成外资参与、内资并举、多种形式的格局。

图表14. 新经济不动产行业主要融资方式

银行贷款	<ul style="list-style-type: none"> 银行贷款是最常规的地产融资渠道。产业地产多是偏远的工业用地，在银行贷款抵押方面几乎没有太多价值，银行也很难对此进行估值和冒险贷款 同时，产业园区的实际资金需求与银行各类资金在期限上存在一定的错配，且银行对项目资本金比例要求较高并需提供担保，融资成本较高；银行对园区贷款也是基于未来有现金流的进行贷款，且贷款要经过风险评估、贷款审批等一系列流程，对贷款的还款来源、现金流等有相关要求。而现在很多产业园区早期只能产生较少的现金流或者不产生现金流，难以覆盖贷款本息，因此难以获得银行贷款
基金融资	<ul style="list-style-type: none"> 即产业基金融资，近年来，产业基金得到长足发展。部分私募基金投资者已经变得更加理性和成熟，往往能够承受8-10年的投资回报期，这基本契合了产业地产的特性 密集的产业地产私募基金涌现，与市场资金的供给量大有关联，尤其是从传统地产领域挤压而出、具有强烈避险需求的大量资金，以及看好国内产业地产前景的海外资本，成为产业地产基金的踊跃参与者
夹层融资	<ul style="list-style-type: none"> 夹层融资是指在风险和回报方面介于优先债务和股本融资之间的一种融资形式，是一种无担保的长期债务。表面上看起来是股权转让，但实际约定未来回购，并以差价作为利息或支付约定利息。在很多情况下起到“过桥”融资的作用，一般期限是一到两年
债权融资	<ul style="list-style-type: none"> 也可以称为“债权转让式融资”。这是一种较为常见的融资形式，即将自己享有的债权以一定现金为作价卖给第三方，相当于以一定的成本提前回收了这部分现金，加快了债权盘活和资金周转速度。很多处于快速扩张期的公司都会倾向于采取这种融资方式
债务重组	<ul style="list-style-type: none"> 在不改变交易对手方的情况下，经债权人和债务人协定或法院裁定，就清偿债务的时间、金额或方式等重新达成协议的交易
REITs	<ul style="list-style-type: none"> 房地产信托投资基金。房地产证券化就是把流动性较低的、非证券形态的房地产投资，直接转化为资本市场上的证券资产的金融交易过程。房地产证券化包括房地产项目融资证券化和房地产抵押贷款证券化两种基本形式

ABS (资产证券化)	<ul style="list-style-type: none"> 资产支持证券 (Asset-Backed Securities, ABS) 又叫资产证券化, 是以一定现金流为依托, 将其进行结构化包装, 形成可以上市交易的证券化产品的过程。其整个交易过程主要涉及原始权益所有人、特殊目的公司 (SPVs)、投资者各方, 同时涉及相关中介机构
园区PPP	<ul style="list-style-type: none"> 园区PPP是基于产业园区这种公共服务产品的政企合伙模式, 其本质仍然是一种融资手段 PPP模式是公共基础设施建设中发展起来的一种优化的项目融资与实施模式, 这是一种以各参与方的“双赢”或“多赢”为合作理念的现代融资模式 其典型结构为: 政府部门或地方政府通过政府采购形式与中标单位组成的特殊目的公司 (SPV) 签订特许经营合同 (SPV一般由中标的建筑公司、服务经营公司或对项目进行投资的第三方组成的股份有限公司), 由SPV负责筹资、建设及经营

来源: 依据公开资料整理

国内融资渠道分析

中国新经济不动产的国内融资, 主要聚焦房地产与物流地产领域。从融资渠道来看, 尽管融资方式多样, 但融资模式更多延续了传统类型。从分布来看, 由于监管等多种因素, 银行贷款占比较小, 现阶段发展出以风险投资、IPO、股权基金以及ABS、类REITs等多种方式进行融资, 其中资金来源以自筹资金为主, 随后是国内贷款、其他资金、国家预算内资金以及外资资金 (见图表15)。

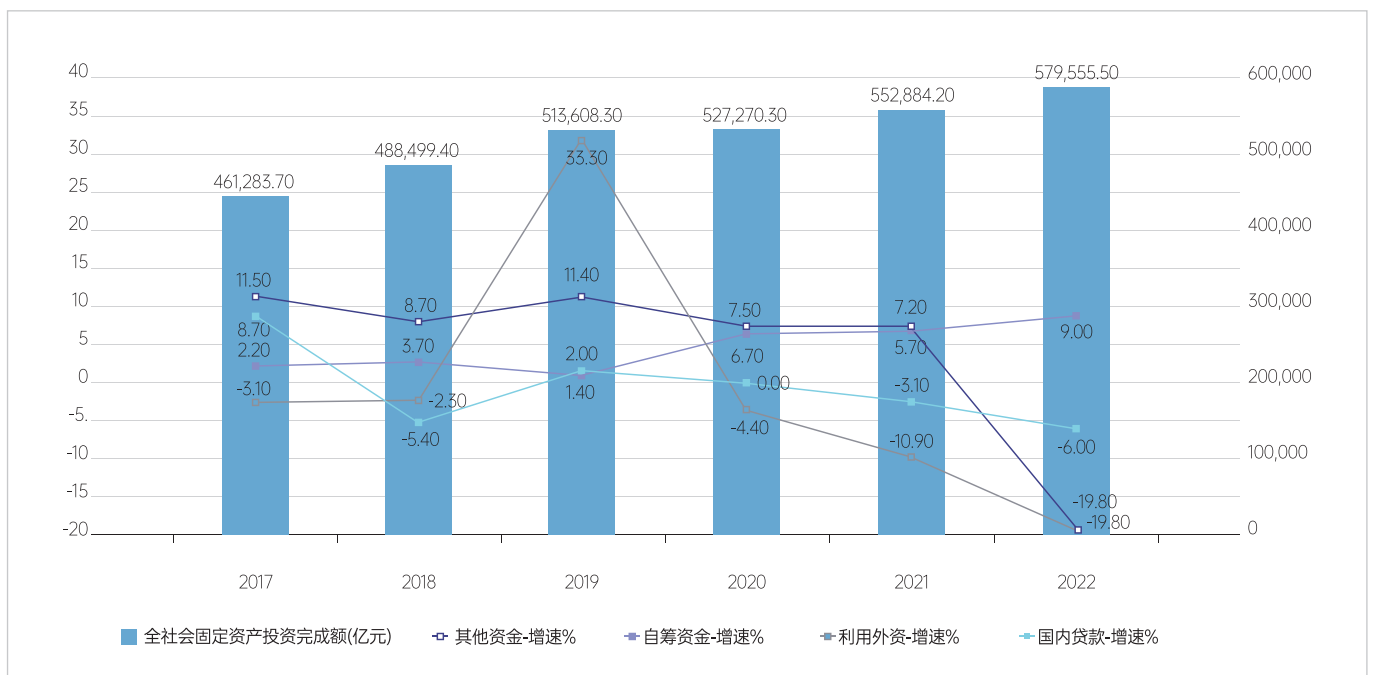
新经济不动产项目长期运营当中, 无法通过类似房产销售以实现资金的快速回笼, REITs试点政策适时推出, 物流地产项目作为重点推进方向逐渐获取资金支持, 从而实现盘活量资产, 助力行业规模扩张的目的。

风投及上市类

新经济不动产项目在接受风险投资及战略投资时, 往往借助“物流地产基金”架构进行融资, 这部分将在本报告第43页《2.3 PERE在中国的发展现状分析》章节详细展开。上市方面, 为了适应物流行业的快速发展以及自身扩张需要, 除了风险投资或者股权投资的方式进行融资外, 具备一定发展基础的项目企业, 会选择通过IPO进行规模较大的融资。

根据WIND统计, 截至2022年, A股物流行业相关上市企业有53家, 其中来自主板的最多, 有48家, 占比90.57%, 来自创业板的4家, 占比7.55%, 来自北证的1家, 占比1.89%。

图表15. 全社会固定资产投资完成额与资金来源增速



数据来源: 国家统计局

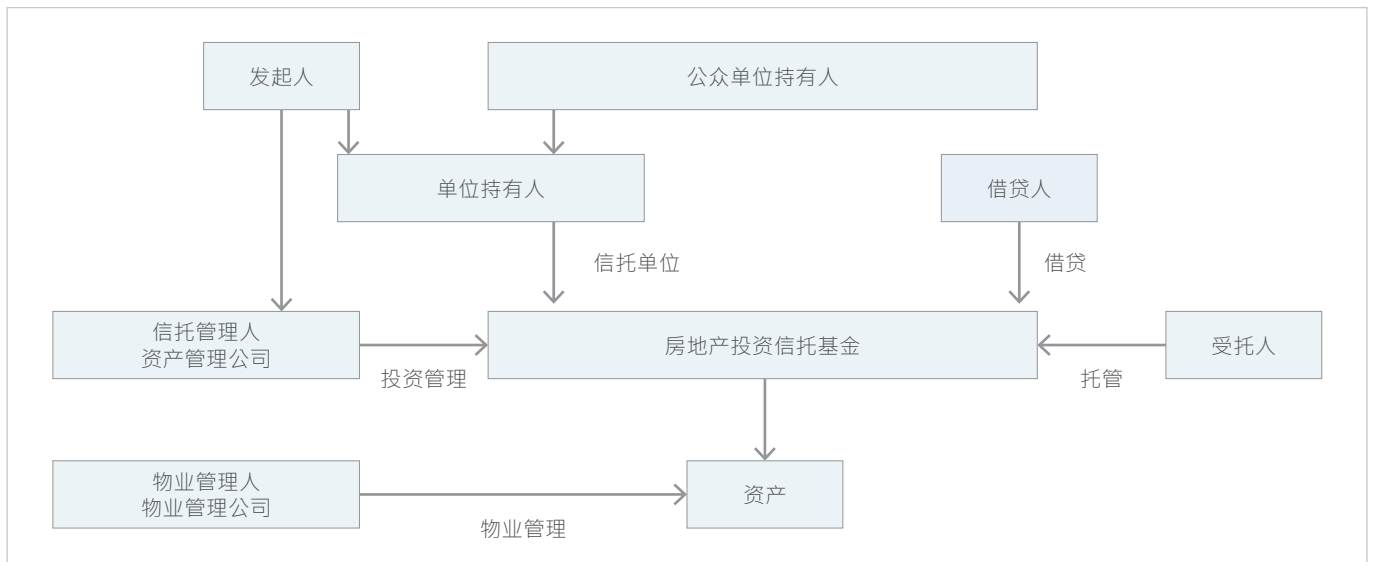
资产证券化类

由于物流资产短期流动性较差，通过收取租金的回本时间长，导致项目前期拿地扩张时经常出现资金紧缺的问题，因此催生了ABS、类REITs等资产证券化产品的出现。目前国内类REITs产品数量相对较小，远低于海外成熟REITs市场的规模，但随着国内市场的快速推进，基础设施公募REITs（基础结构见图表16）扩募事项正在加紧推进，有望进一步推动公募REITs常态化发行和市场规范健康发展，体现出基础设施公募REITs具备较强的成长性以及能够合理扩大有效投资的市场价值。

融资过程的限制性因素（系统性因素：宏观经济、政策走向等；行业融资因素：融资渠道单一、负债率高、可持续性缺乏以及专业性不足）。

问题	简述
土地取得成本不断提高	土地招挂拍的市场化运作大大增加了地产项目拿地的成本，占用了企业更多的资金，同时也使得原先能够通过土地的增值获取超额利润逐渐摊薄，资金的自我积累能力下降。
地产开发进入调整期	2022年以来，我国以房地产业为例，行业发展出现波动，基于房地产行业的恶行业特征，一旦进入调整期，将迎来较长周期恢复，项目开发速度可能下降，资金回笼周期延长，资金链都会面临着巨大的压力。
长期融资比例依旧偏低	短期融资和长期融资，按照融资的期限来划分融资，因为地产/基础设施行业企业的开发需要密集的资金和较长的开发周期，在进行融资时，获得比较稳定的资金，使资金链更加完整，满足开发过程中的资金使用需求，往往要借助一定的股债比例。以房地产公司为例，一直以来，我国房地产上市公司没有很高的长期融资比例，就算是一些大型的房地产上市公司的长期融资比例在20%~30%之间，短期负债占据主要位置，更容易让资金周转不灵，无法提高防范市场风险能力。
融资渠道仍需拓宽	私募/公募基金、投资信托、股权融资、银行贷款等共同组成了现在地产企业主要融资渠道。但私募不动产基金与REITs仍处于早期发展阶段，传统融资方式仍旧占据主要地位，伴随经济下行，地产项目的融资成本不断上升。

图表16. REITs基础结构



来源：依据公开资料整理

2.1.2 外资入境方式与运作

目前整体而言，国内鼓励外商投资，并加大对外开放的力度。我国在外商投资行业领域方面，亦需严格按照《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》（下称“负面清单”，请查阅附录1）等要求执行。物流地产等相关新经济不动产并未被列入负面清单，但由于标的复杂，并与土地政策息息相关，因而外资入境进行投资，仍需要注意架构搭建，并明确相关限制性因素。

总体而言，在目前的操作实践中，新经济不动产领域外资入境的方式主要包括外商直接投资（FDI），即设立外商投资企业，以及通过合格境外有限合伙人（QFLP）等方式。

结合近年来国内地产类项目（含房地产行业）的运作经验，FDI、QFLP以及境外发债是新经济不动产建设过程中使用最多的融资方式。

在当前环境下，正常的FDI仍旧可以操作，但是需严格遵守行业准入等要求；对于满足申请QFLP的私募机构而言，申请QFLP资格亦是不错的选择。

2.1.2.1 FDI

从目前的行业实践来看，通过FDI方式从境外引入资金是被采用更多的房地产投资方式。通过FDI，可以根据后续投资规模及项目的情况灵活地增减注册资本，正常办理资金出入境手续。

具体操作而言，在涉及新经济不动产行业的项目融资时，选择在一些工业园区或自贸区操作进行外商投资企业投资架构的搭建，具体包括外商投资投资性公司以及外商投资合伙企业两大类。

（一）行业准入

从行业准入来看，外商投资项目分为鼓励、允许、限制和禁止四类。鼓励类、限制类和禁止类的外商投资项目，列入《外商投资产业指导目录》（2017版）（限制类和禁止类请查阅附录2）。不属于鼓励类、限制类和禁止类的外商投资项目，为允许类外商投资项目，允许类外商投资项目不列入《外商投资产业指导目录》。“值得注意的是，自动化高架立体仓储设施，包装、加工、配送业务相关的仓储一体化设施建设、经营被列入鼓励外商投资产业目录。因此，政府对于外商投资物流仓储设施持鼓励态度。”

（二）组织形式

外商投资企业的组织形式包括WFOE和JV两大类，WFOE即指外商独资企业；JV则包括中外合资企业、中外合作企业两种组织形式。目前境外投资者以FDI形式投资新经济不动产项目，设立企业的组织形式主要以公司制与有限合伙制为主。



1) 外商投资投资性公司资金入境模式及注意事项

外商投资投资性公司资金入境基本架构 (见图表17)

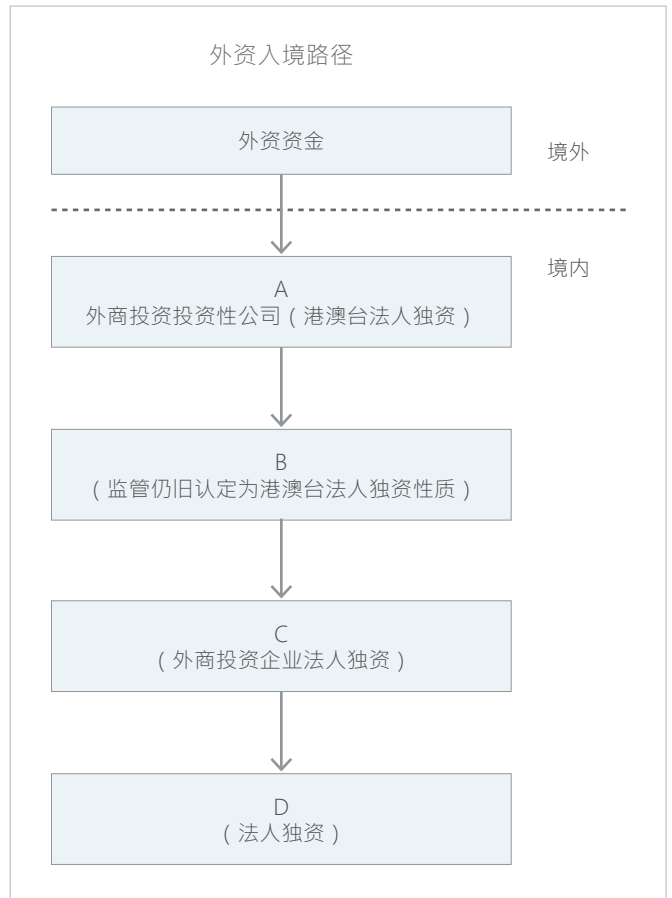
通过搭建外商投资投资性公司架构资金入境一般可以在设立外商投资投资性公司A (WFOE) 后, 并进行FDI登记, 随后在A项下通过增资方式设立导管公司B、C、D公司直至“弱化”资金的外资属性。或者, 由外资资金在境内设立外商投资投资性公司A (WFOE) 作为GP的同时 (进行FDI登记), 由外资资金直接作为LP, 在境内设立外商投资性合伙企业B (监管认定为外资, 进行FDI登记), 并在B项下继续进行架构搭建架构实现“去外资”化后, 再进行房地产项目投资。

外商投资投资性公司架构搭建注意事项

- 对境外投资者有准入要求。对于外商投资投资性公司的设立, 不同的工业园区、自贸区均有对境外投资者的准入要求。核查外国投资者的资信, 需满足投资设立投资性公司必备的经济实力, 核查其申请前一年的资产总额 (如不低于2亿美元或4亿美元, 不同自贸区、工业园区不同); 并且该投资者需在中国境内已经投资设立外商投资企业, 并实缴出资额不低于一定的金额 (如不低于1,000万美元)。
- 外商投资投资性公司在名称中含“投资”字样, 经营范围包含投资等范围。该类公司可以资本金结汇进行再投资。
- 多层架构搭建“去外资化”。在设立完毕外商投资投资性公司A (WFOE) 作为第一层架构后, 该WFOE再投资的第一层公司B在监管上亦认定为外资性质, 为实现“去外资”化的目的, 通常要在B公司后再设立1-2层的架构, 方能实现去外资化的目的。

- 结售汇层面, 需提供最后一层资金流向的交易对手名称。根据不同的架构具体探讨。

图表17. 外商投资投资性公司资金入境基本架构



来源: 卓佳



卓佳客户项目

2) 外商投资合伙企业资金入境模式及注意事项 (以盲池基金为例)

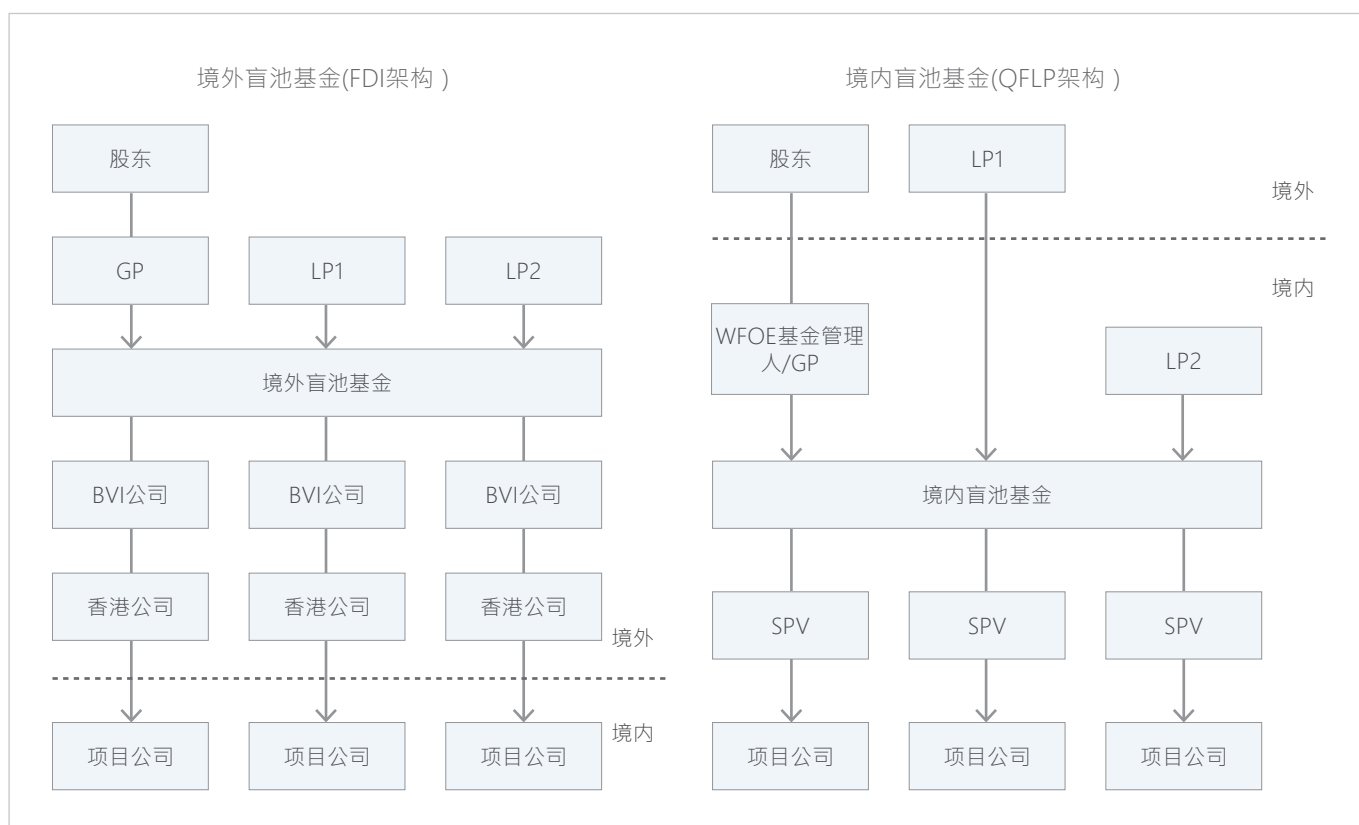
投资性外商投资企业的设立需满足一定的准入要求，若无法满足设立投资性外商投资企业进行资金入境架构的设计的情况下，可通过搭建外商投资合伙企业架构进行资金入境操作。新经济不动产投资基金也较多采取这种形式，多以盲池基金架构形式进行运作（见图表18）。

外商投资合伙企业资金入境基本架构

以盲池基金为例，外商投资合伙企业的资金入境仍需通过架构实现“去外资化”，从而实现项目投资运作的落地。

一般来讲，以境外盲池基金架构来看，基金成立后需至少通过BVI与香港公司两层设置，实现资金入境，而以QFLP设立的境内盲池基金，则更多选择通过SPV架构实现资金的本土落地。

图表18. 外商投资合伙企业资金入境基本架构



来源：卓佳

外商投资合伙企业架构搭建注意事项

1	外商投资合伙企业的设立虽然无设立外商投资投资性公司的境外资本及境内实缴资本的要求，但是仍需穿透至实际控制人进行核查，并要求提供股东名册、登记证书、存续证明等文件作为核查依据。
2	外商投资合伙企业架构在境内的架构设计相对于外商投资投资性公司架构，通常后续设立的导管公司相对少一些，增资的灵活度相对高，但是无法跟外商投资投资性公司一样享受外债额度，并且由于合伙企业相对松散，后续受外管抽查监管的可能性相对更大。
3	结售汇层面，需提供最后一层资金流向的交易对手名称。

2.1.2.2 QFLP

综述

自2020年4月1日起，中国境内证券、基金管理公司的外资持股比例限制正式取消，国家金融业进入全面开放时代。在疫情影响消退后，很多外资巨头在抓紧布局 and 进入中国资本市场。截止当前境外资金的涌入也出现明显提升，其中境外资金通过合格境外有限合伙人（QFLP）入境的情况逐步增加，物流地产及基础设施投资基金的设立与募集也在加速。

QFLP基金在组织形式上可以采取公司制或者有限合伙制（目前比较常见的是有限合伙制的QFLP基金）。QFLP基金的基金管理人可以为外商投资基金管理人或者内资基金管理人。因此，在产品架构上，包括“外资管外资”、“外资管内资”以及“内资管外资”等几种模式。其中，由境外机构设立的外商投资企业（WFOE）作为普通合伙人（GP）及基金管理人，并由境外投资人作为LP的形式较为常见（见图19）。其中，境外LP主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金（FOF）、保险公司、银行、证券公司、境外个人以及其他被认可的境外机构投资者组成。

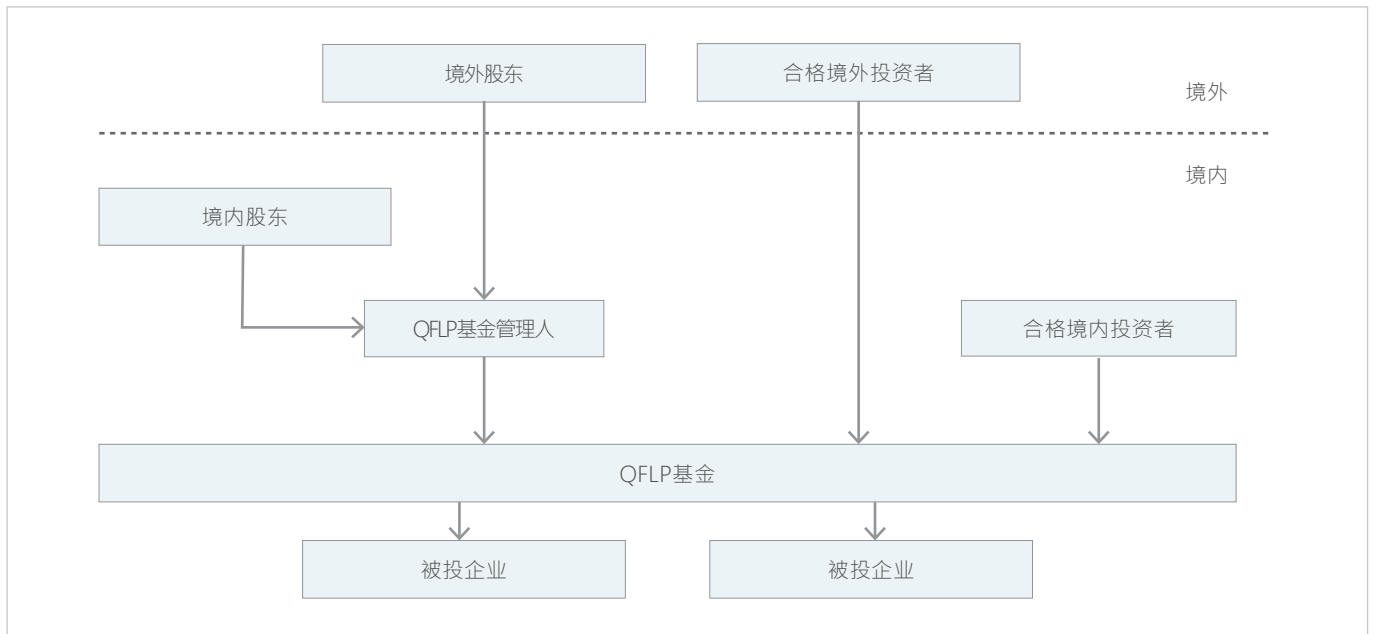
QFLP制度是在我国外汇管制和人民币未完全实现自由兑换的情况下，有限度的开放资本市场，加速人民币国际化的措施。QFLP是境外合格投资者投资境内股权市场的重要方式，但其资格申请不但涉及基金准入、工商登记，亦受到外商投资产业政策以及外汇政策等限制。

今年2月17日，国家外汇管理局上海市分局发布《关于临港新片区部分跨境贸易投资高水平开放试点扩围的通知》（以下简称“《新规》”），将上海市QFLP试点外汇管理新政由临港新片区扩大至上海市全辖，进一步支持股权基金跨境投资。本章内容以设立在上海的QFLP为例进行分析。

1. 外商投资股权投资管理企业（具备境外募资资格的外资股权私募基金管理人）

根据《关于上海开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》，外商投资股权投资管理企业是指在本市依法由外国企业或个人参与投资设立的，以发起设立股权投资企业，和/或受托进行股权投资管理为主要经营业务的企业。

图表19. QFLP基本架构



来源：卓佳

设立条件

设立地点		上海（以上海为例）
注册资本		1. 认缴不低于200万美元等值货币 2. 出资方式：限于货币 3. 实缴资本：营业执照签发之日起3个月内到位20%以上，其余部分应当自企业成立之日起2年内到位
组织形式		公司或合伙等组织形式
企业性质		外商独资或中外合资
境外股东或合伙人		1. 在申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于5亿美元等值货币或管理资产规模不低于10亿美元等值货币 2. 有健全的治理结构和完善的内控制度，近两年未收到司法机关和相关监管机构的处罚 3. 境外投资者或其关联实体应当具有五年以上相关投资经历
高管要求	人数	至少2名
	资质要求	1. 有五年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历 2. 有二年以上管理职务任职经历 3. 有从事与中国有关的股权投资经历或在中国的金融类机构从业经验 4. 在近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好
	高管范围	高级管理人员，是指公司型企业的董事、监事、总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书和公司章程约定的其他人员，以及合伙型企业的普通合伙人和合伙协议约定的其他人员。合伙型企业的普通合伙人为法人机构的，则该机构的高级管理人员一并视为高级管理人员。
	中基协登记要求	法定代表人、风控负责人系中基协认定的当然的高管，管理人登记要求高管具备相应的从业经历与胜任能力，并提供相关证明资料、兼职限制等
企业名称		含“股权投资管理”字样
其他		需满足中基协关于基金管理人登记的要求等

设立流程

申请试点的外商投资股权投资管理企业，应通过外商投资股权投资企业或拟设立股权投资企业的执行事务合伙人向市金融办递交试点申请。该合伙人或其关联实体需具备三年以上直接或间接投资于中国境内企业的良好投资经历。申请人需递交如下申请材料：

1. 试点申请书，所附材料包括：第二十条要求的书面证明材料、机构投资者应提交营业执照复印件、最近一年经审计的财务报表等材料；
2. 股权投资企业资料，包括：募集说明书、合伙协议（主要包括境外投资者的出资比例、募集金额和募集进度等）、主要高管人员简历等；
3. 托管银行的有关资料及与托管银行签署的相关文件；
4. 申请人出具的上述全部材料真实性的承诺函；
5. 联席会议要求的其他材料。

市金融办自收到全部申请文件之日起5个工作日内决定是否受理；在受理后10个工作日内，召集联席会议相关单位进行评审，审定试点企业。经评审符合试点要求的，由市金融办书面通知申请人，并抄送联席会议有关单位

和试点企业的托管银行；评审不通过的，由市金融办书面通知申请人。

获准试点的外商投资股权投资企业须在通过审核之日起六个月内，根据本办法第三章要求完成工商登记注册手续，过期须重新申请试点资格。

获准试点的外商投资股权投资管理企业可使用外汇资金对其发起设立的股权投资企业出资，金额不超过所募集资金总额度的5%，该部分出资不影响所投资股权投资企业的原有属性。

2. 外商投资股权投资企业

产品结构

QFLP常见模式		
模式1	模式2	模式3
<p>由外商投资股权投资管理企业向满足条件的境内外投资人募资，成立外商投资股权投资企业，并进行基金产品备案。需注意境内外投资人需满足合格投资者的要求。</p>	<p>由外商投资股权投资管理企业向满足条件的境外投资人募资，成立外商投资股权投资企业，并进行基金产品备案。需注意境外投资人需满足合格投资者的要求。</p>	<p>由内资股权投资管理企业向满足条件的境外投资人或境内外投资人募资，成立外商投资股权投资企业，并进行基金产品备案。需注意境内外投资人需满足合格投资者的要求，并且内资股权投资管理企业作为基金管理人不但需满足中基协管理人登记的规定，还需满足《新规》的准入要求。</p>

QFLP基金投向

根据《新规》，QFLP基金的投向应当符合国家宏观调控政策、产业政策及现行外商投资准入特别管理措施（即负面清单），且应具有真实的交易基础，不得虚构交易。根据国家外汇管理局上海分局的解读，新规允许QFLP基金通过股权、债权等形式在境内开展负面清单以外的各类投资活动，例如非上市公司的股权，上市公司非公开发行和交易的普通股(含大宗交易、协议转让等)、优先股、可转债、配股等。

外汇登记及额度管理

QFLP基金管理人需要在取得试点资格以及募集境外资金规模（“QFLP额度”）后到所在地外汇局办理外汇登记。相关的登记材料也有所精简。QFLP基金的资金汇出、汇入均应通过QFLP专用账户完成。

同一管理人管理的不同QFLP基金之间可灵活调剂使用QFLP额度，但各基金的QFLP额度之和不得超过该管理人获得的QFLP试点总额度。此外，QFLP额度实行余额管理，也即管理人发起成立的所有QFLP基金募集境外资金的净汇入(不含股息、红利、利润、税费等经常项目收支)之和不得超过该管理人获得的QFLP试点总额度(因汇率变动等合理原因导致的差异除外)。这意味着，境外有限合伙人可以在QFLP基金的额度内自由汇入汇出本金，

参与QFLP基金的申购和赎回。在投资本金汇出后额度将释放出来，可以循环使用。

强制托管及报告义务

要求QFLP管理人必须委托境内具有托管资质的金融机构作为试点基金的托管人，且托管人有义务实时监控资金使用情况。QFLP托管人有义务于每季度结束后10个工作日内向相关外汇局及上海市地方金融监督管理局报告试点基金资金汇出入、结购汇数据。QFLP托管人还有义务按照银行展业原则，对试点业务进行尽职审查和事后监督，如QFLP托管人发现试点业务资金运作存在重大或异常事项的，必须及时向相关外汇局报告。此外，QFLP管理人也需要于每季度结束后10个工作日内向相关外汇局及地方金融工作管理部门报告投资信息，包括资金汇入汇出及结汇购汇情况以及境内项目情况，即投资品种、基金净值、资金投向、境外募集资金来源等信息。

资金汇出

在如实申报资金用途并符合相关投资范围的前提下，试点基金可直接在银行办理外汇资金结汇。银行可凭QFLP管理人出具的有关资金来源和用途的说明及投资者出具的按照中国境内相关税务法律法规足额缴纳税费的承诺函等为试点基金直接办理相关跨境收支业务。

2.1.2.3 跨境架构基本税费及房地产投资税收优化

税费情况

在目前的操作中，外资机构为了避免资金出入境及相关税费问题，在地产融资方面通常会优先选择境外上市房

企或者有境外持股主体的开发商作为交易对手，并整体倾向于在境外放款和收取利息，由开发商在境外取得融资款后自行解决资金入境问题。因此，对于外资资金而言，由于对国内的税收政策的不了解，亦错失了大量的投资机会。以图表15外资资金FDI资金入境的常见架构为例，基本税费情况如下表（见图表20）：

图表20. 跨境架构基本税费构成（以图表15架构为例）

外商独资企业（WFOE层面）			
项目	增值税税率	企业所得税税率	备注
对外投资环节	—	—	—
日常经营环节			
1. 利息、服务费、咨询费	小规模纳税人3%，一般纳税人6%	25%	
2. 被投资对象分红	—	投资对象为公司则分红所得税，投资对象为合伙企业，则分红需并入企业的应纳税所得额并25%缴纳企业所得税	
3. 转让被投资企业股权实现退出	—	就股权转让所得缴纳企业所得税（25%）	如果被投资企业是中小高科技企业，投资额的70%在股权持有满2年的当年抵扣应纳税所得额
利润分配资金出境环节			
WFOE外资股东股息		预提所得税10%，如果有税收协定则5%-7%	
B、C、D公司			
对外投资环节	—	—	—
日常经营环节			
1. 利息、服务费、咨询费	小规模纳税人3%，一般纳税人6%	25%	
2. 被投资对象分红（如D对C分红，C对B分红）	—	投资对象为公司则分红所得免税，投资对象为合伙企业，则分红需并入企业的应纳税所得额并按25%缴纳企业所得税	
3. 转让被投资企业股权实现退出	—	就股权转让所得缴纳企业所得税（25%）	如果被投资企业是中小高科技企业，投资额的70%在股权持有满2年的当年抵扣应纳税所得额

数据来源：卓佳整理

2.2 投资模式与盈利模式

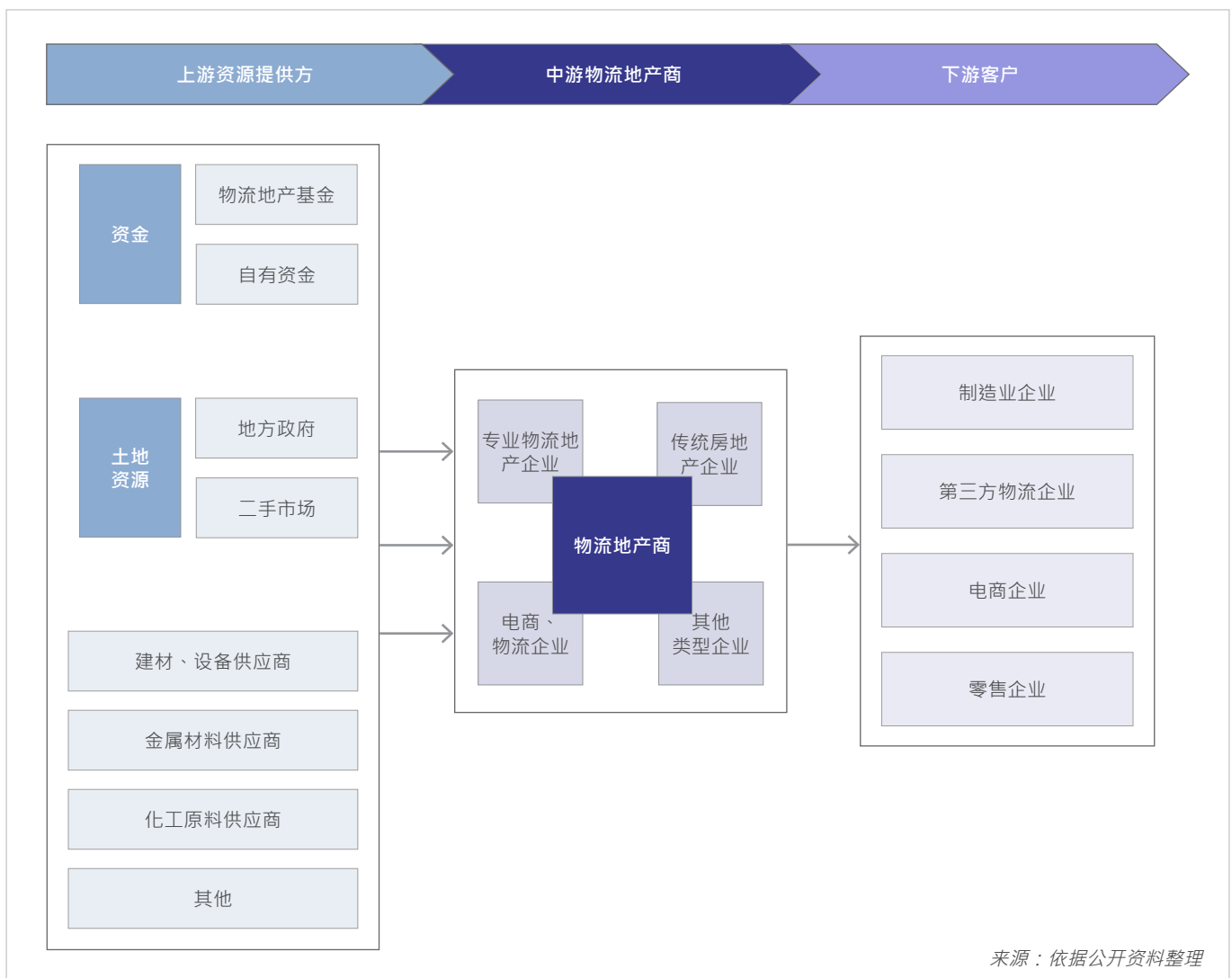
2.2.1 投资模式分析

物流地产产业投资运作流程（见图表21）

以物流地产的投资开发为例，其开发运作模式大致为拿地、规划开发、招租三个环节，并最终得到租金和管理费做为收益。物流地产企业投入资本拿地开发，建成物

流园区、配送中心、分拨中心等不动产，通过出租出售、管理等方式获利。

图表21. 物流地产产业投资运作流程图



目前物流地产投资开发运营模式

从国内物流地产的项目投资来看，物流地产的投资开发模式受到不同的投资建设和管理主体、不同的融资方式等因素的影响。由于投资建设和建设主体的多样化，

致使物流地产投资商的投资侧重点不同，目前国内涉及的物流地产投资开发模式主要有以下4种：

类型	介绍	收益来源	典型投资企业	优劣势
地产企业主导型运营模式	房地产开发商是开发投资物流地产的主体，通过充分的市场调研和可行性分析、选址、建设完成高标准、高品质的物流基础设施，地产企业只提供给客户相应的物流设施、物业管理、物流信息服务等，并不参与客户企业的日常运营工作中。	租赁物流设施的租金收入、物业管理费用、地产本身的升值和物流相关咨询服务费用	普洛斯	<p>优势：</p> <p>可以借助地产企业的资金优势和物流基础设施建设能力，帮助客户合理开展物流业务，为客户创造更多的经济效益，降低财务风险，减少不必要资金的投入所造成的损失。</p> <p>劣势：</p> <p>对于整体实力较小的物流企业来说，由于物流企业对于物流设施的标准要求较高，基础设施比较先进，从而造成租金成本较高，就会把那些实力较弱的客户拒之门外，造成一些客户资源的流失。</p>
物流企业主导型运营模式	建设主体为物流企业（专业型运营模式），根据物流设施需求市场及物流国际化趋势的发展，通过设施规划、选址、取得土地、设计与施工、建设完成相关物流设施，在满足自身企业实体发展的同时，将剩余的一部分物流设施或相关配套服务用于租赁给其他有需求的客户企业。	租金、三方承运等	百联集团、京东物流	<p>优势：</p> <p>能够发挥物流企业本身的专业管理技能，了解客户的具体行业需求，以便可以更好地做到满足客户定制化的需求，最大化物流本身功能。</p> <p>劣势：</p> <p>在物流地产项目运营初期可能会因资金不足，分摊给客户的物流相关服务跟不上客户发展的节奏，就不能提供给客户优质高效的服务，造成提供给客户的物业管理水平和运营效率较低。</p>
地产企业与物流企业合作型运营模式	地产企业与物流企业共同出资、合作经营成立物流地产投资公司（综合性运营模式），在物流地产项目实施之前，把各项风险、项目利益等通过签订合作协议、合同契约方式做出明确的分工合作细则。	租赁物流设施的租金收入、物业管理费用、地产本身的升值和物流相关咨询服务	中储-普洛斯框架协议	<p>优势：</p> <p>通过这种运营模式可以发挥双方各自的资源优势，同时可以做到优势互补与合作共赢。</p> <p>劣势：</p> <p>在双方合作过程中，会存在彼此的信用风险，特别是在利益分配、风险共担方面。</p>
第三方企业*牵头型运营模式	联系地产企业和物流企业（整合性运营模式）。即通过第三方将物流企业和地产企业各自的优势资源进行整合，同时对物流企业和地产企业进行严格的资格审查、实力审核，确保实现强强联合。三方协议达成后，开始由第三方中介组织负责对物流运营管理企业进行招标，而企业收益也将由第三方企业代为审查并依据协议进行公平合理的利益分配。	租赁物流设施的租金收入、物业管理费用、地产本身的升值	产业开发园	<p>优势：</p> <p>可以充分利用了第三方企业独立的审核制度，避免物流企业和地产企业的相互不信任。另外，由第三方进行担保，可以降低双方的信用风险，从而避免后期所产生的矛盾争执。</p> <p>劣势：</p> <p>对第三方企业的要求会很高，无论是管理能力、企业实力、信用程度等方面都要严格地进行考核和筛选，还是在要求第三方在执行义务时也要有严格的行业自律，需要建立社会信用档案。</p>
备注	*这里的第三方企业可以包括两类：第一类以政府为主，政府可以充分发挥自身的资源优势、政治权利，对物流企业、地产企业的实力、资质等级、信誉等级等进行严格审查，并对项目完成后的运营情况进行监管，确保物流地产产业的良性运营。但在这种模式运营中政府的干预作用过于强大，不利于市场良性竞争环境的形成，另外政府承担的风险和责任比较重大；第二类是指第三方中介组织，利用中介自身拥有的专业技术优势，可以对物流企业、地产企业的管理水平、技术实力和资信、资金实力进行综合的评价，并利用独立审计的方式来保证对物流地产项目运营的监督。			

投资回报与收益

物流地产的投资回报率高于其他商业地产资产。

租金价格、物业出租率、土地价格和资金成本：物流地产投融资过程最为核心的要素。

租金价格：市场需求迅速放量，未来租金价格维持上涨，但同时需要关注区域间的结构性涨幅，这将决定房企物业布局和拿地策略。

物业出租率：企业的运营能力决定企业能否通过提高出租率实现业务规模扩张，这也是如普洛斯等成熟外资物

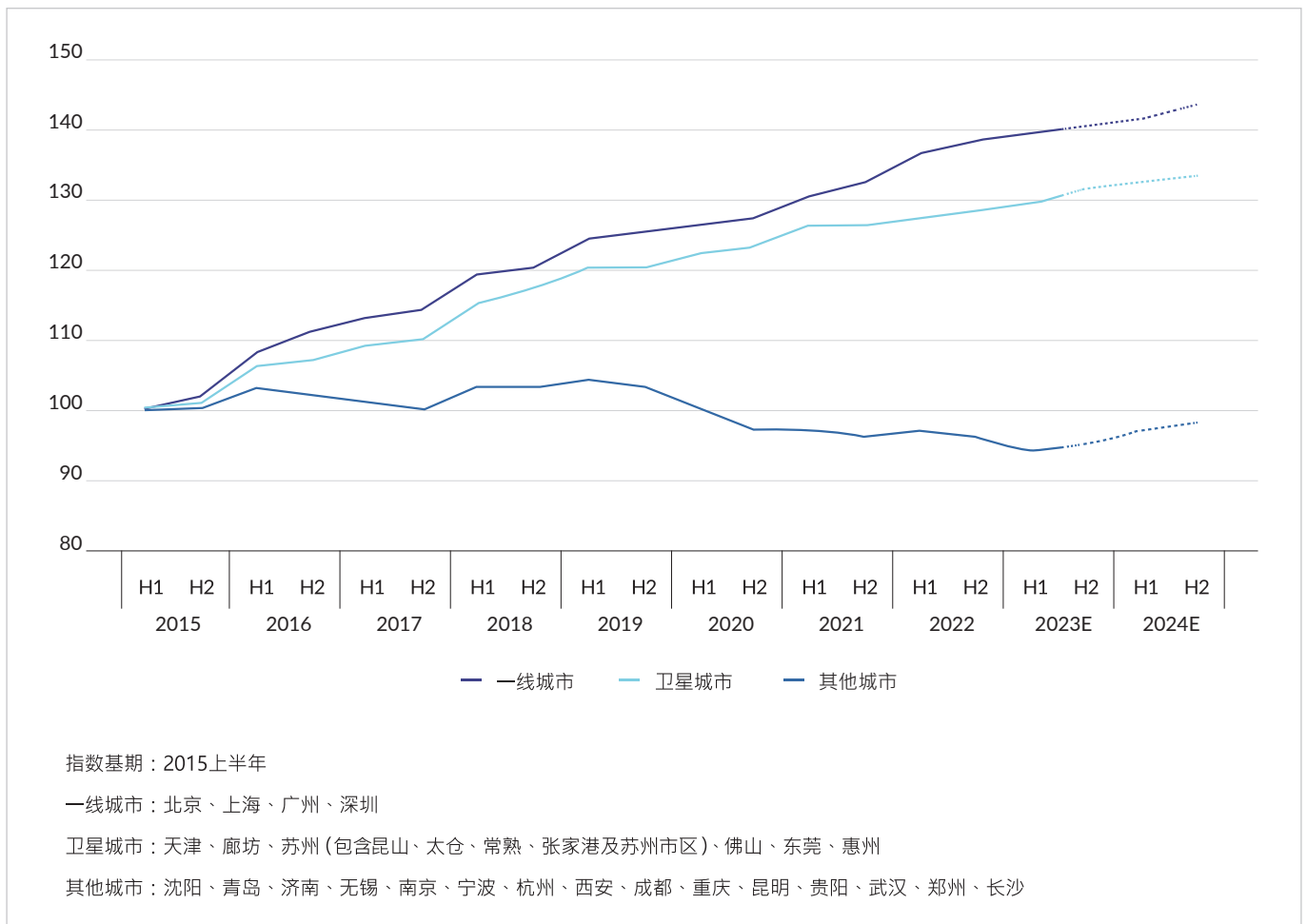
流地产的优势所在。

土地价格：企业获取土地的能力与拿地价格从成本端决定企业的投资回报率，这也是本土企业的优势所在。

资金成本：长周期投资对房产租赁企业的资金成本要求更高，因此需要关注企业的融资成本与财务风险。

根据世邦魏理仕发布的《2022年中国投资者意向调查报告》中，2021年以来，产业地产已经超越写字楼成为投资者关注度最高的资产类别，其中近八成投资者将聚焦仓储物流（见图表22）。

图表22. 投资者关注度最高的资产类别-产业地产

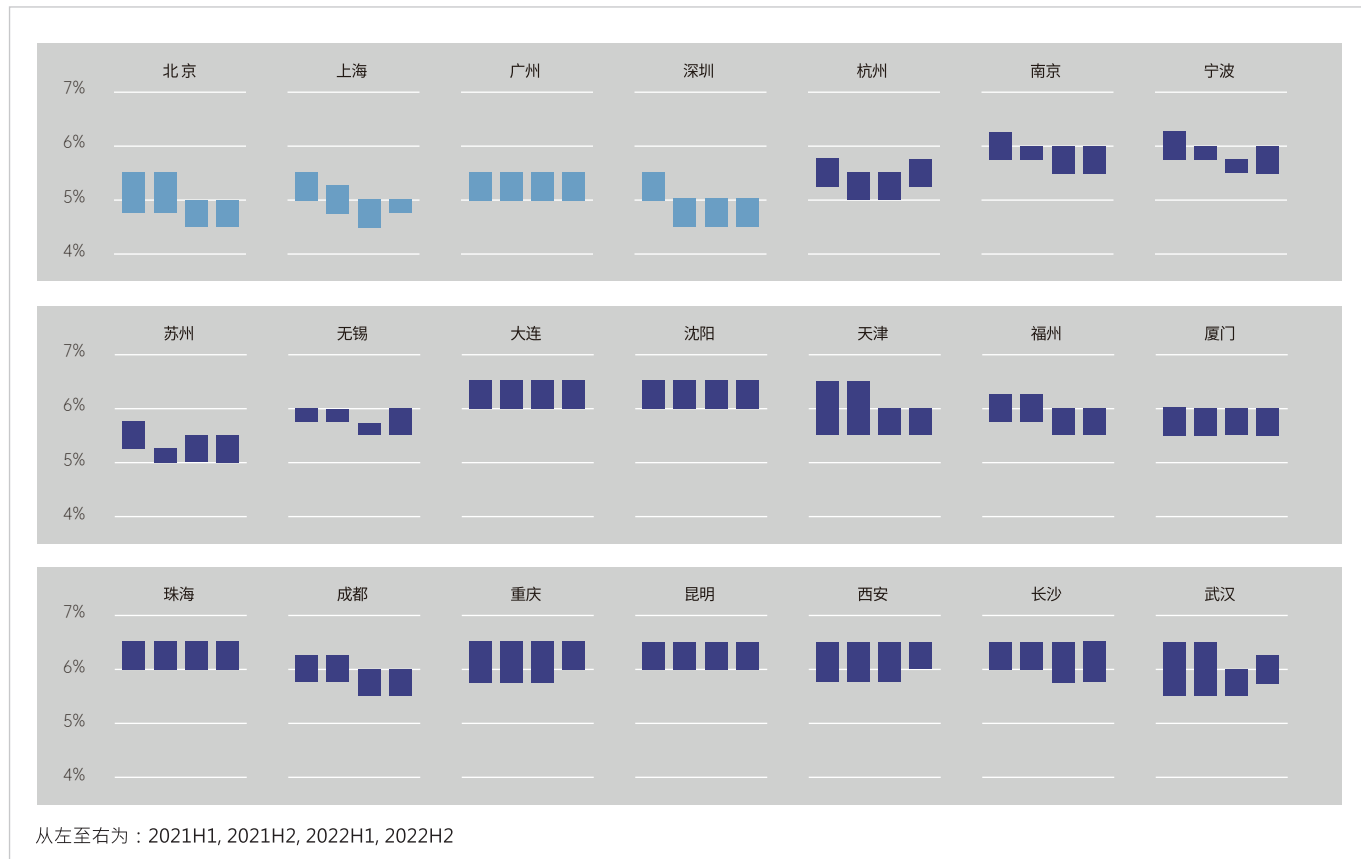


数据来源：世邦魏理仕《2022年中国投资者意向调查报告》

根据第一太平戴维斯发布的《中国物流地产报告2023》显示，随着经济与消费需求的修复，以非保税仓仓储为核心的物流地产租金将在未来保持缓步上扬趋势。同

时，通过对重点城市的物流资本化率观察，随着整体投融资环境的改善，关于物流地产的投资组合收益率也开始上扬（见图表23）。

图表23. 重点城市物流资产资本化率



数据来源：第一太平戴维斯《中国物流地产报告2023》



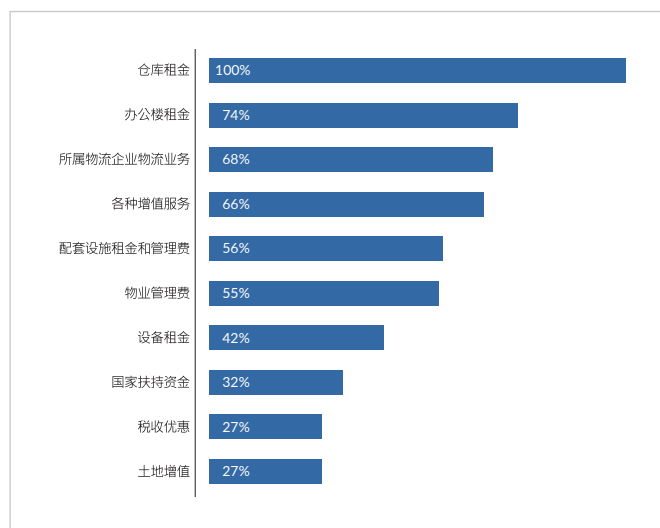
卓佳客户项目

2.2.2 盈利模式分析

租金收入依旧是物流地产的主要收入方式

物流租赁服务包括仓库租赁、设备租赁、房屋租赁、配套设施租赁等。租赁服务带来的租金收益稳定，是物流地产最主要的收益来源（见图表24、26）。同时，中国电商发展所带来的购物需求，与之带来的仓储物流业务需求在整体占比中逐渐上升（见图表25）。

图表25. 国内仓储物流盈利模式分类（样本占比分析）



数据来源：招商证券

图表24. 物流地产目前主要收入来源

物流地产目前主要收入来源	
收入来源	基本构成
租赁服务	包括仓库租赁、设备租赁、房屋租赁等。仓库租赁是指经营者将大型仓储场地租给物流、电商、制造业企业等客户。设备租赁则是出租一些装卸设备、运输设备等，甚至是铁路专线这类交通资源。房屋租赁是指将园区内的办公室等非物流建筑物进行出租。租赁服务带来的租金收入稳定，是物流地产最主要的收入来源。
增值服务	增值服务的内容较多，大致可分为物业管理服务、物流配套服务和金融服务等，不同物流地产项目所能具体提供的增值服务差别较大。物流相关的服务包括货物装卸、加工、配送等；物业管理服务则是对物流地产项目提供物业管理；金融服务方面，则是物流地产企业提供供应链金融服务，为仓储客户提供放贷服务；此外，一些特殊的地产项目，例如保税仓项目还可能提供报关、报检等相关服务。增值服务中物业管理服务收入较为稳定，其他服务不具有普遍性，带来的收入有限。
土地增值	土地增值是指随着物流地产项目的健康运营，加之工业用地政策的指标收紧情况下，项目价值不断增长，企业通过土地溢价，项目溢价获取收益。土地增值并不是一项常规收益，是一次性收入，且风险较高，不具普遍性。
政府补贴	非物流地产项目盈利的主要来源，部分地产政府会通过退税，发放补贴等方式帮助物流地产在当地迅速成长。

来源：卓佳整理

图表26. 中国物流地产行业传统盈利模式



来源：卓佳整理

随着私募股权不动产基金的发展，物流地产受到内外资本的青睐，“物流+基金”盈利模式将在未来占主导地位（见图表27）

由于我国目前房地产市场整体上供需转弱，物流土地政策也随之日渐紧张，且传统融资模式如银行资金等监管趋严，物流地产商逐渐将目光转移至以存量资源为基础的如二手土地、持有物流物业等的ABS、基金融资模式上。

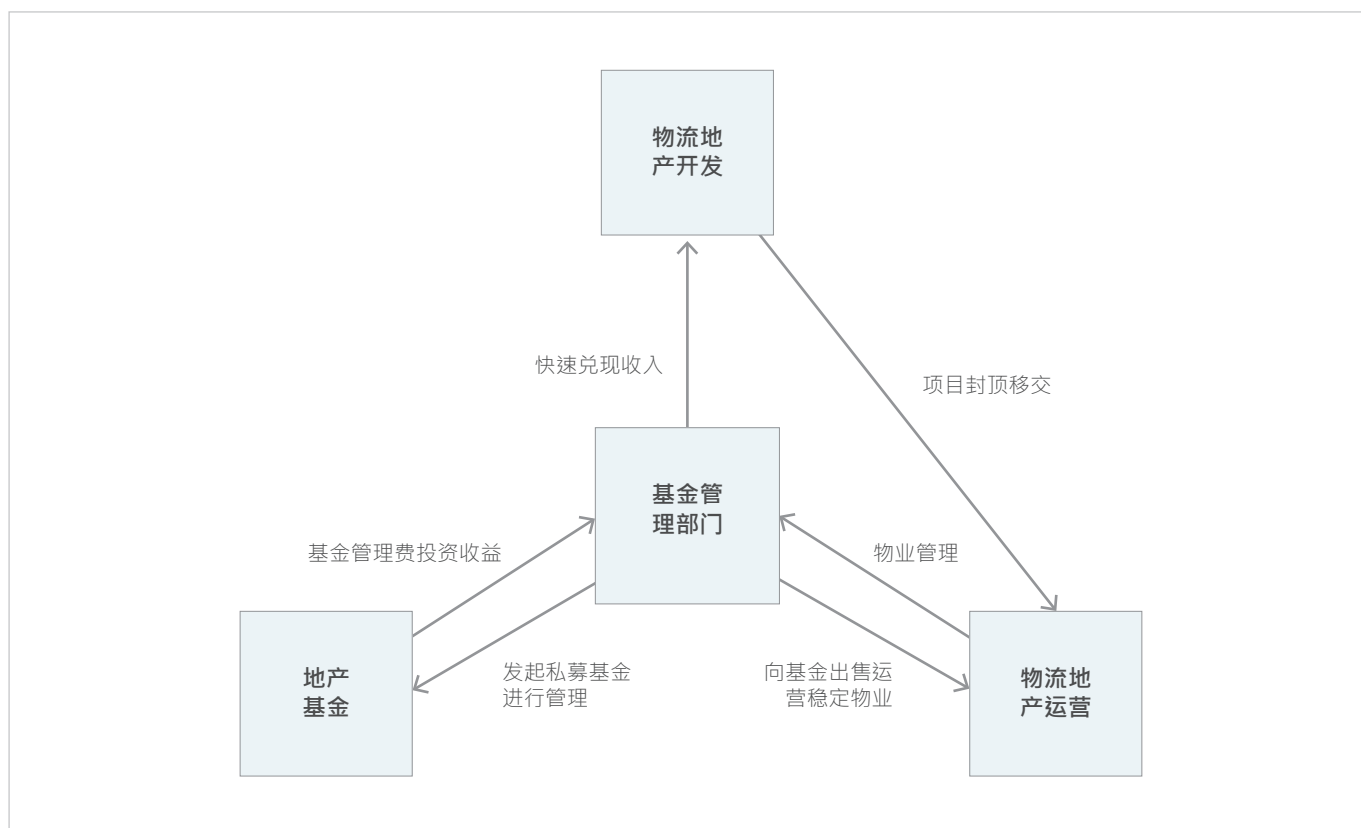
根据近几年物流地产行业部分的投融资案例统计，越来越多的产业资本和投资基金加大关注物流地产，并且政府供地趋紧下物流用地日益稀缺，市场上越来越多

的物流地产商开始与投资商合作，存量工业用地及房屋设施等不动产通过金融产品运作实现增值溢价的可持续发展，并在ESG浪潮下加速布局高标准物流地产项目开发。

相对于传统的物流地产营运模式，“物流+基金”具有更加复合长期盈利的特征：

1. “物流+基金”的融资模式利于缩短投资回收期、减轻负债压力、提高资金使用效率，实现轻资产运营。
2. 物流地产企业可以在开发建设，销售以及后期运营管理各个环节引入基金以盘活资金链。
3. 基金模式有利于物流企业将自有资金使用效率最大化、增加收益、扩大规模布局以及分散风险。

图表27. “物流+基金”运行模式



来源：公开资料整理

2.3 PERE在中国的发展现状分析

2023年2月，证监会启动不动产私募投资基金试点工作，并指导中国证券投资基金业协会发布并实施《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（以下简称《指引》），允许符合要求的私募股权基金管理人在具备初步募资和展业计划的基础上设立不动产私募投资基金，投资特定居住用房、商业经营用房和基础设施项目。中国证券投资基金业协会也在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策。

相对于REITs，PERE（Private Equity Real Estate Funds，不动产私募基金）在中国私募行业发展中经过了更长的发展周期。《指引》的落地，有望进一步推动PERE整体发展的进一步规范化、体系化。同时，近年来，“PERE+REITs”模式成为不动产基金新的发展趋势之一（见图表28）。

图表28. PERE与REITs模式对比图

	REITs	PERE
投资人	以中小投资者和机构投资者为主，投资门槛较低	成熟的高净值投资者（净资产超过100万美元）
投资方向	专门投资与房地产领域的收益型物业	投资于房地产领域的收益型物业或者新开发项目
收益回报方式	以租金为主	租金和房产增值
组织模式	以公司制或契约制模式为主，90%以上所得税前利润需要分配给投资人	主要使用有限合伙制，它具有避免双重征税和机构设置简单的特点
发行方式	私募、公募并存	私募
投资期	长期持有	较短，3-5年
退出方式	在资本市场，如纽交所进行股票买卖一样的交易	房产出售
优点	<ul style="list-style-type: none"> 退出灵活，时间可长可短 可以投资较低金额 有稳定的现金流 	<ul style="list-style-type: none"> 透明度高，对接具体的房地产项目，费用更低，回报更高 管理团队更具效率和成功动机 低波动，和股市关联性小，有稳定的现金流
缺点	<ul style="list-style-type: none"> 有限的回报增长潜力：绝大部分收益需要分给投资人 费用较高 高波动：受股市和房地产行业的双重影响 持有的房企数量众多，透明度和效率较差 	<ul style="list-style-type: none"> 流动性相对较差

来源：卓佳整理

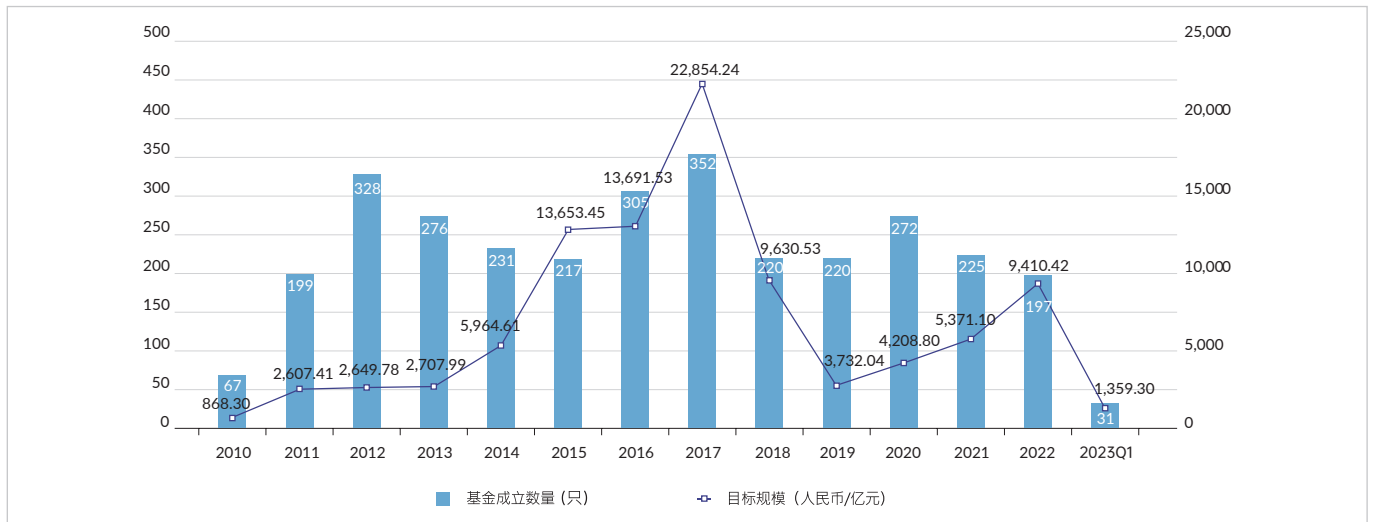
2.3.1 PERE在华整体发展历程脉络

从PERE在中国的发展脉络来看，背靠中国私募股权投资行业整体发展形势，呈现出明显的本土化特征，主要集中在三个方面（见图表29）：

1. 与股权行业整体发展呈现出较强的相关性 with 联动性。PERE的发展始于私募股权投资的兴起，在发展过程中，受行业整体影响较深；
2. 呈现出明显的阶段性发展特征。2010年以前，PERE在中国处于探索阶段，基金的成立数量与增长速度都处于较低水平，在探索中稳步发展；2010年至2018年，国内私募股权行业迅速崛起，同时基于中国市场在金融危机中的良好应对表现和数字化浪潮带来的消费潜力，外资开始大力布局中国商业新兴地产，PERE开始呈现“中外并举，大力进发”的局面；
3. 2018年后，《资管新规》落地，大资管行业迎来监管严冬，银行系资金率先退出PERE市场，此后，行业进入调整与出清阶段；2022年底以来，由于中国经济在疫情中凸显较强韧性以及提振经济信心的政策调整，PERE市场回暖迹象明显，同时，外资重新调整中国资产预期，开始上调对中国投资的关注度。

与其他资产的配置方案与资本运作模式相比，PERE在中国呈现出更长的周期性。由于房地产本身所具有的独特的资产属性，同时受到与宏观经济的周期性关联影响，在更长时间范围内呈现出较强的稳定性；随着中国疫情后的经济回暖以及监管政策松绑，将进入较长的周期性复苏过程。

图表29. 中国私募股权不动产基金成立概况



数据来源：清科私募通



卓佳客户项目

2.3.2 PERE发展现状

PERE在中国历经20年发展，已成为中国私募股权行业乃至整体经济的重要组成部分；但受限于监管框架，过往PERE在中国主要依靠备案为备案为“房地产基金”并进行展业，2023年2月20日，证监会宣布于近日启动了不动产私募投资基金试点工作。同日，中国证券投资基金业协会（简称“中基协”）发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（简称《不动产试点指引》），新设“不动产私募投资基金”类别，允许将住宅纳入投资范围，同时，允许并鼓励境外投资者以QFLP方式投资不动产私募投资基金。

根据中国基金业协会发布的《不动产试点指引》起草说明，截至2022年末，协会存续私募股权房地产基金838只，存续规模4,043亿元，存续私募股权基础设施基金1,424只，存续规模1.21万亿元，主要投向商业地产、交通基础设施、物流仓储、市政工程开发与建设等。相较于截至2022年末，存续私募股权投资基金31,550只，规模10.94万亿元的数据，传统私募股权房地产基金的数量与规模均较小，以商业地产投资为主；私募股权基础设施基金尽管数量不多，但基金规模占据重要一席之地。

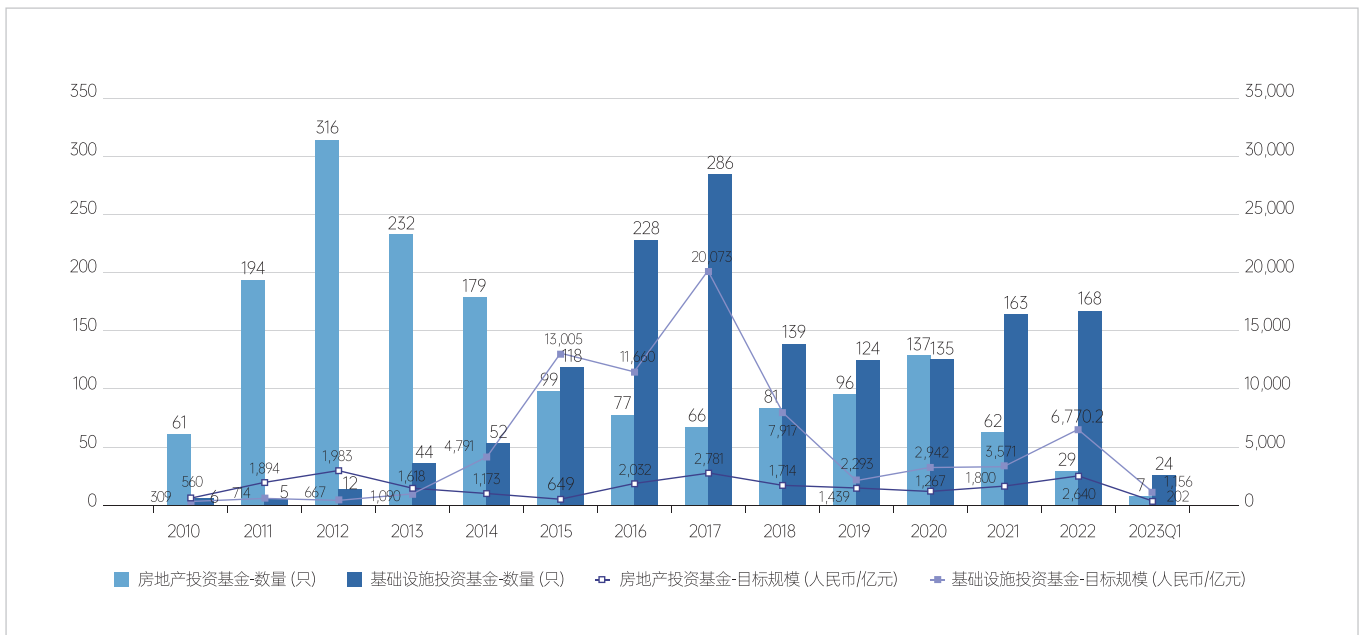
卓佳通过对过往在中基协备案登记为“房地产基金”，对中国PERE市场进行追溯与统计研究，共统计到1784只中国房地产主题相关基金，由于部分外资地产基金及2010年前成立的部分基金未履行备案手续，在过去实际运作的目标总体规模总计约为26,317亿元人民币。同时，通过对基础设施投资基金统计，2001年以来共有1,518只基础设施基金发生募集，基金募集运作总体规模达到77,377亿元。市场数据与中基协数据存在差异的原因多为：较早期成立的基金未履行备案手续，部分外资与合资基金无法或未能在国内注册及备案，较早阶段成立的基金已经退出或清算。

PERE在中国的发展呈现出以下特点：

第一，受政策调整影响明显，2022年后开始逐渐进入周期性复苏过程。

根据统计结果显示（见图表30），房地产投资基金设立数量在2012年达到高点316只；2014年后，聚焦于物流地产、产业园区等领域的股权类投资基金更多以基础设施投资基金的形式进行备案；2017年，基础设施投资基金数量达到286只；2018年后，受监管政策影响，基金的注册数量与规模双双下滑，开始近4年的“相对低迷”时期；2022年以来，PERE复苏迹象明显，基金注册数量与规模的速度开始逐渐回升。

图表30. 中国PERE基金2010年以来设立数量与规模分布



数据来源：清科私募通、PERE Data

2022年，基于房地产行业的发展形式经历了多轮深层次变化，调控政策开始区域宽松，在需求端，伴随着两次高层会议的召开，地方因城施策空间逐步打开。同时，宏观经济政策层面，两度降准、三次降息以及阶段性放宽房贷利率下限，推动居民购房成本进一步降低。在供给端，监管部门从2022年年初开始针对房企融资问题多次发声，逐步回收前期收缩性政策。2022年四季度，随着“金融16条”的发布，政策端向“保主体”层面转

变，满足行业合理融资需求、支持优质房企改善资产负债状况。高灵活性提升市场积极性。

在此背景下，国内PERE基金展现快速回升状态，2022年至2023年Q1，已有超30只大型PERE类基金设立（见图表31），同时，以KKR为代表的国际投资巨头也重新将投资重心转向中国市场，进一步带动外资在中国市场的运作发展。

图表31. 中国市场2022~2023Q1成立的PERE基金列表（部分）

基金名称	管理机构	成立时间	基金类型	资本类型	募集状态	基金币种	目标规模(RMB/M)
东久新宜新经济产业基础设施基金	东久新宜集团	2023-03-29	基础设施投资基金	本土	新设立	RMB	6,000.00
KKR Global Infrastructure Investors IV	KKR	2022	基础设施投资基金	外资	已募完	USD	109,813.20
普洛斯越南物流开发基金一期	普洛斯	2022-01-04	基础设施投资基金	外资	已募完	USD	6,975.98
芜湖元朔投资	朗姿韩亚资管	2022-01-11	基础设施投资基金	本土	已募完	RMB	--
国寿乐歌壹号物流股权投资基金	国寿投资【国寿资本】	2022-01-20	基础设施投资基金	本土	首期募完正在募集	RMB	3,000.00
长沙市隐山冷链基础设施产业投资	普洛斯【隐山资本】	2022-01-21	基础设施投资基金	本土	首期募完正在募集	RMB	1,200.00
国寿铁工基础设施投资基金	国寿投资【国寿资本】	2022-01-27	基础设施投资基金	本土	首期募完正在募集	RMB	30,000.00
远洋资本地产特殊机会美元基金一期	远洋资本	2022-02-15	房地产投资基金	外资	已募完	USD	4,095.90
凯德投资中国特殊机会人民币基金I期	横琴平安	2022-02-25	房地产投资基金	本土	首期募完正在募集	RMB	703.00
中联基金不动产投资基金	中联基金【中联前源不动产基金】	2022-03-18	基础设施投资基金	本土	拟设立	RMB	5,000.00
中信金石-华润置地不动产产业私募股权投资基金	金石投资【中信金石】	2022-04-14	房地产投资基金	本土	新设立	RMB	--
KKR Asia Pacific Infrastructure Investors II	KKR	2022-04-28	基础设施投资基金	外资	首期募完正在募集	USD	28,350.68
Blackstone Real Estate Partners X	黑石	2022-05-03	房地产投资基金	外资	首期募完正在募集	USD	192,555.85
Blackstone Real Estate Partners X(LUX)	黑石	2022-05-03	房地产投资基金	外资	新设立	USD	--
济南盈鑫股权投资基金	高速投资【山东高速环渤海天津投资】	2022-06-30	基础设施投资基金	本土	首期募完正在募集	RMB	97.51
普洛斯中国收益基金V	普洛斯	2022-07-06	基础设施投资基金	外资	新设立	USD	33,623.00
TPG REAL ESTATE EQUITY IV	德太投资	2022-08-17	房地产投资基金	外资	新设立	USD	--
TPG REAL ESTATE PERSONNEL IV	德太投资	2022-08-17	房地产投资基金	外资	新设立	USD	--
TPG REAL ESTATE PARTNERS IV(D)	德太投资	2022-08-23	房地产投资基金	外资	新设立	USD	--
苏州联智壹号基础设施投资	中联基金【中联前源不动产基金】	2022-08-25	基础设施投资基金	本土	首期募完正在募集	RMB	301.00
天津润石申威股权投资	华润资本【深圳华润资本】	2022-08-26	房地产投资基金	本土	已募完	RMB	798.00
珠海市睿信保中基础设施投资	深圳前海中保产投	2022-09-02	基础设施投资基金	本土	首期募完正在募集	RMB	51.00

凯德投资中国产业园核心型人民币基金I期	凯德集团【锐凯达】	2022-09-09	房地产投资基金	本土	首期募完 正在募集	RMB	380.01
嘉兴平安安住壹号股权投资	平安资本【平安创赢资本】	2022-10-27	房地产投资基金	本土	首期募完 正在募集	RMB	10,000.00
凯德投资中国产业园核心型人民币基金II期	远见共创资本	2022-11-02	房地产投资基金	本土	首期募完 正在募集	RMB	3,600.00
普洛斯中国收益基金VI	普洛斯	2022-11-07	基础设施投资基金	本土	已募完	RMB	7,600.00

数据来源：清科私募通、卓佳整理



卓佳客户项目

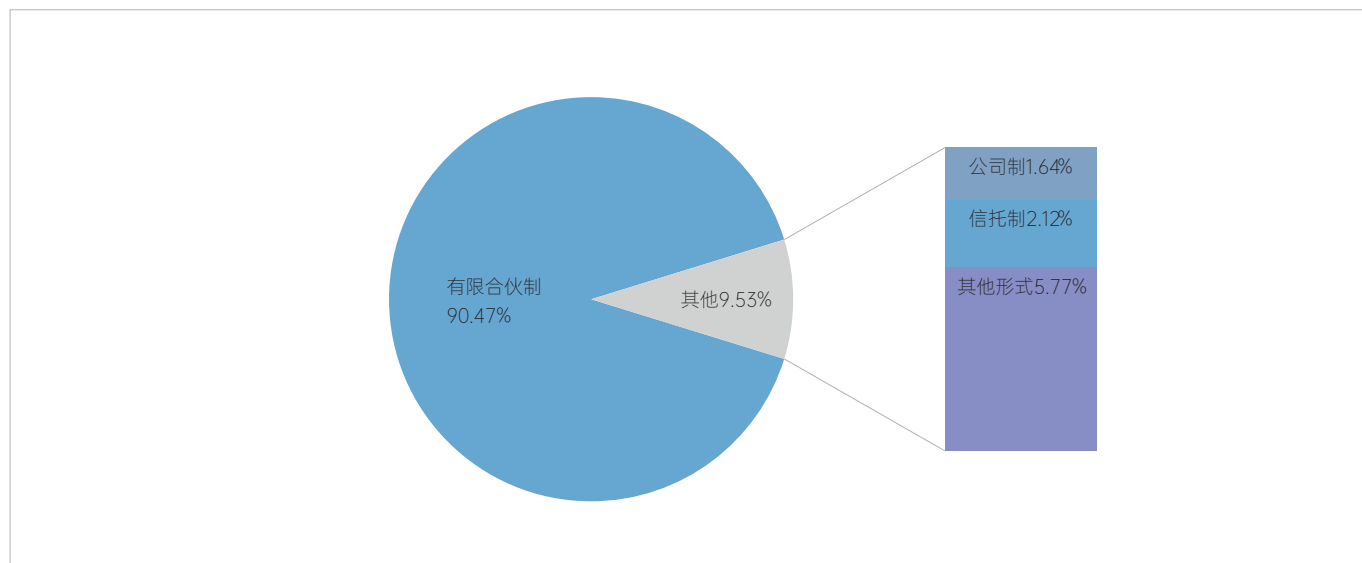
第二，有限合伙制企业为主要资本组织形式，整体占比在80%以上。

有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成，普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任，有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。有限合伙制实现了企业管理权和出资权的分离，可以结合企业管理方和资金方的优势，作为股权投资基金的主流组织

形式，在PERE领域依然如此。

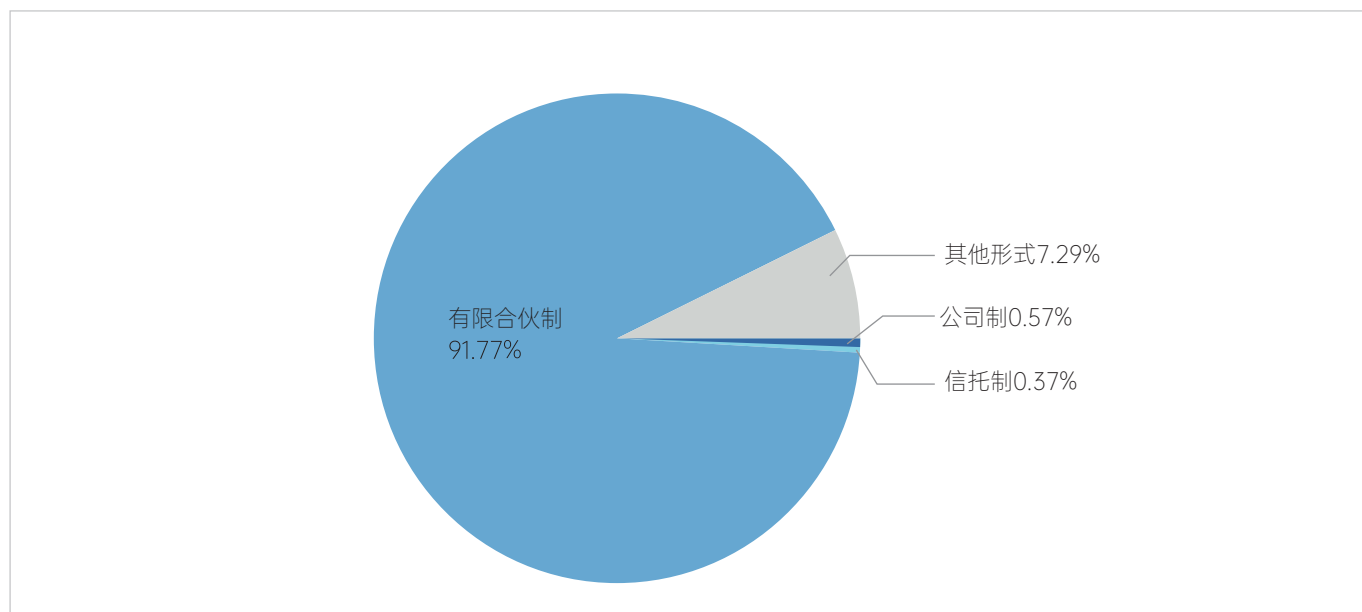
以基金规模分布来看，目前国内房地产投资基金采取有限合伙制的基金规模占总体超过90%（见图表32），基础设施投资基金这一比例则为92%（见图表33）。从数量来看，房地产投资基金选择有限合伙制作为组织形式的数量占比为80%，而基础设施投资基金选择有限合伙制的数量占比为67%。

图表32. 房地产投资基金组织形式——规模分布



数据来源：清科私募通、中基协

图表33. 基础设施投资基金组织形式——规模分布



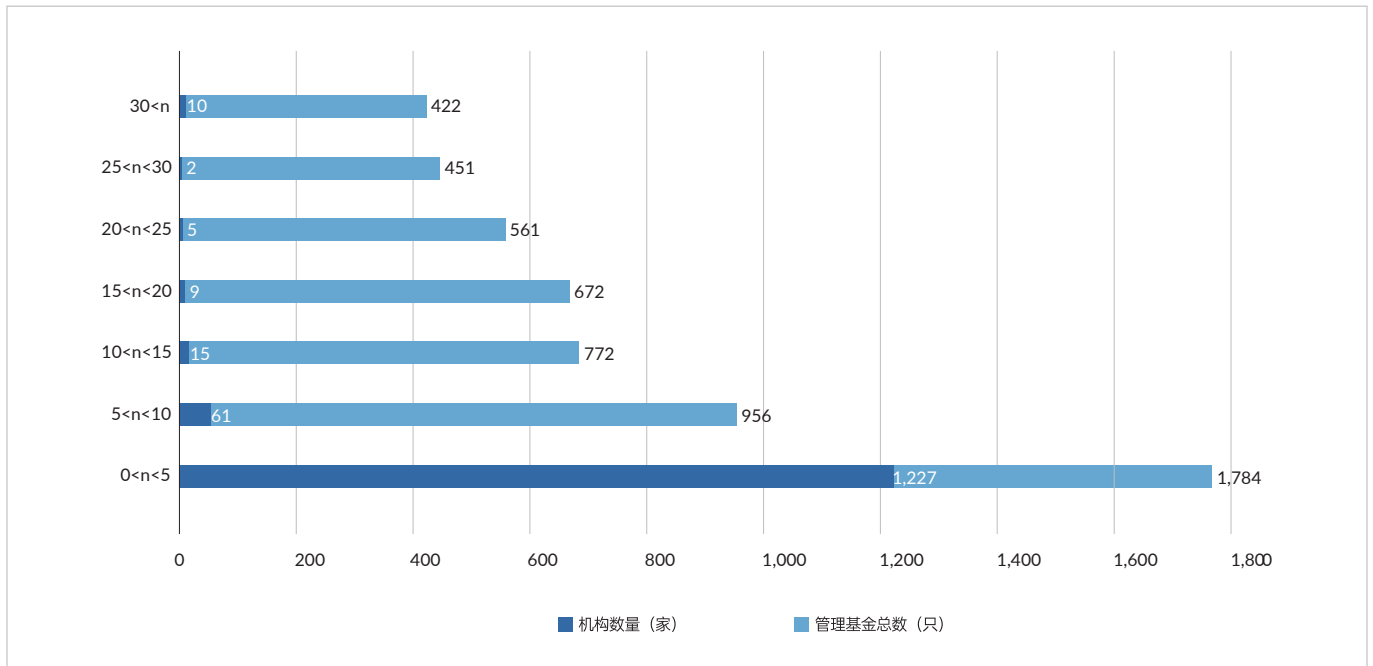
数据来源：清科私募通、中基协

第三·行业头部效应加剧，先发机构优势逐渐拉大。

从机构管理的基金数量来看，PE基金产品数量在5只以下的机构共计1227家（其中，仅管理一只基金的机构共计912家），而管理基金数量在30只以上的机构共有10家，合计管理基金数量422只，行业内分化明显（见图表34）。

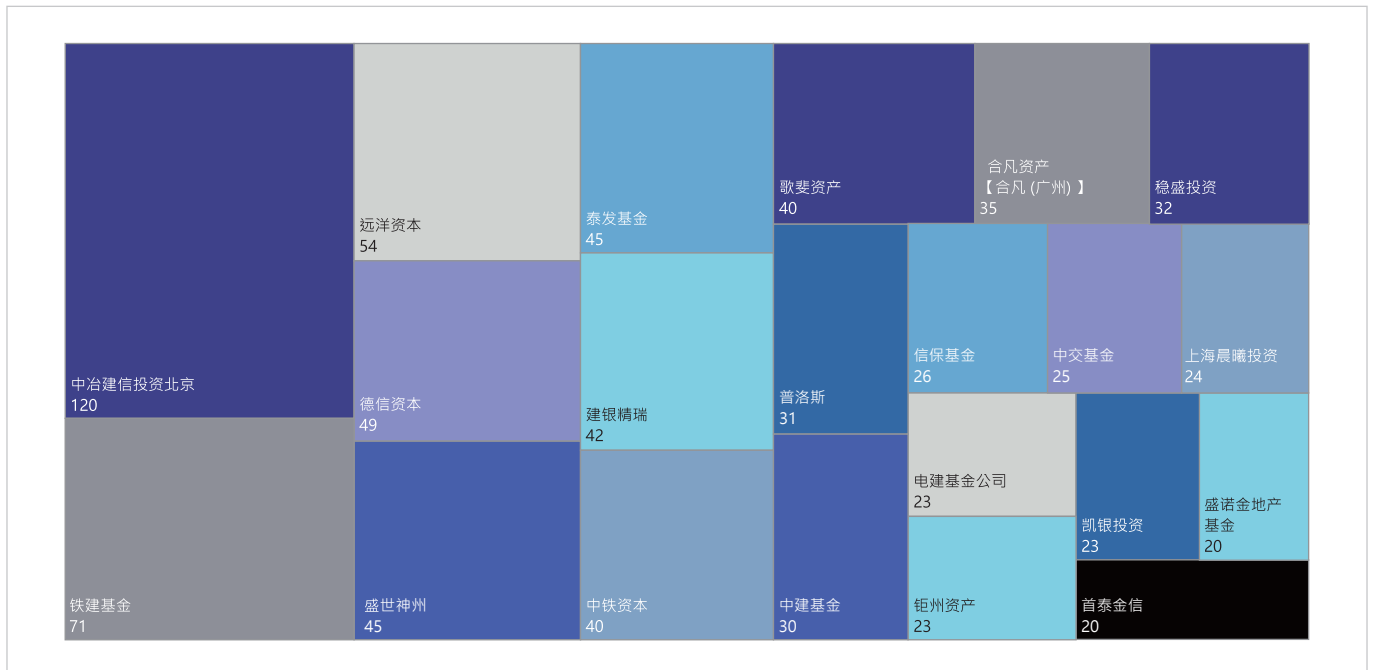
从基金管理数量排名前20来看，均为头部大型基金品牌，依靠自身资金、研究以及渠道优势，这些机构品牌较早进入国内PERE领域，并不断扩大自身版图；同时由于基金投资方向与监管框架，除大型母基金集团与国际资本集团，国资系投资品牌往往占据更大比重（见图表35）。

图表34. 中国PERE管理人与基金管理数量分布



数据来源：清科私募通·卓佳统计整理

图表35. PERE基金管理数量TOP20机构品牌



数据来源：清科私募通·卓佳统计整理

第四，外国投资者积极在华布局物流地产，对中国物流地产尤其工业地产的关注度达到新高点。

根据PERE的相关数据显示，聚焦中国地产的外资基金从2019年的49.96亿美元增长至2022年的138.85亿美元（见图表36），论证了新冠疫情和政治因素并未对流入中国地产的资本产生较大负面影响。

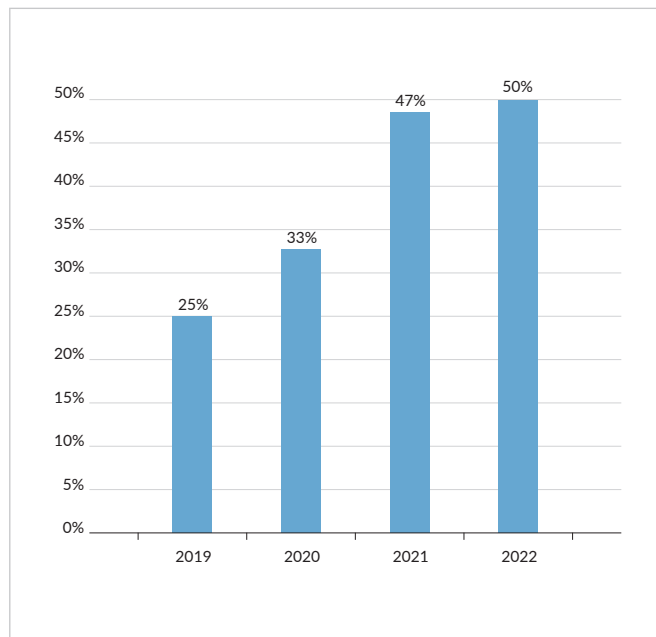
图表36. 聚焦中国地产的外资基金（亿美元）



数据来源：PERE Data

2021年，公募REITs的推出进一步丰富了退出渠道，同时基于中国经济在新冠疫情中表现出的卓然韧性，中国物流地产及PERE的关注度再次上升，根据CBRE的调查显示，50%的投资者表示在2022年的首选行业是产业地产，而这一数据在2020年只有33%（见图表37）。

图表37. 首选物流行业的投资者



数据来源：世邦魏理仕《2022年中国投资者意向调查报告》

2.3.3 PERE主要监管政策

2016年出台的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》（以下简称《2016年4号文》）为重要标志，私募股权基金如以债权投资方式投资于《2016年4号文》列明的16个热点城市普通住宅地产项目的，协会不予备案通过。此后受房地产基金股债比限制、严禁明股实债、资金用途限制等多重因素的影响，私募股权房地产基金的备案难度增加。2021年8月，中基协窗口明确住宅类房地产私募基金暂停新增备案，此后，房地产基金受到严格的监管限制。

为落实中国政府有关“促进房地产业良性循环和健康发展”决策部署，促进房地产市场盘活存量，2023年2月，基金业协会也发布了《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，引发关注。此次新规设立“不动产私募投资基金”类别，扩大了可投资范围，在适格投资者、扩募机制、股债结构、杠杆比例等方面均做了差异化安排和差异化管理。

(1) 不动产私募投资基金与传统私募股权房地产基金的主要差异

	传统私募股权房地产基金	不动产私募投资基金
基金类型	属于私募股权基金大类下的已有子类别	属于私募股权基金大类下的新增子类别
管理人资质	原则上私募股权基金管理人皆可	满足试点条件且获得协会试点许可的私募股权基金管理人
首轮实缴规模	首轮实缴规模无具体规则要求；原则上，每位投资人首轮实缴不低于100万元	>3,000万元
投资人要求	满足合格投资者要求	合格投资者，即应当为首轮实缴出资不低于1000万元的投资者；有自然人投资者的不动产私募投资基金，自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%
投资方式	股权+受严格限制的少量债券	股权+债券 复合一定条件的前提下，“小股大债”具有可行性
投资范围	<ul style="list-style-type: none"> • 符合条件的普通住宅项目 • 保障性住房 • 商业地产 	<ul style="list-style-type: none"> • 特定居住用房： <ol style="list-style-type: none"> (1) 取得五证，已开始销售或主体建设的存量商品住宅； (2) 复合条件的保障性住房； (3) 复合条件的市场化租赁住房 • 商业经营用房（写字楼、商场、酒店等） • 基础设施项目

(2) 不动产私募投资基金与传统私募股权房地产基金关于投资者、投资方式与范围的规定

	传统私募股权房地产基金	不动产私募投资基金
投资者差异	遵循私募基金基本的合格投资者要求，对投资者类别与出资金额并无规则层面的特别要求。	不动产私募投资基金投资者应当为首轮实缴出资不低于1000万元的投资者。其中，有自然人投资者的不动产私募投资基金，自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%。 以合伙企业、契约等非法人形式，通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资于不动产私募投资基金的，应当穿透核查，但基本养老保险、社会保障基金、年金基金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，保险资金，金融机构发行的资产管理产品，在境内设立的面向境外投资者募资的QFLP试点私募基金除外。
投资方式差异	传统地产项目较普遍地采用“小股大债”的融资模式，即少量资金为增信和控制目的，用于项目公司的股权出资，主要投资资金以债权方式投放。而私募股权房地产基金严格要求“真股权”的投资方式，严禁明股实债，私募股权基金有限度的“债权”投资方式受到比例、期限、目的等严格的限制，与地产项目的融资特点较难匹配。	不动产私募投资基金适度放宽了股债比限制，并可以通过申请经营性物业贷款、并购贷款等方式扩充投资资金来源。 不动产基金可以基金财产为自身融资提供担保并以获得的融资资金进行投资活动，也可以基金财产为基金下设的SPV公司等提供担保以获得贷款。
投资范围差异	因过往房地产宏观调控和政策收紧等多重因素的影响，拟投向普通住宅项目的私募股权房地产基金备案难度极高，更多是以商业地产的股权投资基金居多。	不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。对于存量商品住宅，也是目前市场中最大的品类，主要应满足（1）“五证”齐全和（2）已经实现销售或者主体建设工程已开工两项主要条件。对于保障性住房和市场化租赁住房，也围绕证照、范围等提出了具体要求。

(3) 不动产私募投资基金试点管理人条件

	不动产私募投资基金
试点条件	不动产私募投资基金的募集发行主体仅限于满足试点条件并取得协会试点许可的私募股权基金管理人。为体现头部管理人的示范效应，从管理人实缴资本、不动产投资管理规模及经验、专业人员、主要出资人及实际控制人背景等方面均对申请试点的管理人提出较高的准入要求。《不动产试点指引》提出了十项试点条件，其中，对于申请试点管理人的管理规模要求是：具有不动产投资管理经验，在管不动产投资本金不低于50亿元人民币，或自管理人登记以来累计管理不动产投资本金不低于100亿元人民币。试点不动产私募投资基金投资者均为机构投资者的，前款要求可为在管不动产投资本金不低于30亿元人民币，或自管理人登记以来累计管理不动产投资本金不低于60亿元人民币。
管理规模的计算	协会在起草说明中，对于申请试点的管理人不动产投资管理规模的计算提出了如下五个方面的关注点与要求： <ul style="list-style-type: none"> • 仅限已备案私募股权基金（不包含创业投资基金）不动产投资管理规模，未备案私募基金规模不予认定； • 仅限拟申请管理人管理的规模，关联方管理人或管理人高管在其关联方管理人名下的管理规模不予认定； • 认定规模的投资项目应为特定居住用房、商业经营用房、基础设施项目； • 计算规模应为不动产投资本金，即基金实缴且投向项目的股权本金金额（不包括增值部分），外部贷款杠杆部分规模以及投向不动产行业FOF基金规模不予认定； • 拟按30亿在管规模或60亿累计规模申请试点的管理人，应在提交材料时承诺其后续备案不动产私募投资基金投资者均为机构投资者。
“开发商系”管理人被排除在试点范围外	《不动产试点指引》规定的试点条件之一为主要出资人及实际控制人不得为房地产开发企业及其关联方，因私募基金投资需要向房地产开发项目企业派驻管理人员的情形除外。

(4) 对QFLP、夹层基金等带来影响

	不动产私募投资基金
QFLP	明确提出鼓励境外投资者以QFLP方式投资不动产私募投资基金。QFLP主要试点省市的现行政策规则，对于房地产投向的QFLP审批多为严格禁止或审慎处理。目前均为境外投资人的QFLP合伙企业本身已不再适用协会备案。基于外资对境内不动产项目始终保持极大的兴趣，在此次政策的鼓励下，预计外资通过QFLP方式投资境内不动产项目将获得更为宽松的政策环境和更高的操作可行性。
夹层基金	夹层基金因其股债比投资方式的灵活安排和稳定收益受到投资人的青睐。在国内市场，由于传统私募股权基金对债权投资方式的严格限制等因素，夹层基金及其投资面临诸多挑战。此次不动产私募投资基金试点政策的出台，也将有望为夹层基金的发展带来新的发展机遇。



卓佳客户项目

2.3.4 未来发展趋势

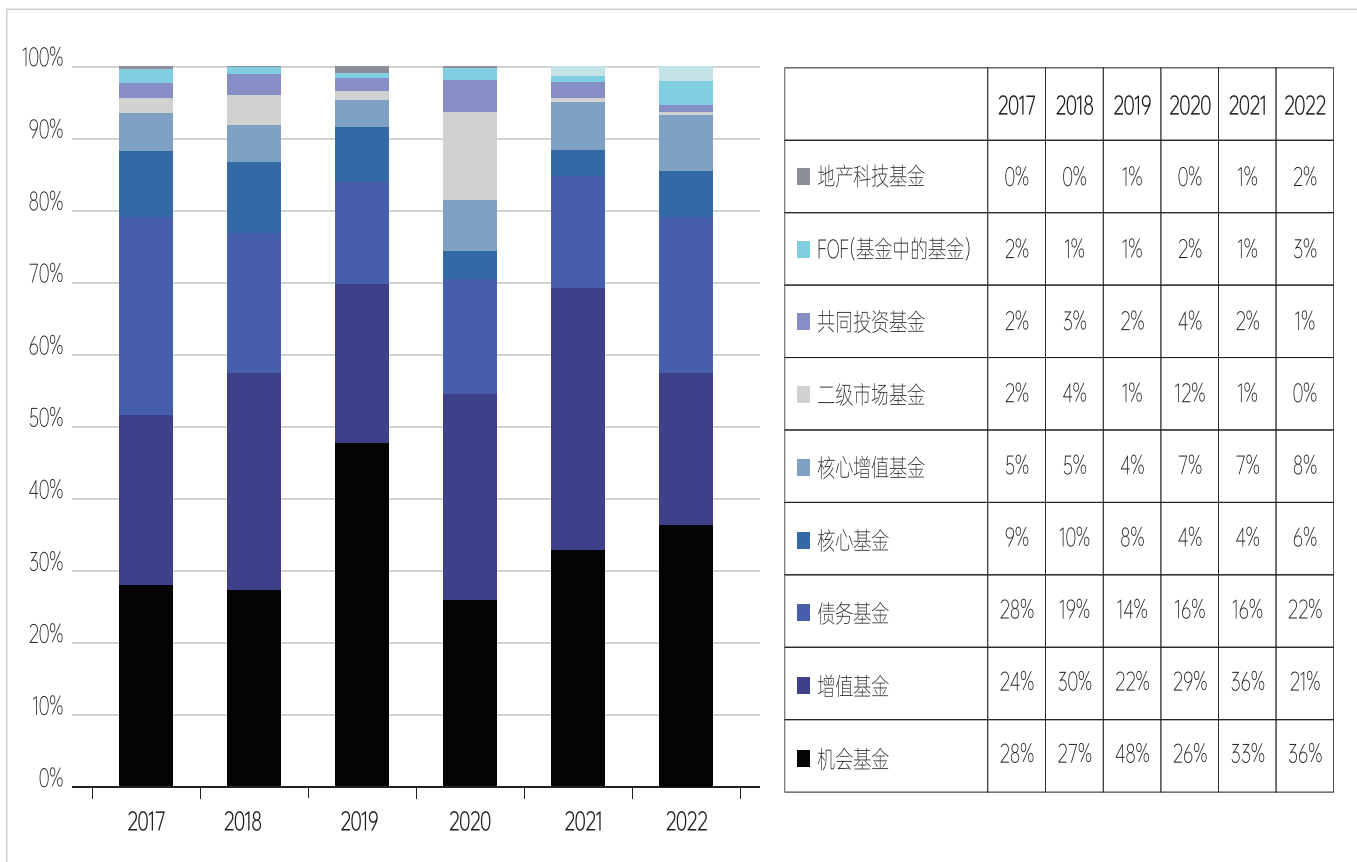
1. 发展模式迎来重大转变，投资策略更加细腻。

伴随着中国新经济地产行业的发展以及政策不断放开，PERE/不动产私募基金的发展运作模式将逐渐脱离简单粗放式的投资驱动模式，在多元化的资产配置策略基础上，基金运营更加注重策略组合，不同投资策略的不动产基金将逐渐出现，在分化上则更加细化。以PERE数据显示，2017年至2022年，全球进行募集的PERE基

金层面，机会基金占比不断扩大，围绕地产智慧化主题的“地产科技基金”的募集也开始兴起（见图表38）。

另一方面，政策推动融资渠道进一步脱困，更多民间资本开始参与新经济不动产项目建设，项目开发重点转变为存量盘活，逐渐发展为更加细腻运营模式及产业驱动生态。

图表38. 2017-2022年全球不同策略的PERE基金募集概况



数据来源：PERE Data

2. 物流地产与产业地产成为关键资产，符合条件的住宅项目开始出现。

根据证监会政策以及中基协发布的《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，由于不动产私募投资基金的投资范围、投资方式、资产收益特征等与传统股权投资存在较大差异，证监会指导基金业协会在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策。

《指引》明确指出，“不动产私募投资基金”为新设立

的基金产品类型，区别于原基础设施及房地产基金类型。不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。

因此，在未来发展阶段内，在物流地产与产业地产依旧占据资产关键位置的大趋势下，以不动产私募基金为架构设计投资住宅等标的项目将开始出现。根据PERE统计的2022年全球PERE基金募集数（见图表39），国外以住宅为标的的基金始终占据主要位置。

3. 外资基金加速募集，进一步扩大在华展业范围。

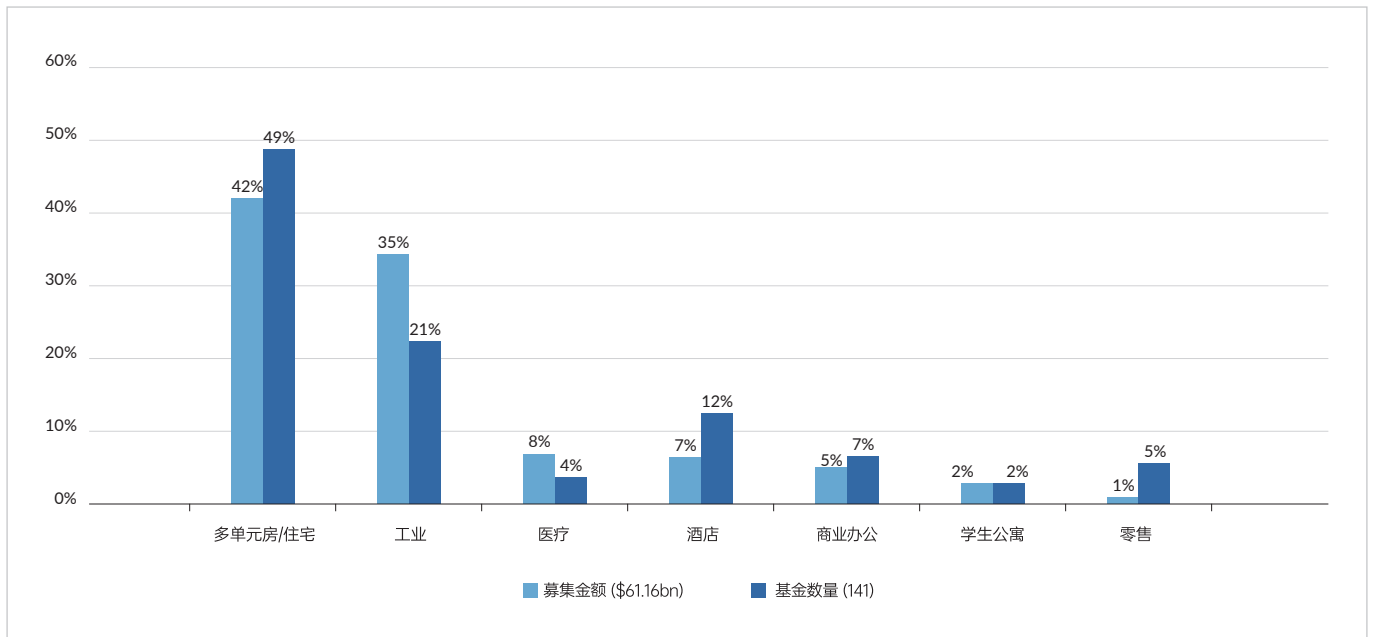
疫情后，全球经济进入修复进程，市场避险情绪上扬，私募跨周期配置的价值属性凸显，以不动产为底层资产的PERE因为更强的价值贮藏属性而被关注。

根据PERE数据统计显示（见图表40），以亚太地区为核心的PERE募集在2020年后开始增加。2023年开始，外资投资公司开始更加积极地物色布局境内地产项目。同时，从主

体信用转到资产信用方向的FDI架构依旧深受外资青睐。

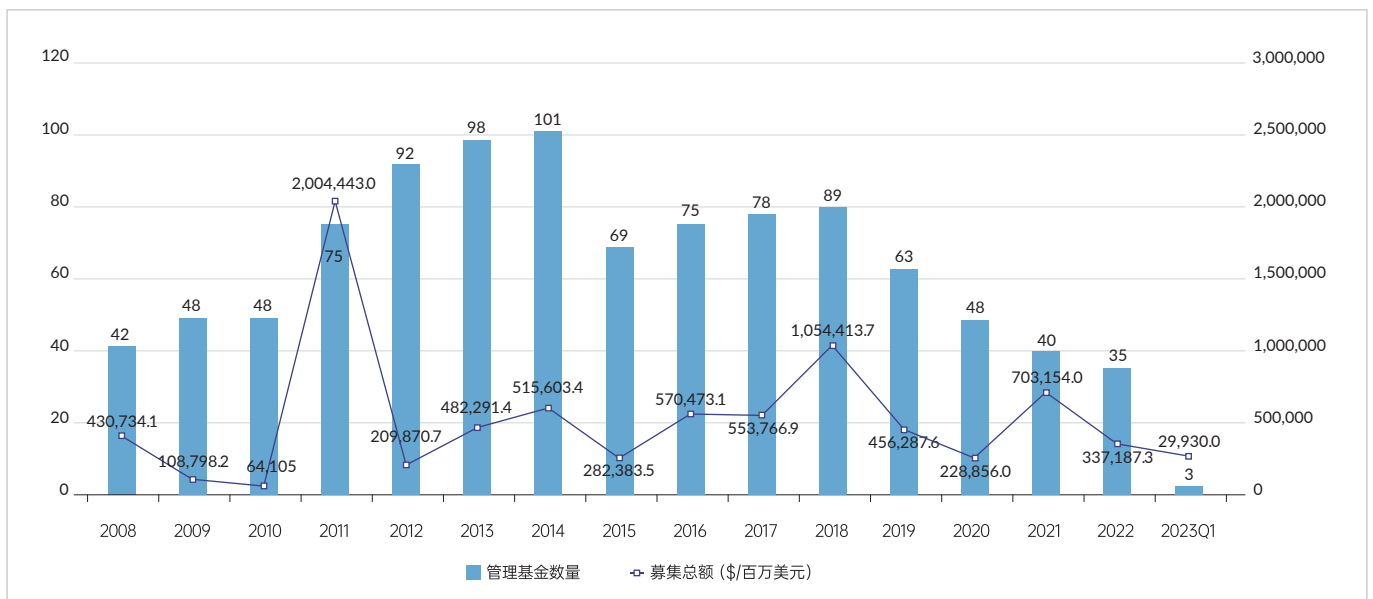
根据分析市场数据，2023年以来，外资对中国大陆房地产项目的投资热情逐步上升，展业特征多元化明显。一是直接投资的诉求变得更加强烈，包括搭建跨境架构或借助跨境通道直接持有资产，并在资金投放环节加强风控，具体包括资产抵押、股权质押、强主体担保等；二是投向方面更加关注特殊机会资产，比如股权收并购、不良资产项目以及针对中小房企的优质项目提供资金等。

图表39. 2022年全球PERE基金募集概况



数据来源：PERE Data

图表40. 亚太地区PERE募集概况



数据来源：PERE Data

4. 交易结构更加便利，基金治理水平提出更高要求。

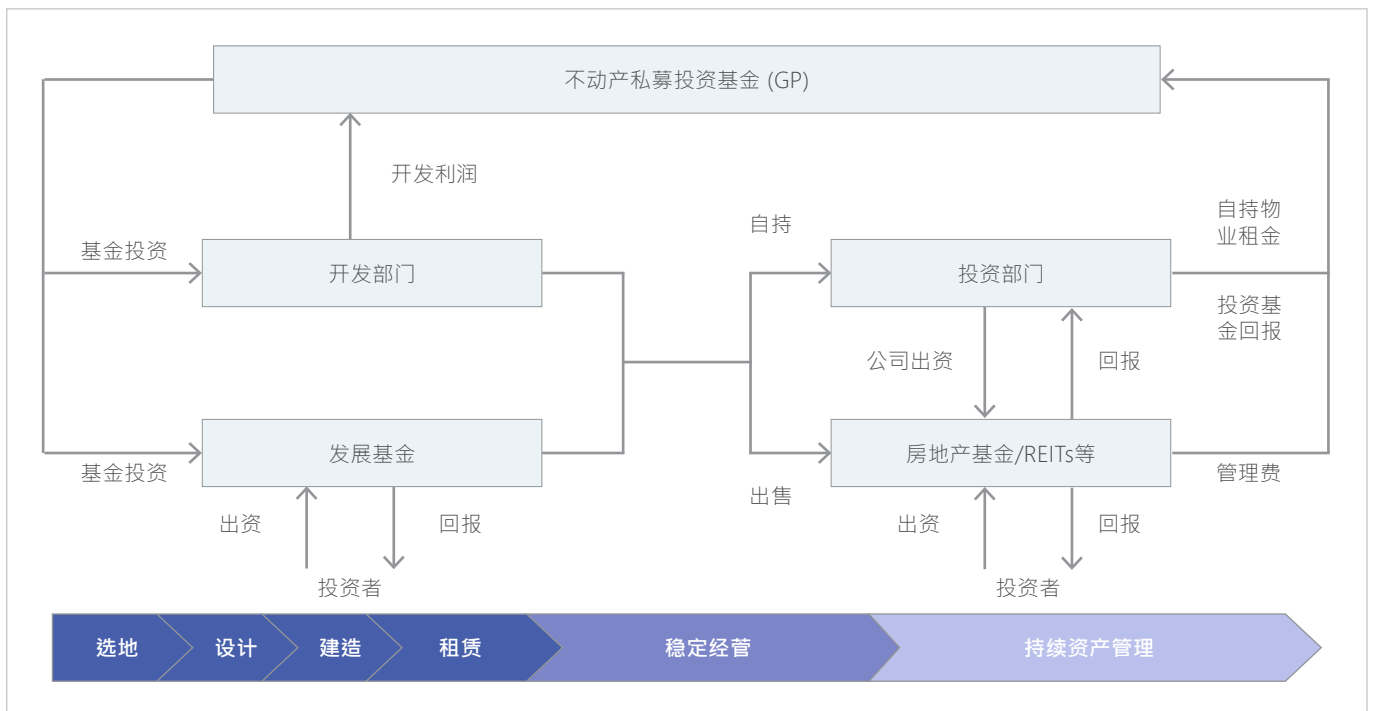
在“不动产私募投资基金”试点之前，股债比不同是不动产私募投资基金区别于私募股权房地产基金最大的特征之一，也符合目前地产项目融资、并购、纾困、不良处置等交易的典型交易架构。随着试点的推进，在保证对被投资企业股权控股、资产可控的前提下，特别是全部由机构投资者组成的不动产私募投资基金的股债比将由基金合同约定，这将为不动产私募投资交易结构的设计带来较高的便利性。

伴随REITs覆盖范围不断扩展，不动产私募基金的募投管退通道逐渐打通，不动产基金的运作模式逐渐复杂化，大型基金在运作时，平行基金等架构将更多被应用，基金投资的资产组合的多元化也从另一个方向要求PERE / 不动产私募基金的综合治理水平不断提高。

5. 与公募REITs 协同性加强，发展模式更加多元（见图表41）。

总体而言，不动产私募投资基金试点的出台，从私募基金角度，为盘活房地产存量业务提出了可行的解决方案。为体现头部示范效应，《不动产试点指引》对于试点管理人的要求较高。另一方面，伴随着REITs的运作基础走向深化，PERE与公募REITs的协同性不断加强，从而进一步带动融资成本下降，回报周期进一步缩短。

图表41. 不动产私募投资基金&REITs协同综合模式图



数据来源：公开资料整理

03

中国新经济不动产 中后台运营实践



3.1 新经济不动产基金运营合规要点

3.1.1 基金组织形式

从基金组织形式来看，无论中资或外资，主要选择公司型、有限合伙型及契约型为组织形式（见图表42）。

公司型基金是公司形态存续的基金，它以公司法为基础设立，基金的投资者即为公司股东，凭其持有的公司股份依法享有股东权利以及责任。

有限合伙基金是以有限合伙企业形态存续的基金，其拥有一名以上普通合伙人与一名以上有限合伙人。有限合伙人不参与有限合伙企业的运作，不对外代表组织，只按合伙协议比例享受利润分配，以其出资额为限对合伙的债

务承担清偿责任。普通合伙人参与合伙事务的管理，分享合伙收益，普通合伙人对合伙债务负无限责任或者连带责任。

契约型基金是以基金合同形式存续的基金，由基金投资者、基金管理人、基金托管人共同签署的基金合同为基础设立，各方的权利和义务在基金合同的条款上体现。

关于基金架构模式选择及税务考量，请查阅卓佳与君合联合报告《中国外资私募股权基金市场准入及运营指南2022》。

图表42. 基金主要组织形式

	公司型	契约型	有限合伙型
法人资格	有	无	无
发行凭证	股份	收益凭证（基金单位）	收益凭证（基金契约）
资产运用依据	公司章程	基金契约	基金契约
开放或封闭	封闭/开放	多为封闭式	多为封闭式
人数要求	不超过200人	不超过200人	合伙人数在2人以上50人以下，至少一个普通合伙人
注册资本或认缴出资额	实收资本不低于1000万元，股东出资不少于注册资本的20%	最低100万元	承诺出资制，无最低要求
利润分配	按出资比例	依据基金协议约定	根据有限合伙企业约定
缴税方式	企业与个人缴税（双重）	信托收益不缴税，受益人缴纳个人所得税或企业所得税	有限合伙企业额不缴税，合伙人缴纳个人所得税或企业所得税
投资者是否参与经营	可以参与	不参与	GP参与，LP不参与

来源：卓佳依据公开资料整理

3.1.2 基金运营合规要点

运作要点	合规方面	合规要求
基金投资	投资标的	<p>相比传统私募投资基金以组合型的盲池运作为主，物流地产基金的投资标的相对明确和单一。通常而言，在基金募资阶段，基金募集说明书中即会明示基金拟投资的资产具体信息及该等资产的估值等，基金的潜在投资人在此阶段即可对该等资产进行了解，并据此评判该等资产的价值和潜力。部分项目中，出资金额相对较高的投资人甚至可以独立安排对相关资产开展尽职调查，进而借此作出更为准确的判断。</p> <p>受限于其所适用的监管规则，对物流地产基金的投资标的，不同类型的投资人可能对物流地产基金的投资标的存在差异化的要求。仅就保险资金投资人而言，根据《保险资金投资不动产暂行办法》（保监发〔2010〕80号）的规定，保险资金投资的不动产的最低标准为该等资产已经取得土地使用权证和建设用地规划许可证。该等资产应满足产权清晰，无权属争议，相应权证齐全合法有效，地处直辖市、省会城市或者计划单列市等具有明显区位优势的城市等要求。</p> <p>考虑仓储物流资产运营期较长的特点，物流地产基金对投资标的可能还会有其他限制性要求。例如，在基金收购标的资产前，如发生资产被征用征收或由于规划调整导致资产无法继续被作为物流仓储设施运营的情形，该等资产将被剔除在基金投资标的范围内；在基金收购标的资产后，如资产出现不再能满足基金要求的情形（如发生任何影响资产使用、运营或严重减损租金收入的情形），基金将有权要求相关主体回购该等资产或给予补偿等。</p> <p>另外，租金是影响物流资产估值较为关键的因素，如投资标的为已出租的成熟物流资产，承载这一关键内容的租赁合同亦是基金管理人和投资人非常关注的法律文件。根据《民法典》的规定，如租赁合同无特别约定，房屋承租人享有同等条件下的优先购买权和优先承租权等权利。此外，租赁合同项下的承租人任意解除权条款对租约的稳定性有着较大的限制。前述内容均会影响到物流地产基金是否投资于相关标的的判断。</p>
	投资方式	<p>物流地产基金往往倾向于通过股债结合的方式来投资；也即，除将大部分资金用于收购资产或项目公司股权外，基金还会将部分资金通过股东借款等形式发放给项目公司提供资金。</p> <p>但值得注意的是，该种股债结合模式在目前的监管政策下存在一定限制性要求。具体而言，证监会于2020年12月30日发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》中已明确要求：以股权投资为目的向被投资企业提供借款或担保，该等借款和担保期限应为1年以内且到期日不晚于股权投资退出日，借款或担保余额不得超过私募基金实缴金额的20%。在基金备案实操过程中，基金业协会往往还会反馈要求基金管理人说明基金发放借款的合理性和必要性，并明确借款的比例。受限于前述比例、期限、借款原因等方面的限制，物流地产基金通过股债借款方式进行投资的模式已渐趋减少。如确须采用该方式的，也主要为满足部分基金投资人的期间现金流要求，并须在投资端做好较为准确的本息摊还安排。</p>
	资金来源	<p>鉴于仓储物流资产的开发、收购等所需动用的资金量往往较大，物流地产基金也会较多地采用杠杆投资的方式。但受限于《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）等规定，单只私募基金的总资产不得超过该产品净资产的200%，如为分级私募基金，总资产不得超过净资产的140%。由此可见，对于常规的物流地产基金而言，如其直接举借并购贷款或开发贷款的，则贷款金额不得超过其自身资产规模；而对于结构化的物流地产基金而言，其贷款金额显然更低。因此，当物流地产基金拟通过并购贷款或开发贷款的方式进行投资的，一般通过下设特殊目的载体的方式进行操作，其不仅是基于风险控制的要求，更有合规方面的考量。</p>
管理费	基金管理费	<p>除以基金的认缴或实缴出资总额为管理费计费基数外，物流地产基金还存在以标的资产的评估值作为基金管理费的计费基数的情形。此外，部分物流地产基金协议中还会约定，在基金未完成资产的收购之前，投资人无须就该资产缴纳对应的基金管理费。</p>
	资产管理费（在基金收购标的资产后，资产管理人向标的资产提供运营管理、租赁管理等服务，就该等管理费服务向项目公司收取的资产管理费）	<p>在基金收购标的资产后，会委托资产管理人提供资产的运营管理服务、租赁管理服务等。如标的资产尚未竣工或仍需改造建设，还会就标的资产的开发建设提供开发管理服务。该等管理费的计费基数具体如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 就运营管理费和租赁管理费而言，由于物流资产的出租率、租金及租约期限的长短对资产收益的高低及稳定性有着较大的影响，为了促使资产管理人提高资产管理水平获取更高的收益，运营管理费和租赁管理费一般以资产的租金收入作为计费基数。同时，为鼓励资产管理人提高资产的出租率，还会区别于签署的租约期限的长短，系新签租约还是续签租约来支付不同比例的租赁管理费。当然，如果标的资产的租约系第三方促成签署，与资产管理人无关，则无需向资产管理人支付任何租赁管理费用。 2. 就开发管理费而言，资产管理人一般以资产开发建设或改造的成本为基数按一定比例收取管理费。由于资产管理人的管理能力对项目公司的运营收入有很大的影响，有些物流地产基金还会对资产管理人设定一些考核机制。例如，如因资产管理人的原因导致项目公司超额支出或者营业收入等低于市场水平的，投资人有权对此进行核查或审计，甚者会触发资产管理人的赔偿或解聘机制。

收益分配	分配方式	物流地产基金的投资人往往对收益分配的持续性和稳定性有较高的要求，故基金往往会有期间分配的安排。期间分配的频率一般为半年一次或一年一次，部分基金中甚至可能达到每季度一次。需要特别说明的是，期间分配很容易被监管机构认定为基金存在保本保收益的安排。为避免误解，建议期间分配应与底层仓储物流资产的现金流紧密挂钩，并在基金合同中明确约定仅在当期有可分配现金的前提下以账面现金为限进行期间分配，且基金管理人不得就此向投资人做出任何承诺与保证。
	分配次序	鉴于不同投资人在风险偏好上的差异，有些物流地产基金的分配顺序会存在有优先劣后的结构化安排，即先向优先级投资人返本和使其优先达到门槛收益，以期增强优先级投资人的收益安全，为其提供有限风险补偿。但受限于《资管新规》等规定，分级比例不得超过1:1（即优先级资金不应超过劣后级资金，中间计入优先级）。同时，为避免优先级投资人存在刚性兑付预期，应尽量安排优先级投资人共同参与基金超额收益的分配（尽管该等分配比例可以相对较低），不建议将基金的超额收益全部分配给劣后级投资人。
退出方式	通过基础设施证券投资基金（“REITs”）	2020年《中国证监会、国家发展改革委关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》等REITs新规陆续出台，仓储物流行业系为开展REITs试点的重点行业；2021年11只REITs产品陆续上市，其中中金普洛斯仓储物流项目的底层资产即为物流园区，该项目上市后交易价格涨幅近40%。因此，直接或间接通过REITs退出已成为很多物流地产基金最期望的退出方式。
	向第三方转让	基金或投资人可通过向第三方转让退出。由于物流行业的竞争非常激烈以及对行业的保密性要求极高，在投资人向第三方转让时，基金管理人往往会要求投资人不得向管理人的竞争对手直接或间接转让其持有的基金份额，并在基金合同中列明其竞争对手的名单。
	关联方回购及优先报价权	在投资项目退出时，基金管理人或投资人等关联方可以优先提出收购基金持有的资产的邀约，明确收购的价格及主要交易条款等。经基金的顾问委员会等决策机构批准，该等主体可以对基金的投资项目予以收购。但须特别注意的是，关联方回购及优先报价应避免作出刚性的本息兑付承诺，以免异化为明股实债投资，从而影响基金自身的合规性
关联交易及利益冲突	<p>由于物流地产行业的特殊性，相对其他类型的地产投资而言，专业从事物流地产开发、运营、投资的主体范围相对较窄，重合度较高。因此，物流地产基金天然的涉及到较多的关联交易及利益冲突，主要存在于以下几种情形：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 如本文第二部分所述，在基金完成对项目公司的收购后，项目公司委托基金管理人、基金投资人或其关联方为标的资产提供运营管理和租赁管理等服务； 2. 在资产运营过程中，基金管理人、基金投资人或其关联方承租标的资产； 3. 在基金投资时，基金收购的标的资产为基金管理人、基金投资人或其关联方持有； 4. 在基金退出时，基金管理人、基金投资人或其关联方对标的资产进行收购。 <p>就上述关联交易及利益冲突事项，基金管理人应在募集说明书和风险揭示书等基金募集文件中予以特殊风险披露，并在基金合同中明确关联交易的决策机制和回避安排，关联交易的价格应客观</p>	
信息披露	由于基金的投资标的底层为物流资产，在基金存续期内，基金管理人除应根据《私募投资基金信息披露管理办法》《私募投资基金信息披露内容与格式指引》《私募投资基金备案须知》《关于加强私募投资基金监管的若干规定》等规定及监管要求向投资人进行基金层面的信息披露外，往往还需向投资人提供底层资产的资产评估报告和资产运营管理报告。其中，资产评估报告一般会聘请专业的房地产咨询机构于每季度或者每个会计年度出具。	
备注	为免疑义，本文所述物流地产基金系指以仓储物流资产为最终投资标的的私募股权投资基金，该等基金的交易模式往往为基金通过直接或间接的方式收购持有物流资产的项目公司股权，并委托专业的管理人对资产进行开发、改造或运营，在资产运营一段时间后，通过出售资产、股权转让或REITs等方式完成退出，进而获得收益。	

3.2 新经济不动产中后台运营复杂性与重要性

3.2.1 新经济不动产运营行业特征

卓佳致力于协助客户解决运营复杂性，提升运营管理效率，通过标准化流程与自动化工具，使客户专注于核心业务并加速发展。具备丰富的行业经验及扎实的业务能力，卓佳目前服务20+国际领先私募地产客户，管理1000+公司主体，覆盖全国40多个城市。

基于服务经验及行业洞察，我们观察到私募地产在运营中，存在下述行业特征：

1. 外资特有的投资形式所形成的公司架构具有一定的复杂性

常见的外资私募地产公司架构有外商直接投资（FDI）、合格境外有限合伙人（QFLP）和盲池基金。而当投资项目规模化增长时，境内外实体也会同时呈几何增长，且不同实体涉及的投资方也各不相同。

2. 项目数量多、投资规模大等特性造成私募地产实体多、分布广的特征

新经济不动产在华投资的项目主要分布在长三角、珠三角和中部地区的多个新兴城市。私募地产实体多、分布广，也增加了中后台运营复杂性和中后台管理压力。

3. 在架构复杂及实体分散的特性下，公司业务快速扩张时中后台的运营复杂性凸显

当规模化增长时，容易导致沟通和运营效率低下，而运营复杂性主要体现在：

- 不同的LP对管理报表的内容及运营指标要求、会计核算口径、提交时间各不同；
- 大批量银行账户和资金业务集中管理的复杂性；
- 项目公司地域分布分散，财务团队需要耗费大量时间和众多地方政府和代理机构衔接沟通。



卓佳客户项目

3.2.2 中后台运营的复杂性与重要性

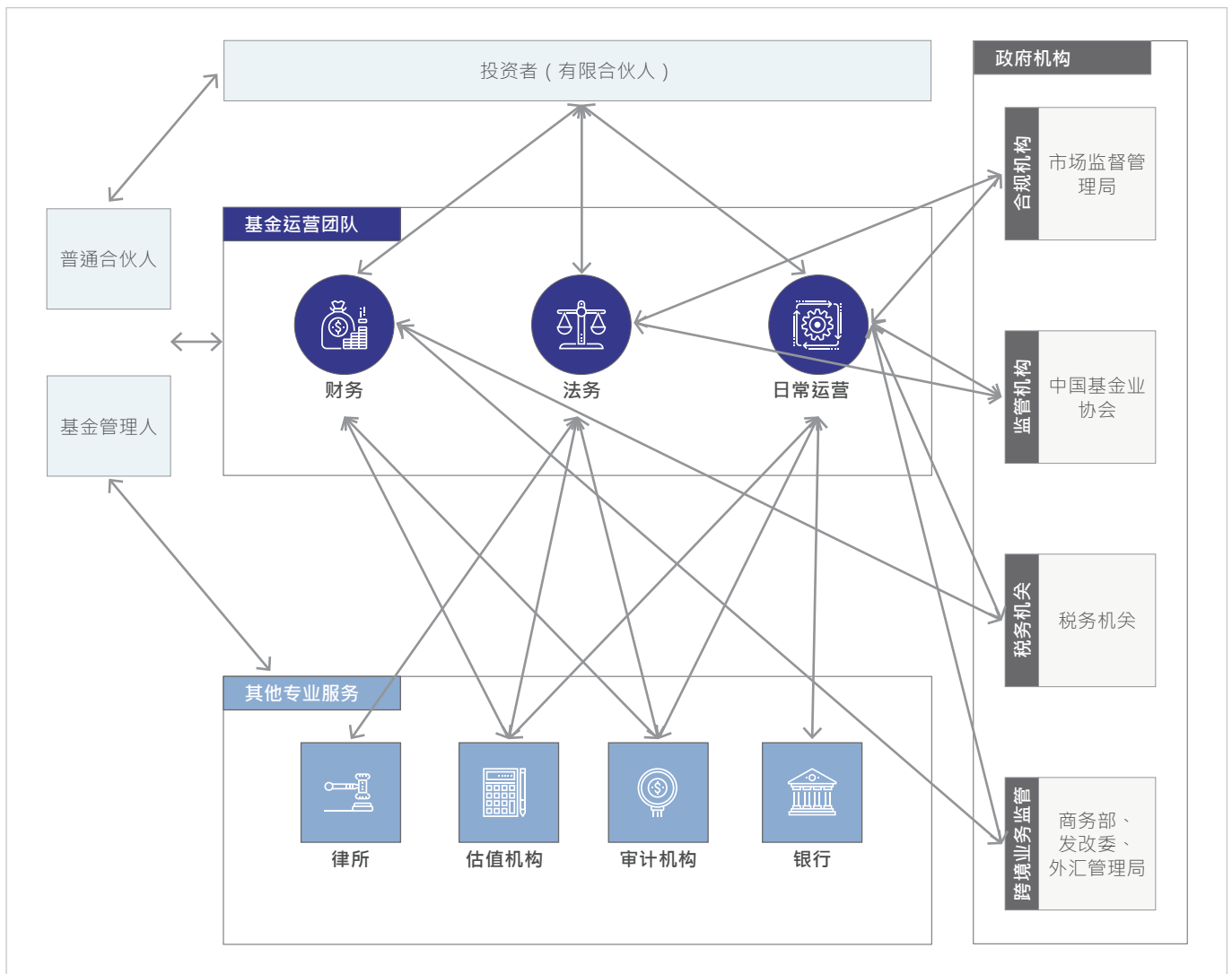
依据多年服务经验（见图表43），我们观察到新经济不动产管理人与基金在设立及日常运营方面面临多重复杂性如：

1. 外资资管公司设立、管理人及产品登记及备案过程复杂，需与市场监督管理局、中国证券基金业协会、税务机关等多部门沟通；
2. 地区政策不同，要求管理人拥有较强的政策敏感度、全局观，并及时做出影响评估及应对措施；
3. 税种及涉税事项种类繁多、税收优惠政策各地不同，应对繁琐的日常税务申报；
4. 不同投资者（个人、国有企业、保险机构等）的特殊报告要求，需响应来源于投资者临时、紧急的要求；
5. 在审计、评估高峰期需与多个审计/评估小组沟通事项；

6. 银行账户多，日常交易量大，处理与维护程序复杂繁琐；
7. 服务商实操经验不足、交付成果质量不高，沟通与指导当地服务代理需花费大量时间。

基于私募地产业务特点，运营的复杂性与业务参与方密切相关。从私募地产的组织架构来看，基金设立及后续运作中，需协调GP与LP之间以及不同LP之间的利益诉求，兼顾各个主体所在行业之间的合规要求；从投资运作，项目的选定与资金的投出以至整体基金运作均对内外联动有较高要求，运营团队需保证基金的日常运作合规，向投资者负责。同时，与律所、估值机构、审计机构与银行均产生密切的业务交集。从整个行业出发，私募不动产基金的运作必须在各监管机构的执行要求框架之下进行。

图表43. 私募股权基金中后台日常运营业务网络



来源：卓佳

3.3 案例分享及行业解决方案



卓佳丰富的私募地产行业经验能迅速高效响应客户需求。通过描述客户案例，引入卓佳服务方案，为您提供运营建议。

客户需求

- 客户在中国拥有大量实体，寻求流程优化方面的专业支持
- 跨多个司法辖区的复杂投资结构，导致大量复杂的报表合并工作
- 客户寻找全方位服务提供商以涵盖其离岸和在岸实体以及其基金结构

卓佳服务

- **中国项目公司管理**
通过优化和标准化财务流程，提高客户各部门、不同业务模块之间的合作效率，实现成本优化

• 多地区SPV合规管理

协助客户数百家离岸和在岸SPV，处理财务和会计、银行账户和支付管理、公司秘书和合规服务

• 基金服务

基金管理，包括基金会计和财务报告、资产净值计算、收益分配和管理费计算、分配通知和提款通知、CRS和FACTA申报等

价值传递

- 一站式服务涵盖包括基金、SPV和本地项目公司在内的完整基金结构，最大限度地减少客户的跨境沟通并优化运营效率
- 标准化、整合化、数字化的解决方案，有效为客户节省40%的总成本
- 在岸团队作为客户的主要联络点，由具有当地专业知识的区域团队提供支持
- 行业知识和经验，以更好地应对客户在PERE行业的挑战



3.3.1 财务报表与管理报表

由于私募地产公司项目数量多、分布广、投资规模大，且不同投资人，特别是国际投资者对管理报表的要求不同，为报表的编制增加了难度。通过描述新经济不动产行业对管理报表的不同要求，为您简要提示如何改进财务管理报告编制。

客户背景

由于融资需求，引入多个的投资人，投资人需要定期通过管理报表及时了解其投资的资产运营情况。



大量的下载工作

- 财务数据需要从不同的财务系统/业务系统大批量的下载获取



内容及格式要求不一

- 不同投资人对管理报表的内容和业务运营指标要求不同,需要大量时间进行信息数据统计处理
- 管理报表的格式多样化，投资人要求按照本集团格式填写报表



会计核算口径差异

- 投资人管理报表和客户集团管理报表运用不同的会计准则，报表口径存在差异，需要维护报表差异，进行相应调整



时间要求

- 管理报表需求时间集中，需要快速及时完成日报、月报及季报等工作

卓佳解决方案



专业服务团队

- 卓佳组建财务报表团队，制定管理报表编制的时间表，从而应对时间集中的报表需求



流程梳理

- 整理客户趋同集团报表和投资人报表格式，最大化减少重复工作
- 和客户及投资人协商讨论报表口径，减少差异业务处理，避免大量的数据维护



数字化工具的应用

- 使用RPA，完成从不同财务系统模块大批量下载工作，减少人工的简单重复操作
- 梳理报表数据需求，建立基础数据平台，运用宏，Power BI 等工具，进行数据处理

3.3.2 银行账户和资金管理

由于私募地产公司项目数量多、城市分布广，涉及多地不同银行、不同账户的管理及维护。日常运营不仅工作量大，运营成本增加，也面临业务扩张阶段不断增加的资金管理需求，以及分散管理带来的风险隐患。

客户背景

在全国多个城市投资项目，且在不同银行分别开立多个账户，由于缺乏第三方专业机构的支持，客户对不同城市的多个银行账户的管理比较分散。



银行账户的维护与管理

- 大批量银行账户的分散管理容易造成对于银行的状态和个数等不清楚，从而带来风险隐患
- 多地不同银行、不同账户的维护与管理存在一定的难度，不仅工作量巨大，也增加了相关运营成本



资金管理

- 随着公司发展，银行贷款、股东贷款、提款以及到期还本付息等业务越来越多，资金相关工作日渐繁琐
- 在融资部门和财务部门无法及时沟通的情况下，容易造成贷款利息无法及时还款
- 项目交割时资金需求紧急，容易出现无法及时提供业务资金的情况

卓佳服务方案



专业服务团队

- 卓佳组建资金服务团队，对客户的所有银行账户进行统一管理，完善信息维护



流程梳理

- 卓佳协助客户融资部门进行融资贷款流程梳理，优化融资系统模块的应用，确保贷款业务及时高效处理
- 对银行资金统一进行定期更新，以便客户及时了解资金状况



数字化工具的应用

- 将RPA方案应用到重复性的银行维护工作上，例如获取银行对账单等，不仅减少人工重复操作，更提升了银行业务的处理效率
- 和客户一起推进超级网银及银企直联工具，从而提升资金业务处理效率

3.3.3 项目公司的报税、开票和收款

私募地产公司项目公司数量多、城市分布广。项目公司的发票开具、收款与报税等日常事务较为繁琐，需要管理众多当地代理机构，为运营效率及合规管理增加了难度。

客户背景

项目公司遍布在全国多个城市，从工作量及成本效率问题考虑，未在每个城市配置财务人员。代理机构较分散，每个项目开票收款报税等日常现场业务，聘请不同当地代理进行处理。



收款

- 业务部门和财务部门无法及时沟通并获取租户收款情况，造成催款工作的延误



开票

- 项目公司的租户数量较多，且租户对发票要求规定不一，信息维护不及时，造成发票开具准确率低



报税

- 企业税务信息分散管理，花费大量时间和不同税代进行沟通，导致报税工作繁琐
- 当地税务代理工作结果质量参差不齐，无法及时获取报税状态，同时构成潜在的税务风险

卓佳服务方案



专业服务团队

- 卓佳成立专门小组，统一和客户对接税务需求
- 通过和精选的当地代理机构建立长期合作关系，确保及时准确的完成日常税务工作



流程梳理

- 每月定期提供应收账款账龄分析，以便业务部门及时安排催款收款工作
- 整理客户营销系统的租户信息，和业务部门沟通，优化营销系统的模块运用，确保租户信息及时更新维护，从而提高开票的准确率



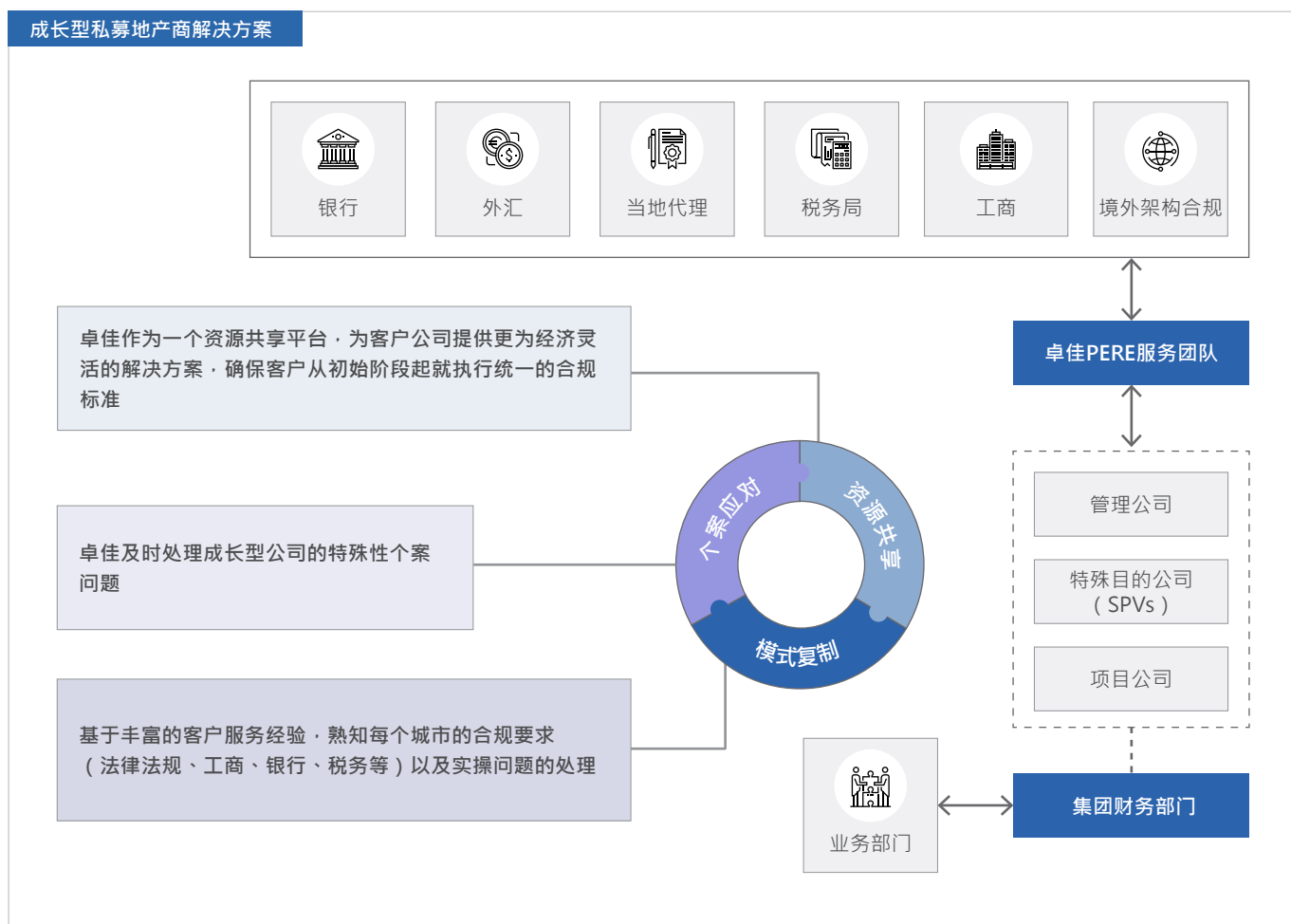
数字化工具的应用

- 推进应用数字化报税工具，有效提升税务申报工作的效率，降低税务风险

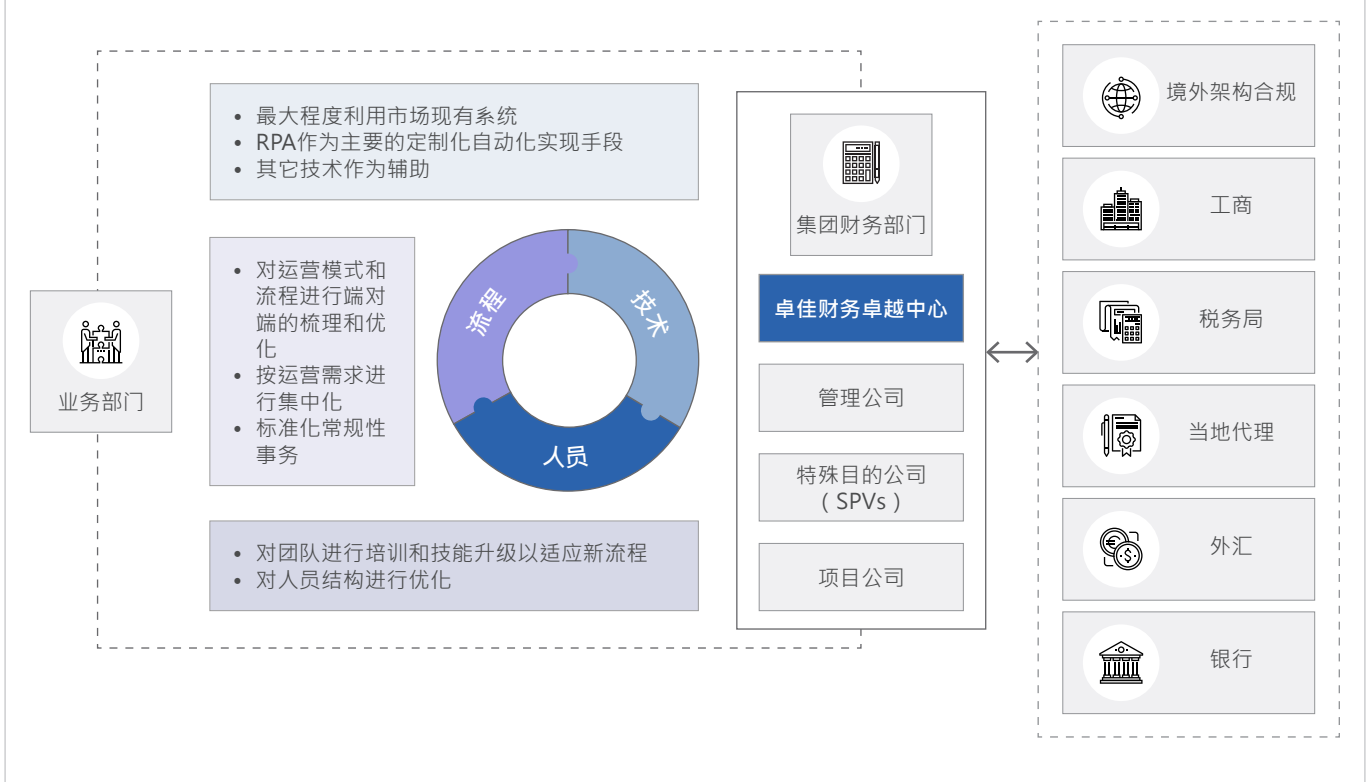
3.4 卓佳一站式私募地产服务

依据客户规模，卓佳通过不同的服务模式提升运营效率及合规管理水平，与客户协作解决运营复杂性，从而使客户专注于业务增长。

成长型私募地产商解决方案



成熟型私募地产商解决方案



卓佳为私募地产客户提供一站式运营支持

投资项目公司						管理公司及 SPVs
	 公司注册与治理	 银行维护与付款	 财务与会计	 税务服务	 人力资源和薪酬	 合规管理
卓佳	<ul style="list-style-type: none"> 提供公司注册地点、组织形式和架构专业意见 准备公司成立文件 准备股份转让文件 准备董事会决议 起草公司章程 申请营业执照 向政府部门提交文件并跟进后续情况 完成税务登记 向当地市场监管部门和其他相关政府部门提交年度报告 境外实体设立 境外持续合规 	<ul style="list-style-type: none"> 在当地银行开立资本金账户、人民币基本账户、一般账户以及各类专用账户 办理各类外汇登记 与银行和外汇局协调资本金注资 向地方市场监管局更新注资情况 对各个银行账户进行集中管理，并定期汇报资金动向信息 处理供应商付款 处理日常员工报销 记录并报告应收款状态，并编制账龄分析表 现金、银行账户定期对账 外债、银行贷款利息计算、支付等 	<ul style="list-style-type: none"> 根据原始凭证编制会计凭证，并完成法定财务报表 根据客户要求编制各类用途的管理报表、集团报表和投资人报表 协助编制预算和后续差异分析 协助完成公司年度审计和各类内部审计 完成各类政府机构的统计报告 	<ul style="list-style-type: none"> 定期计算和申报各项税款-增值税、企业所得税、印花税、房产税、土地增值税等 编制年度企业所得税申报表和年度关联交易表 就各类商业交易涉税影响提供咨询 协助与主管税务局的沟通已经准备各类税务局要求的文件 协助税务审计 协助申请各类税务补贴、税收减免和留抵退税 协助各类税务备案等 	<ul style="list-style-type: none"> 计算月度员工工资、社保、公积金、个人所得税 安排薪资支付、社保公积金缴纳和个人所得税申报 办理员工用工和退工 社保和公积金基数年度申报 协助申请外籍员工工作签证和居留许可 起草员工手册和劳动合同 提供个人所得税问题咨询 协助公司员工持股计划的实施 就其他人力资源事项提供咨询及建议 	<ul style="list-style-type: none"> 公司设立及公司秘书服务 董事服务 提供本地注册办事处 银行开户及代管服务 经济实质登记及申报 会计和税务合规 国际财务报告准则 (IFRS) 报表
客户	<ul style="list-style-type: none"> 决定公司注册地点及架构 审核和批准文件 配合完成政府部门要求的实名认证、实地核查 用印授权 	<ul style="list-style-type: none"> 安排注资 签订各类贷款合同 审核并批准帐单、发票申请和付款申请 网银授权或者用印授权 	<ul style="list-style-type: none"> 制定会计政策 审核并批准财务报告 审核并批准财务预算和分析报告 	<ul style="list-style-type: none"> 审查并批准税收计算和备案文件 对税务事项进行决策 	<ul style="list-style-type: none"> 提供工资变更信息 审核并批准薪酬计算报告 批准工资支付 	<ul style="list-style-type: none"> 提出服务需求 配合提供公司文件 审核并批准申请文件 用印授权

结语

中国新经济不动产行业是经济社会发展的重要支撑，随着中国经济转型升级，其在现代经济体系中的战略位置将进一步凸显。

近年来，针对新经济不动产领域的政策支持正持续发力，在“十三五”规划、“十四五”规划、2022年《政府工作报告》以及《关于加快建设全国统一大市场的意见》等多个重要政策文件中，流通体制改革与物流体系建设被多次提及；基础设施方面同时要求统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础。以规模化、协同化、智慧化为未来引领发展方向，新经济地产将更加符合现代经济的发展要求，助力全球经济低碳化高效发展。

在全球产业链经济加速整合的大背景下，中国新经济不动产行业所具有的巨大的市场需求、相对可观的投资回报率以及传统房地产谋求转型等区位优势，将吸引全球投资者的目光。随着国内“不动产私募投资基金”的推行与REITs的进一步扩大，资金端境外资本主导的局面可能将有所改变，多元的国内投资者将推进布局进程。

展望未来，中国新经济不动产行业物流地产将进入崭新发展阶段。新的运营模式与价值逻辑要求投资、开发、运营以及退出等环节都对过往运营模式提出挑战，亟待升级。转变发展观念，提升资本运营能力，把握核心资产将成为行业的关注焦点。



参考文献

- 《私募地产投资基金投资运作全流程法务实务解析》，段永强著，中国法制出版社，2018年11月版
- 《律师视角从案例解读房地产私募基金的投资与运作》，邹菁著，法律出版社，2015年9月版
- 《房地产私募基金：募、投、管、退中的疑难精解》，孟庆君著，首都经济贸易大学出版社，2014年3月版
- 《土地制度与中国发展（增订版）》，刘守英著，中国人民大学出版社，2021年12月版
- 《私募股权投资基金合规风控实务》，吴波著，法律出版社，2021年8月版
- 《私募股权投资基金行业合规管理手册2021》，中国证券投资基金业协会，中国财政经济出版社，2021年8月版
- 《中国物流地产市场格局演进》，仲量联行，2020年5月
- 《中国物流地产市场白皮书》，仲量联行，2021年4月
- 《房地产私募股权基金融资模式探讨》，徐建军，金融视线，1673-5889(2022)14-0151-03
- 《物流地产:基金化模式成熟，资产天然稀缺——中国 REITs 市场洞察系列报告之四》，中信证券，2021.4.26
- 《结构性变革引领产业投资新机遇——物流仓储行业专题报告》，中信证券，2022.10.27
- 《物流园区碳中和指南》，中华环保联合会绿色供应链专业委员会/京东物流/施耐德电气，2022年6月
- 《2022年中国物流地产报告》，第一太平戴维斯，2022年4月
- 《地产政策洞察系列之四——借行业政策东风，物企迎发展机遇》，平安证券，2021年8月
- 《物流行业深度研究报告——高标仓、冷库供不应求，公募 REITs 助力物流地产 行业发展新机遇——大物流时代系列研究(十)》，华创证券，2022年3月
- 《大中华区物流地产——市场快报》，戴德梁行，2020年
- 《中国物流地产行业研究报告》，艾瑞咨询，2022年7月
- 《2020年物流地产发展概况、行业发展趋势、仓储物流项目 盈利分析与投融资模式》，招商证券，2021年

附录

附录1：外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）

- 1) 农、林、牧、渔业
 - 小麦新品种选育和种子生产的中方股比不低于34%、玉米新品种选育和种子生产须由中方控股。
 - 禁止投资中国稀有和特有的珍贵优良品种的研发、养殖、种植以及相关繁殖材料的生产（包括种植业、畜牧业、水产业的优良基因）。
 - 禁止投资农作物、种畜禽、水产苗种转基因品种选育及其转基因种子（苗）生产。
 - 禁止投资中国管辖海域及内陆水域水产品捕捞。
- 2) 采矿业
 - 禁止投资稀土、放射性矿产、钨勘查、开采及选矿。
- 3) 制造业
 - 出版物印刷须由中方控股。
 - 禁止投资中药饮片的蒸、炒、炙、煨等炮制技术的应用及中成药保密处方产品的生产。
- 4) 电力、热力、燃气及水生产和供应业
 - 核电站的建设、经营须由中方控股。
- 5) 批发和零售业
 - 禁止投资烟叶、卷烟、复烤烟叶及其他烟草制品的批发、零售。
- 6) 交通运输、仓储和邮政业
 - 国内水上运输公司须由中方控股。
 - 公共航空运输公司须由中方控股，且一家外商及其关联企业投资比例不得超过25%，法定代表人须由中国籍公民担任。通用航空公司的法定代表人须由中国籍禁止投资图书、报纸、期刊、音像制品和电子出版物的编辑、出版、制作业务。
 - 禁止投资各级广播电台（站）、电视台（站）、广播电视频道（率）、广播电视传输覆盖网（发射台、转播台、广播电视卫星、卫星上行站、卫星收转站、微波站、监测台及有线广播电视传输覆盖网等），禁止从事广播电视视频点播业务和卫星电视广播地面接收设施安装服务。
 - 禁止投资广播电视节目制作经营（含引进业务）公司。
 - 禁止投资电影制作公司、发行公司、院线公司以及电影引进业务。
 - 禁止投资文物拍卖的拍卖公司、文物商店和国有文物博物馆。
 - 禁止投资文艺表演团体。
- 7) 信息传输、软件和信息技术服务业
 - 电信公司：限于中国入世承诺开放的电信业务，增值电信业务的外资股比不超过50%（电子商务、国内多方通信、存储转发类、呼叫中心除外），基础电信业务须由中方控股。
 - 禁止投资互联网新闻信息服务、网络出版服务、网络视听节目服务、互联网文化经营（音乐除外）、互联网公众发布信息服务（上述服务中，中国入世承诺中已开放的内容除外）。
- 8) 租赁和商务服务业
 - 禁止投资中国法律事务（提供有关中国法律环境影响的信息除外），不得成为国内律师事务所合伙人。
 - 市场调查限于合资，其中广播电视收听、收视调查须由中方控股。
 - 禁止投资社会调查。
- 9) 科学研究和技术服务业
 - 禁止投资人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用。

- 禁止投资人文社会科学研究机构。
- 禁止投资大地测量、海洋测绘、测绘航空摄影、地面移动测量、行政区域界线测绘、地形图、世界政区地图、全国政区地图、省级及以下政区地图、全国性教学地图、地方性教学地图、真三维地图和导航电子地图编制、区域性的地质填图、矿产地质、地球物理、地球化学、水文地质、环境地质、地质灾害、遥感地质等调查（矿业权人在其矿业权范围内开展工作不受此特别管理措施限制）。

10) 教育

- 学前、普通高中和高等教育机构限于中外合作办学，须由中方主导（校长或者主要行政负责人应当具有中国国籍，理事会、董事会或者联合管理委员会的中方组成人员不得少于1/2）。
- 禁止投资义务教育机构、宗教教育机构。

11) 卫生和社会工作

- 医疗机构限于合资。

12) 文化、体育和娱乐业

- 禁止投资新闻机构(包括但不限于通讯社)。
- 禁止投资图书、报纸、期刊、音像制品和电子出版物的编辑、出版、制作业务。
- 禁止投资各级广播电台(站)、电视台(站)、广播电视频道(率)、广播电视传输覆盖网(发射台、转播台、广播电视卫星、卫星上行站、卫星收转站、微波站、监测台及有线广播电视传输覆盖网等)，禁止从事广播电视视频点播业务和卫星电视广播地面接收设施安装服务。
- 禁止投资广播电视节目制作经营(含引进业务)公司。
- 禁止投资电影制作公司、发行公司、院线公司以及电影引进业务。
- 禁止投资文物拍卖的拍卖公司、文物商店和国有文物博物馆。
- 禁止投资文艺表演团体。

附录2：外商投资产业指导目录（2017年修订）

限制外商投资产业目录

- 1) 农作物新品种选育和种子生产（中方控股）
- 2) 石油、天然气（含煤层气、油页岩、油砂、页岩气等除外）的勘探、开发（限于合资、合作）
- 3) 特殊和稀缺煤类勘查、开采（中方控股）
- 4) 石墨勘查、开采
- 5) 出版物印刷（中方控股）
- 6) 稀土冶炼、分离（限于合资、合作），钨冶炼
- 7) 汽车整车、专用汽车制造：中方股比不低于50%，同一家外商可在国内建立两家及两家以下生产同类（乘用车类、商用车类）整车产品的合资企业，如与中方合资伙伴联合兼并国内其他汽车生产企业以及建立生产纯电动汽车整车产品的合资企业可不受两家的限制
- 8) 船舶（含分段）的设计、制造与修理（中方控股）
- 9) 干线、支线飞机设计、制造与维修，3吨级及以上直升机设计与制造，地面、水面效应飞行器制造及无人机、浮空器设计与制造（中方控股）
- 10) 通用飞机设计、制造与维修（限于合资、合作）
- 11) 卫星电视广播地面接收设施及关键件生产
- 12) 核电站的建设、经营（中方控股）
- 13) 电网的建设、经营（中方控股）
- 14) 城市人口50万以上的城市燃气、热力和供排水管网的建设、经营（中方控股）
- 15) 铁路干线路网的建设、经营（中方控股）
- 16) 铁路旅客运输公司（中方控股）
- 17) 国内水上运输公司（中方控股），国际海上运输公司（限于合资、合作）
- 18) 民用机场的建设、经营（中方相对控股）
- 19) 公共航空运输公司（中方控股，且一家外商及其关联企业投资比例不得超过25%，法定代表人须具有中国国籍）
- 20) 通用航空公司（法定代表人须具有中国国籍，其中农、林、渔业通用航空公司限于合资，其他通用航空公司限于中方控股）
- 21) 电信公司：限于WTO承诺开放的业务，增值电信业务（外资比例不超过50%，电子商务除外），基础电信业务（中方控股）
- 22) 稻谷、小麦、玉米收购、批发
- 23) 船舶代理（中方控股）
- 24) 加油站（同一外国投资者设立超过30家分店、销售来自多个供应商的不同种类和品牌成品油的连锁加油站，由中方控股）建设、经营
- 25) 银行（单个境外金融机构及被其控制或共同控制的关联方作为发起人或战略投资者向单个中资商业银行投资入股比例不得超过20%，多个境外金融机构及被其控制或共同控制的关联方作为发起人或战略投资者投资入股比例合计不得超过25%；投资农村中小金融机构的境外金融机构必须是银行类金融机构；设立外国银行分行、外商独资银行、中外合资银行的境外投资者、唯一或控股股东必须为境外商业银行，非控股股东可以为境外金融机构）
- 26) 保险公司（寿险公司外资比例不超过50%）
- 27) 证券公司（设立时限于从事人民币普通股、外资股和政府债券、公司债券的承销与保荐，外资股的经纪，政府债券、公司债券的经纪和自营；设立满2年后符合条件的公司可申请扩大业务范围；中方控股）、证券投资基金管理公司（中方控股）
- 28) 期货公司（中方控股）
- 29) 市场调查（限于合资、合作，其中广播电视收听、收视调查要求中方控股）
- 30) 测绘公司（中方控股）
- 31) 学前、普通高中和高等教育机构（限于中外合作办学、中方主导）

- 32) 医疗机构 (限于合资、合作)
- 33) 广播电视节目、电影的制作业务 (限于合作)
- 34) 电影院的建设和经营 (中方控股)
- 35) 演出经纪机构 (中方控股) 中方主导是指校长或者主要行政负责人应当具有中国国籍, 中外合作办学机构的理事会、董事会或者联合管理委员会的中方组成人员不得少于1/2。

禁止外商投资产业目录

- 1) 我国稀有和特有的珍贵优良品种的研发、养殖、种植以及相关繁殖材料的生产 (包括种植业、畜牧业、水产业的优良基因)
- 2) 农作物、种畜禽、水产苗种转基因品种选育及其转基因种子 (苗) 生产
- 3) 我国管辖海域及内陆水域水产品捕捞
- 4) 钨、钼、锡、锑、萤石勘查、开采
- 5) 稀土勘查、开采、选矿
- 6) 放射性矿产的勘查、开采、选矿
- 7) 中药饮片的蒸、炒、炙、煨等炮制技术的应用及中成药保密处方产品的生产
- 8) 放射性矿产冶炼、加工, 核燃料生产
- 9) 武器弹药制造
- 10) 宣纸、墨锭生产
- 11) 空中交通管制
- 12) 邮政公司、信件的国内快递业务
- 13) 烟叶、卷烟、复烤烟叶及其他烟草制品的批发、零售
- 14) 社会调查
- 15) 中国法律事务咨询 (提供有关中国法律环境影响的信息除外)
- 16) 人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用
- 17) 大地测量、海洋测绘、测绘航空摄影、地面移动测量、行政区域界线测绘、地形图、世界政区地图、全国政区地图、省级及以下政区地图、全国性教学地图、地方性教学地图和真三维地图编制、导航电子地图编制, 区域性的地质填图、矿产地质、地球物理、地球化学、水文地质、环境地质、地质灾害、遥感地质等调查
- 18) 国家保护的原产于我国的野生动、植物资源开发
- 19) 义务教育机构
- 20) 新闻机构 (包括但不限于通讯社)
- 21) 图书、报纸、期刊的编辑、出版业务
- 22) 音像制品和电子出版物的编辑、出版、制作业务
- 23) 各级广播电台 (站)、电视台 (站)、广播电视频道 (率)、广播电视传输覆盖网 (发射台、转播台、广播电视卫星、卫星上行站、卫星收转站、微波站、监测台、有线广播电视传输覆盖网), 广播电视视频点播业务和卫星电视广播地面接收设施安装服务
- 24) 广播电视节目制作经营 (含引进业务) 公司
- 25) 电影制作公司、发行公司、院线公司
- 26) 互联网新闻信息服务、网络出版服务、网络视听节目服务、互联网上网服务营业场所、互联网文化经营 (音乐除外)、互联网公众发布信息服务
- 27) 经营文物拍卖的拍卖企业、文物商店
- 28) 人文社会科学研究机构

卓佳私募基金服务

卓佳为全球资产管理公司，私募股权、风险资本、房地产和另类资产投资提供基金服务，并在中国内地、香港特别行政区、新加坡、开曼群岛和英属维尔京群岛均有基金服务业务。

作为较早一批服务境内外私募基金客户的全球性专业服务公司，卓佳的基金服务覆盖私募基金管理人投资业务的整个周期。卓佳为客户提供一站式综合解决方案，帮助客户优化运营效率，为基金架构提供全面的合规管理和会计支持服务，以确保符合不断变化的监管环境，并准确、及时地申报法定文件。服务还包括基金实体设立、合规手续办理、投资者服务及基金行政管理和会计服务。卓佳服务约200家私募基金管理人在华开展业务，协助其通过业务流程外包和数字化转型高效管理基金中后台，从而专注于核心业务，加速增长。

卓佳基金服务助力资管公司在中国内地、香港、新加坡、开曼与BVI等地开展基金业务



张海亮
卓佳大中华区首席执行官
hailiang.zhang@cn.tricorglobal.com



王国勇
卓佳新加坡首席执行官
david.ong@sg.tricorglobal.com



付冰
卓佳中国内地执行董事
rebecca.fu@cn.tricorglobal.com



甘美霞
卓佳香港特别行政区企业服务部执行董事
wendy.kam@hk.tricorglobal.com



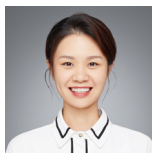
王贇璐
卓佳集团私募基金业务拓展负责人
christine.yl.wang@cn.tricorglobal.com



宋雅莉
卓佳中国内地企业合规服务总监
shirley.sung@cn.tricorglobal.com



庄栩
卓佳中国内地商业服务总监
vicky.zhuang@cn.tricorglobal.com



郑楚楚
卓佳中国内地私募地产高级经理
may.zheng@cn.tricorglobal.com

亚太不动产协会 (APREA)

亚太不动产协会 (APREA) 成立于2005年，是代表亚太不动产投资及资产证券化行业的非营利性组织。

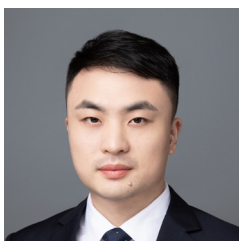
APREA为亚太区不动产行业带来独特的全球网络及见解，旨在透过以下重点领域为会员创造更多的价值：

- 缔造成果 (Anchoring Success)
- 专业提升 (Professional Development)
- 对接行业领袖资源 (Reach out to industry leaders)
- 投资者教育及研究 (Education & Research)
- 政策倡导 (Advocacy)

更多详情可查阅协会官方网站：www.aprea.asia，或微信公众号：亚太房协APREA



Sigrid Zialcita
 亚太不动产协会 (APREA) 首席执行官
sigrid.zialcita@aprea.asia



张文良
 亚太不动产协会 (APREA) 中国分会负责人
allan.zhang@aprea.asia



本报告披露的数据来源于官方发布、市场研究等，所含的市场信息、分析和结论均建立在上述数据的基础上。报告只供参考，并非提供全面资讯或取代任何专业意见。报告所含的信息和分析不包含任何类型的建议，不能用于判断、组建投资意图。卓佳与亚太不动产协会已力求准确，但卓佳与亚太不动产协会不保证本报告中没有遗漏或错误。上述双方及关联机构、从业人员不必为任何因为使用或信任本报告中所含的信息和分析所造成的后果承担任何责任。本次报告的版权由卓佳与亚太不动产协会联合所有。任何个人或组织不得在未取得双方明确书面授权的情况下发表、传播、散布、复制或重印整篇报告或其任一部分。