

基础设施 REITs 在建筑企业存量资产盘活中的应用研究

——以云南某国有企业存量项目证券化实践为例

周宇亮

云南省建设投资控股集团有限公司，云南 昆明 650000

[摘要] 本论文以云南某国有企业为案例，对如何运用基础设施 REITs 来盘活建筑企业的存量资产进行深入的研究。结合当前基建领域“盘活存量资产，扩大有效投资”的政策导向，对云南某国有企业已有高速公路、城市综合体等既有项目运营情况进行分析，探索其应用场景、估值体系和操作路径。研究表明，REITs 有效地盘活建筑企业的存量资产，优化资源配置，实现“投、融、管、退”的投资业务闭环管理，旨在为我国建筑企业通过 REITs 盘活存量资产提供理论依据和实践参考，从而促进我国建筑业在政策推动下的高质量发展。

[关键词] 基础设施 REITs；建筑企业；存量资产盘活；云南某国有企业；投融资管退

DOI: 10.33142/mem.v6i4.17479

中图分类号: F812.7

文献标识码: A

Research on the Application of Infrastructure REITs in Revitalizing Existing Assets of Construction Enterprises

— A Case Study on Securitization Practice of Existing Projects in a State-owned Enterprise in Yunnan Province

ZHOU Yuliang

Yunnan Construction and Investment Holding Group Co., Ltd., Kunming, Yunnan, 650000, China

Abstract: This paper takes a state-owned enterprise in Yunnan as a case study to conduct in-depth research on how to use infrastructure REITs to revitalize the existing assets of construction enterprises. Based on the current policy orientation of "revitalizing existing assets and expanding effective investment" in the infrastructure field, this paper analyzes the operation of existing projects such as highways and urban complexes in a state-owned enterprise in Yunnan, and explores their application scenarios, valuation systems, and operational paths. Research has shown that REITs effectively revitalize the existing assets of construction enterprises, optimize resource allocation, and achieve closed-loop management of investment business through "investment, financing, management, and withdrawal". The aim is to provide theoretical basis and practical reference for Chinese construction enterprises to revitalize their existing assets through REITs, thereby promoting the high-quality development of Chinese construction industry under policy promotion.

Keywords: infrastructure REITs; construction enterprises; revitalization of existing assets; a state-owned enterprise in Yunnan; investment, financing, construction, management, and withdrawal

引言

近几年来，我国基础设施建设成绩斐然，积累大量的优质资产。但在新常态的背景下，传统的基建投资模式面临着巨大的融资压力和资产沉淀，迫切需要通过创新的方式来盘活存量资产，激发资本的活力。在这样的背景下，我国出台一系列鼓励基础设施 REITs 试点的政策，目的是以金融创新推动存量资产证券化，达到“盘活存量资产，扩大有效投资”的目的。云南某国有企业具有丰富的基础设施建设经验，拥有多个已建项目，如高速公路、城市综合体等。但是，随着企业规模的不断扩大，大量的存量资产占用大量的资金，资金周转的压力越来越大。如何将这

些存量资产有效地盘活，使其进入良性循环，是集团公司

面临的一项重大课题。

1 基础设施 REITs 在基建领域的适用场景分析

1.1 适用项目类型

1.1.1 交通基础设施项目

公路、铁路、机场和港口等交通基础设施项目是 REITs 应用的主要场景之一。此类工程投资规模大，工期长，经营期长，现金流量具有较高的可预测性。以高速公路为例，它的收入来源主要是车辆通行费，它能在稳定的经济发展和稳定的交通流中获得持续稳定的现金流量，满足 REITs 基金对于基础资产现金流量的稳定需求。同时，交通基础设施建设是国家经济发展、区域互联互通的重要组成部分，通过不动产投资基金盘活这类存量资产，有利

于吸引更多社会资本参与基础设施建设与运营,提升基础设施供给质量与效率^[1]。

1.1.2 市政基础设施项目

城市基础设施工程,如水、电、气、水、垃圾处理等,亦适用于不动产投资基金模式。这类工程与城镇居民日常生活息息相关,具有强烈的公共性与自然垄断性,具有相对稳定的需求与较稳定的现金流量。如供水工程收费是建立在城镇居民与企业用水需求基础上,受市场波动影响小的基础上;污水处理厂的收益是由政府支付和用户支付两部分组成的,具有一定的稳定性。利用 REITs 基金对市政基础设施存量资产进行盘活,可为城市更新改造及后续运营提供资金保障,提升市政服务水平^[2]。

1.1.3 产业园区项目

基础设施 REITs 也可应用于工业园区、科技园区和物流园区等产业园区项目。产业园区主要通过厂房、办公楼和商铺的租赁,以及物业管理和工业服务等方式获得收入。在产业升级、经济结构调整的背景下,高质量的产业园区有着广阔的前景,高质量的产业园区租金收入、物业增值潜力巨大。通过证券化产业园区存量资产,吸引社会资本参与园区建设与运营,推动园区可持续发展,为投资者提供多元化投资渠道。

1.2 云南某国有企业存量项目的适用性分析

云南某国有企业在高速公路、城市综合体等项目中的应用场景与基础设施 REITs 具有高度的契合性。高速公路项目具有稳定现金流量,车辆通行费收入具有良好的可预期性,符合不动产投资基金对基础资产现金流量稳定的需求。城市综合体项目在市场激烈竞争的情况下,只要对商业业态进行合理的规划与运营,就能获得稳定的租金、物业管理费等收益。同时,集团拥有丰富的项目建设及运营管理经验,能为 REITs 项目的顺利实施提供强有力的保证。云南某国有企业通过发行基础设施 REITs 基金,可将存量资产转换成具有较高流动性的理财产品,达到盘活存量资产、回笼资金的目的^[3]。

2 基础设施 REITs 的估值体系研究

2.1 估值方法概述

2.1.1 现金流折现法 (DCF)

现金流量折现法是基础设施 REITs 基金估值的一种常用方法,其基本思想就是以一定的折现率,对项目未来预期的现金流量进行折现,计算出项目当前的价值。该方法既考虑资金的时间价值,又考虑项目未来的盈利能力,能更准确地反映项目的内在价值。在应用现金流量法评估项目价值的过程中,最重要的是对项目未来现金流量的预测以及合理的折现率的确定(图 1)。未来的现金流量预测要综合考虑项目的经营状况、市场环境和政策变化;在确定折现率时,一般参考无风险利率,市场风险溢价和项

目本身的具体风险^[4]。

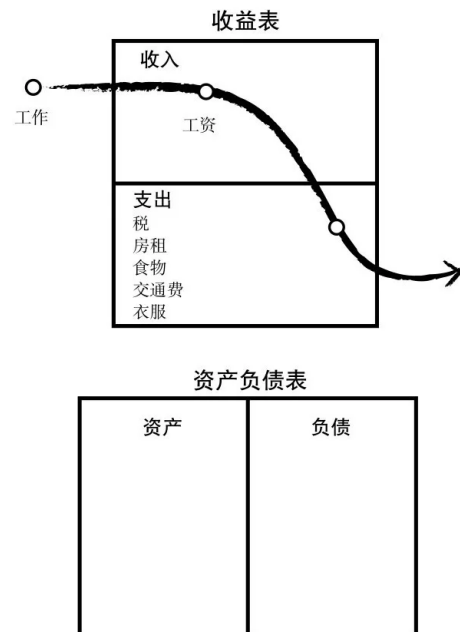


图 1 现金流折现法

2.1.2 相对估值法

相对估值法是指参照同类可比资产的市价及相关财务指标,对目标资产估值的一种方法。在基础设施 REITs 基金估值过程中,通常采用的相对估值方法有 PE、P/B、P/CF 等。相对估值法操作简单,迅速确定资产估值区间,但是它对市场上存在的可比资产的依赖性较强,很难准确地反映出目标资产的独特性和未来的发展潜力。在实际应用中,为提高评估的精度,通常将相对评估方法与其他评估方法结合起来。

2.1.3 重置成本法

重置成本法是指在评估资产时,根据该资产当时的市场状况,重新购买或建造一项全新的或相似的资产所需要的全部费用,并扣除实际贬值、功能贬值和经济贬值后对资产进行估价的一种方法。重置成本法适用于基础设施项目,特别是一些有特色的项目,或者是比较难找的项目。但是,这种方法并没有充分考虑到资产未来的盈利能力,并且在估价时具有一定的主观性^[5]。

2.2 云南某国有企业存量项目估值实践

对云南某国有企业存量项目的估价,采用多种估价方法,并结合实例进行比较分析。对高速公路工程项目,主要采用现金流量折现法,并与相对价值法相结合。首先,根据项目历史车流量数据及未来经济发展趋势,预测项目未来的现金流量,如车辆通行费收入,运营成本等;在此基础上,选择适当的折现率,对项目未来现金流量进行折现,得到当前价值。同时,参照已上市的同类基础设施开发企业的市盈率、市净率等指标,对评估结果进行修正与验证。

在城市综合体项目中,将相对价值法与现金流量折现法结合起来。在预测现金流量时,我们将综合考虑各种类型的收入,如店铺租金、办公楼租金和公寓租金,以及物业管理费用和营销费用。在相对价值方面,选择周边同类城市综合体的租金水平、销售价格等指标,对其进行比较。在此基础上,综合考虑项目的区位条件、商业氛围、发展前景等因素,综合评估评估结果,确定合理的资产估价方法。

3 基础设施 REITs 的操作路径分析

3.1 项目筛选与准备

云南某国有企业在项目筛选阶段,根据发行基础设施 REITs 的要求,结合自身已有项目的特点,遴选合格项目。选择有稳定现金流,经营状况良好,资产产权明晰,有一定规模及市场竞争能力的项目。对选定的项目,从财务状况、经营管理、法律合规等方面开展全面尽职调查,以确保项目符合 REITs 发行的条件。在此基础上,进一步完善资产权属证明,规范经营管理流程,为 REITs 发行做好准备。

3.2 设立特殊目的机构 (SPV)

设立特殊目的机构 (SPV) 是发行 REITs 的重要一环。SPV 是独立法人,其作用是将标的资产和发起人之间的风险隔离开来,保护投资人的利益。云南某国有企业还与金融机构合作,成立专门的 SPV,为项目融资提供便利。通过对 SPV 的结构设计,明确各方的权利义务,保证其运作的独立性和透明度。SPV 负责收购发行人(云南某国有企业)存量资产,并作为发行主体发行 REITs。

3.3 资产转让与重组

在 REITs 发行过程中,将选定的存量资产转让给 SPV 是一个重要环节。资产转让时,资产转让价格要合理确定,并保证价格公平合理。资产转移价格参照前期评估结果,通过市场询价和协商确定。在此基础上,通过资产重组,优化资产结构,提高资产质量,增强资产吸引力。SPV 在资产转让完成后,取得对存量资产的所有权与经营权,为下一步发行 REITs 打下基础。

3.4 发行与上市

SPV 完成资产转让及重组后,便着手筹备 REITs 的发行及上市事宜。首先,确定 REITs 的发行规模、定价和发行方式等几个关键问题。根据股票市场需求及股票市场价格来确定发行规模;发行价格采取网上询价或路演的方式确定;发行方式有公开发行和非公开发行两种。在此基础上,完成 REITs 的发行文件,包括募集说明书、财务报告和法律意见书等。在获得监管机构批准后,开展 REITs 基金的发行与上市交易,以吸引投资者购买不动产投资基金。

3.5 运营管理与收益分配

REITs 上市后,需要对基础资产进行持续性经营管理。云南某国有企业作为 SPV 的发起人,通过与 SPV 签署经营管理协议,继续对存量项目进行日常运营管理,或者引入专业运营管理公司。在经营管理过程中,严格遵守

REITs 的有关规定及协议,保证项目平稳运营,实现盈利增长。在收益分配上,根据 REITs 的有关规定及发行文件的规定,定期向投资人分配基础资产所产生的收益。为保证投资者有较高的回报率,一般应按可分配利润的一定比例(如 90%)进行分配。同时,应建立盈余分配信息披露机制,及时向投资者披露收益分配方案及相关财务信息,增强信息披露的透明度。

4 基础设施 REITs 对实现“投融建管退”闭环管理的作用

4.1 优化融资渠道

传统上,施工企业主要依靠债务融资,如银行贷款,债券发行等,融资成本高,融资风险大。REITs 基金的推出,为施工企业提供一种新型的股权融资方式。云南某国有企业通过发行 REITs,可使其存量资产转化为具有较高流动性的理财产品,吸引更多的社会资本参与,从而拓宽融资渠道,降低企业资产负债率,优化资本结构。同时,REITs 的融资成本比较低,帮助企业节约融资成本,减轻融资压力,为新项目的投资与建设提供足够的资本支撑。

4.2 促进投资业务良性循环

在“投、融、管、退”的闭环管理中,“退”字是保证投资运作良性循环的重要一环。在传统投资经营模式下,建设项目建成后往往面临着资产退出难的难题,造成资金沉淀,影响再投资能力。基础设施 REITs 基金是施工企业进行资产退出的一种有效方式。云南某国有企业通过发行 REITs,将存量资产转移到 SPV 公司,实现资产快速抽身,回笼资金。收回的资金又可投入到新项目的投资与建设中,形成“投资-建设-运营-退出-再投资”的良性循环,从而提高企业的投资效率与资本的使用效率(如表 1)。

表 1 基础设施 REITs 应用前后云南某国有企业关键指标对比

指标分类	具体指标	应用前 (202X 年)	应用后 (202X +N 年)	变化幅度
融资情况	资产负债率	75%	65%	-10%
	年度融资成本 (亿元)	12.5	8.2	-34.4%
资产状况	存量资产周转率 (次 / 年)	0.3	0.8	+166.7%
	非流动性资产占比	60%	45%	-25%
投资业务	年度新投资项目数量 (个)	5	12	+140%
	资金回笼周期 (年)	8	5	-37.5%
运营管理	项目运营成本降低率	-	18%	-
	运营管理效率提升幅度	-	25%	-

4.3 提升项目运营管理水平

云南某国有企业为满足 REITs 发行条件及投资者预

期收益,需加强对存量项目经营管理。在项目筛选与筹备阶段,需要对项目运行管理状态进行综合评价与优化。REITs 发行后,应不断提高项目运营管理水平,保证项目具有稳定的现金流量。这就要求企业建立完善的运营管理体系,引进先进的管理思想与技术,提升运营管理队伍的专业素质,进而提高整个企业的项目运作管理水平。

4.4 增强风险防控能力

基础设施 REITs 的运作涉及多方,参与主体众多,因此对其风险防控机制提出更高的要求。云南某国有企业在发行 REITs 的过程中,需对其财务、法律和市场等方面的风险进行全面的评估与防控。建立风险识别、评估、预警与反应机制,有效地降低企业运营风险。与此同时,REITs 对信息披露有更高的要求,公司需要定期将项目的经营状况以及财务信息向投资者披露,这也促进公司加强内部管理、规范经营行为、提高风险防范能力。

5 结论

通过对云南某国有企业存量资产的证券化,有效地拓宽融资渠道,优化资产负债结构,达到资金回笼和项目退出的目的,促进投资业务“投融建管退”闭环管理。这不仅提高企业的资金使用效率,提高项目管理水平,而且为

我国基建领域存量资产的盘活提供可借鉴的实践范例。但在实际操作中,仍面临着估值精度不高、政策法规不够完善、市场环境不稳定等问题。未来,随着相关政策的不断完善,估值体系的完善,市场认知度的提高,REITs 将会成为建筑企业盘活存量资产的重要手段,推动基建行业的高质量、可持续发展。

[参考文献]

- [1]周峰.建筑企业基础设施公募 REITs 融资模式的选择——基于案例比较分析[J].当代会计,2022(3):133-135.
- [2]赵倩雨.REITs 应用于基础设施项的风险管理研究[D].重庆:重庆大学,2022.
- [3]任旭,袁菲,刘泉辛.基础设施公募 REITs 运营模式探究:国际经验与中国变革[J].金融发展研究,2025(1):80-87.
- [4]曾奕,方浪.新质生产力背景下我国基础设施 REITs 发展研究[J].中国集体经济,2025(7):13-16.
- [5]刘伦武,黄倩.基础设施 REITs 估价变化影响效应分析[J].合作经济与科技,2025(3):58-62.

作者简介:周宇亮(1987—),男,汉族,江苏泰州人,硕士,经济师,公司律师,云南省建设投资控股集团有限公司,研究方向:投融资。