

## 258 亿曲线回 A，复地能否冲出“瓶颈”？

2017 年 7 月 13 日

克而瑞研究中心

[www.cricchina.com/research/](http://www.cricchina.com/research/)

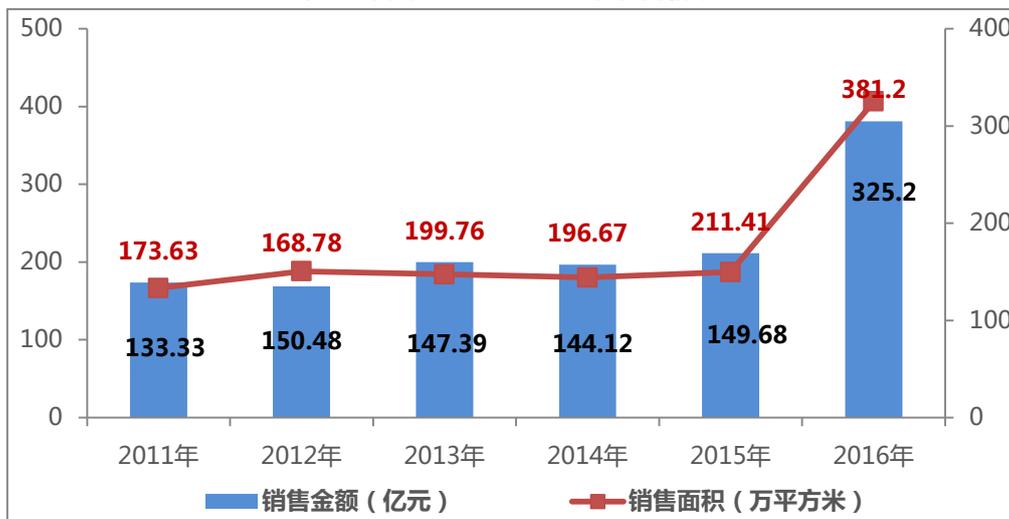
研究员/朱一鸣、钟诗慧

2017 年 5 月，伴随复星集团 257.68 亿估值资产注入 A 股豫园商城上市平台，旗下主要地产平台复地集团再次进入众人视线。事实上，复地早在 2004 年于港交所成功上市，成为第二家在香港上市的内地房地产企业。但由于股价被低估、来自实际控制人复星国际的支持受到香港上市公司管理政策的限制，复地于 2011 年 5 月正式撤销在港交所的上市地位。然而，伴随复星业务板块的重心偏移，近年来复地的销售规模逐渐与大型房企脱轨、作为非上市企业的融资压力也进一步加大。那么注入上市平台的项目“资产包”能否为其带来新的发展前景？复地又能否顺利迈上更高台阶？

### 业务重心偏移，退市后地产板块发展缓慢

2010 年复地提出“双轮驱动”的概念，即房地产开发业务和投融资业务双向发展。而在复地退市后，其更为看好通过私募房地产基金扩大规模，并加大资源整合，使其与复星文化、消费、医药产业对接。在此情况下，复地地产板块进入较长的规模停滞阶段。根据复地公布的 2011 年-2015 年销售业绩情况，其销售规模基本维持平稳，销售增长较为缓慢。2015 年，复地实现销售金额 211.41 亿元，同比仅增长 7.5%，明显低于同年房企销售业绩平均增速。而克而瑞 2016 年 1-12 月销售排行显示，复地集团 2016 年全年实现销售金额 381.2 亿元，同比增长 80%；实现销售面积 325.2 万平方米，同比增长 117%。虽然其 2016 年销售均明显增长，但作为曾经的 TOP10 老牌房企，其销售金额及面积已明显跌出房企前列。

复地集团 2012-2016 年销售情况

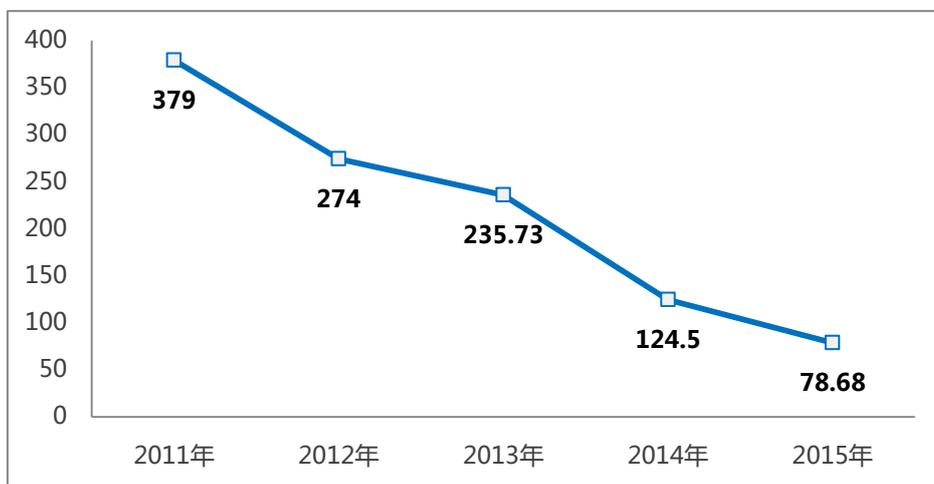


数据来源：企业公布，CRIC2016

## 整合“粮仓”，商业或为发展重点

**土储规模逐年减缩，注入项目大规模整合。**根据复地公布的 2011-2015 年新增土地储备情况来看，企业新增拿地面积呈现断崖式下滑，规模萎缩较为明显。截至 2015 年复地土地储备总量为 1314 万平方米，其中权益总建筑面积约 847.66 万平方米，较 2014 年同期约减少 15.8%。而根据豫园商城公告显示，注入上市平台的资产包括 17 个城市的 52 个项目，共计占地面积 254.77 万平方米，土地类型囊括了住宅、商业、办公、批发零售用地等。而从项目分布占比来看，一线城市土地面积占比 9%，二线城市占比 66.6%，一二线城市项目面积共占总数的 75.6%；其中杭州及上海各占有 8 宗土地，武汉及南京分别占有 4 宗。由此可见，复星注入的项目更趋向近年来市场较为热门的城市。

复地集团 2011-2015 年新增土地储备（万平方米）



数据来源：企业公布，CRIC2016

**资产分类，项目优化选择。**复星在资产分类上优化策略，以注入资产包盈利最大化及规避同业竞争两项为重要依据，首先对上海 BFC 外滩金融中心项目公司、芜湖星烁投资有限公司等运营时间短、预计短期内难以实现盈利的项目公司，承诺将会除收益权外的股东权利托管给豫园商城，并承诺在实现盈利后或确定的期限内将复星所持有的权益转让给豫园商城；其次，对于从事旅游地产业务的项目公司，基于与商业、住宅模式的差异性，复星承诺可售物业部分销售完成后不再新增；而对于上海礼兴酒店有限公司、北京荷华明城实业有限公司以及复星位于纽约、伦敦、法兰克福、东京等地的办公楼，其区分酒店运营、存量房与房地产业务属性，归属不存在实质性同业竞争。值得注意的是，复地保留 45 个项目未注入上市平台。其中 35 个项目为 2010 年前成立的项目公司，已完成了多数开发与销售，因此未来销售潜力不大。

**着力布局，复地商业为发展重点。**从复星本次注入资产的土地用途来看，商业、商住及综合类用地占多数。2017 年 6 月 30 日，复地商业对外正式发布复地活力产品线，将涉及包括以 CBD 中心城市综合体定位的活力 PLUS、

区域商业综合体活力城、街区商业活力广场以及专业市场定位的活力荟。目前，复地商业已扩展至全国 12 个城市，拥有 24 个项目，资产总规模超过 300 万平方米。结合 2017 年上半年其于土拍市场上以 130 亿元总价竞得武汉两宗住宅及商服用地，其中自持商业、商务部分不低于 30% 的建筑面积满 5 年以上（含 5 年），相比发展较为平淡的住宅部分，复地上半年于商业布局的动作不断。而对于复星系而言，商业部分明确的产品线定位和激进的土地布局，很大程度上与“蜂巢城市”的复合型功能相匹配。因此，复地商业或将继续发力，成为企业的又一转折点。

### 老盘项目比重较大，部分项目存在定位问题

显然，伴随复星资产项目注入上市平台，旗下地产平台也有意借此重新整合土地及项目资源，从而达到项目优化、促进业绩持续增长的目的。然而，虽然复地在一定程度上实现了项目的整合及选择优化，但部分项目问题仍存、项目销售前景有待进一步观察。

首先，注入豫园商城的项目多为老盘项目，且开发周期较长，未来销售潜力一般。以上海项目为例，紫藤里及复星商务大厦均已售罄，上海滩商厦于 2000 年已交房。其次，从产品品质来看，部分项目地理位置及定位存在问题。杭州黄龙和山自 2014 年 5 月起陆续开盘，其户型包括 50  $\square$  LOFT、89  $\square$  -138  $\square$  经济及改善型住房、300  $\square$  以上高端住房，定位较不明确。

**上海豫园旅游商城收购项目明细 (万平方米)**

城市	项目名称	占地面积	土地用途
安康	陕西安康项目	22.81	商服
北京	通州 2 号	0.89	商务金融用地
	通州 6 号	1.78	商务金融用地
长沙	长沙崑玉国际	5.05	商业、住宅
	长沙湘府路	6.14	商业、住宅
成都	复地金融岛	12.00	商业用地、城镇混合住宅用地
广元	四川苍溪项目	5.06	批发零售
广州	广州南地块	1.20	批发零售、住宿餐饮、商务金融
	广州北地块	1.01	批发零售、住宿餐饮
杭州	杭州黄龙和山	6.38	商服、住宅、科教用地
	杭州上城	7.83	住宅
	壹中心	2.88	商服用地
合肥	合肥金融城	29.25	商住
青岛	青岛商贸城	26.31	居住、批发零售
南京	复地宴南都	4.99	城镇住宅用地(混合)
	复地御中山	17.38	城镇住宅混合用地
宁波	复地江城国际	2.86	城镇住宅用地及配套设施用地
	星健宁波	2.87	商服
三亚	复地鹿岛	7.83	住宅、商服用地
	紫藤里	1.24	商住
	复星商务大厦	0.37	办公、住宅
上海	复地申公馆	12.20	住宅
	真如(上海)	3.21	商办综合
	上海滩商厦	1.06	住宅、综合
苏州	星健苏州	1.59	其他商服用地
天津	天津湖滨	37.83	城镇住宅用地
武汉	复星汉正街	5.32	商服用地
	复地悦城	13.72	城镇住宅用地
	复地海上海	6.66	住宅用地、商服用地、防护绿地
香港	清水湾(香港)	4.58	工业用地
	南早(香港)	2.47	工业用地
<b>合计</b>		<b>254.77</b>	

数据来源：企业公布，CRIC2016

**总结：融资渠道收紧，复地发展前景有待考量**

近年来房地产行业竞争愈发激烈，优胜劣汰趋势更加明显。虽然复地 2011 年成功退市，其但融资环境并没有随之得到改善。伴随销售规模逐步收缩，加之母公司复星国际的各项支持逐步减少，复地也在不断探寻新的融资渠道。尽管复地有意借上市平台搭上公司债“顺风车”，力求跟上房企大部队步伐，但伴随 2016 年下半年内地发

债政策趋严、融资金额整体走低，复地的这次大规模“行动”并未踩准时间节拍。而未来能否通过产品升级及转型实现销售规模的扩张，也有待进一步考量。

## 免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

### >>>关于克而瑞

克而瑞，易居（中国）企业集团旗下品牌。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

### >>>关于研究中心

研究中心，易居·克而瑞的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续7年发布中国房地产企业销售排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。