

房地产企业收益模式 选择实例研究

王松涛¹ 徐博华² 1、清华大学房地产研究所 北京 100084
2、同济大学建筑与城市规划学院 上海 200092)

内容摘要：伴随着我国房地产市场的快速发展，房地产企业必将面临收益模式的选择问题。本文首先对物业销售收益模式、物业租赁收益模式、混合型收益模式的概念和特点进行了比较。其次，通过香港新鸿基地产公司案例分析，论证了香港房地产市场进入成熟期和调整期后，混合型收益模式在提高企业经营灵活性和增强企业收益稳定性等方面的优势。本文认为混合型收益模式从长远而言是寻求可持续发展企业的最佳选择。

关键词：收益模式 物业销售 物业租赁 香港

不同收益模式的概念与特点

从世界范围内看，以物业开发和投资为主营业务的房地产企业具有三种典型的收益模式：其一是物业销售收益模式；其二是物业租赁收益模式；其三是混合型收益模式。

收益模式的概念界定

所谓“物业销售收益模式”是指房地产企业通过筹集资金、购买土地、设计建造、市场营销等环节，最终以销售方式获取房地产投资收益；所谓“物业租赁收益模式”是指房地产企业自行开发建设或者直接购买物业的所有权后，通过宣传推广、招商谈判、租约签订等环节，最终以租赁方式获取房地产投资收益；所谓“混合型收益模式”是前两种收益模式的结合，是一种物业销售和物业租赁并举的收益模式。

由上可见，本文所指的收益模式并不针对具体的开发项目或物业类型，而是指一个房地产企业在市场动态发展过程中，为了获取良好的经营绩效和长远的发展机会所选择的收益模式。

收益模式的比较分析

不同收益模式对房地产企业的经营绩效有不同的影响，表1从多方面对物业销售收益模式和物业租赁收益模式进行比较。

所有权 物业销售收益模式在销售完成后，将物业的所有权转移到买方手中，因此房地产企业没有获得物业的所有权。反映在企业资产中的主要项目为在建工程。相反，物业租赁收益模式则保留了房地产企业对物业的所有权，所有已租赁物业都属于企业的资产。

资金周转速度 在物业销售收益模式下，物业价值一次性实现，因此可以立即将投资收益投入到扩大再生产过程，该模式有效的提高了资金周转速度。相反，在物业租赁收益模式下，物业价值在长期内实现，资金周转速度相对较慢。

收益稳定性 在物业销售收益模式下，现金流入在物业销售时完成，并受工程建设、销售状况、市场价格影响较大，因此收益不稳定。相反，物业租赁收益模式可以通过租赁合同获得中长期的稳定收益。

流动性风险 在物业销售收益模式下，一旦房地产企业在建设过程中遇到资金短缺等流动性风险，由于物业的物理形态还没有实现，因此变现能力差，企业抵御流动性风险的能力弱。相反，在物业租赁收益模式下，由于企业持有一定量的物业，因此可以通过出售已持有的物业来解决流动性问题。进一步而言，在具有房地产投资信托的房地产市场，企业可以通过资

本市场套现，物业租赁收益模式的流动性风险更小。

市场风险 在物业销售收益模式下，房地产企业面临的主要是一级市场中的价格风险；在物业租赁收益模式下，房地产企业面临的主要是二级市场中的租金风险。由于房地产投机、房地产市场周期循环等因素，房地产市场价格的波动性要远远强于租金的波动性，因此前者将面临更大的市场风险。

品牌效应 在物业租赁收益模式下，房地产企业通过持有高品质的商业物业、写字楼来提升企业形象，创造品牌价值。例如，香港置地集团在中环所持有的大量写字楼曾经一度为其赢得了“中环地王”的美誉，而太古地产的太古广场也是香港商业物业中的优质品牌。因此，就提升公司形象而言，物业租赁收益模式更具优势。

分析表明，两种收益模式各具特色，很难比较哪一种更有利于房地产企业的可持续发展。然而，纵观香港过去几十年房地产企业的发展历史，笔者认为随着房地产市场的不断发展，两种收益模式正在不断融合，混合型收益模式由于集成了两种模式的优点，而为更多的房地产企业所接受。本文将以香港房地产市场中新鸿基地产公司案例为主，分析投资收益模式变迁的深层次原因。

新鸿基地产公司案例分析

1963年，郭得胜、李兆基和冯景禧三人分别投资100万元建立了新鸿基企业有限公司。1972年8月23日，新鸿基企业有限公司在香港上市，1973年改名为新鸿基地产发展有限公司（下简称“新地”）。“新地”看好香港和内地的长远发展潜力，最初崇尚开发中小型的住宅项目，随着市场需要逐步开始全力开发大型的住宅项目。从1992年以来，“新地”一直高居香港股票市场“市值十大地产公司”的榜首，堪称香港的“地产巨无霸”。“新地”早期奉行“货如轮转”的经营策略，以物业销售作为其核心的收益模式。本文通过对1988年到2004年公司年报数据的分析，量化的

表1 物业销售和物业租赁收益模式对比

比较内容	所有权	资金周转速度	收益稳定性	流动性风险	市场风险	品牌效应
物业销售	无	快	不稳定	高	高	弱
物业租赁	有	慢	稳定	低	低	强

考察了近20年来其收益模式的变迁。

新鸿基地产公司收益模式变迁

分析一：物业销售与物业租赁收益模式的结构变化 据相关数据表明，“新地”总资产（按照建筑面积计算）中，已租赁物业比率呈快速上升的趋势，从1988年的22.3%增长至2004年的47.9%，基本与在建物业（包括“待销售物业”和“待租赁物业”两部分）持平。这表明香港房地产业进入成熟期以后，“新地”明显转变了其发展初期以物业销售为主的收益模式，选择物业销售和物业租赁并举的收益模式。

另外，“待销售物业”从1990年开始快速上升，1995年至2000年期间稳定在55%左右，并从2001年开始快速下降到2004年的35%。“待投资物业”基本经历了相反的变动趋势，即从1990年大幅度下降后，在整个90年代稳定在10%左右，并从2000年开始上升到2004年的17%。1990年恰好是香港房地产市场周期循环的上升阶段，物业价格指数超过租金指数大幅度上涨，到1997年第三季度住宅、商业物业、写字楼、工业物业的价格指数都达到了历史最高点。亚洲金融危机发生后，香港房地产市场进入了周期循环的下降阶段，房地产价格指数快速下跌。“新地”在周期循环的上升阶段，积极的削减“待租赁物业”的比率，将更多的资金周转用于“待销售物业”，因而在房地产价格快速上升阶段，获取了巨额投资收益；相反，进入周期循环的下降阶段后，“新地”则在收益模式上进行了灵活的调整，通过将部分“待销售物业”转变为“待租赁物业”以及寻找更多的物业租赁投资机会，从而在价格大幅度下降时避免遭受巨额损失。

分析二：在建物业和已租赁物业的类型结构 “新地”在建物业和已租赁物业中，各种物业类型所占的比率情况（按照建筑面积计算），图略。在建物业以住宅为主，工商综合的结构变化最为明显，尤其是1994年以后，工商综合的比率明显下滑。其它在建的物业类型则相对保持稳定。商业物业在所有的物业类型中占据了最高比率，保持在40%至45%之间。写字楼所占比率次之，从1994年的24%增长至2004年的32%。另外，工商综合所占比率基本保持在15%至20%之间。住

宅和酒店所占的比率最低，在10%以内。由此可见，虽然“已租赁物业”的总量在总资产中保持了快速增长的态势，但是其物业类型的构成却保持了相对的均衡发展态势。

分析三：收益稳定性分析 据相关数据表明，自1988年以来，“新地”的租赁收入呈现出快速增长的趋势，并于1998年达到最大。虽然1998年后，租赁物业的面积仍在不断增长，但由于亚洲金融危机后租金大幅下调，所以总租金收入也略微下调。与租赁收入的大幅增长和缓慢下调相比，这一期间的销售收入则经历了大幅上升和大幅下降的剧烈波动过程。1998年，销售收入达到历史最高点后大幅下滑。2000年销售收入只有1998年最高销售收入的38%。另外，从租赁收入占销售收入的比率上可以看出，发生亚洲金融危机以后，租赁收入所占比重大幅度提高，如在2000年，租金收入占到销售收入的45%。进一步计算表明，考查期内“新地”销售收入变化率、租赁收入变化率和总收入变化率的标准方差分别为41.2%、31.35%和34.73%。由此可见，物业租赁收益模式所带来的租赁收入弥补了销售收入强烈波动给公司总收益带来的巨大不确定性，物业租赁收益模式有效的稳定了“新地”的总收益，降低了公司的经营风险。

案例分析小结

案例分析表明，“新地”在过去近20年中，投资策略和经营绩效有四个显著特点：第一，物业租赁在总资产中比重不断提高，收益模式由70年代单纯的物业销售收益模式向混合型收益模式转变；第二，租赁物业中，各种物业类型的结构保持稳定，商业物业、写字楼和工商综合比率最高；第三，在混合型收益模式下，通过动态调整销售和租赁物业比率，“新地”适应了房地产市场周期循环的变化；第四，在混合型收益模式下，稳定的物业租赁收入减小了公司总收益的波动性，提高了公司的经营绩效、降低了公司的经营风险。

综上所述，对于“新地”这个曾以“货如轮转”为经营理念的公司，在不断发展的过程中，其收益模式经历了由单纯的物业销售收益模式向混合型收益模式转变的过程。

笔者认为，房地产市场发展阶段的演

进是造成企业收益模式变迁的深层次原因。从案例分析来看，房地产市场进入成熟期后，商业地产的兴起、增量市场向存量市场的过渡、房地产金融市场的成熟、房地产周期循环等特征的出现要求企业能够更为快捷的适应市场的变化。在这样的背景下，混合型收益模式的优势表现为如下四点：

在房地产周期循环中，企业可以根据房地产价格和租金的变化，调整物业销售和物业租赁比率，提高了企业的经营灵活性，公司总体的市场风险降低。

企业享有部分物业的所有权，因此在成熟的房地产金融条件下，企业资产流动性增强，即保证了资金周转的速度，又可以控制流动性风险。

增强了企业收益的稳定性，改善了公司的经营绩效。

为企业预留了创造品牌价值的机会。

香港经验对内地房地产企业的启示

香港房地产企业发展的经验表明，只有在转轨期间选择正确的收益模式，企业才能更好的适应产业成熟发展期的要求。为此，笔者认为内地企业应该积极应对即将面临的收益模式选择问题。首先，房地产企业应在成熟发展期到来之前，适当增加物业租赁的比率，并逐步过渡到混合型收益模式。其次，对于商业物业、写字楼等需要产权统一的物业类型，也要坚定的选择物业租赁收益模式。再次，在成熟发展期的房地产周期循环中，企业应灵活的改变投资策略，从而最大限度的发挥混合型收益模式的优势。总而言之，本文的结论表明，虽然物业销售和物业租赁收益模式各具优势，然而混合型收益模式在提高企业经营灵活性和增强企业收益稳定性等方面所具有的优势，使其成为寻求可持续发展企业的最佳选择。

参考文献：

1. 阿德里安娜·施米茨（美），德博拉·L·布雷特（美）著：张红译. 房地产市场分析案例研究方法[M]. 北京：中信出版社，2003
2. 陈淑贤（美），约翰·埃里克森（美），王珂（美）著：刘洪玉，黄英等译. 房地产投资信托——结构、绩效与投资机会[M]. 北京：经济科学出版社，2004