

技术贴：许家印如何同时拥有海花岛和 1600 亿？

2015 年 12 月 2 日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/朱一鸣、傅一辰

许家印投资了 1600 亿元的海花岛最近是业内热门话题。电视、报纸、户外广告、网站、微信推广，甚至你的朋友共同组成了刷屏大军，让你想不知道也难。

海花岛如何宏伟壮观，本报告就不再重复了。让我们换换口味，从另一个热门话题——**资产证券化**的角度来研究一下这个耗资高达 1600 亿元的项目。

首先，要强调的是，海花岛与恒大的传统房地产开发项目有很大不同，因而投入资金更多，资产类型更丰富。这些资产有通过各种手段实现融资的可能，可以做一部很好的教材案例。

1、**恒大为海花岛单独成立了产业集团**，或不在上市公司中。根据恒大地产 2014 年年报，土地储备中没有海花岛项目，旗下子公司列表中也列出了海花岛项目公司；2015 年中报的新增土地储备列表中，儋州仅有恒大金碧天下（三期拓地）。可见恒大对该项目十分重视，将其作为独立产业进行运营。

2、**持有物业占比大于销售物业。**恒大以往的大盘项目，如海上威尼斯、海口文旅城等，均有大体量持有物业如酒店、娱乐场所等，但仅是作为项目配套，总体体量小于销售物业。而海花岛的持有物业体量占比更大，可见销售对于海花岛来说仅是补充流动资金作用，拥有长期、可持续的运营收入才是主要目的。

3、**业态远比传统旅游地产丰富。**传统旅游业态的配套以餐饮、酒店为主，根据恒大宣传，海花岛上共有上百种业态。已公布的业态类型，我们按照收入来源将已公布业态分为七种，如下表：

分类	恒大规划业态	收入来源
住宅	小高层公寓、多层洋房、平层公寓、LOFT，联排、双拼、独联别墅	销售收入（公寓单价 7500-13000 元/m ² ；别墅单价 10000-50000 元/m ² ）
商业	大型国际购物中心、6 大风情商业街、8 大主题美食街、茗茶酒吧街、KTV 天地、5 国风情温泉城	销售收入+租金+提成
会议	全球超大国际会议城、欧式婚礼庄园	场地租赁收入
酒店	58 座现代酒店、七星半岛酒店、欧式城堡酒店	酒店住宿收入
演艺	大型歌剧院、音乐厅、电影艺术中心、华夏超大影视基地、大型水上实景演出、7 大民俗表演广场	演艺门票收入
主题乐园	全球原创世界童话乐园、12.7 万 m ² 奇妙海洋世界、23 项游乐水上乐园	乐园门票收入
公益自然	28 个特色博物馆、超大型中心公园、珍稀特色植物园、40 公里黄金海岸、天然岛屿大铲礁	门票收入（低或免费）

数据来源：企业公布

海花岛的资产规模庞大，收入来源也有多个种类。如果通过规划，使销售有分期、可持续的增长，再加上运营收入逐步稳定，那么整体在香港借壳上市的可能性最大，也对恒大最有利。

如果采用的是资产证券化(ABS)，或类资产证券化如 REITS 等手段，则可按收入来源的不同，打包成各种形式进行融资。我们根据以往的案例和最近的金融创新趋势，列出了五种融资手段，如下表：

融资方式	性质	概念	募资对象
房地产信托投资基金 REITS (Real Estate Investment Trusts)	基金	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。	专业机构投资者； 普通二级市场投资者
商业信托 BT (Business Trust)	信托	依信托文件设立非公司组织，受托人负责经营业务，及代表受益人持有资产的法定所有权，目的在于让单位持有人分享或收取管理商业资产或经营业务所得的利润、收益或其他分派或回报	专业机构投资者； 普通二级市场投资者
信贷资产证券化 ABS (Asset-backed Securities)	债券	发起人将其流动性不足但具有未来现金流收入的贷款或其他信贷资产打包成流动性强的证券，并用信用增强的措施，通过证券发行的方式出售给资本市场上的投资人。	投资、金融机构投资者
企业资产证券化 ABS (Asset-backed Securities)	债券	以除信贷资产之外的所有其他资产，财产或财产权利为基础发行的资产支持证券。	合格个人或机构投资者
融资租赁 (Financial Leasing)	贷款	出租人根据承租人对租赁物件的特定要求和对供货人的选择，出资向供货人购买租赁物件，并租给承租人使用，承租人则分期向出租人支付租金，在租赁期内租赁物件的所有权属于出租人所有，承租人拥有租赁物件的使用权。	融资租赁公司

资料来源：CRIC 整理

这五种融资手段中，**有两种属于资产证券化，也就是最近最火的 ABS**，是指将缺乏流动性但其未来现金流可预测的资产集合、建池，以资产池内资产所产生的现金流作为偿付基础，通过风险隔离、信用增级和资产重组等技术处理，在资本市场上发行资产支持证券的结构融资过程。目前国内的资产证券化有信贷资产证券化和企业资产证券化两种。

信贷资产证券化方面，海花岛可能产生的信贷资产主要还是**销售尾款**，即和**世茂此前首单购房尾款 ABS**相同，在收到首付、购房按揭批复前，以对其购房者的购房尾款应收账款作为基础资产融资。若按首付 30% 计算，假设恒大首期销售 50 亿元，那么就能产生 35 亿元的购房尾款，资产规模并不小。

人话：这是最近最火的一种融资手段，无论是国家层面还是企业层面都在尝试，用一句通俗的话概括即“用别人欠我的钱作为抵押去借钱”：我借给大乌村村委会 500 万，约定每年还我 100 万，还 5 年；我

现在缺钱，就以把这部分债务卖给你为名义，问你借 500 万；我每年还你 100 万，再付你利息；大鸟村村委会按约定还完了，我们之间的关系也就结束了。

企业资产证券化方面，从概念上看，海花岛的业态中能够以此方式融资的主要是**主题乐园、演艺等门票收益权**，之前的成功案例有**华侨城的欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划**。不过，企业资产证券化对于**资产带来的现金流稳定性**有极高的要求，以确保企业每年能按时支付本息。海花岛为旅游项目，地理位置又在最南方，门票收入易受到节假日、季节等因素影响，项目成熟前采用企业资产证券化的手段融资并不存在可能。

人话：这种手段其实很早就有，在房地产领域大多用于 BOT 类的项目，替政府干活收益稳稳的。简单来说，就是“拿我未来一定能收到的钱作为抵押借钱”：我的游乐场每年能卖掉门票 500 万；我把游乐场未来 5 年收入卖掉，你买 80%，为了表示信心我自己也买 20%；每年我必须给你 400 万门票钱再付你利息，如果门票卖不了那么多就从我自己应该分得的 100 万里取了补给你；游乐场始终是我的！

类资产证券化则主要包括房地产信托投资基金和商业信托模式上市，本质上亦是利用资产融资增加流动性的手段。

房地产信托投资基金 (REITS) 需要**稳定的租金回报**，因此主要应用于**成熟的商业物业**，并且投资者更青睐**一线城市核心地段的办公物业的资产包**。REITS 对企业的资产结构最有利的，周期也最长，打包上市的**资产能实现出表，并且没有规定期限**，能够长期像上市公司一样在证券交易所进行交易，唯一需要注意的是**资产负债率不得超过 45%，分红比例必须高于 90%**。然而，在中国，自 2005 年**越秀房托**上市后便再无成功的“正统”案例。并且从越秀房托的资质来看，“**国企红筹背景**”，“**广州和上海的办公楼**”等关键词，不是其他房企能模仿得了的条件。至于苏宁云商的所谓“**REITS 破冰**”，在商业物业打包上市后，租金

来源均是苏宁云商自身，并以此为手段使租金回报“稳定”，将造成流动性减弱以及运行期限短，对企业来说并不能享受传统 REITS 带来的良性循环性回报，更像是企业急于融资之举。

人话：REITS 对资产的要求最高，所以当前即便万科、万达也在努力，但做出来的只能称为“类 REITS”。

REITS 的意思比较像是“把高大上、收入稳定的办公楼打包成一个公司上市融资”：我把一堆淮海路办公楼打包上市卖给你；每年把租金的 90%给你；办公楼当然也归你，会升值哦；收入是稳稳的幸福！

商业信托（BT）的成功案例更少，**金茂投资**采用此方式上市成功被认为是一种创新。商业信托大部分应用于**酒店等商业物业**，具体优势和 REITS 基本相同，但比 BT 对上市主体的限制更小，比如**并没有限制分红比例和负债规模**，以及**资产可以是未成熟、开发中的物业**。也就是说，对于投资者，BT 的风险更高，但带来的回报也高，并且成长性强。在海花岛案例中，酒店业态占极大比例，并且均未开业，理论上来看能采用 BT 模式。不过，鉴于金茂投资的资产大部分位于一线城市核心地段，颇合海外投资者的“胃口”，海花岛要进行类似操作，并获得高估值还要看整体运营情况。

说人话：BT 和 REITS 的区别主要在操作难度和限制：我开了 2 家酒店，有 1 家酒店还在造，并打算继续扩张；我需要更多的钱来完成我的霸业，于是找了乡亲们一起投资，所有的运营管理全部托付给我；最开始几年可能分红少点，所以我也不作承诺，但我相信未来钱会越来越多滴；如果运营了好，说不定我还会再借钱扩张；酒店资产是大家滴；想刺激就找我！

最后一种独立的融资类型是融资租赁，在房地产行业并不多见，因为用于**融资主体主要是寿命较长、价值较高的大型机器设备等**，此前**海南绿城曾向中建建融租赁融资**。而普通房企这部分资产的价值并不高。不过，海花岛上有大体量各种主题的游乐设施，如果在建设初期能采用融资租赁手段融资，将能减少资金占用。

说人话：融资租赁在房企中用的真不多，简单来说就是：我想买一堆进口烧烤机开一家高端烤羊肉串店但没钱(或者我有一堆进口烧烤机但缺钱)；于是让隔壁老尹帮我买下来，再问老尹租 10 年；老尹考虑了买进口烧烤机的价格和花掉这笔钱的资金成本后定个租金，每季度问我收租；10 年后，我可以问老尹买下这批进口烧烤机；如果我不买，进口烧烤机就归老尹，爱卖爱砸怎样都行！

表：各融资方式的具体要求和特点

融资方式	资产	利息、分红或其他支出	交易转让	期限及到期处理	优势
房地产信托投资基金 REITs (Real Estate Investment Trusts)	可带来收入的房地产项目,以成熟的商业物业为主	(租金收入和房地产升值收益)分红不少于其经审计年度除税后净收入的 90%	证券交易所上市流通	每年分红派息;大部分无固定期限	期限较长;能够注入新的项目
商业信托 BT (Business Trust)	一般用于开发中或有扩张潜质的酒店等商业物业	没有强制性分派要求,如果企业有具体的酒店收购或开发需求,上市公司可以调整分派现金比例	证券交易所上市流通	每年分红派息;大部分无固定期限	限制小,成长性强
信贷资产证券化 ABS (Asset-backed Securities)	产生稳定现金的、银监会监管下金融机构的信贷资产,一般为银行贷款、应收账款等债权	基础资产池产生的现金流或剩余权益(固定利率)	全国银行间债券市场上发行和交易,银监会监管	付息按约定,通常半年 1 次;期限根据基础资产的期限确定,到期后还本付息	对企业自身业绩要求低;增加流动性
企业资产证券化 ABS (Asset-backed Securities)	产生稳定现金流的、企业所拥有的财产权利或收益权资产,如门票收益权、物业租金收入	基础资产产生的受益权(固定利率)	在证券交易所等挂牌交易和转让,证监会监管	付息按约定,通常半年 1 次;期限根据基础资产期限确定,到期回购	资产出表,带来现金流
融资租赁 (Financial Leasing)	寿命较长、价值较高的物品,如机械设备等	年度租息(固定利率)	金融资产交易所等挂牌转让	租金分期支付;租赁期满,租金支付完毕且承租人据合同履行完全部义务后,对租赁物的归属按约或决定;不能确定的,归出租人所有	可将摊提的折旧费从应纳税收入中扣除

资料来源：CRIC 整理

数据、观点等引用请注明“由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。

关于克而瑞信息集团 (CRIC)

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。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。克而瑞信息集团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。

关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，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，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 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。