

地产基金模式研究

之嘉德置地篇

摘要

随着中国人均 GDP 的不断提高，消费能力增强，商业地产开始成为地产界的一个新领域受到重视，新鸿基的租售并举模式更成为内地地产企业效仿的榜样，近期 REITS 的酝酿推出吸引了更多地产企业进入以租金收益或运营收益为主的投资物业领域。从全球范围看，典型的租售并举企业仅活跃于亚洲市场，尤其是商业和商务活动集中发展的香港和新加坡，更孕育了一批优质的租售并举企业。但在相似的地区经济模式背后，香港和新加坡的地产企业走上了两条不同的成长道路，在香港模式下，企业通过“以售养租”和“以租养售”的内部现金流平衡来实现租售并举，而新加坡模式则更多借助 REITS、私募基金等地产金融平台来完成租售并举，即，香港模式是重资产模式下的内部资金平衡，而新加坡模式则强调轻资产模式下的外部资金平衡。两种模式各有优劣，香港模式下地产公司转型过程中的回报率低、风险大，但转型完成后企业抗风险能力提高；新加坡模式下地产公司转型过程中的回报率高、风险低，但转型完成后企业抗风险能力改变较少。

对于内地企业，我们认为当前多数公司并不具备沿香港模式转型的基础，高波动的市场环境也增加了转型过程中的风险，因此，租售并举的转型需要借助地产金融平台。

本文研究分析了嘉德置地的地产金融模式，对于这一模式，嘉德集团将其定义为“轻资产”战略，它包括两部分，一是以费用收益模式替代资产收益模式，二是严格的资产剥离政策。但我们的研究显示，嘉德模式的真实核心是资产类型的分解与投资人的匹配。

为了满足不同类型投资人的偏好，嘉德置地按发展阶段将投资物业分为培育期和成熟期，培育期的物业具有比开发物业更高的风险，相应资本升值的潜在回报空间也更大，更适合私募投资人的要求；而成熟期的物业收益率在 7-10% 之间，具有稳定的分红能力，适合保守的 REITS 投资人。在此基础上，嘉德进一步将



私募基金和 REITS 按投资物业类型分为商用（写字楼）物业基金、零售物业基金、出租型公寓基金、城市综合体基金、工业物业基金等；同时按区域经济特性细分为日本基金、中国基金、印度基金、马来西亚基金等。

总之，以家族模式为特征的香港地产企业，在向商业地产的渗透中更强调财务保守下的内部现金流平衡；而新加坡模式下，则更强调通过物业类型、物业发展阶段的细分实现投资人的匹配，尽管两种模式在谨慎的策划下都能实现商业物业的发展渗透，但从资本市场反映看，地产基金的模式获得了更多投资人的青睐。

目录

1. 嘉德置地传统模式的反思	1
2. 轻资产战略的提出与基金模式的形成	2
2.1 轻资产战略的提出	2
2.2 基金模式的形成	4
3. 基金平台的拓展经验借鉴	7
3.1 借助外部力量合作发起基金	7
3.2 私募基金与 REITS 的协调成长	8
3.2.1 私募地产基金与 REITS 的同步推进	8
3.2.2 私募地产基金与 REITS 的相互支持	9
3.2.3 集团在基金平台构建中的资产配置作用	11
3.3 基金定位的细化与多基金渠道	12
3.3.1 基金定位的细化	12
3.3.2 细分定位下更加清晰的战略布局	14
3.3.3 细分定位是多元化的有效途径	14
3.4 严格的资产剥离政策	15
3.4.1 非核心资产的坚决剥离	16
3.4.2 核心资产的适时收割	16
4. 基金模式初见成效	17
4.1 回报率提高	18
4.2 负债率下降	20
4.3 现金流状况改善	21
4.4 以更安全和更高回报的方式扩张	21
5. 嘉德模式的资本市场检验	22
6. 嘉德模式的核心	23
附录 1: 嘉德的私募基金成长之路	25



附录 2: 嘉德的 REITS 成长之路 27

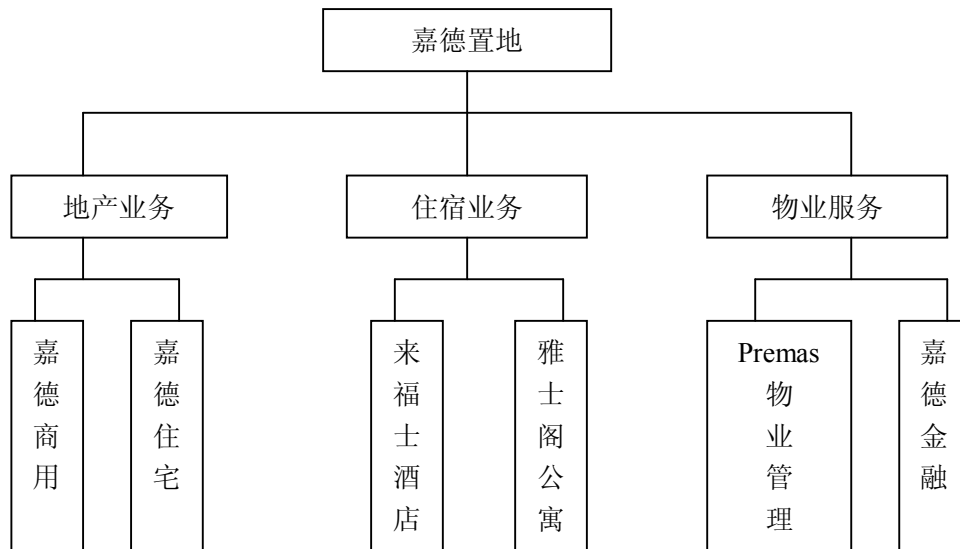
1. 嘉德置地传统模式的反思

在多元化大型集团的支持下，新加坡地产公司完成了最初的成长，并实现了地产开发与地产投资两类业务的同时发展，但随着规模的扩张和新加坡公司治理结构的改善，分拆上市的地产集团不能再依靠背后财团的支持，他们需要重新审视业务结构，独立面对租售两类业务的现金流争夺局面。而 1997 年的亚洲金融危机则使这种业务与战略的反思变得更加迫切，在高负债与低回报的经营困境中，企业开始寻找战略转型的出路。

2000 年 11 月在共同股东的推动下，新加坡两大地产集团百腾置地（Pidemco Land）和星展置地（DBS Land）合并为嘉德置地（CapitaLand），同时合并的还有两家集团旗下的服务型公寓子公司 Ascott 和 Somerset Holdings，其中 Ascott（雅诗阁）定位高端，而 Somerset（盛捷）则定位中端。合并后新公司总资产达到 190 亿新元（约合 950 亿人民币），地域范围渗透 33 个城市，业务范围包括投资物业（写字楼和零售物业）、住宅开发、服务型公寓、酒店运营、地产基金（当时嘉德旗下仅有 1 只与境外投资人合作发起的私募地产基金）和物业服务 6 个业务单元（SBU）。

不过简单的合并并不能够创造价值，尽管新公司在业务结构上已实现了租售并举，但多数投资物业仍处于开发培育阶段，租金回报率很低，利润和现金流贡献都很少，结果合并之初新公司的净资产回报率（ROE）只有 1.5%，总资产回报率只有 1.0%，低回报率严重损害了股东价值，2000 年嘉德置地的经济增加值（EVA）为-14.3 亿新元，换句话说，经过一年的运营，公司不但没有为股东创造价值，还使股东价值损失了 70 亿人民币。在低回报的同时，高企的负债率使新公司面临更大的财务风险，合并后新公司的净负债资本比（（有息负债-现金）/权益资本）从 77% 进一步提高到 92%，已显著超越了安全底线。

在低回报、高负债的背景下，新公司启动了战略重组计划。



图（1）嘉德置地的组织结构（2000年）

2. 轻资产战略的提出与基金模式的形成

2.1 轻资产战略的提出

2000年新成立的嘉德集团提出了具体而明确的战略转型目标和执行方案，这一战略重组规划成为嘉德未来地产金融业务成功发展的基础：

- 1) 平衡开发物业与投资物业：计划将物业开发（包括用于销售的商业物业）的收入占比从当时的50%比重提高到60%，投资物业收入保持在40%左右，从而在提高ROE的同时保持业绩的相对稳定性。
- 2) 发展收费业务（Fee-based Businesses）：传统地产业务以资产为基础（Asset-based Businesses），而嘉德战略重组的重点是拓展以费用收益为主的新模式，将地产金融业务和物业管理业务发展成为一个新的增长引擎，并专门成立了嘉德金融部门（CapitaLand Financial）。
- 3) 严格的资产剥离政策与轻资产战略：通过剥离非核心资产来减轻资产负担，通过证券化来提高投资回报率，通过构建基金管理平台来引入第三方资金。
- 4) 全球化战略。

5) 聚焦核心业务战略。

“我们将聚焦于核心业务，努力平衡开发业务的高回报与投资业务的稳定收益之间的关系，并推动收费业务增长。”

“We focused on our core competencies, balancing trading returns with steady investment income, and growing fee-based business.”

——2001 年年报 主席声明

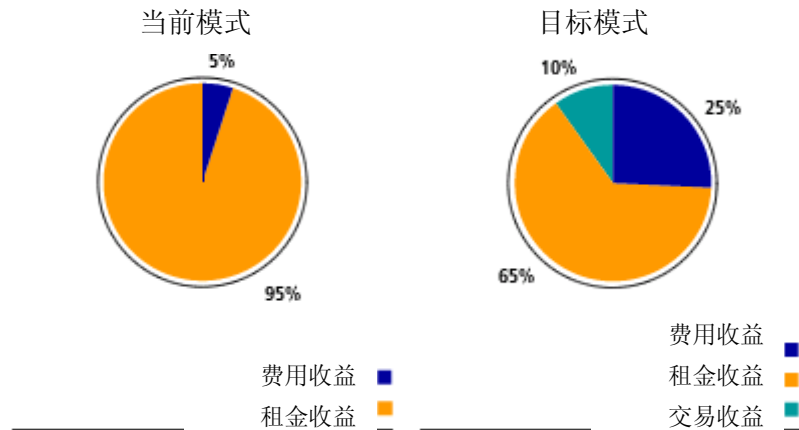
不仅集团公司提出了以轻资产模式提高回报率战略目标，子公司 Ascott 也根据集团公司要求提出了新的战略目标：

- 1) 将 ROE 保持在 10-12% 水平；
- 2) 将净负债资本比从当时的 0.9 倍降低至 0.6 倍；
- 3) 使旗下公寓套数从 6000 套增加到 15000 套，市场范围从东南亚扩张到欧洲、北美；
- 4) 提高费用收益比重，使费用收益从当前的 5% 提高到 25%，并增加 10% 的交易收益。

根据上述战略目标，Ascott 也提出了具体的实施计划：

- 1) 计划剥离总值达 14 亿新元的非核心资产；
- 2) 增加托管而非自有公寓占比，使其达到总管理公寓数量的三分之一；
- 3) 增加通过基金和其他战略合伙人的投资；
- 4) 减少在在建物业上的资本沉淀，尽量收购运营中的或至少接近完成的物业；
- 5) 增加房屋之外的衍生收入；
- 6) 适当时机兑现资本收益，套利行业周期。

清晰而坚定的战略规划，推动嘉德走上了以地产基金（包括私募基金和公募 REITS）为核心的地产金融之路。



图（2）新战略下 Ascott 的收入结构转变

2. 2 基金模式的形成

自 2000 年确立轻资产转型战略后，经过 8 年发展，今天嘉德已构建了一个由 5 只 REITS 和 17 只私募地产基金组成的基金平台，管理资产总额达到 259 亿新元（约合 1300 亿人民币），加上嘉德集团自身资产，总管理资产额达到 450 亿新元（约合 2250 亿人民币）。

其中，CMT（CapitaMall Trust）作为新加坡第一只 REITS，以新加坡本土零售物业为核心资产，拥有新加坡地区的 14 处商场和嘉德旗下另一只 REITS CRCT 的 20% 权益，总资产达到 75 亿新元（约合 370 亿人民币）；而 CRCT 则是新加坡第一只以中国零售物业为核心资产的 REITS，它拥有中国地区的 8 处商场，总资产 13 亿新元（约合 65 亿人民币）；CCT 是新加坡第一只商用（写字楼）REITS，拥有 11 处新加坡商用物业（写字楼）和嘉德旗下另一 REITS QCT 的 30% 权益，总资产 69 亿新元（约合 340 亿人民币）；而 QCT 则是一只以马来西亚商用物业为核心的 REITS，在马来西亚拥有 10 处商用物业，总资产 3.4 亿新元（约合 17 亿人民币）；ART 是嘉德旗下服务型公寓 REITS，拥有 37 处物业、3552 套公寓，总资产 15 亿新元（约合 75 亿人民币）。

除了这 5 只 REITS 外，嘉德旗下还有私募地产基金 17 只，其中 9 只投资于中国资产、2 只投资于日本资产、2 只投资于马来西亚资产、1 只投资于印度资产、1 只投资于中东资产、2 只投资于泛亚地区（以澳大利亚为主）（2009 年 8

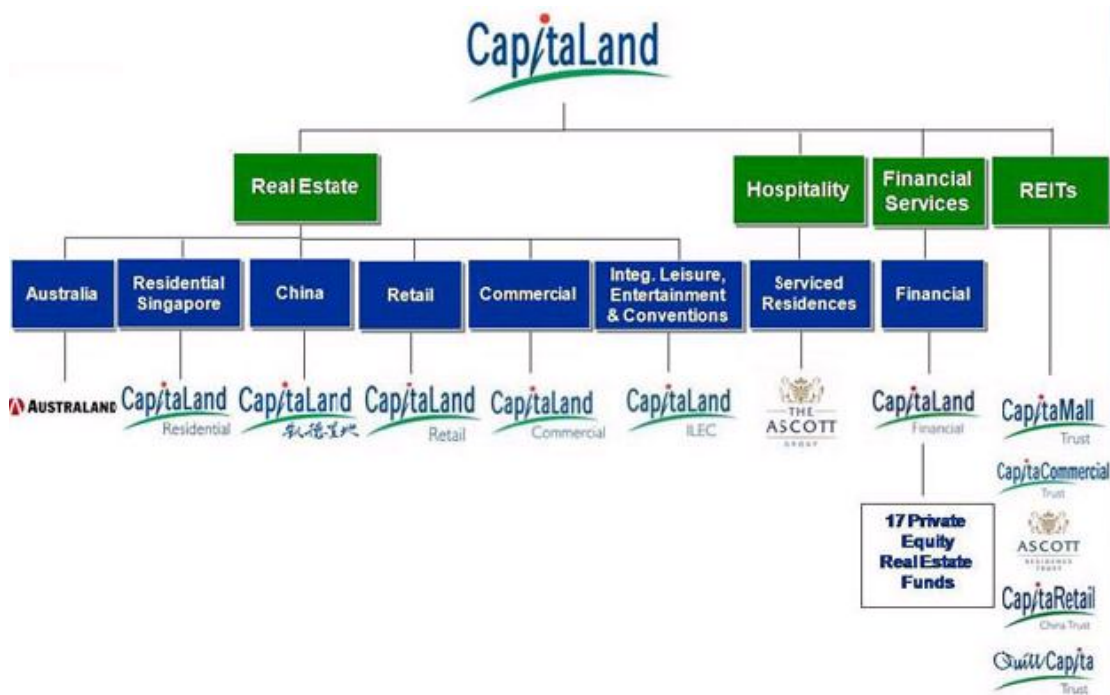


月旗下中国区私募基金 CapitaLand China Residential Fund 到期结束，超额完成目标收益)。此外，澳大利亚上市子公司 AustraLand 在过去 8 年里先后发行了 6 只私募基金 AustraLand Property Trust No.1-6。2009 年嘉德更酝酿将零售物业整体上市，以扩大融资平台。

表（1）嘉德旗下私募基金及 REITS 汇总

地区	基金数量		管理资产额 (十亿新元)			基金名称	
	私募	REITS	私募	REITS	合计	私募	REITS
新加坡	0	2	0	14	14		CCT CMT
中国	9	1	6.1	1.2	7.3	<ul style="list-style-type: none"> • CITIT CapitaLand Business Park Fund • Raffles City China Fund • Ascott China Fund • CapitaLand China Development Fund • CapitaLand China Development Fund II • CapitaLand China Residential Fund • CapitaRetail China Development Fund • CapitaRetail China Development Fund II • CapitaRetail China Incubator Fund 	CRCT
日本	2	0	1.3	0	1.3	<ul style="list-style-type: none"> • CapitaRetail Japan Fund • ARC-CapitaLand Residences Japan 	
马来西亚	2	1	0.2	0.4	0.6	<ul style="list-style-type: none"> • Mezzo Capital • Malaysia Commercial Development Fund 	QCT
印	1	0	0.2	0	0.2	<ul style="list-style-type: none"> • CapitaRetail India Development Fund 	

度							
中 东	1	0	0.4	0	0.4	• Raffles City Bahrain Fund	
泛 亚	2	1	0.2	1.6	1.8	• IP Property Fund • CapitaLand AIF	ART
合 计	17	5	8.4	17.2	25.6		



图（3）2008年嘉德集团组织架构



图（4）零售物业整体上市后嘉德的组织架构

3. 基金平台的拓展经验借鉴

嘉德是如何用短短 8 年时间，构建 1 个如此巨大的基金平台的？

3. 1 借助外部力量合作发起基金

在嘉德置地的基金拓展过程中，外部合作模式发挥了重要的作用。实际上，在起步阶段和新市场的拓展时，嘉德都积极寻求与国际金融巨头或当地优势企业合作。

如嘉德从百腾置地继承来的第一只私募地产基金 IP Property Fund(1998 年成立)就借助了荷兰 ING 金融集团的力量。作为初尝试百腾置地在这只基金中只占 20%权益。2001 年嘉德又联合欧洲保险集团 Eurake 合作发起了第二只私募基金 EOF，嘉德占 50%权益。此后，在 2004 年进入日本市场时，嘉德与伊斯兰投资银行 Arcapita Bank 合作发起 ARC-CapitaLand Residence Japan (Arcapita Bank 是伊斯兰地区首家投资银行)，专门投资于日本的服务型公寓，而 2005 年在中国发起 CapitaLand China Development Fund 时则联合了花旗集团。

除了与国际金融巨头合作，嘉德更擅长与当地金融资本和优势企业合作。在中国，嘉德与深国投、华联商场、万科等合作，为旗下三只私募基金和 1 只 REITS 输送后备零售物业资产，并与中信信托合作发起 CITIC CapitaLand Business Park Fund，尝试工业地产拓展。在印度，嘉德与当地最大零售集团 Patanloon 合作发起私募基金 CapitaRetail India Development Fund，并筹划 REITS 上市。在马来西亚，嘉德与当地最大银行之一 Maybank 合作发起设立私募基金 Malaysia Commercial Development Fund……

总之，借助国际资本和当地资源，嘉德为它的基金之路扫清障碍，加速发展。而反过来，随着嘉德地产金融平台的扩大，国际化优势和亚太区的地产金融经验又为它赢得了更多的本土合作机会。

3. 2 私募基金与 REITS 的协调成长

3. 2. 1 私募地产基金与 REITS 的同步推进

嘉德地产金融之路的另一个特征是私募基金与 REITS 的协同发展。自 1998 年参与发起了第一只私募基金后，2002 年嘉德发起设立了第一只 REITS，此后就开始了“两条腿走路”的地产金融模式：2003-2004 年嘉德成立了 3 只私募基金和 1 只 REITS，并被选为香港领汇基金的管理人；2005-2006 年成立了 5 只私募基金和 3 只 REITS；2007-2008 年成立了 9 只私募基金，计划成立 1 只印度 REITS 和 1 只马来西亚 REITS；未来几年内计划使 REITS 总数再翻一倍达到 10 只，并继续扩大私募基金平台——如果说早期嘉德 REITS+私募基金的交错成长、相互扶持带有偶然性，那么，进入 2006 年以后，嘉德开始有意识地在重点市场进行私募与公募基金（REITS）的“配对”发展。

2006 年以中国零售物业为核心资产的 CRCT（CapitaRetail China Trust）在新加坡上市，与 CRCT 同时成立的还有两只私募基金，分别是募集资金 6 亿美元的 CapitaRetail China Development Fund（CRCDF）和募集资金 4.25 亿美元的 CapitaRetail China Incubator Fund（CRCIF）。作为 CRCT 的储备基金，CRCDF 将向 CRCT 输送相对成熟的项目，而 CRCIF 则储备更多孵化阶段项目。随着中国区储备项目的增多，2007 年，嘉德又成立了 CRCDF II，募集资金 6 亿美元。

不仅在中国如此，在马来西亚，嘉德在推出以写字楼为核心资产的 REITS QCT（Quill Capita Trust）的同时，还发起设立了私募基金 MCDF（Malaysia Commercial Development Fund），作为 QCT 的储备基金为其孵化写字楼项目；2008 年以来嘉德又开始筹备以马来西亚零售物业为核心资产的私募基金和 REITS。在印度，CapitaRetail India Development Fund 的成立同样是为筹备中的印度零售物业 REITS 做准备。

表（2）嘉德置地的私募基金与 REITS 拓展时间表

将 CRS 剩余的 3 处零售物业也收入囊中。

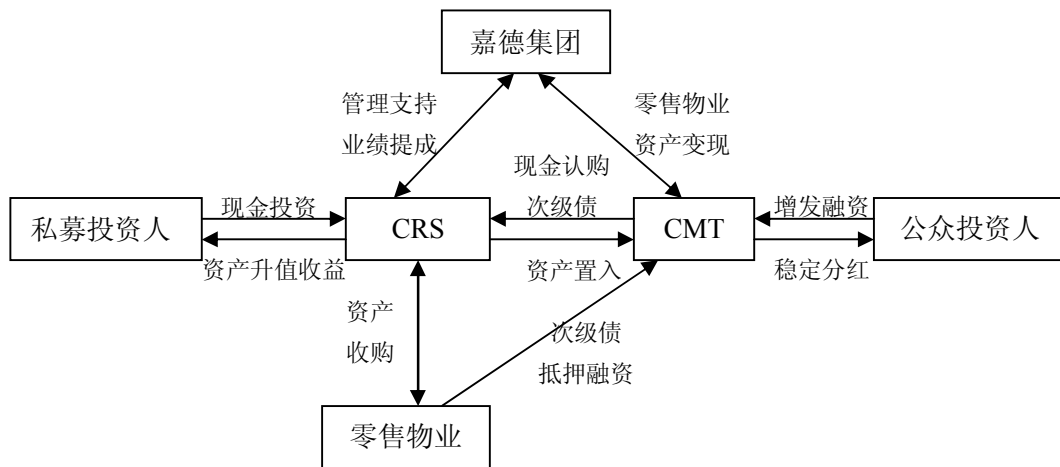
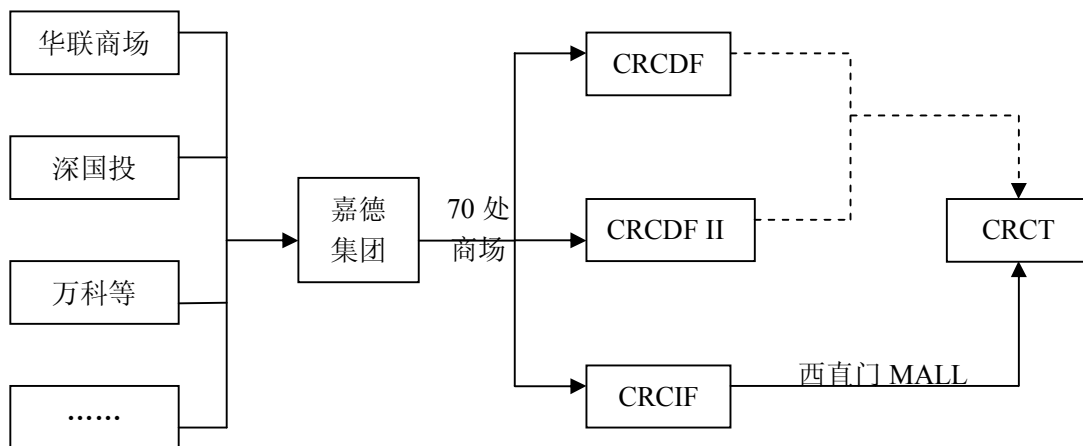


图 (5) CRS 与 CMT 的相互支持示意图

在中国，嘉德将它的“REITS+私募地产基金”模式进行了更广泛的复制与拓展。为支持新加坡上市的中国资产 REITS CRCT 的发展，2006 年嘉德将 6 处商场置入私募基金 CRCDF，2007 年又置入 14 处商场，未来还计划再置入 5 处，并通过备忘录锁定另外 35 处商场的收购权，而这些资产在私募基金内部培育成熟后将逐步置入 CRCT；2007 年时，CRCT 就已从另一储备基金 CRCIF 手中购买了西直门 MALL 的所有权。2008 年嘉德又开始为城市综合体项目来福士广场打造资产孵化通道，在成立了来福士中国基金后，将中国区 4 个来福士项目以 8.4 亿美元总价置入该基金，变现了 50% 的权益，并为未来嘉德推出以来福士为品牌的城市综合体 REITS 奠定基础。



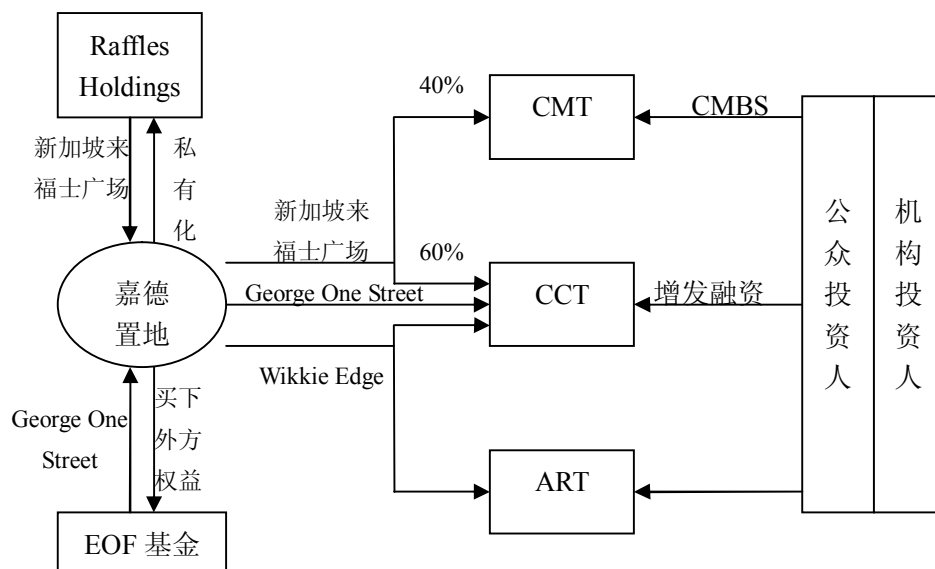
图（6）CRCT 的资产孵化

3. 2. 3 集团公司在基金平台构建中的资产配置作用

在私募基金与 REITS 的相互支持中，集团公司作为资产配置的中心和“中转枢纽”推动着基金平台的打造。

2006 年嘉德集团从旗下上市公司 Raffles Holdings 手中买下新加坡的来福士广场，然后根据来福士广场中写字楼和零售物业的比重，分别置入旗下写字楼 REITS (CCT) 和零售物业 REITS (CMT)，置入后，CCT 占 60% 权益，通过增发为此次收购融资，CMT 占 40% 权益，通过发行 CMBS 为收购款融资。2007 年嘉德又将旗下物业 Wikkie Edge 分拆为写字楼和服务型公寓，分别置入 CCT 和 Ascott 集团。2008 年更将 EOF 基金中外方 50% 权益买下，然后将其中最重要资产 One George Street 置入 CCT。服务型公寓方面也是如此，2006 年 Ascott 集团将天津的 Somerset Olympic Tower 转让给 ART (Ascott Residences Trust)，2008 年又将其在越南的 1 处服务型公寓的 70% 权益置入 ART。

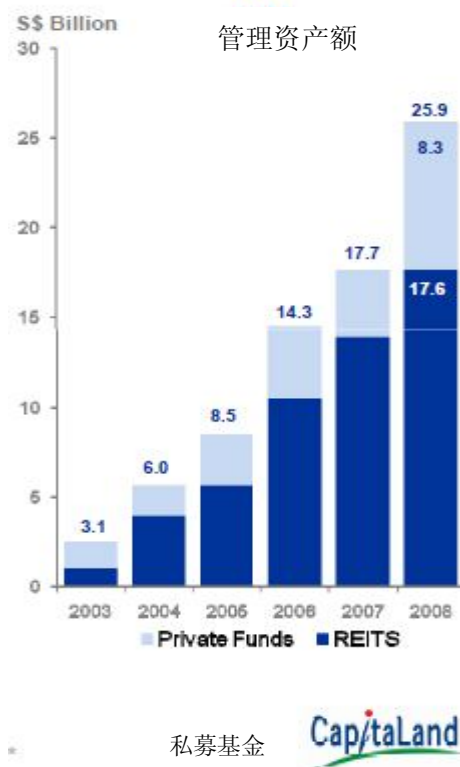
总之，集团公司在整个基金平台的构建中充当着资产配置的核心。



图（7）集团的资产再配置作用

综上，从集团内部孵化、到私募基金的开发培育，再到 REITS 的价值变现和稳定收益模式，嘉德构造了一个以地产基金为核心的投资物业成长通道，而这种

协同成长模式也成为新加坡地产金融模式的核心。



图（8）嘉德的地产基金规模成长

3. 3 基金定位的细化与多基金渠道

3. 3. 1 基金定位的细化

新加坡地产金融模式以“私募基金+REITS”的模式为特征，但在基金的设立上却各有不同，如吉宝置地旗下除了 1 只写字楼 REITS 外，另有 4 只私募基金，这 4 只基金主要是以投资策略来区分的（Asia No.1 Property Fund 奉行机会型投资策略，参与新兴市场和开发阶段投资，而 Alpha Core Plus Real Estate Fund 则奉行增值型投资策略，主要投资于相对成熟地区物业，至于 Alpha Macro Trend Fund 则把握各种与城市化和人口增长相关的机会），总体看，吉宝旗下 4 只基金的投资物业类型和投资范围相对重合，也因此，吉宝置地的基金募集过程并不顺利，从 1998 年提出基金策略后，直到 2004 年才完成了第一只私募基金的募集。

但嘉德不同，其地产金融模式奉行细化分拆策略，它将旗下物业划分为多个类别，分别置入多个基金通道。在物业类型方面，嘉德将旗下基金细分为住宅开发基金、零售物业基金、商用（写字楼）物业基金、服务型公寓基金、城市综合



体（来福士广场）基金、工业地产基金等，在区域类型方面，则细分为新加坡本土基金、中国区基金、日本基金、印度基金、马来西亚基金、中东基金等。

细分定位下的多基金平台是嘉德地产金融战略的另一特征，目前嘉德旗下已有 5 个 REITS 平台和 17 个私募基金平台，未来还计划将平台数再翻一倍。

表（3）嘉德旗下基金按物业类型分类

基金类型	旗下基金
住宅开发基金	<ul style="list-style-type: none"> • CapitaLand China Residential Fund • CapitaLand China Development Fund • CapitaLand China Development Fund II
零售物业基金	<ul style="list-style-type: none"> • CMT • CRCT • CapitaRetail Singapore Fund • CapitaRetail Japan Fund • CapitaRetail China Development Fund • CapitaRetail China Development II • CapitaRetail China Incubator Fund • CapitaRetail India Development Fund
商用物业基金	<ul style="list-style-type: none"> • CCT • QCT • Eureka Office Fund • Malaysia Commercial Development Fund
服务型公寓基金	<ul style="list-style-type: none"> • ART • Ascot China Fund • ARC-CapitaLand Residence Japan
城市综合体基金	<ul style="list-style-type: none"> • Raffles City Bahrain Fund • Raffles City China Fund
工业地产基金	<ul style="list-style-type: none"> • CITIC CapitaLand Business Park Fund

3. 3. 2 细分定位下更加清晰的战略布局

细分物业类型和投资地区，限制了单个基金的扩张自由度，但使每只基金的定位更加明确，更容易被投资人理解，同时在集团层面也简化了管理复杂度，可以有针对性地进行地产基金布局。

如在马来西亚，嘉德先期推出的 REITS QCT 和私募基金 MCDF 都是以商用物业（写字楼）为投资对象的，从 2008 年开始，集团致力于打造以马来西亚零售物业为核心资产的私募基金和 REITS；在中国，未来很可能将推出以来福士为品牌的城市综合体 REITS。

总之，随着嘉德旗下基金数量的增加，它的整体战略架构非但没有变得混乱，反而更加清晰了。

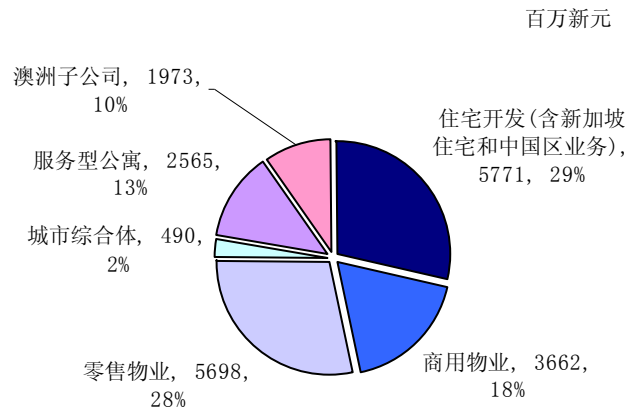
3. 3. 3 细分定位是多元化的有效途径

基金类型的细分和明确定位，推动了嘉德旗下多种类型物业资产的相对平衡发展，2008 年住宅开发、商用物业、零售物业、服务型公寓分别占总物业价值的 29%、18%、28%和 13%，而在利润贡献方面则分别贡献了 47%、18%、14%和 6%的利润，此外金融服务部门还贡献了 9000 万新元（约合 4.5 亿人民币）的息税前利润。

其实，多元化的物业类型和相对分散的地区分布几乎是每个地产公司理想的资产组合，因为它可以更好地对冲单一地区或单一类型资产风险。但在多元化拓展过程中，资源的分散和现金流的争夺很可能导致全面的投入不足，而转型过程中不均衡的物业发展进程又可能使某一业务的风险扩散至整个集团。

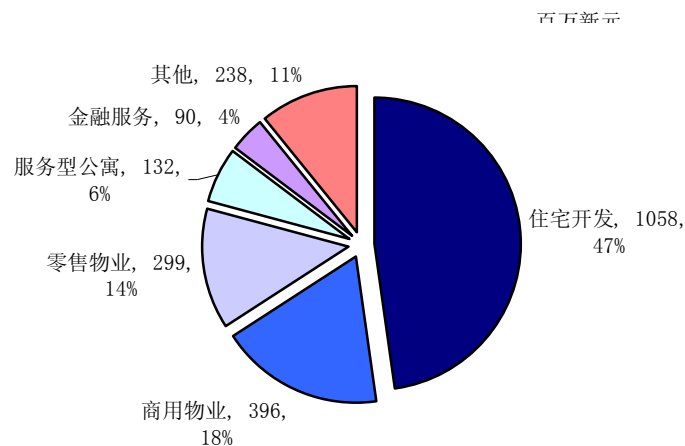
嘉德的分拆置入方式在一定程度上解决了多元化过程中的资源配置问题，在隔离不同类型业务风险的同时，为每类物业找到最适合的投资人，也因此成为多种类型物业同时拓展的有效途径。

嘉德集团的物业价值结构(2008年)



图(9) 嘉德集团 2008 年的物业价值结构

嘉德集团2008年的利润贡献(EBIT)结构



图(10) 嘉德集团 2008 年的利润贡献(EBIT)结构

(备注: 住宅开发包括新加坡住宅开发和中国区零售及服务型公寓之外的资产、收益, 商用物业包括印度、马来西亚、泰国和越南的住宅项目资产收益, 其他主要包括非核心资产和澳大利亚子公司的资产、收益。)

3.4 严格的资产剥离政策

嘉德轻资产战略的核心是推动以费用收益为主的基金和物业管理模式, 但要实现由重资产向轻资产的转型, 一项重要的辅助策略就是严格的资产剥离政策,

包括非核心资产的坚决剥离和核心资产的适时收割。

3. 4. 1 非核心资产的坚决剥离

继 2000 年提出新的战略规划后，2001 年嘉德集团剥离了总值 17 亿新元（约合 85 亿人民币）的非核心资产，包括以 9.85 亿新元剥离出售其在子公司 Raffles City Limited 中 55% 的权益，用这些资金，集团公司减债 13 亿新元至 69 亿新元，使净负债资本比从上年末的 92% 减至 87%；而子公司 Ascott 也剥离了总值 6.3 亿新元的非核心资产，相应地，Ascott 的净负债资本比从 79% 降至 52%。

2002 年集团层面又剥离了 11 亿新元非核心资产，进一步减债 12 亿新元，使净负债资本比降至 73%，而 Ascott 则剥离了 2.14 亿新元非核心资产，未来还要再剥离 4.7 亿新元，成为纯粹的服务型公寓经营者。结果，从 2001-2003 年，嘉德累计剥离了 30 亿新元的非核心资产，总计减债 21 亿新元，而从 2000-2004 年累计变现了总值 75 亿新元的非核心资产。

2005 年集团扩大非核心资产的认定范围，决定彻底剥离物业服务和酒店管理两项重要业务，其中来福士酒店集团（Raffles Hotels）以 17.2 亿新元、1.64 倍市净率的价格转让给一家私人股权投资基金，贡献了 6.31 亿新元的收益，而对物业服务公司 PREMAS 的剥离则贡献了 6200 万新元的收入和 3110 万新元的利润；2006 年嘉德集团又卖出了剩余的酒店权益，变现 2.3 亿新元，贡献利润 4000 万新元，澳洲子公司则卖出了它在澳大利亚的住宅物业管理公司和 11 处工业物业……

3. 4. 2 核心资产的适时收割

除了对非核心资产的剥离，嘉德还强调适时“收割”核心物业资本收益，即在核心物业的市值已上升到目标收益时要适时转让，以便充分套利行业周期。

在此原则下，2004 年 Ascott 剥离出售了新加坡和曼谷的服务型公寓，将释放的资本用于收购欧洲的一家连锁服务型公寓的 50% 权益，2006 年 Ascott 又剥离了价值 10 亿新元的物业，套现 6.5 亿新元，这些现金被再投资于 2400 套公寓。在集团层面，2007 年趁市场估值高峰商用部门通过资产剥离产生了 9.2 亿新元的收益，包括将其在新加坡 CBD 地区的 8 Shenton Way（一座 52 层的地标性建筑）

以 10.4 亿新元的价格出售；2008 年，商用部门“收割”了更多成熟物业，在新加坡卖出了 Hitachi Tower 的 50% 权益，并将 One George Street 置入 REITS，在中国将凯德大厦卖给韩国 SK 集团，全年总计变现了 33 亿新元的资产，产生了 6.1 亿新元的资本收益——2007、2008 两年嘉德集团总计变现了 70 亿新元的资产，其中再投资用去了 30 亿新元，其余全部用于减债和增加现金储备，正是这些储备帮助嘉德集团抵御金融危机的冲击。

综上，在以基金（私募或 REITS）方式实现投资物业扩张的同时，适时剥离集团层面的非核心资产和其他投资资产，不仅能够强化轻资产模式的效果，更能帮助集团公司度过基金平台构建过程中可能出现的经济低谷，使转型过程平稳推进。

表（4）2008 年嘉德集团转让资产总额及利润贡献（百万新元）

	转让总收入	利润贡献
CapitalTower Beijing, China	498	187
Hatachi Tower, Singapore	403	111
中国区的来福士中心组合	774	224
Somerset Orchard, Singapore	100	43
One George Street, Singapore	1165	38
西直门购物中心	341	4
合计	3281	607
Ascott	243	119

4. 基金模式初见成效

经过 8 年发展，在相继发起了 5 只 REITS、19 只私募基金（3 只已经到期结束或被收购）后，嘉德置地构建了一个庞大的基金家族，而公司以地产金融为核心的轻资产战略也初见成效，净资产回报率终于提高到两位数水平，净负债资本比下降到 30-40% 水平，而管理资产规模则实现了成倍增长。

4.1 回报率提高

回顾嘉德集团的财务报表，我们发现，到 2009 年三季度末，集团在开发物业上的资产沉淀额与 2000 年时相当，而投资物业则不升反降，2009 年第三季度的投资物业较 2000 年下降了 45%，结果，从 2000 年到 2009 年三季度末，总资产只增长了 40.2%（主要是现金和股权投资），年均增速仅为 4.0%，投入资本（权益资本和有息负债）的年均增速更低，仅为 3.7%。与资产的轻微增长相对，集团整体的息税前利润（EBIT）却从 2000 年的 3.1 亿新元增长到 2008 年的 22.1 亿新元（即使在 2009 年的低谷中预计仍有 7-8 亿新元利润），年均增速 15.3%，而净利润的年均增速更高，达到 21.8%，其中金融服务部门的利润贡献从零增长到 9400 万新元（约合 4.7 亿人民币），加上其他物业管理收入和基金管理提成，结果净资产回报率从 2000 年的 1.5%（不考虑特殊项损益）提高到 12.2%，总资产回报率则从 1% 提高到 7.9%。实现了两位数的回报率目标（2009 年金融危机背景下，剔除公允价值变动和资产减值准备后的净资产回报率预计在 4-5% 之间，仍高于亚洲金融危机中 1% 左右的低谷收益率）。

嘉德集团资产结构的变化

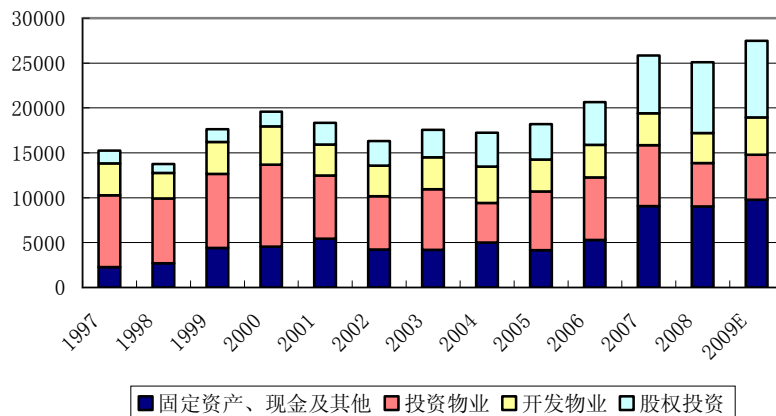
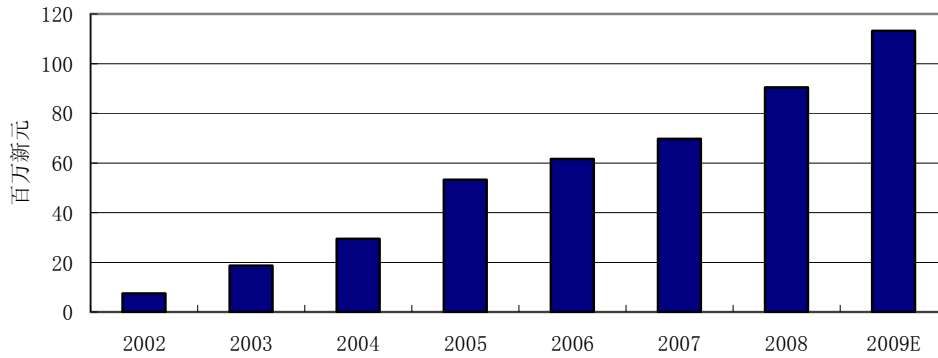


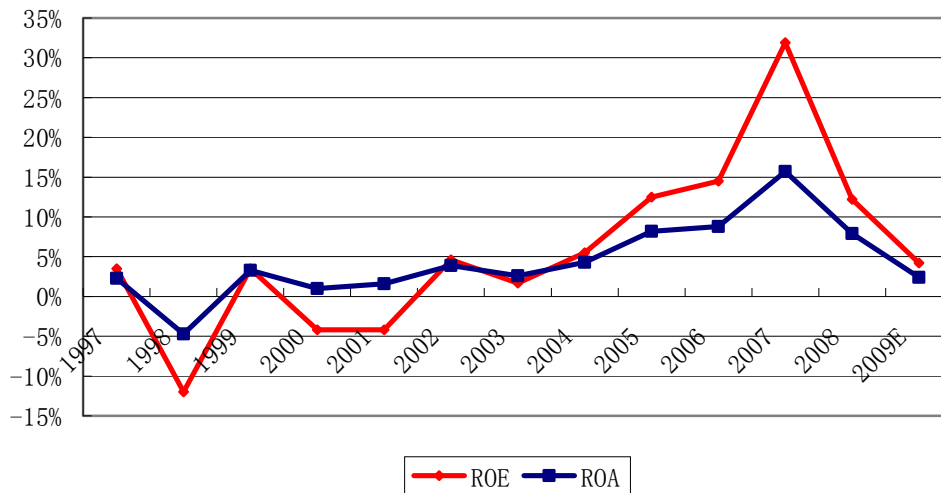
图 (11) 嘉德集团资产增长与资产结构变化

嘉德集团金融服务部门的EBIT贡献



图（12）嘉德金融服务部门的 EBIT 贡献

嘉德集团的资产回报率变化

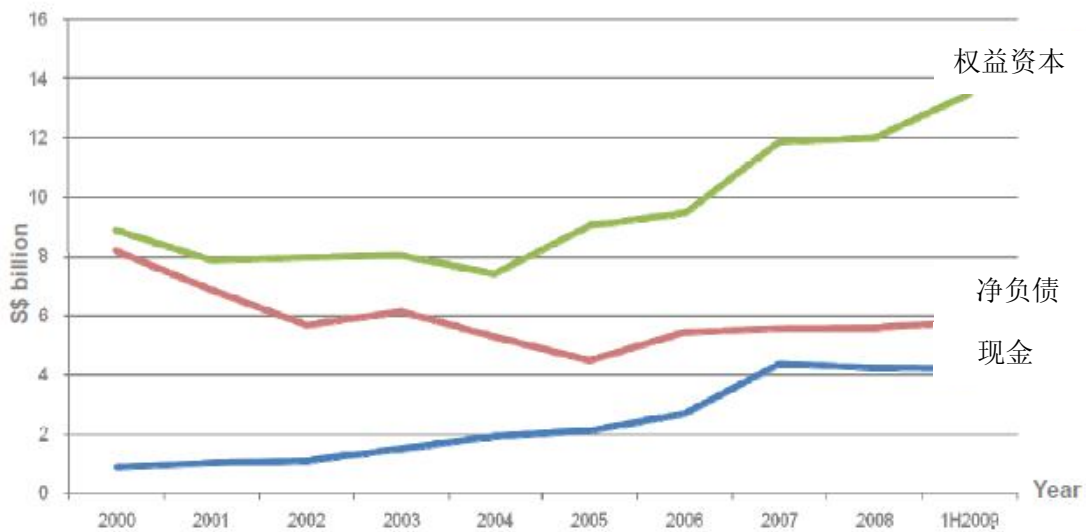


图（13）嘉德集团的资产回报率变化

回报率提高也为股东创造了正价值：2005 年以前嘉德集团的 EVA 一直为负，也就是说，尽管企业规模在扩大、收入在增长，但所赚得的利润并不足以覆盖资本的真实成本。不过，随着轻资产战略的推进，到 2005 年嘉德旗下已有 8 只私募基金和 2 只 REITS，也就是在这一年，嘉德首度创造了 3.25 亿新元的正经济增加值（EVA），2006 年，私募基金数量进一步上升到 10 只，REITS 数量达到 5 只，EVA 达到 6.27 亿新元，2007 年由于投资物业公允价值的变动，集团创造了 23.35 亿新元的 EVA，2008 年虽然遭遇市场低谷，仍创造了 6.6 亿新元的正 EVA。

4.2 负债率下降

回报率提高的同时，借助基金渠道的扩张和内部非核心资产的剥离也释放了大量资本金，这些资本中相当一部分被用于降低负债，结果集团净负债资本比从重组完成时的 92% 下降到 2009 年三季度末的 35%，而手持现金的数量则持续上升，达到 54 亿新元（约合 270 亿人民币），占集团总资产的 20%。



¹ Dividend & distributions totaled S\$2.7 bn since merger in Nov 2000. Rights issue of S\$1.8bn in 1Q09.

图 (14) 嘉德置地的权益增长与净负债率降低

嘉德集团的净负债资本比变化

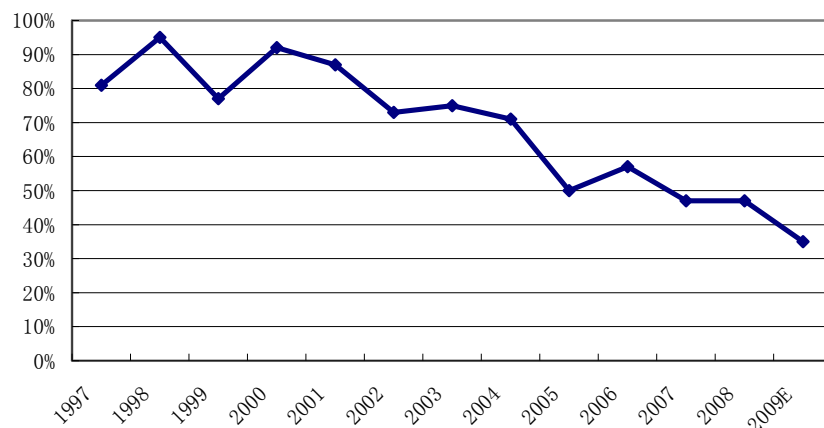


图 (15) 嘉德集团的净负债资本比变化

4.3 现金流状况改善

自 2000 年合并重组后，2001-2008 年嘉德每年的净融资前现金流均为正值，8 年已累计创造了 68 亿新元的净融资前现金流，平均每年经营现金减必要的开发和投资支出后可创造 8.5 亿净融资前现金流。2009 年受金融危机冲击，前三季度开发物业的现金流减少，累计净融资前现金流为-4.3 亿新元，但由于前期的现金积累和负债下降，财务压力较小。

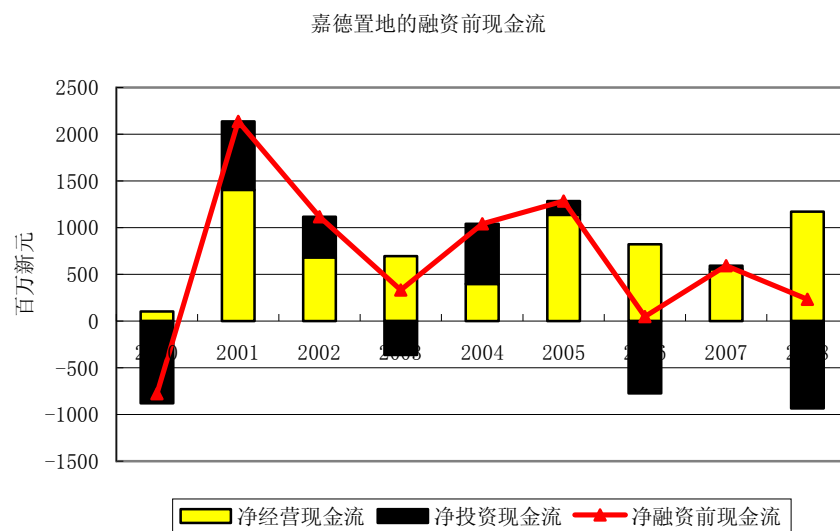


图 (16) 嘉德置地的融资前现金流

4.4 以更安全和更高回报的方式扩张

回报率在提高、负债率在下降，而集团整体规模却在快速扩张，从 2000 年到 2008 年，嘉德集团业务的地域范围从 33 个城市扩张到 123 个城市，旗下商场数量从 7 处扩张到 95 处，服务型公寓从 6000 套扩张到 22000 套；规模扩张的同时，ROE 从 1.5% 提高到 12.2%，净负债资本比从 92% 下降到 47%（2009 年进一步下降到 35%），利息覆盖倍数从 1.8 倍上升到 5.0 倍——集团实现了以更安全、更高效方式的扩张。

表 (5) 2000 年与 2008 年嘉德业绩比较

	2000	2008



进入城市	33	123
购物中心	7	95
服务型公寓(套)	6000	22000
ROE	1.5%	12.2%
净负债资本比	0.92	0.47
利息覆盖率	1.8	5.0

5. 嘉德模式的资本市场检验

嘉德基金模式不仅改善了嘉德自身的财务状况，也获得了资本市场投资人的认同。表（6）是新加坡五大地产公司旗下地产基金和 REITS 的数量，其中，嘉德置地无疑是几家地产公司中轻资产战略推进最快的，其次是吉宝置地，城市发展居中，而新加坡置地和大华置业则尚未启动地产基金模式；对照表（6），在图（17）中我们看到，嘉德置地在过去五年股价上涨了 150%，吉宝置地涨幅为 100%，城市发展涨幅为 50%，新加坡置地则在 20%左右，靠分拆大华银行资金支持的大华置业成长虽快，股价涨幅却也只有 70%——显然，基金模式的推进程度成为股价表现的决定性因素，分拆以迎合投资人偏好的理念得到了资本市场的验证。

表（6）新加坡五大地产公司的地产基金数量比较

	股票代码	REITS 数量	私募地产基金数量
嘉德置地	CATL. SI	5	17
吉宝置地	KLAN. SI	1	4
城市发展	CTDM. SI	1	1
新加坡置地	SLNK. SI	0	0
大华置业	UTOS. SI	0	0



图（17）过去 5 年嘉德置地、吉宝置地、城市发展的股价走势比较
（2004 年 11 月~2009 年 11 月）

（注：黑色线为嘉德置地（CATL.SI）、红色线为吉宝置地（KLAN.SI）、绿色线为城市发展（CTDM.SI），紫色线为新加坡置地（SLAN.SI））

6. 嘉德模式的核心

以上我们分析了嘉德置地的地产金融模式，嘉德自己将这一模式的核心定义为“轻资产”，它包括两部分，一是以费用收益模式替代资产收益模式，二是严格的资产剥离政策；但我们认为嘉德模式的真实核心是资产类型的分解与投资人的匹配。

其实，在商业地产的渗透过程中，遭遇的最主要问题是培育期的投资物业耗用了大量资金，却无法提供足够高的租金回报，有时，租金回报甚至不足以覆盖利息成本。另一方面，培育期投资物业虽然能够创造较好的物业升值收益，但这部分收益在资产变现前为非现金收益，而且短期波动性较大，在市场低谷中物业的升值收益可能变为贬值损失。总之，培育期投资物业具有低现金回报、高资本收益、高价值波动风险的特征，这使它比纯粹的开发物业面临更高的风险，对投资人也提出了更高的风险承受要求。

与之相对，成熟期的投资物业则不同，随着出租率的上升和租金水平的提高，租金回报率逐步提升到一个相对合理的市场水平，并具有低谷中波动较小的特

征，相对稳定的风险收益特征使其更适合保守投资人。

投资物业发展过程中这种风险收益特征的转化使它很难被传统投资人接受，尤其是发展初期，物业组合中非成熟物业的比重较高，企业整体的现金流压力更大，为了抵御危机，香港模式下的地产公司大多呈现家族企业特征，凭借财务保守来维持低谷中的运营能力，而较少依赖于外部投资人的支持。

而新加坡模式则体现了更多现代企业特质：企业更加依赖于外部投资人的支持，为了迎合投资人偏好，企业将不同发展阶段、不同风险-收益特征的物业资产分离。如嘉德置地按发展阶段分为培育期和成熟期，培育期的物业具有比开发物业更高的风险，相应资本升值的潜在回报空间也更大，更适合私募投资人的要求；而成熟期的物业收益率在 7-10% 之间，具有稳定的分红能力，适合保守的 REITS 投资人；分离出这两部分收益后，集团公司在保留开发物业的同时，借助基金平台分享投资物业的管理费收益，在提升收益率的同时降低混业风险。

在此基础上，嘉德进一步将旗下基金按投资物业类型分为商用（写字楼）物业基金、零售物业基金、出租型公寓基金、城市综合体基金、工业物业基金等。其中商用物业基金的价值波动较大，周期中的套利收益在总收益中的占比较高；而零售物业基金则更依赖于模式创新和再开发过程中的租金提升；酒店类基金对经济周期的敏感性大于零售和写字楼物业；而城市综合体对地产企业综合融资能力与品牌能力有更高的要求——总之，不同类型投资物业的收益结构不同，分拆后与特定投资人匹配能够为其争取到更好的金融支持。

最后，处于经济发展不同阶段的地区，适合的投资物业和面临的宏观风险也不同，在香港、新加坡、日本等相对成熟地区，投资物业的收益相对稳定；但在泰国、马来西亚等地区，经济周期中的套利机会更大；而在越南、印度等地，高成长潜力与高风险并存；至于中国内地，城市化过程中涌现着多样化与多层次的机会。基于区域细分的基金模式同样是以满足特定投资人偏好为目标的。

资产的分拆与投资人的匹配成为嘉德模式价值创造的核心。

附录 1：嘉德的私募基金成长之路

- 2001 年 9 月嘉德与欧洲 Eurake 保险集团联合成立写字楼地产基金 (EOF)，资本金 8.75 亿新元，置入 3 处新加坡写字楼，于 2002 年 1 月正式启动。
- 2003 年 9 月商用部门成立了一只私募零售地产基金 CapitaRetail Singapore，置入了 3 处位于郊区的购物中心，总值 5 亿新元。
- 2004 年发起第一只中国资产的私募基金 CapitaLand China Residential Fund，致力于北京、上海的中高端住宅开发，募集资金总额达到 6100 万美元 (1.02 亿新元)，2004 年还发起了 1 只致力与日本零售物业投资管理的私募基金 CapitaRetail Japan Fund，一期募集资金 1.55 亿新元，集团将 La Park Mizue 置入 CapitaRetail Japan Fund 作为种子投资。年内与深国投和北京华联签定资产收购协议，收购了 6 处以沃尔玛为主力店的商场和 2 处华联商场，为中国零售资产的基金化做准备。
- 从 2000-2004 年，澳大利亚子公司 AustraLand 发行了 5 只私募基金，AustraLand Property Turst，AustraLand Property Turst No.2-5。
- 2005 年 CapitaRetail Japan Fund 完成扩大募集，总募集资金规模达到 6.22 亿新元，年内该基金在日本又收购了 3 处商场，计划在未来三年使资产扩张到 21 亿新元。2005 年还与伊斯兰地区第一家投资银行 Arcapita Bank 联合成立了 ARC-CapitaLand Residence Japan Venture，发起一只投资于日本出租型公寓的基金 Shari'ah complaint fund，募集资金 4.23 亿新元。2005 年，联合花旗集团发起 CapitaLand China Development Fund (CCDF) 募集资金 4 亿美元 (6.8 亿新元)，此外，嘉德零售事业部又从深国投处收购了 15 家以沃尔玛为核心的主力点，使其在中国收购商场总数已达到 26 处，总值达到 10 亿美元 (17 亿新元)，为零售基金和零售 REITS 的发行做好准备。
- 2006 年同时发行两只以零售物业为核心的私募基金和 1 只以零售物业为核心的 REITS，两只私募基金分别是 CapitaRetail China Development Fund (CRCDF) 和收购待开发物业的 CapitaRetail China Incubator Fund，前者募集资金 6 亿美元，后者募集资金 4.25 亿美元。2006 年日本 ARC-CapitaLand Residences Japan 基金收购了 5 处物业，并锁定了另外 11 处物业，计划再放开申购使资金规模再扩大 40%。马来西亚方面，2005 年嘉德金融成立了基金管理公司和一个专门针对亚洲区伊斯兰资金的地产金融小组，2006 年该小组成功托管了马来西亚 Mezzo



Capital Fund。

•2007年在中国区扩大 CRCT 的储备基金，成立 CapitaRetail China Development Fund II，募集资金 6 亿美元，嘉德保留 45% 权益，它的发行使 2007 年中国地区的私人股权投资基金总额达到 26 亿美元，管理资产总额达到 177 亿新元。2007 年还与马来西亚最大银行 Maybank 合作发起马来西亚最大私募地产基金 Malaysia Commercial Development Fund (MCDF)，募集资金 2.7 亿美元。在中东，与中东几国签定共同开发 Raffles City Bahrain 的协议，并为此成立 Raffles City Bahrain Fund，这是嘉德的第二只伊斯兰教义基金，募集资金 3.5 亿美元，嘉德计划保留 20-30% 权益。在印度，与当地最大零售商 Pantaloon Retail 合作发起一只基金零售物业基金，CapitaRetail India Development Fund，募集资金 6 亿美元，嘉德保留 45.5% 权益，合作方将逐步置入其在印度境内的 50 处商场，并计划择机推出 REITS。澳大利亚子公司在 2000-2004 年成功推出 5 只私募地产基金后，于 2007 年推出了 AustraLand Wholesale Property Fund 6。2007 年还发起了 CapitaLand AIF，募集资金 1.8 亿美元；Ascott China Fund，募集资金 5 亿美元，Ascott 保留 33% 权益。年内总共新发行了 6 只私募基金。

•2008 年在中国成立了三只私募基金，总募集资金 20 亿新元，分别是 Raffles City China Fund、CITIC CapitaLand Business Park Fund（人民币 5 亿，新元 9800 万）、CapitaLand China Development Fund II（2.4 亿美元，3.3 亿新元）。其中 Raffles City China Fund 募集资金 10 亿美元，嘉德保留 50% 权益。并计划在越南发起 3 亿美元的地产开发基金。

附录 2：嘉德的 REITS 成长之路

- 2001 年嘉德商用成立 SingMall Property Trust，置入 3 处零售物业，原定于 11 月上市，后由于 911 冲击而搁置，2002 年 7 月 SingMall Property Trust 更名 CapitaMall Trust (CMT) 并上市，这是新加坡第一只 REITS。
- 2003 年嘉德筹备将写字楼 REITS CapitaCommercial Trust (CCT)，它作为新加坡第一只以商用地产（写字楼）为核心 REITS，于 2004 年以介绍方式上市，嘉德商用部门为其注入了 7 处物业。2004 年被选为香港领汇 REITS 的管理人。
- 2005 年 CMT 在新加坡以 7.71 亿新元收购了四处购物中心，包括 Bugis Junction 的零售部分，使资产规模达到 34 亿新元。CCT 收购了 HSBC 大厦。在领汇中投资 1.2 亿美元，成为其管理者兼股东。
- 2006 年，一年内三只 REITS 上市，Ascott Residence Trust (ART) 首批将置入 12 处物业，总值 8.56 亿新元；CapitaRetail China Trust (CRCT) 首批置入 7 处商场，总值 6.9 亿新元；Quill Capita Trust (QCT) 在马来西亚上市，首批置入 4 处物业。年内 CCT 再融资 8.03 亿新元，CMT 也成功进行了再融资。
- 2007 年以 4100 万新元购入一家日本 REITS 13% 的股权，成为其第一大股东。QCT 则成功增发融资 9700 万新元，CMT 通过私募方式再融资 3.5 亿新元。
- 2008 年计划在马来西亚购入两处商业业务，作为种子投资置入筹备中的纯马来西亚的零售 REITS，但由于金融危机而搁置。2008 年 CMT 年内配股融资 12.3 亿新元。