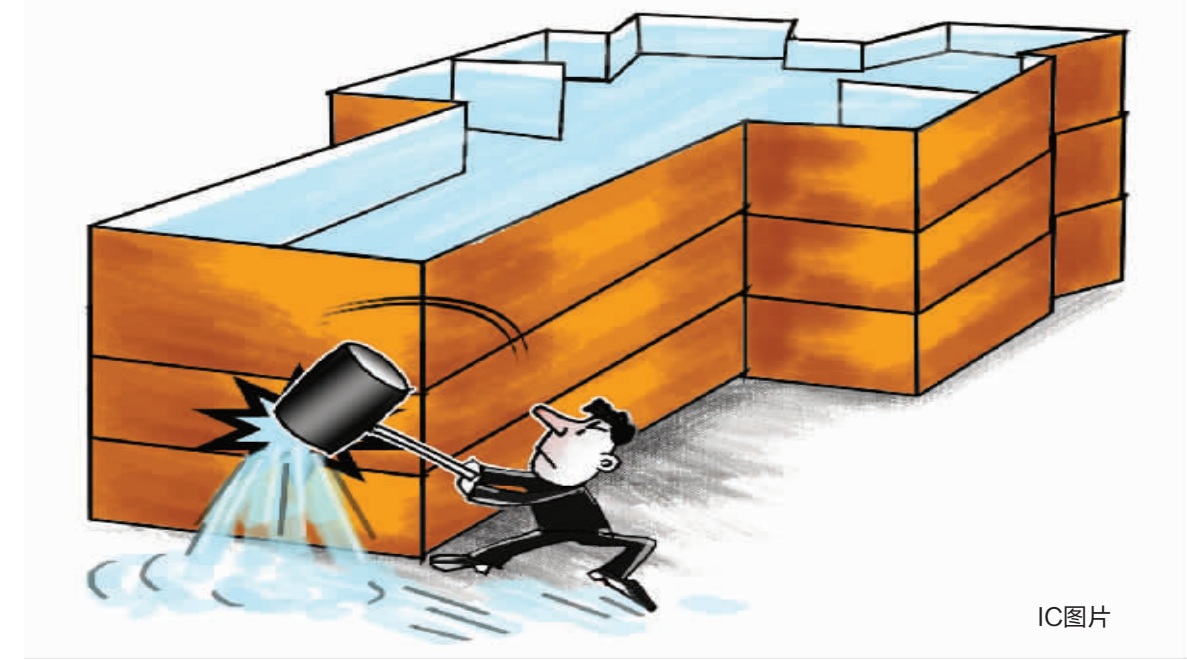


# “房价必涨”模式撕裂 房地产私募高收益“豪赌”危机四伏

□本报记者 黄莹颖

地产私募基金几年来突飞猛进,数量和金额均创出高位,不过随着地产行业拐点趋势明显,房价下行压力凸显,而以往地产私募基金基于“房价必涨”的商业模式将难以为继。实际上,年初上海星浩基金与LP矛盾爆发就折射出行业所面临的困局。事实上,行业的变化已使得一些敏感的地产私募基金正在谋求新模式的突破,如投资更加前端,设计更为合理的产品结构。



IC图片

## 机构“曲线”进军地产私募

□本报记者 黄莹颖

房地产基金2013年有了爆发性的增长,无论是募资金额,还是基金成立数量均达到行业历史最高水平。值得注意的是,尽管在政策上有诸多限制,外资及其他机构投资者仍然通过各种渠道投入房地产行业。

### 房地产基金数量创新高

清科研究中心数据显示,2013年新募房地产基金数量继续保持2012年以来增长趋势,同比增幅超过40.0%,总量达到132只;从披露的募资金额看,2013年的募资金额较2012年有较大幅度的增长,投资案例数量增长31.3%,与2012年29.0%的增长率基本持平,但是在披露的投资金额方面,却猛增96.8%,达到创规模的63.16亿美元,一改2012年投资总额下滑的颓势,反映了2013年房地产市场的实际状况。这一现象依然直接受益于2013年下半年一二线城市房地产行业量价齐升所形成的投资资金需求的提升。

在基金退出方面,2013年中国私募房地产投资基金共完成退出64笔,远超2012年的12笔。退出笔数的猛增,最主要的原因是2011年及部分2012年投资到了退出期。退出方式也更加多元化,由去年的3种方式扩展到2013年的至少6种方式。其中股东回购为主要的退出方式,有25笔案例;股权转让为排名第二的退出方式,共发生14笔退出,之后是有6笔退出的并购方式。

### 机构投资者“曲线”进入

清科研究认为,就现状而言,当前中国房地产私募基金的募集对象主要还是社会高净值人士,尤其是对于融资渠道相对匮乏的本土机构。机构投资者由于法律法规等的限制,难以成为私募基金的募集对象。为合法规避政策限制,不少机构投资者借道政策对不同机构类型的差别进行投资管理,这一方法也成为了现阶段房地产私募基金募资的一个备选方案。

如一家基金成立子公司,并通过子公司与盛世神州合作推出盛世美澜园专项资产管理计划。此外,保险机构也在逐步进入房地产基金领域。如2013年8月,瑞银公租房基金完成首期募集。该基金是由瑞银环球资产管理(中国)公司、上海市虹口区公租房公司、太平资产管理公司和国投瑞银基金公司共同发起设立的我国国内首只投资于公租房并持有其所有权的投资基金,将投资于虹口区已开发的公共租赁住房。

目前外资投资机构,在国际市场上募集的美元基金不能直接投资于中国市场,首先需要外管局的审查批准,完成换汇之后才可用于投资。这审查过程往往需要1-3个月的时间。但是2013年,外资机构所募基金只数及相应的规模仍有明显提升,全年外资机构共募集9只房地产私募基金,披露的基金募资总规模达到34.05亿美元;2012年共有5只外资机构募集的房地产私募基金,披露的4只募集规模为8.67亿美元。而平均单只基金的规模也增长显著,从2012年的1.73亿美元增长到2013年的4.26亿美元,增长1.46倍。清科研究中心苗旺春认为这种增长的背后,是2013年中国内地房地产市场依然明显的趋势性增长。

## 机构天下

## stitutional Investors

## “房价必涨”模式撕裂

## 行业转“凉”:高收益“糖衣炮弹”变味

从最初承诺的“35%”到目前的“16%”,今年年初号称“市场化运作下中国规模最大的房地产私募基金之一”的星浩资本,将最初承诺的预期收益拦腰砍半。而此举直接导致其投资人与基金管理人的激烈冲突。尽管在业内人士看来,基金收益率在存续期间有波动,是比较正常的现象。但是,预期收益的大幅下降引起投资人的愤怒,投资人开始质疑基金管理人所执行的任务中是否存在多项违背投资者利益的行为。

由于预期收益率的降低,而引发投资人与地产基金管理人之间矛盾的案例,这并不是孤例,如2013年9月,中金佳成房产基金将产品收益率从13%被调整至8%,而此举亦引发资产重组纠纷。事实上,由于行业的景气度下降,房地产私募兑付正在进入敏感的时刻,“几年前,行业景气度比较高,对公司项目收益的预估也较高,但是现在市场变化得非常快,尤其是一些二三四线城市的项目,目前很难达

到当初预测的收益。”深圳一房地产私募基金人士说。

上述地产私募基金人士坦言,降低收益率也是没有办法的事情,现有的地产私募基金商业模式都是采取债权或者明股实债的模式,期限一般是三年以内,这种模式建立在房价会上涨的基础之上,也就是收益建立在在资本利得的基础上;如果市场出现大的变化,不太容易按照预期收益率支付。

德邦证券的调研结果显示,市场上已实现退出的基金最好业绩回报水平高于50%,而当前最低业绩水平在7%-9%左右。大多数的股权类投资项目的回报率高于20%,集中在20%-50%区间内。而债权类投资项目的回报率约在15%上下。随着市场对未来房地产市场预期的下降,房地产行业的利润率将很难保持以往的高水平,也就是说这种建立在“房价必然上涨”的商业模式,将难以为继。

## 地产信贷现隐忧 房地产私募基金首当其冲

自2008以来,随着房地产行业的变化,房地产私募基金数量与规模逐步增加,并在2010年迎来井喷式增长。德邦证券数据显示,在2010年之前,国内人民币房地产基金仅有20多只,100亿元左右的市场规模。而到2013年新募房地产基金数量达到132只;从披露的募资金额看,募资总额达到106.67亿美元,同比增长79.1%。行业爆发性的增长,无论是募资金额,还是基金成立数量均达到行业历史最高水平。

目前国内房地产市场的基本投资方式是股权投资和债权投资,以及两种方式相混合的方式进行投资。以纯粹股权进行投资的机构数量占市场的24%,管理金额占41%;以股权和债权结合进行投资的机构数量占37%,管理资金量占到总管理资金量的38%;单纯的夹层投资机构管理资金

量占7%。

资料显示,国内房地产基金对单个项目/投资组合公司的投资资金多为1亿-3亿元人民币量级,占据半数以上的投资案例数及投资金额;5000万元以下的投资案例数占12%和总投资金额的2%;5000万-1亿元的投资案例数占12%,总投资金额占5%;3-5亿元的大型投资项目占总案例数的20%,而总投资金额占39%。

总体而言,半数以上的房地产基金关注住宅地产或者与住宅相关的综合性房地产开发。住宅地产是目前国内大多数房地产基金的投资主题,有近半数的机构及管理资金量关注于住宅地产的融资投资业务。从投资者机构看,现阶段,房地产基金的LP主要以散户为主,以机会型投资为利益驱动因素。

慢慢起到替代的作用,会发挥更重要的作用,从这个意义上讲,空间还是比较大的。

业内人士认为,地产私募基金行业高速发展的前提并没有变化,包括城镇化快速进程、住宅去投资化、地产金融化。“这三个前提没有发生变化的情况下,对于地产基金虽然近期有一些楼盘或者有一些区域房价出现波动,但是这种现象我觉得不足以说明地产行业出现了过大的风险以及地产基金未来的发展趋势受到很大影响,所以在刚才说的三个趋势或三个前提没有发生重大改变甚至有越来越向好的情况下,我觉得地产基金应该之后会有更多发展的机会。”新能资本创始合伙人、总经理唐朝军说。

## 《财务报表分析与企业价值评估》培训招生启示

一、培训目的  
帮助证券分析、证券投资、投资银行、PE投资、产业投资与财务管理等从业人员,夯实专业基础,培养科学的逻辑思维与良好的思维习惯,提高专业分析能力。

二、培训内容  
(一)会计知识  
主要会计科目涵义;报表中内在逻辑;报表之间勾稽关系;如何通过交易或事项编制三大财务报表。

(二)报表分析  
合并与母公司报表之间的差异;如何进行有效的财务报表分析;如何识别报表中的虚假信息;ROA、ROE与ROIC比较;杜邦分析的意义及其启示;财务分析应该注意的问题。

(三)价值评估  
绝对估值模型比较,相对估值模型比较;价值评估的前提与假设;初始条件与过程约束条件对估值的影响。

三、讲授形式  
知识讲解与案例分析为主,学员练习为辅。助理老师配合主讲老师答疑,并借助专业培训软件提高培训效率与效果。

四、培训费用  
每班收费标准:4500元/人,每班报名前10位,享8折优惠。费用包括:讲学费、辅导费、资料费、场地费、每日午餐。

五、培训安排(常年招生,每班40人)  
JINZ培训:专业实战型金融培训第一品牌

JINZ平台:全球领先的会计演算、报表分析与价值评估软件

◆BJ001班(上课时间:2014年4月17日-2014年4月18日,上课地点:北京大学)

◆BJ002班(上课时间:2014年5月17日-2014年5月18日,上课地点:北京大学)

◆BJ003班(上课时间:2014年6月18日-2014年6月19日,上课地点:北京大学)

◆SZ001班(上课时间:2014年7月17日-2014年7月18日,上课地点:深圳国际人才)

◆SH001班(上课时间:2014年8月27日-2014年8月28日,上课地点:上海复旦大学)

电话报名:010-62126550 18611976669  
网上报名:www.coostate.com



## 热烈祝贺五十家机构登记成为私募投资基金管理人!

北京艾亿新融资本管理有限公司  
北京乐瑞资产管理有限公  
北京鹏扬投资管理有限公司  
北京神农投资管理有限公司  
北京银河吉星创业投资有限责任公司  
北京源乐晟资产管理有限公司  
北京云程泰投资管理有限责任公司  
北京中城融比兴投资基金管理中心(有限合伙)  
北京紫荆华融资本管理有限公司  
重庆穿石投资有限公司  
淡水泉(北京)投资管理有限公司  
上海慈峰资产管理有限公  
弘毅投资管理(天津)(有限合伙)  
华电金泰(北京)投资管理有限公司  
建信金固(厦门)股权投资管理有限公司  
江苏金百临投资咨询有限公司  
江苏远见资本管理有限公司

京福资产管理有限公司  
昆吾九鼎投资管理有限公司  
联银恒通(天津)股权投资基金管理有限公司  
宁波宁聚资产管理中心(有限合伙)  
青骓投资管理有限公司  
荣盛泰发(北京)投资管理有限公司  
上海君翼博星创业投资管理有限公司  
上海坤阳资产管理有限公司  
上海明河投资管理管理有限公司  
上海摩旗投资管理有限公司  
上海善翔资本投资管理合伙企业  
上海泰唯信投资管理有限公司  
上海影源投资发展有限公司  
上海以太投资管理有限公司  
上海涌峰投资管理有限公司  
上海证大投资管理有限公司  
上海朱雀股权投资管理股份有限公司

上海朱雀投资发展中心(有限合伙)  
深圳恒德投资管理有限公司  
深圳华夏人合资本管理有限公司  
深圳金晟硕业资产管理有限公司  
深圳前海硅谷股权投资基金管理有限公司  
深圳市保腾创业投资有限公司  
深圳市尚诚资产管理有限责任公司  
深圳市武当资产管理有限公司  
深圳市盈信瑞峰投资管理企业(有限合伙)  
深圳市长青藤资产管理有限公司  
盛世神州房地产投资基金管理(北京)有限公司  
苏州工业园区华穗创业投资管理有限公司  
天津硅谷天堂股权投资基金管理有限公司  
天津赛富盛元投资管理中心(有限合伙)  
中城融比兴(天津)股权投资基金管理合伙企业  
中粮农业产业基金管理有限责任公司  
(以机构名称拼音排序)



中国基金业协会  
官方微信



中国基金业协会  
官方网站



私募投资基金  
管理人公示



中国证券投资基金业协会  
Asset Management Association of China