

嘉宝集团 (600622.SH)

顺势而生，初露锋芒

● 房地产基金：时势造英雄，发展潜力巨大

我们认为，中国的房地产大资管时代已经到来，持续看好主动管理型的房地产基金的未来发展空间。通过研究美国黑石和新加坡凯德，房地产基金发展的时代背景类似，一是无风险利率下行优质资产资产荒，二是金融工具特别是 REITs 发展连接资金和资产。同时，我们梳理了房地产基金的业务模式（募投管退）各项细节，并对其收入利润的驱动因素进行了详尽分析。

● 成长之道：透过凯德和黑石，看房地产基金核心竞争力

凯德创造了独树一帜的房地产基金“凯德模式”，PE+不动产运营+REITs，融合其优秀的不动产（特别是零售商场）运营管理能力以及强大的金融能力（新加坡第一个上市 REITs），AUM 规模五年 CAGR 超过 50%，目前为 460 亿新元。黑石则是全能型房地产基金，资金平台（养老保险资金等长期信任）+资产平台（各类不动产专业运营管理能力输出）双轮驱动，发展最快的十年 AUM 规模 CARG 达到 34%，目前为 939 亿美元。

● 顺势而生：国内房地产基金龙头初露锋芒

光大安石是中国光大控股旗下主动型房地产基金，国内规模最大、综合能力最强。拥有自有品牌“大融城”，依托股东金融资源和自身专业能力，打造中国版凯德模式（PE+不动产运营+类资产证券化），规模增长值得期待。

● 嘉宝集团：优质稀缺的房地产基金 A 股投资标的

嘉宝已现金收购光大安石 51% 股权，从 17 年开始并表；中国光大控股目前是第一大股东。嘉宝当前可售货值 100 亿元，现金流充沛，地产利润贡献稳定。预计公司 17、18 年 EPS 为 0.77、0.95 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

房地产市场政策收紧影响公司地产销售。房地产基金业务受资金收紧影响扩张速度放缓。中国 REITs 和类资产证券化推进速度低于预期。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1637	2096	2300	3163	3644
增长率(%)	-13.8%	28.0%	9.8%	37.5%	15.2%
EBITDA(百万元)	328	302	415	838	1076
净利润(百万元)	359	275	344	525	646
增长率(%)	5.8%	-23.4%	25.1%	52.7%	23.1%
EPS（元/股）	0.53	0.40	0.50	0.77	0.95
市盈率（P/E）	28.69	37.74	39.74	26.02	21.15
市净率（P/B）	3.47	3.27	4.07	3.52	3.02
EV/EBITDA	17.37	31.11	20.68	12.76	7.91

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

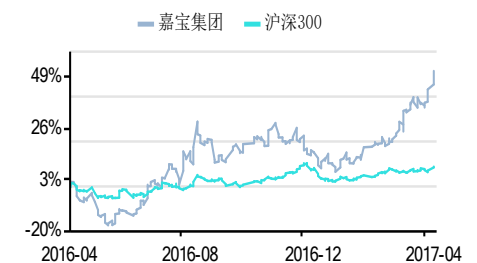
公司评级

当前价格	20.00 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-10

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	683/514
流通 A 股市值（百万元）	13,652
每股净资产（元）	6.12
资产负债率（%）	62.39
一年内最高/最低（元）	20.50/11.35

相对市场表现



分析师：乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师：郭镇 S0260514080003



010-59136622



guoz@gf.com.cn

分析师：金山 S0260515090001



021-60750652



jinshan@gf.com.cn

相关研究：

房地产大资管时代的优质稀缺标的	2016-11-08
模式复制，地产基金项目合作投资再落地	2016-07-19
与光大安石协作打造优质地产基金平台	2016-04-14

联系人：李飞

gflifei@gf.com.cn

目录索引

房地产基金：时势造英雄，发展潜力巨大	5
崛起之宏观背景：低利率时代，优质资产“资产荒”	5
崛起之行业背景：REITs 爆发式增长，连接“资金”与“资产”	7
房地产基金之业务模式：主动管理，“募投管退”全覆盖形成资金闭环	9
“募”：多渠道、多类别的资金来源是关键	10
“投”+“管”：团队和资源是核心竞争力	11
“退”：本质是资产证券化，RIETs 为主，多元渠道为辅	11
房地产基金之利润特征：规模快速增长阶段以管理费为核心驱动力	11
收入构成：基金管理人以管理费收入为主，逐步叠加业绩提成和投资损益	11
盈利空间：经营成本仅包括薪酬和运营费用，利润率较高	13
成长之道：透过凯德和黑石，看房地产基金核心竞争力	13
凯德：独树一帜的“凯德模式”，专注 SHOPPING MALL 的房地产基金	13
黑石：全能型房地产基金，“资金平台”+“资产平台”双轮驱动	19
顺势而生，国内房地产基金龙头初露锋芒	24
光大安石：国内规模最大、综合能力最强的房地产基金	24
股东金融资源优势显著、管理团队专业且经验丰富，奠定核心竞争力	26
中国版的“凯德模式”，综合能力出众，打通募投管退全产业链条	27
光大安石收入和净利润预测和展望	29
嘉宝集团：优质稀缺的房地产基金 A 股投资标的	30
嘉宝集团现金收购光大安石、安石资管各 51% 股权，双方关系更加紧密	30
嘉宝集团 RNAV 约 84 亿元，地产可售货值约 100 亿元，现金流充裕	32
预计嘉宝集团 17、18、19 年 EPS 分别为 0.77、0.95、1.15 元	33
风险提示	34

图表索引

图 1：新加坡无风险利率趋势下行	5
图 2：新加坡 M2 增速持续上升	5
图 3：凯德 CRCT 旗下管理的 Mall 的 NPI 收益率	6
图 4：凯德集团房地产基金业务 AUM	6
图 5：黑石房地产基金机会型基金 BREP 各期承诺资本规模（亿美元）	6
图 6：美国无风险利率趋势下行	7
图 7：黑石房地产基金 BREP 各期净 IRR	7
图 8：美国退休资产中配置证券规模（亿美元）	7
图 9：美国寿险公司持有证券规模（亿美元）	7

图 10: 新加坡上市 REITs 总市值 (十亿新元)	8
图 11: 新加坡上市 REITs 投资收益率 (按类别)	8
图 12: 美国 REITs 总市值规模 (十亿美元)	9
图 13: 黑石房地产基金投资业态分类 (亿美元)	9
图 14: 黑石房地产基金基础管理费收入和管理费率	11
图 15: 凯德旗下 CRCT 管理人收取的基础管理费	11
图 16: 黑石房地产基金公司收入分类 (亿美元)	12
图 17: 凯德旗下 CRCT 管理人收入分类 (万新元)	12
图 18: 黑石房地产基金经营成本率和经济利润率	13
图 19: 黑石集团整体净利润率 (含少数股东损益)	13
图 20: 凯德集团旗下房地产基金 AUM 地域分布概览 (亿新元)	14
图 21: 房地产基金的“凯德模式”	15
图 22: 北京西直门凯德 Mall 年客流量	16
图 23: 北京西直门凯德 Mall 租金毛收入和净收入	16
图 24: 北京西直门凯德 Mall 估值和 NPI 收益率	16
图 25: 凯德集团房地产基金业务收入与 EBITDA	17
图 26: 凯德在 shopping mall 的“定制化”和“标准化”模式	18
图 27: 黑石集团整体 AUM 规模	19
图 28: 黑石集团分业务 AUM (亿美元) 及其占比	19
图 29: 黑石房地产基金投资业态分类 (按投资额)	20
图 30: 黑石房地产基金投资区域分布 (累计)	20
图 31: 凯德房地产基金单支 PE 募资规模	20
图 32: 黑石房地产基金“资金平台”单只基金规模	20
图 33: 黑石的 LP 类别 (按资金来源)	21
图 34: LP 对黑石的充分信任	21
图 35: 全球 TOP10 房地产基金过去五年募资规模	21
图 36: 黑石收购 EOP 案例全解析	22
图 37: 黑石房地产基金各类不动产业态的“资产平台”	23
图 38: 黑石房地产基金高级管理董事专业背景情况	24
图 39: 2015 中国房地产基金综合能力 TOP10	25
图 40: 2016 中国商业地产项目品牌价值 TOP10	25
图 41: 光大安石股东情况以及光大集团金融资源	26
图 42: 光大安石部分高级管理人员介绍	27
图 43: 光大安石对于重庆江北大融城的改造过程	27
图 44: 重庆江北大融城改造前	28
图 45: 重庆江北大融城改造后	28
图 46: 重庆江北大融城——青年主题购物公园	28
图 47: 重庆江北大融城租金收入情况	28
图 48: 光大安石房地产基金 AUM 增速比较和展望	30
图 49: 中国规模以上购物中心存量及增量趋势	30
图 50: 光大安石收入和净利润测算和展望	30
图 51: 嘉宝集团现金收购光大安石 51% 股权 (和安石资管 51% 股权) 情况	31
图 52: 嘉宝集团毛利率与净利率	32

图 53: 嘉宝集团经营性现金流净额和资产负债率*	33
图 54: 嘉宝集团资产负债表简化版 (16Q3, 亿元)	33
图 55: 嘉宝集团预收账款余额	34
图 56: 嘉宝集团存货余额	34
表 1: 新加坡 REITs 的市场概括及法律法规	8
表 2: 国内房地产业务信托公司与海外房地产基金管理公司比较	10
表 3: 房地产基金管理公司收入分析 (以黑石房地产基金和凯德 CRCT 为例)	12
表 4: 凯德旗下部分投资于中国的私募基金情况	14
表 5: 凯德旗下部分上市 REITs 情况	15
表 6: 凯德集团部分高管专业背景	17
表 7: 光大安石投资“美元基金”时期 (2008-2012 年)	24
表 8: 光大安石自有品牌“大融城”shopping mall 基本情况	25
表 9: 光大安石房地产基金业务模式与“凯德模式”的比较分析	29
表 10: 嘉宝集团前 10 大股东 (16Q3, 以及最新增持公告)	31
表 11: 嘉宝集团房地产项目表	32
表 12: 嘉宝集团房地产可售资源情况	33
表 13: 嘉宝集团盈利预测 (光大安石 51%股权 2017 年开始合并报表)	34

我们在去年的年度策略报告中，首次提出中国的房地产大资管行业机遇已经出现，持续看好中国主动管理型的房地产基金未来的发展空间。我们花了半年时间仔细研究了房地产基金这个行业，主要研究对象是美国的黑石集团和新加坡的凯德集团。本篇报告是对我们这半年多来的研究成果的一个小小的汇总。

报告分为四大部分，第一部分是房地产基金行业崛起的动因，比较分析黑石和凯德发展壮大的宏观背景，同时简要介绍房地产基金的基本业务模式和利润特征。第二部分则是凯德和黑石的具体模式分析，除了行业崛起之外，这两家公司各自有哪些独特的优势，能够分别成长为亚洲和全球范围内的房地产基金标杆。第三部分我们把目光重新聚焦回国内，对国内发展房地产基金行业的宏观背景做了简要的分析，同时，对当前国内房地产基金龙头光大安石进行重点分析，对其未来的规模和利润空间进行了预测和展望。第四部分则是落实到A股投资标的，即我们一直以来看好的嘉宝集团，对其投资价值再次进行阐述。

房地产基金：时势造英雄，发展潜力巨大

崛起之宏观背景：低利率时代，优质资产“资产荒”

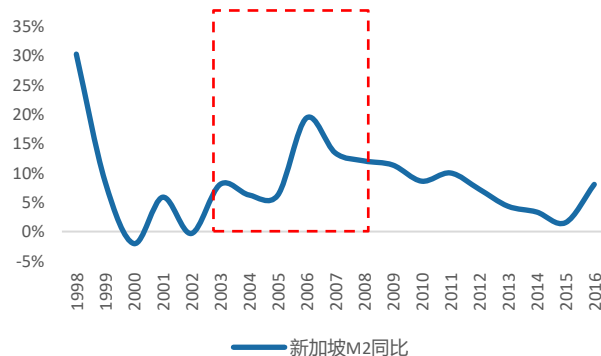
我们研究发现，无论是凯德还是黑石，都是在各自国内无风险利率较低的环境中蓬勃发展起来的。先看凯德，自1998年亚洲金融危机以来，新加坡国内无风险利率呈现趋势性走低，而M2增速开始持续快速回升，大量资金开始寻找能够提供稳健收益率的资产进行配置。凯德房地产基金业务发展最快的五年是2003-08年，当时新加坡国内的已经低至4%以下，而凯德在进入中国后，通过其在新加坡积累的专业能力的输出，所经营管理多个位于中国的shopping mall的NPI收益率平均都稳定在6%以上。这种能够提供稳健回报率、且回报率超过无风险利率的资产，对于新加坡国内资金而言，无疑具备比较强的吸引力（值得一提的是，凯德旗下的一支上市REITs CRCT，第一大unitholder是淡马锡，持有约40%份额），在客观上助推了凯德房地产基金业务规模的迅速增长，AUM从2003年的30亿新元，增长到2008年的250亿新元，年复合增速高达52%。

图1：新加坡无风险利率趋势下行



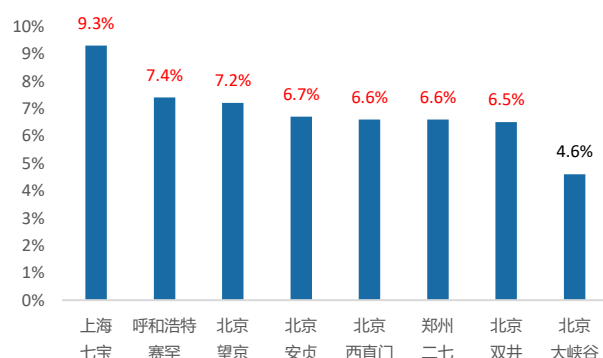
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：新加坡M2增速持续上升



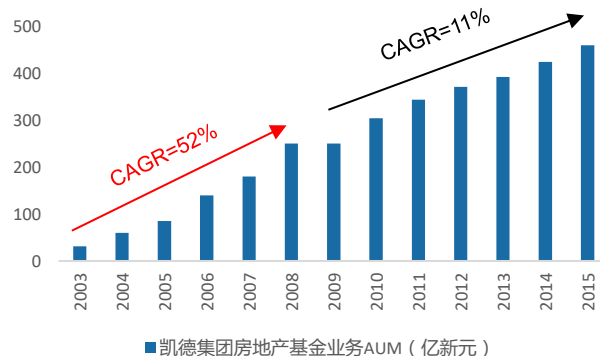
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3: 凯德CRCT旗下管理的Mall的NPI收益率



数据来源: CRCT年报, 广发证券发展研究中心

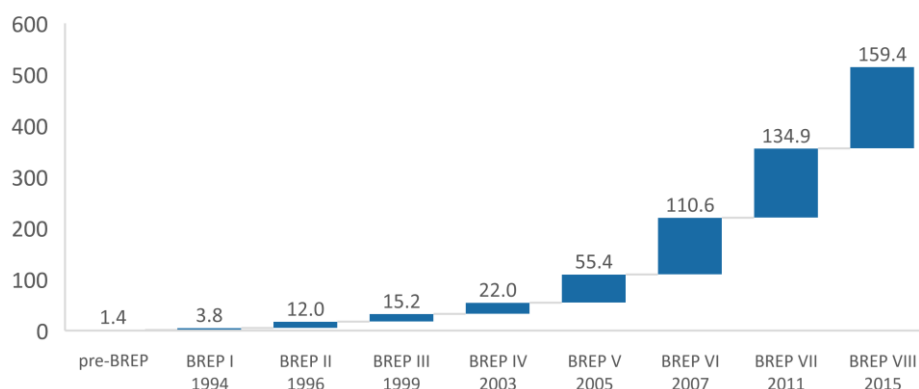
图4: 凯德集团房地产基金业务AUM



数据来源: 凯德集团年报, 广发证券发展研究中心

我们再看黑石。黑石正式介入房地产基金业务是在1991年, 起步阶段的1991-1994年, 黑石房地产基金获得的承诺资本 (committed capital) 仅为1.4亿美元。1994年, 黑石设立第一支机会型基金BREP I, 获得承诺资本3.8亿美元, 自此踏上爆发式增长之路。我们以机会型基金BREP (黑石房地产基金业务中规模最大的“资金平台”) 为例, 黑石几乎每两到四年就会新设立一期BREP, 2003年设立的BREP IV承诺资本突破20亿美元, 2005年的BREP V超过50亿美元, 2007年的BREP VI超过110亿美元, 每新一期的承诺资本规模几乎都是翻倍上升。

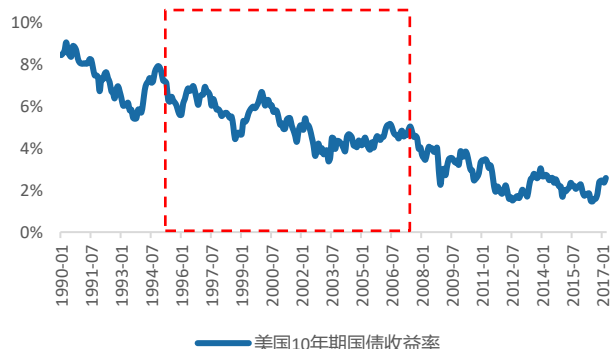
图5: 黑石房地产基金机会型基金BREP各期承诺资本规模 (亿美元)



数据来源: 黑石集团年报, 广发证券发展研究中心, 年份为设立时间

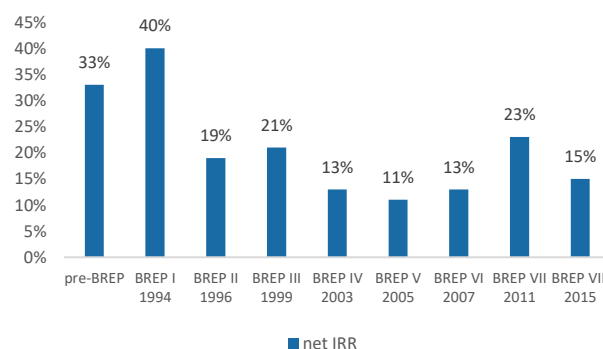
我们可以看到, 黑石的房地产基金业务发展最快的时期是从1995年开始到2007年金融危机之前。而这段时期内美国无风险利率也处于趋势下行的通道中, 从互联网泡沫破灭前的9%, 一路降至2007年的5%以内, 在2008年金融危机之后继续降至2%左右。而我们看黑石房地产基金为投资者创造的投资回报率, BREP的各支基金在各自存续期内的净IRR (net IRR) 平均为17%, 最高的达到40% (BREP I), 最低的也有11% (BREP V)。这样的高回报率, 对于成本低、投资期长的资金而言自然具备非常强的吸引力, 例如美国规模庞大的各类退休资产以及保险资金等。

图6：美国无风险利率趋势下行



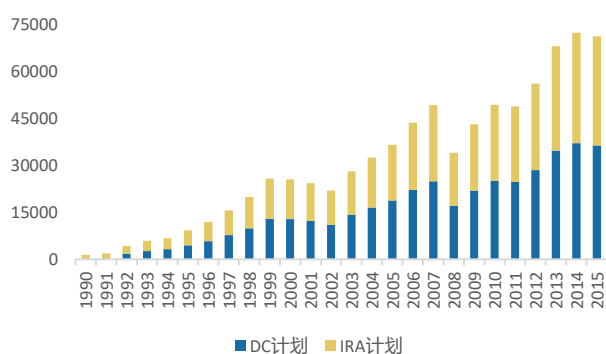
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：黑石房地产基金BREP各期净IRR



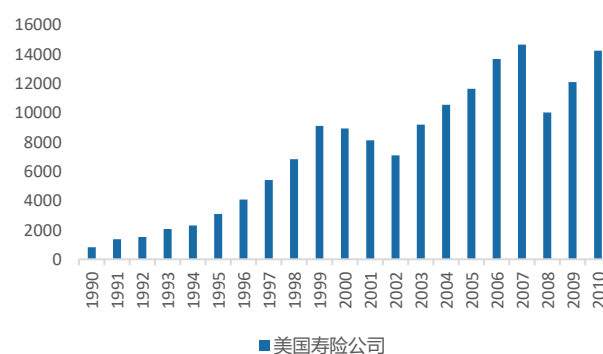
数据来源：黑石集团年报，广发证券发展研究中心，年份为设立时间

图8：美国退休资产中配置证券规模（亿美元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：美国寿险公司持有证券规模（亿美元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

崛起之行业背景：REITs 爆发式增长，连接“资金”与“资产”

如前所述，在无风险利率持续下行的宏观背景下，优质的持有类出租型不动产能够提供稳健且超过 r_f 的NPI收益率，对于低成本长期限的资金而言具备非常强的吸引力，客观上也需要有合适的金融创新工具来连接资金和资产，REITs就在这样的背景下应运而生。无论是凯德还是黑石，他们的房地产基金规模快速增长，很大程度上是受益于同期新加坡和美国REITs规模的爆发式增长。

凯德最为典型。在亚洲，新加坡是继日本之后第二个发展REITs这一金融创新工具的国家。1999年，新加坡MAS（Monetary Authority of Singapore）发布关于REITs的指导方针（Guidelines for Property Funds），正式迈出探索的步伐。2001年，新加坡国内税收部门为REITs提供了“税收透明措施”，只要REITs符合90%以上的分红比例要求，税务部门对REITs投资者获得的股利分红就是免税的，这既避免了双重征税，也在客观上使得REITs投资者获得了更好的投资回报率。2002年7月，新加坡第一支REITs正式在新交所挂牌上市，而这支REITs就是凯德旗下的CapitaLand Mall Trust（CMT）。此后即涌现出大量新的REITs在新交所

挂牌上市，截至目前，共有27支REITs在新交所挂牌上市，包括office类4支（凯德CCT）、retail类5支（凯德CMT、凯德CRCT）、mixed类4支、industrial类7支（如物流地产）、hospitality & healthcare 类5支（凯德Ascott）、其他类 2支。

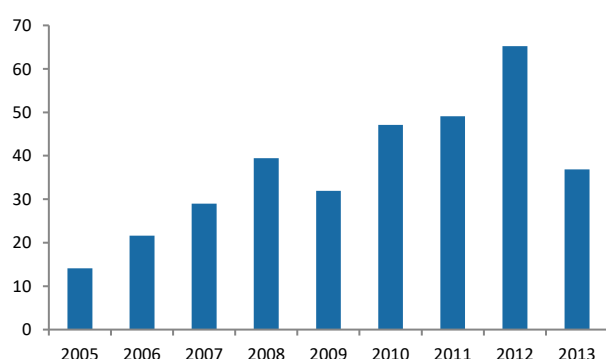
我们在后文中会看到，REITs的产生和运用，对于“凯德模式”（PE+不动产运营+REITs）而言至关重要。简单来看，REITs对于风险偏好较低的资金而言，是投资优质不动产、分享稳定并且较高的租金收益率的重要渠道；对于凯德而言，则是能力和价值变现的重要工具。后文中我们会就此问题进一步阐述。

表1: 新加坡REITs的市场概括及法律法规

新加坡 REITs 市场概括及法律法规	
首支 REITs 上市时间	2002 年 7 月
相关法律法规	Securities and Futures Act (by MAS) Code on Collective Investment Schemes (by MAS) Guidelines for Property Funds (by MAS)
组织结构	公司制或者信托（以信托为主）
上市 REITs 数量	27 支（截至 2016 年 12 月 31 日）
必须上市	必须遵循新加坡交易所规则才能上市交易
最低分红	税前收入的 90%；出售利得无要求
杠杆要求	不超过资产价值的 35%；如果得到穆迪或惠誉评级并为投资者所知晓，可以提高至 60%
股东限制	如果上市，至少 25%的 REITs 份额由超过 500 位公众投资人持有
资产组合	可以投资物业，政府债券和现金等资产；至少 75%资金投资于能产生经常性收入的物业；除非计划一直持有到完工，不得投资于开发阶段项目；来自于租金、分红或利息等来源之外的收入不得超过 10%

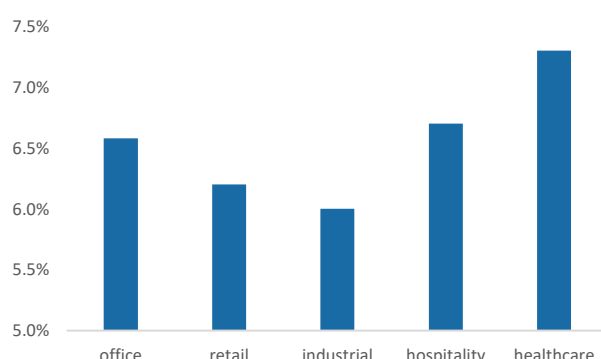
数据来源：NAREIT, MAS, SGX, 广发证券发展研究中心

图10: 新加坡上市REITs总市值（十亿新元）



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图11: 新加坡上市REITs投资收益率（按类别）



数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

美国则是REITs的起源地，1960年出现第一批REITs，经过近六十年的发展，美国目前拥有全世界最发达的REITs市场。REITs在美国的发展有两个比较关键的时间点：第一，1986年制定的税收改革法案（The Tax Reform Act of 1986），在一定程度上放宽了REITs准入标准（资产门槛、收入门槛等），同时，规定REITs

不仅可以持有不动产，也可以直接经营所持有的不动产，而不需要像此前那样通过第三方机构；第二，1991年，允许权益型REITs上市流通，并且，从1993年开始，开放退休基金可以投资REITs（时任美国总统克林顿签署《综合预算调整法》），进一步扩大了机构投资者的规模。因此，我们看到，美国REITs的总规模自1990年开始快速上升，1999年超过1000亿美元，2006年超过4000亿美元。

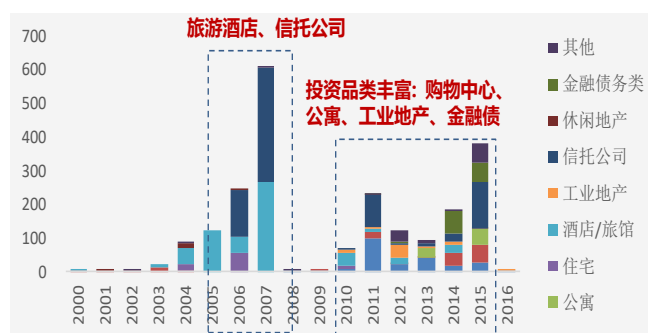
从黑石的角度来看，除了我们后文会提到的三个类私募基金的“资金平台”，黑石房地产基金旗下也有一个在纽交所上市的REITs平台BXMT，与凯德略有不同的是，BXMT是一个mortgage REITs（而不是equity REITs），专注于商办地产的抵押担保业务领域，目前总市值为29亿美元，AUM为94亿美元。尽管REITs在黑石房地产基金业务架构内的AUM占比不高（10%左右），但是REITs的蓬勃发展，也反过来促进了美国持有型不动产的发展和交易活跃度，从而拓展了黑石房地产基金的业务机遇，也丰富了可投资的业态类别。

图12：美国REITs总市值规模（十亿美元）



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图13：黑石房地产基金投资业态分类（亿美元）



数据来源：黑石集团年报，广发证券发展研究中心

房地产基金之业务模式：主动管理，“募投管退”全覆盖形成资金闭环

房地产基金管理人的首要任务是为基金持有人提供适当的投资回报，投资项目主要包括住宅、商场、写字楼、酒店、仓库等，其运营的核心模式可以表述如下：买入资产（低价）---输出专业能力---卖出资产（高价）。这里的关键点是输出专业能力，决定了房地产基金管理人是否是“主动”管理还是“被动”管理。

在2011-2012年的时候，中国的房地产信托一度非常火热，但这些信托公司与本文所说的房地产基金有着本质差异，原因主要在于，信托公司在业务过程中只是充当一条资金的“通道”，业务模式与银行给房企开发贷并没有本质的区别，更为关键的是，无论是银行还是信托公司，资金投入项目之后，几乎不会主动地去介入项目的开发运营的具体流程中去（通常只是监测项目的现金流情况），更不用说在房地产领域的专业能力输出了。

此外，也正是由于信托公司的这种“类贷款”业务形式，银监会在2010年8月出台的《信托公司净资本管理办法》中明确规定，信托公司的净资本不得低于各项风险资本之和的100%，而风险资本则由信托公司各项业务的资产余额乘以银监会发布的风险系数确定，这意味着业务规模相对于净资本的倍数由一个由监管层规定的上限，扩大业务规模的一个必要条件是不断扩大净资本。相比之下，对于房地产

基金管理公司而言，它所能管理的资产规模并不会受公司本身的净资产规模约束，业务扩张的边界更多地取决于“募投管退”的综合能力。以黑石集团为例，截至2015年年末，黑石集团整体AUM为3364亿美元，而净资产规模仅为120亿美元（这里没有使用凯德的数据，是因为凯德集团旗下的REITs由凯德持有部分权益，属于联营公司，因而REITs所持有的基础资产价值会体现在凯德的净资产中）。

表 2：国内房地产业务信托公司与海外房地产基金管理公司比较

	国内（房地产业务）信托公司	房地产基金管理公司（黑石，凯德）
募集资金来源	通常向高净值人群募集	养老金、保险资金等
募集资金特点	投资期限短（通常 1-2 年）	成本低、投资期限长（通常 5 年以上）
不动产项目投资类别	债权类为主	股权类为主
不动产项目投资业态	以出售为主（住宅）	以出租为主（写字楼、商场、出租公寓、物流地产等）
是否参与运营管理	很少，通常只进行现金流监控	始终，资产价值修复（黑石） 始终，资产改良提升（凯德）
退出方式*及其对公司的影响	项目公司归还借款，信托计划结束	出售项目资产为主，资金继续滚存参与新一期的投资（黑石） 项目资产注入上市 REITs，持续经营管理（凯德）
公司业务规模（或 AUM）	受净资产约束	不受净资产约束
公司收入基础	与业务规模相关，受利率波动影响	与 AUM 相关，受管理费率变动影响
公司收入来源	资金“通道”费用为主	管理费收入为主，另有业绩提成和投资收益

数据来源：广发证券发展研究中心，*这里的退出方式是指前期募集资金投资的退出

综合来看，我们认为，主动管理型将是中国房地产基金未来的主流发展方向，从业务模式上讲可以总结为“募、投、管、退”共四个环节，具体阐述如下：

“募”：多渠道、多类别的资金来源是关键

募，即募集资金的能力，它是房地产基金赖以生存和发展的基础保障。关于资金来源，我们有两个维度去衡量：一个是资金的期限，通常来讲，长期资金比短期资金会更加稳定，能够有更多的耐心抵御市场波动；另一个是资金的成本，低成本资金在低风险的环境下可以接受低回报率，高成本资金往往为了追求回报率而愿意承担高风险。低成本资金通常是长期资金，而高成本资金的期限往往较短。

我们认为，每个具体投资项目在不同的发展阶段，所需资金的属性是不同的。例如，在项目初始获得和培育阶段，面临的发展不确定性较大，因此，对接该阶段的资金属性，应该是追求高收益并承担高风险的，同时期限不会太长。以零售商场为例，从拿地到规划到建设到招商，整个周期通常为2-3年，快的话可以控制在2年以内。当项目培育完毕进入成熟期、可以获得稳定的租金收入和租金回报率之后，培育阶段进入的资金退出，改由要求回报率低、同时风险偏好低的资金接手进入。这一模式就是凯德经典的“PE+不动产运营+REITs”模式，PE资金对接项目拿地建设等培育阶段、REITs资金对接项目成熟后收取稳定租金阶段。不过，黑石资金来源与凯德略有不同，作为一家全方位的（不仅仅是房地产基金）私募股权基金，黑石对于资金来源的稳定性和长期性要求更高，以养老金和保险机构资金为主。

“投”+“管”：团队和资源是核心竞争力

前面提到，主动管理型房地产基金的发展空间广阔，其核心优势就是管理团队在“投”和“管”方面的能力。具体而言，“投”主要指丰富的项目资源和成熟的拓展能力，“管”则是对于被投资项目的投后管理，包括全方位的对于各类物业的开发和管理能力（当然，也有专注于某一类物业的房地产基金，如凯德对购物中心改造升级、运营管理的专业化能力），两者相辅相成，以实现被投资项目“增值”进而获得较高的投资回报。资源方面，从凯德和黑石的经验来看，与房企（特别是商业物业开发商）建立良好的合作关系，是其重要的项目资源储备来源，特别是在发展的早期。在项目拓展团队成熟之后，就可以更多依靠自身的品牌和能力不断获取新的项目。

“退”：本质是资产证券化，REITs 为主，多元渠道为辅

在完成前三个环节之后，房地产基金投资项目最后兑现收益的阶段就是退出，一般而言，美国、新加坡以及其他海外市场，房地产基金项目投资的退出大多是以资产证券化的形式完成，特别是标准化的REITs成为退出的主要渠道。

除了REITs之外，海外房地产基金在退出阶段也有很多其他尝试。比如前面提到的黑石收购希尔顿案例，黑石最终是以希尔顿IPO的形式退出，兑现投资收益，这就类似于国内比较多的PE、VC的退出模式。再比如我们后面会重点介绍的黑石收购EOP案例中，最终的退出方式是分拆资产、重新组合后、直接出售。

房地产基金之利润特征：规模快速增长阶段以管理费为核心驱动力

收入构成：基金管理人以管理费收入为主，逐步叠加业绩提成和投资损益

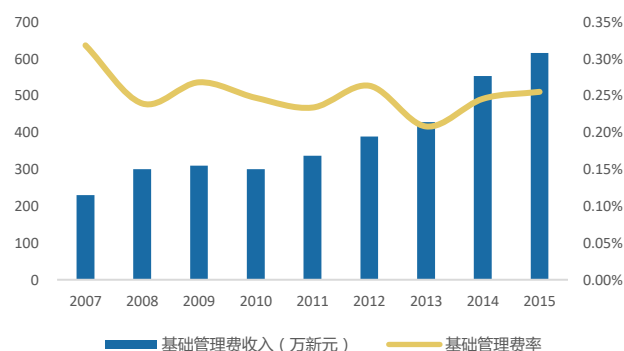
房地产基金管理公司的收入最稳定的部分来自于基础管理费（base fee），其与fee-earning AUM规模直接相关，黑石的基础管理费率通常在1%-1.5%，而凯德房地产基金的管理费率则偏低一些，因为凯德现阶段以REITs管理为主，而REITs旗下的物业均比较成熟，已进入稳定回报期，以CRCT为例，信托合约规定的基础管理费费率为0.25%，2015年，CRCT旗下管理的物业市场估值约为24亿新元，CRCT管理人收取的基础管理费为615万新元，比值为0.26%。

图14：黑石房地产基金基础管理费收入和管理费率



数据来源：黑石集团年报，广发证券发展研究中心

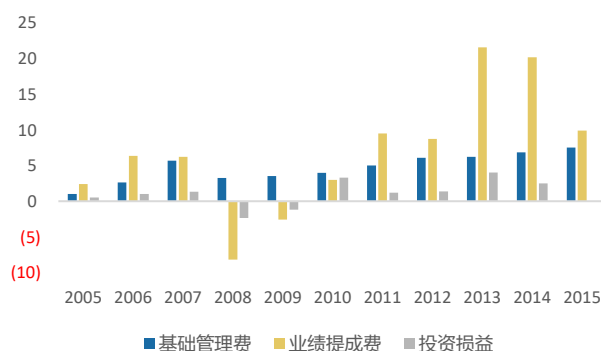
图15：凯德旗下CRCT管理人收取的基础管理费



数据来源：CRCT年报，广发证券发展研究中心

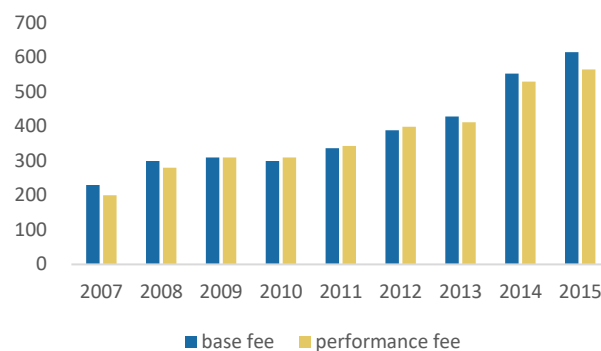
基础管理费之外，房地产基金公司的收入还包括业绩提成费（performance fee）和自有资金投资损益。以黑石为例，从有细分数据的年份2004年开始，黑石房地产基金业务的收入中，业绩提成费就已经超过了基础管理费，成为重要的收入来源，当然，在2008-09年金融危机时期，由于不动产价值的大幅波动，黑石投资的物业资产价值同样受到较大的负面冲击，因此，对于基金投资者的“业绩提成”就变成了“业绩补偿”。再看凯德旗下的CRCT，CRCT管理人的业绩提成费基本与基础管理费收入相当，且CRCT旗下的物业大部分在中国核心城市（北京5个、上海1个、武汉1个、郑州1个、芜湖1个、呼和浩特1个），都是已经运营成熟的shopping mall，因而受金融危机的冲击相对较小。我们认为，业绩提成收入与宏观经济、市场环境等密切相关。在市场前景较好的时候，基金投资回报率预期较高，容易达成合同约定的指标阈值（threshold），房地产基金管理人能够获得正的业绩提成；反之，则可能没有业绩提成甚至要计提为负数。因此，从某种意义上讲，业绩提成的机制是对房地产基金管理人的一种激励手段。

图16: 黑石房地产基金公司收入分类（亿美元）



数据来源：黑石集团年报，广发证券发展研究中心

图17: 凯德旗下CRCT管理人收入分类（万新元）



数据来源：CRCT年报，广发证券发展研究中心

自有资金投资损益，是指房地产基金管理公司自己出资投入项目，所获取投资收益或者承受投资亏损。一般而言，房地产基金管理公司达到一定规模、运作十分成熟之后，才会逐步加入自有资金投入项目的比例。此外，自有资金投入通常也是和LP要求基金管理人自身跟投也有关系。

表 3: 房地产基金管理公司收入分析（以黑石房地产基金和凯德 CRCT 为例）

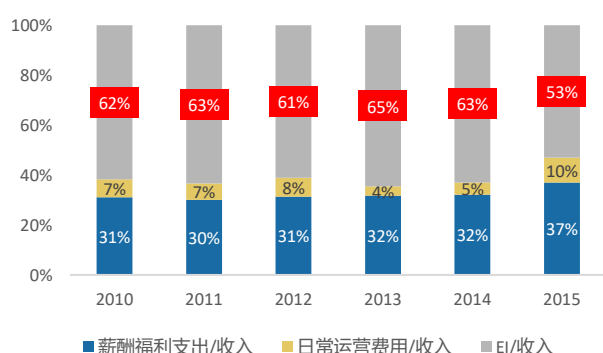
	黑石房地产基金管理人	凯德 CRCT 管理人
所投资不动产业态	全方位、多类型	shopping mall
所投资不动产所处发展阶段	以价值修复阶段为主	大多进入成熟期，稳定运营
对应投资者资金风险偏好	高低混合	较低，REITs 型（低风险偏好、稳健收益）
基础管理费收入	AUM 的 1%-1.5%	portfolio 市场价值的 0.25%
业绩提成费收入	因具体项目而异，波动较大，有时会为“补偿”	达到 REITs 投资者回报率要求后，收取 NPI 的 4%，波动较小
投资损益收入	LP 要求公司跟投，占比较小	无

数据来源：黑石集团年报，CRCT 年报，广发证券发展研究中心

盈利空间：经营成本仅包括薪酬和运营费用，利润率较高

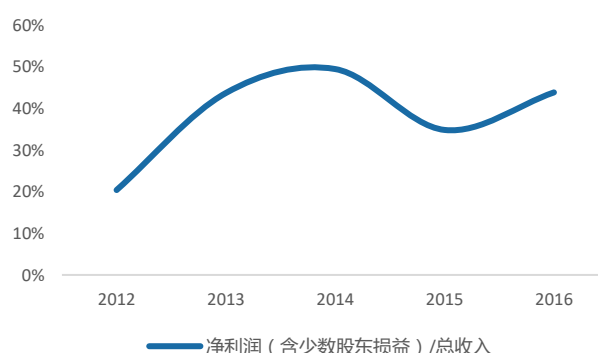
从成本的角度来看，房地产基金管理公司的经营成本主要包括两部分，一部分是薪酬福利，另一部分是公司日常运营费用。以黑石房地产基金为例，薪酬福利占总收入比重为30%-35%、日常运营费用占总收入比重为5%-10%，扣除之后，黑石房地产业务的经济利润率（EI/总收入）50%-65%。所得税方面，黑石集团整体的经营所得税税率在5%以内。整体来看，净利润率（含少数股东损益）平均在30%-40%的水平。

图18：黑石房地产基金经营成本率和经济利润率



数据来源：黑石集团年报，广发证券发展研究中心

图19：黑石集团整体净利润率（含少数股东损益）



数据来源：黑石集团年报，广发证券发展研究中心

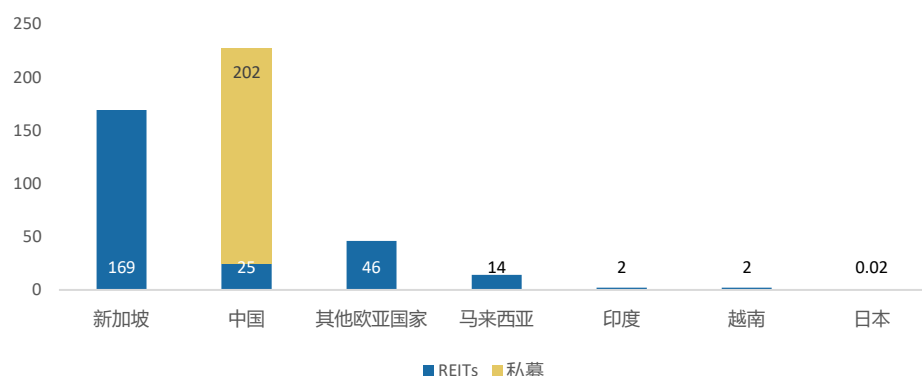
成长之道：透过凯德和黑石，看房地产基金核心竞争力

凯德商用和黑石集团旗下的房地产基金可以说分别是亚洲和全球范围内的行业标杆，研究这两家房地产基金公司的发展历史，我们试图回答以下这个关键问题：除了时代赋予的发展机遇之外，这两家公司拥有什么样的核心竞争力使得他们可以脱颖而出成为行业标杆和龙头？

凯德：独树一帜的“凯德模式”，专注 shopping mall 的房地产基金

凯德集团是亚洲领先的房地产综合开发商，旗下业务覆盖住宅开发、购物中心开发运营管理、服务公寓运营商、和房地产金融业务。凯德住宅业务以凯德置地的发展平台，购物中心则以莱佛士广场（Raffles）、龙之梦（Plaza）、凯德Mall等品牌著称，凯德旗下的雅诗阁集团则是全球最大的国际服务公寓业主以及运营商。更重要的是，依托于凯德在房地产业务的能力，特别是对持有型物业（购物中心和服务公寓）的运营管理能力，凯德的房地产基金业务已经发展了近二十年，目前是亚洲最大的房地产基金管理者之一，截至2015年年末，凯德集团旗下拥有16支私募基金和5支上市的REITs，AUM达到460亿新元（约合2300亿RMB），主要分布在新加坡、中国、马来西亚、以及其他欧亚国家。

图20: 凯德集团旗下房地产基金AUM地域分布概览 (亿新元)



数据来源: 凯德集团年报, 广发证券发展研究中心

我们认为,从基金的资金流向的角度来分析,凯德集团房地产基金业务的基本模式如下:首先,通过旗下私募基金收购原物业,通过对原物业实施资产改良等措施,提高其经营效益;在新物业重新运营并可以获得稳定收益(通常体现为稳健增长的租金收入)之后,再由旗下REITs接手,同时实现前期私募基金的退出。**这就是经典的“PE+不动产运营+REITs”的“凯德模式”。这个模式也与我们前面论述的房地产基金“募投管退”业务流程一一对应:**募,对应的是凯德在私募基金层面上的募资能力;投,对应着收购标的物业的选择;管,一方面对应着对收购物业的资产改良、绩效提升,另一方面对应着物业全生命周期的运营管理;退,对应的是通过资产证券化,即REITs的方式,实现私募基金的退出。

从凯德模式的业务流程来看,孵化培育阶段的私募基金通常对应着高风险、高收益,高风险体现在收购物业和资产改良阶段的不确定性,高收益则体现在运营成熟之后资产价值能够有较大幅度的提升、并且可顺利实现退出(由REITs接手)。反过来,后期接手的REITs资金对应的则是低风险、低收益,低风险体现在其投资介入时点为新物业成熟阶段,无需承担类似私募基金的风险,与此同时,REITs的低收益则体现为追求每年稳定的NOI分红收益率,无法享受私募基金所获得的资产增值回报。

表 4: 凯德旗下部分投资于中国的私募基金情况

PE 基金名称	总募资规模	凯德权益占比	截止认购时间	投资范围
凯德商用中国入息基金	9 亿美元	45%	2011 年 5 月	已营运的商用房产项目
凯德商用中国入息基金 II	4.25 亿美元	30%	2006 年 6 月	已营运的商用房产项目
凯德商用中国入息基金 III	9 亿新元	45%	2007 年 9 月	已营运的商用房产项目
来福士中国基金	11.8 亿美元	15%	2010 年 4 月	来福士商业综合体项目
长宁来福士合资基金	10.3 亿新元	---	2010 年 12 月	来福士商业综合体项目
凯德商用中国发展基金 III	10 亿美元	50%	2012 年 6 月	项目开发,以购物中心为主

数据来源: 凯德商用年报, 凯德官网, 广发证券发展研究中心

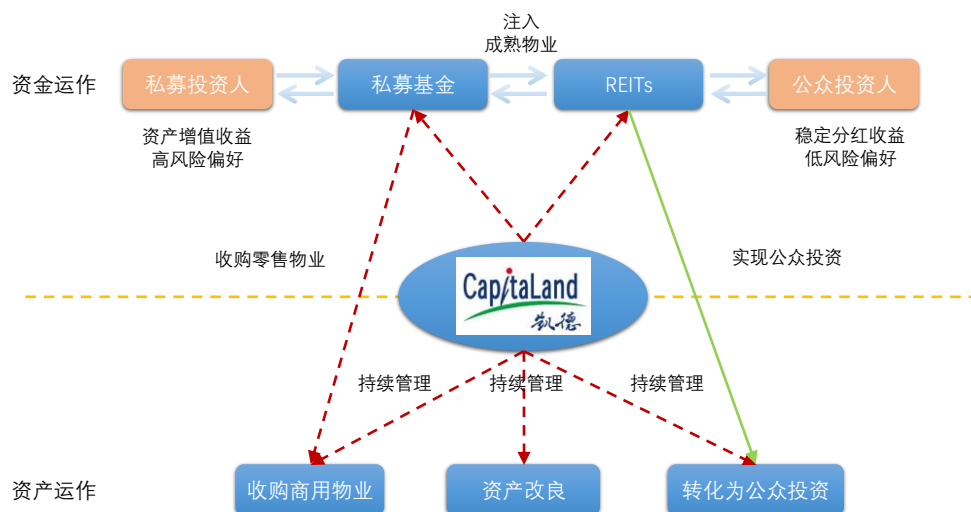
备注: “凯德商用中国入息基金”原名为“凯德商用中国孵化基金”

表 5: 凯德旗下部分上市 REITs 情况

REITs 名称	简称	代码	logo	简介
CapitaLand Mall Trust	CMT	C38U.SG		嘉茂信托，主要覆盖新加坡地区业务
CapitaLand Commercial Trust	CCT	C61U.SG		凯德商用新加坡信托，主要覆盖新加坡地区业务
CapitaLand Retail China Trust	CRCT	AU8U.SG		凯德商用中国信托，主要覆盖中国地区业务
CapitaLand Malaysia Mall Trust	CMMT	5180		凯德商用马来西亚信托，主要覆盖马来西亚地区业务

数据来源：凯德官网，广发证券发展研究中心，更新截至 2015 年 12 月 31 日

图21: 房地产基金的“凯德模式”



数据来源：广发证券发展研究中心

“凯德模式”最为典型的项目之一是北京西直门凯德Mall，具体情况如下：

2006年5月，凯德集团旗下CRTL（CapitaLand Retail Limited，后更名为CapitaMalls Asia Limited）收购原名为北京金融街西环广场零售商场部分，出售方是北京金融街，收购价格为13.2亿RMB，收购完成时，项目已处于基本竣工的状态（凯德集团06年年报以及相关公告）；

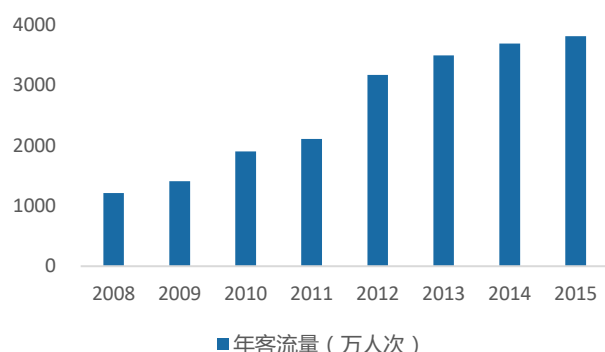
收购完成后，该部分更名为北京西直门Mall一期，项目实际持有人为凯德商用中国孵化基金（CapitaRetail China Incubator Fund，后更名为凯德商用中国入息基金II），也就是前述的凯德集团多支私募基金之一（凯德集团07年年报）；

为了支持西直门Mall的招商和长期运营，凯德集团着手启动了新的资产规划、设备重整和租赁运作等准备工作。在一年的时间内，从商场定位到招商完成，成功实现80%-90%的预出租率；2007年10月，西直门Mall正式开业，成为凯德在北京管理的第四座购物中心；

2008年2月，凯德集团旗下上市REITs之一的CRCT接手北京西直门Mall一期，收购价格为3.36亿新元，约合17.07亿RMB（汇率为5.08）（CRCT08年年报）；

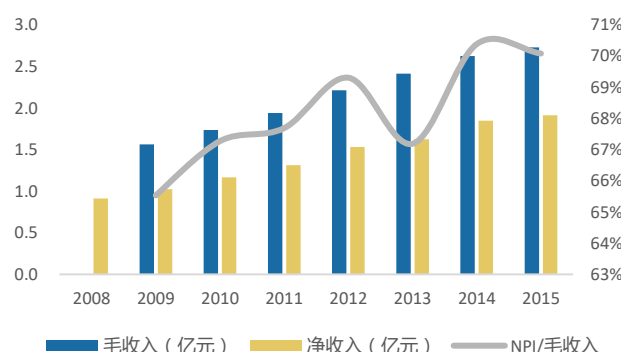
按照上述公司披露的数据测算，在近两年的时间（20个月），北京西直门Mall的增值率为29%，前期私募基金投资的年化IRR为17%；同时，经营稳定之后的北京西直门Mall，运营绩效持续提升，年客流量从2008年开业时的1210万人次上升至2015年的3810万人次，NPI从2008年的不足1亿元上升至2015年1.9亿元。与此相对应，整个mall的市场估值由资产改良前的13.2亿元、上升至2008年资产改良完成后的19.0亿元、再上升至2015年的28.8亿元，专业能力提升资产价值可见一斑！目前，REITs份额持有人可以享受到的北京西直门凯德Mall的NPI收益率在6.6%左右的水平。

图22：北京西直门凯德Mall年客流量



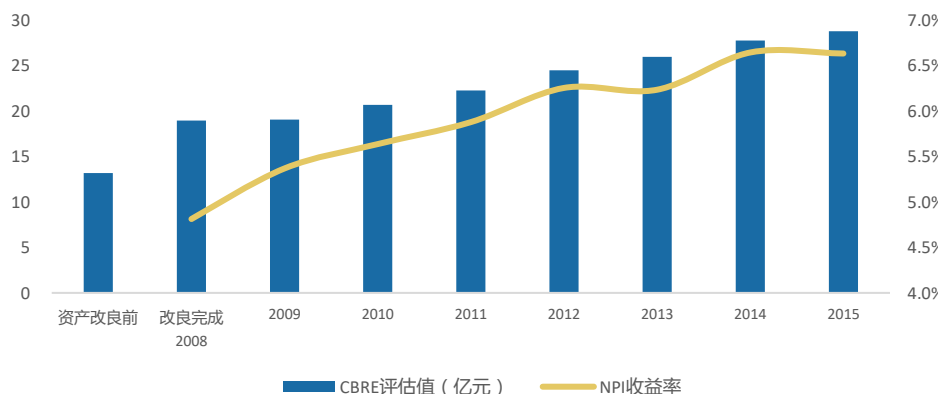
数据来源：CRCT，广发证券发展研究中心

图23：北京西直门凯德Mall租金毛收入和净收入



数据来源：CRCT，广发证券发展研究中心

图24：北京西直门凯德Mall估值和NPI收益率

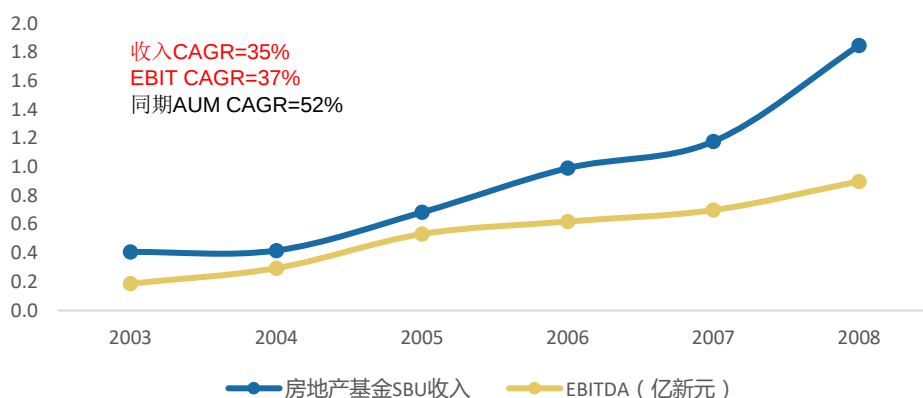


数据来源：CRCT，广发证券发展研究中心

从财务的角度来看，“凯德模式”最大的意义在于，无论是前期的PE基金，还是后期的REITs，这些资金投资所投资的项目都是委托给凯德进行管理，从而，凯德可以在项目的全生命周期内持续收取基金管理费，同时可以保持自身的轻资产属性（asset-light, fee-based company）。换言之，凯德集团的基金管理费收入是随着累积AUM的扩张而上升的，特别是在发展初期，收入增长具备非常强的可持续性。

续性。我们看到，2003年，凯德集团旗下负责房地产金融服务的业务单元AUM约31亿新元，2004年直接翻倍至60亿新元，2008年达到250亿新元，规模增长最快的五年中（2003-2008年），AUM的年复合增速高达52%。同时，房地产基金业务单元收入在2003年为4080万新元、EBIT为960万新元，到2008年，分别为1.85亿新元、9000万新元，年复合增速分别为35%、37%。

图25：凯德集团房地产基金业务收入与EBITDA



数据来源：凯德集团，广发证券发展研究中心

我们认为，凯德之所以能够成为亚洲房地产基金行业的标杆，除了我们在第一部分中介绍的宏观背景之外，自身能力方面，凯德集团拥有强大并且完整的房地产基金价值链的专业能力，我们认为，房地产基金是人力资本密集型的行业，人才在房地产基金“募投管退”能力链条中发挥着极其重要的作用。可以看到，凯德集团董事会以及高级管理人员都拥有极强的专业背景。人才之外，我们认为，凯德集团另一个重要的独特优势，是其在十几年的发展过程中积累下来的标准化可复制的运营经验。凯德集团在投前标的选择以及投后资产改良方面也拥有专业丰富的经验，在新加坡、中国以及其他亚太国家能够快速复制能力，凯德对其收购的购物中心项目的资产改良平均仅需要1年左右的时间，再到正式开业，前后加总平均只需要2年时间，极大提升了前期投资者的资金使用效率和IRR回报率。

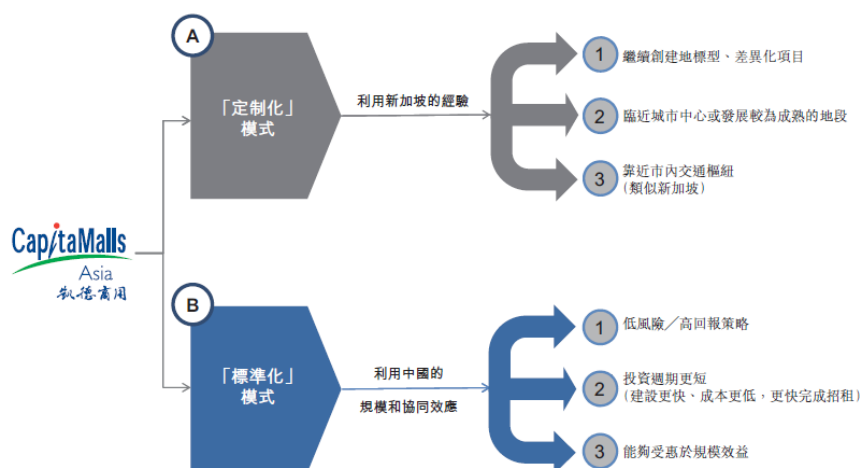
表6：凯德集团部分高管专业背景

成员	背景
 Lim Ming Yan	凯德集团董事会主席，CEO，2000年加入凯德 曾任职凯德集团 COO、雅诗阁集团 CEO、凯德中国 CEO 1985年于英国伯明翰大学获得机械工程和经济学专业 2002年于哈佛商学院完成高级管理课程
 Wen Khai Meng	凯德集团新加坡有限公司 CEO 曾任职凯德集团 CIO、凯德金融 CEO 新加坡城市规划局工作7年、国家发展部工作4年 工商管理及结构工程专业双硕士学位

 Lucas Loh Jen Yuh	凯德中国 CEO，2001 年加入凯德 曾任雅诗阁集团中国区总裁、并负责房地产金融业务 曾任淡马锡集团个人资产投资部副董事 于新加坡国立大学获地产管理专业学士学位 于俄克拉荷马城市大学工商管理硕士学位 于哈佛商学院完成高级管理课程
 Jason Leow	凯德商业亚洲执行董事、CEO，1994 年加入凯德 曾任凯德中国 CEO 新加坡特许会计师协会会员 于复旦大学获工商管理高等硕士学位 参加哈佛商学院高等管理课程
 Wilson Tan Wee Yan	凯德商业商业信托管理有限公司 CEO 在电信和信息技术行业有超过 25 年的高层管理经验 曾任新加坡邮政有限公司 CEO 于新加坡国立大学获文学学士学位
 Lynette Leong	凯德商用信托管理有限公司执行董事，CEO 超过 20 年的国际业务经验，曾就职于渣打银行、联合马来银行有限公司银行金融业务、以及拉塞尔投资管理公司房地产基金管理业务 加入凯德之前，任腾飞集团韩国区 CEO 于新加坡国立大学获房地产专业硕士学位、 以及房地产管理专业学士学位
 Tony Tan Tee Hieong	凯德零售中国信托管理有限公司 CEO 拥有超过 19 年国际资金运用及金融风险管理的经验 加入凯德之前，任宜家亚洲太平洋区财务金融部经理 曾就职于威尼斯国际财务会计以及新加坡维信集团贸易分销部 于英国曼彻斯特大学获工商管理专业硕士学位 于新加坡国立大学获会计学专业学士学位

数据来源：凯德集团官网，广发证券发展研究中心

图26：凯德在shopping mall的“定制化”和“标准化”模式

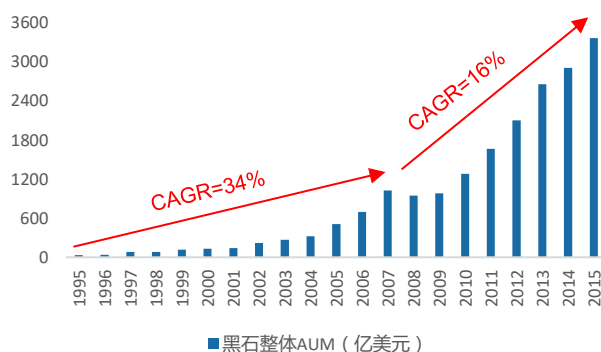


数据来源：凯德商用招股说明书，广发证券发展研究中心

黑石：全能型房地产基金，“资金平台”+“资产平台”双轮驱动

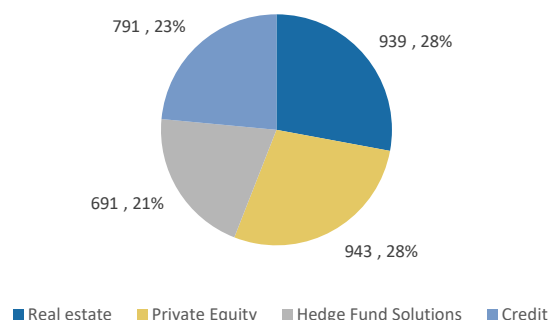
黑石集团成立于1985年，是一家全球顶尖的提供全方位资产管理服务的公司，目前旗下四大业务并行，分别是房地产基金（Real Estate）、私募股权基金（Private Equity）、对冲基金（Hedge Fund Solutions）和信用相关投资基金（Credit）。1995年，黑石全部业务的AUM规模大约为30亿美元，此后十多年间飞速发展，2007年AUM首次超过1000亿美元，年复合增速高达34%，2008-09年金融危机时期AUM略有下滑，但很快重拾增长，2015年，AUM突破3000亿美元，达到3364亿美元，其中，房地产基金939亿美元、私募股权基金943亿美元、对冲基金691亿美元、信用相关投资基金791亿美元。以下我们重点介绍黑石的房地产基金业务，可能房地产基金业务的一些数据无法单独拆分看，在不影响论证有效性的前提下，我们使用集团整体的数据来替代。

图27：黑石集团整体AUM规模



数据来源：黑石年报，广发证券发展研究中心

图28：黑石集团分业务AUM（亿美元）及其占比



数据来源：黑石2015年年报，广发证券发展研究中心

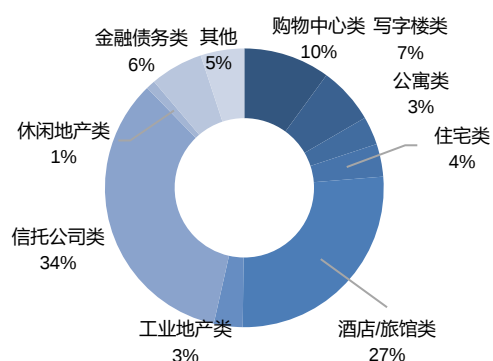
黑石从1991年开始正式介入房地产基金业务，以“买入被低估资产-价值修复-增值后退出”（所谓“buy-fix-sell”）为主要模式。与凯德相类似，黑石也是

“主动”输出专业能力以实现资产“价值提升”。略有不同的是，由于凯德的优势集中在shopping mall，因此，实现“价值提升”的主要手段以“资产改良”为主，并且，凯德对于自己介入的shopping mall会进行持续的经营管理，很少退出。

反观黑石，由于其房地产基金投资的物业形态更为宽泛，包括shopping mall、写字楼、公寓、酒店、仓储、科技园区等，同时区域分布更全球化，有些投资甚至不是直接买入相关物业标的、而是间接获取公司股权（典型的如黑石收购希尔顿的案例），因此，黑石实现投资回报的渠道和方式更为多元化，既可以像凯德一样，将“价值提升”之后的资产进行资产证券化但保留经营管理权，也可以不保留经营管理权、完全出售实现退出。

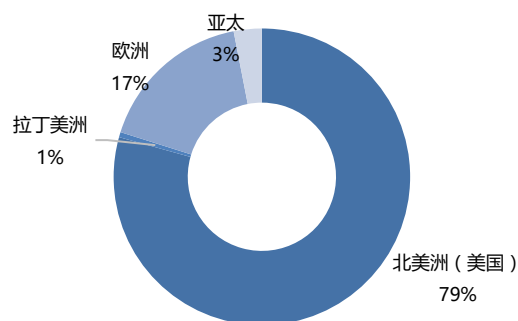
这里有一个疑问，如果说黑石可能不保留经营管理权，将“价值提升”之后的资产完全出售并不保留经营管理权，那么如何保证AUM规模的持续上升，从而保证基于AUM的管理费收入能处于一个稳定增长的水平？

图29：黑石房地产基金投资业态分类（按投资额）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

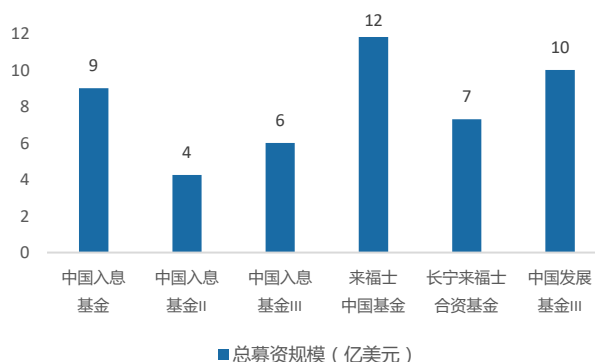
图30：黑石房地产基金投资区域分布（累计）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

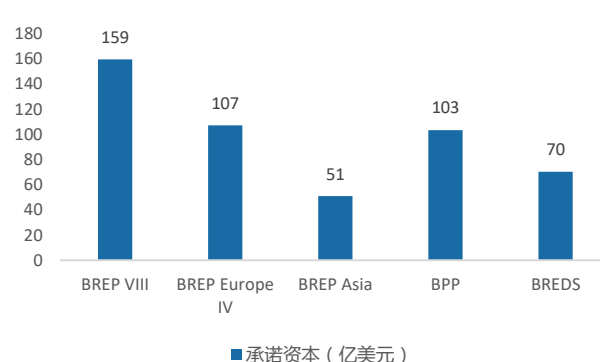
我们认为，这与黑石的募资环节有很大的关系。凯德的模式和优势是“将不同风险偏好的资金和项目发展的不同阶段进行匹配”，这意味着凯德大部分情况下是根据项目和项目的发展阶段进行募资，所以会看到凯德每支PE的募资规模都不是特别大，平均在4-12亿美元不等。而黑石则有所不同，三十余年的发展到目前这个阶段，黑石依托于自己的品牌和能力，积累了大量关系非常良好的资金合作方（LP），形成了数个庞大且稳定的“资金平台”。黑石房地产基金目前有三大类“资金平台”，包括“机会型基金”（opportunistic real estate funds）BREP、“债权投资工具”（real estate debt investment vehicles）BREDS、以及“核心增益型基金”（core+ real estate funds）BPP，其中BREP下面有数个单支基金。可以看到，它们的平均承诺资本（committed capital）规模接近100亿美元，最高的是BREP VIII（投资时间段为2015年4月-2020年10月），承诺资本规模高达160亿美元，可以说是名副其实的“资金平台”。

图31：凯德房地产基金单支PE募资规模



数据来源：凯德集团，广发证券发展研究中心

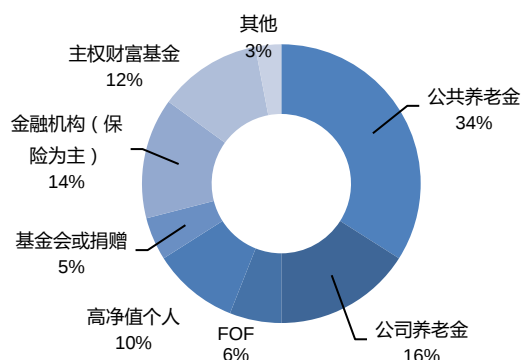
图32：黑石房地产基金“资金平台”单只基金规模



数据来源：黑石集团，广发证券发展研究中心

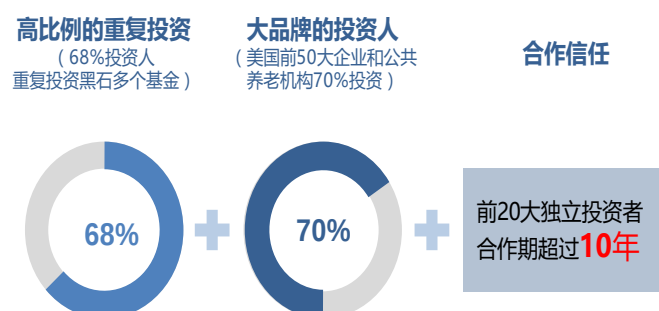
从资金来源来看，黑石集团的LP中，公共养老金占比34%、公司养老金占比16%、以保险机构为主的金融机构占比14%，养老金和保险这两类成本低、期限长的资金占黑石募资来源的比重达到64%之多，并且大规模的、低成本长期限的资金供给方充分信任黑石的专业能力，重复投资率超过68%、合作时间都在10年以上。

图33：黑石的LP类别（按资金来源）



数据来源：黑石年报，广发证券发展研究中心

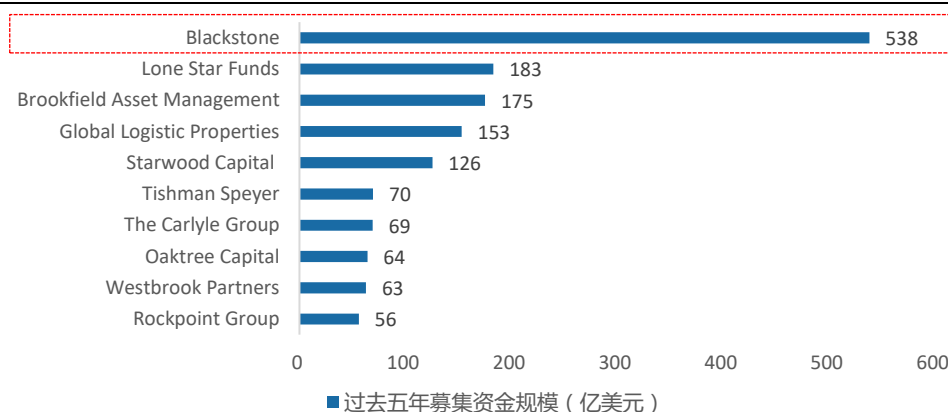
图34：LP对黑石的充分信任



数据来源：黑石年报，广发证券发展研究中心

根据第三方机构的统计数据，过去五年中，全球房地产基金募集资金规模最大的就是黑石，超过500亿美元，是第二名的近3倍之多。我们认为，这些充分信任、深度合作的资金供给方，资金成本低、投资期限长，为黑石在瞬息万变的 market 环境中把握投资机会提供了强大的流动性优势（大规模现金收购的能力，最典型的案例是黑石收购EOP，详见下文），也提升了黑石在投资过程中对于短期风险和波动的承受能力（如金融危机中，黑石不需要以短期的亏损价格卖出资产）。

图35：全球TOP10房地产基金过去五年募资规模



数据来源：PERE Research & Analytics (2016)，广发证券发展研究中心

黑石收购EOP案例：EOP全称Equity Office Properties Trust，曾是美国最大的写字楼/办公物业持有者，也曾是美国规模最大的REITs。截至2005年年末，EOP在美国16个州以及华盛顿特区共拥有622处写字楼物业，有效出租面积接近950万平米，其中约40%位于城市中央商务区，约60%则位于城市近郊。

2001-2003年，受经济低迷影响，美国的写字楼市场基本面出现恶化，出租率下降、空置率上升，同时也出现了大量的写字楼物业中止租赁的情况，EOP的整体租金收入从2002年的32亿美元下降至2004年的28亿美元。与此同时，EOP的财务

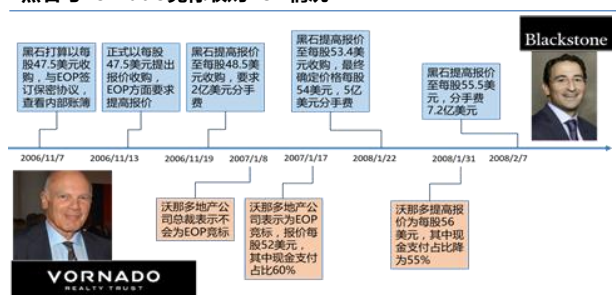
状况也不容乐观，较为激进的举债发展模式使得EOP有息债务规模持续上升，利息支出不断侵蚀公司营业利润。在此背景下，EOP老板山姆泽尔（Sam Zell）决定将EOP整体出售。

在整个收购EOP竞标过程中，黑石的主要对手是Vornado（当时是美国第二大的REITs）。在经过几轮报价升级之后，双方最终报价方案如下：黑石方面，每股收购报价55.5美元、分手费7.2亿美元（分手费是指假设黑石单方面终止收购，须向EOP老板支付的金额）、全部现金支付；Vornado方面，每股收购报价56美元、分手费2亿美元（泽尔设定的最低标准）、现金支付比例55%。最终，黑石赢得了竞标，2007年2月完成了收购EOP的交易，交易总额超过380亿美元，是黑石有史以来规模最大的一次收购。

事后分析，我们认为，黑石虽然在每股报价上略低于Vornado，但胜在全现金支付，这对于现金流捉襟见肘的EOP而言，无疑具备非常强的吸引力。黑石的资金实力在收购EOP的交易中体现的淋漓尽致。当然，为了这次交易，黑石也是用足了杠杆，除了自身出资36.5亿美元之外，向美国几大银行组成的银团进行债务融资320亿美元、过桥贷款35亿美元，共同注资收购平台Blackhawk。也正是因为此次收购杠杆较高，交易完成之后，黑石便迅速拆分EOP旗下部分资产，打包重整后，快速出售兑现收益。

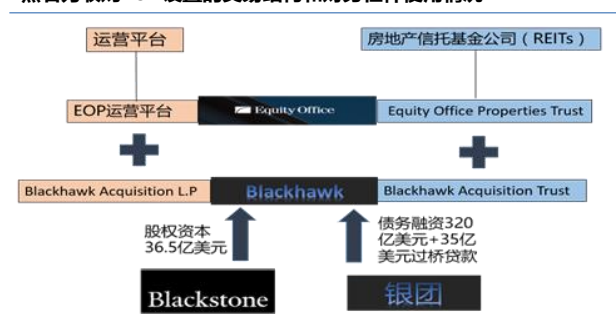
图36：黑石收购EOP案例全解析

黑石与Vornado竞标收购EOP情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

黑石为收购EOP设置的交易结构和财务杠杆使用情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

黑石与Vornado竞购EOP报价方案对比

全现金支付成关键要素

报价要素	黑石	Vornado
支付方式	全部现金支付	55%现金支付+45%用Vornado股权置换
每股价格	55.5美元	56.0美元
交易时间	EOP股东同意后，立即完成现金支付交易	达成协议后2个月内，支付55%现金 2个月后，45%的对价以每股56美元的价格置换为Vornado股权
收购不确定性	无 分手费7.2亿美元	Vornado股东反对收购方案，因为股东认为不需要买下整个公司便可成为EOP控股股东 分手费2亿美元

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

黑石在收购EOP完成后迅速拆分资产，打包出售，回笼投资



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：黑石集团公告，EOP公告，广发证券发展研究中心

从黑石收购EOP的案例中，我们可以得出两点结论：第一，黑石的资金实力有助于其把握投资机会，击败竞争对手拿下并购交易，而这与黑石自身募集资金能力以及资金来源的长期性、稳定性密不可分。第二，黑石在并购中也会使用大规模的

杠杆，从而在杠杆资金投资退出时，会使用更多元化的手段和渠道，分拆、打包并出售收购资产，完成整个buy-fix-sell的运作模式（分拆资产、打包整理也可以理解为对于资产价值的修复）。

前面讲的都是黑石的“资金平台”，下面我们再介绍一下黑石的“资产平台”的概念。黑石房地产基金在过去近三十多年的发展中，积累了各类不动产业态运营管理方面的丰富经验。而每次并购交易之后，黑石都会把这些宝贵的经验平台化，为以后同类别的资产收购、价值修复等奠定能力基础。通过之前介绍的EOP交易，黑石便拥有了写字楼方面的专业管理经验和运营平台，以后再收购其他写字楼甚至海外国家和地区的资产时，就能更加轻车就熟。

再如2007年黑石收购希尔顿酒店，将希尔顿私有化之后，黑石通过债务重组、引入新的管理层、成本控制优化、收入多元化等“价值修复”手段之后，到2013年希尔顿重回全球酒店行业排名第一，并重新IPO上市，整体的投资回报率超过了200%。在收购和改造希尔顿酒店的过程中，黑石顺势创建了酒店管理运营平台，为后续黑石所收购的酒店资产，提供内部操作专业知识和技能，从而进一步提升了黑石在酒店领域的价值修复的能力，提高了投资回报率。

图37：黑石房地产基金各类不动产业态的“资产平台”



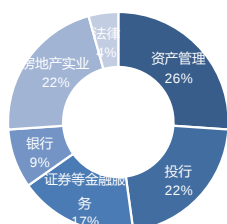
数据来源：黑石集团投资者会议，广发证券发展研究中心

综上所述，我们认为，黑石的“资金平台”+“资产平台”双轮驱动无可比拟的优势，奠定了它房地产基金业务蓬勃发展的基础，无论是资金方还是资产方，都更信赖黑石的专业能力，从而房地产基金业务在资金和资产两端形成良性循环。

最后，黑石之所以能够获得规模快速的发展，与凯德一样，离不开人才。黑石房地产基金业务部门目前的20多位高级管理董事，均在资产管理、投资银行、证券金融服务、商业银行、房地产实业以及法律界有过资深的从业经验，学历和资历都十分亮眼，拥有丰富的行业资源，并且他们在黑石的任职很多都在10年以上，保证了黑石集团决策的专业性和一致性。

图38：黑石房地产基金高级管理董事专业背景情况

黑石房地产基金高级管理董事加入黑石前所从事行业



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

黑石房地产基金业务员工全球分布



数据来源：2014投资者会议报告，广发证券发展研究中心

黑石房地产基金高级管理董事履历

姓名	入职时长 (年)	主要学历	加入黑石集团前履历
Jonathan Gray	24	宾夕法尼亚文学士、沃顿经济学理学士	由黑石私募股权并购部培育，1992年调任至黑石地产
A. J. Agarwal	24	普林斯顿学士、斯坦福MBA	Lazard 财务咨询及投资管理公司，地产投资银行部
Kenneth Caplan	19	哈佛大学经济学学士	Lazard Frères & Co.地产投资银行部
Michael Casey	9	威斯康星大学房地产学士、硕士	Cliffwood Partners LLC主席
Frank Cohen	20	西北大学双学士	Hudson Pacific Properties 董事
Giovanni Cutaita	2	戈尔德特学士，塔克商学院MBA	Lone Star Funds高级董事，12年高盛地产投资高级董事
Stuart Grant	16	圣安德鲁斯大学学士、纽约大学硕士	Jardine Matheson Group国际执行
Rob Harper	14	弗吉尼亚大学学士	Morgan Stanley地产私募集团
Chris Heady	16	芝加哥大学学士	Morgan Stanley地产私募集团
Tyler Henritze	12	弗吉尼亚大学学士	Merrill Lynch地产投资银行分析员
Tim Johnson	5	圣十字学院学士	雷曼兄弟地产部副主席
Farhad Karim	--	麦吉尔学士、哥伦比亚大学硕士	Simpson Thacher & Bartlett LLP房地产合伙人
Andrew Lax	14	不列颠哥伦比亚大学学士	TD Securities' 地产部门
Joshua Mason	7	阿姆斯特学院学士	UBS房地产商业地产业务投资组董事
Kathleen McCarthy	6	耶鲁大学学士	高盛地产投资副主席
Nadeem Meghji	8	哥伦比亚大学电力工程学士、哈佛大学MBA	Lionstone Group分析员
Alan Miyasaki	9	宾夕法尼亚沃顿商学院学士	Starwood Capital Group并购投资
Anthony Myers	15	开普敦大学学士、哥伦比亚大学硕士	Balfour Holdings房地产与商业发展COO
Michael Nash	8	纽约州立大学会计学士、纽约大学MBA	Merrill Lynch 房地产投资部
Tuhin Parikh	9	迈阿密大学会计学士、艾哈迈德巴德管理学院硕士	TCG Urban Infrastructure Holdings CFO
Steve Plavin	4	塔夫茨大学学士、西北大学凯洛格管理学院硕士	Capital Trust 执行主任
Jonathan Pollack	1	西北大学经济学学士	德意志银行管理董事
David Roth	9	达特茅斯学院学士，纽约大学MBA	Walton Street Capital地产并购投资负责
James Seppala	5	哈佛大学学士	高盛债务投资副主席
Bill Stein	9	密西根大学学士、芝加哥大学硕士	Heitman Real Estate Advisors and JMB Realty Corp.副主席

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

数据来源：黑石集团公告，广发证券发展研究中心

顺势而生，国内房地产基金龙头初露锋芒

光大安石：国内规模最大、综合能力最强的房地产基金

光大安石成立于2007年12月，是中国光大控股（0165.HK）旗下最具规模的产业投资基金管理人，是光大控股旗下排他性的房地产投资平台。光大安石拥有资深的房地产投资运营管理团队、以及操作/运营房地产项目的投资管理经验，专注于中国房地产私募股权投资近10年，已完成超过50个房地产投融资项目。

光大安石的房地产基金业务的发展可以分为两个阶段。第一个发展阶段是2008-2012年，我们称之为“美元基金”时期。在这个发展阶段，光大安石的募集资金来源主要依托于两个外资股东的背景，募集的美元基金大多投向国内住宅地产项目，投资属性偏向于债权类和固收类，这个阶段的项目投资有些类似于我们前文提到的国内信托公司。

表 7：光大安石投资“美元基金”时期（2008-2012 年）

时间	股东情况和公司发展历程
2008 年之前	光大安石前身是亚雷投资（ALAM），是雷曼兄弟（Lehman Brothers）旗下的美元基金投资平台，雷曼兄弟通过一个名为 LBREP（Lehman Brothers Real Estate Partners）的房地产基金持有亚雷投资 50.1%的股权，美国知名对冲基金 RQSI（Ramsey Quantitative Systems, Inc.）持有亚雷投资 49.9%的股权。
2008 年	中国光大控股（0165.HK）斥资 85 万美元收购亚雷投资 51%的股权并成为其单一最大股东，收购完成后，LBREP 和 RQSI 对亚雷投资的持股比例均下降至 24.5%，同时亚雷投资更名为光大亚雷。

2010 年	LBREP 退出，光大亚雷引入英国安石集团（Ashmore Group, ASHM.L）作为战略投资者。此次股东变更之后，中国光大控股持有光大安石 51%的股权、安石集团持股 30%、RQSI 持股 19%，光大亚雷更名为光大安石。
2012 年 之后	美元基金规模从 2012 年之后开始下降，并且不再募集新的美元基金。2014 年，随着第一期美元基金所投资项目陆续进入退出期，安石集团将其所持有的光大安石股权全部转让给中国光大控股。

数据来源：公司公告，公司网站，广发证券发展研究中心

第二个发展阶段是2012年至今，以光大安石在2012年依托光大集团在的资源优势、首次成功募集人民币基金35.5亿元为分水岭，开启了光大安石的第二个发展阶段——“人民币基金”时期。人民币基金时期与美元基金时期，最大的区别在于投资项目类别和属性的变化，人民币基金专注于国内持有型商办物业的投资（而非住宅开发销售类项目），并且项目投资属性定位为权益类（而非债权类）。更重要的是，光大安石已经成功打造出自有的shopping mall品牌“大融城”，排名中国指数研究院公布的中国商业地产项目品牌价值第4位。

图39：2015中国房地产基金综合能力TOP10

排名	房地产基金公司名称
1	光大安石投资
2	信保（天津）股权投资基金管理有限公司
3	信业股权投资管理有限公司
4	上海建银精瑞资产管理有限公司
5	稳盛（天津）投资管理有限公司
6	天津高和股权投资基金管理有限公司
7	鼎晖宇泰地产投资管理（天津）有限公司
8	长富汇银投资基金管理（北京）有限公司
9	上海五牛股权投资基金管理有限公司
10	富浩骅盖地基金

数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

图40：2016中国商业地产项目品牌价值TOP10

排名	品牌	企业名称
1	万达广场	大连万达商业地产股份有限公司
2	宝龙广场	宝龙地产控股有限公司
3	诺德中心	北京中铁诺德房地产开发有限公司
4	大融城	光大安石资产管理
5	苏州中心	苏州工业园区金鸡湖城市发展有限公司
6	东方银座中心城	东方银座集团中国有限公司
7	蓝光耍街	四川蓝光发展股份有限公司
8	蓝润 UFUN	蓝润地产股份有限公司
9	中迪广场	中迪禾邦集团有限公司
10	成都华宇广场	重庆华宇集团有限公司

数据来源：中指院，广发证券发展研究中心

表8：光大安石自有品牌“大融城” shopping mall基本情况

“大融城”品牌	所处位置	（预计）开业时间	商业体量（万平米）
重庆江北大融城	重庆江北区观音桥	2010 年 12 月	13.00
重庆大坪英利大融城	重庆渝中区大坪七牌坊	2013 年 12 月	10.00
上海嘉定大融城	上海嘉定区宝安公路	2016 年 5 月	10.00
上海静安大融城	上海静安区沪太路	2017 年 9 月	19.00
青岛卓越·大融城	青岛市北区	2017 年 12 月	7.50
新北京大融城	北京通州区	---	---
大融城·湘潭中心	湘潭岳塘区	--	---

数据来源：赢商网，广发证券发展研究中心

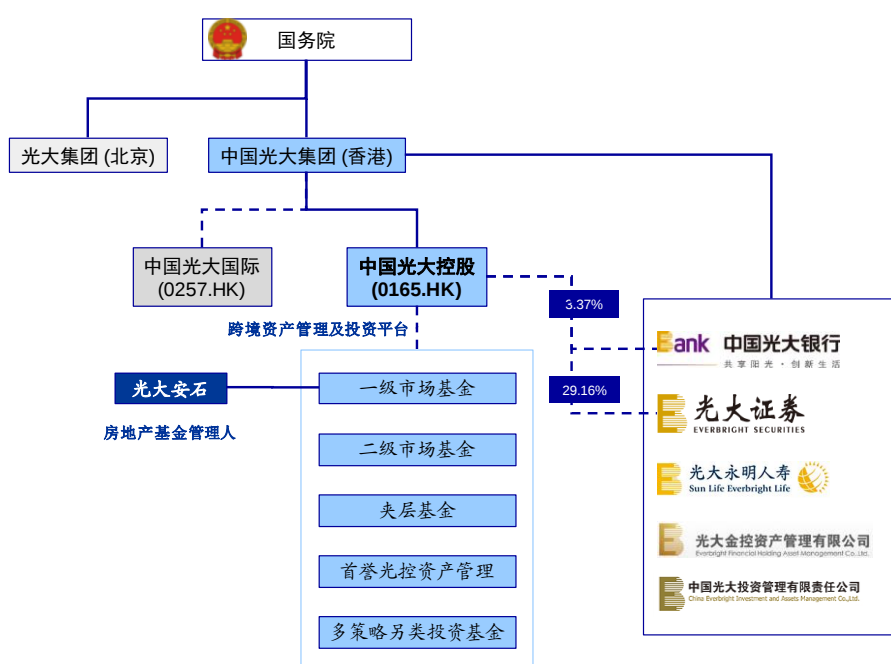
综合来看，正是从2014年开始，光大安石正式迈上主动管理房地产基金的发展道路，在国内已做到行业龙头（综合能力排名第1）的情况下，无论是从自身资源优势、业态发展选择（以“大融城”品牌的shopping mall为主）、还是从房地产基金业务模式来看，都可以对标“凯德模式”。下面我们具体分析。

股东金融资源优势显著、管理团队专业且经验丰富，奠定核心竞争力

光大安石的全称为“光大安石（北京）房地产投资顾问有限公司”，成立于2017年12月，注册资本1600万美元，原先由中国光大控股（0165.HK）全资子公司EBA Investments (Advisory) Limited 全资控股。作为光大安石的控股股东，中国光大控股致力于成为一个兼具高增长、高回报、拥有稳定收入和领先核心领导力的跨境投资和资产管理平台，而这离不开中国光大集团全方位的资源支持。

中国光大集团拥有强大的金融资源优势，旗下拥有银行、证券、保险、资管等各类金融牌照，在中国光大控股各类一二级基金“募投管退”（自然也包括房地产基金）的业务环节中发挥着积极的作用。对于房地产基金而言，丰富的金融资源对“募”和“退”两个环节的顺利运作意义重大。在“退”这个环节，中国光大控股旗下的首誉光控作为中邮基金的子公司（中邮基金持股65%，中国光大控股持股35%），能够很好地对接中国光大控股丰富的一二级产品线，特别是在中国尚未有真正意义上的REITs产品时，能够提供一条类资产证券化的渠道；而在“募”这个环节，光大银行、光大永明人寿等金融机构可以为光大安石在房地产基金前期募集资金阶段提供强有力的支持。

图41：光大安石股东情况以及光大集团金融资源



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

除了股东的金融资源优势之外，光大安石也拥有国内专业度极高的管理团队。在早期雷曼兄弟退出、中国光大控股接手时，雷曼兄弟原先在亚洲的高管团队基本都被继续保留在光大安石，公司高管和团队主要成员曾任职于铁狮门、雷曼兄弟、高盛、摩根大通、麦肯锡、中信等国内外顶尖机构，拥有丰富的商业地产金融领域的实践经验，同时也拥有丰富的业内资源（项目和人脉），为光大安石业务规模的持续增长奠定了良好的基础。

图42: 光大安石部分高级管理人员介绍

	潘颖 光大安石首席执行官 • 逾18年私募投资和其他投资经验 • 曾任职于洛杉矶的Seagate资产管理公司 • 国家外汇管理总局外汇储备交易处并设立中国人民银行全资子公司华安投资（香港）		胡兵 光大安石资产管理公司总裁 • 10年投资组合、房地产资产管理和资本市场经验 • 曾任职联想控股、融科投资等 • 香港科技大学工商管理硕士，北京大学光华管理学士
	陈宏飞 光大安石首席投资官 • 5年建筑设计、审批及施工经验；10年中国房地产市场的直接投资经验 • 曾任职单位包括铁狮门中国基金；雷曼商业地产组下属公司 Capital 服务控股		周颂明 光大安石资产管理公司副总裁 • 拥有15年以上地产开发及商业物业经营管理经验 • 曾任第一太平戴维斯任华西区董事 • 北京大学光华管理学院工商管理硕士，复旦大学房地产专业EMBA管理硕士

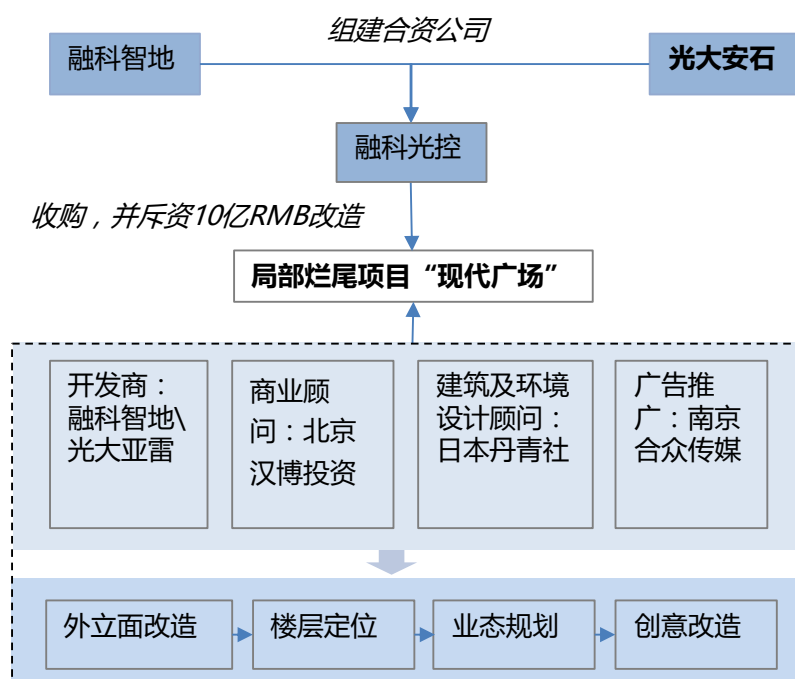
数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

中国版的“凯德模式”，综合能力出众，打通募投管退全产业链条

我们认为，参照海外成熟的房地产基金管理公司的经验，光大安石目前的业务模式与凯德比较相似。我们以光大安石的经典项目之一——重庆江北大融城项目，来具体光大安石房地产基金的业务模式以及核心竞争力。

重庆大融城项目前身是1992年立项启动后便历经坎坷的现代广场烂尾楼，位于重庆江北观音桥商圈，总建面近13万平米。2010年年初，光大安石联合融科智地购入该项目，并成立合资公司融科光控，对项目进行问题诊断以及重新规划定位，斥资10亿元将其改造为“大融城”品牌购物中心，并通过通过优化团队架构、调整招商构成、改善了运营环境，极大地提升了经营效率。2010年年末，改造完成后的大融城正式开业，由一个原先的烂尾楼华丽蜕变为青年主题购物公园。

图43: 光大安石对于重庆江北大融城的改造过程



数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

图44: 重庆江北大融城改造前



数据来源: 赢商网, 广发证券发展研究中心

图45: 重庆江北大融城改造后



数据来源: 赢商网, 广发证券发展研究中心

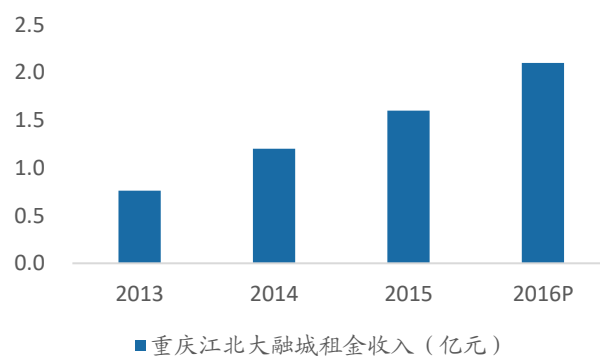
更重要的是, 光大安石最为重庆江北大融城的持续经营管理人, 在项目开业之后仍继续致力于提升项目的经营绩效和产品品质, 根据市场的变化, 顺应趋势地对大融城进行招商调改和运营升级。根据赢商网数据, 2016年上半年, 重庆江北大融城租金收入超过1亿元, 同比增长10%, 客流量1596万人次, 同比增长15%, 对于一个已进入成熟期的shopping mall来讲, 能够保持这样的经营绩效充分体现了作为管理人的光大安石的优秀能力。经过多年运营, 重庆江北大融城已成长为千亿商圈观音桥首屈一指的商业地标。2016年, 在赢商网联合21世纪商业地产研究院举办的“中国商业地产金坐标”评选活动中, 重庆大融城项目荣获“中国商业地产杰出运营项目奖”。

图46: 重庆江北大融城——青年主题购物公园



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图47: 重庆江北大融城租金收入情况



数据来源: 赢商网, 广发证券发展研究中心

2016年9月, 光控安石 (光大安石的全资子公司) 作为基金管理人、首誉光控作为计划管理人的“首誉光控——光控安石大融城资产支持专项计划” (“大融城REITs”, 119415.SZ) 在深圳证券交易所正式挂牌, 优先级A档13亿元的最终发行利率为3.8%, 优先级B档3亿元为4.3%, 次级规模9亿元。“大融城REITs”的底层资产就是我们前面介绍的重庆江北大融城, “大融城REITs”则是以其未来租金收

入和其他经营现金流为还款来源的资产证券化产品。当然，“大融城REITs”还不是海外标准化的公募REITs产品，但是，对于光大安石而言，依托首誉光控以及光大集团的金融资源，在将优质的商办物业资产实现类资产证券化方面，有着国内其他房地产基金管理公司无可比拟的优势。综合来看，在国内公募REITs尚未出现时，光大安石的依托于股东的资源北京和自身的能力优势，其房地产基金业务的模式是中国版的“凯德模式”，即“PE+不动产运营+类资产证券化”，将整个“募投管退”业务链条全部打通，是光大安石在国内独一无二的核心竞争力所在。

表 9：光大安石房地产基金业务模式与“凯德模式”的比较分析

业务链条	凯德模式	光大安石模式	光大安石优势以及核心竞争力
“募”	PE 资金等	PE 资金等	光大集团旗下金融资源丰富，特别是光大银行和光大永明人寿，在资金募集阶段可以给予光大安石有力的支持
“投”	收购项目，改造升级 以 shopping mall 为主 自有品牌“来福士”“凯德 mall”	收购项目，改造升级 (获取地块，开发建设) 以商办物业为主 自有品牌“大融城”	光大集团在政府关系、金融资源、品牌优势等方面有助于光大安石拿到更多更好的项目投资（例如先以 ABS 形式介入，继而获取项目股权） 光大安石的投资团队国际化和专业化程度国内领先
“管”	凯德在新加坡的购物中心管理经验复制 持续经营管理，收取管理费	对“大融城”进行持续的 经营管理，收取管理费	与第一太平戴维斯合作成立物管公司
“退”	成熟物业打包进入 REITs	成熟物业类资产证券化	依托首誉光控（中邮基金子公司，中邮基金 65% 股权，中国光大控股 35%），发行类资产证券化产品 同时未来也可以探索将成熟物业交由保险公司持有

数据来源：公司网站，广发证券发展研究中心

光大安石收入和净利润预测和展望

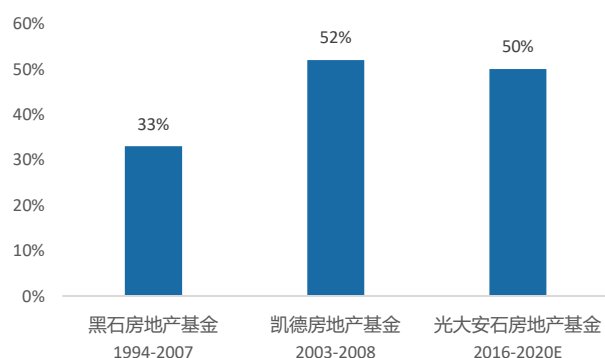
如前所述，从业务模式上来讲，光大安石房地产基金运作模式是“凯德模式”的中国版本。那么，在发展初期，光大安石房地产基金的收入是随着AUM的扩张而扩张的，这里的AUM与凯德一样，是累计持续经营管理的shopping mall物业资产的价值，对应到光大安石目前的情况，就是其持续经营管理的“大融城”购物中心以及部分其他商办类物业。根据我们的测算，截至2016年年末，光大安石权益类AUM规模已经超过300亿元人民币。我们参照海外同行和公司历史数据，分别给定基础管理费率假设、经营成本假设、所得税率假设，同时对光大安石未来三年AUM规模扩张进行估算，基本就可以对光大安石未来三年的收入和净利润做出展望。

这里的核心假设是AUM扩张的持续性。我们首先看凯德和黑石的经验，在基数比较小、处于快速发展阶段时期，凯德和黑石房地产基金的AUM年复合增速分别为52%（2003-2008年，5年）和33%（1994-2007年，13年），从我们做的假设来看，以2016年300亿元为基数，到2020年AUM规模达到1000亿元，4年的年复合增速为50%。其次，我们看中国商业地产市场的存量空间，是否足够光大安石这样的业务模式持续做大做强。根据赢商网的数据，2012-2014年，规模以上购物中心年均新增量为350个，2015-2017年，预计2015-2017年均新增量410个，而截至2015年年末，全国购物中心存量超过4500家，总面积超过2.3亿平米。我们认为，中国的购物中心（或者说整个商办物业）在2011-2012年住宅限购的时候经历了大

规模的投资，但是由于缺乏管理运营经验，除了品牌开发商之外（如万达、宝龙、中粮等），很多购物中心的经营绩效并不好（甚至非常糟糕），这就为光大安石的项目股权投资收购带来了广阔的机会，一方面是原业主或者股东方缺乏持续经营管理的经验和能力，另一方面是商业物业沉淀资金量大而投资回报期长，如果没有能力去做资产证券化，对于原有股东方的资金链会造成比较大的压力。

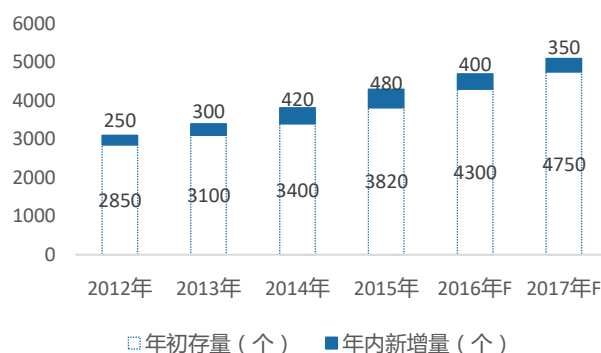
综上所述，我们认为，目前光大安石的房地产基金业务仍处于发展的初期，而市场空间十分广阔，结合光大安石的股东实力、团队能力以及“募投管退”全业务链条的打通，未来三到五年的规模增长路径清晰，值得期待。

图48：光大安石房地产基金AUM增速比较和展望



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图49：中国规模以上购物中心存量及增量趋势



数据来源：赢商网，广发证券发展研究中心

图50：光大安石收入和净利润测算和展望

单位：亿元	公式	备注	2015A	2015P	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入（管理费）	$a=c*d$	暂不考虑业绩提成和自有资金投资收益	2.93	3.08	4.13	5.63	8.44	12.66	17.47
AUM	b	旗下在管权益投资资产规模	160	250	300	450	675	1013	1316
落地投资额	$c=(b+b(-1))/2$	按照实际落地投资额计算管理费	-	205	275	375	563	844	1164
基础管理费率	$d=c*1.5\%$	一般是1.5%	-	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业税金及附加	$e=a*5\%$	管理费按5%缴纳营业税	0.02	0.15	0.21	0.28	0.42	0.63	0.87
管理费用	$f=a*9\%$	历史管理费用率8%-10%，无销售费用	0.25	0.28	0.37	0.51	0.76	1.14	1.57
财务费用	g	自身几乎没有财务杠杆	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	$h=a-e-f-g$	-	2.67	2.64	3.55	4.84	7.26	10.88	15.02
所得税	$i=h*25\%$	所得税税率25%	0.67	0.66	0.89	1.21	1.81	2.72	3.76
净利润	$j=h-i$	-	2.00	1.98	2.66	3.63	5.44	8.16	11.27
归母净利润	$k=j*100\%$	100%全资控股，无少数股东损益	2.00	1.98	2.66	3.63	5.44	8.16	11.27

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

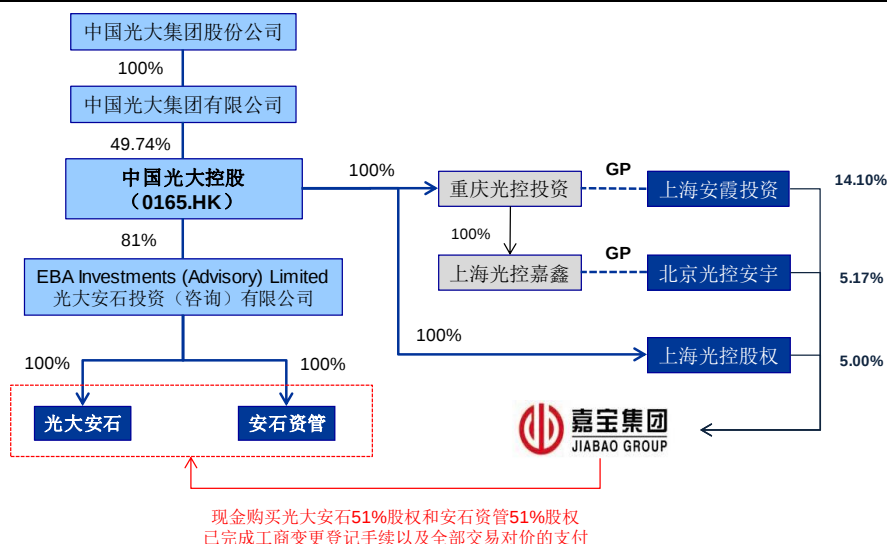
嘉宝集团：优质稀缺的房地产基金 A 股投资标的

嘉宝集团现金收购光大安石、安石资管各 51% 股权，双方关系更加紧密

2016年11月2日，嘉宝集团公告，为加快转型步伐，增强持续经营能力，公司拟以现金方式出资约15.44亿元，收购关联方EBA Investments (Advisory) Limited

持有的光大安石51%股权、安石资管51%股权。光大安石整体评估价值约30亿元，安石资管整体评估价值约249万元。2016年11月30日，嘉宝集团公告，光大安石、安石资管已经完成上述股权转让的工商变更登记手续。截至2017年4月6日，本次交易所涉及的交易对价支付手续全部完成。从而，光大安石51%股权（和安石资管51%）股权将纳入嘉宝集团2017年及以后年份的合并报表，嘉宝集团主业预计也将进一步转向以光大安石为平台的房地产基金业务。

图51: 嘉宝集团现金收购光大安石51%股权（和安石资管51%股权）情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

与此同时，中国光大控股目前是嘉宝集团第一大股东。2016年2月，嘉宝集团完成了2015年度非公开发行股票发行，光大系旗下的两支基金共获得了嘉宝集团9749万股，占发行后总股本的14.28%，发行价格10.81元/股。2016年7月，光大系继续增持嘉宝集团股份3406万股，增持成本14.56元/股。2017年3月，光大系再次增持嘉宝集团股份3413万股，增持成本18.32元/股。此次增持完成后，光大系持有嘉宝集团1.66亿股，持股比例24.27%，同时，光大系计划在未来12个月继续增持0.5%-5.5%股份。

表10: 嘉宝集团前10大股东（16Q3，以及最新增持公告）

股东名册	持股数量	持股比例	股份来源
北京光控安宇投资中心（有限合伙）	9625	14.10%	增发获得+增持
嘉定建业投资开发公司	7359	10.78%	原始持有+增发获得
上海嘉定伟业投资开发有限公司	4303	6.30%	原始持有
上海安霞投资中心（有限合伙）	3530	5.17%	增发获得
上海光控股权投资管理有限公司	3413	5.00%	增持
上海嘉加（集团）有限公司	1824	2.67%	原始持有
中邮核心优选	1822	2.67%	增发获得
上海南翔资产经营有限公司	1532	2.24%	原始持有+增发获得

中邮核心成长	1388	2.03%	增发获得
上海嘉定缘和贸易有限公司	1250	1.83%	原始持有
交银施罗德稳健配置	1236	1.81%	---

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，蓝底白字为光大系，红字为嘉定区国资委

嘉宝集团 RNAV 约 84 亿元，地产可售货值约 100 亿元，现金流充裕

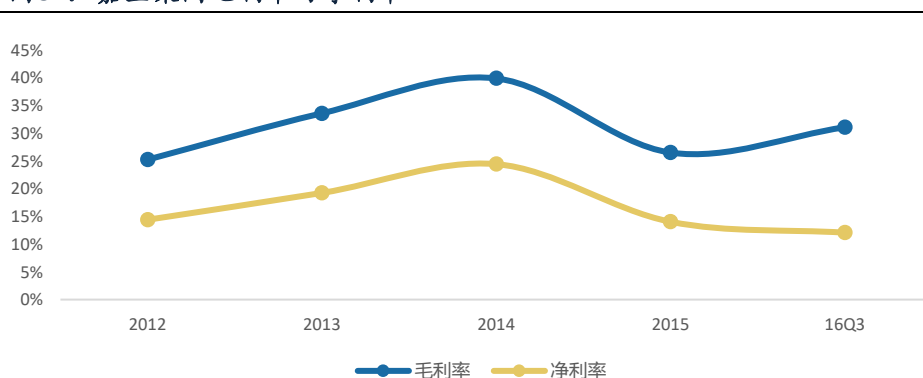
截至目前，嘉宝集团原有的房地产开发类项目共10个，其中，3个为动迁配套商品房，7个为普通商品住宅开发项目。这7个普通商品住宅项目均位于上海浦东、上海嘉定以及昆山花桥，区域房价有较强的支撑，并且项目土地获取时间早，成本相对较低，在去年区域房价涨幅较大的背景下，项目利润率保持较高的水平。根据我们的测算，嘉宝集团目前房地产未结算资源面积97万平米，项目净权益增加值（NAV）合计27亿元，加上净资产部分，我们测算嘉宝集团RNAV约为84亿元。

表 11：嘉宝集团房地产项目表

项目名称	区域	权益	计容建面 (万平米)	未结算面积 (万平米)	拿地时间	楼面价 (元/平米)	结算均价 (元/平米)	毛利率	净利率	NAV (亿元)
嘉宝紫提湾	上海嘉定	100%	17.67	1.04	2007 年 1 月	3080	15600	34.5%	14.8%	0.22
嘉宝梦之湾	上海嘉定	100%	17.35	6.78	2009 年 9 月	6226	28000	30.0%	12.7%	2.20
嘉宝梦之缘	上海嘉定	65%	15.77	15.77	2011 年 9 月	6337	28000	42.9%	19.1%	4.61
嘉宝梦之晨（城）	昆山花桥	100%	20.00	20.00	2012 年 1 月	1030	12000	32.0%	14.4%	2.87
嘉宝梦之悦	昆山花桥	100%	17.51	17.51	2013 年 12 月	3918	18000	31.4%	14.2%	3.50
前滩后院（浦东杨思）	上海浦东	60%	3.09	3.09	2014 年 1 月	33740	70000	28.6%	12.8%	1.41
上海嘉定新城地块	上海嘉定	51%	5.50	5.50	2016 年 7 月	9916	25000	32.0%	14.4%	0.81
宝菊清水园	上海嘉定	100%	5.68	1.05	2010 年 9 月	900	7200	16.7%	3.9%	0.03
云翔佳苑	上海嘉定	100%	18.09	18.09	2013 年 4 月	738	7200	16.7%	3.9%	0.40
竹筱基地动迁地块	上海嘉定	90%	7.66	7.66	2010 年之前	800	7200	16.7%	3.9%	0.15
小计			128.32	96.49				34.0%	12.0%	16.22

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

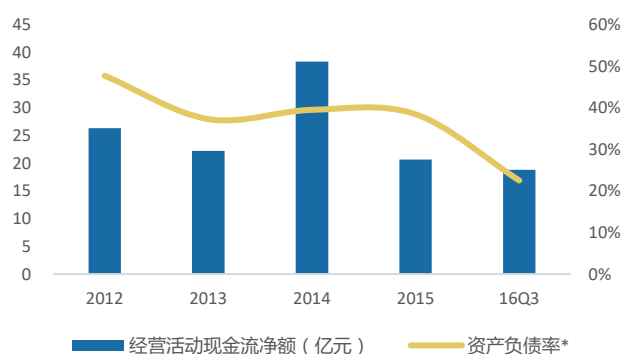
图52：嘉宝集团毛利率与净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从现金流的角度来看，嘉宝集团的资金状况极其健康。2016年三季度末，公司在手现金33亿元，无短期有息负债或长期借款，仅有应付债券10亿元。在扣除预收账款后的资产负债率仅为22%。2016年前三季度，公司的经营性现金流净额高达15亿元。预计未来公司也不会有新增拿地支出。可售资源方面，根据我们的测算，嘉宝集团目前在手的总货值接近100亿元，其中，20%的货值位于上海浦东、50%位于上海嘉定，30%位于昆山花桥，整体销售状况和去化率情况预期都能保持较好的水平。整体来看，嘉宝集团目前现金流极其充沛，稳健的财务状况也更有利于其进一步拓展房地产基金业务。

图53：嘉宝集团经营性现金流净额和资产负债率*



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

*扣除预收账款后的资产负债率

图54：嘉宝集团资产负债表简化版（16Q3，亿元）

货币资金	33.04	预收账款	41.37
存货	72.22	短期借款以及 一年内到期的长期借款	0.00
其他流动资产	7.66	其他流动负债	16.96
非流动资产	10.88	长期借款	0.40
		应付债券	10.10
资产合计	123.80	负债合计	69.21
		所有者权益合计	54.59

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表12：嘉宝集团房地产可售资源情况

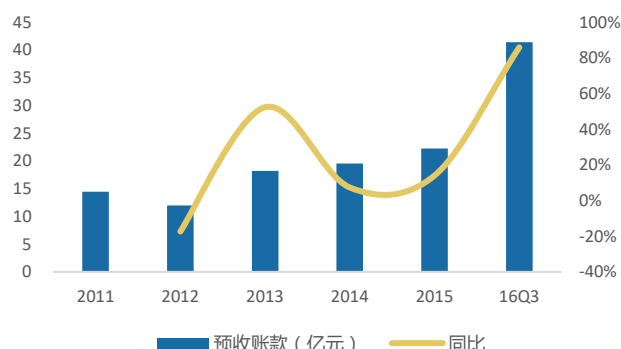
项目	区域	产品类型	权益	最新售价 (元/平米)	剩余可售面积 (万平米)	剩余可售货值 (亿元)
嘉宝梦之缘	嘉定	商办住	65%	38000	9.22	35.0
嘉宝梦之悦	花桥	住宅	100%	18000	17.51	31.5
前滩后院	浦东	高端住宅	60%	70000	3.09	21.6
嘉宝梦之湾	嘉定	普宅+别墅	100%	21000	4.31	9.0
嘉宝紫提湾	嘉定	住宅	100%	25000	1.90	4.8
宝菊清水园	嘉定	动迁配套	100%	7200	1.01	0.7
合计					37	103

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

预计嘉宝集团 17、18、19 年 EPS 分别为 0.77、0.95、1.15 元

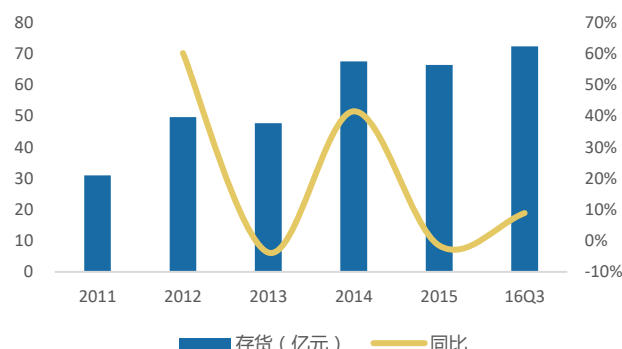
从净利润的角度来看，我们分两部分进行测算，第一部分是房地产结算收入和净利润，第二部分是光大安石51%股权纳入合并报表之后的净利润按比例贡献。房地产结算方面，我们主要根据预收账款规模、存货规模、以及利润率进行测算，我们预计嘉宝集团17、18、19年房地产结算收入分别为28、27、25亿元，对应的归母净利润分别为3.08、2.97、2.75亿元。

图55: 嘉宝集团预收账款余额



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图56: 嘉宝集团存货余额



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

房地产基金业务方面, 根据我们前面对光大安石的收入和利润展望, 对应51%的股权比例进入嘉宝集团的利润表, 预计这部分贡献的归母净利润17、18、19年分别为1.85、2.78、4.16亿元。综合来看, 我们预计, 嘉宝集团17、18、19年归母净利润合计分别为5.25、6.46、7.85亿元。我们看好光大安石房地产基金业务发展前景, 继续推荐, 维持“买入”评级。

表 13: 嘉宝集团盈利预测 (光大安石 51%股权 2017 年开始合并报表)

单位: 亿元	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	23.00	31.63	36.44	39.66	42.47
其中, 地产结算	23	26	28	27	25
其中, 房地产基金	---	5.63	8.44	12.66	17.47
归母净利润	3.42	5.25	6.46	7.85	9.22
其中, 地产结算	2.94	2.86	3.08	2.97	2.75
其中, 房地产基金	---	1.85	2.78	4.16	5.75
其中, LP 投资净收益	0.48	0.54	0.60	0.72	0.72
总股本 (亿股)	6.83	6.83	6.83	6.83	6.83
每股收益 (元)	0.50	0.77	0.95	1.15	1.35

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: LP 投资净收益部分, 主要是指嘉宝集团在 2016 年以自有资金, LP 的形式投入光大安石所投资的项目中。16Q3 披露的签约投资额 12 亿元 (股权 9.68 亿元+债权 2.35 亿元)。假设优先级年化投资回报率 (固定回报) 为 5%, 劣后级年化投资回报率为 10%, 取折衷 8%; 考虑嘉宝集团当前在手现金以及未来销售利润现金流, 预计未来每年可投资规模将逐年小幅上升, 假设 2016-2020 年分别为 8、9、10、12、12 亿元

风险提示

房地产市场政策收紧影响公司地产销售。房地产基金业务受资金收紧影响扩张速度放缓。中国REITs和类资产证券化推进速度低于预期。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产	8,046	8,320	10,252	11,330	12,642	
货币资金	428	1,264	3,084	4,361	6,330	
应收及预付	94	93	250	384	519	
存货	6,740	6,635	6,651	6,318	5,526	
其他流动资产	783	327	267	267	267	
非流动资产	882	959	1,108	1,245	1,390	
长期股权投资	477	296	348	408	480	
固定资产	9	98	99	100	101	
在建工程	0	0	20	38	54	
无形资产	1	1	1	1	1	
其他长期资产	395	565	641	699	754	
资产总计	8,928	9,279	11,360	12,575	14,031	
流动负债	3,685	3,919	6,165	6,879	7,531	
短期借款	100	0	0	0	0	
应付及预收	3,585	3,824	5,738	6,665	7,424	
其他流动负债	0	95	427	213	107	
非流动负债	1,790	1,870	1,461	1,263	1,171	
长期借款	793	853	427	213	107	
应付债券	970	970	970	970	970	
其他非流动负债	28	46	64	79	94	
负债合计	5,476	5,789	7,626	8,141	8,702	
股本	514	514	683	683	683	
资本公积	649	611	512	617	746	
留存收益	1,720	1,887	2,162	2,581	3,098	
归属母公司股东权	2,964	3,150	3,356	3,880	4,526	
少数股东权益	488	341	379	554	803	
负债和股东权益	8,928	9,279	11,360	12,575	14,031	

利润表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
营业收入	1,637	2,096	2,300	3,163	3,644	
营业成本	985	1,540	1,607	1,950	2,146	
营业税金及附加	216	187	212	254	283	
销售费用	35	36	43	42	42	
管理费用	77	33	43	98	118	
财务费用	18	35	23	20	5	
资产减值损失	1	0	2	1	1	
公允价值变动收益	8	-2	0	0	0	
投资净收益	77	22	30	35	41	
营业利润	392	284	399	831	1,090	
营业外收入	126	114	123	111	112	
营业外支出	0	0	0	0	0	
利润总额	518	398	522	942	1,202	
所得税	118	104	141	243	307	
净利润	400	294	382	699	895	
少数股东损益	41	19	38	175	250	
归属母公司净利润	359	275	344	525	646	
EBITDA	328	302	415	838	1,076	
EPS（元）	0.53	0.40	0.50	0.77	0.95	

现金流量表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-1,589	790	2,128	1,812	2,266
净利润	400	294	382	699	895
折旧摊销	3	3	20	20	20
营运资金变动	-2,450	345	1,741	1,126	1,416
其它	459	148	-15	-34	-66
投资活动现金流	299	224	-153	-74	-78
资本支出	-2	-78	-125	-40	-39
投资变动	-4,662	-3,613	-29	-34	-40
其他	4,963	3,915	0	0	0
筹资活动现金流	899	-177	-155	-461	-218
银行借款	1,200	156	0	0	0
债券融资	-186	-100	-95	-427	-213
股权融资	40	0	0	0	0
其他	-155	-233	-60	-35	-5
现金净增加额	-390	836	1,820	1,277	1,969
期初现金余额	819	428	1,264	3,084	4,361
期末现金余额	428	1,264	3,084	4,361	6,330

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-13.8%	28.0%	9.8%	37.5%	15.2%
营业利润增长	-0.2%	-27.6%	40.7%	108.0%	31.2%
归属母公司净利润增长	5.8%	-23.4%	25.1%	52.7%	23.1%
获利能力(%)					
毛利率	39.9%	26.5%	30.1%	38.3%	41.1%
净利率	24.4%	14.0%	16.6%	22.1%	24.6%
ROE	12.1%	8.7%	10.2%	13.5%	14.3%
ROIC	---	---	---	---	---
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3%	62.4%	67.1%	64.7%	62.0%
净负债比率	41.6%	18.7%	---	---	---
流动比率	2.18	2.12	1.66	1.65	1.68
速动比率	0.34	0.43	0.58	0.73	0.94
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.23	0.22	0.26	0.27
应收账款周转率	---	---	---	---	---
存货周转率	0.17	0.23	0.24	0.30	0.36
每股指标(元)					
每股收益	0.70	0.53	0.50	0.77	0.95
每股经营现金流	-3.09	1.54	3.12	2.65	3.32
每股净资产	5.76	6.12	4.92	5.68	6.63
估值比率					
P/E	28.7	37.7	39.7	26.0	21.1
P/B	3.5	3.3	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	17.4	31.1	20.7	12.8	7.9

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋：首席分析师，复旦大学经济学硕士，九年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇：分析师，清华大学工学硕士，五年房地产研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山：分析师，复旦大学经济学硕士，四年房地产研究经验，2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 李 飞：研究助理，中国科学技术大学金融工程硕士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。