



以资产证券化再造重资产商业模式



滕樱君，王卉菁

从资产负债角度看地产行业发展，几个重要风向标体现了市场进入下半场后传统商业模式所面临的挑战：快周转模式下的资产收益率持续下行，滞重资产累积，负债率水平上升。很多开发企业尝试复制基金模式，启动从加工制造快周转向资产管理模式的转型。简单而言，就是将产生稳定回报的持有型资产借助金融平台移出资产负债表，将所有权向机构或个人投资者转移的过程。本土市场的证券化进程相对缓慢，除了监管、税收等一些制度障碍，资产回报低也导致市场信心不足。若干实例和数字可作佐证：

在港交所主板挂牌的以写字楼为载体的某产业信托，认购期间仅收到 500 多份有效申请，认购数量相当于其公开发售部分的 15.6%。在港发行价被定为 3.81—4.03 港元的下限，现在已经跌破发行价，每个基金单元约为 3.47 港元。另一以酒店物业为载体的产业信托，原计划发行规模总集资额 16.45 亿—19.74 亿港元，但最终仅发行了约 6.75 亿港元；发行价也被定在 3.5—4.2 港元的下限。现在价格已跌破发行价，约为 2.38 港元。

这种现象可以从若干层次进行解释。第一层次是技术问题：例如，中国企业对资产估值过于乐观，而海外投资者在估值上更为审慎，往往会按六折左右进行计算；第二层次是能力问题：由于资产管理能力薄弱，投资者对打包资产的信心不足，回报和预期之间存在很大障碍；第三层次也是最根本的模式问题，企业并没有按资产证券化的逻辑把商业模式走通。资

产证券化不仅是技术手段，其本质是以资金回报要求为起始点，推翻围绕资源获取和销售的传统地产思维，从而再造资产管理业务模式。

什么是资产管理模式

要理顺和走通资产管理的业务模式，首先要理解什么是资管模式。房地产的资产管理模式是一种以持有型物业作为投资载体，通过合理运营实现资产保值增值的运作模式。其终极目标在于将运营成熟良好的资产打包成金融类产品（如 REITs、商业信托等），在实现资产出表的同时，仍保留运营管理。这种“轻资产，重运营”的操盘方式，能够降低资产负债率、释放资产价值。

与传统的开发商销售模式不同，资产管理模式不单一衡量资产周转率，它的获利模式在于持有过程中，通过对资产运营的提升获取持续性收入。商业逻辑从“资产获取-开发-销售”转换成“投-融-管-退”。并且是以资产退出为起点，即从基金退出的收益率要求出发，倒推资产获取的判断标准和运营管理要求，进行管理逻辑的重新梳理。

如何才能真正走通资产管理模式

结合国际案例，我们认为，从模式上来看，成熟的资产管理模式应具备三个特征。下文以新加坡腾飞集团(Ascendas Group)为例进行详解。需要指出的是，这三大特征具有普适性，适用于产业地产、商业地产等不同类型公司。

特征 1：立足客户，以客户要求作为资产获取的判断原点。

腾飞资管模式的支点是客户，这里的客户不仅包括企业租户，也包括基金客户。通过满足企业租户对产品的要求和基金客户对资产回报的要求，确定资产获取和运营策略，最后实现持续性收入和证券化出表（见图 1）。

图1 以客户为中心满足租户和基金两大核心客户需求，实现业务闭环



首先看企业租户。从选地起，腾飞会先了解目标客户有无搬迁意向、对地区是否有特殊要求等，并将其作为资产获取的唯一逻辑。

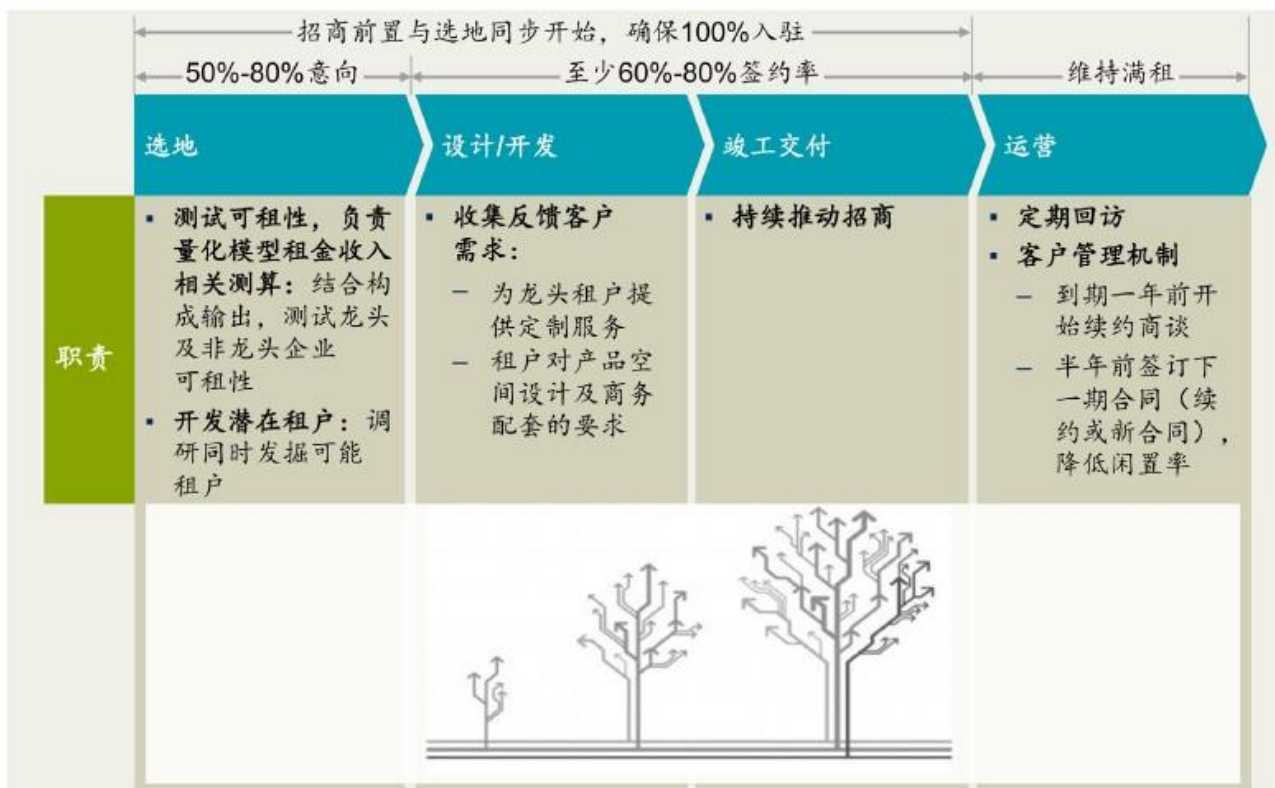
其次看基金客户。腾飞的每个项目都按照基金要求倒推项目收益，每个环节都设有控制标准，要求严格按标准执行。腾飞仅投资符合基金要求

(如 10 年内部收益率 IRR 超过 12%，营运净收入 NOI 超过 7%)的项目，且在初期测算时就采用最保守、最严格的假设，并经过新加坡总部成本测算中心复核，确定项目收益能够达到标准。

特征 2：视招商为核心能力，衔接从选地到证券化出表全流程

与多数本土地产企业将土地拓展团队视为核心价值创造部门不同，腾飞的核心部门是招商团队。作为接触租户的一线渠道，招商团队从选地时就开始介入项目，并完整参与全流程，以确保租户的需求能得到充分满足（见图 2）：

图2 以招商为抓手，衔接从选地到证券化出表全流程，在确保客户要求得到满足的同时，提升运营效率



资料来源：小组分析；专家访谈

选地阶段：招商团队根据客户的拓展需求布局，结合其需求寻找合适

的土地资源，一般正式投资项目前已能确定约 50%的意向租户。

设计阶段：招商团队负责收集潜在客户的意见与需求，与规划部、工程部紧密合作，确保开发的产品能够同时满足客户诉求、客户租金承受力、质量标准等多维度要求。

开发阶段：招商团队持续推动工作。自有团队主攻龙头企业，其他客户则主要交由五大行根据招商团队制定的标准进行专业筛选。一般在竣工交付时，租户签约率能达到 60%—80%。

运营维护阶段：招商团队对满租率负责，他们定期回访客户，根据客户反馈帮助运营团队优化各类服务配套（如餐饮、设施、绿化等）。与此同时建立租户管理机制，在租约到期一年前就开始商谈新合约，确保租约到期半年前签订新合约，以此降低空置率。

值得一提的是，以商业类综合体为主的凯德集团对租户配比设置了更细化的要求。为确保平均租金符合标准，招商团队对租户结构实行动态管理。若已招到较多龙头租户导致租金偏低，就会调整策略主攻高租金的中

小租户

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34015

