

# Practice Research on Real Estate Appraisal in the Process of the Asset Securitization of Business Property

Gaowen He

Shenzhen GoFiner Real Estate Asset Appraisal & Consultation Co., Ltd., Shenzhen, Guangdong, 518036, China

## Abstract

After more than 30 years of development, real estate has entered the era of stock, with a huge stock of operating properties represented by commercial, office, industrial, etc. Compared to traditional bank mortgage financing, asset securitization has become one of the main ways of operating property financing. The paper first elaborates on the relevant provisions of operating property and asset securitization, then analyzes the relevant regulations of real estate valuation in the process of operating property asset securitization, mainly from the aspects of basic evaluation requirements, evaluation institutions, value types, evaluation methods, etc. Finally, it elaborates on the specific practice of real estate valuation in the process of operating property asset securitization, mainly including operating property value evaluation, cash flow forecasting, property physical examination, and value enhancement plans.

## Keywords

real estate appraisal; business property; asset securitization; property physical examination and value enhancement

## 关于房地产估价在经营性物业资产证券化过程中的实践研究

何高文

深圳市国房土地房地产资产评估咨询有限公司, 中国·广东·深圳 518036

## 摘要

经过30多年的发展, 房地产已进入存量时代, 商业、办公、工业等为代表的经营性物业存量巨大, 相对于传统银行抵押贷款融资, 资产证券化已成为经营性物业融资的主要方式之一。论文首先进行了经营性物业及资产证券化的相关阐述, 然后分析了经营性物业资产证券化过程中房地产估价的相关规定, 主要从评估基本要求、评估机构、价值类型、评估方法等方面进行分析, 最后阐述了房地产估价在经营性物业资产证券化过程中的具体实践, 主要包括经营性物业价值评估、现金流预测、物业体检及价值提升方案等。

## 关键词

房地产估价; 经营性物业; 资产证券化; 物业体检及价值提升

## 1 引言

随着中国经济由快速发展转为中高速发展, 房地产行业也由“增量”时代进入了“存量”时代, 这也意味着房地产野蛮“拿地—开发—销售”的时代已经结束, 当前, 地产商更加注重资产的管理与运营。作为一种创新的融资方式, 相对于传统融资方式, 资产证券化具有比较明显的优势, 如融资额度大、周期长、前期还款压力小、资金使用灵活等。因此, 对于不动产, 尤其是对于经营性物业, 资产证券化是一种比较重要的融资方式。当前, 对于经营物业资产证券化产品主要有两种: CMBS 和类 REITs。但随着公募 REITs 底层资产的持续扩容, 经营业物业, 尤其是商业地产公募 REITs 也逐渐成为可能, 广义的资产证券化也包括公

募 REITs。

2018 年证监会和住建部联合发布了《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》(以下简称“住房租赁证券化通知”), 鼓励专业化、机构化的企业开展资产证券化的工作。作为资产证券化过程中的专业机构之一, 房地产估价机构的作用越来越明显, 这也对房地产估价工作提出了新的要求, 与此同时, 房地产估价也迎来了新的发展机遇。为此, 中房学于 2015 年专门发布了《房地产投资信托基金物业评估指引(试行)》(以下简称“REITs 物业评估指引”), 对资产证券化过程中的房地产估价做了规范和指引, 这也成为房地产估价人员从事资产证券化评估咨询的工作指南。基于此, 论文对房地产估价机构在经营性物业资产证券化过程中的作用及房地产估价在其发行过程中实践进行深入研究, 以期后续资产证券化过程中的估价实践提供参考。

【作者简介】何高文(1989-), 男, 中国江西抚州人, 硕士, 经济师, 从事土地房地产评估咨询研究。

## 2 经营性物业资产证券化概述

### 2.1 经营性物业概述

目前,中国学术界对经营性物业研究较多,狭义上讲,经营性物业通常指的是商业。吴琪认为,经营性物业是区别于销售型物业,是以经营房屋为主,最具代表性的经营性物业就是出租的商业地产,当然也包括写字楼、工业、仓储等以经营为主的物业<sup>[1]</sup>。而李锋认为,经营性物业指借款人自有的、不以出售为目的、已经投入运营的、已经或者未来可能产生稳定现金流的经营性房地产,主要包括商业、写字楼、酒店、宾馆、综合商业设施等物业形式<sup>[2]</sup>。

综上,根据国内外学者对经营性物业的研究,论文认为,经营性物业是指暂时不以出售为目的,由专门机构运营或者即将被运营,预期会给运营者带来稳定现金流的物业,包括商业(含社区底商、商业综合体等)、写字楼、酒店、产业园区物业(含工业厂房、研发用房、仓储用房等)、租赁住房等物业。

### 2.2 资产证券化

到目前为止,资产证券化没有一个准确的定义,通过对国内外资产证券化理论及实践研究,笔者认为,资产证券化主要是指将缺乏流动性、但具有稳定现金流的资产,通过在资本市场上发行证券的方式予以出售,以最大化资产流动性并获取融资的一种方式。它的实质是一种融资手段,是通过出售资产未来现金流来获取融资的一种方法。

资产证券化最早起源于1968年的美国,中国资产证券化起步较晚。近年随着经济下行压力加大、金融资本市场汲取资金的能力大大降低<sup>[3]</sup>,资产证券化迎来较好的发展时期,我国资产证券化产品发行规模逐步增大,到2021年达到了顶峰,虽然近年随着经济增速的放缓而产品发行整体放缓,但资产证券化俨然已成为房企融资的一种重要途径。

而经营性物业资产证券化是以经营性物业作为底层资产,以其未来稳定收益作为保证,以获取融资金额的产品。并不是所有的经营性物业都能够证券化,首先,权属无瑕疵;其次,地理位置要好,一般要位于经济发达的一线城市或二线城市的核心地段;最后,对其经营情况也有要求,一般要求经营满1年,能够产生稳定的现金流。对出租率也有要求,原则上一般要求写字楼的出租率不低于80%,且租户不能太集中,要有一定的分散性,酒店一般要求星级酒店,且要在四星级及以上,年平均客房入住率要大于等于50%,商业综合体(Shopping Mall)要求经营状况良好,出租率不低于85%。这些要求都表明,可以证券化的经营性物业大多为优质物业。

## 3 经营性物业资产证券化过程中房地产估价的相关规定

随着中国资产证券化的深入发展以及公募REITs底层资产的不断扩募,经营性物业资产证券化迎来了一个较好

的发展时期。而作为资产证券化产品发行过程中专业服务之一,关于其中的房地产估价也有相关规定。

### 3.1 评估基本要求

根据“REITs 物业评估指引”,由于房地产投资信托基金发行上市、运营管理、退出市场等原因,需要对相关物业进行评估。根据《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称“REITs 指引”),在基金份额首次发行及运作过程中发生了购入或者出售项目情形,应进行评估;根据《深圳证券交易所资产证券化业务问答》(以下简称“深交所证券化问答”),在资产支持证券存续期间要定期进行评估;“住房租赁证券化通知”要求,在资产证券化产品存续期间,应进行定期或者不定期评估,发生收购或者处置等重大事项时,应重新评估。从上述规定可以看出,一般在资产证券化发行前及其存续期间,需要房地产估价。

### 3.2 评估机构

“深交所证券化问答”对于房地产估价机构的要求是住建部门核准的一级机构;“住房租赁证券化通知”要求评估机构是在住建部门备案的、声誉较好的房地产估价机构;“REITs 指引”中对评估机构的要求较高,评估机构必须是中国证监会备案的、符合行业主管部门要求的、资质良好、合规经营、运营稳健、声誉较好,且同时为同一只REITs评估不能连续超过3年。由此可见,评估机构的备案情况、资质、声誉、内部管理制度在承接资产证券化评估咨询业务中尤为重要。

### 3.3 价值类型

根据“REITs 物业评估指引”,信托物业价值评估一般应当评估市场价值。但在资产证券化实际发行过程中,价值类型不都是市场价值,比如在抵押支持证券(MBS)过程中,评估的价值类型可能是抵押价值,因此,价值类型应根据具体资产证券化产品而确定。

### 3.4 评估方法

“REITs 指引”没有对评估方法的种类作具体要求,但是需充分说明所选方法的依据和理由;“REITs 物业评估指引”提到,宜采用两种以上方法评估的应采用所有适用的方法,可以只采用一种方法,主要的方法为收益法和比较法,收益法优先采用报酬资本化法;“深交所证券化问答”及“住房租赁证券化通知”建议选用收益法为最主要的评估方法。根据上述规定可以看出,资产证券化过程中的评估方法选择要有充分的依据,可以只采用一种评估方法,因为经营性物业具有稳定的现金流,收益法应为最主要的评估方法。

## 4 经营性物业资产证券化过程中房地产估价的实践

虽然随着经济的下行压力加大,资产证券化市场发行规模回调,但是未来资产证券化仍将在优化资源配置、盘活大量的存量经营性物业、服务实体经济等方面发挥着重要的

作用,而作为资产证券化过程中必不可少的环节,房地产估价的作用也十分明显,主要体现在“了解过去”和“预测未来”<sup>[4]</sup>。

#### 4.1 经营性物业价值评估

资产证券化的基础是经营性物业稳定的现金流,由于评估方法以收益法为主,其价值和现金流密切相关。在经营性物业资产证券化过程中,房地产估价最基础的实践就是物业价值评估,尤其是在抵押支持证券产品发行过程中,其评估价值往往是融资规模的基础。根据相关实践经验,商用物业抵押贷款支持证券(CMBS)融资规模一般是物业估值的60%~70%,而类REITs由于需让渡经营性物业所有权,其融资规模相对于CMBS更大一些,一般可到评估价值的75%左右。资产证券化要求对经营性物业直接进行价值评估,价值类型可能是市场价值,也可能是抵押价值,综合物业历史年度收入和费用及运营情况,采用收益法为主要评估方法,对其进行价值评估,这也是经营性物业资产证券化对房地产估价的首要需求。

#### 4.2 经营性物业现金流预测

在经营性物业资产证券化过程中,承担评估咨询的房地产估价机构,可以利用专业优势,根据经营性物业历史年度(至少3年)的经营状况,合理预测经营性物业未来年度(一般为发行期,如12年)经营情况,比如出租率、经营收入、其他收入、费用和成本,这也是房地产估价的基础。根据实践经验,经营性物业运营所产生的净现金流(通常为EBITDA)原则上要覆盖资产支持证券偿还的优先级本金和利息,它也是资产证券化融资规模的基础。

#### 4.3 经营性物业体检及价值提升方案

对于经营性物业,证券化的关键是其未来具有稳定的现金流,而是否实现最高最佳利用是现金流最优化的关键,也是价值最大化的关键。评估机构在承接资产证券化相关评估咨询业务时,往往会对物业进行体检、诊断,前期也可以帮助融资人筛选优质资产,首先帮助原始权利人发现资产优势和价值,如在深圳某星级酒店CMBS评估咨询过程中,酒店属于商业物业,其最高土地使用年限应为40年,然而我们发现,由于深圳某些历史原因,该酒店土地使用年限为70年,则其价值就要比同类型酒店要高,另外该酒店既位于景区,又在商务区附近,既能享受旅游旺季带来的人住率和房价上升,又能保持客房收入不受节假日等季节波动,这些优势使得该经营性物业的价值更高一些,从而融资规模也高一些。其次,诊断该经营性物业是否处于最高最佳利用<sup>[5]</sup>,如未处于最高最佳利用,则可以给出提升物业价值的建议或

方案,帮助其实现最高最佳利用,从而实现价值最大化,为客户创造价值,如深圳某星级酒店CMBS产品发行过程中,我们发现该酒店的宴会厅出租率和收入明显低于周边同类型物业,通过调研发现,该酒店经营策略重点在客房,但客房入住率已经达到上限,继续增加的可能性较小,酒店经营团队也已实现经营目标,提升宴会收入的动力不足,基于此,我们给出了价值提升方案,主要为转向以“客房及宴会”并重的经营策略,根据周边客户人群特征,推出针对性的宴会套餐,并对经营团队完成行宴会经营目标进行奖励,最后帮助其实现最高最佳利用。

除此之外,房地产估价在经营性物业资产证券化过程中还有其他方面的实践,如可以为资产证券化产品投资人规避风险、为原始权利人提供资产证券化全流程咨询顾问服务等。

## 5 结语

作为资产证券化底层资产的主要物业类型之一,经营性物业有其自身的特点,在资产证券化过程中,现金流是核心,评估价值是融资的基础。作为资产证券化过程中专业机构之一,房地产估价机构作用越来越突出,房地产估价在资产证券化过程中的实践形式越来越丰富,除了基本的底层价值评估、现金流预测外,一项重要的实践在于经营性物业体检及价值提升,它是一个发现并创造价值的过程,当然,也存在其他方面的实践,论文囿于篇幅,未进行一一论述,今后我们将进行更多的研究。

## 参考文献

- [1] 吴琪.房地产企业对持有经营性物业资产管理的战略研究[J].中国市场,2020(5):96-97.
- [2] 李锋.商业银行经营性物业抵押贷款风险管理研究[J].无锡商业职业技术学院学报,2019,19(2):14-18.
- [3] 冯端阳,王鹏.资产证券化市场形势下房地产估价服务的创新发展路径[C].中国房地产估价师与房地产经纪人学会.估价业务深化与拓展之路:2020中国房地产估价师年会论文集.北京:中国城市出版社,2020.
- [4] 游建国,陈方,陈迅.酒店类REITs及CMBS项目评估咨询实践及经验——以碧桂园凤凰酒店类REITs项目为例[J].中国资产评估,2018(10):18-23.
- [5] 何高文,刘朝阳.最高最佳利用原则在CMBS项目现金流预测中的应用研究[C].中国房地产估价师与房地产经纪人学会.估价业务深化与拓展之路:2020中国房地产估价师年会论文集.北京:中国城市出版社,2020.