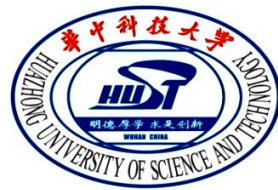


# 城市系统与房地产开发

## Urban System and Real Estate Development

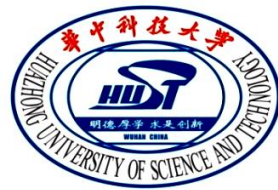
《房地产开发》课程组

2024年



# 上一讲

- 我国土地二元制的特点，国有与集体；
- 根据开发用地的不同性质，其使用权期限也不同；
- 如今，集体用地在一定条件下也可以进入市场；
  - 自然资源部：有序推进农村集体经营性建设用地入市改革；
  - 第十三届全国人大常委会第十二次会议审议通过了关于修改土地管理法的决定，新修订的土地管理法自**2020年1月1日**起施行。
- 掌握计算地价的方法。



# Question for you

- 房地产的融资，为什么受政策、经济形势的影响比较大？
- 如何理解房地产的融资是一个非常依靠银行的过程？
- 对房地产是有一定的金融属性有什么理解？
- 什么是财务杠杆效应，怎么用财务杠杆效应才能让房地产盈利？



# 房地产开发资金筹集

- 一、房地产开发资金筹集的基本概念
- 二、房地产开发资金筹集方式
- 三、房地产开发资金筹集规划
- 四、房地产开发资金筹集案例分析

# 房地产开发资金筹集

## 1.2 房地产开发的程序

房地产开发要按一定的程序进行。这是因为：其一，房



可行性研究阶段

项目报批与前期工作阶段

建设实施阶段

销售出租和服务阶段

“是指在房地产开发项目投资、营销等过程中，根据房地产开发项目的具体目标，……是房地产开发中一项复杂而高度专业的工作。”

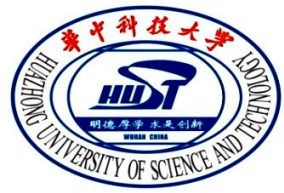
(p149)

图 1-1 房地产开发程序



# 第六章 房地产开发资金的筹集

- 一、房地产开发资金筹集的基本概念
- 二、房地产开发资金筹集方式
- 三、房地产开发资金筹集规划
- 四、房地产开发资金筹集案例分析

A decorative graphic on the left side of the slide, consisting of a vertical black line and a horizontal black line intersecting. The top-left corner of the intersection is filled with a blue square, the bottom-left with a red square, and the bottom-right with a yellow square.

# 一、房地产开发资金筹集的基本概念

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

- 资金筹集阶段

开发企业根据其开发项目的投资开发经营和调整资金结构的需要，通过资金筹集渠道和资金市场，运用各种资金筹集方式，经济有效地筹集资金的过程。



# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 筹集渠道:

资金来源的方向和通道



## 筹集方式:

筹集资金采用的具体形式

- 资金**筹集渠道**和**筹集方式**需要进行合理有效的组合，是广泛存在的。

- 一定的资金筹集方式可以只适用于某一特定的资金筹集渠道;
- 但同一渠道的资金通常可以采用不同的方式取得;
- 而同一资金筹集渠道和筹集方式，必须考察其类型和特点。

1

宏观经济环境

2

融资政策

3

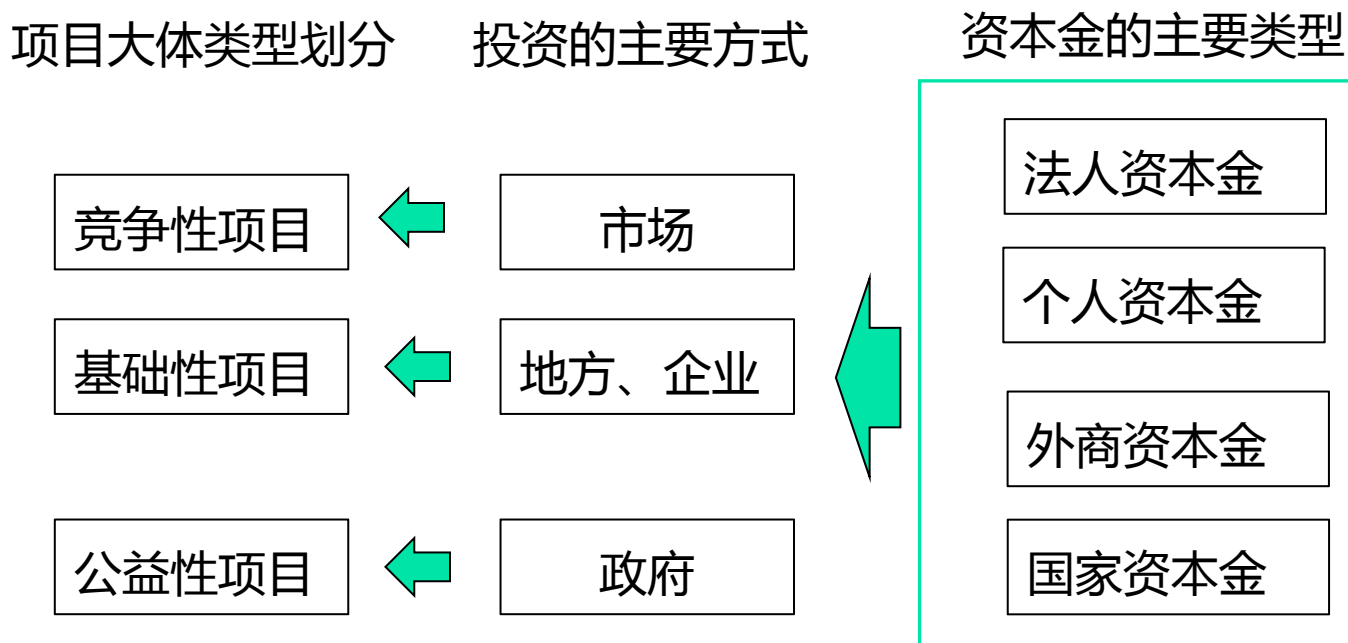
项目所在地经济发展态势

4

企业或项目发展需要进行合理选择和抉择

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

- 资本金主要分为国家资本金、法人资本金、个人资本金和外商资本金。



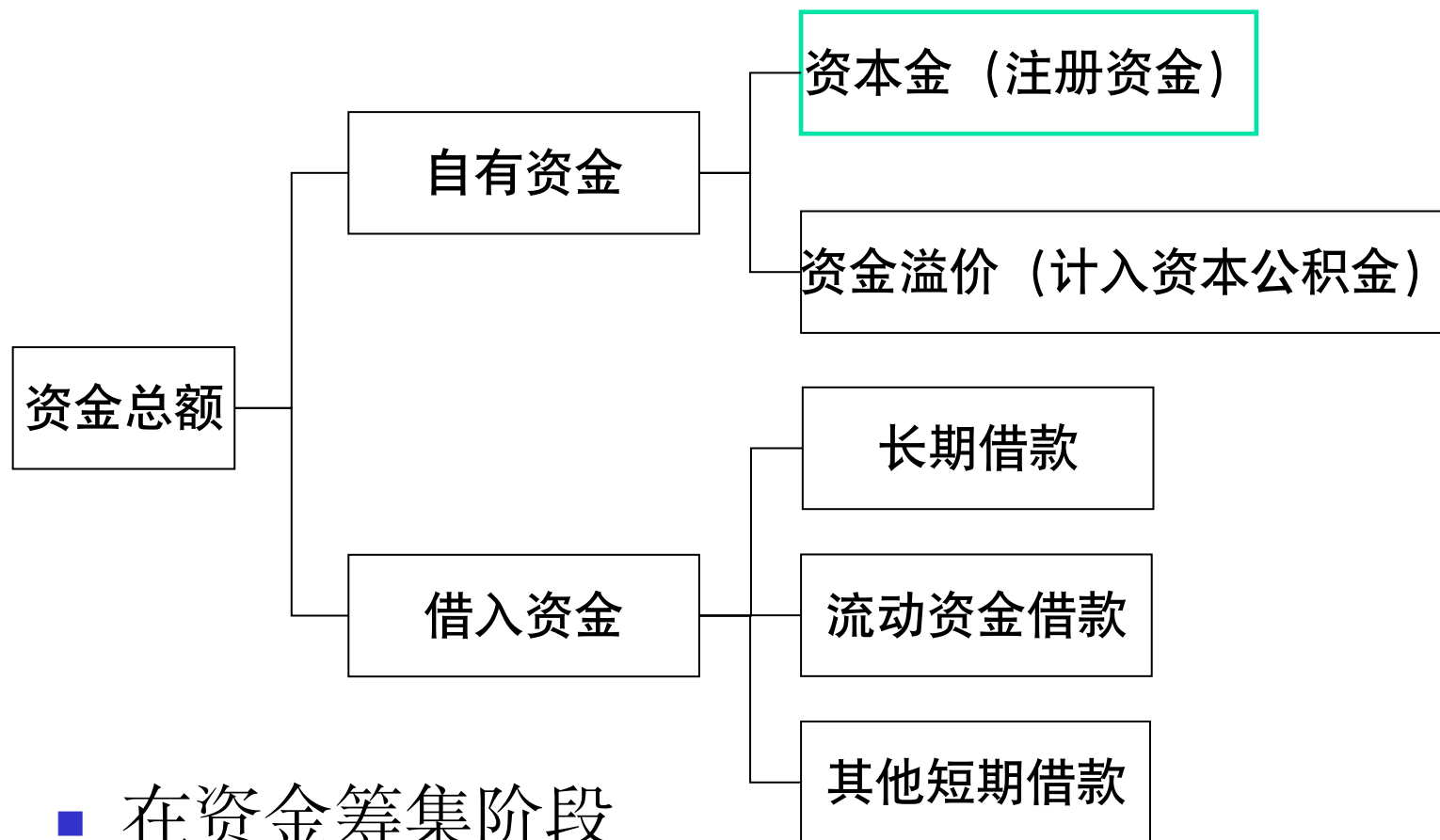
- 根据投资主体的不同，资本金类型也不同。

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

- 资本金制度：
  - 投资项目必须落实“资本金”；
  - 资本金=项目总投资的一定比例。
- 根据国家关于建设项目的投融资管理体制，投资主体、范围不同，建设项目可分为三类：
  - 竞争性项目（向市场筹集为主）
  - 基础性项目（地方、企业投资为主）
  - 公益性项目（政府拨款建设）
- 但任何一类项目都需要资本金（注册资金）才能进行建设。

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 1 房地产开发资金总额的构成



- 在资金筹集阶段
- 建设项目的资金总额 = 自有资金 + 借入资金

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 1 房地产开发资金总额的构成

### ◆ 自有资金

是指企业有权支配使用、按国家财务制度和会计准则可用于固定资产投资和流动资金的资金，即在建设项目资金总额中投资者缴付的出资额。

资本金

资本溢价

### ◆ 借入资金

是指以企业或项目建设单位名义从金融机构和资本市场借入、需要偿还的固定资产投资资金和流动资金，代表了投资人对企业或建设项目的债权。

长期负债

流动负债

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 2 房地产开发资金筹集分类

### 按资金占用时间

	长期资金筹集	短期资金筹集
<b>涵义</b>	<p>资金使用期在一年以上、主要用于项目长期建设。可通过吸收直接投资、发行股票和长期债券、银行中长期借款等方式筹集。</p> <p>1年 &lt; 中期 &lt; 5年 &lt; 长期</p>	<p>资金使用期在一年以内、多用作流动资金。可通过银行短期借款、发行短期债券、商业信用和票据等方式筹集。</p>
<b>特点</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 主要表现为长期负债和所有者权益。</li> <li>• 由于占用时间较长，用款自主权较大，使用较灵活。</li> <li>• 风险较大，资金成本较高。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 主要表现为企业流动负债。</li> <li>• 由于占用时间短，用款自主权较小，使用限制较多。</li> <li>• 风险较小，资金成本较低。</li> </ul>

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 2 房地产开发资金筹集分类



### 按资金性质

	权益性融资	债务性融资
概念	<p>又称主权性融资，融资者以出让一部分利润为条件而向出资者融资的行为。</p>	<p>融资者以还本付息为条件而向出资者融资的行为。</p>
特点	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 所融入资本是企业永久性资本，使用方向不受限制；</li> <li>• 出资者和融资者共担风险；</li> <li>• 出资者参与利润分配；</li> <li>• 融资程序复杂、融资成本高。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 所融入资本不能永久使用，需要还本付息；</li> <li>• 债权人不参与企业利润分配；</li> <li>• 所融入资金的使用方向大多受债权人的限制；</li> <li>• 融资程序简单，融资成本较低。</li> </ul>

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 2 房地产开发资金筹集分类

### ◆ 按筹资渠道

	直接融资	间接融资
涵义	房地产开发企业不经金融机构，直接向投资者筹资或发行有价证券进行筹资。	借助于金融机构进行筹资，主要形式为银行或非银行金融机构借款。
特点	<ul style="list-style-type: none"><li>• 筹资范围广、方式多。</li><li>• 受金融政策法规、企业法规及企业或项目经营状况限制较大。</li><li>• 程序复杂。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 筹资范围较窄、方式较单一。</li><li>• 筹资程序简单，方便灵活。</li></ul>



# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 3 资金成本与资本结构

资金成本

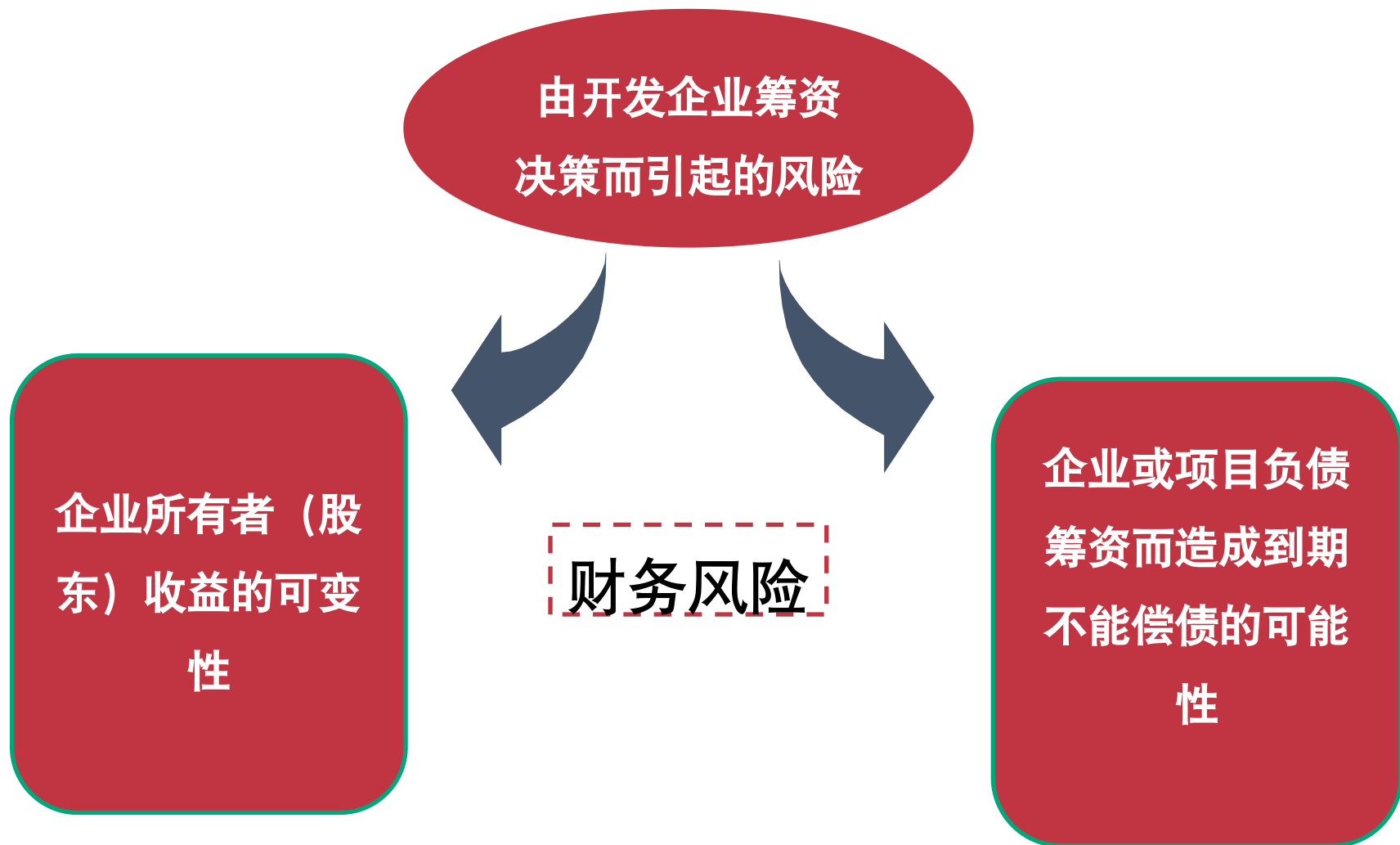
是指企业为筹集和使用资金所必须付出的费用

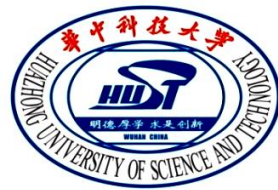
资本结构

是指要素（数量、期限、来源、企业或项目各种资本的构成及其比例关系，反映了资金诸组成成本等）之间的相互联系和作用方式

# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 4 财务风险与财务杠杆





# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## ■ 财务杠杆效应

由于**固定性资本成本**（利息费用、优先股股利）的存在，使得企业的**普通股收益**（或每股收益）**变动大于**息税前利润变动率（即**每股收益承担的风险大于经营风险**）的现象。

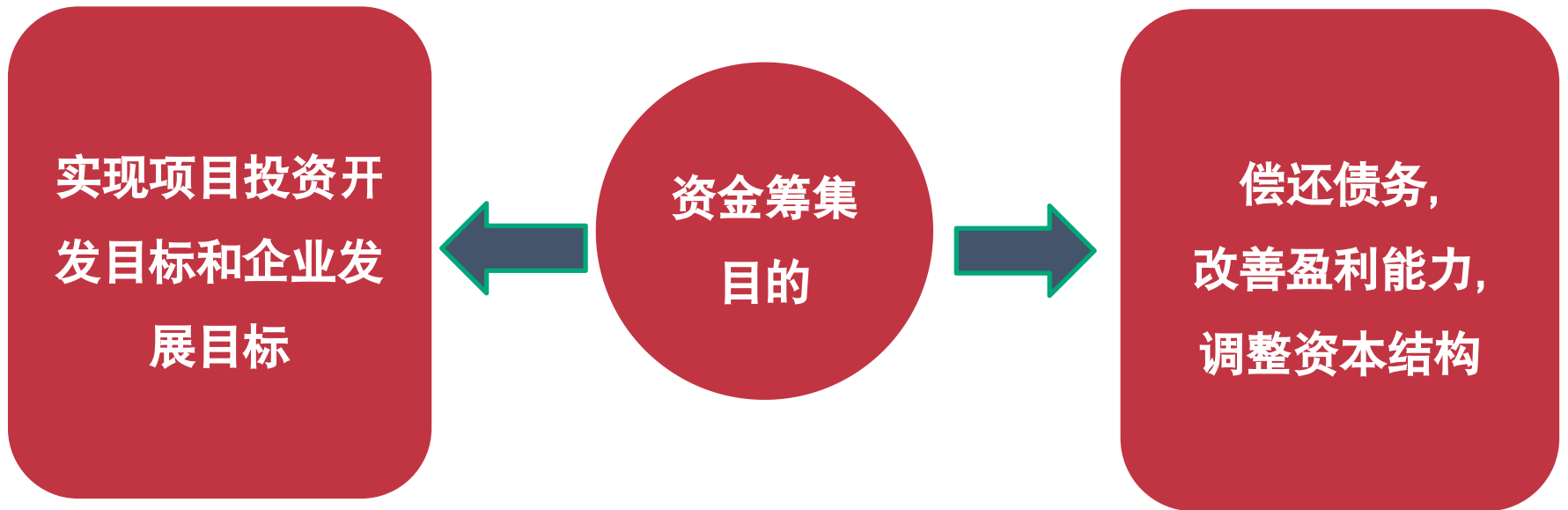
即：由于债务融资产生的固定利息费用的存在，使得息税前利润的变动引起每股收益产生更大变动程度的现象

$$\text{(普通股) 每股收益} = \frac{(\text{息税前利润} - \text{利息}) \times (1 - \text{所得税税率}) - \text{优先股股利}}{\text{普通股股数}}$$

简单的说就是透过债权性筹资放大了自有资产的风险和收益。比如一个投资要100万，你借款80万，固定利息3万，最后经营下来利润20万，这样子你的收益为17万，**资本净利率**（资本金获得利润的能力）85%。如果全部用自有资产投资，净利率就是20%，可见杠杆扩大了你承担风险和收益。如果产生亏损亦同理。

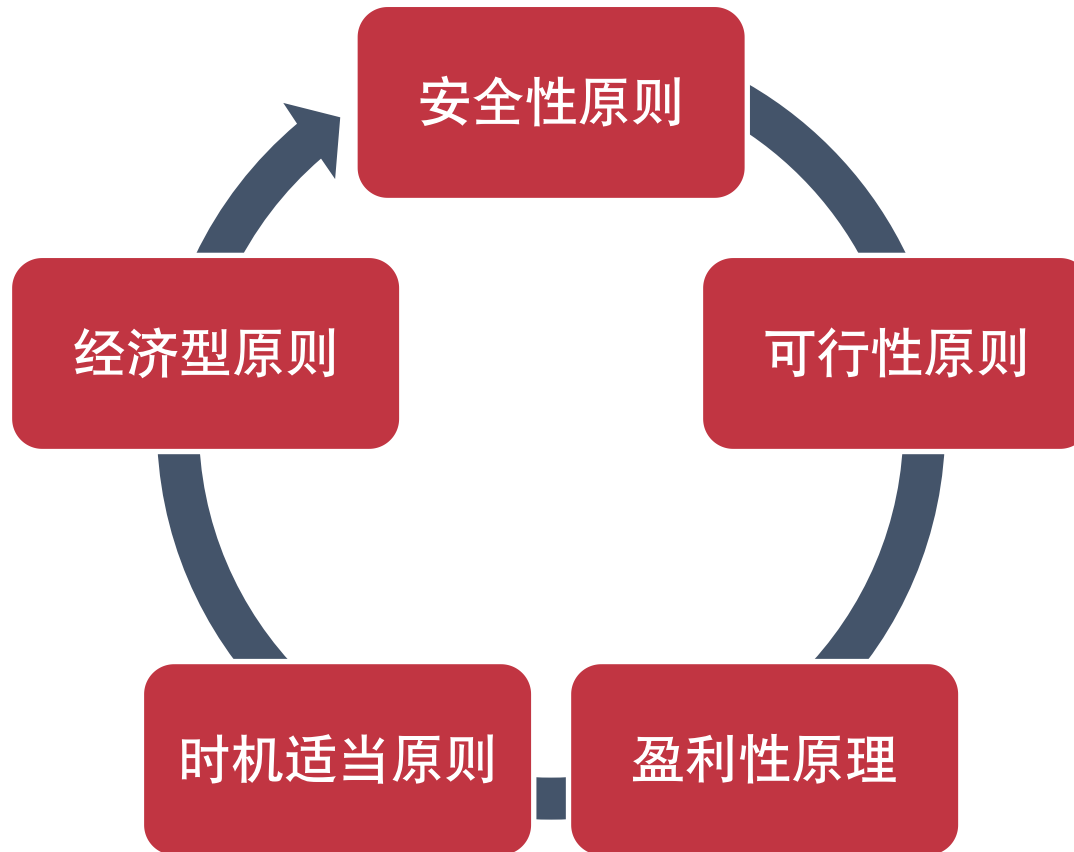
# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 5 房地产开发资金筹集的目的



# (一) 房地产开发资金筹集的基本概念

## 6 资金筹集的原则





## 二、房地产开发资金的筹集方式

在房地产开发项目投资决策过程中，房地产开发商除了需评价该项目投资的经济效果外，还必须考虑于该项目投资资金的来源，确定资金结构并制定资金筹集方案。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 主要资金筹集关系图

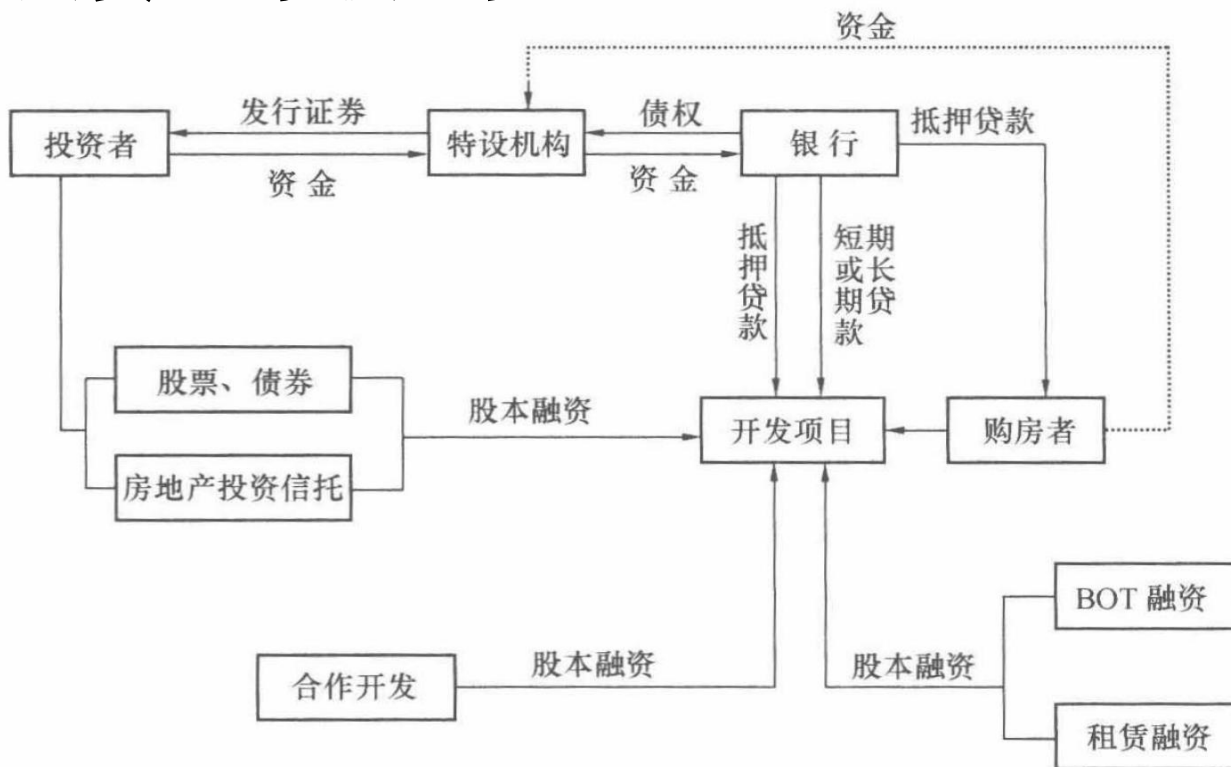
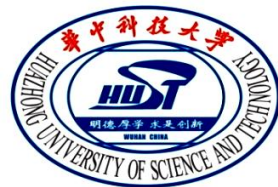


图 6-2 房地产开发资金筹集关系图



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

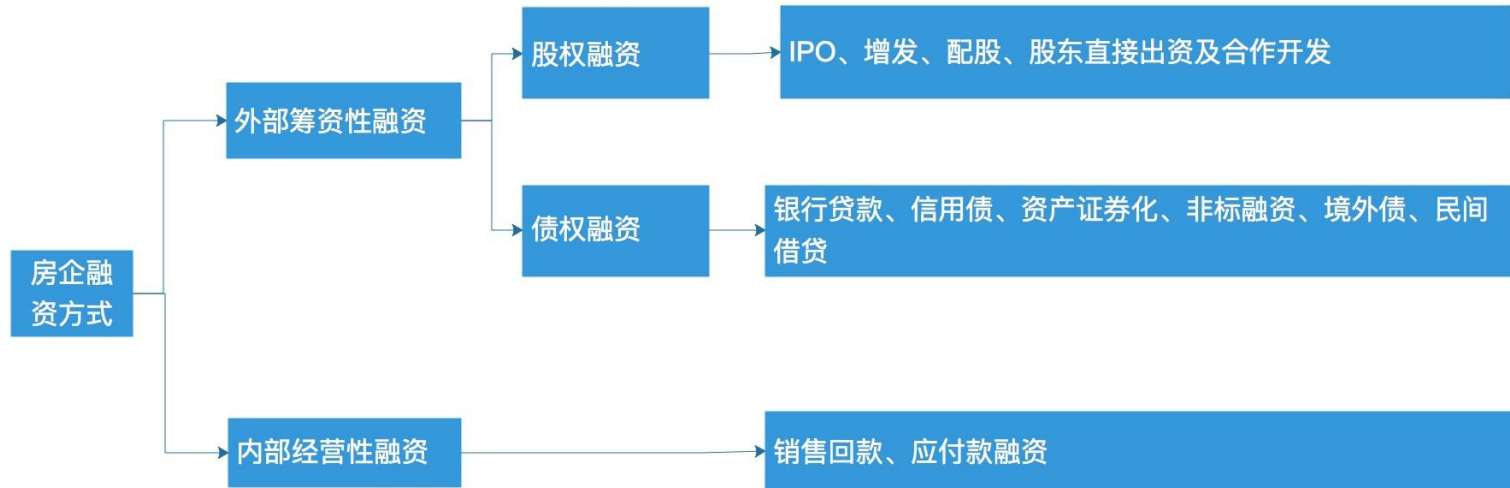
### 主要筹集方式

序号	筹集方式
1	自有资金
2	向银行借款
3	发行债券
4	发行股票
5	吸引外商投资
6	项目BOT
7	PPP (Public-Private-Partnership)
8	资产证券化 (ABS)
9	房地产开发信托——REITs
10	反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)
11	“股权+债券”融
12	接续私募基金——业主方
13	代建融资
14	“轨道交通+房地产” (R+P) 自融资



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### • 房企的融资方式

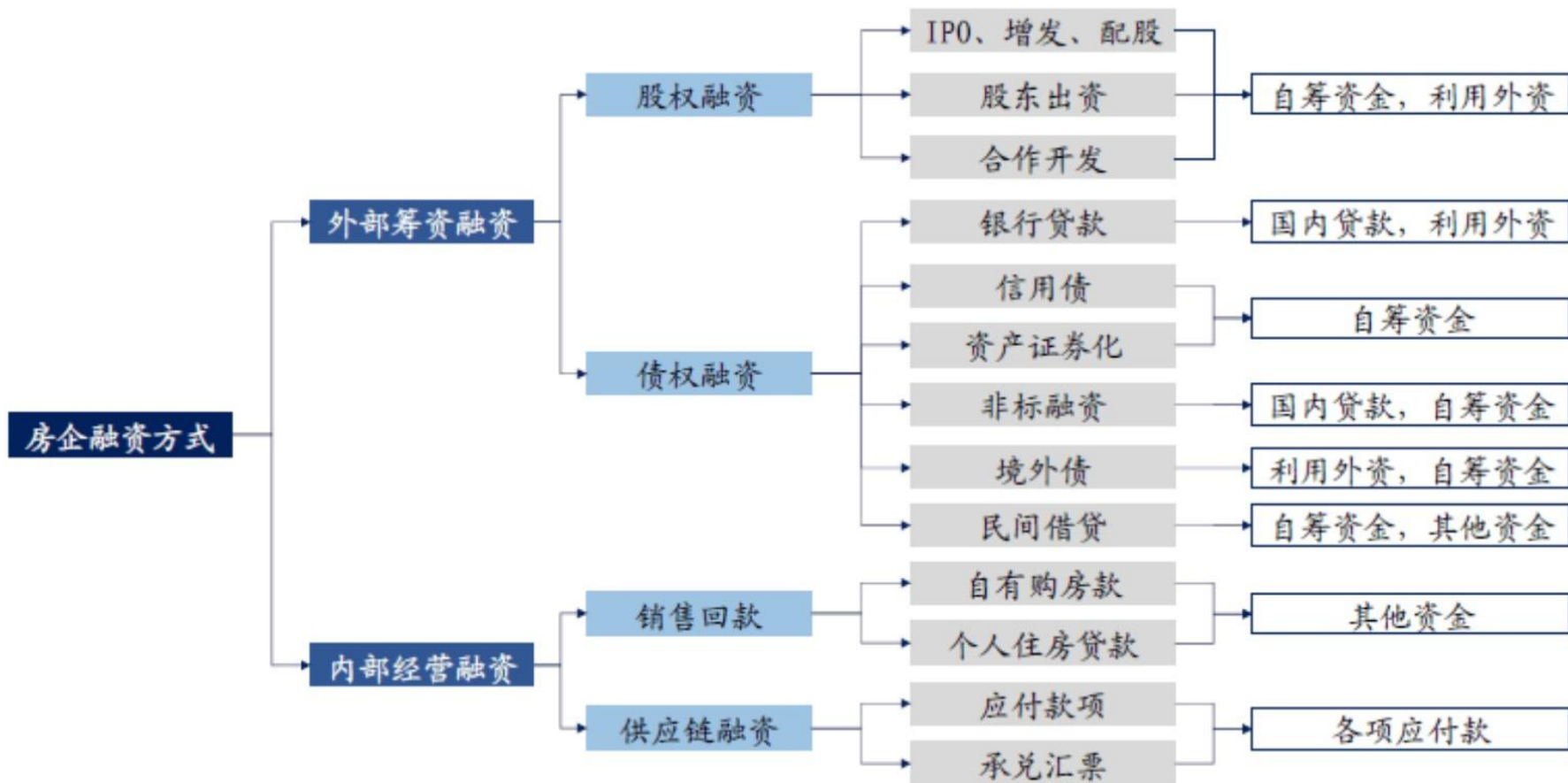


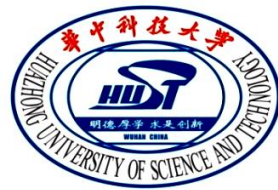
从房地产开发各阶段的融资渠道来看：

1. 在**前期拿地阶段**：仅能通过自有资金、非标等方式融资；
2. 在**地产开发建设阶段**：可以通过开发贷、并购贷、非标、供应链ABS（资产支持证券，Asset-Backed Security, 一种债券性质的金融工具，其向投资者支付的本息来自于基础资产池产生的现金流或剩余权益，以资产信用为支持的证券），信用债等方式进行融资；
3. **销售运营阶段**：房企可以发行信用债、ABS提高资金周转效率。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### • 融资渠道对应资金来源分类





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 1 自有资金

自有资金是指企业为了生产经营活动而经常持有，可以自行支配使用而无需偿还的资金。

- ① 资本金
- ② 资本公积金
- ③ 盈余公积金
- ④ 未分配利润
- ⑤ 其他自有资金

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 1 自有资金

#### ① 资本金



#### ② 资本公积金

#### ③ 盈余公积金

#### ④ 未分配利润

#### ⑤ 其他自有资金

- 资本金：企业在工商行政管理部门登记的注册资金。
- 设立企业必须有法定的资本金。设立房地产开发企业的最低限额为100万元（法定资本金）。
- 资本金在不同类型的企业中的表现形式有所不同。股份有限公司的资本金被称为股本，股份有限公司以外的一般企业的资本金被称为实收资本。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 1 自有资金

- ① 资本金
- ② 资本公积金
- ③ 盈余公积金
- ④ 未分配利润
- ⑤ 其他自有资金



- 资本公积金：由投资者投入及资产本身或其他原因形成的权益收入，所有权归投资者，但不构成实收资本（注册资本）的那部分资本。
- 资本公积金与企业经营取得的收益无关，可按法定程序转增资本，但不能用于补亏。
- 资本公积金主要来源：股票溢价收入、法定资产重估增值、受赠的财产等。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 1 自有资金

#### •项目资本金：

项目总投资中由投资者认缴的出资额，对投资项目来说是非债务性资金。

#### •房地产开发项目资本金：

在房地产开发项目（工程建设）总投资中，由房地产开发企业按规定专户储存，专项用于该房地产开发项目的自有货币资金。

#### 房地产开发项目资本金比例：

- 1998：《房地产开发经营管理条例》，房地产开发项目应当建立资本金制度，资本金占项目总投资的比例不得低于20%。
- 2003：央行关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知，30%
- 2004：国务院关于调整部分行业固定资产投资项目资本金比例的通知，35%
- 2009：国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知，保障房和普通住房项目20%，其他项目的最低为30%。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 2 向银行借款

房地产开发企业为了满足项目开发、运营或扩张等资金需求，向商业银行或其他金融机构提出贷款申请，并以还本付息为条件，从银行或金融机构借入资金的融资行为。

- 借款种类
- 借款程序
- 还款方式
- 借款合同
- 借款优缺点

# (二) 房地产开发资金的筹集方式

## 2 向银行借款

### (1) 房地产开发企业向银行借款的种类

银行贷款主要有：开发贷、并购贷、土地储备贷款、流动资金贷、经营性物业贷、政策性贷款等方式。目前，监管文件对土地储备贷款做出了限制，**开发贷及并购贷**是房企获取银行贷款主要的方式。

2015.09	国务院	国发〔2015〕51号文：《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》	保障性住房和普通住房项目最低资本金比例维持 20% 不变，其他项目由 30% 降至 25%。除了银行表内贷款外，银行表外理财、信托贷款等也需要符合“四三二”规定。	2019.07	央行	全国银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会	真落实房地产市场平稳健康发展的长效机制。保持房地产金融政策连续性稳定性。保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房，加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理。要求各类银行要转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。
2016.02	财政部、国土资源部、央行、银监会	财综〔2016〕4号文：《财政部 国土资源部 中国人民银行 银监会关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》	自 2016 年 1 月 1 日起，各地不得再向银行业金融机构举借土地储备贷款。	2020.01	央行	《中国人民银行 2019 年工作会议》	2019 年工作会议：回顾篇：加强长效机制建设，加快补齐外债、房地产金融等宏观审慎政策框架。展望篇：加快建立房地产金融长效机制。
2017.04	银监会	银监发〔2017〕6号文：《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》	严厉打击“首付贷”等行为，各级监管机构要重点关注房地产融资占比高、贷款质量波动大的银行业金融机构，以及房地产信托业务增量较大、占比较高的信托公司。	2020.01	银保监会	《中国银保监会关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》	意见提出，银行保险机构要落实“房住不炒”的定位，严格执行房地产金融监管要求，防止资金违规流入房地产市场，抑制居民杠杆率过快增长，推动房地产市场健康稳定发展。
2018.01	银监会	银监发〔2018〕4号文：《中国银监会关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	2018 年将重点整治表内外资金直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资、向“四证”不全、资本金未足额到位的商业性房地产开发项目提供融资。	2020.04	银保监会	国务院新闻办公室发布会	首次对深圳“房抵贷”问题作出回应，采取相应监管措施，落实“房住不炒”定位，防止违规资金流入房地产。贷款一定要按照申请贷款时的用途真实使用资金，不能够挪用，如果是通过房产抵押申请的贷款，包括经营和按揭贷款，都必须真实遵循申请时的资金用途。银保监会要求银行一定要监控资金流向，确保资金运用在申请贷款时的标的上，对于违规把贷款流入到房地产市场的行为要坚决予以纠正。
2018.02	上海银监局	沪银监通〔2018〕4号文：《上海银监局关于规范开展并购贷款业务的通知》	并购贷款投向房地产开发土地并购或房地产开发土地项目公司股权并购的，应按照穿透原则管理，拟并购土地项目应当完成在建工程开发投资总额的百分之二十五以上；按照穿透原则评估并购贷款业务的合规性，严格遵守房地产开发大类贷款的监管要求。	2020.05	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》	进一步完善“三档两优”存款准备金框架，建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2019.05	银保监会	银保监发〔2019〕23号文：《中国银保监会关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》	表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。				



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 2 向银行借款

#### (2) 向银行借款的程序

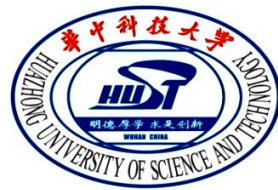
提出  
借款  
申请

银行  
审核  
申请

签订  
借款  
合同

企业  
取得  
借款

企业  
归还  
借款



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 2 向银行借款

#### (3) 借款企业归还借款的方式

定期按等额还本，每期付息一次

定期按等额还本付息

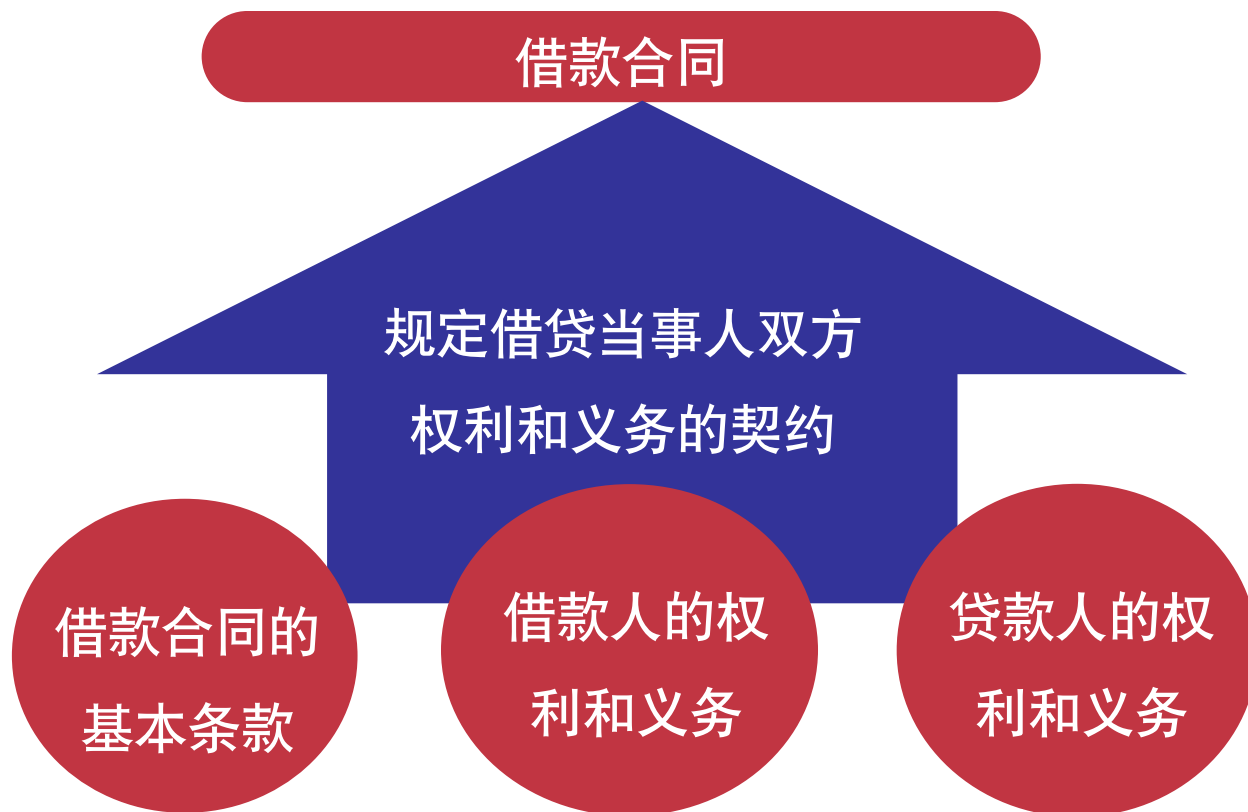
每期计息并付息一次，不还本金，  
本金到期一次还清

到期本金利息累计一次付清

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 2 向银行借款

#### (3) 借款企业归还借款的方式



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 2 向银行借款

#### (3) 借款企业归还借款的方式

##### 优点

- ① 借款筹资较快
- ② 借款成本较低
- ③ 借款弹性较大

银行长期  
借款

##### 缺点

- ① 风险较大
- ② 限制条款较多
- ③ 受国家宏观经济形势和金融政策影响较大

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 2 向银行借款

#### (3) 借款企业归还借款的方式

##### 优点

- ① 银行资金充足，实力雄厚
- ② 银行短期借款具有较好的弹性

银行短期  
借款

##### 缺点

- ① 资金成本高
- ② 限制较多



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 3 发行债券

房企发行的信用债：分为企业债、公司债、短期融资券、中期票据及定向工具

房企发行企业债的要求较为严格：

- 最早在2004年，发改委发布《关于进一步改进和加强企业债券管理工作的通知》中规定，企业发行债券的募集资金不得用于房地产买卖；
- 随后2011年的《关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》中支持符合条件的地方政府投融资平台公司和其他企业，通过发行企业债券进行保障性住房项目融资；
- 2016年《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》的文件中，严格限制房企发行企业债券融资，用于商业性房地产项目，因为发行企业债用途限制较多，发行规模一直不高。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 3 发行债券

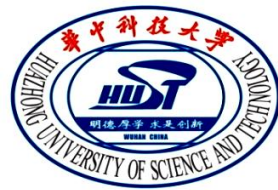
#### (1) 企业债券的种类和特点

记名债券

不记名债券

特点

- 代表一种债权债务关系
- 债券具有分配上的优先权
- 债券持有人只是企业的债权人
- 企业债券可以转让、抵押和继承



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 3 发行债券

#### (2) 企业债券发行的条件

- 股份有限公司的净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元；
- 累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十；
- 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；
- 筹集的资金投向符合国家产业政策；
- 债券的利率不超过国务院限定的利率水平；
- 国务院规定的其他条件。

上市公司发行可转换为股票的公司债券，还应当符合公开发行股票的条件，并报国务院证券监督管理机构核准。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 3 发行债券

#### (3) 企业债券发行的价格

企业债券的发行价格，是债券投资者认购新发行的债券时实际支付的价格。

等价发行

溢价发行

折价发行

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 3 发行债券

#### (3) 企业债券发行的价格

债券发行价格的计算公式:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{c/m}{(1+i/m)^{mt}} + \frac{F}{(1+i/m)^{mn}}$$

$P_0$  —— 债券的发行价格或称市场价格

$c$  —— 债券年利息 (或年息收入)

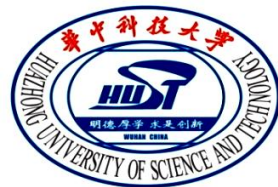
$i$  —— 市场利率 (或为到期收益率)

$m$  —— 每年计息次数

$n$  —— 到期年限数

$F$  —— 债券面值

$t$  —— 年份数



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 3 发行债券

#### (4) 企业债券发行的优缺点

优点	缺点
<p>(1) <b>资本成本低。</b> 债券的发行费用低，并且利息在税前支付，具有抵税作用，比股票筹资成本低。</p> <p>(2) <b>能够保证控制权。</b> 债券持有人无权干涉企业的经营管理事务。</p> <p>(3) <b>可以发挥财务杠杆作用。</b> 债券只支付固定的利息，当企业盈利多时，可以留更多的收益给股东或给企业扩大经营，使资本金发挥更大的作用。</p>	<p>(1) <b>筹资风险高。</b> 债券有固定的到期日，并定期支付利息，无论企业经营如何都要偿还。</p> <p>(2) <b>限制条件多。</b> 债券发行的限制条件比向银行借款、发行股票要严格得多。</p> <p>(3) <b>筹资额有限。</b> 我国《证券法》规定，累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十。</p>

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 4 发行股票

发行股票的定义是指房地产开发企业（通常为股份有限公司）通过向公众或特定投资者发售自己的股票，以此筹集资金用于项目开发、运营、扩张等目的。

#### (1) 发行股票的种类和特点

按照股东承担风险和享有权益的大小



普通股  
优先股

按投资主体的不同

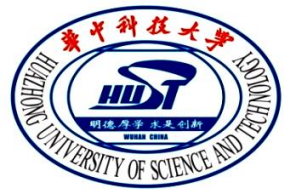


国家股  
法人股  
个人股  
外资股

按股票票面是否记名



记名股票  
无记名股票



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### ■ 优先股

#### ● 优先股和散户没什么关系

第一，**收益率**。优先股票息会是多少？上证50指数经营数据及历史分红一般在5%到8%之间，有吸引力么？优先股分红率一般要比普通股低，否则就要折价交易。5%还不如一些宝宝，7%很多理财和保险都做得得到；8%国债加正回购杠杆也做得得到。这点收益率毫无吸引力。

第二，**本金**。优先股是本金投入后永不偿还，有净利润就要派发优先股股息。这基本就是为有大量现金及未来需要大量稳定现金流的企业设计的，比如保险公司。但是对于散户，有人会永续持有吃利息么？

第三，**流动性**。基于上述，大部分优先股的持有人没有大量交易的需求，一旦申购基本不会有卖出意愿，所以交投不活跃，个人投资者可能无法随时买到，也可能会在缺现金的时候面对有价无市，抛售不出的困境。

国外例子也显示，优先股主要由保险公司及国家持有。国家购买大量不具备投票权的优先股给企业现金支持帮助其度过金融危机是优先股最常见的用处之一。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 4 发行股票

#### (1) 发行股票的种类和特点

特点



- 从法律上讲，股票持有人即股东与股票的权利和义务是不可分离的，股票转让就是股东权利和义务的转移，股票转让后，股东就失去了相应的权利和义务；
- 股票是财产所有权证书，而不是债权债务凭证。

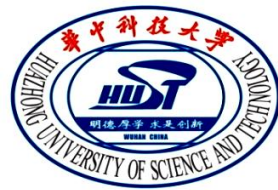


## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 4 发行股票

#### (2) 发行股票的条件

- (1) 设立股份有限公司并申请公开发行股票的条件
- (2) 原有企业改组设立股份有限公司申请公开发行股票的条件
- (3) 股份有限公司增资申请公开发行股票
- (4) 定向募集公司申请公开发行股票
- (5) 股份公司申请股票上市交易条件



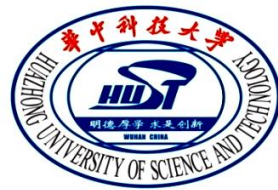
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 4 发行股票

#### (3) 发行股票的程序





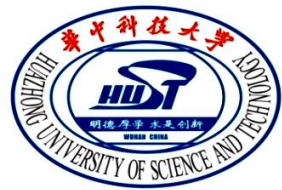


## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 4 发行股票

#### (4) 发行股票的优缺点

优点	缺点
<p>(1) 对于普通股筹资来说，具有更大的财务灵活性和较小的财务风险。</p> <p>(2) 股本没有固定的到期日，无需偿还本金，是公司的永久性资本。</p>	<p>(1) 筹资成本较高。</p> <p>(2) 当发售新股票，增加新股东时，可能会分散公司的控制权；另一方面新股东对公司积累的盈余具有分享权，影响公司的市场价值和发展潜力。</p>



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 5 吸引外商投资

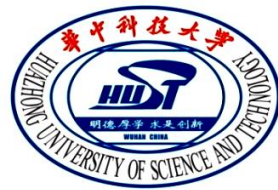
#### (1) 外商投资的方式

1. 合资经营（股权式经营）

2. 合作经营（契约式合营）

3. 外资独营

- 指房地产开发企业通过各种合法途径，吸引外国投资者（包括外国自然人、法人或其他经济组织）向企业投入资金，以支持其项目开发、运营或扩张等活动。
- 这种方式通常涉及资金的跨境流动，并受到国内外相关法律法规的监管。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 5 吸引外商投资

#### (2) 外商投资的审批程序

- 1) 编报项目建议书；
- 2) 申请企业名称登记 ；
- 3) 编报可行性研究报告、合资或合作合同、章程；
- 4) 申请颁发批准证书 ；
- 5) 申请领取营业执照 ；
- 6) 办理税务登记和银行开户。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

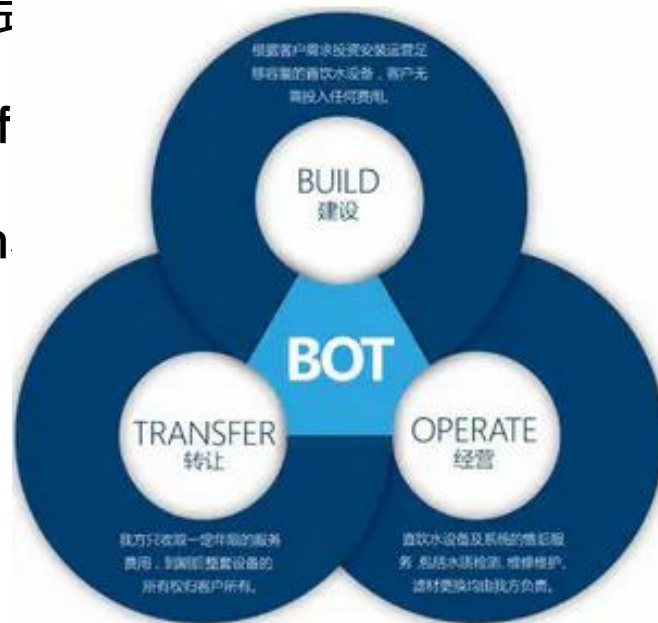
### 6 项目BOT

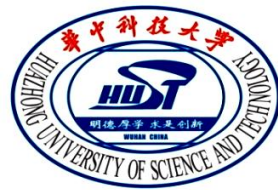
是一种特定的融资和建设模式，主要用于基础设施项目的开发和运营。

#### (1) BOT方式的基本概念

BOT是英文Build Operate Transfer结合起来的缩略写，意为建设——经营——移交。通常所说的BOT方式

- BOT (Build-Own-Operate-Transfer)  
即建设—经营—移交
- BOOT (Build-Own-Operate-Transfer)  
即建设—拥有—经营—移交
- BOO (Build-Own-Operate)  
即建设—拥有—经营





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT

#### (1) BOT方式的基本概念

1. 政府部门最终拥有该运营的设施的所有权
2. 由于政府部门的授权，私人企业（或项目公司）是BOT项目的资金筹措者、开发建设者、所建成项目的经营者以及在特许期限内，投资收益的获得者
3. BOT项目是在政府授权，并始终在政府的支持、监督下运行的



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT

#### (2) BOT方式的基本特征

- 项目所在国政府是任何BOT项目最重要的参与者和支持者
- 项目公司是BOT项目第二个必不可少、也是最重要的参与者和执行者
- BOT项目的资金筹集是将传统的股本投资与项目融资结合在一起
- BOT方式一般采用分散分担风险的方法
- BOT项目必须具有明确而又稳定的收益来源
- BOT项目的特许期限结束时，要求移交或转让给项目所在国政府，通常有所有权转让和经营权转让两种方式



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT

#### (2) BOT方式的融资结构和运作工程

BOT方式的运作过程:

- 1、项目筛选和决策
- 2、用竞标方式选择境外投资者和项目公司主要成员
- 3、成立项目公司，建立授权关系
- 4、项目融资
- 5、项目建设
- 6、项目移交

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT

#### (2) BOT方式的融资结构和运作工程



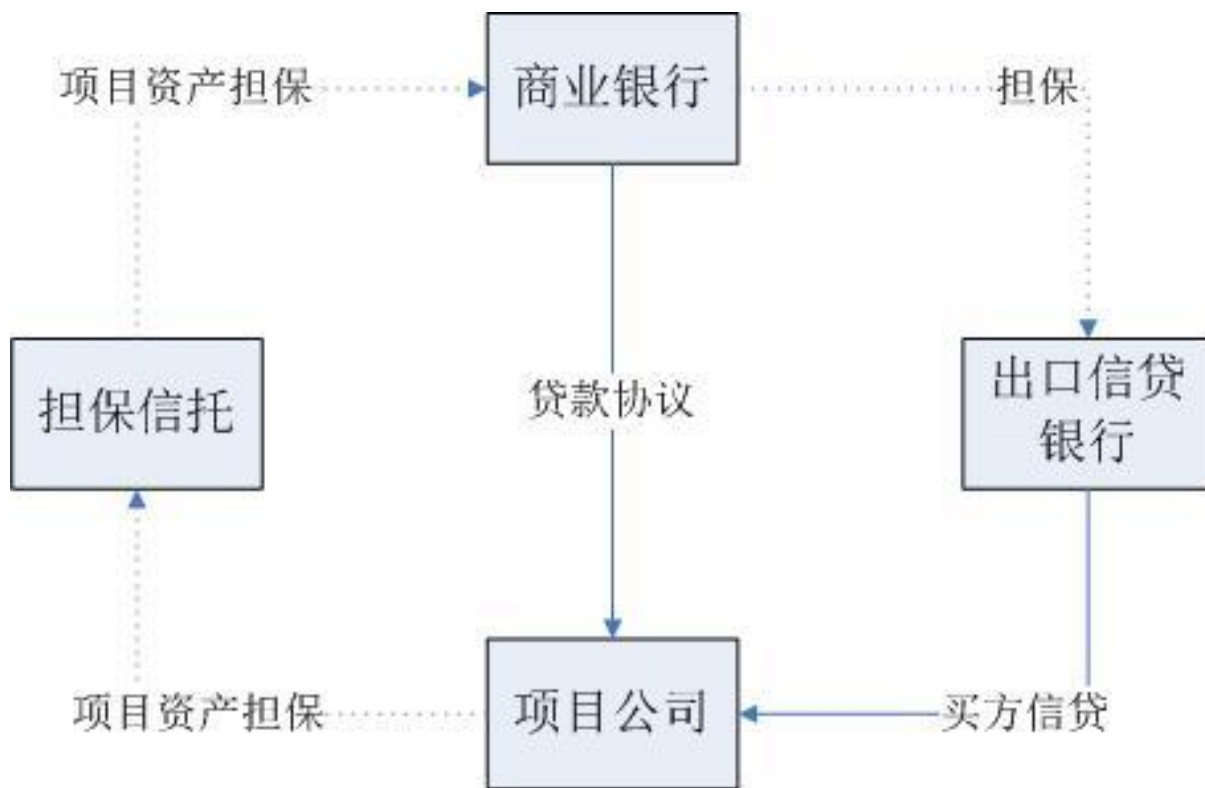
协议阶段BOT结构示意图



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT

#### (2) BOT方式的融资结构和运作工程

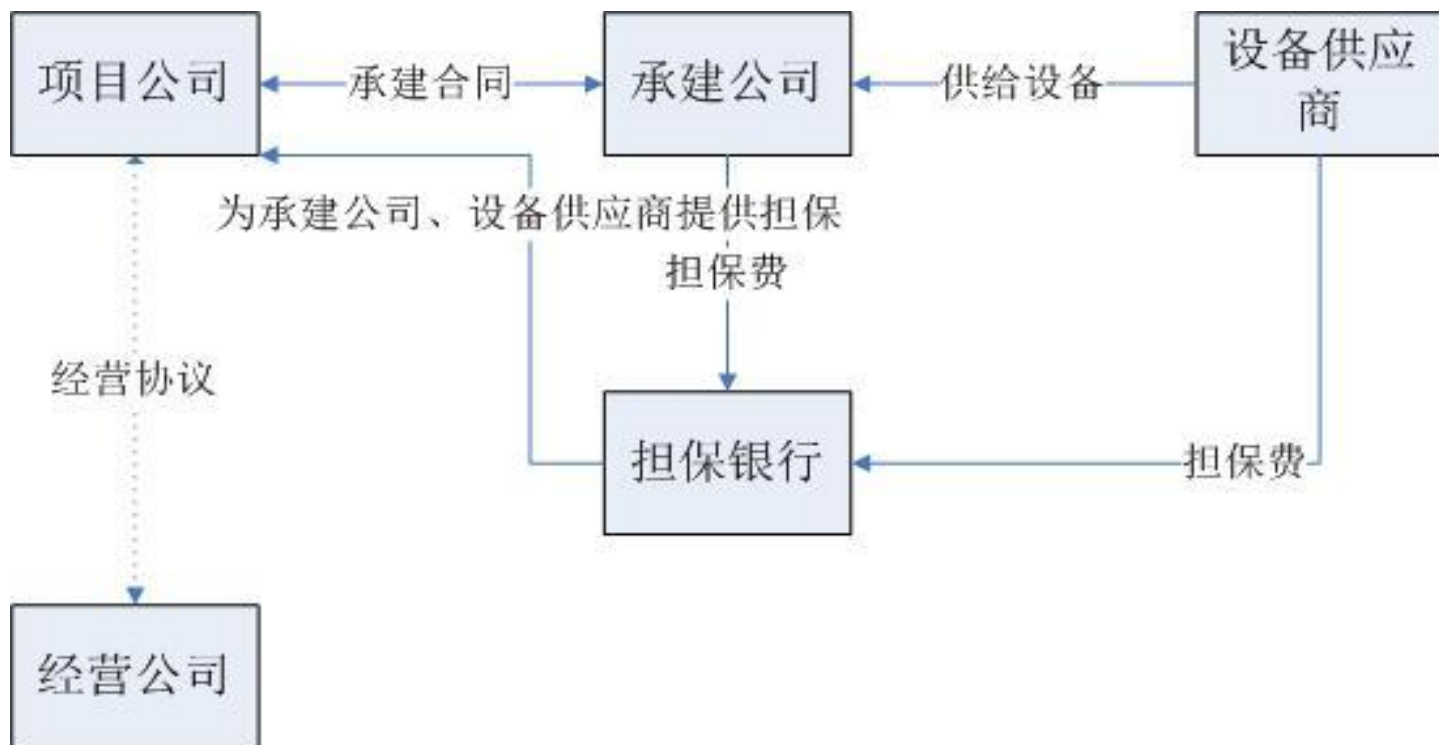


融资阶段BOT结构示意图

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

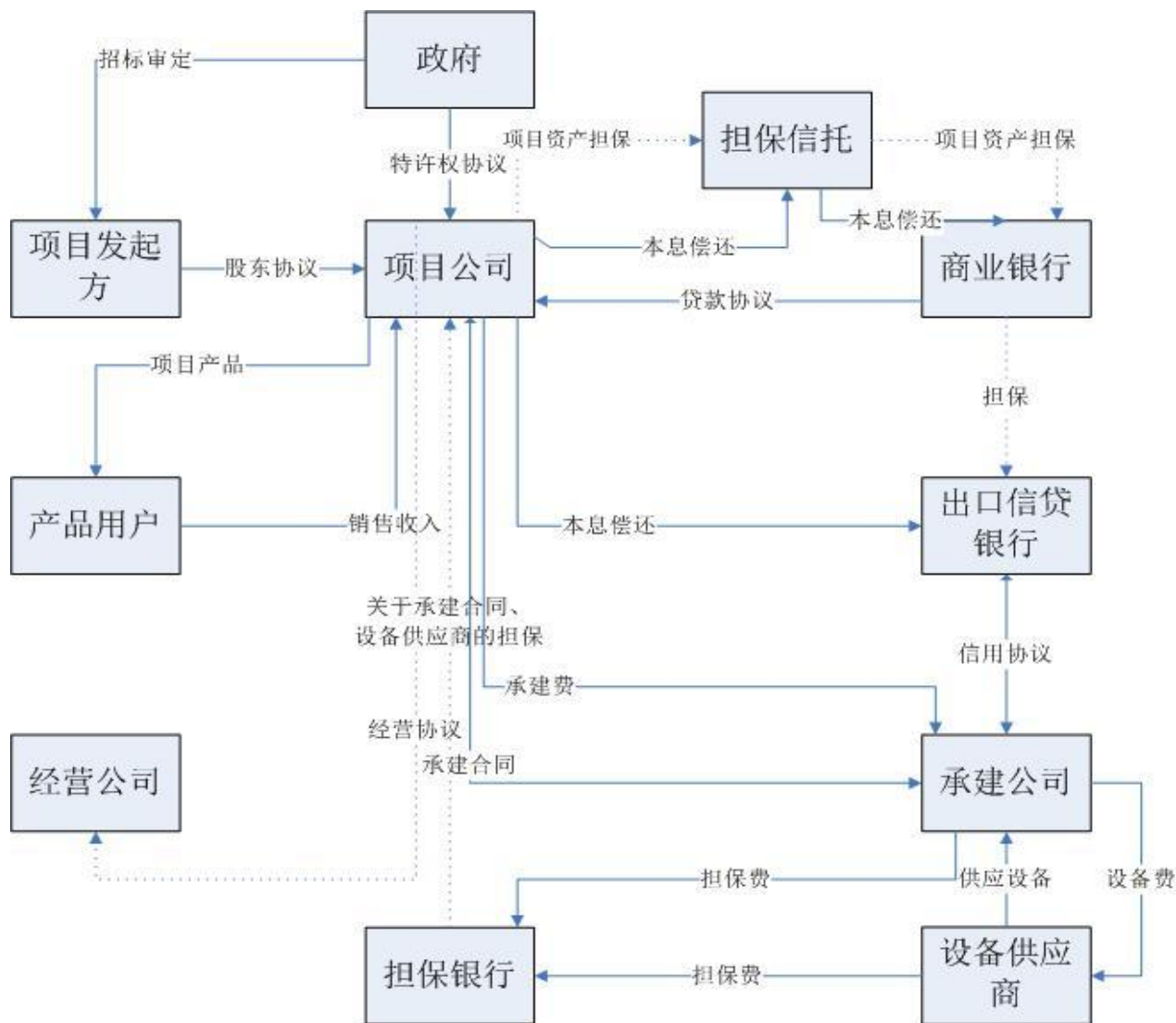
### 6 项目BOT

#### (2) BOT方式的融资结构和运作工程

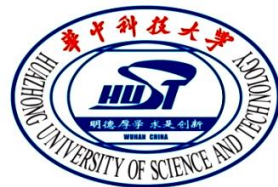


建设（经营）阶段BOT结构示意图

## (二) 房地产开发资金的筹集方式



BOT方式总体融资结构



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT

#### (4) BOT方式的优缺点和发展前景

优点	缺点
<p>(1) 减轻政府的财政负担，增加国家财政收入，促进当地的经济效益和社会效益的提高</p> <p>(2) 减少了传统项目政府部门所要承担的各种风险</p> <p>(3) 项目公司获得较有保障的投资报酬率和债务偿还能力</p> <p>(4) 降低项目建设和经营方面的建设风险、市场风险、经营风险、信贷风险、财务风险等</p> <p>(5) 境外资金能获得更多的投资机会</p>	<p>(1) 政府与私人企业和境外投资者之间的利益冲突和协调，常常贯穿BOT项目全过程</p> <p>(2) 政府部门必须考虑到项目产品销售及服务价格对用户的承受程度</p> <p>(3) 项目的应变能力较差</p> <p>(4) 投资回收期也相对较长，投资回报率也较低</p> <p>(5) 过程极其复杂，耗时耗资，融资成本偏高，在实际运作中有很大的难度，具有较大的局限性</p>

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

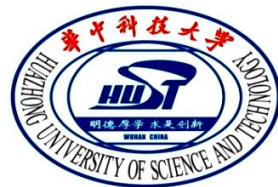
### 6 项目BOT案例-英法海峡隧道

#### 项目背景

英法海峡隧道是一条把英国英伦三岛连接往欧洲法国的铁路隧道，包括2条7.3m直径的铁路隧道和1条4.5m直径的服务隧道，长50km，是目前世界上最长的海底隧道。

特许权协议于1987年签订，该项目于1993年建成。政府授予Eurotunnel公司55年的特许期(含建设期7年)，项目总投资103亿美元。





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT案例-英法海峡隧道

#### 项目参与方

发起人	英法两国政府	英法两国政府 <b>发出</b> 对海峡通道工程出资、建设和经营的 <b>招标邀请</b> ，作为项目的发起人。
投资者	CTG-FM	CTG-FM是一个由两国建筑公司、金融结构、运输企业、工程公司和其他专业机构联合的 <b>商业集团</b> 。
项目公司	欧洲隧道公司	欧洲隧道公司是一个合伙制组织，负责 <b>运行和经营</b> 。
总承包商	TML联营体	TML联营体负责 <b>施工、安装、测试和移交运行</b> ，作为总承包商。
贷款方	银行	牵头银行组织的一个有40个二级银行组成的价值为50亿英镑的 <b>联合贷款承销团</b> 。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT案例-英法海峡隧道

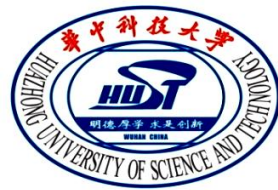
#### 项目融资及政府担保

在特许权协议中，政府对项目公司提出了3项要求：

- (1) 政府**不对贷款作担保**；
- (2) 项目只有**有限的追偿权**，100%由私人投资并用项目建成后的收入来支付项目公司的费用和债务；
- (3) 项目公司必须持有20%的股票。

欧洲隧道公司从英法两国政府得到的**担保很小**，且英国政府要求建设、筹款或经营的一切**风险均由私营部门承担**。除特许期较长外，政府没有向该公司提供支持贷款、最低经营收入担保、经营现有设施特许权。

欧洲隧道公司的一半收入来自它的铁路协议，其他收入将来自对过往隧道铁路商业车辆的收费。政府许可38年内**不设横跨海峡的二次连结设施**。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

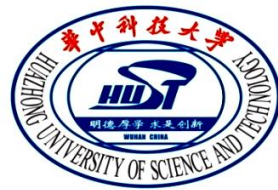
### 6 项目BOT案例-英法海峡隧道

#### 项目承发包方式

项目采用**固定总价和目标造价合同**的方式。欧洲隧道公司承担了海峡隧道的**全部建设风险**，并为造价超支准备了一笔17亿美元的备用贷款。49亿美元的陆上建筑工程的一半按固定价格承包，而隧道自身则按目标造价承包，欧洲隧道公司将把实际费用加固定费支付给承包商。

如果隧道以低于目标造价完成，承包商将得到全部节约额的一半。如果实际造价和预定目标超支，承包商必须支付规定的违约赔偿金。此外，由于不可见的水底状况、设计及技术规格的变更以及通货膨胀，其合同受到价格调整的影响。





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

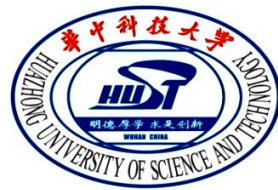
### 6 项目BOT案例-英法海峡隧道

#### 项目风险承担

计划总投资费用为92亿美元(在施工过程中已增加到120亿美元), 计划1988年开工到1995年竣工。

而建设工期的风险就在于, 拖延施工工期就会使**经营期相对缩短**, 并会直接影响到该**项目的收益和债务的偿还**。

这就有可能将欧洲隧道公司置于风险之中, 因为该公司到期若不能偿还银行规定的额度时, 银行可以行使自己的权力对该公司进行监理并出售其资产。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT案例-英法海峡隧道

#### 存在的问题

“项目建设成功，经营失败”

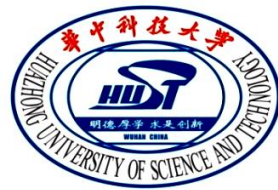
项目成功解决了海底隧道建设问题。

但是，不仅建设公司亏损了10亿美元，通车后的运营连年亏损，通车3年多营业亏损累计已达32亿美元。

当英法两国各自向中间掘进成功会合时，为了安排海底握手场面拍电视的需要，就增加了500万美元的支出。

西方新闻界称英吉利海底隧道成了资金无底洞，是**建筑的杰作**，**经营的败笔**。

# 为何会出现这种情况？



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT案例-英法海峡隧道

#### 项目经营失败原因

➤ 政府只提供“无替代设施”担保

英法两国政府与项目公司签订的特许权协议中明确特许权期限为55年。但政府不对贷款融资作任何担保，也不作任何直接和间接资助，只**依靠项目收入来还贷和支出**。

➤ 银行贷款的先决条件:D/E比为4 : 1

本项目融资数量大，融资参与单位多，提供贷款的银行约200家。银行贷款的前提条件是欧洲隧道公司必须**投入股本金约18亿**（即1/5的总投资）。在特许权协议中明确要求DE比为4:1，即必须投入约1/5总投资的股本金。银行贷款额达到87.5亿美元。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 6 项目BOT案例-英法海峡隧道

#### 项目经营失败原因

##### ➤ 项目管理复杂

项目涉及众多的“干系人”，包括英、法两国和当地政府的有关部门，欧、美、日本等220家贷款银行，70多万个股东，许多建筑公司和供货厂商，管理的复杂性给合作和协调带来了困难。

##### ➤ 项目孵化存在问题

项目孵化是项目成败的一个关键项目孵化是指从提出项目设想到论证、立项和组建主办机构的过程。

欧洲隧道经营困难的原因可追溯到它的孵化期。项目在论证阶段曾聘请多方面的交通专家进行预测。普遍认为建成后15-20年内跨海峡的交通需求会翻一番。但实际情况表明当初对效益的预测过于乐观。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

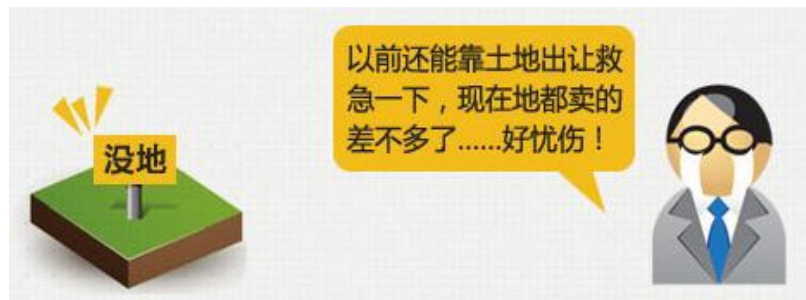
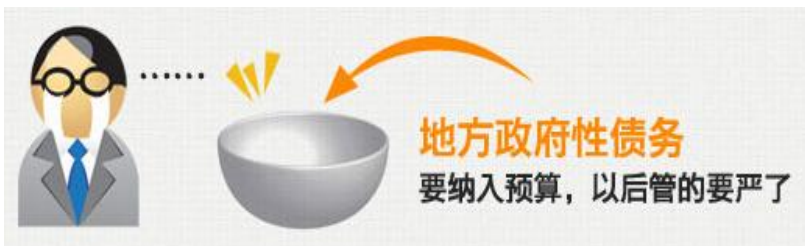
### 7. PPP (Public-Private-Partnership)

- 实施背景

即政府和社会资本合作模式

新型城镇化建设方面，根据权威机构（国务院研究中心）的预测，到2020年，我国城镇化带来的投资需求约42万亿元，主要包括经济基础设施(供水、交通、能源等)和社会基础设施(社保、养老、户籍等)。对于市场和地方政府而言，从什么渠道获得资金以解燃眉之急是其重点考虑的问题

PPP将促进地方政府举债规范化，提高透明度；PPP推行的关键在于地方政府的契约精神，较高的信用将是采用PPP融资的必要条件，这将倒逼政府维持自身信用程度；当前财政部力推PPP的主要原因之一便在于化解地方政府债务危机，示范项目以存量项目为主，利于缓解存量债务压力。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 7. PPP (Public-Private-Partnership)

#### PPP:公私合营提供公共产品和服务

世界银行

私营部门和政府机构间就提供公共资产和公共服务签订的长期合同，私人部门须承担重大风险和管理责任。



亚洲开发银行

为开展基础设施建设和提供其他服务，公共部门和私营部门实体之间可能建立的一系列合作伙伴关系。

财政部

PPP是政府与社会资本为提供公共产品或服务而建立的**全过程**合作关系，以授予**特许经营权**为基础，以**利益共享**和**风险共担**为特征；通过引入市场竞争和激励约束机制，发挥双方优势，提高公共产品或服务的质量和供给效率。

发改委

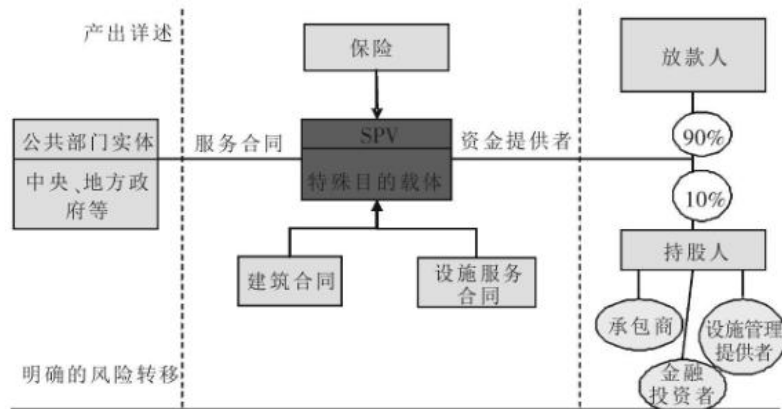
PPP是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率，通过特许经营、购买服务、股权合作等方式，与社会资本的**利益共享**、**风险分担**及长期合作关系。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 7. PPP (Public-Private-Partnership)

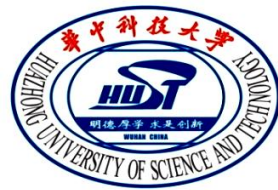
PPP项目是政府与非政府主体就提供公共基础设施或服务签订长期合同，非政府主体在其中承担重要的融资及项目管理责任。PPP项目的特点：

- 公共部门和私营参与方共同分担风险。政府通过PPP项目将项目建设、融资、运营等风险转移给社会资本参与方(投资方)。风险最终的承担者仍是政府，因为最终项目归政府所有，所有权是政府的。
- 合作双方通过合同进行风险分配。
- 社会资本合作方为公共基础设施提供资金，或运营该基础设施,或提供公共服务。社会资本合作方希望收回投资并获取合理回报。
- 政府保留承担财产、服务的责任以及终止合同的权利。
- 可提高公共服务供给效率。



PPP 的基本结构

思考：PPP与BOT的异同？



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 7. PPP (Public-Private-Partnership)

- **PPP与BOT的异同**

- ✓ 机制创新：PPP管理模式包含BOT、TOT等具体的形式，但在实践中又有所区别，其分散了部分风险，与政府直接提供公共品与服务相比，更有助于地方债务治理。
- ✓ 合作关系：BOT中政府与企业更多是垂直关系，即政府授权私企独立建造和经营设施，而不是与政府合作。

- **PPP与BOT的优缺点**

- ✓ PPP的优点在于通过机制安排，在项目初期已实现风险分配，政府承担部分风险，减少私人承担的风险，降低项目融资难度，有助于项目融资成功。当项目发生亏损时，政府与非政府主体共同承担损失。其缺点在于增加了政府与社会资本合作的难度以及包括债务负担在内的潜在风险。
- ✓ BOT优点在于政府不用去直接投资项目，避免项目投资失败的风险，缺点是投资风险大，特许经营期不确定性风险增加，私营资本可能望而却步，且不同利益主体的利益不同，缺乏协调机制。

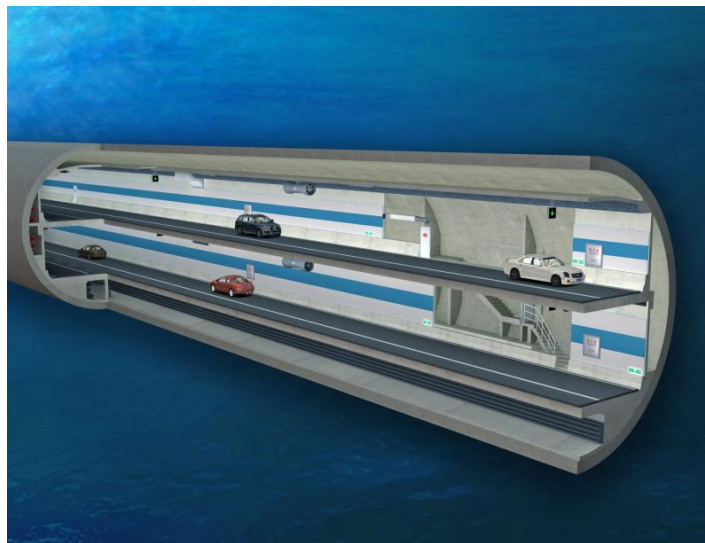


## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 7. PPP模式案例

武汉两湖隧道工程（南湖段）起点位于卓刀泉北路主线入口，终点位于三环线地下互通南侧，采用双向六车道规模建设，主线长8.015km。盾构直径为15.5m，超大直径国内居首，是国内最长、世界规模第一的城市湖底隧道。

项目采用PPP模式引入社会资本投资，合作期为24.5年，其中建设期4.5年，运营期20年，投资总额达134亿元。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

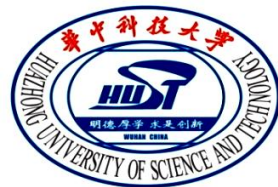
### 7. PPP模式案例

武汉地铁12号线是世界第二、国内最长的城市地铁环线，首次采用“段场设备+PPP”的全新模式建设。全线站点、区间土建、车站装修和轨道铺设，采用PPP模式引入社会资本投资建设，“一段两场”和全线设备由武汉地铁集团实施。

项目总投资额645亿元，由中国中铁等单位牵头联合社会资本投资，中铁开投负责实施，中铁一局、二局、四局、五局、七局、大桥局、隧道局等单位参建。

### 武汉市轨道交通12号线工程





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 8 资产证券化 (ABS)

资产支持证券 (Asset-Backed Security, ABS) 是一种债券性质的金融工具, 其向投资者支付的本息来自于**基础资产池产生的现金流或剩余权益**。与股票和一般债券不同, 资产支持证券不是对某一经营实体的利益要求权, 而是对基础资产池所产生的现金流和剩余权益的要求权, 是一种**以资产信用为支持的证券**。

资产证券化最早起源于美国, 在我国起源于2005年, 历经10年经过了3次变更, 逐步完成了从审核制到备案制过度, 实现了规模快速增长、发行速度加快、业务主体逐渐扩展、融资成本越趋市场化。

资产支持证券最初采用的基础资产为**住房抵押贷款**, 随着证券化技术的不断提高和金融市场的日益成熟, 用于支持发行的基础资产类型也不断丰富, 目前还包括**汽车消费贷款、信用卡应收款、学生贷款、住房权益贷款、设备租赁费、厂房抵押贷款、贸易应收款**等。



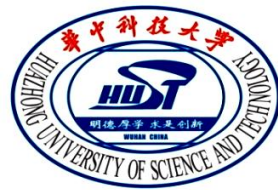
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 8 资产证券化 (ABS)

根据**底层资产**的不同，房企涉及的ABS主要有四种：

- **供应链ABS**：底层资产是**上游供应商因提供货物或服务、承包工程等**对核心房企形成的应收账款债权；
- **购房尾款ABS**：由房地产开发商发起，以**应收购房者的购房尾款**为底层资产；
- **物业收费权ABS**：由物业公司发起，以**物业费收入**为底层资产；
- **租金类ABS**：以**酒店、办公楼寓或商铺的收入**为底层资产，交易结构主要有两种，涉及标的**物业股权转让的类Reits**和以**信托受益权等为基础资产的CMBS**

**类Reits**是由私募基金持有物业股权，构建过程中涉及私募基金份额的投资和转让，表现出Reits权益投资的特征；**CMBS**中专项计划并不持有物业公司股权，但可质押未来物业收入、抵押商业物业，来增强债权债务属性，部分地弥补在底层资产控制上的不足。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 8 资产证券化 (ABS)

资产支持证券的发行过程通常如下：

- 首先由基础资产的发起人,包括商业银行、储蓄贷款公司、抵押贷款公司、信用卡服务商、汽车金融公司、消费金融公司等,将贷款或应收款等资产出售给其附属的或第三方特殊目的载体 (SPV), 实现有关资产信用与发起人信用的破产隔离。
- 然后由SPV将资产打包、评估分层、信用增级、信用评级等步骤后向投资者公募或私募发行, 产品类型包括简单的过手证券和复杂的结构证券, 如2008年金融危机中频频出现的抵押支持证券 (MBS)、抵押担保债券 (CMO) 等。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 8 资产证券化 (ABS)

#### ABS的优势

- 对于发行人来说，发行ABS是一种更为**便捷、高效、灵活**的融资渠道，为企业盘活了存量资产，在不产生负债的情况下，获得新的资金，尤其是当企业资信不高，无法满足其他融资方式的信用要求时，发行ABS为其提供了一条新的融资路径。
- 对于投资者来说，ABS是一种**风险较低的投资产品**，虽然与其他债务工具类似，根据其按期还本付息能力的基础上估值与评级，但是ABS**具有担保物品的保护**使其获得信用增级，进一步降低其风险性；另一方面，ABS涵盖不同行业的各个业务领域，投资ABS不仅可以使投资者的投资领域多样化，同时作为不同于一般债券与股票的一种投资工具，也可以使投资者的**投资组合更加多元化**。
- 从宏观来看，ABS作为一种新型金融工具，实现了从主体信用到资产信用，降低企业的融资成本，完善市场结构，使金融市场能够更好的发挥资源配置的功能，从而**更高效地服务实体经济**。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

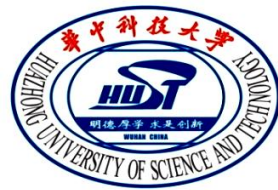
### 9 房地产开发信托——REITs

#### (1) REITs的基本概念

房地产投资信托 (Real Estate Investment Trusts,简称REITs) 是一种与房地产信托、房地产投资基金等概念相关的新型投资工具, 它直接把市场资金融通到房地产行业, 为房地产开发项目资金筹集开拓了一条新的融资渠道。



指采取信托或其他组织形式, 汇集特定多数投资者的资金, 由专门投资机构进行与房地产相关的资产的投资经营管理, 并将投资收益的90%以上按比例分配给投资者的一种集合投资计划。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本概念及类型

- REITs 是一种集合投资计划产品
- REITs 收购并持有能产生收益的房地产相关资产
- REITs 净收入的90%以上都分配给REITs份额的持有人
- REITs 享有税收优惠

国内还没有公募REITs产品，部分中国企业选择到海外市场发行REITs并上市，如2013年在香港上市的开元产业信托、2015年在新加坡上市的北京华联商业信托、2016年在新加坡上市的运通网城房地产投资信托、2018年在新加坡上市的砂之船房地产投资信托。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本概念及类型

##### 公司型REITs

具有法人资格，资金使用方式按照公司章程规定。投资人既是REITs的持有人又是公司的股东，以股息形式获取投资收益。

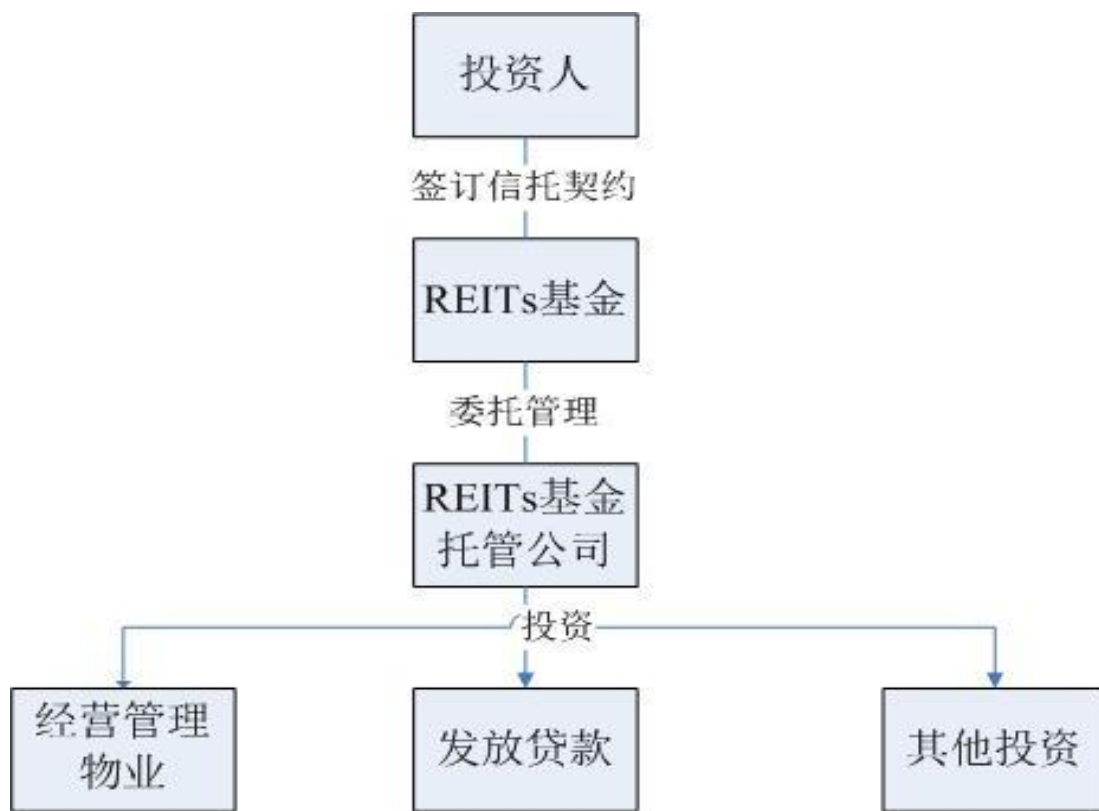
##### 契约型REITs

不具有法人资格，资金使用方式按照信托契约规定。投资人是信托契约的当事人，通过受益权享有信托利益。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本概念及类型

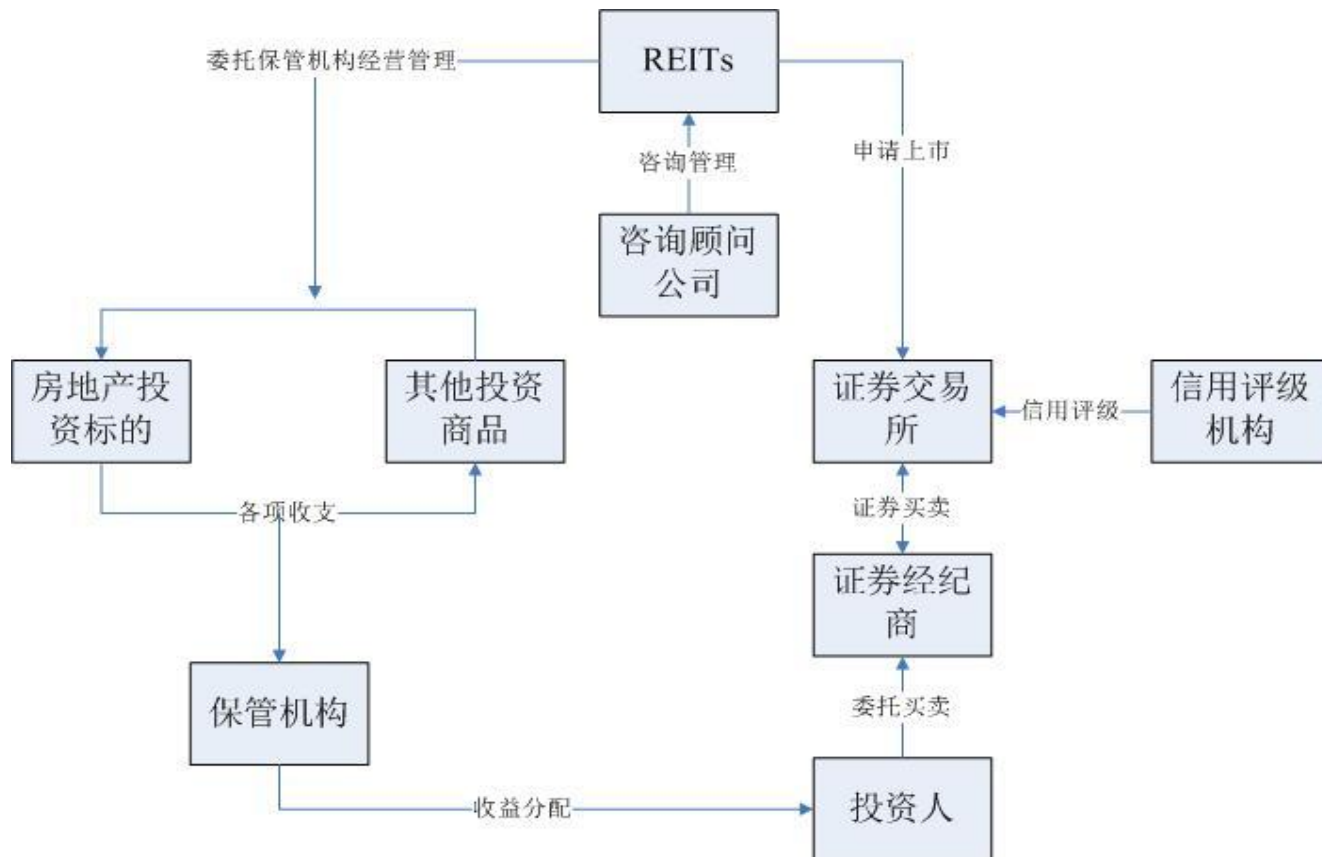


公司型REITs的基本结构图

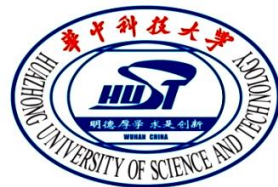
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本概念及类型



公司型REITs的运作模式图



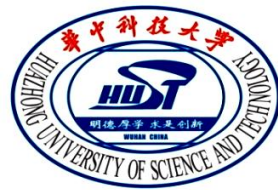
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本概念及类型

比较项目	契约型	公司型
资金属性	信托财产	公司资产
资金的使用	按信托契约规定	按公司章程规定
与投资人的关系	信托契约关系	股东与公司的关系
与受托人的关系	以受托人存在为前提	本身即受托人
利益分配	分配信托利益	分配股利

契约型REITs与公司型REITs比较



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本操作流程

- 准备阶段

1. 内部决策：是否发起REITs；
2. 中介机构选择：考虑专业性和重视程度、收费水平等因素；
3. 基本融资要素确定：与管理人、律所、信用评级机构等中介机构就基本融资要素进行深入讨论对内部决策阶段的基本方案进行细化和完善，确定交易结构、产品方案等基本融资要素



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本操作流程

- 执行阶段

1. 中介机构尽职调查： (1) 物业的土地证、房产证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证、消防验收文件及竣工验收文件 (2) 物业筹建时的全部文件, 包括但不限于国土、房管、建设、规划、消防和环保等文件; (3) 物业持有人和增信机构最近3年最近1期审计报告或财务报告; (4) 物业持有人除了该物业, 是否还持有其他物业等。
2. 交易文件起草和讨论: (1) 标准条款; (2) 认购协议、风险揭示书; (3) 资产支持专项计划托管协议、私募投资基金托管协议; (4) 私募投资基金合同或信托合同; (5) 项目公司资金监管协议; (6) 资产支持专项计划法律意见书; (7) 资产支持证券信用评级报告。
3. 内部流程履行: (1) 内部有权机构同意公司设立私募REITs的决议; (2) 内部有权机构同意公司提供差额支付承诺及流动性支出的决议 (如需);



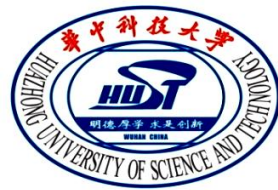
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本操作流程

- 监管审核阶段

- 1) 交易所事前审查;
- 2) 取得交易所无异议函后发起设立资产支持专项计划;
- 3) 专项计划成立后5个工作日内向基金业协会申请备案;
- 4) 管理人持备案证明办理交易所挂牌转让;
- 5) 专项计划存续期间进行日常报告;
- 6) 专项计划终止后向基金业协会报告。



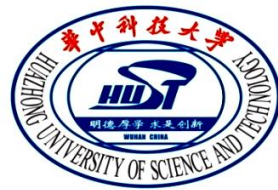
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (1) REITs的基本操作流程

- 销售与发行阶段
  - (1) 确定目标投资者;
  - (2) 路演推介;
  - (3) 定价;
  - (4) 发行方式;
- 备案上市阶段
  - 私募REITs以资产支持专项计划作为SPV，目前企业资产证券化业务已实现备案制，且为事后备案，即先发行后备案并上市
- 后续管理阶段
  - 后续管理;
  - 信息披露





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (2) REITs的运作模式

##### 1. 美国REITs的运作模式

(1) REITs典型模式

(2) 伞形合伙REITs的运作模式

##### 2. 亚洲国家和地区的REITs运作模式

- 日本REITs的模式

日本的不动产投资信托 (J-REITs)

公司型J-REITs

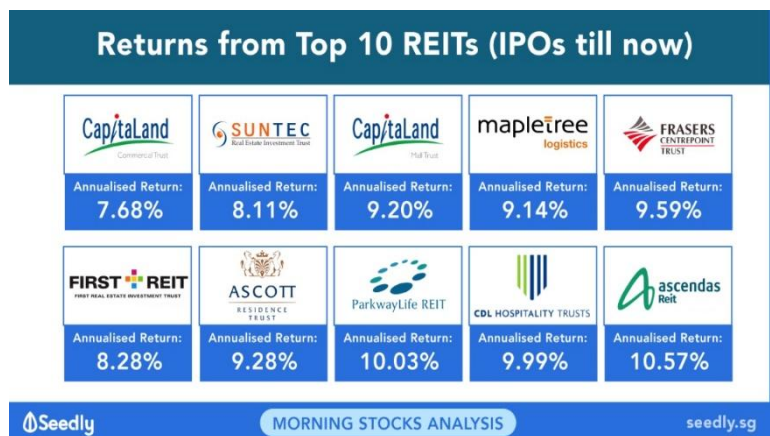
契约公司型J-REITs

# (二) 房地产开发资金的筹集方式

## 9 房地产开发信托- REITs

### (2) REITs的运作模式

- 新加坡REITs的模式
- 香港REITs的模式

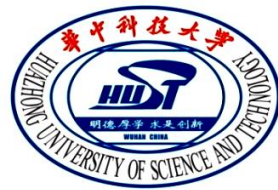


### 香港REITs規模與市賬率

房地產信託基金	資產總值(億元)	市賬率(倍)
領展房產基金(00823)	2076(519)	0.79
冠君產業信託(02778)	837(209)	0.37
置富產業信託(00778)	430(108)	0.41
富豪產業信託(01881)	254(64)	0.25
陽光房地產基金(00435)	207(52)	0.38
泓富產業信託(00808)	116(29)	0.40

括號內數字為25%上限

大公報製表



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (3) REITs与其他融资方式的比较

- REITs与公司债券融资的比较

- 1) 投资资本的安全性

公司债券投资资本比REITs投资资本的安全性更大

- 2) 投资收益

REITs的投资收益水平要高于公司债券

- 3) 通货膨胀的影响

公司债券的投资者将承担通货膨胀升降带来的收益不稳定的风险，而REITs因其收益来源的多样性，可以很好地抵御通货膨胀率变动的影响。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

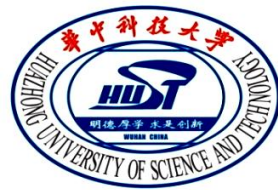
#### (3) REITs与其他融资方式的比较

- REITs与公司股票融资的比较

1)REITs没有权利制定自己的分红比例，在扩张发展时，所需资本就不能像别的公司那样以自己上一年的赢利为资本积累，必须开拓新的资本渠道。

2)REITs无需纳税，能给投资者的投资带来更大的收益。REITs是美国具有避税作用的最重要的投资工具之一。





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 9 房地产开发信托- REITs

#### (4) 我国REITs发展

房地产企业的融资困境由以下 4 个原因造成：

第一、由于**开发商拿地成本**居高，尤其全国各地不断出现的地王项目，造成土地市场长期溢价。

第二、由于**收紧地产融资规模和贷款限制**，银行和信托等金融机构要等地产商拿到四证才能提供贷款，而四证未下来之前房地产也需要大量资金投入，因而造成资金紧缺，压力较大。

第三、国家不断出台**各种宏观调控政策**，例如限售和限价，更是加剧了地产企业利润减少。

第四、**四五线城市的地产项目销售疲软**，且购买力逐年下降，尤其东北一些地区经济发展迟缓的城市更为明显。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (4) 我国REITs发展

REITs优势具体体现在：

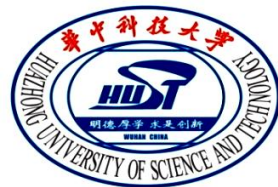
- 为地产行业提供**新的融资途径**，拓宽地产企业融资渠道，**降低房地产行业的高负债率**，从而间接减少了银行和信托公司等金融机构的不良贷款率；
- REITs对房地产领域的**细分市场进行优化**，提高房地产业的专业化程度，促进房地产业的长期发展；
- **发展REITs 形成产业链集群效应**，配套 REITs 各种上下游服务，比如各大信用评级机构、信托基金，评估机构等等，这有利于我国金融体系的完善；
- **降低社会大众进入房地产市场投资的准入标准**，REITs 转化为众多小额投资份额，提供多渠道的投资渠道，帮助政府缓解资金过分集中股市和楼市的风险。因为REITs 不仅收益稳定，而且在二级市场上流动性较强，对投资者来说是非常理想的投资产品，不仅满足了投资者不同层次的投资需求，而且风险较为可控。从历史数据证明商业房地产能拥有长期较好的回报率，而且面对市场波动影响较小。同时对于购物中心、数据中心、物流基地等规模较大的项目，吸引社会资金进入多元化的地产投资，更能快速实现项目的资金募集；
- REITs 借贷比控制在45%左右，可以通过REITs 的上市，将部分债务转移到REITs，从而**降低资产负债比和资金利率**，缓解房地产公司的资金需求压力，同时把商业地产的内部结构进行优化，从而**实现资源的最优分配**。REITs重组之后，该房产隐藏价值会逐渐显露出来，同时也能保持住开发商的控制权。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (4) 我国REITs发展

- 2005 年**越秀 REITs** 上市，作为国内第一个在香港发行的 REITs 产品，越秀通过 REITs 持有广州、上海、武汉等写字楼和购物中心。
- 2008 年温家宝总理召开国务院常务会议，提出通过房地产信托投资基金等多种方式规范发展民间融资等多种形式。
- 2009年中国银监会、中国证监会分别制定了REITs试点管理办法和方案，积极推动 REITs 的发展。
- 2012 年**天房集团**发行银行间类 REITs 产品。
- 2014 年人行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，表示将积极开展房地产投资信托基金试点，支持地产行业的长远发展。
- 2015 年**鹏华前海万科REITs**在深交所公开上市。
- 2020 年 4 月中国证监会、国家发展改革委联合发布支持 REITs 试点相关工作的文件。
- 2021 年 01 月上交所发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》，配合基础设施 REITs 落地。
- 2021 年 1 月深交所也发布了相关等文件。
- 2021 年 5 月 31 日首批 9 家公募 REITs 开售。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (5) 如何确定好的REITs? ——以港股为例

第一步：精选。前五大市值为领展房产基金、汇贤产业信托、置富产业信托、越秀房产信托基金、冠君产业信托

挑选标准：REITs的本质是房地产，投资REITs就是投资房地产

- 1、每年分红且长期稳定增长
- 2、地段要好，整体出租率大于90%
- 3、资产负债率小于40%

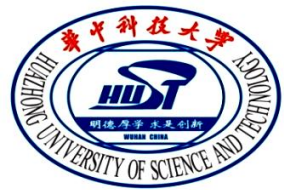
自选股		港股		沪深		沪深港通		港期			
港股热点		全部港股		香港主板		创业板		恒指成份股		AH股	
序号	代码	名称	文	成交额	最低	振幅	市净	量比	委比	总市值	港股市值
1	00823	领展房产基金	5	4.13亿	900	.42	008	0.91	-61.16%	1542.01亿	1542.01亿
2	02778	冠君产业信托	5	326.25万	700	.06	550	0.57	-11.63%	278.54亿	278.54亿
3	00778	置富产业信托	5	1277.80万	900	1.75	545	0.55	-17.80%	155.04亿	155.04亿
4	00405	越秀房产信托基金	5	558.55万	970	1.75	756	0.66	31.15%	128.71亿	128.71亿
5	87001	汇贤产业信托	5	88.14万	800	1.11	434	0.47	0.16%	107.76亿	107.76亿
6	00435	阳光房地产基金	5	663.12万	280	1.75	507	1.72	7.25%	72.60亿	72.60亿
7	01881	富豪产业信托	5	68.86万	710	1.73	475	0.48	-33.43%	56.68亿	56.68亿
8	00808	泓富产业信托	5	596.72万	610	1.15	533	1.49	-33.49%	39.93亿	39.93亿
9	01426	春泉产业信托	0	1.67万	730	1.56	520	0.07	48.26%	39.82亿	39.82亿



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (5) 如何确定好的REITs? ——以港股为例

香港REITs	REITs类型	旗下物业
领展房产基金	综合REITs	香港物业:大量零售商铺、写字楼、停车场。 内地物业:北京欧美汇购物中心、京通罗斯福广场、上海领展企业广场、广州西城都荟广场、深圳怡景中心城。香港物业占比85%以上
置富产业信托	零售REITs	香港16个私人住宅物苑零售物业
越秀房地产信托基金	综合REITs	广州的国金中心、白马大厦、财富广场、城建大原、维多利亚广场、越秀新都会；上海的越秀大厦；武汉的越秀财富中心。
汇贤产业信托	综合REITs	北京东方新天地、东方经贸城、东方豪庭公寓、北京东方君悦大酒店、成都天府丽都喜来登饭店、沈阳丽都索菲特酒店、重庆大都会东方广场
冠君产业信托	写字楼REITs	香港花园道三号（花旗银行大厦）、朗豪坊写字楼



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (5) 如何确定好的REITs? ——以港股为例

**第二步，等待好价格。**

当我们选出好REITs以后，我们要做的就是等待好价格出现，然后买进。房地产市场是周期性波动的，所以REITs的股价也会**周期性波动**。

**第三步，买进。**

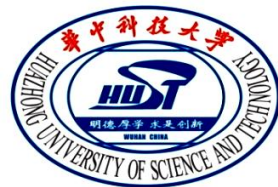
好价格只是区间，最低价只是一瞬间的价格。在好价格买进好REITs，长期持有一定会赚到不错的收益的。

**第四步，长期持有。**

在持有REITs期间，我们每年都能收到2次现金分红，具有高回报收益。

**第五步，卖出。**

- 1.第一种情况，当REITs价格处于高估的时候。
- 2.第二种情况，当REITs旗下的核心物业质量变差的时候。可以根据之前精选标准进行排查



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (6) 鹏华前海万科 REITs 案例分析

#### • 案例意义

是国内首单“公募类 REITs”，具有开拓性意义，为其他房地产企业提供了以下四点借鉴参考：

一、**底层资产是收益权（租金）**，并没有出售万科前海公馆，所以发起 REITs 不会涉及项目剥离带来的税收。对于承接类似政府的地产项目有一定的税务借鉴意义。

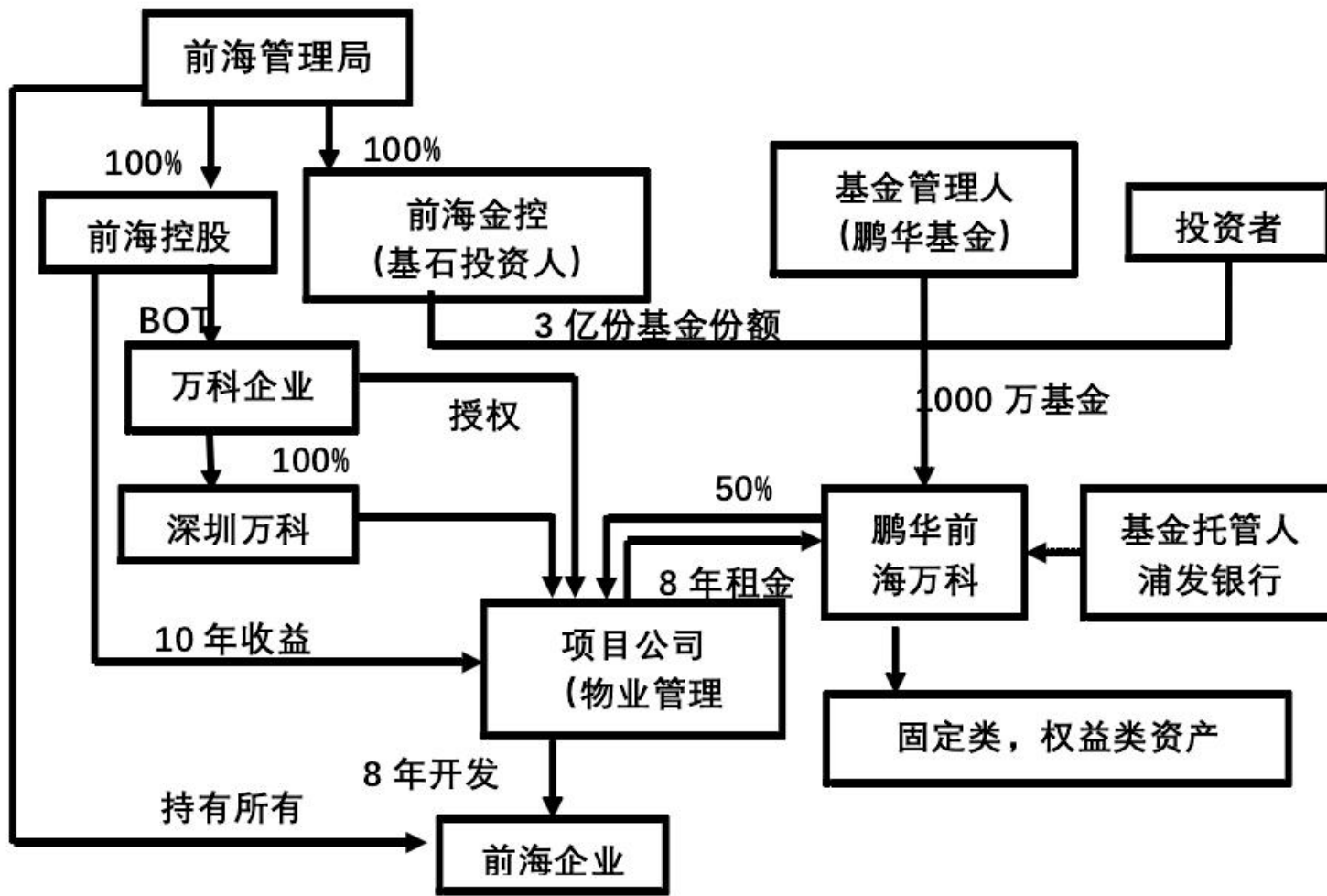
二、鹏华前海万科 REITs **设立保证金账户方式进行信用增级**，在保证金方式的基础上进行风险评级，对应评级不同，风险偏好不同的投资者选择相对应等级的产品，弥补当前信用的不足，降低风险。

三、发行 REITs 使得开发过程中压力较小，更加注重的是企业运营能力，**减弱房地产的资本属性，逐渐转向服务型的企业**。

四、**为普通人群提供以较少资金参与房地产行业的可能性**，通过认购 REITs 份额获取较好的收益，在股市以及目前住房宏观调控的大环境下，为普通大众的资产投资开拓了新的方向。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (6) 鹏华前海万科 REITs 案例分析



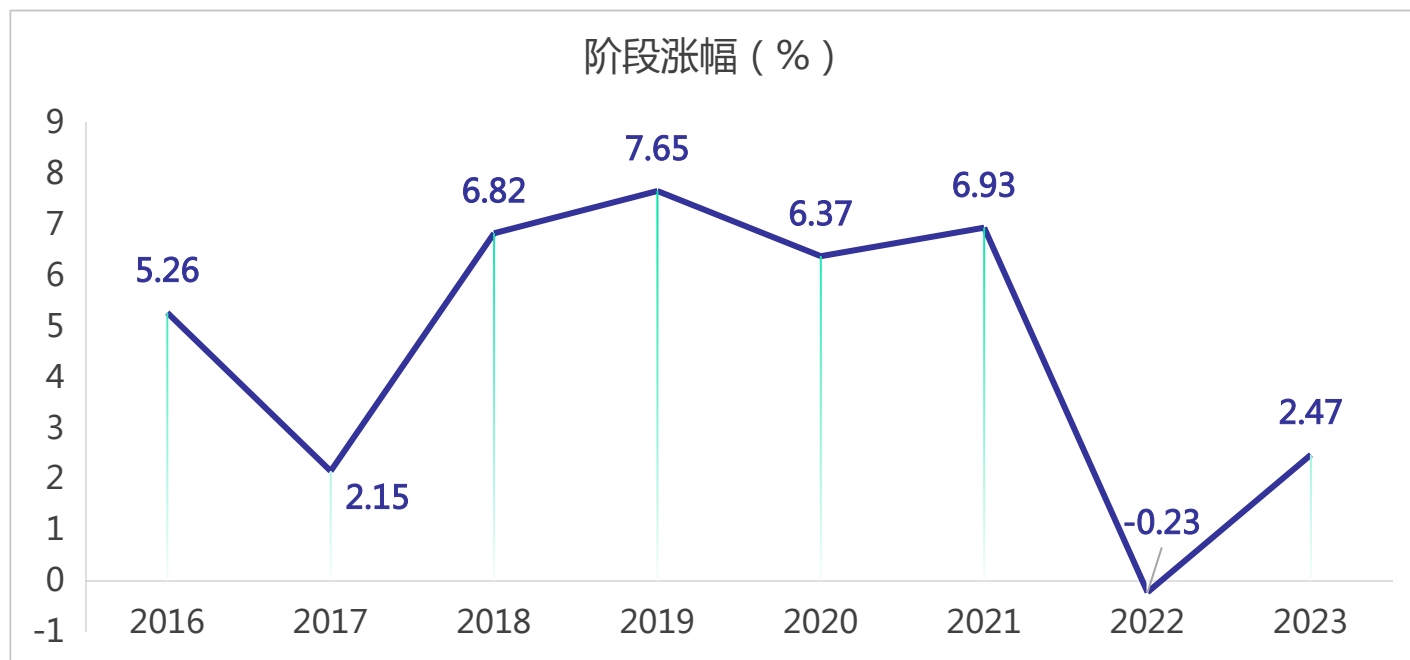
鹏华前海交易结构

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (6) 鹏华前海万科 REITs 案例分析

#### • 经营分析

基金运作的宗旨是获得稳定和较高的收益，也是评价基金整体水平的关键指标。



2016-2023 年鹏华前海万科 REITs 投资阶段涨幅表



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

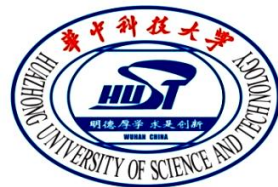
### (6) 鹏华前海万科 REITs 案例分析

- 现状分析

鹏华前海万科REITs作为一只REITs基金，具有稳定的租金收入和资本增值潜力。

该基金在保持一定股票投资的同时，也大量配置了债券以分散风险并获取稳定的固定收益。在平衡混合型基金中，鹏华前海万科REITs的排名相对靠前，显示出其相对较好的业绩表现。

当前处于封闭期，封闭期到期后将转型为开放式基金。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (7) 华夏北京保障房REITs 案例分析

该项目在2022年由北京保障房中心有限公司作为原始权益人发起，华夏北京保租房公募REITs的原始权益人。

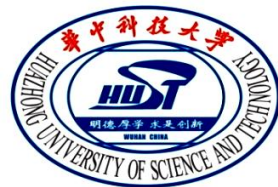
案例意义：全国首单公租房领域公募REITs落地的项目，标志着保障性租赁住房，REITs的正式启航。

还款方式主要依赖于底层资产——即租赁住房项目产生的租金收入，以及可能的债务融资偿还。

该REITs的底层资产主要包括：文龙家园公租房项目和熙悦尚郡公租房项目。

序号	项目名称	总建筑面积 (平方米)	收益法估值 (元)	单价 (元/平方米)
1	文龙家园项目	76,564.72	737,000,000	9,626
2	熙悦尚郡项目	36,231.58	414,000,000	11,426
合计	-	112,796.30	1,151,000,000	-

对比周边房价来看，文龙家园周边二手房价格在6万元~8万元/平方米，而REITs的估值仅为9626元/平方米，为周边房价的12%~16%。熙悦尚郡周边二手房房价在3.6万元~7万元/平方米左右，而REITs的估值仅为11426元/平方米，为周边房价的16%~30%。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (7) 华夏北京保障房REITs 案例分析

从投资角度来看，上述两项目的所产生的**现金流较为稳定**，叠加国企在项目估值方面的让利积极性更高，**投资回报良好**。

日期区间 (截止2023-12-31)	近半年	近一年	今年以来	2023年	2022年	近3年	成立以来
净值增长率	--	--	1.32%	2.51%	0.00%	--	4.96%
同类排行 (公募REIT)	--	--	--	--	--	--	--
同类平均 (公募REIT)	--	--	--	--	--	--	--
年化收益率 (%)	--	--	1.32%	2.51%	0.00%	--	3.65%
四分位排名							

2024，华夏北京保障房REIT进行了收益分配(场外):

分配金额：人民币**26,830,000.00元**，占截止本次收益分配基准日可供分配金额的**99.9980%**。

分配时间：现金红利款将于2024年9月18日自基金托管账户划出。

分配方式：本基金的分配方式为现金分红。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (8) 京东**仓储**REITs 案例分析



#### 首只民企仓储物流REITs，首单由民营500强企业作为原始权益人的仓储物流类公募REITs

项目由京东（京东世纪贸易）100%持有，嘉实基金为公募基金管理人，委托京东产发（京东东鸿）为运营管理机构，对基础设施项目进行运营管理。

京东仓储REITs于2023年2月8日正式登陆上交所，其投资对象是京东旗下的三处物流园区，包括京东重庆电子商务基地项目（中转配送中心）一期项目、京东商城亚洲1号仓储华中总部建设项目，以及京东亚洲一号廊坊经开物流园项目。这些物流园区均为京东的核心物流资产，具有较高的运营效率和稳定的收益来源。



“京东仓储物流REIT上市，成为资本市场领域**首个大型平台企业绿灯案例**，对于资本市场支持平台经济、民营经济发展具有**积极的示范效应**。”在上市仪式上，中国证监会债券部副主任魏刚表示。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (8) 京东**仓储**REITs 案例分析

该REITs产品的募集过程非常顺利，投资者总认购金额达到了718.16亿元，网下投资者认购金额更是超过126倍。达到了较高水平，显示了市场对仓储物流类REITs的认可和热情。



京东仓储REITs的租金收入主要来源于**其底层资产的出租**。

#### 出租率：

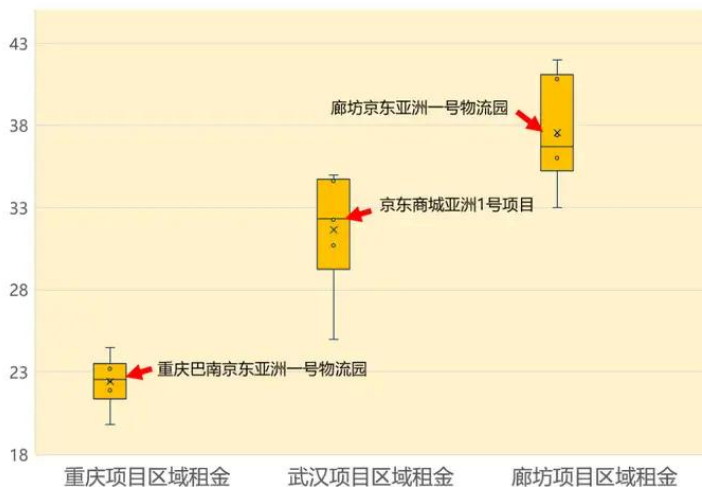
本项目三处物业的出租率均为 100%。  
租约长度为5-6年，高于行业平均水平的3年。

#### 租金增长率：

重庆项目、武汉项目2019年-2022年历史合同租金平均增长率为3%，廊坊项目自2020年4月开始运营，2020年-2022年历史租金平均增长率为3%。

#### 租金水平：

重庆项目目前合同租金为 22.53 元/平方米/月，武汉项目目前合同租金为 32.40 元/平方米/月，廊坊项目目前合同租金为 36.05 元/平方米/月，均为所在区域同类资产的中偏上水平。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### (8) 京东仓储REITs 案例分析

武汉市项目下调租金后，资产估值有所下降。

截止日期: 2024-01-07

序号	代码	名称	区间涨跌幅	
			近半年(%)	↑今年以来(%)
1	508098.SH	嘉实京东仓储基础设施REIT	-18.34	-14.71
2	508000.SH	华安张江产业园REIT	-31.67	-13.91
3	508056.SH	中金普洛斯仓储物流REIT	-19.17	-9.88
4	180101.SZ	博时招商蛇口产业园REIT	-34.63	-8.06
5	508027.SH	东吴苏州工业园区产业园REIT	-23.54	-7.84
6	508099.SH	建信中关村产业园REIT	-27.21	-5.11
7	508096.SH	中航京能光伏REIT	0.05	-4.40
8	508007.SH	中金山高集团高速公路REIT	-9.33	-4.40
9	180103.SZ	华夏杭州和达高科产业园REIT	-9.76	-4.18
10	508019.SH	中金湖北科投光谷产业园REIT	-14.24	-4.16

图2 嘉实京东仓储物流 REIT 价格走势图



### 原因分析: 新入市项目---->成熟运营项目

- 1) 从供应看，武汉市在过去5年间受新增供应影响，高标仓空置面积去化承压，租金议价空间增大，其中新入市项目在租金报价时会给予较大优惠使得全市平均租金呈现下降趋势；
- 2) 从需求看，2023年起，由于需求增长不及预期，包括武汉在内的国内部分供应压力明显的城市及区域租金出现明显下降，并逐步从新入市项目影响到成熟运营项目。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

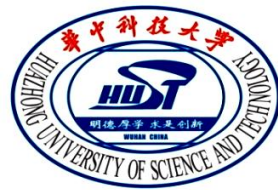
### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

#### 普通的房地产贷款:

指个人客户以自己的将要购买的房产作为**抵押**，从**金融机构**获得一笔相当于所购房产部分价值的款子，用于购买房地产。然后客户再逐次将本息返还给金融机构，如无法还清则金融机构有权以各种方式处理房产，以补偿客户未偿还的欠款。

#### 反向抵押贷款:

则是指个人客户以自己已有的房屋作为抵押，从金融机构获得一笔或多笔款项，主要用于生活或**其他费用**，客户可以选择在死亡前通过出售房产或其他**资金来源**返还所借本息，或选择死亡时将**房屋的所有权**转给金融机构。如果约定客户死亡时其房产归金融机构所有，则客户不需要给付任何还款。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

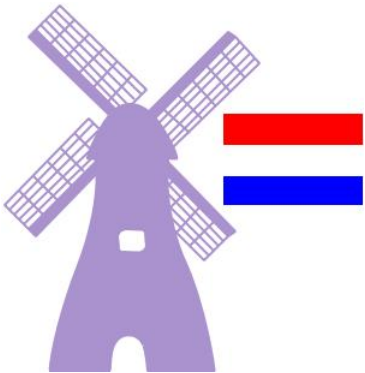
- 住房反向抵押贷款的定义

- 又称以房养老，是指已经拥有房屋产权的老年人将房屋产权抵押给银行、保险公司等金融机构，相应的金融机构对借款人的年龄、预计寿命、房屋的现值、未来的增值、折损情况及借款人去世时房产的价值进行综合评估后，按其房屋的评估价值减去预期折损和预支利息，并按人的平均寿命计算，将其房屋的价值化整为零，分摊到预期寿命年限中去，按月或年支付现金给借款人，一直延续到借款人去世。
- 借款人在获得现金的同时，将继续获得房屋的居住权并负责维护。当借款人去世后，相应的金融机构获得房屋的产权，进行销售、出租或者拍卖，所得用来偿还贷款本息，相应的金融机构同时享有房产的升值部分。即“抵押房产、领取年金”。
- 因其操作过程像是把抵押贷款业务反过来做，如同金融机构用分期付款的方式从借款人手中买房，所以在美国最先被称为“反向抵押贷款”。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- 住房反向抵押贷款的发展:



- 最早源于荷兰，当时是为了解决住房问题而提出的一种措施。住房反向抵押贷款发展最成熟、最具代表性的当属美国，已有15年的历史。
- 上世纪八十年代，美国因为出现了大量的“房子富翁，现金穷人”，于是住房反向抵押贷款应运而生，并逐渐成为许多老年住房所有者的绝佳金融产品。美国的住房反向抵押贷款一般允许年纪在62岁以上的老年人申请将房产净值转换成现金，而且这笔现金是免税的。
- 我国从1999年开始就进入了老龄化社会，近几年呈加速之势。预计到本世纪中叶，我国60岁以上的老年人将达到4.4亿人，到那时候，社会保障体系将面临严峻的挑战，仅靠社会养老和家庭养老是不行的，借助于住房反向抵押贷款这种工具，可以将老人的住房资产提前变现消费，实现自我养老，以缓解国家社会保障的压力。





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- 住房反向抵押贷款的流程:

反向抵押贷款市场的运作流程包括一级和二级市场，一级市场是反向抵押贷款发起，二级市场主要是反向抵押贷款证券化，为一级市场筹措资金。下面主要就一级市场运行机制进行介绍：

(1) 拥有住房自主产权的老年人在政府许可的机构进行反向抵押贷款的信息咨询，明白发起反向抵押贷款之后的权利和义务，在审视自身条件后向反向抵押贷款发放机构**提出申请**；

(2) 贷款发放机构初步审查合格后，**正式受理**申请业务，委托房地产评估机构对住房进行客观评估，在满足双方各自的条件下正式签订合约，保险机构为双方保险，保证借款人能根据合约获得相应的权利，也保证向贷款人支付债务总额超过住房自产的部分；

(3) 正式合约生效后，住房所有权仍属老年人，老年人按照合约要求维护好住房，贷款发放机构同样按**要求支付贷款**给借款人；

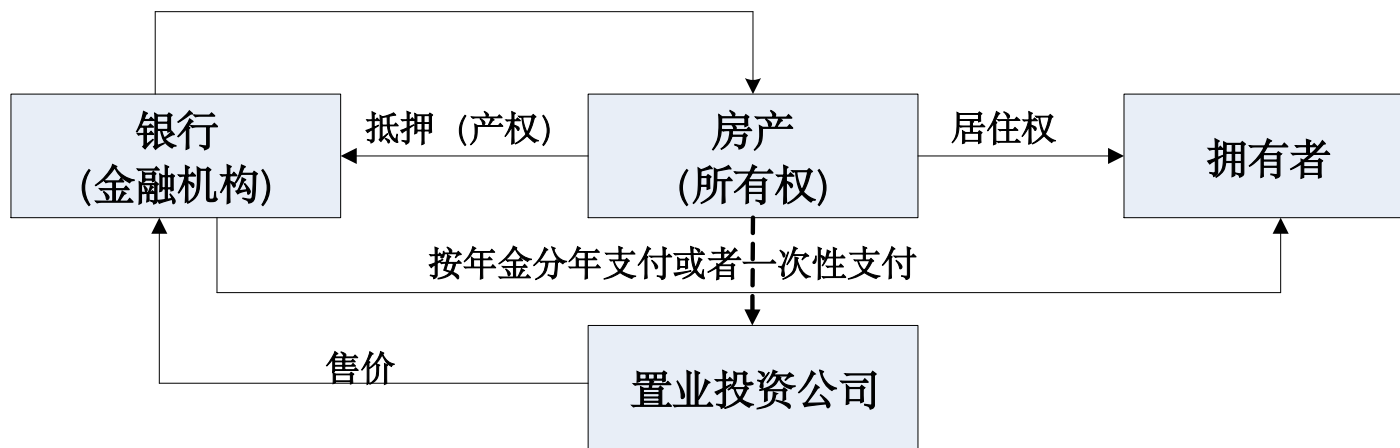
(4) 在老年人死亡、永久搬离、出售住房时，合约到期，住房所有权转移到贷款人，贷款发放机构**处置住房**，收回成本，取得利润；

(5) 在整个方向抵押贷款一级市场的运作中，政府有关机构起一个市场培育、政策扶植、税费减免、监督检查、信息咨询、保险及在必要时**提供资金支持**等。

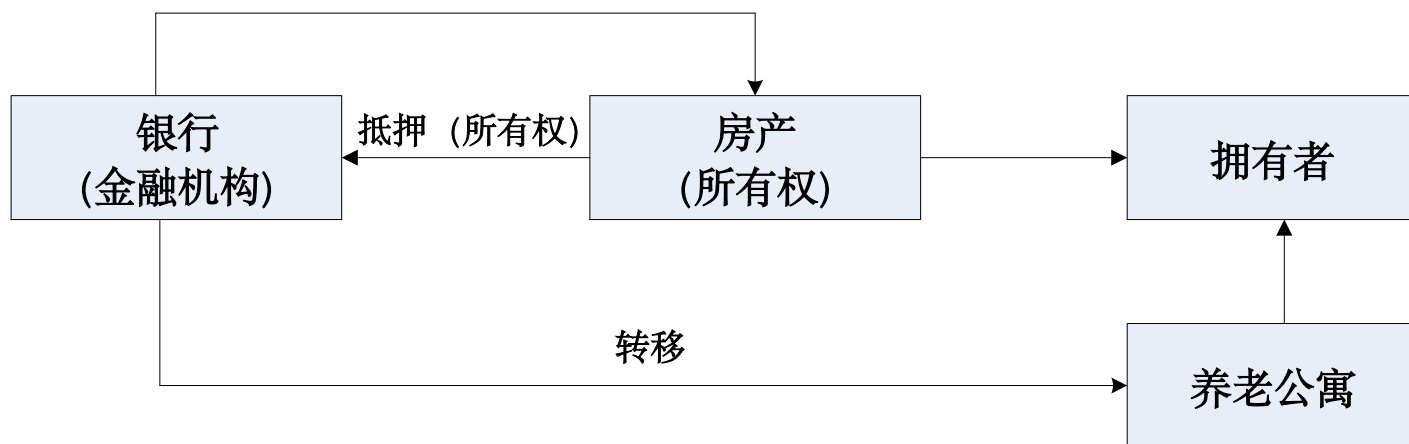
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

评估：年龄、生命期望值、去世时房产价值



评估：年龄、生命期望值、去世时房产价值





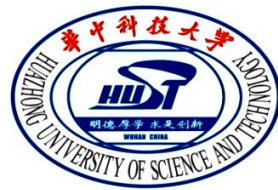
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

#### • 住房反向抵押贷款的优势

1. 减轻国家在社会保障方面的压力，**缓解养老金严重不足**的问题；
2. 促进银行、保险公司等金融机构的**业务向多元化方向的转变**，也使得金融机构，特别是保险公司将社会责任和盈利目标紧密结合在一起；
3. **弱化“存钱养老”**的观念，转变人们的消费意识；
4. **促进了房地产市场的健康发展**。“住房反向抵押贷款”的推出，可以有效地活跃房地产二级市场，增加二手住房的上市量，可以有效地缓解当前我国房地产市场供需矛盾





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- 住房反向抵押贷款面临的问题:

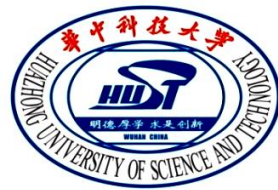
1. 年龄预测方面的不确定因素;

- 住房反向抵押贷款中碰到的年龄预测障碍主要来自两方面，一是，借款人的道德风险，也就是说预期自己会长寿的健康老人会有一种较之患有疾病的不健康老人更愿意使用住房反向抵押贷款的现象。这就使得贷款人依据普通人寿保险公司生命表预测的老人寿命会偏低。二是住房反向抵押贷款时间过长，医学科学的发展在这期间很可能出现巨大突破，从而大大延缓人类寿命，造成贷款人支付增加，回收推延，造成巨大损失。

2. 利率预测方面的不确定因素;

3. 未来房价预测方面的不确定因素;

- 不确定性最高的一个。(1) 按照理论界一般的观点认为房价水平应该有由收入决定的话，未来收入增长预测准确极为困难。(2) 中国土地使用权70年的规定也使得临近使用权期限的住房价值很难把握。(3) 加上它对我国商业银行来说又完全是一个新生事物，因此应该以积极慎重的态度开拓住房反向抵押贷款这一新的信贷领域。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- “以房养老”主要模式:

- (1)美国的“以房养老”模式:

- 房产价值转换抵押贷款(HECM)、住房保留计划(Home Keeper)和财务自由计划(Financial Freedom), 共同构成了美国的“以房养老”模式。
- 房产价值转换抵押贷款HECM是由美国住房与城市发展部设立的, 由美国联邦政府提供担保。申请该项目的老年人**必须首先签订贷款协议, 即可将他们所拥有的房产价值的一部分变现, 并且该贷款协议获得了联邦政府的免税核准。**由此, 老年人通过该项目转换住房资产并获取养老金, 而不用出售或搬离他们的住房, 体现出较大的灵活性。正因为如此, HECM是目前最受欢迎、规模最大的住房反向抵押贷款品种, 在全美国的各个州都能获得, 约占全美住房反向抵押贷款市场的95%。



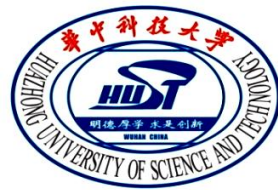
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- “以房养老”主要模式:

- (2)英国的“以房养老”模式:

- 一是逆转计划(Home Reversion), 老年人可选择全部或部分地将住房产权抵押给贷款公司, 以获得一笔现金用于养老。根据合约, 他可以免费或象征性地交少量租金继续住在原房屋内, 直到去世或自愿搬离该住房为止。在此期间, 老人拥有房屋的居住权, 并承担维护责任。
- 二是分享增值计划(Shared Appreciation Mortgage)借款人以低于市场水平的利率借款, 并可在住房反向抵押贷款期间分享一定比例的住房增值的价值;或者, 借款人不支付利息, 但其偿还金额是25%的最初住房价值加上75%的房屋价值的增值部分。虽然分享增值型住房反向抵押贷款在英国受到老年人欢迎, 但由于缺乏长期投资者的支持和资金供给, 该产品在短暂发行后被暂停。为防止违约信贷, 英国政府还制定了相关法律以规范运营环境。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- “以房养老”主要模式：

#### (3)新加坡的“以房养老”模式：

- 新加坡的职总英康保险公司于1997年推出了住房反向抵押贷款产品。申请比较严格，除了对借款人年龄、社会保障等情况进行约束外，还要求申请人是该保险公司的保户，必须购买该保险公司的寿险、抵押贷款保险和房屋保险。
- 不设立保证条款，这意味着贷款到期时如果贷款余额高于房产价值，借款人或者其后代必须归还两者之间的差额。
- 到目前为止，由于民众担心权益得不到保障，因此参与人数较少。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- “以房养老”主要模式:

- (4)中国的“以房养老”模式:

- 南京的“租售换养”：凡是在南京市拥有60平方米及以上住房产权，并且年满六旬及以上的孤寡老人。按照自愿原则申请将其现有住房进行抵押，经公证机关公证后即可入住南京市老年公寓，并且享受终身免交一切费用的待遇，最终该住房产权在孤寡老人去世时归养老院所有。
- 上海的“以房自助养老”：65岁及以上老年人首先将自己拥有产权的住房通过房屋产权交易市场出售给上海市公积金管理中心，并一次性取得全部房屋出售款；然后，借助相应的房屋租赁机制，上海市公积金管理中心再将该房屋返租给出售房屋产权的老年人，其租金与房屋租赁市场价格相同。主要是利用房子的价格与租金的差额来获得养老金。



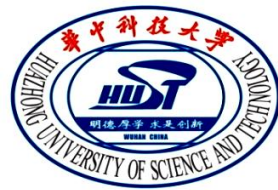
## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- “以房养老”主要模式:

#### (4) 中国的“以房养老”模式:

- 北京的“养老房屋银行”：由北京市寿山福海国际养老服务中心与中大恒基房地产经纪有限公司联合推出。60岁及以上的老年人可以先向北京寿山福海国际养老服务中心提出需求，并把拥有产权的住房交付给中大恒基房地产经纪公司，由中大恒基免费代替该老年人将已交付的住房对外出租，以赚取租金。取得的租金用来抵免养老院的费用，若存在剩余租金由老年人自行安排处理，该种模式下老人始终拥有房屋的产权。
- 杭州的“多项选择”模式：一是“租房增收养老”方式，指将有住房产权且独居的老年人安排到敬老院居住，将其原住房对外出租，租金用于增加老年人日常开支费用；二是“售房预支养老”方式，将拥有住房产权且独居老年人的成套住房出售，并将房屋出售收入全部用于老年人入住敬老院和日常开支费用；三是“退房补贴养老”方式，指将居住不成套直管公房老年人的房子退还给房管部门，然后房管部门按照市场价对老年人给以补助，供老年人入住敬老院；四是“换房差价养老”方式，是指将处于较好地段的独居老人的直管公房出租，另选地段略差的房屋租赁给老年人居住，由此带来的房屋租金地段差价用来增加老年人日常生活收入。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 10 反向抵押贷款 (Reverse Mortgage)

- “以房养老”主要模式:

(4)中国的“以房养老”模式:

杭州的“多项选择”模式:

- 一是“租房增收养老”方式，指将有住房产权且独居的老年人安排到敬老院居住，将其原住房对外出租，租金用于增加老年人日常开支费用；
- 二是“售房预支养老”方式，将拥有住房产权且独居老年人的成套住房出售，并将房屋出售收入全部用于老年人入住敬老院和日常开支费用；
- 三是“退房补贴养老”方式，指将居住不成套直管公房老年人的房子退还给房管部门，然后房管部门按照市场价对老年人给以补助，供老年人入住敬老院；
- 四是“换房差价养老”方式，是指将处于较好地段的独居老人的直管公房出租，另选地段略差的房屋租赁给老年人居住，由此带来的房屋租金地段差价用来增加老年人日常生活收入。

其中方式一，租房增收养老方式在有稳定租金的同时保留了老年人的房屋产权，同时方式灵活，为绝大多数老年人选择。

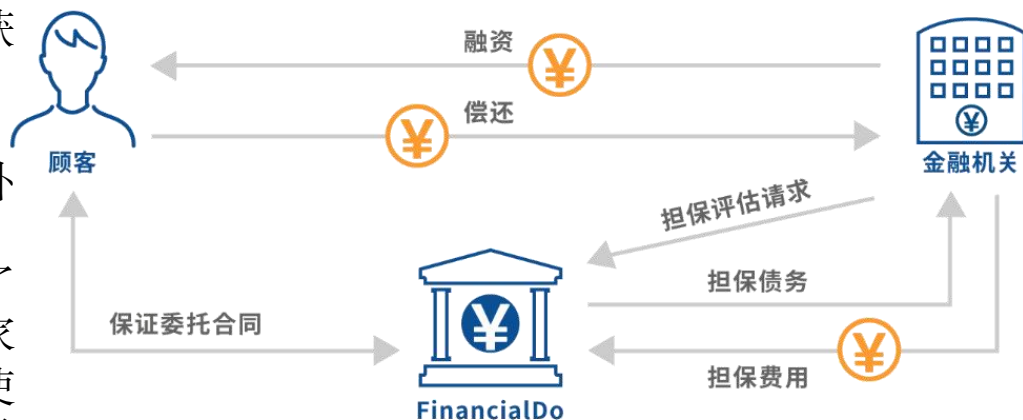


## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### ■ 反抵押贷款案例——John and Mary Johnson

约翰和玛丽·约翰逊都是 70 岁出头的退休老人，靠固定收入勉强维持生计。他们拥有一套价值 40 万美元的房子，但抵押贷款余额为 10 万美元。这对夫妇决定尝试反向抵押贷款，以消除每月的抵押贷款还款，并获得额外的资金用于日常开支。

通过选择反向抵押贷款，约翰逊一家能够偿还现有抵押贷款并获得 15 万美元的一次性付款。这让他们可以舒适地住在自己的家中，而不必担心抵押贷款。他们用额外的资金支付医疗费用和旅行费用，改善了退休生活。这个例子说明了反向抵押贷款如何为像约翰逊一家这样的退休人员提供财务救济，使他们能够在黄金岁月享受更高质量的生活。



### 实现财务安全：以为老年人提供经济保障

这种贷款允许 62 岁或以上的房主将部分房屋净值转换为现金。一个实际的例子是使用反向抵押贷款来偿还现有债务，例如信用卡余额或医疗账单。

此外，它还可以补充退休收入、支付意外开支或房屋维修费用，甚至资助旅行或爱好。通过了解潜在的好处，老年人可以做出明智的决定，以确保他们的财务未来。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### ■ 反抵押贷款案例—— The Smith Family

Smith 一家由 Smith 先生和 Smith 太太以及他们的两个孩子组成。通过解锁房屋净值，他们能够每月收到付款，这让他们能够支付生活费用并享受退休生活而无须担心财务问题。有了额外的资金，他们能够去家庭度假、偿还未偿债务，甚至为孙辈的教育基金捐款。



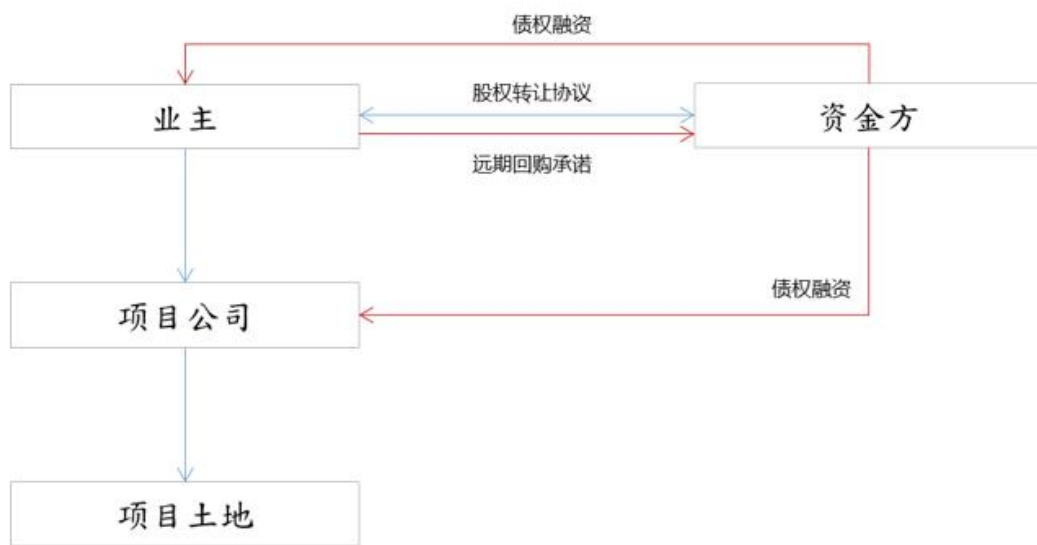
**对退休生活有重大影响：提供财务灵活性并改善退休后的生活质量。**

它允许房主利用他们的房屋净值并定期收到付款，从而在退休期间提供收入来源。这笔额外收入可以帮助支付日常生活费用、医疗费用，甚至可以用于娱乐活动。例如，退休人员可以利用这些资金去旅行或追求他们负担不起的爱好。然而，必须明白，办理反向抵押贷款意味着积累以房屋作抵押的债务，这可能会影响留给亲人的遗产。在做出决定前，需仔细考虑长期影响并咨询财务顾问。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 1.1 “股权+债券”融资模式——业主方

业主方为了降低财务杠杆且合并报表，经常采用“股权+债权”的融资



其核心交易安排包括：

(a) 融资安排：业主引入资金方，并与资金方签订股权转让协议与远期股权回购协议；

(b) 担保措施：业主为担保其在远期股权回购协议项下之回购义务；

(c) 退出机制：业主根据远期回购协议进行回购股权。



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 11 “股权+债券”融资模式——业主方

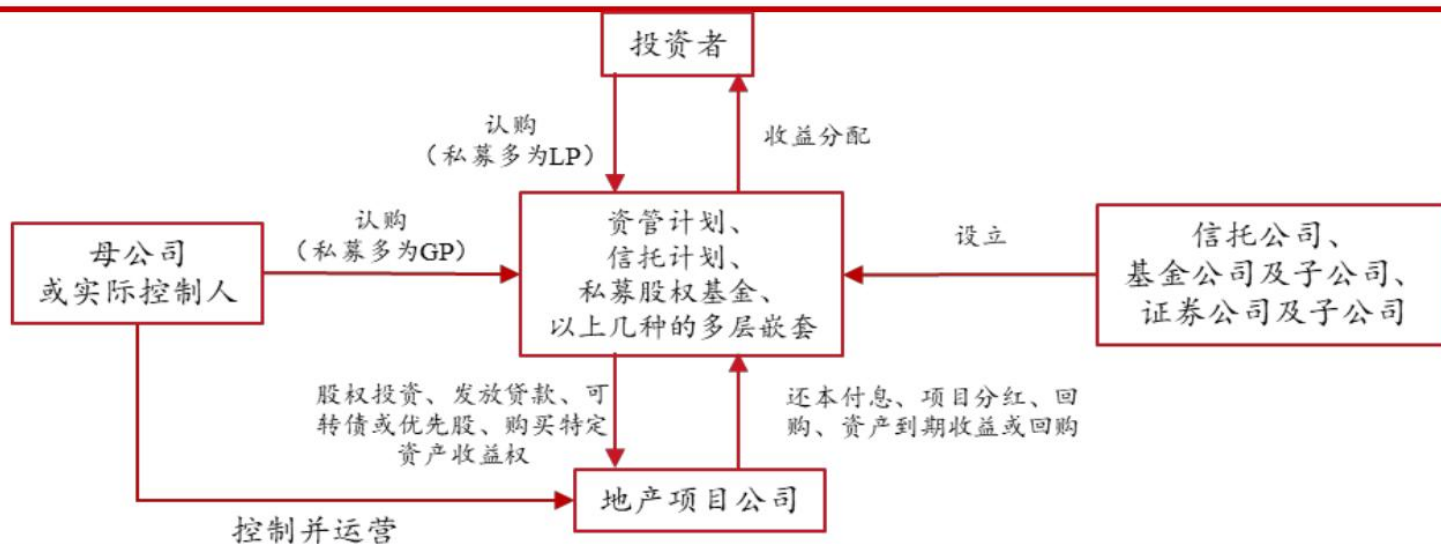
#### 明股实债:

- 由于土地价款是房企开发成本的重要组成部分，因此房企在拿地阶段的资金压力较大，而银行贷款和信托都要求“四三二”才能提供融资。在此基础上，部分信托、私募基金等采取“明股实债”的方式参与房企的前期融资。
- “明股实债”是指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或偿还本息，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。
- “明股实债”交易过程一般包括认购、投资入股、退出三个环节。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 1.1 “股权+债券”融资模式——业主方

明股实债融资模式：

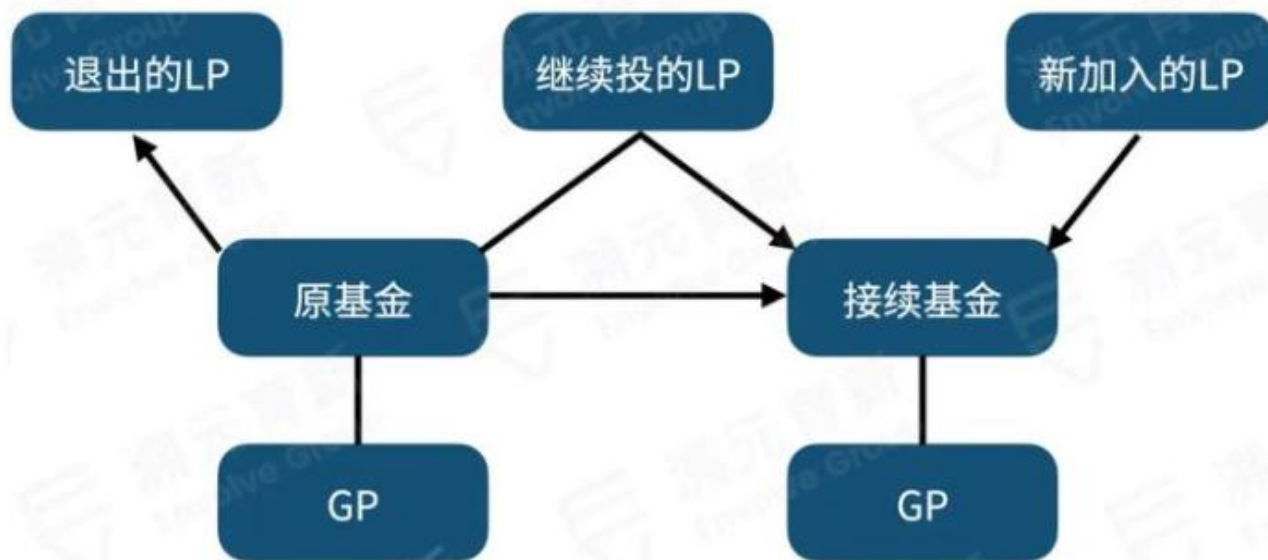


“明股实债”拥有**股权和债券的双重属性**，在形式上表现为股权性质，而实际上是房企负担的有息负债。但房企为优化财务报表，维持良好的资产负债率，通常会采用附属或隐性合同等手段来避免投资在合并报表层面被确认为负债，从报表中判断“明股实债”的难度较大。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 12 接续私募基金——业主方

业主方在项目开发过程中，根据项目的资金需求和进度，分阶段或连续性地通过私募基金渠道筹集资金。



普通合伙人 (General Partner, GP) :公司内部人员

有限合伙人 (Limited Partner, LP) :出资人



## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 13 代建融资

- **代建**是具有品牌价值的大中型房地产企业，依托其在品牌、融资、管理等方面积累的成熟经验，为作为业主的委托方提供**项目定位、规划设计、工程管理、成本管理、招投标管理、营销管理、品牌管理、交付管理**等开发**全过程服务**。代建方收取项目开发管理费（通常为总销售收入的2%-3%左右）、项目营销费（通常为总销售收入的2%-3%左右）、差异化产品整合服务费等。
- 业主虽然拥有较好的土地资源，但囿于其有限的资金实力与开发能力，往往不能取得较好的回报甚至产生土地闲置的风险。与代建方合作，不仅可以提高其融资能力，也可以取得来自于代建方的房地产开发建设的延期付款融资，从而较大程度提升项目质量与营利能力；而对于代建方而言，也可以通过此方式朝着轻资产运营模式转变，减轻资金压力及风险。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 14 “轨道交通+房地产” (R+P, Rail+Property) 自融资

➤ 是空间方案与财务安排进行整合的联合建设模式

港铁模式 (R+P/T+TOD) : 以地养铁,

- R+P, 港铁“以地养铁”的建设模式, 不但轨道与物业的空间方案要整合, 同时轨道发展与房地产开发的财务必须统筹安排;
- 提出T+TOD的概念——轨道交通与因其建设而能带来增值的土地捆绑, 空间方案与财务安排均整合的轨道与城市联合建设模式。
- TOD, 是城市与公交协同发展的空间模式;
- R+P, 是空间与财务均整合的港铁建设模式, 针对中国大陆, 建议采用T+TOD之概念。





## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 14 “轨道交通+房地产” (R+P) 自融资



#### 港铁东铁线与观塘线交汇九龙塘站

- 城市都在修建或扩建公共交通系统以应对人口增长和城市化。然而不断扩大的规模和越来越多的乘客却无法使大多数地铁系统摆脱亏损运营的尴尬。不过在过去三十多年里，香港铁路有限公司（以下简称“港铁”）却“任性”地实现了显著的经济和社会效益：卓越的交通服务、充满活力的全新社区、属于地产开发商和小企业的商机、受保护的开放空间等。整个交通系统自负盈亏，**无需纳税人“输血”**。
- 港铁的地铁系统全长221公里，每个工作日服务超过500万乘客。它不仅运行良好——正点率达99.9%，同时还能实现盈利——**2019年利润达119.3亿港元**。

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 14 “轨道交通+房地产” (R+P) 自融资

R+P模式:

1. 对于新地铁线，特区政府赋予港铁沿线车站或车库周边土地的“开发权”。为将这些“开发权”转化为实际用地，港铁根据无地铁情况下的土地市场价值向政府支付土地出让金。
2. 之后，港铁就可以在建设新地铁线时与私人开发商合作经营沿线地产。



九龙塘站又一城商场

## (二) 房地产开发资金的筹集方式

### 14 “轨道交通+房地产” (R+P) 自融资



乐富地铁站地铁上盖物业，乐富中心

- 地产开发覆盖港铁约一半地铁系统的87个车站，合计建筑面积达1300万平方米。目前正在规划或开发的新项目也有350万平方米。港铁目前有超过26.7万平方米的投资性房地产；
- R+P模式在财务方面的优势也令人信服。特区政府不必支付地铁建设费用或承担修建世界级地铁的风险，而是通过土地出让金和持有的港铁约76%的股份获益。
- R+P模式不仅是一种地铁融资来源，更已成为香港城市开发方式的重要组成部分。



# 房地产融资现状及发展趋势分析

## ■ 问题

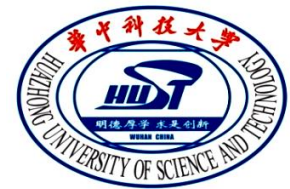
当前我国房地产在进行开发项目时资金来源主要为银行融资为主，一方面对房地产开发商和金融银行来说，存在很多的隐性财务风险；另一方面对土地开发商和投资银行之间造成很大的财务风险。

1、**融资渠道较为单一。**之外的其他融资活动渠道，均由于受现行国家金融监管政策限制约束，难以充分发挥实际融资功效，导致目前房地产开发企业实际融资活动渠道日趋单一化。

2、**对银行贷款依赖过重。**我国房地产企业融资规模发展很快，主要依靠银行直接信贷融资来支撑业务发展，虽房产企业近几年也大力运用其他融资方式，但在短时间内难以改变以银行贷款为主的直接融资方式。

3、**融资工具局限性限制。**在当前国家对房地产行业政策调控大环境下，大部分金融机构收紧了对房地产企业的放贷政策，房地产企业也在不断开拓新的融资渠道，其中信托贷款融资因灵活性强、创新发展空间大，快速发展成为房地产行业融资的一个主流。

我国政府应重点支持培育规范发展房地产信托投资业务，积极探索建立房地产产业投资信托产业基金等多种融资通道渠，构建多元化、合理的、符合房地产行业的融资渠道。在国家宏观政策调控以及银行信贷政策收紧的大环境下，房地产企业需要不断创新融资方式，丰富融资渠道，摆脱对银行信贷的单一融资局面。

A decorative graphic on the left side of the slide, consisting of a vertical black line intersecting a horizontal black line. To the left of the vertical line are three overlapping squares: a blue one at the top, a red one in the middle, and a yellow one at the bottom. The horizontal line is a thick black bar that spans across the slide, positioned below the title.

## 三、房地产开发资金筹集规划



## (三) 房地产开发资金筹集规划

### 1 房地产开发资金筹集规划的概念和基本内容

房地产开发资金筹集规划根据项目可行性研究估算的总投资需要量和年度投资需要量 (或分期投资需要量), 通过资金来源与运用表(或称财务平衡表), 研究、安排资金的来源与运用, 为项目寻求适宜的资金筹集方案, 选择财务费用最经济的资金筹集方案, 并在此基础上估计获得资金的可能性, 以适应项目预期的现金流量。



## (三) 房地产开发资金筹集规划

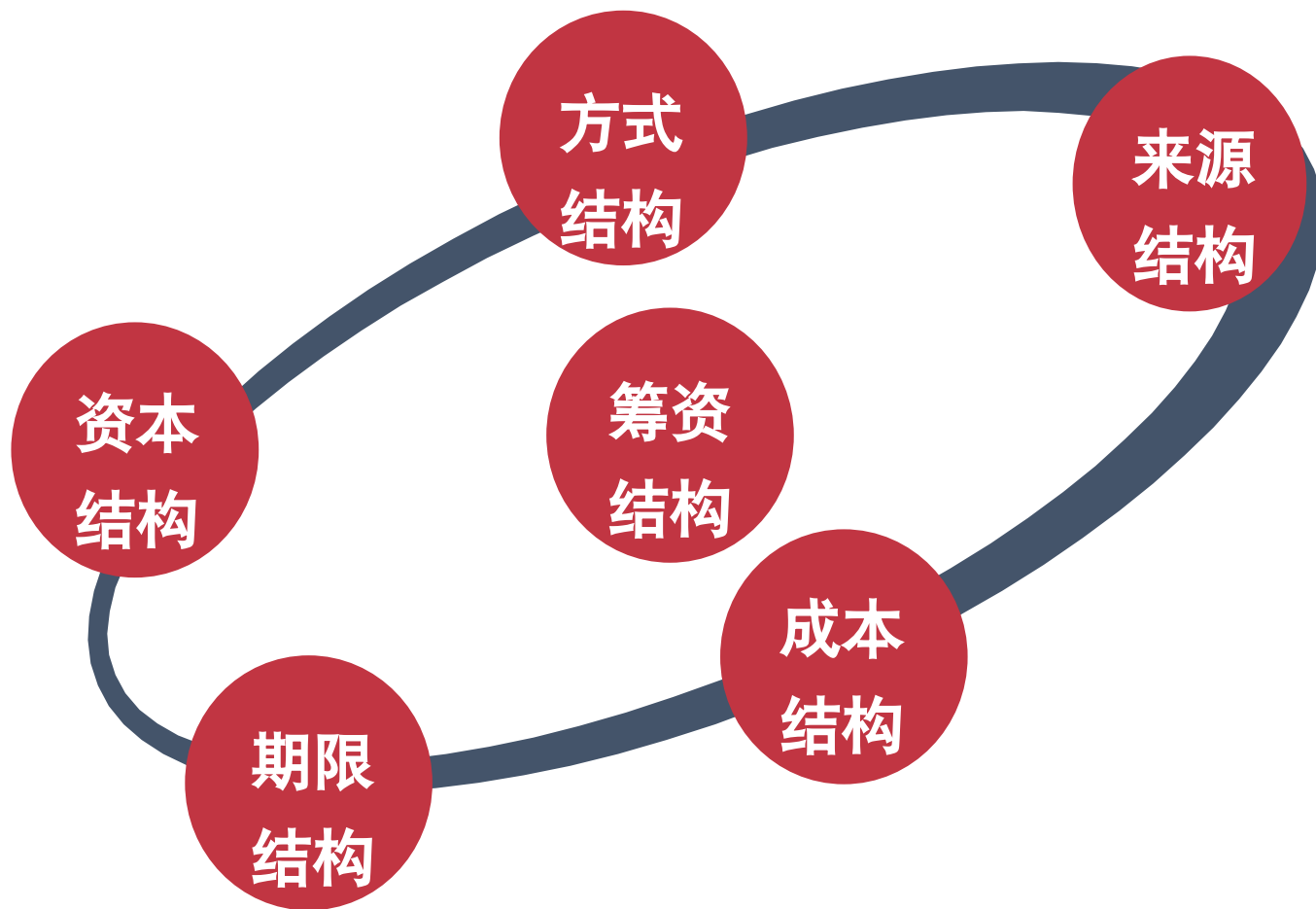
### 1 房地产开发资金筹集规划的概念和基本内容

主要内容:

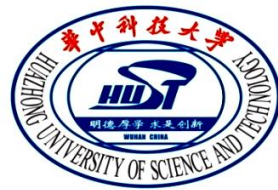
- (1) 对企业或项目的内外部因素进行分析
- (2) 在企业或项目的开发经营目标指导下, 合理确定筹资目标
- (3) 资金筹集的规模和流量
- (4) 资金来源、期限、方式等资本结构分析
- (5) 资金筹集成本分析
- (6) 资金筹集的风险和可行性分析
- (7) 拟定企业或项目的各种可行的资金筹集方案(规模、时间安排、渠道、具体方式等)

## (三) 房地产开发资金筹集规划

### 2 房地产开发资金筹集结构分析







## (三) 房地产开发资金筹集规划

### 3 房地产开发资金筹集的成本分析

#### (1) 资金成本的概念和确定

资金成本指企业筹集资金和使用资金所必须付出的代价。

##### 1. 个别资金成本

个别资金成本是指按各种资金筹集方式计算确定的成本。

- (1) 长期借款成本
- (2) 企业债券成本
- (3) 普通股的成本
- (4) 留用利润的成本

##### 2. 加权平均资金成本

##### 3. 边际资金成本

# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 一、项目概述

- 汉口自1861年开埠以来，沿江一带成为华中地区对外开放的高地，东西方文化在长江之滨交融，百年中山大道沿线，历史建筑林立，黎黄陂路上，红色资源聚集，留存珍贵的城市文脉和历史记忆；
- 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目主要覆盖江岸区及江汉区，地块北达京汉大道，南抵沿江大道，西起友谊南路，东至黄埔大街，**总面积5.73平方公里**。江岸区内共6个历史文化风貌区；



# 案例分析

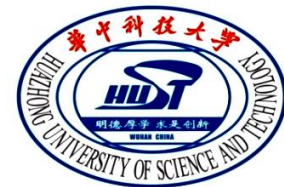
## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 一、项目概述

- 汉口历史风貌区是武汉市现存的文物保护单位、优秀历史建筑保留最完整完好的区域。本项目内现有**市级以上文物保护单位64处**，**各类文博场馆21家**，**优秀历史建筑128处**，**列入武汉市优秀历史建筑保护名录的里弄18处**。宋庆龄汉口旧居纪念馆、巴公房子旧址等，被称为“街头博物馆”；
- 这些历史建筑和老旧小区由于**年久失修**，**基础设施和环境卫生等“现代城市”功能短板突出**，对其进行保护性开发迫在眉睫……

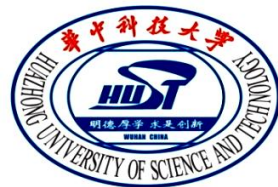


# 案例分析



## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目





# 案例分析

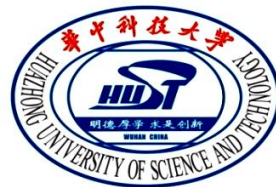
## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 项目总投资具体明细金额:

序号	工程或费用名称	投资金额	比例
第一部分	工程费用	928,300.00	64.29%
第二部分	工程建设其他费用	60,704.65	4.20%
第三部分	预备费	79,120.37	5.48%
第四部分	老旧社区腾退	280,000.00	19.39%
第五部分	专项费用	95,900.00	6.64%
1	建设期债券利息	94,900.00	6.57%
2	债券发行费用	1,000.00	0.07%
合计	工程总投资	1,444,025.02	100.00%

### 一、项目概述

2020年4月，武汉市发改委通过了《关于汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目可行性研究报告（代项目建议书）的批复》，批复同意项目总投资144.4亿元。资金来源：申请地方政府专项债100亿元，其余通过财政资金筹集。



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 二、评估要素

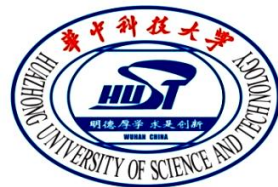
#### 1、投资估算

表 1 项目总投资估算表

单位：人民币万元

第一部分：工程费用	928,300.00
第二部分：工程建设及其他费用	60,704.65
第三部分：预备费用	79,120.37
第四部分：老旧社区腾退	280,000.00
第四部分：专项费用	95,900.00
其中：建设期利息	94,900.00
债券发行费用	1,000.00
估算总额	1,444,025.02

专项债融资按照100亿元及3.65%的利率计算利息



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 二、评估要素

#### 2、资金筹措

- 本项目资金筹措总额1444025.02万元，其中自筹资金投入444025.02万元，其余资金1000000万元通过发行专项债筹集。
- 未发现本项目建设期内所需建设资金缺口的情况。

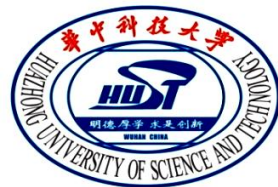
表2 债券发行计划表

序号	发行年份	发行额度（万元）	发行期限
1	2020年	400,000.00	30年期
2	2021年	300,000.00	30年期
3	2022年	300,000.00	30年期

表3 建设期资金平衡表

单位：人民币万元

年度	2020年	2021年	2022年	2023年	合计
资金筹措					
资本金	12,137.51	124,812.51	135,762.51	171,312.50	444,025.02
专项债券发行	400,000.00	300,000.00	300,000.00		1,000,000.00
合计	<b>412,137.51</b>	<b>424,812.51</b>	<b>435,762.51</b>	<b>171,312.50</b>	<b>1,444,025.02</b>
资金使用					
建设资金使用金额	412,137.51	424,812.51	435,762.51	171,312.50	1,444,025.02
资金结余					



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 二、评估要素

#### 3、资金的稳定性

本项目专项债还本付息来源：

- 经营租金收入和经营收入
- 商贸旅游广告收入
- 公共服务设施经营收入等

以此为基础：

- 扣除项目运营成本后**净收益累计现金结余2,709,989.88万元**；
- 考虑还本付息后，**期末净现金结余为709,89.99万元**；



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

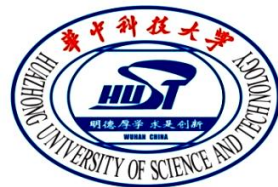
### 三、收入测算

- 营业收入组成包括：**餐饮租金收入、娱乐业租金收入、休闲业租金收入、公共配套租金收入、自营餐营业收入、自营酒店业收入、商务办公租金收入、建筑外墙LED广告收入、停车收入、综合管廊有偿使用费用、网络租赁费收入等；**
- 全部计算期内，**营业收入合计为437.06亿**，其中老旧社区累计收入330.38亿，历史风貌街区累计收入91.01亿，市政基础设施累计收入15.68亿。

表4 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

收入汇总表

项目\年度	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
江汉路及中山大道片（江岸区及江汉区）餐饮业租金收入	10,080.00	13,708.80	15,730.85	16,045.46	16,366.37	16,693.70	17,027.58	17,368.13
青岛路片餐饮业租金收入		2,592.00	3,525.12	4,045.08	4,125.98	4,208.50	4,292.67	4,378.52
青岛路片娱乐业租金收入		2,376.00	3,231.36	3,707.99	3,782.15	3,857.79	3,934.94	4,013.64
青岛路片休闲业租金收入		2,376.00	3,231.36	3,707.99	3,782.15	3,857.79	3,934.94	4,013.64
“八七”会址片休闲业租金收入		792.00	1,077.12	1,236.00	1,260.72	1,285.93	1,311.65	1,337.88
一元路片娱乐业租金收入			7,920.00	10,771.20	12,359.95	12,607.15	12,859.29	13,116.48
大智路片娱乐业租金收入				4,320.00	5,875.20	6,741.79	6,876.63	7,014.16



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

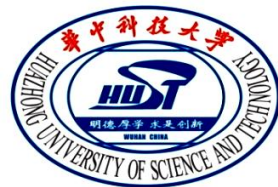
表 5 本项目经营成本汇总表

### 三、成本测算

- 总成本费用组成包括：**运营成本、固定资产折旧、债券利息、税费等**，其中运营成本包括：**物业运营成本、餐饮店运营成本、酒店运营成本、广告运营成本、停车场运营成本、综合管廊运营成本、网络租赁运营成本**。税费主要有**增值税和附加、房产税**；
- 全部计算期内，**营业成本合计为80.81亿，税费合计56.51亿，固定资产折旧106.58亿，应付利息合计100.01亿，成本总计343.53亿。**

项目\年度	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
物业运营成本	1,008.00	3,213.73	4,871.37	6,140.83	6,599.26	6,832.38	6,969.02	7,108.40
自营餐饮店运营成本			144.00	146.88	149.82	152.81	155.87	158.99
自营酒店运营成本			1,430.80	1,824.27	2,232.91	2,277.57	2,323.11	2,369.58
广告运营成本		4,320.00	6,674.40	9,166.18	9,441.16	9,724.40	10,016.13	10,316.61
停车场运营成本		262.80	394.20	541.37	541.37	541.37	541.37	541.37
综合管廊运营成本				512.00	512.00	527.36	527.36	527.36
网络租赁运营成本				295.20	295.20	304.06	304.06	304.06
运营成本小计	1,008.00	7,796.53	13,514.77	18,626.73	19,771.72	20,359.95	20,836.92	21,326.37
固定资产折旧				43,499.51	43,499.51	43,499.51	43,499.51	43,499.51
债券利息				36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00
成本费用小计	1,008.00	7,796.53	13,514.77	98,626.24	99,771.23	100,359.46	100,836.43	101,325.88
房产税	1,209.60	3,856.48	5,845.64	7,368.99	7,919.12	8,198.85	8,362.83	8,530.08
应交增值税销项税额 (9%、6%)	907.20	3,835.20	5,837.37	7,736.27	8,203.85	8,476.72	8,658.05	8,843.58
进项税额	48,078.06	24,197.05	8,299.13	395.42	420.16	432.84	442.66	452.72
城市维护建设税								
教育费附加								
地方教育费附加								
税费小计	1,209.60	3,856.48	5,845.64	7,368.99	7,919.12	8,198.85	8,362.83	8,530.08
总成本费用合计	2,217.60	11,653.01	19,360.41	105,995.23	107,690.35	108,558.31	109,199.26	109,855.96

(部分)



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

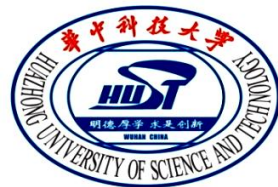
### 四、预期净收益

表 6 本项目经营预期现金净收益

项目\年度	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
综合经营收入	10,080.00	47,851.34	77,380.68	102,624.83	109,300.68	112,782.30	115,258.99	117,794.94
综合经营成本	1,008.00	7,796.53	13,514.77	18,626.73	19,771.72	20,359.95	20,836.92	21,326.37
经营税费	1,209.60	3,856.48	5,845.64	7,368.99	7,919.12	8,198.85	8,362.83	8,530.08
固定资产折旧	0.00	0.00	0.00	43,499.51	43,499.51	43,499.51	43,499.51	43,499.51
债券利息	0.00	0.00	0.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00
税前利润	7,862.40	36,198.33	58,020.27	-3,370.40	1,610.33	4,223.99	6,059.73	7,938.98

- 在债券期内，预计本项目经营预期付息期现金净收益271亿



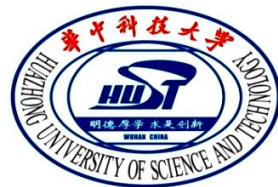


# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

附表1：还本付息表

项目\年度	2038年	2039年	2040年	2041年	2042年	2043年	2044年	2045年
债券期初余额	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
本期发行								
当期需还利息	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00
本期还款	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00
其中：还息	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00
其中：本金偿还								
债券期末余额	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
项目\年度	2046年	2047年	2048年	2049年	2050年	2051年	2052年	合计
债券期初余额	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	600,000.00	300,000.00	
本期发行								1,000,000.00
当期需还利息	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	29,200.00	16,425.00	5,475.00	1,095,000.00
本期还款	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	429,200.00	316,425.00	305,475.00	2,095,000.00
其中：还息	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	29,200.00	16,425.00	5,475.00	1,095,000.00
其中：本金偿还					400,000.00	300,000.00	300,000.00	1,000,000.00
债券期末余额	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	600,000.00	300,000.00	-	



# 案例分析

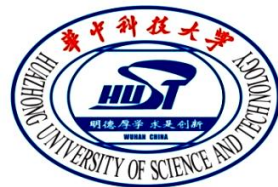
## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 附表2：现金流量模拟测算表

#### 附件 2：现金流量模拟测算表

人民币万元

年份/项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>									
经营活动产生的现金		10,080.00	47,851.34	77,380.68	102,624.83	109,300.68	112,782.30	115,258.99	117,794.94
经营活动支付的现金		1,008.00	7,796.53	13,514.77	18,626.73	19,771.72	20,359.95	20,836.92	21,326.37
支付的各项税费		3,175.20	12,906.06	20,350.71	7,368.99	7,919.12	8,814.83	9,877.76	10,514.82
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>		5,896.80	27,148.75	43,515.20	76,629.11	81,609.84	83,607.52	84,544.31	85,953.75
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>									
购建资产支付的现金(不含利息支出)	404,437.51	404,437.51	404,437.51	134,812.50					
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	-404,437.51	-404,437.51	-404,437.51	-134,812.50					
<b>三、融资活动产生的现金流量</b>									
吸收资本金收到的现金	12,137.51	124,812.51	135,762.51	171,312.50					
债券融资收到的现金	400,000.00	300,000.00	300,000.00						
债券发行费支付的现金	400.00	300.00	300.00						
偿还利息支付的现金	7,300.00	20,075.00	31,025.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00
偿还债券本金支付的现金									
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	404,437.51	404,437.51	404,437.51	134,812.50	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00
<b>四、现金及现金等价物增加额</b>		5,896.80	27,148.75	43,515.20	40,129.11	45,109.84	47,107.52	48,044.31	49,453.75
<b>五、期末现金及现金等价物余额</b>		5,896.80	33,045.55	76,560.75	116,689.86	161,799.70	208,907.22	256,951.53	306,405.28



# 案例分析

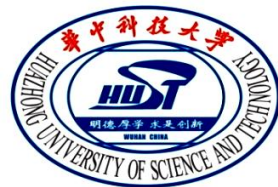
## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 附表2：现金流量模拟测算表

#### 附件 2：现金流量模拟测算表（续 1）

人民币万元

年份/项目	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	2033 年	2034 年	2035 年	2036 年	2037 年
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>									
经营活动产生的现金	120,465.10	123,124.03	125,846.80	128,710.57	131,565.76	134,489.65	137,561.89	140,628.43	143,769.00
经营活动支付的现金	21,853.55	22,368.92	22,897.80	23,466.23	24,023.20	24,594.80	25,207.86	25,809.90	26,427.78
支付的各项税费	11,178.53	11,844.92	12,526.51	18,897.68	24,098.66	27,464.42	28,454.19	29,446.26	30,461.18
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>87,433.02</b>	<b>88,910.19</b>	<b>90,422.49</b>	<b>86,346.66</b>	<b>83,443.90</b>	<b>82,430.43</b>	<b>83,899.84</b>	<b>85,372.27</b>	<b>86,880.04</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>									
购建资产支付的现金(不含利息支出)									
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>									
<b>三、融资活动产生的现金流量</b>									
吸收资本金收到的现金									
债券融资收到的现金									
债券发行费支付的现金									
偿还利息支付的现金	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00
偿还债券本金支付的现金									
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-36,500.00</b>	<b>-36,500.00</b>	<b>-36,500.00</b>	<b>-36,500.00</b>	<b>-36,500.00</b>	<b>-36,500.00</b>	<b>-36,500.00</b>	<b>-36,500.00</b>	<b>-36,500.00</b>
<b>四、现金及现金等价物增加额</b>	<b>50,933.02</b>	<b>52,410.19</b>	<b>53,922.49</b>	<b>49,846.66</b>	<b>46,943.90</b>	<b>45,930.43</b>	<b>47,399.84</b>	<b>48,872.27</b>	<b>50,380.04</b>
<b>五、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>357,338.30</b>	<b>409,748.49</b>	<b>463,670.98</b>	<b>513,517.64</b>	<b>560,461.54</b>	<b>606,391.97</b>	<b>653,791.81</b>	<b>702,664.08</b>	<b>753,044.12</b>



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

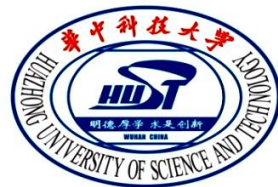
### 附表2. 现金流量模拟测算表

#### 附件 2：现金流量模拟测算表（续 2）

人民币万元

年份/项目	2038 年	2039 年	2040 年	2041 年	2042 年	2043 年	2044 年	2045 年
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>								
经营活动产生的现金	147,065.69	150,359.93	153,733.91	157,272.30	160,811.89	164,437.37	168,151.01	171,954.97
经营活动支付的现金	27,089.21	27,740.10	28,408.17	29,121.94	29,825.78	30,548.24	31,289.82	32,051.07
支付的各项税费	31,519.97	32,582.16	33,668.82	34,801.76	35,939.18	37,102.89	38,626.07	39,844.30
经营活动产生的现金流量净额	88,456.51	90,037.67	91,656.92	93,348.60	95,046.93	96,786.24	98,235.12	100,059.60
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>								
购建资产支付的现金（不含利息支出）								
投资活动产生的现金流量净额								
<b>三、融资活动产生的现金流量</b>								
吸收资本金收到的现金								
债券融资收到的现金								
债券发行费支付的现金								
偿还利息支付的现金	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00
偿还债券本金支付的现金								
融资活动产生的现金流量净额	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00
<b>四、现金及现金等价物增加额</b>	51,956.51	53,537.67	55,156.92	56,848.60	58,546.93	60,286.24	61,735.12	63,559.60
<b>五、期末现金及现金等价物余额</b>	147,065.69	150,359.93	153,733.91	157,272.30	160,811.89	164,437.37	168,151.01	171,954.97





# 案例分析

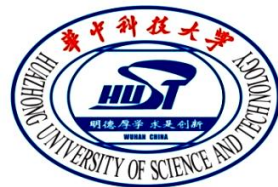
## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 附表2：现金流量模拟测算表

#### 附件 2：现金流量模拟测算表（续 3）

人民币万元

年份/项目	2046 年	2047 年	2048 年	2049 年	2050 年	2051 年	2052 年	合计
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>								
经营活动产生的现金	175,851.55	179,843.17	183,932.14	188,121.00	192,412.26	196,808.53	100,656.27	4,370,646.98
经营活动支付的现金	32,832.50	33,634.69	34,458.18	35,303.57	36,171.46	37,062.45	18,988.60	804,416.81
支付的各项税费	41,090.78	42,366.18	43,671.20	45,006.58	48,198.01	52,790.04	23,732.51	856,240.29
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	101,928.27	103,842.30	105,802.76	107,810.85	108,042.79	106,956.04	57,935.16	2,709,989.88
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>								
购建资产支付的现金（不含利息支出）								1,348,125.02
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>								-1,348,125.02
<b>三、融资活动产生的现金流量</b>								
吸收资本金收到的现金								444,025.02
债券融资收到的现金								1,000,000.00
债券发行费支付的现金								1,000.00
偿还利息支付的现金	36,500.00	36,500.00	36,500.00	36,500.00	29,200.00	16,425.00	5,475.00	1,095,000.00
偿还债券本金支付的现金					400,000.00	300,000.00	300,000.00	1,000,000.00
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-36,500.00	-429,200.00	-316,425.00	-305,475.00	-651,974.98
<b>四、现金及现金等价物增加额</b>	65,428.27	67,342.30	69,302.76	71,310.85	-321,157.21	-209,468.96	-247,539.84	709,889.88
<b>五、期末现金及现金等价物余额</b>	1,280,099.98	1,347,442.28	1,416,745.04	1,488,055.89	1,166,898.68	957,429.72	709,889.88	



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

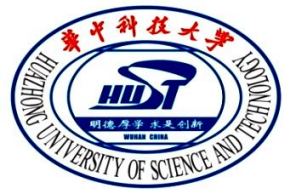
### 结论:

- 在债券存续期内，项目实现**收入总计437.06亿**，扣除营业成本及税后可用于平衡总收益合计271亿，总收益对债券本息覆盖倍数**1.29**，项目总收益可覆盖项目融资成本。

表 7 项目收益与债券融资资金平衡测算表

项目总投资 (万元)	用于资金平衡的项 目收益(万元)	债券计划合计发 行额(万元)	预计债券融资 成本(万元)	资金覆盖倍数
1,444,025.02	2,709,989.88	1,000,000.00	1,095,000.00	1.29

- 中证鹏元资信评估股份有限公司为本项目专项债信用评级为**AAA级**。



# 案例分析

## 汉口历史风貌区老旧小区改造及旅游功能提升项目

### 潜在风险：

- 工期延误和工程事故的可能性；
- 投资测算不准确、收入预测不准确、成本上升等方面的风险；
- 国际、国内宏观经济环境的变化引起债务资本市场利率的波动；
- 新冠疫情的影响；