

## 美国三大养老地产 REITs 运营管理模式分析

### 美国 REITs 型投资商:两种主流模式下各创新招

不同的 REITs 型投资商有着各自的投资经营战略，但总的来说，REITs 型投资商的核心是在净租赁、委托经营和合资经营几种模式之间寻求风险、收益平衡，但无论采用哪种模式，稳定收益下的低成本长期资金都是 REITs 存在的根本。

美国养老地产的主流投资商是 REITs。养老/医疗地产类的 REITs 公司大多成立于上世纪 70-80 年代，大型 REITs 公司拥有的物业数量可达 600 多处，其中，80-90%的物业都是自有的，其余物业通过与运营商或其他投资人合作发起的私募基金平台持有。总资产规模可达百亿美元以上，但员工却只有一两百人，属于典型的资本密集型企业。

REITs 公司主要通过两种方式运营旗下物业，一是净出租模式，二是委托经营模式。在净出租模式下，REITs 公司把养老/医疗物业租赁给运营商，每年收取固定租金费用（养老社区的毛租金收益率通常是物业价值的 8-12%，根据 CPI 指数向上调整），而所有直接运营费用、社区维护费用、税费、保险费等均由租赁方承担。因此，在净出租模式下，REITs 公司的毛利润率很高，净租金收益/毛租金收益可达 80%以上，而且几乎不承担任何经营风险，业绩也较少受到金融危机的影响（除非租户破产）；与之相对，租户（运营商）获取全部经营收入及剔除租金费用、运营成本后的剩余收益，并承担绝大部分经营风险。

在委托经营模式下，REITs 公司将旗下物业托管给运营商，运营商每年收取相当于经营收入 5-6%的管理费，但不承担经营亏损的风险，也不获取剩余收益；所有的经营收入都归 REITs 公司所有（美国养老社区每单元的经营收入约为 3000-4000 美元，是租金收入的 3-4 倍），所有的经营成本也由 REITs 公司负担，相应的，REITs 公司获取租金及经营剩余收益，承担大部分经营风险。

由于净出租模式下，REITs 公司的风险最低、收益最稳定，所以，为降低资金成本，传统上 REITs 公司的大部分物业采用净出租方式运营，少部分物业采用委托经营模式运营。结果，即使是在金融海啸背景下，多数养老地产 REITs 公司仍能提供稳定的分红收益，从而打通了周期低谷中的融资通道。

“切”走了租金收益和一部分经营收益的 REITs 公司，凭借收益的稳定性，为养老地产市场提供了低成本长期资金。有鉴于此，我们认为国内养老地产的发展要想获得长期资金的支持，也必须切割出稳定收益的部分，以满足保守型长期投资人的需求。????

HCP : 5×5 的多元投资矩阵

“多元化的投资+低成本融资”，推动了 HCP 规模的快速膨胀，并获得了低谷中的扩张能力。

HCP (HCP.N) 是目前美国最大的养老/医疗地产类 REITs 公司，它于 1985 年成立，截至 2010 年末，已在 672 处、总值 145 亿美元的物业中拥有权益，旗下物业包括 251 处养老社区、102 处生命科学实验楼、253 处医疗办公楼 (MOB)、45 处专业护理院资产和 21 家医院资产。其中，自有物业 573 处，总投资额 105 亿美元；通过私募基金平台持有 99 处物业，另有 20 亿美元的夹层贷款和抵押贷款投资，以及 4.67 亿美元的土地储备、在建物业和再开发物业。

作为全美最大的养老地产 REITs 公司，HCP 强调投资渠道与投资类型的多元化，提出了 5×5 的投资模式，即，采用 5 种投资渠道（出租型物业、投资管理平台、开发和再开发、债权投资、DownREITs）投资于 5 类资产（养老社区、生命科学物业、医疗办公楼 MOB、专业护理机构的物业、医院物业）。

### 多元投资渠道

HCP 有 5 种投资渠道，分别是直接持有出租型物业、通过投资管理平台的地产基金持有物业、通过参与开发和再开发环节获取物业、通过债权投资方式获取物业、以及通过伞型 REITs 的份额换取物业 (DownREITs)。

HCP 直接持有的 573 处出租型物业，主要采用出租模式运营。其中，199 处自有养老社区总值 35.75 亿美元，2010 年末平均入住率 86%，每个单元的月租金收入为 1140 美元，全年合计贡献租金收入 3.34 亿美元，三大运营商 Emeritus、Sunrise 和 Brookdale 分别贡献了总收入的 10%、8% 和 5%；其他医疗专用物业合计贡献租金及经营收入 7 亿美元。

截至 2010 年底，HCP 共发起了四个合伙型私募基金，约占有 20-35% 的权益，并以其为投资管理平台合计持有 99 处物业。HCP 作为基金发起人，负责日常管理及投融资工作，并获取基金管理费和超额收益的业绩提成。2010 年基金平台的分配收益和管理费收入合计 5400 万美元。

HCP 较少直接参与养老社区的开发和再开发工作，但在其他医疗地产领域，如生命科学实验楼或医疗办公楼，如果预租率能够达到 50% 以上，HCP 就会适度参与开发。总体来说，其土地储备及在建物业的总值不超过资产总额的 5%。

在债权投资上，HCP 在金融海啸中投资持有了一些养老/医疗地产公司的债券。作为主要的债权人，HCP 在后来的债务重组过程中获得了低谷收购的好机会，如 2010 年收购 HCR MonorCare 时，就利用了自身的债主地位（此前，HCP 持有 HCR MonorCare 价值 17.2 亿美

元的债务)。截至 2010 年底，其持有的 20 亿美元债权投资，为公司贡献了 1.6 亿美元的利息收益。

在美国，大型 REITs 公司通常都会构建伞型结构，即通过 REITs 子公司的非管理份额来换取其他公司的物业资产。以份额换资产的好处在于这是一个双赢的过程，对于资产出售方来说，在份额变现前他可以延迟纳税，并分享在此期间资产升值的收益；而对于 REITs 公司来说，它可以降低收购成本，并避免母公司股权被过分稀释。过去几年中，HCP 通过 DownREITs 方式换购了约 10 亿美元的物业资产。

### 低成本融资渠道

多元投资推动了公司规模快速扩张，但资产扩张的背后更是得益于便利的资本市场融资通道。仅 2010 年一年，HCP 就在 6 月、11 月和 12 月进行了 3 次股票市场增发，总融资额达 25 亿美元。

2011 年 1 月，HCP 又发行了总额 24 亿美元的无抵押票据融资，其中：2014 年到期、利率 2.70% 的优先票据融资 4 亿美元，2015 年到期、利率 3.75% 的优先票据融资 5 亿美元，2021 年到期、利率 5.375% 的优先票据融资 12 亿美元，2041 年到期、利率 6.75% 的优先票据融资 3 亿美元。四种票据的加权平均期限达到 10.3 年，而融资成本仅为 4.83%，低于 2010 年末公司加权平均的利率成本 6.19%，从而使总利率成本下降约 0.5 个百分点。

在资本市场的融资支持下，2010 年底公司 133 亿美元的总资产中，净资产达到 81.46 亿美元，总负债率仅占 39%，有息负债 46.46 亿美元，其中仅 12 亿美元为抵押贷款，其余 33 亿美元均为无抵押票据，债券融资占有息借款总额的 70%（2011 年 1 月成功发行四种票据后，债券占比进一步提高，利率成本也进一步降低）。畅通的融资渠道支持了公司的低谷扩张。

### 低谷扩张能力

2010 年，HCP 以 61 亿美元总价收购了私募股权投资基金凯雷（Carlyle Group）旗下养老地产投资兼运营商 HCR MonorCare 的全部物业，成为当年养老/医疗地产领域的最大收购案。61 亿美元的收购总价中，现金支付 35.3 亿美元，**承债** 17.2 亿美元（承接此前 HCP 对 HCR MonorCare 的债务投资额），股票支付 8.52 亿美元。

为完成此次收购，公司先安排了 33 亿美元的**过桥贷款**，2010 年 12 月针对此次收购行为发行股票融资 14 亿美元，2011 年 1 月又发行债券融资 24 亿美元，从而偿还了全部过桥贷款。收购完成后，HCP 将新增 334 处特殊护理及生活协助型养老社区，而原来的 HCR MonorCare 团队将作为凯雷的子公司继续租赁上述物业。

2010年，HCP 还以 8.6 亿美元总价收购了投资管理平台上 25 处物业中由机构投资人持有的 65% 权益，成为金融海啸中的大赢家。

### 稳定的业绩与股东回报

HCP 的大部分物业采用净出租模式运营，经营业绩十分稳定。

2010 年底，HCP 直接拥有的养老社区及其他医疗物业资产总投资成本 105 亿美元，直接贡献了 10.4 亿美元的收入和 8.8 亿美元的毛利润（毛租金收益率 10%，净租金收益率 8.4%）；再加上投资管理费、融资租赁收入和贷款利息收入，2010 年总收入 12.25 亿美元。

成本方面，在净租赁模式下，公司仅有 148 名员工，直接经营成本仅占总租金收入的 20%，另有相当于总收入 8% 的一般管理费（不含折旧摊销）和相当于总收入 23% 的利息费用，剔除上述必需支出后，2010 年的净经营现金（FFO）为 6.2 亿美元，相当于总收入的 50%，过去 5 年平均的净经营现金回报率（净经营现金/净资产）为 9.7%。

在丰厚现金流的支撑下，公司连续第 26 年提高每股红利额，使股息收益率维持在 5% 左右。2010 年，HCP 股东的总回报率（分红收益+资本利得）达到 27.5%，过去 5 年（2006-2010 年）的年均回报率为 12.6%，过去 10 年（2001-2010 年）年均总回报率为 16.5%（图 1）。

图 1: 养老/医疗地产 REITs 公司的股价走势比较



### Ventas: 委托经营模式下剩余收益的分享

适度的委托经营比例能够提高回报率，但若这一比例过高则将导致资金成本优势的丧失，Ventas 力求在净租赁与委托经营模式间求得平衡—结果，其风险和收益都略高于 HCP，相应地，其在债权市场的融资成本略高，但在股票市场的表现却更好。

Ventas (VTR.N) 于 1983 年成立，截至 2010 年末在美国 43 个州和加拿大 2 个省拥有 602 处物业，是全美第二大养老/医疗类 REITs 公司，运营物业包括 240 处养老社区、135 处医疗办公楼 (MOB)、40 家医院物业、187 处专业护理院物业。其中，全资拥有的物业资产 538 处，通过与运营方成立的合资公司控股 6 处医疗办公楼，通过与第三方投资人合资组建的私募基金平台控制着 58 处医疗办公楼 (Ventas 在这些基金中的份额在 5-20% 之间)。

### 委托经营模式提高风险收益水平

与 HCP 以出租为主的运营方式不同，Ventas 旗下 1/3 的养老社区采用委托经营方式，如全美第二大养老社区运营商 Sunrise 就托管了其中 79 处养老社区 (托管期 30 年，平均托管费为年收入的 6%)。

在这一模式下，作为物业持有人的 Ventas 除了能够获取租金收益外，还从客户处收取全部经营收入 (包括生活服务和医疗服务的收入，平均每单元的月收入可达 3000-4000 美元，是租金的数倍)。结果，尽管 Ventas 的资产规模不到 HCP 的一半，但收入规模却与之相当：57 亿美元的总资产，不仅贡献了 5.4 亿美元的租金收入，还贡献了 4.5 亿美元的经营收入，收入与总资产之比达到 0.15 倍，是 HCP 的两倍。

显然，委托经营模式提高了 Ventas 整体的收入规模，但也由于对成本费用的承担而降低了利润率、提高了经营风险：净出租模式下，所有的直接经营成本、亏损风险都由运营方承担，物业所有方只收取固定租金收益，毛利润率可达 80% 以上；但委托经营模式下，运营方只收取固定比例的管理费，物业所有方承担所有直接经营成本、亏损风险，因此毛利润率降到 30-40% 水平，并承担金融危机中的业绩波动。

就 Ventas 而言，由于其物业组合中 2/3 的养老社区采用租赁模式，1/3 采用委托经营模式 (其他医疗办公物业均采用租赁模式)，所以，员工人数略多，达到 263 人，是 HCP 员工数量的 1.8 倍，毛利润率则降至 69% 水平，低于净租赁模式下 80% 以上的毛利润率。剔除一般管理费和利息费用后，2010 年 Ventas 的净经营现金 (FFO) 总额达到 4.54 亿美元，净经营现金约相当于公司总收入的 45%，略低于 HCP；但由于委托经营模式下的收入与总资产之比较高，所以，5 年平均的净经营现金回报率达到 22%，是 HCP 的两倍。

不过，高收益总是与高风险相伴，由于承担了更多的经营风险，所以 Ventas 的信用评级为 BBB-，较 HCP 的 BBB 评级低一级，处于投资级的边缘。较低的评级限制了公司的发债融资能力，在其 29 亿美元的有息借款中，债券融资的比例约为 50%，低于 HCP 70% 的债券融资比例，且加权平均的利率成本则达到 6.4%，高于 HCP。未来，如果风险进一步上升，公司将失去投资级评级和债券市场的低成本融资能力。所以，适度的委托经营比例能够提高回报率，但过高的委托经营比例将导致资金成本优势的丧失，Ventas 需要在净租赁与委托经营模式间求得平衡。

## 高估值降低收购成本

租赁与委托经营模式平衡的结果，就是 Ventas 的风险和收益都略高于 HCP，相应的，其在债权市场的融资成本略高，但在股票市场的表现却更好。2010 年，Ventas 的股东总回报率为 25%，过去 5 年（2006-2010 年）年均回报率 18.4%，过去 10 年（2001-2010）年均回报率 30.2%，2010 年被评为 10 年来表现最好的上市公司。

高估值下，与**债券融资**相比，Ventas 更倾向于**换股收购**的扩张路径。过去一年中，Ventas 公布的收购总额达到 110 亿美元，其中，60%以股票支付。

2010 年 10 月，Ventas 宣布以 31 亿美元收购私人股权投资基金 Lazard Real Estate Partners 旗下养老地产运营商 **Atria** 的 118 处物业，其中以普通股支付 13.5 亿美元，现金支付 1.5 亿美元，承债 16 亿美元。收购前，Atria 是全美第 4 大养老社区运营商，收购过程中，Atria 被分拆为物业组合和管理公司两部分，物业组合被直接出售给 Ventas，而管理公司仍由 Lazard 控股，并以托管模式继续运营上述物业。收购完成后，Ventas 委托经营的利润贡献比例上升到 40%。

2011 年 2 月，Ventas 又宣布收购全美第四大养老/医疗地产 REITs 公司 Nationwide Health Properties (NHP) 及其旗下的 600 处养老/医疗物业（Atria 是第四大运营商，而 NHP 则是第四大 REITs 投资商）。74 亿美元的总收购价中，54 亿美元将以换股形式完成，其余部分以承债方式完成。收购完成后，Ventas 将持有 NHP65%的股权，剩余 35%股权由原股东持有。由于 NHP 的物业组合大多以净出租方式运营，所以，此次收购将使 Ventas 委托经营的利润贡献比例下降到 26%的水平，风险收益再度平衡。

目前，Ventas 持有的物业总数已达 1300 处，物业总市值达到 230 亿美元，由 100 家全国性或地区性养老/医疗地产运营商管理，从而成为全美最大的养老/医疗地主。

## HCN: 运营商参股模式下的低成本扩张

“租赁+委托经营”的平衡、以及收益分享模式下对运营商的吸引成为 HCN 赶超 HCP 和 Ventas 的主要工具。

HealthCare REITs (HCN.N) 于 1970 年成立，最初投资于专业护理院，后拓展至养老地产领域，是全美第三大养老/医疗类 REITs 公司。截至 2010 年末，公司物业总投资额 90 亿美元，在 684 处物业中拥有权益，包括 303 处养老社区、180 家专业护理院的物业资产、31 家医院的物业资产、163 处医疗办公楼 (MOB) 和 7 处生命科学实验楼，物业总值 140 亿美元。

## RIDEA 框架下的运营商合作

与 Ventas 相似，HCN 也在努力拓展委托经营的空间。区别在于 HCN 更乐于通过共同构建物业组合的方式来激发运营商的管理积极性。

2010 年 9 月，HCN 与家族企业 Merill Garden 成立合资公司，其中，HCN 贡献 13 处物业和 2.55 亿美元现金，而 Merill Garden 贡献 25 处物业及其负债，构成一个总值 8.17 亿美元的物业组合，HCN 在其中占有 80% 权益，Merill Garden 占 20% 权益，在此基础上，HCN 再与 Merill Garden 签定委托管理协议。在新的框架下，Merill Garden 获取了管理费收益和 20% 的经营收益，而 HCN 则获取了 80% 的经营收益。

HCN 不断复制这一合作模式，分别与运营商 Silverado Senior Living、Senior Star Living 合资，构建了一个拥有 18 处物业、总值 2.98 亿美元的资产组合（Silverado 在照顾有记忆功能障碍的老人方面有丰富经验，组合中 HCN 占 95% 权益，Silverado 占 5% 权益并托管该物业组合），以及拥有 9 处物业、总值 3.6 亿美元的资产组合（HCN 贡献 2 处物业和 1.52 亿美元现金，占 90% 权益，Senior Star 贡献 7 处物业和相关负债，占 10% 权益并托管该物业组合）。2011 年，HCN 又与 Benchmark Senior Living 共同构建一个拥有 34 处物业、总值 8.9 亿美元的资产组合（HCN 占 95% 权益，Benchmark 占 5% 权益并托管该物业组合）；近期，HCN 还考虑将 2006 年从高端养老社区运营商 Brandywine Senior Living 手中收购来的 19 处物业也改组为合资运营模式，给予 Brandywine 一定的权益份额。

新框架下，HCN 计划在 2011 年使委托经营物业的比重提升到 22%，贡献的收益比例从当前的 5% 提高到 13%，未来是否会继续提高经营物业的比重，取决于经营风险的平衡。但可以确定的是，净租赁方式仍是其主要的运营方式，如 2011 年 2 月，HCN 收购的 Genesis Healthcare 物业组合就将继续采用净出租模式运营。

### **租赁+经营模式下的稳定收益**

目前，HCN 大部分物业仍采用净出租方式运营，入住率 88.9%，每单元的月均租金收入 1353 美元；合资经营物业部分，由于 HCN 能够分享大部分经营收益，从而使每单元的月均收入提升到 2538 美元，入住率达到 91.9%。2010 年，其全年总收入 6.81 亿美元，其中租金收入 5.81 亿美元，直接经营收入 5100 万美元，利息收入 4100 万美元；由于经营收入的比重仍较小，所以，收入与总资产之比平均在 0.08 倍水平，过去 5 年平均的净经营现金回报率为 10.4%。

稳定的收益结构使 HCN 过去 40 年间的股东回报始终保持在 12% 以上：2010 年，HCN 股东的总回报率为 14%，过去 5 年（2006-2010 年）年均股东总回报率 12.1%，过去 10 年（2001-2010 年）为 18.1%，过去 20 年（1991-2010 年）为 15.7%，过去 40 年为 15.9%。HCN 承诺将谨慎平衡风险收益组合。

### **稳定收益下的低谷扩张**

持续的稳定收益也为 HCN 提供了资本市场融资支持。2010 年，HCN 两次增发融资近 10 亿美元，并发行债券融资 14 亿美元（包括 2020 年到期的、年利率 6.125% 的无抵押票据融资 4.5 亿美元，2017 年到期、年利率 4.7% 的无抵押票据融资 4.5 亿美元，2021 年到期、年利率 4.95% 的无抵押票据融资 4.5 亿美元），加权平均利率 5.26%；年内还发行了 2029 年到期的可转债（票面利率 3%）融资 5 亿美元。在资本市场融资支持下，2010 年公司完成了 31.5 亿美元的投资，2011 年 2 月又宣布将以 24 亿美元收购运营商 Genesis Healthcare，进一步扩大物业持有规模。

### **SNH: 分拆后的纯出租模式**

在经营上追求稳定租金，在财务上力求风险最低。长期看，SNH 的股东回报率也超过了 12%。

尽管 RIDEA 法案推出后，不少养老地产 REITs 公司都开始采用委托经营或与运营商合资经营的方式来分享经营收益，但仍有不少养老地产公司坚持采用净出租方式运营，代表企业就是 Senior Housing Properties Trust (SNH.N)。

SNH 的诞生是美国养老地产领域专业化分工的结果。1999 年，美国写字楼 REITs 公司 CommonWeath 将旗下养老地产业务分拆为独立的 REITs 公司上市，Senior Housing Properties Trust (SNH.N) 由此诞生。2002 年，SNH 进一步分拆旗下医疗物业管理公司 Five Star (FVE.N) 独立上市，此后，SNH 定位于纯出租模式下的养老地产投资商，而 Five Star 则定位于纯租赁模式下的养老/医疗物业运营商。

截至 2010 年末，SNH 旗下有 320 处物业，包括 226 处养老社区，2 家康复医院及其 3 个分院，82 处医疗办公楼和 10 处健身中心。其中，Five Star 分四个整租合同租赁了 SNH 旗下的 186 处养老物业和 2 家康复医院，物业总值 20.3 亿美元，租期 10-15 年，每年租金 1.9 亿美元；此外，在酒店管理公司马里奥特的担保下，全美第二大运营商 Sunrise 租赁了 SNH 旗下的 14 处养老社区，总值 3.25 亿美元，租期 5 年，年租金 3250 万美元；第三大运营商 Brookdale 租赁了 18 处养老社区，总值 6100 万美元，租期 15 年，年租金 844 万美元。加上其他零散出租，总值 24.7 亿美元的养老物业，每年为公司贡献 10% 的稳定租金回报，即 2.4 亿美元租金收益。

成本费用方面，由于净出租模式下承租人几乎承担了全部运营费用，所以，SNH 的直接经营费用很低，仅相当于总收入的 5.5%，一般管理费占总收入的 6.5%，利息费用占收入的 24%，剔除上述必须支出后，2010 年公司净经营现金 (FFO) 为 2.15 亿美元，过去 5 年净经营现金与总收入之比平均为 70%，净经营现金回报率平均为 10.4%，与“租赁+委托经营”模式下的回报率相当。



在经营上追求稳定租金，在财务上 SNH 也力求风险最低。33.9 亿美元的总资产中，净资产占到 21.7 亿美元，总负债率仅为 36%。保守财务策略下，低谷中 SNH 并没有大规模扩张计划，2010 年其股价表现逊于其他积极扩张的企业，全年股东总回报率仅为 7%。但从长期看，SNH 回报率并不低，过去 5 年（2006-2010 年）的年均股东总回报率达到 12.1%，分拆以来的年均股东回报率达到 16%。股价表现优于分拆后的运营公司 Five Star，也优于分拆后的写字楼 REITs 公司 Commonwealth（图 2）。



### 金融生态的核心：风险收益平衡

美国养老地产生态系统的核心，是通过开发商、投资商与运营商的角色分离实现开发利润、租金收益、资产升值收益与经营管理收益的分离。中国养老地产要得以持续发展，也必须构建这样一个养老地产金融生态链。

在美国，不同的 REITs 型投资商有着各自的投资经营战略，有些采用纯出租模式，如 SNH，有些采用“出租+委托经营”模式，如 Ventas，有些通过与运营商组建合资公司来管理旗下物业，如 HCN，还有些采用多元投资模式的平衡，如 HCP（附表）。

美国 REITs 型投资人的比较汇总

	HCP	Ventas	HCN	SNH
<b>投资战略</b>	多元投资	委托经营	合资经营	纯出租
物业数量	672	602	684	320
自有物业	573	538	-	-
租赁物业	0	0	-	-
投资平台	99	64	-	-
员工人数	148	263	263	650
<b>资本结构</b>				
权益 / 总资产 (2010)	61%	41%	53%	64%
债务 / 借款 (2010)	71%	50%	68%	35%
<b>经营业绩</b>				
毛租金回报率 (2010)	9.3%	13.2%	12.3%	9.7%
直接经营成本 / 收入 (2010)	20.0%	31.0%	13.0%	5.5%
一般管理费用 / 收入 (2010)	8.0%	5.0%	9.0%	6.5%
利息费用 / 收入 (2010)	23.0%	18.0%	23.0%	24.0%
净经营现金 / 收入 (2006-2010)	52.0%	49.0%	67.0%	70.0%
周转率	0.08	0.15	0.08	0.10
<b>股东回报</b>				
净经营现金回报率 (2006-2010)	9.7%	21.9%	10.4%	10.4%
10 年股东总回报 (2000-2010)	16.5%	30.2%	18.1%	16.0%

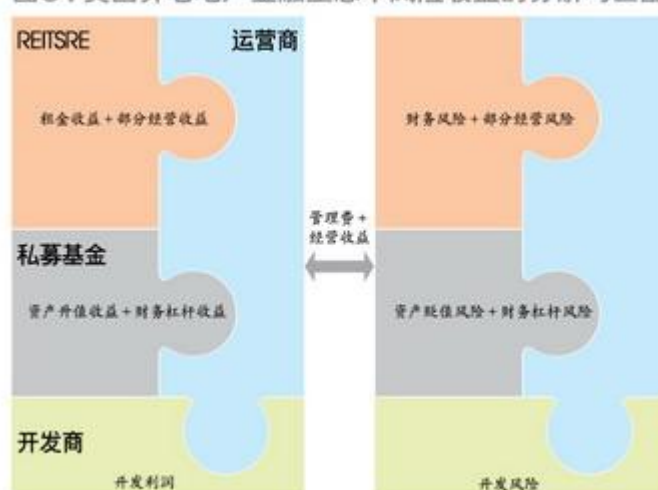
不同投资模式下，REITs 公司的业绩表现也不尽相同，一般来说，出租比例高的公司，经营风险低，相应的，债务融资成本也低，但由于放弃了经营收益而使净经营现金的投资回报率维持在 10% 左右；与之相对，委托经营比例高的公司，经营风险略高，债务融资成本上升，但对经营剩余收益的分享提高了回报率，优秀公司的净经营现金回报率可以达到 20% 水平。

综上，REITs 型投资商的核心是在净租赁、委托经营和合资经营几种模式之间求得风险、收益平衡，但无论采用哪种模式，稳定收益下的低成本长期资金都是 REITs 存在的根本。

美国养老地产生态系统的核心是风险收益的分拆与匹配。开发商、投资商与运营商的角色分离实现了开发利润、租金收益、资产升值收益与经营管理收益的分离。其中，开发商通过快速销售模式获取开发利润，利润率不高但资金回笼速度快；REITs 投资人通过长期持有资产获取稳定的租金收益，利润率高但资金回笼期长，风险低但投资回报率也略低；而基金投资人通过资产的买卖获取资产升值收益，承担财务风险的同时获得较高投资回报率；与之相对，运营商借助轻资产模式放大经营现金回报，承担经营风险的同时也能获得较高投资回报率。

美国系统下养老地产领域的角色分工与风险收益匹配显示，在各方角色分离的过程中，保守的投资人、激进的投资人、具有更强风险承受力的长期投资人都找到了为各自量身定制的投资渠道（图 3）。

图3：美国养老地产金融生态中风险收益的分解与匹配



与之相对，刚刚起步的中国养老地产领域，虽然汇聚了地产商、保险公司及其他民营企业，但各自的角色定位很模糊，更谈不上彼此的分工合作，结果，在养老地产的开发运营过程中，既缺乏专业的运营商，更缺乏长期的投资人。

美国养老地产的生态系统启示我们，当养老地产作为一个单一机构，难以获取低成本金融资源的支持时，风险收益的分解就成为最有效的方式：分解后，REITs 类公司凭借稳定收益能够获得最低成本的长期资金；而私募基金则凭借高杠杆获得高收益和低谷套利的的能力；至于运营商，凭借轻资产模式获得了规模扩张的动力。分解后重新聚合的几类企业，共同构建了一个最具竞争力的养老地产金融生态，它具有资金成本最低、规模化速度最快、抗冲击能力最强的优势。

综上，养老地产的发展需要角色的分离与金融生态系统的发育—这种发育可以是现有机构间的合作（比如地产公司与保险公司的合作，或地产公司与专业运营公司的合作），也可以是从一个机构里分化出来的多个主体（如地产公司自身分化出的私募基金或专业运营公司）。至于金融工具，尽管内地市场还没有推出 REITs，但却并不缺乏多元投资人：在高通胀下，银行的理财客户希望获取高于通胀率的稳定收益；保险公司希望找到高于保险成本的长期收益；而各类私募基金则希望扩大组合边界，进一步提升收益率水平。因此，融资本身不是问题，问题的核心是如何对养老地产的风险收益进行合理分配，实现整个系统的低成本平稳运行。

作者为贝塔策略工作室合伙人，对于本文内容您有任何评论或补充，请发邮件至 [xincaifu@p5w.net](mailto:xincaifu@p5w.net)。

**养老地产 REITs 股东总回报率 11.64%**

2010年,美国 REITs 公司总计从股票市场融资 283 亿美元,债券市场融资 192 亿美元,2011 年前 7 个月 REITs 公司股票市场融资 308 亿美元,债券市场融资 95 亿美元。其中,最大的养老地产公司 HCP REITs 在 2010 年全年进行了三次股票市场增发,融资总额 25 亿美元,而第三大养老地产 REITs HCN 也两次增发,融资近 10 亿美元。频繁融资降低了 REITs 公司的负债率,金融海啸中,养老/医疗类 REITs 公司的平均负债率在 50%左右,低于其他地产公司 60-90%的负债水平。

此外,稳定的收益也提供了良好的信用评级,半数养老/医疗类 REITs 公司拥有投资级评级,从而可以便利的使用债券市场融资通道,尤其是大型养老/医疗类 REITs,有息负债中 70%都来自于债券融资,银行贷款的比重很小。金融海啸背景下,美联储的基准贷款利率很低,再加上避险情绪的作用,财务状况良好的 REITs 债券受欢迎,不少养老/医疗类 REITs 公司通过新发债券降低了资金成本,延长了期限结构。如 HCP 新发的 24 亿美元无抵押票据,平均期限 10.3 年,平均利率仅 4.83%,低于此前 6-7%的融资成本。在租金收益率不变的情况下,融资成本的降低提高了 REITs 公司的收益空间(对于 REITs 来说,最主要的成本就是利息成本,养老/医疗类 REITs 公司的利息费用平均占到收入的 20-25%,财务费用的降低必然会提升长期回报)。

除了融资成本的降低,收购成本也在降低。在资本市场的融资支持下,REITs 公司成为低谷中的收购大户,仅 2010 年四季度到 2011 年一季度的 6 个月中,养老/医疗类 REITs 公司就并购了 270 亿美元的物业,彰显了其低谷扩张的能力。

当然,让渡了大部分经营风险的 REITs 公司,“切”走了养老地产领域最低风险的部分,相应的,收益率也不可能很高。净租赁模式下,毛租金收益率在 10%左右,净租金收益与融资成本之差约为 4-6 个百分点,过去 5 年平均的净经营现金回报率(净经营现金(FFO)/净资产)在 10%左右,委托经营模式下可提高到 20%水平,但经营风险也随之提高。就行业整体而言,过去 5 年(2006-2010 年)养老地产 REITs 公司的股东总回报率(红利收益+资本利得)为 11.64%,排名前 5 位的公司年均股东总回报率在 13-18%之间。

### 开发商的演化与角色定位

美国养老地产的开发商通常是由其他类型的地产开发商演化而来的。最初,开发商自建养老社区,然后自己持有和管理,但资金的大量占用迫使许多开发商开始寻求新的盈利模式,或者转型成为专业的运营商、以轻资产模式发挥规模效应,或者致力于开发销售模式、为投资商和运营商定制开发养老物业。

比如,开发商 Grove City,从 1983 年开始建设养老社区,到 2006 年时已完成十多处养老社区的开发,其中大部分物业采用自有自管模式。但 2006 年公司开始改变盈利模式,出售了 5 处物业给专业养老社区运营商 Summerville Senior Living,出售了 1 处物业给另一家运营商 Emeritus,后来 Emeritus 收购了 Summerville,并于 2007 年邀请 Grove City

为其定制开发养老物业，而对于 Grove City 这样一家中小公司而言，这无疑是一种更好的盈利模式。

除 Grove City 外，还有多家开发商为养老社区运营商提供定制开发服务或开发管理服务。当然，也有一些运营商自己直接从事社区开发工作，或合资参与，但金融海啸中，这类运营商大多陷入资金缺口的困境，被迫停止开发工作，甚至剥离、出售了所有开发业务。

今天，仅有个别开发商发展为开发、投资、运营一体化的企业，但受到资金渠道的限制，这类由开发商转型的投资运营商在金融海啸中被 REITs 和私募基金赶超。

### **RIDEA 法案下的委托经营模式**

2007 年以前，美国的 REITs 公司只被允许以净出租方式运营旗下物业，2007 年 REIT Investment & Diversification Empowerment ACT (RIDEA) 法案通过，它允许 REITs 公司将旗下物业租给自己的子公司来运营（该子公司不能享受 REITs 公司的免税优惠），只要该子公司能够找到一个有养老社区运营资质的独立运营商来管理社区。在新的 RIDEA 框架下，REITs 母公司直接获取租金收益，通过子公司间接获取经营收益，而独立运营商则获取托管合同项下的管理费收益。