

关于银行不良资产包涉及抵押工业地产的收购处置调研报告

云南经营部 戚国进 长春办事处 刘嘉亮 评估咨询部 丁钰 资产经营部 林欢欢

一、工业地产概述

工业地产的概念一般是指工业类土地使用性质的所有毛地、熟地，以及该类土地上的建筑物和附属物，工业土地上可建的建筑物用途通常包括工业制造厂房、物流仓库和工业研发楼宇等。

工业地产分类为重工业房地产、轻工业房地产、仓储房地产（物流地产）、自由贸易区房地产（指带有特殊政策的贸易加工型通用型工业地产）

工业地产的商业模式具备大投资、快启动、提供增值服务、追求长期稳定回报的四大特性。相对于其他类型地产，工业地产比较廉价且开发面积往往很大，一般还有优惠的土地使用政策。同时，工业地产本身的收益性也是其被一些投资者追逐的重要原因，往往是租金收益和资产增值双重目的。

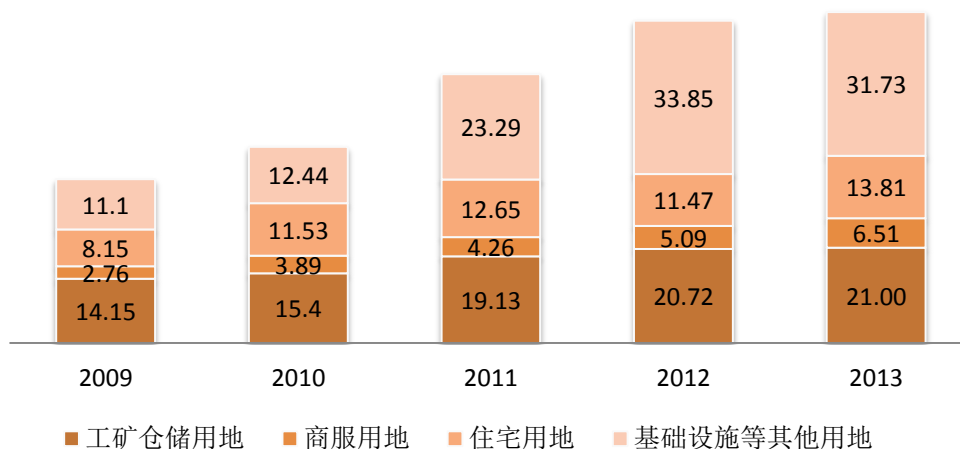
二、工业地产市场走势分析

我国工业土地在土地市场中主要呈现以下特点：

1、**我国城市中工业用地比重过大，土地利用效率和产出率明显偏低。**国外城市的工业用地一般不超过城市面积的 15%，我国城市工业用地的比例却平均在 20%以上。同时，根据国土资源部的调查，目前工业用地的综合容积率仅 0.8，大部分地区城市范围内的工业用地容积率甚至在国土资源部规定的下限 0.6 以下，土地平均产出率非常低，而发达国家一般在 1.0-2.0。

2、**国有建设用地供给中，工业用地供给比重偏高。**2013 年国有建设用地供应 73.05 万公顷，同比增 2.7%，其中，工矿仓储用地供应面积 21.00 万公顷，占比 28.75%，而日本工业用地占比不超过 10%，和世界主要国家相比，我国工业用地供给占比明显过大。具体原因，一方面是由于在此前工业化快速发展时期地方政府过度招商引资，另一方面在于工业用地的价格远远低于住宅、商业用地，目前工业用地价格不到相应住宅用地的 20%。

国有建设用地供应变化情况



上海、北京、广州、深圳、南京、杭州、天津、成都、重庆、武汉、沈阳、合肥在内的 12 个主要城市近年来工业用地推地力度加大，占比在 40%左右。

工业用地供应连续5年占比超40%

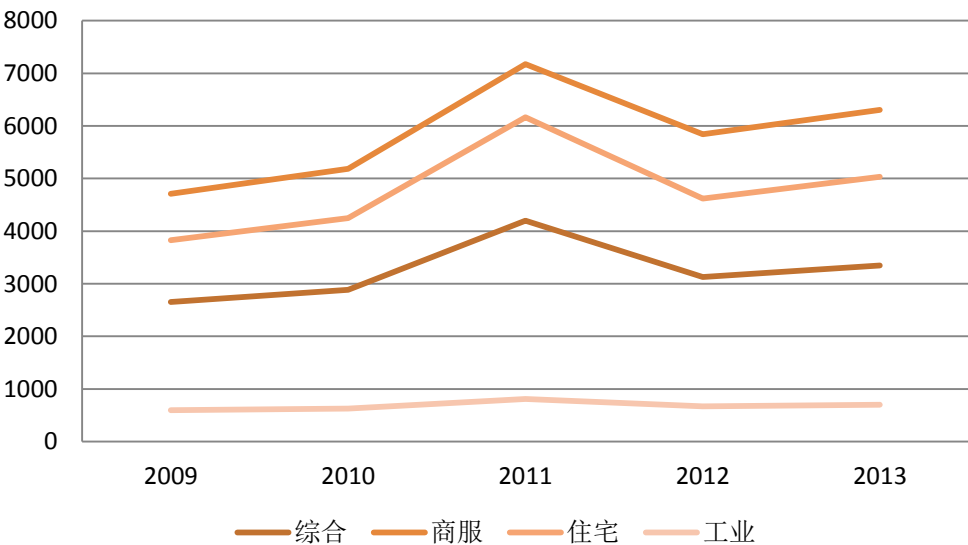
历年主要城市工业用地供应情况（单位：万平方米）



备注：主要城市包括上海、北京、广州、深圳、南京、杭州、天津、成都、重庆、武汉、沈阳、合肥 12个城市；2014年数据截至到6月底

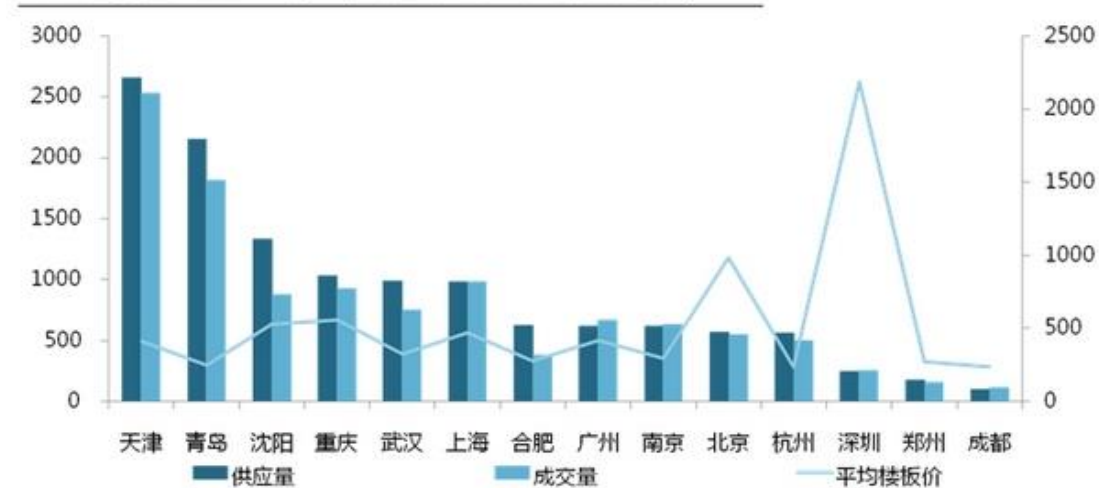
3、工业用地价格长期低估。目前，由于工业用地粗放式经营，加之地方政府为了吸引企业入驻，往往以较低的工业用地地价吸引投资者，这使得多年来全国工业用地地价长期低于商住用地。截至 2013 年底，根据 105 个主要城市地价，商服用地、住宅用地和工业用地的地价分别为 6306 元/平、5033 元/平、700 元/平。前两者分别是工业用地价格的 9 倍和 7 倍。

全国105主要监测城市地价



一线城市中北京、上海两市近年缩减工业供地比例，平均楼板价有上升趋势；广州供应量较少，价格平稳；深圳工业用地则相对稀缺，价格受结构影响波动较大。二线城市中差异则相对明显，杭州、成都和合肥等市场容量相对较小，天津、沈阳、青岛工业用地供应量增大，成为了全国 12 个主要城市工业地产的主战场。

2013年主要城市工业用地情况（单位：万平方米，元/平方米）



三、工业地产政策趋势分析

对于工业地产，地方政府多采用“以土地换投资”的模式，有些地方甚至以低于成本价或是零溢价等形式来获取招商引资数额，地方政府招商引资的主要法宝是廉价的土地资源。从总体看，国家相关政策总体趋势利好，但各地调控方向和松紧度出现分化。

2014 年 1 月 10 日，国土资源部部长、国家土地总督察姜大明在全国国土资源工作会议上说，中央要求东部三大城市群（指京津冀、长三角、珠三角城市群）发展要以盘活土地存量为主，今后将逐步调减东部地区新增建设用地供应，除生活用地外，原则上不再安排人口 500 万以上特大城市新增建设用地。这表明，未来一些城市的工业用地审批将受到严格的控制，工业用地的价格也将面临进一步上升的可能性。

2014 年 4 月，上海证券报报道上海市出台新版国有建设用地（工业用地产业项目类）使用权出让合同，适用于新增供应的工业用地产业项目类用地。其中规定，7 月 1 日起，一般产业项目类工业用地出让年限不超过 20 年，对于有特殊要求的市重点产业项目类工业用地，经有关部门批准后，出让年期可为 20-50 年。即新增工业用地不再执行之前的 50 年期标准。东部新增建设用地指标缩减，上海地区新增土地出让年限缩短，促进了二手土地市场的交易。

一些城市也提出对工业地产利好的政策，成都提出工业地产权可以分割，但最小分割面积为 300 平米；中山首次提出工业厂房也可以实行预售制，但预售部分不能超过七成；鼓励资源流转：深圳工业楼宇可分割转让；杭州允许和鼓励工业用地转变为商办类项目，并支持销售；上海研发总部通用类可分割转让三成；青岛经认定的科技企业孵化器载体房屋符合条件的可以分割转让。北京推行工业用地弹性出让和租赁制，厦门工业仓储建筑允许改造为商办项目等，也有一些城市加强了工业用地的管控，如深圳限制个人投资者购买工业楼宇等。

此外，我国的长三角、珠三角等地区在吸引国内外投资方面一直在全国处于领先地位，通过 10 多年的发展积累地区内形成了一系列具有强大生产能力的民营中小企业，经济开发区/工业园区内形成了完善的产业链条。完善的配套产业环境对投资者来说不仅可以使其最大限度地利用各种基础设施，降低使用成本，还意味着运输、交易成本的降低。因此此类工

业园区内的工业地产流动性较强。

从长期来看,地理位置位于城市中心地带的工业用地供应趋紧的利好因素有利于该类型的工业地产的增值。

与此同时,但我们也应注意到工业土地市场供应量过大,整体稀缺性不明显,投资金额高、招商难、投资回报周期长等特性,对进入者形成了较高的门槛。市场供应量持续处于高位,且二级市场交易流动性较差。投资者在进入工业地产领域前,需要有全盘清晰考虑。部分经济技术开发区或工业园区生产、生活配套及专业服务领域存在不足,造成“人气不足,商气不旺”的情况。尤其是招拍挂政府欢迎那些投资密度、产值双高的产业;相反那些占地大、产值小的工业物业,政府没有动力去给予政策优惠和支持。上述因素对目前处置工业用地造成了极大的困难。

四、与工业地产相关的不良资产定价思路

与不良资产处置预案相关,结合上述调研情况,对于接收的工业地产,我们将定价思路建议如下:

(一) 有“明确买受者”的不良债权

按照本次调研我们所掌握的情况,所谓的买受者大致包括:

1. 地方政府或债务人、保证人主管部门有回购债权预期(这其中包含了不良债权相关抵押工业地产近期有明确拆迁、棚户区改造、三旧改造、城中村改造事项即将发生);

2. 债务人或保证人有回购债权预期;

3. 有其他潜在买受人有收购债权预期。

有上述的“买受者”未必就意味着他们的买受预期已经明确,“明确的买受预期”具有的特征应当是:1. 买受金额已经明确确定;2. 买受时间已经大致确定;3. 买受者已经出具具有法律效力的,能够证明其买受金额和买受时间的书面文件。

在有“明确买受者”的前提下,我公司可对相关不良债权的处置定价和处置周期基本大致确定,该笔不良债权的收购定价即应以“明确买受者”的买受金额为基础,通过折现、利润扣除、费用扣除等方式来确定我公司的上限收购价。

(二) 没有“明确买受者”的不良债权

对于没有“明确买受者”的不良债权,对它们的收购定价就需要谨慎从事。在这种情况下,我们大多数情况下在做的是“用时间换空间”,也就是用我们的处置时间换取原债权人(原贷款行)的折扣空间,通过参加诉讼、清算程序、抵押物拍卖等渠道实现不良债权受偿。此时,我们至少要持有以下观念:

1. 在当前工业基本面情况下,不宜对工业地产抵押物价值做过于乐观的估计

本次我们调研的对象普洛斯(Gobal Logistic Properties Captial)为跨国企业,具有较强的经营实力和较为先进的经营理念,按其战略布局结合其客户需要,在中国境内从事现代物流港的开发建设,并通过高端物流仓库出租的方式实现其投资回报。在目前的经济形势下,由于普洛斯(Gobal Logistic Properties Captial)的服务对象主要为高端制造业、跨国公司等实力雄厚的客户,加之其经营方向抓住了当前网络经济、物联网发展的亮点,因此受大环境影响相对较小。

但对于那些传统制造业、小制造业而言,大环境确实对其经营状况和财务状况造成了一定的影响,进而在某种程度上抑制了其用地欲望。这也就影响到了潜在买家对工业地产抵押物的潜在购买力。我们固然希望那些有实力的买家能够成为我们拟处置抵押物的买受者,但是从谨慎的角度考虑,我们还是应当认识到抵押物的买受者更大可能是那些传统制造业企业和小企业。基于此,不宜对工业地产抵押物的变现前景做出过于乐观的估计,对其价值也应

进行冷静判断，进而谨慎确定相关债权的收购价格。

2. 工业地产使用者购买工业地产的根本目的影响着其选择工业地产的倾向性

一般而言，工业地产的使用者购买工业地产的根本目的在于将工业地产做为生产资料投入其生产经营环节。第一，使用者的购买目的并非炒作、投机；第二，使用者往往倾向于购买那些各方面条件相对较好，有利于其生产经营开展的工业地产；第三，使用者往往倾向于购买那些法律权属明细、用途明确，能够“拿来即用”的工业地产；第四，那些有实力的买家、有前瞻性的使用者在选择和购置工业地产时，越来越倾向于该地产是否有利于企业未来经营的开展和战略目标的实现，而那些实力较弱、相对短视的使用者则有可能选择带有招商优惠政策或“隐性拿地补贴”的工业地产。

工业不动产最终使用者的心态对工业地产抵押物的处置前景及收购定价至少会造成如下影响：

（1）衡量工业地产抵押物价值时，应优先选择工业地产所在地可比范围内二手工业地产的近期成交价格；在二手价格不可查时，以近期的招拍挂价格为其次的选择；在二手价格和招拍挂价格都无可参考时，尽管可能当地存在“基准地价”、“标定地价”或“征地成本”。如果二手市场不活跃、招拍挂不活跃有可能意味着当地工业地产需求不旺，对此类地产的价格确定就需要谨慎考虑。

（2）工业用地的可利用性是吸引最终使用者购买工业用地的重要因素。因此，那些在通常意义上有利于使用者使用的因素会提高其对该宗土地的购买欲望。这些因素主要包括：

位置便利、交通通达度好，出入通道顺畅；面积适当、形状规则、平整度好，建设难度小；周边基础设施配套程度高；当地产业聚集度好、上下游行业搭配适当；周边有一定的繁华程度，可保障劳动力的供给；当地政策有利于工业发展，有好的投资环境等等。

凡是具有上述“良好品质”的工业用地，其处置变现往往相对来说具有一定优势，反之则应被视为具有劣势，需谨慎确定其处置毛回收金额和处置周期。

（3）产权瑕疵、相关诉讼、附带的债权债务等可能会大大抑制工业不动产最终使用者购买抵押物的欲望，进而会影响到其处置毛回收金额和处置周期。

（4）那些在地方政府招商环节既存在“隐性拿地补贴”的工业用地，其二手变现价格可能会因“隐性拿地补贴”的存在发生贬损。本着谨慎的原则，在预计处置此类工业用地所能取得的毛回收金额时，如果没有可比的二手工业地产近期成交价格做为参考，转而使用“当地近期招拍挂价格”或“基准地价”时，就需要在毛回收金额中扣除“隐性拿地补贴”。

（5）工业用地的现有附着物（如土地上的已建厂房）在某种情况下未必能够增加工业地产的整体价值，需要看该附着物的本体完好程度、通用程度、是否违规违章、设计是否科学、是否符合现代制造业发展方向。对于那些本体完好程度差、通用性差、有建筑违章、有污染遗留、设计不科学或设计落后的现有附着物，它们不但未必会为抵押物带来价值增加，甚至有可能会成为抵押物价值的“抵减项目”。对于存在这些“抵减项目”的工业用地，从谨慎角度出发，应当在收购定价时适当考虑折扣因素。

（6）对于那些当前附带有租约的工业不动产，由于该租约的存在会大大限制工业不动产最终使用者对资产的利用，因此，不应对该类资产在短期内快速变现实现债权回收抱有乐观的期望。同时，也不应期待其可能按照公允价值实现回收。在收购环节应尽可能回避以此类抵押物做为债权回收主要保障措施的那些不良债权。

3. 供求关系是影响资产可实现价格的重要因素

通过本次调研我们体会到，目前国内工业企业经营现状尽管受到大的经济形势影响，但不可否认的是这种影响的确存在地域上的不平衡，同时也对各地土地供应情况和交易情况存在一定影响。

对于那些工业用地稀缺而又存在工业用地需求的地区，工业用地使用者的选择倾向性可

能会被当地工业用地的卖方市场削弱。在此类地区，对于那些存在个别瑕疵的工业地产，即便这些瑕疵可能会影响到资产的未来利用，但是只要这种负面影响在资产最终使用者可容忍的范围内，有瑕疵的工业地产仍旧存在一定的变现潜力。

与之相反，对于那些工业用地储备丰富的地区，即便是存在一定的用地需求，即便不良债权抵押物有可能存在位置便利、配套完善等优势，但由于其往往被各类瑕疵事项羁绊，它们的处置变现有较大的可能性会呈现为缺乏竞争优势。因此，判断它们的价值时，不应过分乐观地强调其优势，而是应当认识到它们事实上面临的是买方市场，需要在谨慎考虑其价格折扣和处置周期。

4. 确定抵押物处置毛回收金额，应考虑为潜在买受人预留利润空间和运作空间

在抵押物潜在买受人无法预计的情况下，需要有两方面认识：

（1）潜在买受人可能是那些专门从事不良债权抵押物包装、整合的机构，他们在购买不良债权或抵押物后，需要花费时间、投入资金，解决抵押物存在多种的瑕疵，在抵押物“健康”、“美观”后再行转让、出售。此类买受人会衡量其购入抵押物的价格相对于其投入的时间、资金和最终的可实现价值，在买卖不划算的前提下不会有欲望购买这些“问题资产”。

（2）潜在买受人可能是工业地产的最终使用者，他们关注的问题核心是其经营回报，他们在购买抵押物后，首先需要花费时间和资金成本来解决抵押物存在的那些不利于买受人开展生产的瑕疵问题。他们在衡量该次购买行为是否可行时，可能会通过“投资回收期”来进行判定。

如果购买成本和解决瑕疵所需成本过高，会影响到企业单位产品毛利，进而影响投资回收的速度；如果解决瑕疵所需时间过长，会影响到企业开工进度，进而影响到投资回收期的长短。

因此，无论抵押物的买受人是本着“包装后再出售”的目的，还是本着“解决问题后自用”的目的，在涉及此类资产预计潜在买受人可接收的价格时，都应当“充分为下家考虑”，不应武断地采用“最大化价值”来对抵押物变现毛回收金额进行预判，而是应当在对抵押物价值进行公允判定的基础上适当考虑价格折扣或者是谨慎确定估值参数，为“下家”预留价值空间，用“换位思考”的方式规避不良债权收购定价过高的风险。

五、关于工业地产处置思路建议

结合公司以往处置经验，对于工业地产的处置方式可初步总结如下：

1. 通过债权出售，借由土地溢价增值而获取利润。

通过将部分土地（及土地上附着建筑物）或整体土地（及土地上附着建筑物）相关的抵押债权转让给工业企业、房地产投资基金或其他专业工业地产投资开发商从而获取利润。

2. 投入时间、人力、资金，解决抵押物现有瑕疵，自行“包装”后出售。

（1）**利用工业土地打造商业园区。**尽调过程中发现上海等地区，由于商业土地昂贵，用地指标少等原因，存在利用工业土地打造高科技园区等方式，将工业用地整合开发成为集生产、办公一体化形式的类商业地产。从而提升工业土地价值，为工业地产的运作提供了新的思路，但此种开发模式受当地政府影响因素较大。

（2）**与第三方中介机构合作，对有瑕疵的工业地产进行运作增值而获利。**利用第三方中介机构解决瑕疵，从而实现增值，部分城市中心地带的工业地产，通过关注政府规划等多方面信息，探索增值空间，但同时也需要考虑到可行性、安全性，从而实现最低风险下的项目收益。

3. 对原债务企业债务重组，投入时间甚至于资金，帮助债务企业解决经营困境，期待未来获得更大的回报。

4. 通过招拍挂变更土地性质，进行房地产开发等运作。

5. 集合战略客户力量，共同对抵押物进行开发、再利用，将抵押物做为投资，投入新的投资项目等等。主要包括以下方式：

(1) 可与专业地产公司合作开发。通过走访普洛斯公司，了解物流地产运营模式及盈利来源，我方未来可针对较适合开发建成物流园的土地，与普洛斯公司等专业机构合作开发。但根据访谈情况，专业机构选择土地时，不能接受有瑕疵的工业用地，这也提示我方在不良资产估值时，针对有瑕疵的土地不能一味强调其未来前景，仍然要关注处置难度。

(2) 与专业工业地产投资开发商合作进行项目开发，通过长期持有经营收益或出售产品获利。以工业地产入股，由专业工业地产企业进行开发管理，通过已建成房地产项目的出租、出售或租售结合等方式，实现项目的收益。通常表现为在项目地块上建造标准的厂房、研发中心、商服配套等设施后，进行已定的产业主题类企业招商引资，从而获取项目销售后所带来的利润或长期持有项目而取得经营管理收益。

总之，在上述“增值运作”期望出现时，尽管其不失为不良债权处置的良好途径，但我们仍应谨慎对待这些“期望”。用充分周到的尽职调查、科学可行的分析论证、冷静客观的预测推理，充分借助外部机构（包括：法律、审计、评估等等）的调查成果和咨询意见，对“增值运作”的可行性、安全性及其最终可能为我们带来的回报做出合理判断。

由于“增值运作”涉及到对未来的预测、对宏观基本面走势的判断、对地区乃至行业发展前景的展望，因此必须慎而又慎。

六、本次有关工业地产调研的启示

1. **谨慎定价。**科学定价包括对债权及其抵押物的充分调查，对当地经济发展、行业发展现状的客观分析，对当地发展规划的透彻认识，对当地发展前景、行业发展前景乃至总体国民经济的发展前景的科学判断。

在认识资产的价值时，充分比较，以现实交易做为判断资产市场价格的基础。冷静判断，以自己可容忍的价格做为投资的成本，不因一时冲动而乐观地接受虚高的市场价格。

2. **合理确定投资回收的周期。**充分认识到“回收周期越长，可能面临的风险就越大”。

3. **制定切实可行的处置预案。**注重下游客户需求，客户能够接受的价格是自身产品畅销的保障。

4. **细心总结处置经验，积极学习调研。**在从以往的处置经历中提炼经验的同时，要充分认识到，由于2013年下半年以来的不良债权与以往我们曾经处置过的不良债权之间确实存在差异，因此，不能将以往的经验草率照搬，需要积极学习调研，尽快把握本轮不良债权和以往我们曾经处置过的不良债权之间的差异，认识本轮不良债权所具有的特性，并针对这些特性妥善寻找应对措施。