



核心型私募地产基金
与
城市综合体中的轻重资产分离

北京贝塔咨询中心



目录

(一)、城市综合体中的轻重资产分离困境	3
1. 1 城市综合体的困境.....	3
1. 2 私募地产基金的逆向思维.....	5
(二)、核心型基金的发展与轻重资产的分离趋势	5
2. 1 从物流地产基金的发展看核心型基金的作用.....	5
2. 2 物流地产基金与轻重资产分离趋势.....	7
2. 3 用核心型基金分离轻重资产.....	8
2. 4 保险资金与核心型基金的匹配.....	9
(三)、核心型基金模式的原理分析	10
3. 1 普洛斯的轻资产扩张.....	10
3. 2 基金模式的业务架构.....	12
3. 3 基金模式的杠杆效应.....	13
3. 4 基金模式下收益来源的多样化与回报率的提升.....	16
3. 4 基金模式下开发收益的提前兑现与资金的回笼.....	19
3. 7 基金模式的小结.....	21
(四)、核心型基金的发起：公司整体的资产平衡	22
4. 1 基金模式的潜在风险.....	22
4. 2 基金模式下各类资产的比例均衡.....	23
4. 3 均衡比例下的匀速增长与周转率上限.....	25
4. 4 启示：核心型基金的发起不是孤立的决策，而是各部门的平衡.....	26
(五)、核心型基金模式设计的具体问题	27
5. 1 基金定位.....	27
5. 2 基金规模.....	27
5. 3 发起人的持股比例.....	29
5. 4 管理费及业绩提成.....	30
5. 5 关联交易的公允性：资本化率+对赌条款.....	32
5. 6 基金期限和业绩结算期.....	33
5. 7 基金的退出渠道.....	34
5. 7. 1 基金延期.....	34
5. 7. 2 新基金吸收合并旧基金.....	34
5. 7. 3 基金资产上市.....	35
5. 7. 4 资产清算转让.....	35

（一）、城市综合体中的轻重资产分离困境

1. 1 城市综合体的困境

城市综合体，英文是 HOPSCA，即酒店(Hotel)、写字楼(Office)、公园(Park)、购物中心(Shopping Mall)、会议中心(Convention)、公寓(Appartment)的首字母缩写，简单的说就是一个集合了娱乐、休闲、工作于一体的城中城。

近年来城市综合体作为一种新的地产模式在国内快速推广。城市综合体本身在空间规划、配套服务等方面确实具有一定优势，并通常成为当地的地标性建筑群，它是一个城市以最短时间完成现代化布局的捷径，也因此受到许多地方政府的欢迎，尤其是在一些二三线城市，城市综合体的规划通常得到地方政府的高额补贴，是地产企业降低土地成本的重要手段。

但天下没有白吃的午餐，城市综合体的开发在降低土地成本的同时却带来了另一个问题，就是在项目完工、住宅部分销售完成后，剩下的出租型物业（如写字楼、购物中心以等）或经营型物业（酒店、会议中心等）该如何处置？

以往，大多数的出租物业被卖掉，有时甚至是散售给个人投资者，开发商迅速回笼了资金，但却失去了对物业管理的控制权，长期中，租户品质失去保障，综合体自身规划的完整性也失去意义。近年来，越来越多的地产企业选择持有部分优质的出租型物业，2010 年中期，A 股地产上市公司中，投资性物业与存货之比约为 1: 10，而在香港上市的内地房企，这一比例更高，有些公司出租型物业与开发物业的资产比已达到 1: 3~1: 4 水平，由表 1 可见，富力等公司的投资性物业持有额已达到百亿以上，华润置地更高达 200 亿港元。

表 1：香港上市内地地产公司的投资性物业金额（2010 年中期）

	投资性物业(人民币亿元)
合景泰富	35
恒大地产	44
远洋地产	46
上海复地	48
雅居乐	48
龙湖地产	72



合生创展	73
中国海外	73
富力地产	105
华润置地	173

高额的投资物业虽然提高了利润率水平，却降低了投资回报率。目前内地以市场化土地成本计算，投资物业的租金回报率均不到 5%，有些甚至无法覆盖利息成本。中国国贸目前的净资产回报率也只有 6-8%，而上海的恒隆广场和港汇广场虽然当前的投资回报率达到 20-30%水平，但恒隆地产主席陈启宗也感慨的说这是十多年耐心培育的结果。恒隆在上海拿地是在上世纪 90 年代，当时的土地成本要低得多，如果以今天的土地成本计算，地产企业要达到合理的租金回报率至少需要 5-10 年时间，这期间，即使加上公允物业价值变动的收益，出租物业仍会拉低整体的投资回报率，也因此，华润置地一直是香港上市内地房企中净资产回报率最低的，平均只有 7%水平。

大量出租物业的持有不仅会拉低当前的回报率，还会降低资金周转速度，导致低谷中的资金缺口。国内开发物业繁荣期的存量资产周转率平均为 0.48 倍，即，2 年回笼资金，但出租物业由于租金回报率低，投资回收期通常在 10 年以上，因此，出租物业比重的提升必然会影响到公司整体的资金周转速度，根据我们的测算，在投资性物业占比达到 20%的情况下，地产企业繁荣期的存量资产周转率将下降到 0.40 倍以下，低谷期将下降到 0.20 倍以下。

如果说地产市场的繁荣期，出租物业的持有压力还不是很大，那么在低谷期，出租物业占用的大量资金则可能导致企业资金链的断裂——表 1 中 10 家香港上市的内地房企平均持有 70 亿元的投资性物业（这还不包括在建部分），在调控背景下，70 亿的资金沉淀，不是一个小的负担。

面对城市综合体开发中，出租物业投资回报率低、周转速度慢、长期资金占用的问题，地产企业该如何解决？

国际上，通常采用轻重资产分离的模式，即，地产开发与地产持有分离。在欧美市场，随着 REITS 的发展，租售并举型公司逐渐消失，物业持有型地产企业与物业开发型地产企业各自实现专业化发展；在新加坡等地，租售并举型地产公司虽然存在，但已转换了形式，通常集团公司会将成熟物业分拆为 REITS 上市对



接公募资本，同时发起私募基金对接物业开发工作。

但在中国，REITS 还未推出，上市地产公司大多是开发型企业，与之相对，持有型物业缺乏专业的资本渠道和“最终持有人”，地产企业只能在自己持有还是卖给第三方之间做出选择——卖出的决策可能会影响长期的物业管理品质和综合体规划的完整性，但持有的决策却可能导致低谷中资金链断裂的危机，地产企业迫切需要第三条道路。

1. 2 私募地产基金的逆向思维

2010 年，地产基金成为地产行业最热门的话题之一，调控背景下它被各家地产开发企业当作是低谷中解决股权资金来源的重要渠道，但实际上，地产基金本身不仅是融资工具，更为地产企业的模式转换和模式创新提供了空间。从这个角度看，与住宅开发基金相比，商业地产基金作为一种新模式具有更深远的影响，它很可能是解决城市综合体中资产分离困境的重要渠道。

以往，我们总习惯性的认为私募地产基金就是具有相对高风险的开发型基金，REITS 才是成熟物业的持有人，但国外物流地产基金的发展模式给了我们一种新的启示，那就是上市的不一定是成熟物业，与私募基金对接的也不一定是开发型物业，适当的机制设计下，私募基金也可以成为出租型物业的长期持有人，甚至是资产的“最终持有人”。

（二）、核心型基金的发展与轻重资产的分离趋势

2. 1 从物流地产基金的发展看核心型基金的作用

物流地产在中国还是一件新事物，但在欧美国家已相当成熟。物流地产的发展来自于柔性化的生产、交通技术的进步和大规模的并购，这些都要求企业重新定义自己的物流体系，即，大型的物流中心将取代分散的小型物流设施，而这种优化的过程解放了企业的存货占压资金、降低了运营成本，为企业贡献了利润。

全球最大物流地产企业普洛斯（Prologis）自 1991 年成立以来，目前旗下实际控制资产已达 350 亿美元，直接持有 1222 处物业、通过旗下基金间接控制 1369



处物业，总建筑面积达到 4600 万平米。普洛斯是如何做大的？

早期，普洛斯和一般商业地产公司一样，以长期持有物流地产为主要盈利模式，但 1997 年开始全球化扩张后，资产负担日益增大，频繁的收购导致了现金流的压力和股权的稀释。以 1999 年收购上市公司 Meridian 为例，总收购价达到 15.4 亿美元，在承债基础上，每 1.1 股 Meridian 股票换 1 股普洛斯股票外加 2.2 美元现金，每 1 股 Meridian 可转换优先股兑换 1 股普洛斯的可转换优先股，并获得 8.75% 的年息——为此，普洛斯在 1998 年增发了 75% 的优先股本，1999 年又增发了 30% 的普通股本，并支付了 6760 万美元现金，负债率也从 1997 年的 35% 上升到 48%，有息负债（银行贷款+债券票据）与总资产之比从 28% 上升到 42%。

规模化扩张中的频繁的收购使普洛斯感到前所未有的资金压力，股东也对稀释融资感到不安，于是公司承诺将节制使用公开市场融资而转向私募基金市场。1999 年，普洛斯成立了它的第一只私募基金，Prologis European Fund（普洛斯欧洲基金），该基金从 19 位机构投资人处募集资金 10 亿欧元，主要用于收购普洛斯自己的成熟物业。收购后，普洛斯不再直接控股这些物业，但通过与基金公司签定管理协议，仍负责物业的长期运营并收取适当管理费用，同时作为基金的发起人和一般合伙人，获取业绩提成。

2000 年，普洛斯又发起了 3 只私募基金，到 2008 年时，旗下基金总数已达到 17 只，金融海啸后，目前仍保有 15 只基金，其中美国本土基金 12 只（总投资规模 102 亿美元，普洛斯投入资本 10 亿美元），欧洲基金 2 只（总投资规模 97 亿美元，普洛斯投入资本 8.5 亿美元），亚洲基金 1 只（总投资规模 1.5 亿美元，普洛斯投入 0.2 亿美元）。基金总投资规模达到 200 亿美元，普洛斯自身投入资金不到 20 亿美元，平均占有 20-30% 权益，其余资金来自 42 位机构投资人，再加上 50% 的负债率杠杆，普洛斯以 20 亿美元的资本金投入撬动了 200 亿美元的基金资产，使实际控制资产规模达到 350 亿美元，是 1998 年奉行基金管理模式前的 10 倍。在实际控制资产快速增长的同时，普洛斯表内资产的年均增速仅为 14%，显著低于实际控制资产的增长，从而实现了轻资产的扩张。根据我们的测算，如果不采用基金模式而完全采用传统的物业自持模式，普洛斯要想达到 350 亿美元的管理资产规模，负债率将从当前的 50% 上升到 75%，周转率将下降三分之一至 0.16 倍水平。



除了普洛斯，全球第二大物流地产企业 AMB 也从上世纪 90 年代后半期开始拓展物流地产基金模式，目前旗下有 8 只物流地产基金，通过基金持有 80 亿美元物业资产。

总之，物流地产基金已成为物流地产行业发展的主流模式，而它与一般私募地产基金的最大区别在于，它持有的是稳定运营中的成熟物业而不是开发阶段的物业，即，物流地产企业将高周转的物业开发工作保留在资产负债表内，而将低周转但收益相对稳定的物业持有部分分离出来，置入专门的物流地产基金。资产的分离一方面满足了保险公司、养老基金的长期收益率要求，另一方面则提高了物流地产公司的资金周转速度，推动了规模化进程，此外，地产企业还可以通过基金业绩提成来分享自己开发的优质物业的长期收益。

2. 2 物流地产基金与轻重资产分离趋势

物流地产基金的模式不仅适用于物流地产企业，也适用于其他所有需要把轻重资产分离的行业企业。以城市综合中的出租型物业为例，这部分物业面临的最大问题并不是开发资金从何而来，而是长期持有过程中的资金占用，而物流地产基金的模式恰好解决了这个问题。

物流地产基金中，地产企业平均持有 20-30% 的基金份额，其余资金来自于机构投资者，这相当于给地产企业提供了 1 个 5 倍的股权资金杠杆，再加上 2 倍的财务杠杆（50% 负债率），总杠杆率达到 10 倍，显著高于物业自持模式下 2 倍的财务杠杆。结果，从 1998-2009 年，普洛斯公司的负债率保持在 50% 左右，但由权益资本撬动的实际控制资产规模却从 1998 年的 1.6 倍提升到 2009 年的 4 倍（在完全基金模式下可以达到 6 倍）。

基金模式不仅放大了资金杠杆，也贡献了管理费和业绩提成收益。过去 5 年普洛斯年均获得 1.2 亿美元的基金管理费和业绩提成收益，再加上年均 4000 多万美元的基金份额收益，基金管理部门每年可贡献 1.6 亿美元收益，相当于总收入的 5%，净经营利润的 12-13%。

基金模式最主要的意义还不在于收益的贡献，而是加速了资金的周转。在推行基金模式前，普洛斯开发部门的物业只能通过租金的提升来逐步回收投资，投资回收期在 10 年以上，周转率仅为 0.1 倍；但推行基金模式后，开发部门通过



将成熟物业置入基金而提前兑现了销售收入和开发利润，使投资回收期缩短到 2-3 年，开发部门的周转率提升到 0.7 倍水平，公司整体的周转率业则从 0.16 倍提高到 0.24 倍水平，在完全基金模式下可以进一步提高到 0.38 倍。实际上，通过资产置入，普洛斯每年都可以从旗下基金回笼 20 多亿美元资金，已累积回笼一百多亿美元资金，这些资金被大量用于新项目开发，从而加速了规模扩张步伐。

上述模式同样适用于城市综合体中的轻重资产分离，即，地产企业保留城市综合体中以销售为目的的物业所有权，而将出租型物业剥离出来，置入对应基金——以地产企业平均在基金中保留 20% 权益计算，表 1 中的 10 家公司平均每家将回拢 57 亿元的资金。但这只是故事的一小部分，资金的循环使用，意味着未来地产企业将从基金通道回笼更多资金。

2. 3 用核心型基金分离轻重资产

其实物流地产基金并不特殊，在成熟市场，私募地产基金并不单指开发型地产基金，它包括核心型、增值型和机会型几类。其中，核心型基金以持有稳定经营资产为主，收益和风险都较低；增值型基金通过对成熟物业的重新定位和再开发来创造增值收益，风险和回报居中；机会型基金通过参与项目开发或持有新兴市场物业来获取高回报，同时也承担相应的高风险。国内定义的地产基金大多是机会型基金，而前面所讨论的物流地产基金则属于核心型基金，其持有物业的出租率已达到 90% 以上、并能提供 7% 以上的租金回报率，相应的，投资人要求的回报率也不是很高。

总体看，核心型基金与 REITS 持有的资产类似，不同之处在于 REITS 是面向公众投资人的，而核心型基金只面向少数机构投资人，是保险公司、养老基金资产配置中的重要组成部分；此外，相比于 REITS，私募基金的运做策略更加灵活，地产企业可以同时发起多只基金，满足不同投资人的要求，如可以与特定金融投资人成立 1 对 1 基金，根据金融投资人要求为其定制投资策略，此类基金的规模通常只有 1-2 亿美元，但也可以发起设立 1 对多的大型地产基金，此类基金规模可以达到 30-50 亿美元；第三，私募基金对管理人的激励更加优厚，在达到门槛收益率后，一般合伙人可以就超额收益部分分享 20-25% 的业绩提成；最后，由于私募基金面对的投资人较少（即使是 1 对多基金，通常也只有十几家机构投资



人), 沟通成本低, 更容易得到投资人的理解。当然, 在国外, REITS 享有法定的税收优惠, 为此, 核心型基金的发起人通常会将 1 对多基金中的投资主体设计成一个非上市的 REITS, 机构投资人按投资比例成为这家非上市 REITS 的股东, 从而享受税收优惠。

2. 4 保险资金与核心型基金的匹配

具体到内地的地产基金, 新近保险公司投资不动产和股权基金管理暂行办法的出台将为地产市场注入至少 3000 亿元长期资金, 而从国外经验看, 保险公司直接投资于不动产的比例较小, 仅为总资产额的 1%, 因此, 在保监会规定的 5% 的不动产投资份额中, 大部分将来自于基金形式的投资。此外, 由于保险资金本身的特点, 即, 资金的期限较长, 对收益率的要求不是很高, 但对安全性的要求较高, 因此, 它显然更加青睐核心型基金, 而非机会型投资。

但是, 鉴于当前内地出租型物业的回报率普遍较低, 要达到机构投资人要求的回报率, 在将物业资产置入基金时必然要求适度的折价。但即使如此, 基金的发起人(地产企业)也并不吃亏, 因为折价的部分还可以通过长期的业绩提成来弥补。此外, 如果投资人要求的折价较多, 开发企业也可通过对赌条款的设定为自己留出未来的收益空间, 即, 开发企业承诺在当前以较低价格将出租型物业置入基金, 但与基金投资人约定未来如果租金收益或物业市值提升到目标水平, 就自动增加资产转让方在基金中的持股份额, 以实现资产的公平定价。

至于资金期限的问题, 诚然, 私募基金大多有一个固定的到期期限, 但这并不意味着私募基金就不能够支持长期资产的持有, 在成熟市场, 运做成功的地产企业通常会在基金到期结束前发起更大规模的地产基金, 用新基金来吸收合并老基金, 从而实现基金资产的滚动延续; 而如果基金结束前市场恰巧处于低谷环境中, 基金通常会设置 2-4 年的延期条款, 以争取更有利的退出环境。

综上, 核心型地产基金为出租型物业与开发型物业的资产分离和资金回笼提供了一个双赢的通道, 既满足了保险公司不动产投资的庞大需求, 又解决了城市综合体中出租型物业的资金沉淀问题。

不过值得注意的是, 相对于机会型基金, 核心型基金的结构更加复杂, 它涉



及到出租型物业的开发、培育、基金募集、资产置入和持续管理等多个环节，其中任何一个环节的萎缩或过度膨胀都会导致整个基金模式的崩溃，并给地产企业带来更大的现金流危机。因此，围绕基金模式如何重构业务架构、搭建资产通道就显得格外重要了，而普洛斯的基金模式给了我们有益的参考。

（三）、核心型基金模式的原理分析

3. 1 普洛斯的轻资产扩张

作为全球最大的物流地产企业，普洛斯有两项核心竞争能力，一方面，它遍布全球的规模化物流网络吸引了 DHL（敦豪）、联邦快递等第三方物流公司的合作，另一方面，它的定制开发和供应链整合服务吸引了许多大型企业集团，并由此开拓了新市场，如 2002 年普洛斯应其最大客户 DHL（敦豪）的要求，为其在日本定制开发物流园区，并由此进入了亚洲市场，2005 年又为联合利华定制开发中国的物流园区，由此拓展了中国区业务，目前公司约一半项目是定制开发的。定制开发要求物流地产企业要集投资、开发、运营于一体，而规模化的物流网络则要求公司在激烈的竞争环境中实现快速扩张，这两项竞争能力都要求庞大的金融资源支持，因此，与内地的地产企业一样，普洛斯也多次面临资金链问题，并在 1999 年启动了基金管理模式。

在基金模式的推动下，普洛斯的规模迅速做大，1998 年时它管理的成熟物业及在建物业总数为 1145 处，而 2004 年时已达到 1994 处，增长了 74%，可出租面积则从 1.13 亿平方英尺增长到 2.98 亿平方英尺，增长了 164%，管理资产规模从 36 亿美元增长到 156 亿美元，增长了 3.35 倍，年均增长率 28%。在此基础上，2004 年普洛斯进一步提出未来 5 年每年要使基金管理资产规模再增加 20-25 亿美元的目标，到 2009 年底，尽管经历金融海啸的冲击，公司管理物业数量仍从 1998 年的 1145 处增长到 2509 处，可出租面积从 1.13 亿平方英尺增长到 4.8 亿平方英尺，实际控制资产的投资规模从 36 亿美元增长到 320 亿美元（另有约 30 亿美元的土地储备），年均增长 22%。

普洛斯是如何实现快速扩张的？

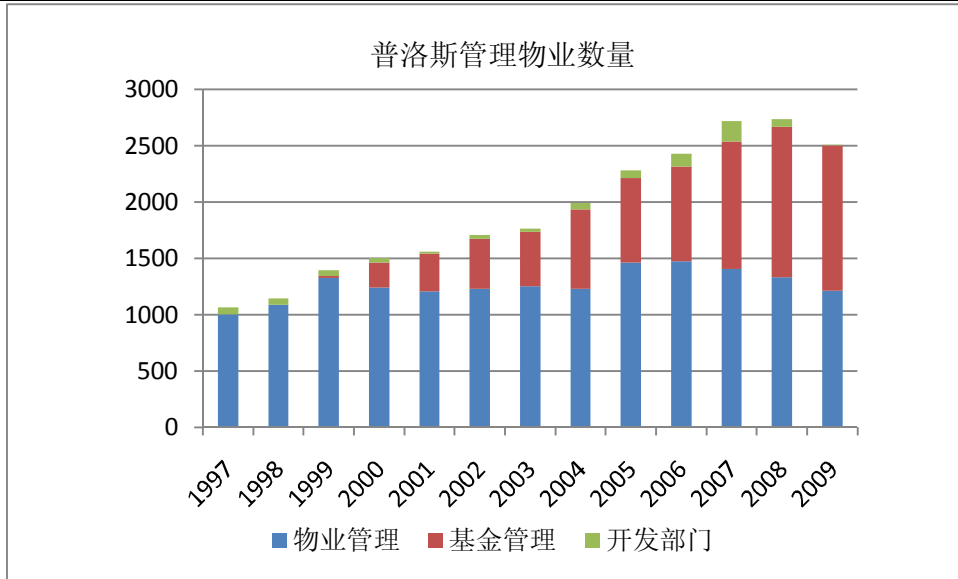


图 1 普洛斯管理物业数量的增长

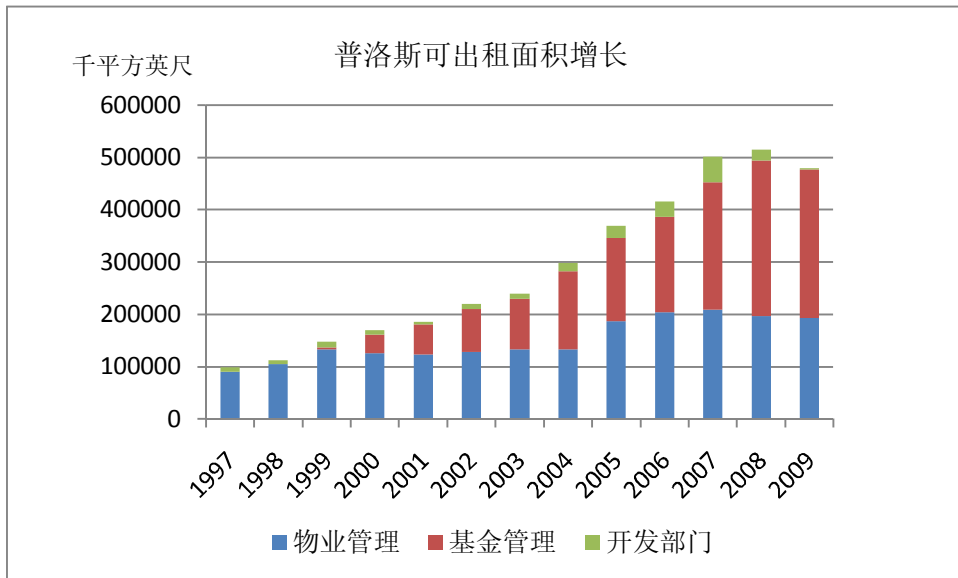


图 2 普洛斯旗下管理资产的可出租面积增长

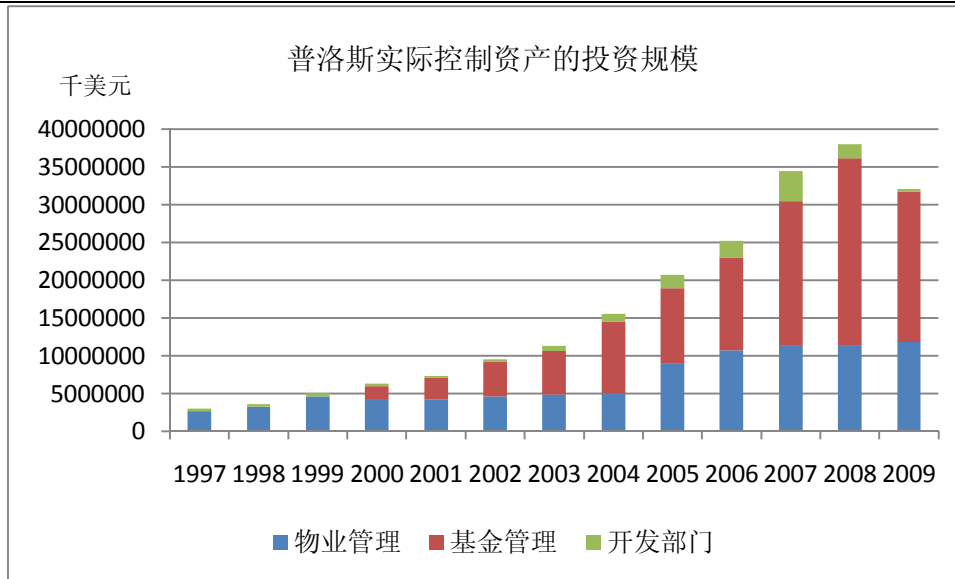


图 3 普洛斯实际控制资产的投资规模增长

3. 2 基金模式的业务架构

要了解普洛斯轻资产扩张的秘密，必须先理解它围绕基金重组的业务架构。为了配合基金模式，普洛斯对业务结构进行了重大调整，核心部门除了原来的物业开发部门和物业管理部门外，新增了基金管理部门，在新模式下，物业开发、物业管理和基金管理构成了一个物业与资金的闭合循环（图 4）。

其中，物业开发部门在机场、港口等交通枢纽处持有一定量的土地储备，然后以“定制开发+标准化开发”两种模式逐步完成工业园区的建设；项目封顶后，物业开发部门将其移交给物业管理部（此时出租率通常已达到 60%水平），物业管理部通过进一步的招租和服务完善使出租率达到 90%以上、租金回报率达到 7%以上的稳定运营状态；此后，再由基金管理部门负责将达到稳定运营状态的成熟物业置入旗下物流地产基金，由于物流地产企业在旗下基金中的持股比例一般不到 50%，所以，置入过程相当于一次销售过程，从而使物流地产企业提前兑现了开发收入和开发利润，并回笼了大部分资金，而这些资金将用于开发新项目；资产置入基金后，物业管理部继续负责项目的日常运营管理，并收取一定服务费，而基金管理部门除负责发起基金（募集资金）外，还协同物业管理部提供物业管理、投资管理（资产的收购和剥离），资本管理（负债率控制）以及收益分配的服务，相应获取日常的基金管理费收益和业绩提成收益——由此实现

基金模式的闭合循环。而在基金到期后（一般期限为 7-14 年），将通过资产的上市，或发起更大规模的新基金来吸收合并旧基金，以推动基金模式的可持续发展。

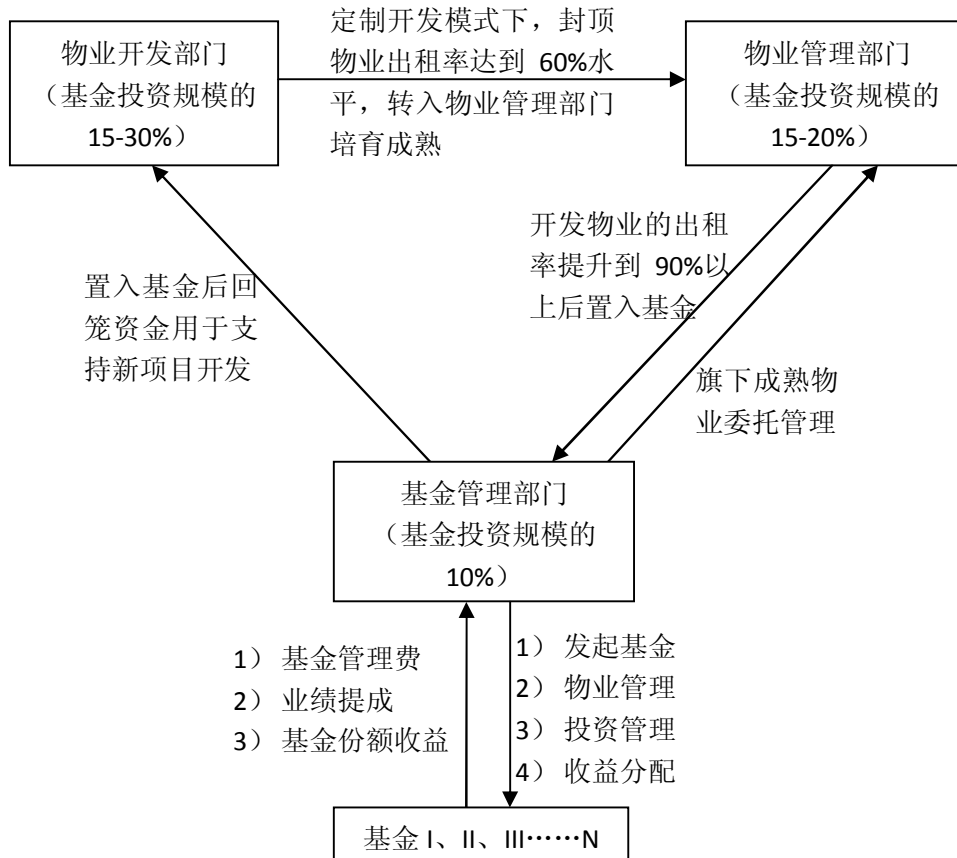


图 4 物流地产企业的基金模式示意图

3. 3 基金模式的杠杆效应

自 1999 年引入基金模式后，普洛斯的实际控制资产以年均 22% 的速度增长，但与此同时，表内资产的增长幅度却并不大，年均增速为 14%，这就大大提高了表内资本的使用效率——1998 年时，普洛斯以 22.6 亿美元的净资产，控制着投资规模达 35.8 亿美元的物业资产，资金的杠杆效率仅为 1.6 倍；但 2009 年时，普洛斯以 80 亿美元的净资产，控制了投资规模达 320 亿美元的物业资产（另有近 30 亿美元的土地储备），资金的杠杆效率达到 4 倍，而与此同时，负债率却只是从 48% 微升到 53%，杠杆的提升完全依靠基金模式的贡献。

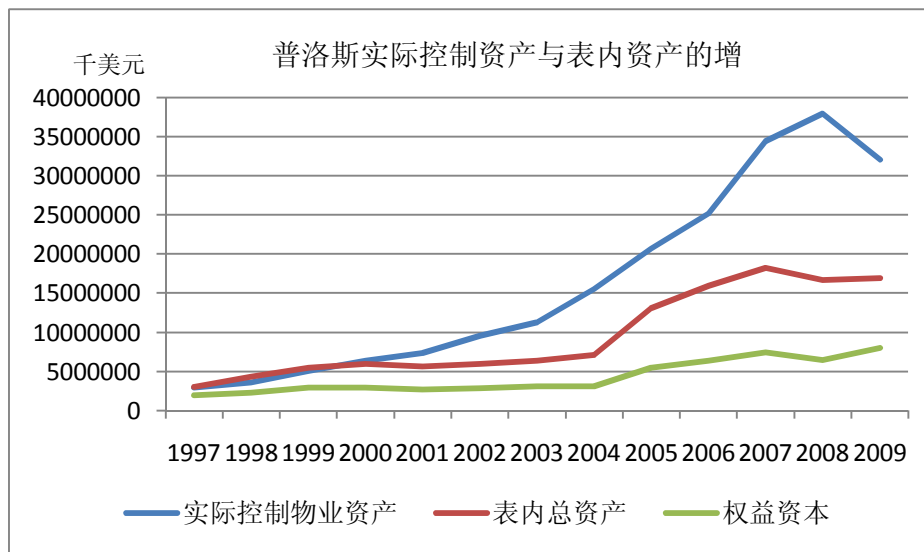


图 5 普洛斯实际控制资产与表内资产的增长比较

基金模式如何发挥作用？

普洛斯在每只基金中的持有份额在 10-50% 之间，平均持有份额在 20-30% 水平，即，普洛斯首先通过基金模式撬动了 3-5 倍的股权资金杠杆；同时，普洛斯旗下基金的负债率一般维持在 50% 水平，即，在 3-5 倍股权杠杆的基础上再加上一个 2 倍的债务杠杆，杠杆率放大到 6-10 倍；实际中，考虑物业置入时的升值溢价和投入资本的分步到位，基金模式的杠杆率维持在 10 倍左右——2009 年，公司实际控制资产总额 350 亿美元，其中基金模式下管理资产 199 亿美元，而普洛斯在基金中的投入资本总额仅为 18.8 亿美元，仅相当于基金规模的 9.4%，相当于实际控制资产总额 5.4%。

表 2 普洛斯旗下基金概况（2008 年）

基金名称	持有物业数量	可出租面积 (万平米)	投资规模 (美元)	普洛斯持有份额
Prologis California	80	132	102,685,000	50.0%
Prologis North American Properties Fund I	36	87	25,018,000	41.3%
Prologis North American Properties Fund VI	22	80	35,659,000	20.0%
Prologis North American Properties Fund VII	29	58	32,679,000	20.0%



Prologis North American Properties Fund VIII	24	29	13,281,000	20.0%
Prologis North American Properties Fund IX	20	32	13,375,000	20.0%
Prologis North American Properties Fund X	29	39	15,567,000	20.0%
Prologis North American Properties Fund XI	13	38	28,322,000	20.0%
Prologis North American Industrial Fund	258	461	191,088,000	23.1%
Prologis North American Industrial Fund II	150	333	265,575,000	36.9%
Prologis North American Industrial Fund III	120	229	122,148,000	20.0%
Prologis Mexico Industrial Fund	73	88	96,320,000	24.2%
Prologis European Properties Fund	246	523	321,984,000	24.9%
Prologis European Properties Fund II	153	361	312,600,000	36.9%
Prologis Japan Properties Fund I	16	66	114,111,000	20.0%
Prologis Japan Properties Fund II	54	185	245,698,000	20.0%
Prologis Korea Properties Fund	13	18	21,867,000	20.0%

(注：2009 年受金融海啸冲击，将 2 只日本基金出售。)

综上，在轻资产战略下，普洛斯 50% 以上的实际控制资产通过基金方式持有，由于基金模式下的资金杠杆率可以达到 10 倍水平，所以，普洛斯在基金中的投入资本额仅相当于基金控制资产总额的 10%，相当于实际控制资产总额的 5%，从而使公司整体的杠杆率从 1.6 倍提升到 4 倍水平。

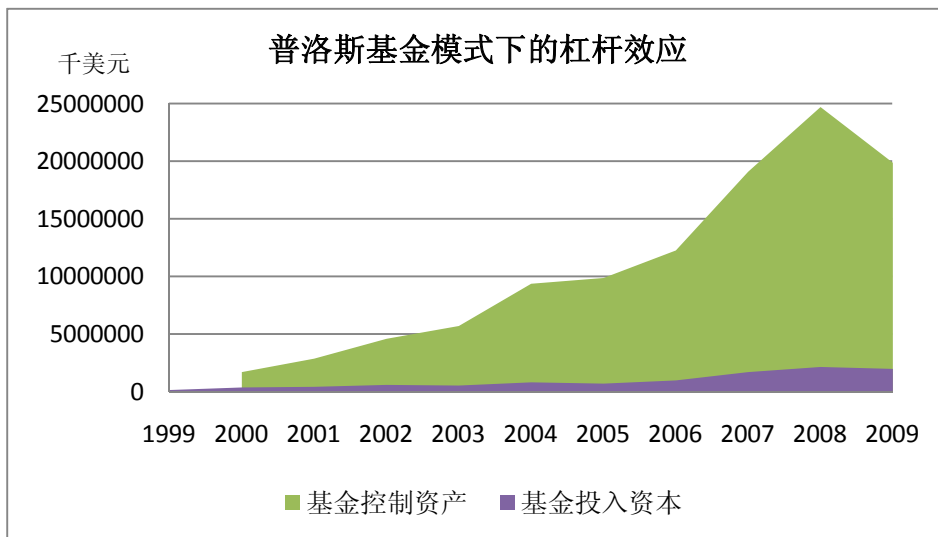


图 6 普洛斯基基金杠杆

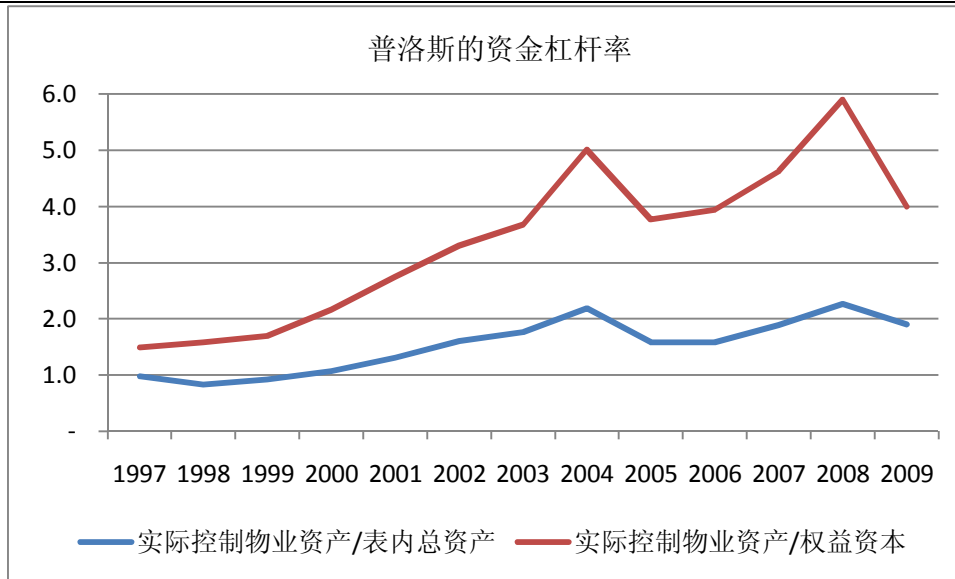


图 7 基金模式下杠杆率的提升

3. 4 基金模式下收益来源的多样化与回报率的提升

在推行基金模式前，租金收益是普洛斯最主要的收益来源，占到总收入的 80%，开发部门的销售收入和代开发服务费贡献总收入的 20%；利润方面，净租金收益贡献了净经营利润（NOI）的 95%，而开发部门仅贡献净经营利润的 5%。

推行基金模式后，不仅开发部门的销售收益扩大，还增加了基金收益。

由于普洛斯为旗下基金提供日常的物业管理服务，并负责旗下基金的资产收购、转让、融资和收益分配等投融资活动，因此，每年可提取一个固定比例的管理费用，并在业绩达到目标收益门槛后，就超额收益部分获取 20%左右的提成收益——过去 4 年普洛斯每年都可获得 1 亿美元以上的管理费和业绩提成收益，过去 5 年平均的管理费和业绩提成收益为 1.22 亿美元，平均的份额收益为 4200 万美元，基金业务合计每年直接贡献 1.6 亿美元收益，贡献了公司净经营利润（NOI）的 12-13%。

表 3 普洛斯基金份额收益及管理费和业绩提成（单位：万美元）

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
基金份额收益	2,619	2,727	4,290	6,693	9,306	9,445	-6,912	2,491
管理费及业绩提成收益	3,454	4,418	5,078	4,608	21,193	10,472	13,101	11,677

综合各部门业绩，目前，普洛斯开发业务的收入贡献平均已占到总收入的70%，物业管理部门的收入贡献下降到25%，基金管理收入占比为5%；利润方面，开发业务平均贡献了净经营利润的35%，物业管理部门的净租金收益平均贡献了50%的利润，而基金管理部门则贡献了12-13%的利润。

其中，物业管理部门的回报率相对稳定，平均的投资回报率¹在6-7%水平，基金管理模式下平均的投资回报率在10.5%水平，开发部门的投资回报率波动较大，好的年份可以达到17%以上，但低谷中则仅有5%，平均来说，开发部门的利润率在15%水平，投资回报率在12%左右。

表4 普洛斯基金模式前后收入结构对比

	收入占比	
	基金模式前	基金模式后
物业管理	80%	25%
基金管理	0%	5%
物业开发	20%	70%

由于开发部门和基金管理部门的投资回报率更高，所以，基金模式下公司的总体回报率有所提升：在推行基金管理模式前，5年平均的总资产回报率²和净资产回报率³均在4.0%左右；而推行基金模式后，金融海啸前，5年平均的总资产回报率在5-6%水平，净资产回报率则上升到7-10%水平。

剔除金融海啸的影响，轻重资产分离的基金模式确实在长期中提高了回报率。

¹ 投资回报率=净经营利润/总资产。其中，净经营利润=收入-直接运营成本-营业税，未剔除折旧摊销、总部管理成本和营销费用，以及财务费用。

² 总资产回报率=息税前利润/平均总资产。息税前利润=净经营利润-折旧摊销-总部管理成本-总部销售费用

³ 净资产回报率=净利润/股东权益。

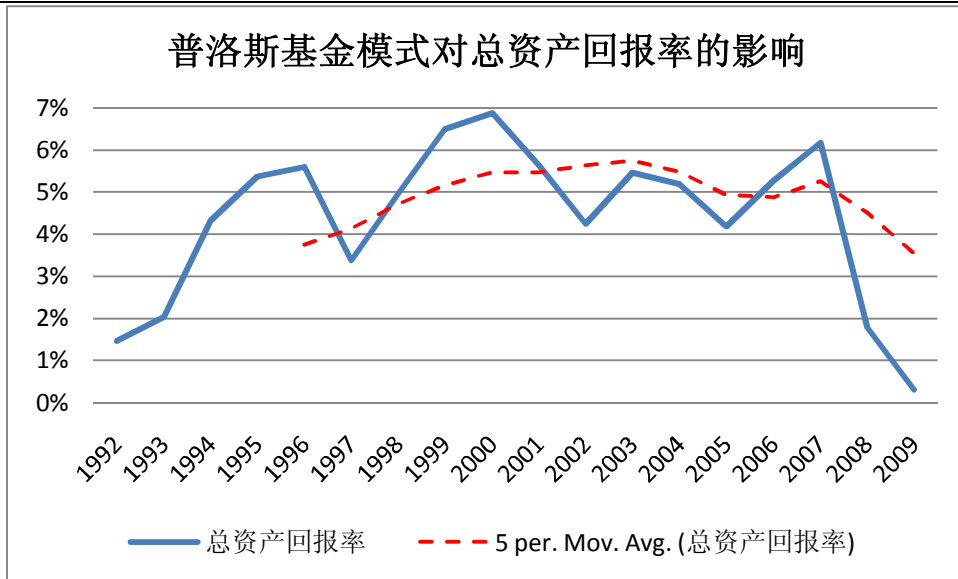


图 8 普洛斯基金模式对回报率的影响

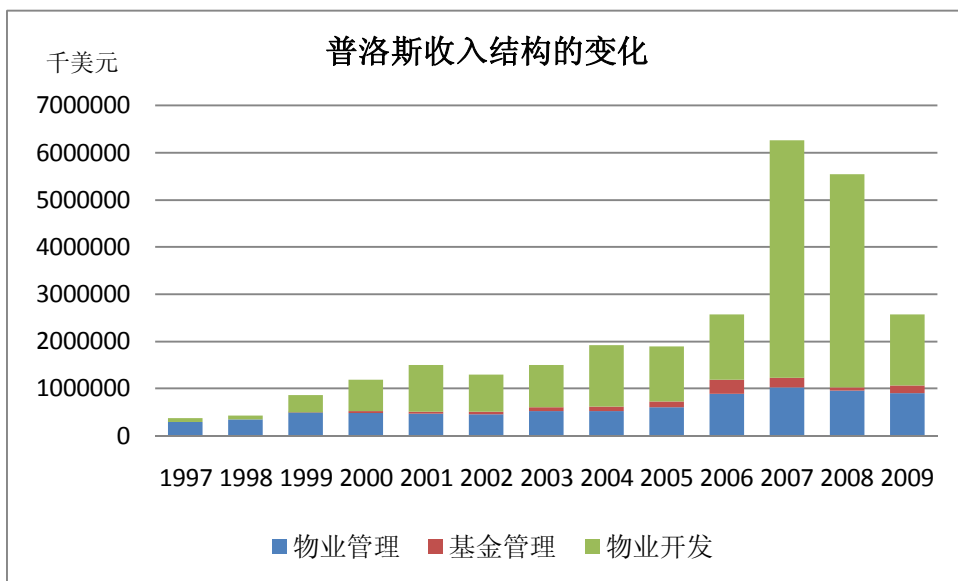


图 9 普洛斯基金模式下收入结构的变化

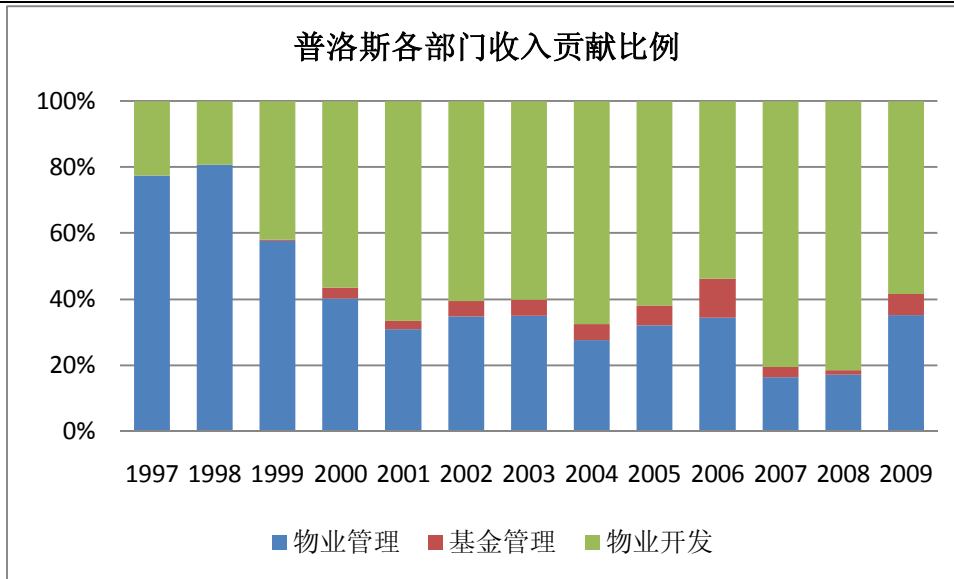


图 10 普洛斯基金模式下收入贡献比例的变化

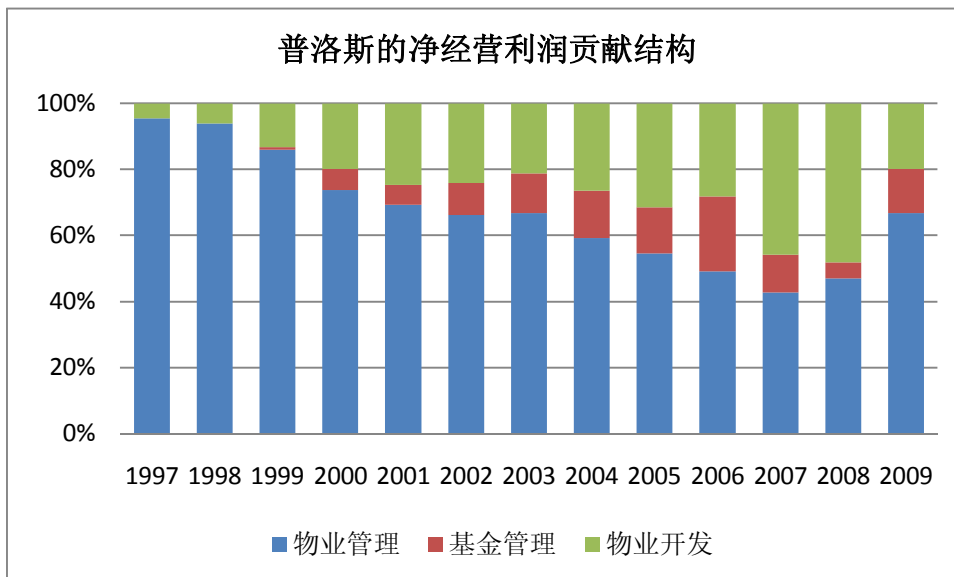


图 11 普洛斯基金模式下净经营利润贡献比例的变化

3. 4 基金模式下开发收益的提前兑现与资金的回笼

然而上述基金收益还不是基金模式的最主要意义，最主要的意义在于它提前兑现了开发部门的收益，加速了资金的回笼。

在推行基金管理模式之前，普洛斯开发部门的新建物业主要由物业管理部門自持，不断攀升的物业规模占压了大量资金，融资压力持续上升——传统模式下，物流地产企业的周转速度仅为 0.1 倍，靠租金收回投资至少需要 10 年时间；而物流地产开发部门每年仅能兑现少数代其他公司开发项目的销售收入，每年销售

面积在 20 万平方米左右，销售金额仅为 8000 万美元。

但在推行基金管理模式后，普洛斯开发部门的新建物业主要供应旗下基金，从而使开发部门的资产周转速度提升到 0.7 倍，再加上物业管理部门的 1 年培育期（新落成物业先从开发部门转入物业管理部，培育 1 年左右，待出租率达到 90% 以上、租金回报率达到 7% 以上后，再置入旗下基金），投资回收期从 10 年以上缩短到 2-3 年。快速回笼的资金被用于新项目开发，成熟后再置入基金，资产和现金的加速循环推动了以自我开发为主的内生规模扩张。

从 1999 年到 2009 年，普洛斯旗下基金每年都是从开发部门和物业管理部收购数十处物业，高峰时 2007 年 1 年就收购了 300 多处物业，收购资产规模从最初的 2.3 亿美元上升到 2007 年高峰时的 50 多亿美元，过去 5 年平均每年收购 20 多亿美元资产，已累积回笼一百多亿美元资金。开发部门每年的物业销售面积也从 20 万平米上升到 2007 年高峰时的 200 多万平米，销售收入从 8000 万美元上升到高峰时的 50 多亿美元，过去 5 年年均销售收入 27 亿美元，即使在 2009 和 2010 年的行业低谷中，公司仍有 13-15 亿美元的物业销售收入，平均来说，开发部门的销售收入贡献了公司总收入的 70%，贡献了净经营利润的 35%。

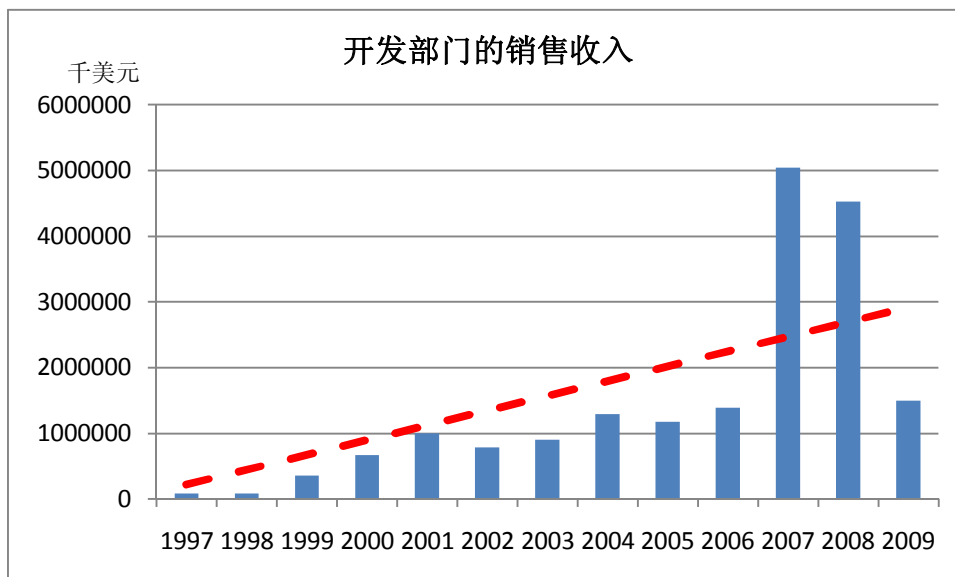


图 12 普洛斯开发部门的销售增长

销售回笼的资金推动了新项目的规模化开发。在推行基金模式前，普洛斯开发部门每年新启动的项目不到 50 万平米，投资规模不到 5 亿美元；但到 2007 年高峰时，1 年内新启动的项目已接近 200 个，面积达到 470 万平米，预计投资



规模达到 38 亿美元。尽管在 2008 和 2009 年的金融危机中普洛斯压缩了新项目启动，但过去 5 年，每年仍有上百个项目可供置入基金，从而保持基金模式的持续壮大。

除了内生增长，基金管理资产中约有 20-30% 是购自第三方，有些基金则完全是以对外收购为目标成立的。如 2004 年时，普洛斯有意收购 Keystone Property，Keystone 是一家公开上市的 REITS，收购总成本将达到 17 亿美元，但这次普洛斯并没有选择换股或其他方式独立收购，而是通过发起私募基金、借助外部资本实现收购。2004 年，普洛斯与 Eaton Vance Management 合作发起了 5 只基金用于收购 Keystone 的资产，即，北美基金 6 号-10 号，普洛斯在每只基金中占有 20% 份额，合计投入 2.8 亿美元资金，而 Eaton 则投入 11.2 亿美元资金，剩下的 3 亿美元由普洛斯物业管理部门单独出资。以 17 亿美元完成私有化后，Keystone 被清算分拆，普洛斯物业管理部门获得其中 9 处物业（20 万平米）作为自持部分，其余物业资产被分别置入 5 只基金。

2006 年普洛斯又收购了 Catellus，Catellus 也是一家公开上市的 REITS，收购总价高达 53 亿美元，包括 13 亿美元的现金支付、23 亿美元的股票支付和 17 亿美元的承债。此次收购先由普洛斯出面，待物业改造成熟后再逐步置入基金。作为公司历史上最大规模的收购案，Catellus 为公司带来了 205 处工业物业（360 万平米）、29 处零售物业（10 万平米）和 2500 英亩土地储备（规划建筑面积 370 万平米），使公司自持物业数量增长了 30%，土地储备增长了 45%，并为公司带来了 75 名新员工，增强了在废弃机场和军事基地改造方面的能力。收购当年，普洛斯就向旗下基金置入了 94 处物业、总值 14 亿美元，2007 年进一步置入了 339 处物业、总值 53 亿美元，从而化解了收购所形成的资金压力。

总之，借助上述基金模式，普洛斯实际控制资产实现了年均 22% 的增长（1998-2009），而其中 70% 的增长来自于基金资产的增长，自持部门物业投资的年均增速仅为 12%，基金资产贡献了 77% 的可出租面积增长和 95% 的物业数量增长，成为增长的主要源泉。

3. 7 基金模式的小结

以上，我们分析了普洛斯的核心型基金模式：普洛斯通过将半数物业置入基



金提高了资金的杠杆效率，与传统物业自持模式下 2 倍的财务杠杆相比，普洛斯又增加了一个 5 倍的股权资金杠杆，从而使基金模式的总杠杆率达到 10 倍，使公司整体的杠杆率由 1.6 倍提升至 4 倍水平，在完全基金模式下可进一步提升至 6 倍。借助基金杠杆，从 1998-2009 年，公司实际控制资产以年均 22% 的速度增长，其中 70% 的增长来自于基金模式的贡献。

基金模式不仅放大了资金杠杆，还加速了开发部门的资金周转。在传统物业自持模式下，开发部门只能通过租金的逐步提升来收回投资，投资回收期在 10 年以上；但在基金模式下，开发部门 90% 以上的资产置入基金，从而提前兑现了物业销售收入和开发利润，投资回收期相应缩短到 2-3 年。

最后，基金模式不仅能够提高扩张速度和周转速度，还贡献了基金管理费和业绩提成收益，过去 5 年，普洛斯基金管理部门平均每年贡献 1.2 亿美元的管理费和业绩提成收益，加上 4000 多万美元的基金份额收益，年均收益贡献达到 1.6 亿美元，相当于总收入的 10%，净经营利润的 12-13%。此外，基金部门的投资回报率平均在 10.5% 水平，开发部门为 12%，均高于物业管理部门 6-7% 的投资回报率。

综上，普洛斯基金模式的核心就是物业开发、物业管理与基金管理部门间的闭合循环，由此创造了 10 倍的基金杠杆，并提前兑现了开发收益，实现了轻资产、高周转运营。

（四）、核心型基金的发起：公司整体的资产平衡

4. 1 基金模式的潜在风险

没有一种模式是完美的，基金模式尽管有上述优势，但也存在潜在的风险。

普洛斯的基金模式在金融海啸中也遭遇冲击。主要原因就是，危机中，物业管理部门的招租过程受阻，开发物业达到稳定经营状态的时间延长，同时，新基金募集陷入困境，资产置入通道被堵塞——2009 年公司的物业销售收入只有 15 亿美元，显著低于此前两年 45-50 亿美元的物业销售收入——开发物业的大量沉淀减缓了资金周转速度，从而导致了现金流危机。



普洛斯在 2007 年的高峰期新启动了 191 个项目（470 万平方米），预计总投资额 38 亿美元，截止 2007 年底，合计有 249 个项目（530 万平方米）、总值 36 亿美元的物业，等待置入基金，另有 177 处物流项目和 3 处零售物业（450 万平方米）在建，预计要完成上述在建项目还需再投资 39 亿美元，加上开发部门已投入的 57 亿美元，在基金储备通道里的物业合计已达到 130 亿美元。但 2008~2009 年，金融海啸冲击了整个地产行业，不仅新落成物业的招租不利，新地产基金的募集也遭遇困境，资产置入通道面临瓶颈，数十亿美元的资产无法完成周转，只能由物业管理部门代持，从而使公司整体周转率下降至 0.15 倍水平。在资产负担加重的同时，债权融资又遭遇流动性危机，许多债务难以续借，致使公司出现资金缺口，2009 年被迫折价 20% 转让了中国区业务，并出售了 2 只日本基金的份额。

4. 2 基金模式下各类资产的比例均衡

如何能够有效控制低谷中资产置入通道被堵塞时的现金流风险？核心原则就是控制基金模式下处于不同开发和运营阶段的物业比例，或者说使各部门的资产比例均衡。

在推行投资管理模式之前，普洛斯物业管理部门的资产占到总资产的 90%，开发部门在建物业和土地储备只占 10%，每年新启动项目的投资规模只有 5 亿美元，在这一模式下，现金流断裂的风险确实较低，但规模化速度也较慢。

随着基金模式的发展，物业管理部门的资产占比下降到 67% 水平（其中 17% 为待置入基金部门的资产），而基金管理部门的资产（持有的基金份额）占总资产的 10%，开发部门作为基金部门的“供应商”其资产规模上升到总资产的 23%，加上待置入基金的资产，围绕基金模式的资产约占到总资产的 50%。

而如果普洛斯进一步将旗下自持的成熟物业全部置入基金，使物业管理部门仅充当为基金培育成熟物业的职能，则该部门的资产占比会从当前的 67% 进一步下降到 34%，物业开发部门的资产占比会从当前的 23% 上升到 46%，基金管理部门在维持当前 20-30% 平均份额不变的情况下资产占比为 20%。

在上述资产结构下，开发部门在建的出租型物业的投资规模约为基金投资规模的 23%，物业管理部门持有的已落成但尚未达到稳定经营状态的物业规模平均为基金投资规模的 17%。应该说，如果普洛斯能够一直保持这一比例，那么，金



融危机中的资金缺口就不会很大。

实际中，宽松的流动性使欧美地产企业在危机到来前普遍陷入了激进扩张的旋涡中。2007年时，普洛斯大举扩张，使开发部门的在建资产额已达到基金部门投资资产规模的30%，加上后续投入的近40亿美元，开发部门实际的资产规模将达到基金投资规模的50%，此外，物业管理部门的待成熟物业规模也达到基金部门投资资产规模的20%左右，结果，处于置入通道中的物业规模累积已达到基金投资规模的70%，这不仅要求物业管理部加速招租培育进程，基金管理部门也需要加快新基金的募集进程。但不幸的是，2008年金融海啸来袭，基金通道突然受阻，每年的可置入资产规模仅相当于基金规模的10%不到，此时资金缺口的出现就是必然的结果。

综上，比例均衡对于核心型基金模式的构建至关重要，一方面，如果开发环节的规模过小，旗下基金可能陷入“无粮可吃”的“断顿”风险，但另一方面，如果开发环节过度膨胀，或物业管理部由于培育中物业迟迟不能达到置入标准而积压大量资产，都会降低整个模式的周转速度，并导致行业低谷中现金流危机。

表5 普洛斯基金模式前后资产结构对比

部门	与表内总资产之比			与基金可投资规模之比
	传统模式	普洛斯模式	完全轻资产模式	
物业管理	90%	67%	34%	17%
自持物业		50%	0%	
待置入基金资产		17%	34%	
基金管理		10%	20%	10%
物业开发	10%	23%	46%	23%

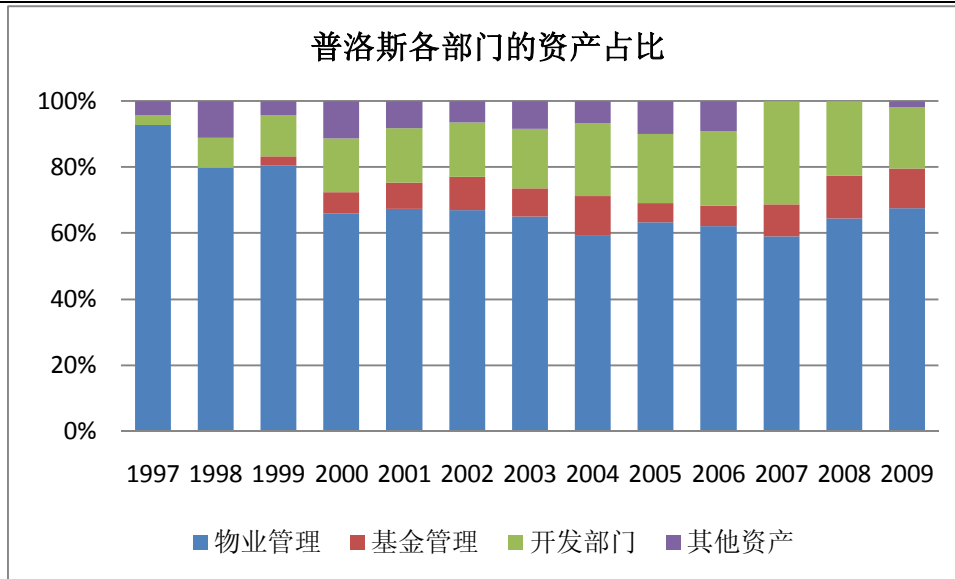


图 13 普洛斯基金模式下的资产结构变化

4. 3 均衡比例下的匀速增长与周转率上限

资产结构的比例均衡不仅是延续低谷中资金链的需要，也是日常经营中提高资金周转速度和资本使用效率的需要。由于物业的开发、培育和基金的募集、置入都有特定的时间周期和资产的周转速度（比如物业管理部的新落成物业，即使在繁荣期也需要 12 个月的时间才能达到稳定经营状态），因此，片面放大一个环节的扩张速度，不仅不会加速整体的资金周转，还会导致资产在置入通道中的积压和整体周转速度的减慢。

实际中，普洛斯物业管理部的周转率一直稳定在 0.09-0.12 倍水平；基金管理部受业绩提成和基金份额收益影响，有一定波动性，但过去 5 年和过去 10 年平均的周转速度均为 0.11 倍；开发部受项目进度和经济周期影响，收入和存量资产的波动较大，最高时年周转率可达 1.2 倍，最低时仅为 0.5 倍，但平均值相对稳定在 0.70-0.75 倍水平。

以此计算，在基金模式推行前，公司整体的周转速度仅为 0.16 倍水平；推行基金模式后，资产周转率将提升至 0.24 倍水平；而如果普洛斯进一步将旗下自持的成熟物业全部置入基金，在完全的基金模式下，公司整体周转率进一步上升到 0.38 倍水平，与传统模式相比，周转速度提高了 1.4 倍，这已是物流地产企业所能达到的最快周转速度了。要保持这一高周转优势，任何一个环节的“急功近

利”都会导致整体周转速度的下降，甚至是现金流的危机。

表 6 基金模式下的周转率变化

	周转率	传统模式	普洛斯模式	完全轻资产模式
物业管理	0.1	90%	67%	34%
自持物业			50%	0%
待置入基金资产			17%	34%
基金管理	0.1		10%	20%
物业开发	0.7	10%	23%	46%
总资产周转率		0.16	0.24	0.38

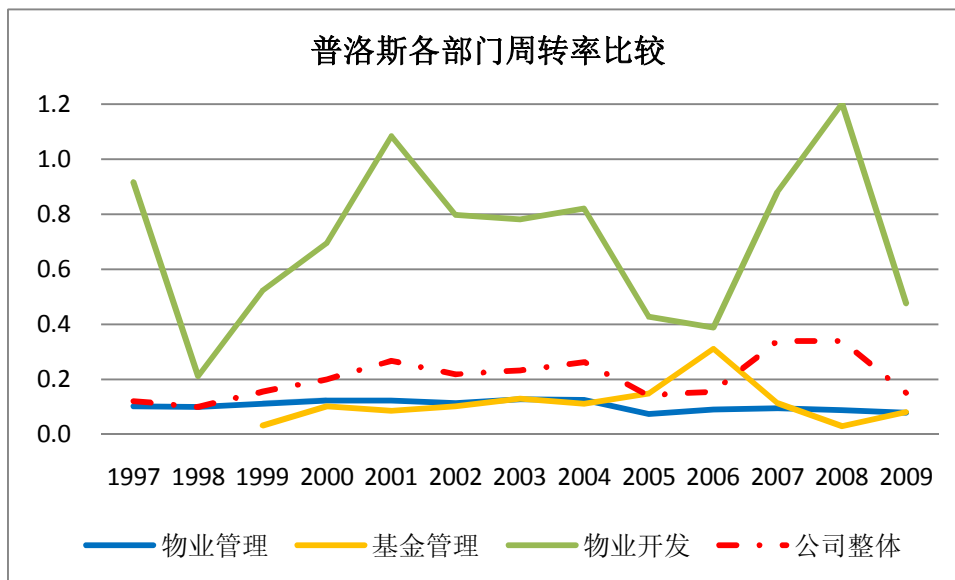


图 14 普洛斯各部门周转率比较和公司整体的周转率变化

4.4 启示：核心型基金的发起不是孤立的决策，而是各部门的平衡

普洛斯的成长与危机提示我们，地产基金的发起，尤其是核心型基金，不是一个孤立的决策，它要求企业在总部层面制定基于公司整体的发展战略，并为各部门（包括开发部门、物业管理部和基金管理部）划定协调的成长路径和扩张速度的比例约束，此外，当一个部门的扩张遭遇瓶颈时也需要同时调整其他部门的成长战略。



具体的资产配置比例取决于现实中各部门的资产周转速度，并无统一的标准，尤其是在城市综合体的开发中，物业的类型众多，住宅开发与出租型物业之间的比例均衡，各类出租型物业之间的比例均衡，以及出租物业的开发管理部门与基金部门之间的比例均衡都很重要。但无论模式多么复杂，谨慎维持各部门资产的比例均衡很重要，特别是开发部门的资产扩张速度必须与基金部门的扩张能力相配合，否则，一旦招租不利或基金置入通道被堵塞，企业将面临大量开发项目资产积压的困境。

（五）、核心型基金模式设计的具体问题

5.1 基金定位

一些地产企业在设立核心型基金同时，也发起设立增值型或机会型基金，以增强自身在资产处置方面的灵活性。在这方面，普洛斯的最大竞争对手 AMB（全球第二大物流地产企业）更具创新性。

目前 AMB 旗下运营的 8 只基金中，就有 1 只开发型基金。AMB DFS Fund I 是 AMB 在 2006 年发起的，专注于开发以销售为目的的物流地产（包括卖给第三方或置入 AMB 旗下的地产基金），AMB 在该开发基金中持有 15% 份额，其余大部分资金来自于 GE 金融旗下 GE Real Estate。作为开发型基金，DFS 没有固定期限，初始规划的总投资规模为 5 亿美元。该基金的成立为 AMB 物流地产的开发工作提供了补充资金。

此外，AMB 也曾考虑设立增值型基金，即，将旗下处于城市中心区的物流地产改为商业或商务用途，从而实现物业增值，但金融危机后这一策略被搁置。

5.2 基金规模

表 7 为 2009 年普洛斯和 AMB 旗下基金规模，由表可见，物流地产基金的规模可大可小，小型基金的规模只有 1-2 亿美元，但大型基金规模可以达到 45 亿美元，甚至更高。

通常物流地产企业会先与单一机构投资人合作发起小型基金（总投资规模小



于 5 亿美元)，以积累管理经验和品牌。如 1999 年 AMB 与 AIG 旗下地产投资机构合作发起绿色地产投资公司 AIG AMB Greenfield Investment Alliance，双方各投入 5000 万美元，用于收购因环境问题被低估的物业；2001 年 AMB 又与旧金山养老金计划合资发起 AMB Partners II, L.P.，双方各投入 5000 万美元，加上财务杠杆后总可投资规模 2.5 亿美元；2001 年 AMB 还与新加坡 GIC 合作发起物流地产基金 AMB-SGP，GIC 投入 7500 万美元，AMB 置入等值物业，总可投资规模 3.35 亿美元；同年与保险公司 Erie 合资成立 AMB/Erie, L.P.，其中，Erie 投入 1400 万美元，AMB 置入等值物业……

随着品牌效应的积累，物流地产公司逐步扩大发行规模，并由 1 对 1 基金转向 1 对多基金。如 AMB 于 2001 年发起了 AMB 机构投资人联合基金 2 号 (AMB Institutional Alliance Fund II)，从 12 家机构投资人处募集资金 1.95 亿美元，总可投资资产规模达到 4.88 亿美元；2004 年时进一步发起设立了面向更广大投资人的开放式基金 AMB 机构投资人联合基金 3 号 (AMB Institutional Alliance Fund III)，发起当年的投资规模达到 5 亿美元，目前已上升到 30 多亿美元。

最后，在 1 对多基金进入平稳运营期后，物流地产公司通常会选择吸收合并早前发行的 1 对 1 基金，从而实现基金规模的进一步增大，并发挥管理上的规模效应。

表 7：普洛斯及 AMB 旗下基金规模（2009 年）

	持有份额	物业面积 (千平方英尺)	投资资产规模(千美元)	发起公司净投资额(千美元)
普洛斯旗下基金				
Prologis California	50%	14,178	700,588	94,498
Prologis North American Property Fund I	41.30%	9,033	376,176	21,295
Prologis North American Property Fund VI	20%	8,384	507,627	34,424
Prologis North American Property Fund VII	20%	6,205	399,520	32,289
Prologis North American Property Fund VIII	20%	3,064	193,718	12,283
Prologis North American Property Fund IX	20%	3,306	191,626	-
Prologis North American Property Fund X	20%	4,191	224,237	-
Prologis North American Property Fund XI	20%	3,616	181,869	22,115
Prologis North American Industrial Fund	23%	49,656	2,948,825	241,988
Prologis North American Industrial Fund II	37%	36,018	2,170,506	336,511
Prologis North American Industrial Fund III	20%	24,693	1,752,896	140,047



Prologis Mexico Industrial Fund	24.2%	9,144	573,849	74,754
Prologis European Properties	24.8%	52,978	4,518,277	383,389
Prologis European Properties Fund II	32.1%	48,041	4,579,539	461,631
Prologis Korea Fund	20%	1,734	150,176	21,426
Prologis Japan Fund	20%			359,809
普洛斯合计		274,241	19,469,429	1,876,650
AMB 旗下基金				
AMB Insitutional Allicance Fund II	20%	7,318	513,450	53,694
AMB-SGP, L.P.	50%	8,289	470,740	67,488
AMB-AMS, L.P.	39%	2,172	158,865	30,853
AMB Insitutional Allicance Fund III	23%	36,617	3,352,161	219,121
AMB Europe Fund I	21%	9,237	1,260,362	60,177
AMB Japan Fund I	20%	7,263	1,498,044	80,074
AMB-SGP Mexico	22%	6,332	357,493	19,014
AMB DFS Fund	15%	20,027	85,270	14,295
AMB 合计		97,255	7,696,385	544,716

5.3 发起人的持股比例

早期，物流地产基金一般以合资公司形式出现，物流地产企业的持股比例较高，在 50%左右，并期望将基金资产并表，以保持资产规模和利润额的最大化（而不是回报率的最大化）。

表 8 是 AMB 1999-2003 年间成立的地产基金，与普洛斯一开始就定位于非并表基金不同，AMB 旗下的 6 只基金在当时全部是并表基金，无表外控制资产，基金杠杆完全来自于财务杠杆，为了保持 7%的净资产回报率，公司的负债率一度上升到 70%水平。

表 8：AMB 早期成立的基金（1999-2003）

合资基金	合资方	AMB 持有 份额	规划投资总 额(千美元)	是否 并表
AMB/Erie, L.P.	Erie 保险公司及其子公司	50%	200,000	是
AMB Institutional Alliance Fund I, L.P.	由 15 家机构投资者组成的非上市 REIT	21%	420,000	是
AMB Partners II, L.P.	旧金山养老金计划	20%	500,000	是
AMB-SGP, L.P.	新加坡政府投资公司 GIC	50%	425,000	是
AMB Institutional Alliance Fund II, L.P.	由 13 家机构投资者组成的非上市 REIT	20%	489,000	是
AMB-AMS, L.P.	荷兰养老基金	39%	200,000	是

但随着基金模式的发展，非并表基金的优势开始显现。2004年AMB发起设立了第一只非并表基金AMB-SGP Mexico，此后发起设立的基金均为非并表基金，并于2006年将开放式基金AMB Institutional Alliance Fund III也转为非并表基金，持股比例相应下降到20%左右。目前，AMB同普洛斯一样，有半数资产通过非并表基金持有。

今天，物流地产基金的发起人（GP）一般在基金中持有20-30%的份额，考虑到资金的分步到位和资产置入时的溢价，股权资金杠杆一般在5倍水平。债务方面，物流地产基金的负债率一般在50%左右，提供企业2倍的财务杠杆：

5倍的股权杠杆×2倍的财务杠杆=10倍的总资金杠杆

2009年底，普洛斯以19亿美元的投资支撑了近200亿美元的基金资产，而AMB则以5亿美元的投资支撑了80亿美元的基金资产，杠杆率均在10倍以上。

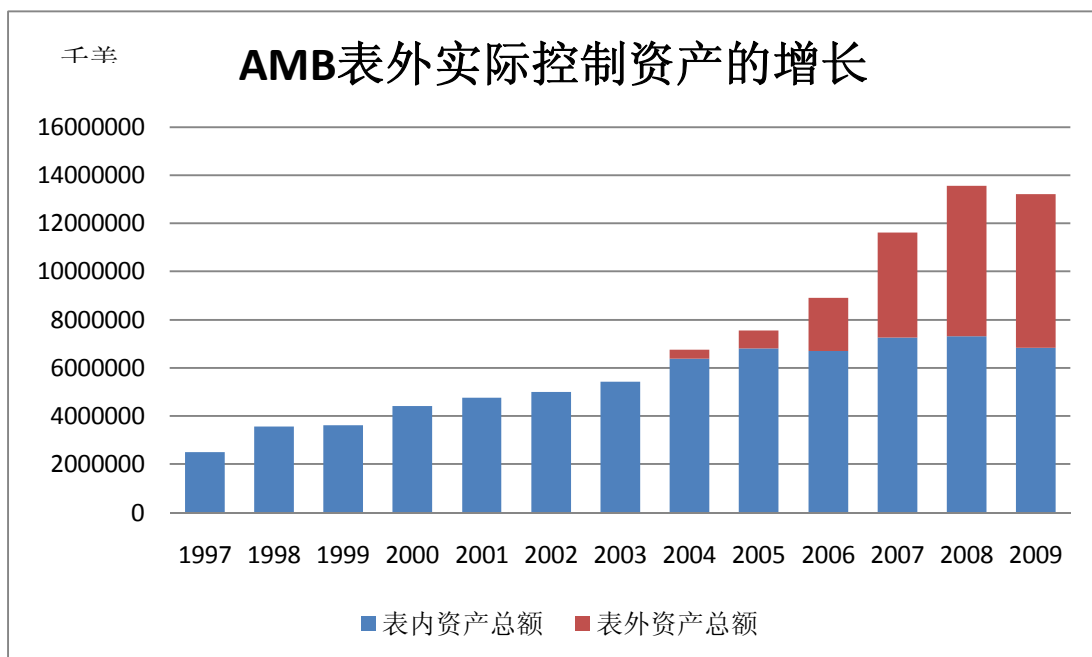


图 15 AMB 表外实际控制资产的增长

5.4 管理费及业绩提成

基金收益由三部分构成：1) 基金管理费；2) 业绩提成（超额收益分享）；3) 基金份额收益。

其中，基金管理费又包括：收购管理费，一般为收购资产总额的0.9%；开发或再开发管理费，开发成本的0.5-1.0%；物业（基金）管理费，有三种收费模



式，分别适用于不同的基金发展策略，以稳定现金流为目标的基金强调净经营利润（NOI）的增长，基金管理费通常为净经营利润的 7.5%，以规模扩张为目标的基金强调资产增长，基金管理费通常为投资资产总额的 0.75%，但有时基金投资人为了防止管理人滥用杠杆，会要求以权益投资总额来替代投资资产总额，即，基金管理费是基金权益投资总额的 1.5%。

业绩提成方面，成熟市场物流地产基金的目标收益率（业绩提成门槛）一般为 9-10%（内部回报率 IRR），超过目标收益的部分，一般合伙人（GP）将提取 15-20%的业绩提成收益；当实际收益率超过 12-13%时，超额部分的提成比例会进一步上升到 20-25%。

表 9：AMB 旗下基金的管理费及收益提成协议

AMB 旗下基金	管理费及业绩提成
美国及墨西哥基金	
收购管理费	收购资产总额的 0.9%
物业管理费	年净经营收入 (NOI) 的 7.5%
开发管理费	开发和再开发项目成本的 0.7%
业绩提成	内部回报率 (IRR) 超过 9% 部分提成 15%
	内部回报率超过 12% 部分提成 20%
日本基金	
收购管理费	收购资产总额的 0.9%
基金管理费	基金投入净资产额的 1.5%
业绩提成	内部回报率 (IRR) 超过 10% 部分提成 20%
	内部回报率超过 13% 部分提成 25%
欧洲基金	
收购管理费	收购资产总额的 0.9%
基金管理费	总资产价值 0.75%
业绩提成	内部回报率 (IRR) 超过 9% 部分提成 20%
	内部回报率超过 12% 部分提成 25%

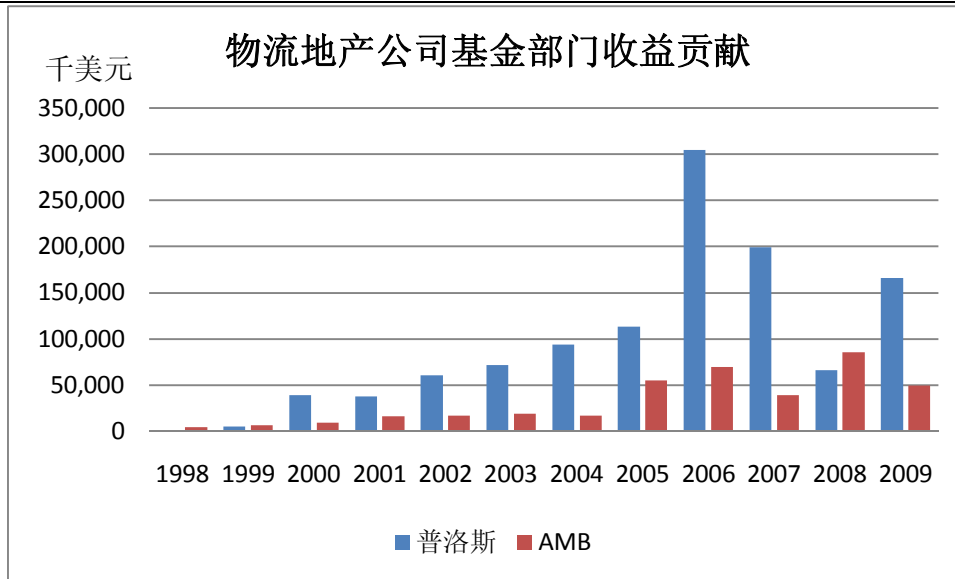


图 16 物流地产公司基金部门的收益贡献

5. 5 关联交易的公允性：资本化率+对赌条款

由地产企业主导的私募基金必然会面临关联交易公允性的置疑。在成熟市场，核心型基金的资产定价相对简单透明：由于转让的物业一般为稳定经营物业，因此，转让价通常为转让时年净租金收益除以市场公认的资本化率（在 6-7% 水平），具体由第三方专业评估机构确定；在金融危机背景下，由于投资人要求的风险溢价更高，资本化率会上升到 8-10% 水平（即，转让价为稳定经营时年净租金收益的 10-12 倍），在此基础行，基金发起方（地产企业）为了获取投资人的信心，通常会做出进一步的价格折让，此时转让价的资本化率会较当时市场平均水平再高出 0.25-0.75 个百分点，即，转让价较当时市场价再折让 3-10%，但转让方（地产企业）会与基金方约定，如果未来物业价值（或租金收益）升至目标水平，则由基金投资人补交部分对价款或增加转让方在基金中的持股比例，从而使转让价回到市场水平。

在国内，由于资产定价模式习惯上以楼面价为主要参考指标，较少使用资本化率指标，因此，资产价格通常高于由租金收益率确定的价格水平；但为了保障基金中投资人的收益率，在将资产置入基金时，转让价通常需要较市场价做出一定折让，最终价格的确定很可能是一个介于由净租金收益和资本化率所确定的价格下限与由可比楼面价所确定的价格上限之间的值。



同时为弥合有限合伙人(基金投资人)与一般合伙人(发起基金的地产企业)之间的定价差异,可适当引入对赌条款,即,资产置入时的转让价较低,但约定如果物业价值或租金收益提升到目标水平,则由基金投资人补交部分价款或自动增加发起公司在基金中的持股比例。

5.6 基金期限和业绩结算期

多数私募地产基金都是封闭式基金,期限在 7-14 年,通常有 2-4 年的延期选择权,即,当基金结束时如果市场环境较差,在与投资人协商一致的情况下可选择将基金期限延长 2-4 年,以争取更好的资产处置条件;此外,有些基金如果到期时业绩较好,也可由投资人选择延长 1 个基金期(7-14 年)。

封闭式基金的业绩提成一般发生在基金结束时。

也有少数基金采用开放式结构,此类基金没有固定期限,在基金成立后 3-4 年开放赎回,每 3-5 年结算一次业绩。如 AMB 旗下的 2 只开放式物流地产基金,AMB 机构投资人联合基金 3 号(AMB Institutional Alliance Fund III)和 AMB 欧洲基金(AMB Europe Fund I)。其中,AMB Institutional Fund III 于 2004 年成立,发起时从第三方募集资金 1.36 亿美元,后来不断有新资金认购,目前总投资资产规模达到 32.7 亿美元,AMB 占 23%权益。而 AMB Europe Fund I 则主要持有欧洲地区的成熟物业,2007 年成立,目前总投资资产规模达到 12.6 亿美元。至于以销售为目的的开发式基金,则在每次项目出售时就出售项目结算业绩提成。

表 10: AMB 旗下基金的到期日和业绩结算日

	成立日期	到期日	业绩结算
AMB-SGP	2001 年 3 月	2011 年 3 月,可延长 10 年	10 年期满时
AMB Institutional Alliance Fund II	2001 年 6 月	2014 年 12 月	基金结束时
AMB-AMS	2004 年 6 月	2012 年 12 月,可延长 4 年	基金结束时
AMB Institutional Alliance Fund III	2004 年 10 月	开放式,无到期日,成立 4 年后可赎回	每 3 年结算 1 次
AMB-SGP Mexico	2004 年 12 月	2011 年 12 月,可延长 7 年	7 年期满时
AMB Japan Fund I	2005 年 6 月	2013 年 6 月,可延长 2 年	基金结束时
AMB DFS Fund I	2006 年 10 月	无固定期限	项目出售时
AMB Europe Fund I	2007 年 6 月	开放式,无到期日,成立 4 年后可赎回	每 3 年结算 1 次

5.7 基金的退出渠道

由于私募地产基金大多有固定的到期日，因此，到期后基金资产的处置和退出渠道就成为决定基金能否成功募集的重要因素。一般来说，基金的退出渠道有 4 个：基金延期、用新基金吸收合并旧基金、基金资产上市和基金资产出让清算。

5.7.1 基金延期

一些运营较好、回报率稳定的基金在到期后投资人可选择滚动延长 1 个基金期，如 AMB 与新加坡国家投资公司 GIC 合作的 2 只基金，期限分别为 10 年和 7 年，到期后，经双方协商可选择再延长 10 年（7 年）。不过，此类基金一般是 1 对 1 基金，基金管理人与投资人的沟通比较容易，在是否滚动延期的问题上能够形成一致决策。

5.7.2 新基金吸收合并旧基金

对于成功的基金管理公司，更普遍使用的退出渠道是成立新基金、吸收合并旧基金，吸收合并的另一个好处是发起公司可以选在市场环境较好的时候提前结束旧基金，从而加速业绩提成的兑现。

如 2006 年，普洛斯就从合作伙伴 Arcapita Bank 处收购了普洛斯北美物业基金 2 号、3 号、4 号（Prologis North American Property Fund II、III、IV）的 80% 权益收购，然后将这 3 只基金的相关资产和负债置入新发起的北美产业基金（North American Industrial Fund），该基金是普洛斯与 10 个机构投资人合资成立的，在 2009 年 2 月前，机构投资人将投入 14 亿美元，用以吸收合并 3 只旧基金并拓展新物业。结束旧基金的同时，普洛斯确认了 7160 万美元的收益（包括 2200 万美元的业绩提成）。

2007 年，普洛斯又通过新设立北美产业基金 2 号（North American Industrial Fund II）来吸收合并北美物业基金 5 号（North American Property Fund V）。北美物业基金 5 号的大部分权益由普洛斯与麦格里（Macquarie）合资成立的澳大利亚上市基金 MPR（Macquarie Prologis Trust）持有；2007 年 7 月普洛斯以 20 亿美元（12 亿美元的现金支付和 8 亿美元的承债）将 MPR 整体私有化收购，其中，



现金支付部分主要是花旗集团提供的并购贷款，包括 4.73 亿美元的定期贷款和 6.46 亿美元的可转换贷款；此后，普洛斯将 MPR 的全部资产和收购所形成的全部负债置入新设立的北美产业基金 2 号；2007 年 8 月，花旗将 5.46 亿美元的可转换贷款转换为北美产业基金 2 号的权益份额，而普洛斯则追加了 1 亿美元投资，以替代花旗剩余的 1 亿美元可转换贷款。完成上述架构后，花旗占有新基金 63.1% 权益，普洛斯占有 36.9% 权益，同时普洛斯确认了在北美物业基金 5 号中的 6860 万美元收益。

除了普洛斯，AMB 也频繁使用新基金来吸收合并旧基金。2008 年 AMB 就与旗下 AMB Partners II 的投资人达成协议，投资人可以将所持有的 AMB Partners II 的份额转换为 AMB Alliance Fund III 的份额，不愿意转换的部分，可由 AMB 提前赎回，同年，AMB Alliance Fund III 还整体收购了合资基金 AMB Erie，从而完成了基金的吸收合并。

5. 7. 3 基金资产上市

基金退出的另一个渠道是将旗下资产分拆或整体上市。如，2006 年 9 月普洛斯就将旗下欧洲基金在 Euronext 公开上市，上市给此前的基金投资人（相当于 Pre-IPO 的战略投资人）带来了超额收益，而普洛斯也因此得了 1.09 亿美元的业绩提成，并在上市公司中保留 24% 权益。

5. 7. 4 资产清算转让

以上几种退出渠道都是在基金成功运营时的退出方式，但是，当市场处于低谷环境或基金资产经营不善时，以资产转让为主要方式的基金清盘就成为一个重要的退出路径，如 2009 年金融海啸中，普洛斯就出让了中国资产和日本基金的份额。