

租售并举转型之路：

总结篇

一、 租售并举转型的几种模式

1. 1 香港模式

香港模式以新鸿基为代表，强调“以售养租”和“以租养售”的内部现金流平衡，目标是通过拥有资产、获取租金来实现多元化经营，提高企业整体抗冲击能力。

香港模式是在传统金融环境里发展起来的租售并举模式，以新鸿基为例，70%以上的投入资本金来自内部现金流，外部股权融资和债权融资各自提供了约 15%的资本金（公司目前 400 亿港元的借款，2200 亿港元权益资本，其中，过去三十年累积的资本市场净股权融资额仅为 375 亿港元），至今郭氏家族仍控股 40%以上。

对内部现金流平衡的高度依赖决定了沿香港模式转型的企业，自身的规模要求较高，转型期风险也较大，而且需要 10-20 年才能完成转型。

1. 2 新加坡模式

新加坡模式以嘉德置地为代表，强调“私募地产基金+REITS”的地产基金平台作用，目标是借助第三方资金来实现轻资产运营，在获取管理费收益的同时分享投资收益。

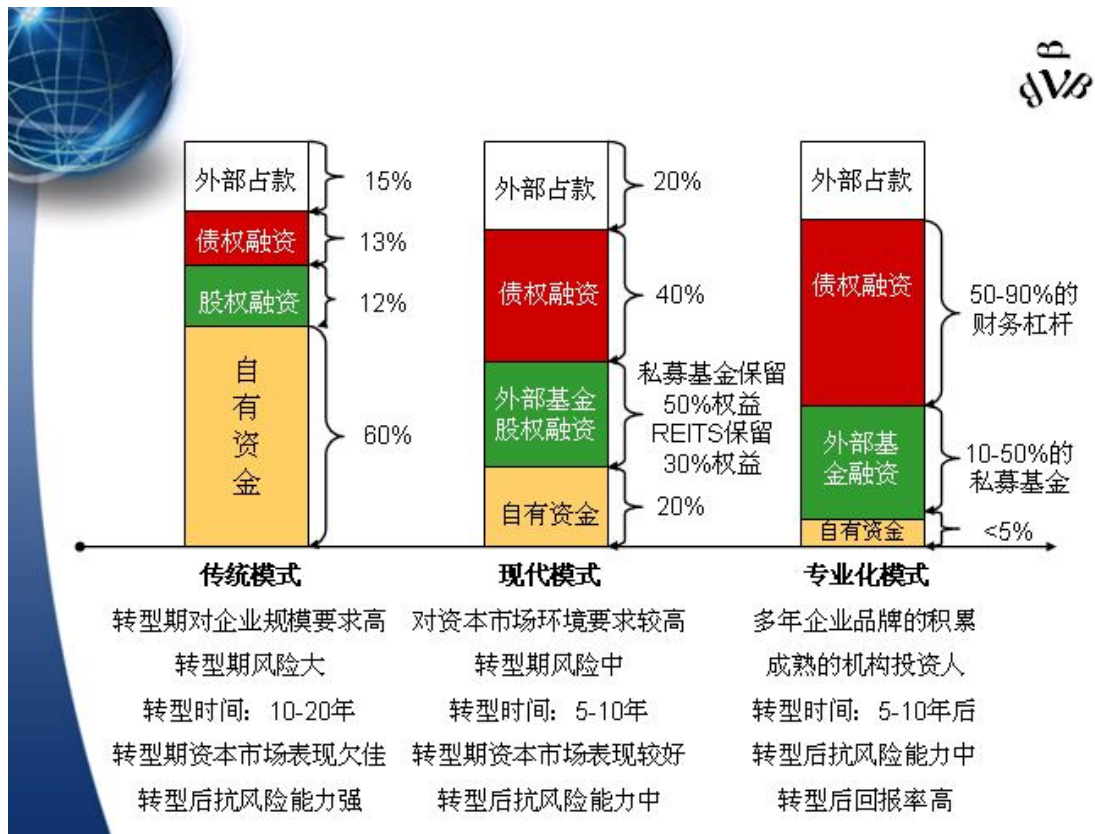
新加坡模式是在现代金融环境里发展起来的租售并举模式，以嘉德为例，公司在旗下 REITS 里平均持有 30%权益，在私募地产基金里平均持有 50%权益，结果，仅有 20-25%的资本金来自于内部现金流，35-40%的资本金来自于外部基金融资，40%的资本来自于外部借款融资（嘉德自身总资产 250 亿新元，其中债权融资 98 亿新元，净股权融资 18 亿新元；而过去 8 年，嘉德累计通过私募基金融资 84 亿新元；旗下 5 只 REITS 累积债权融资 71 亿新元，累积股权融资 44 亿新元——CMT 上市融资 23.2 亿新元，CCT 上市融资 9.2 亿新元，ART 上市融资 2.6 亿新元，QCT 上市融资 2.3 亿新元，CRCT 上市融资 6.5 亿新元；公司自身 250 亿新元总资产中，债项融资 98 亿新元，净股权融资 18 亿新元）。

借助外部基金平台，新加坡租售并举模式的转型风险降低，转型时间也缩短为 5-10 年，但转型对外部资本市场环境提出了较高的要求，需要有开放的 REITS 市场和私募基金市场。

1. 3 美国模式

新加坡模式的极致是美国的定制模式，它强调专业化的费用分成收益。以铁狮门（Tishman）为例，公司在旗下私募基金中的平均持股比例不到 5%，借助基金平台和杠杆融资，繁荣期铁狮门可以通过管理费提取和业绩分成的方式分享 40%的收益。

不过，美国模式对企业自身实力和外部金融环境都提出了较高要求：不仅专业化品牌的积累需要几十年、甚至上百年的经验沉淀和大型项目的支撑，而且还需要有一批成熟、认同专业管理能力的机构投资者，如保险资金、养老基金等，此外，摩根士丹利、高盛等大型投资银行的存在，也在很大程度上平滑了金融市场的摩擦系数，而上述金融环境在今天的中国还难以企及。

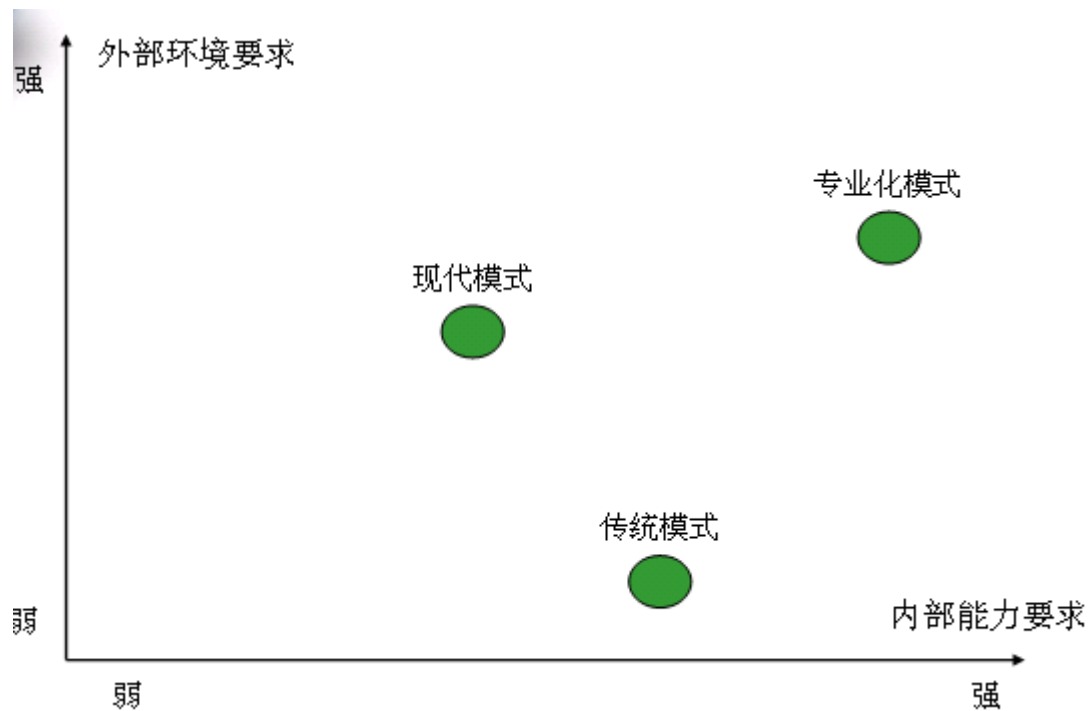


二、 几种模式的比较

由以上分析不难看出，香港的传统模式对外部金融环境的要求不高，但对企业自身的规模要求较高，由于投资支出以内部自给为主，因此转型期风险大，转型时间长，在 REITS 等专业化商业地产投资工具出现后，还可能遭遇资本市场折价。从某种意义上讲，新鸿基的成功有其历史时代的背景。

与之相对，新加坡模式是现代金融体系下的产物，充分利用了私募基金和 REITS 等金融工具，通过分拆方式实现不同风险-收益资产与特定偏好投资人的匹配，从而降低了对企业自身的现金流要求，缩短了转型时间，资本市场表现也较好。

而美国的专业化模式则是新加坡模式的极致，自有资金比例进一步降低——以不到 5% 的资本投入获取 40% 的收益，这对于国内地产企业来说无疑是一种理想的模式。但这一模式无论是对企业自身的品牌还是外部金融环境都提出了更高的要求，而且在流动性充沛的高杠杆下企业的财务风险也将上升。目前国内还不具备实施这一模式的环境。



三、国内企业的模式选择

在内地，尽管有不少地产企业在尝试租售并举之路，但真正成规模的企业较少。

所谓的“万达模式”，其实就是激进版的“新鸿基模式”，但由于负债较高，万达曾一度面临资金链断裂的危机，即使今天，在万达的城市综合体中，真正的投资物业占比仍较低，多数物业被销售——万达仍处于新鸿基的转型前期阶段。实际上，今天国内真正具有沿香港模式转型基础的企业仍是极少数。至于美国模式，则显然缺乏现实金融环境的支持。鉴于此，我们认为新加坡模式将成为未来中国地产企业租售并举转型的主要路径。

其实，无论是华润还是中粮，都希望用集团力量来孵化投资物业，待 REITS 等金融工具推出后再实现分拆上市和证券化融资，这些集团的目标都是嘉德模式，但路径却仍过于粗糙——新加坡模式的结果是多渠道融资，但它的本质是通过资产的分拆、收益阶段的分解和投资人的匹配来创造价值，也因此，“PE+REITS”的模式、细分的基金定位才是嘉德模式的关键。

当然，任何模式的最终核心都必须是投资物业本身能提供长期中合理的回报，也因此无论在何种模式下，任何高估背景下的投资都无法避免损失的结局。