

■风云对话

对话弘毅投资鲍筱斌：

捕捉存量地产时代投资新机会

□本报记者 刘宗根

11月30日,弘毅投资宣布联合境外投资机构收购位于北京东二环的合生国际大厦北楼项目与卖方达成一致。据了解,该项目是北京写字楼市场近年来规模最大的单栋交易,也是弘毅投资迄今为止在国内一线城市投资的第14个商用地产项目。

“地产金融经过五年含辛茹苦精心打造,过去一年半加速成长,现在是上量的关头。弘毅即将要开始融第三期基金。”弘毅投资董事长、总裁赵令欢日前表示,在弘毅投资的布局中,除了私募股权投资要巩固、发展、调整,地产金融经过三五年的历练和精心打造,已经试车成功,过去一年进入了快速发展、加速成长的阶段。

世邦魏理仕不久前发报告《房地产私募基金:掀起新一轮亚太资本配置浪潮》称,随着亚太区房地产投资吸引力回升,区域市场募资环境持续改善,预计到2020年,房地产私募基金将在亚太区房地产市场完成约530亿美元规模的资本配置。中国有望吸收其中的140亿美元,从而成为最大的投资目的地。

一房地产金融市场的裂变似乎正扑面而来,然而并非没有壁垒。黑石集团、孤星基金、铁狮门等国外资本巨头的地产业务在多年前就已经声名鹊起,国内最早的一批地产基金经过多年的摸索后近年来也渐入佳境,而这对后来者意味着巨大的竞争压力。

有分析指出,从劳动力人口高峰来判断,2016年房地产开发市场由黄金时代转向白银时代是市场的共识,与房地产开发更直接相关的新增建设用地和工程开发建设投资额占国民经济的比重在“十二五”期间见顶,全国主要城市房地产市场逐步由增量迈向存量时代基本已成定论。

2014年5月,在弘毅内部启动筹划地产业务两年后,鲍筱斌以董事总经理的身份加入弘毅,负责地产金融业务。在此之前,鲍筱斌有超过二十年的房地产开发和投资经验。

弘毅提供的一份五年地产金融“成绩单”显示,目前已有一只

美元基金实现退出,IRR为28.5%。两只正在管理中的人民币基金为国内最早的人民币盲池不动产基金,加上由弘毅投资主导的其他外部合作基金,管理资金总规模超过100亿元。

赵令欢对地产金融团队的评价是“全球范围内做地产金融所需要的技能、技巧他们都有,但我觉得更重要也更专业的,是这个团队很懂中国的国情,很知道中国的人情,很知道在中国如何规范地做事。”这与赵令欢的中西背景非常相像,放眼世界,扎根中国。

加入弘毅后,鲍筱斌提出了“地产+金融+运营”的发展模式。他认为,如果没有上述三种能力,很难把地产金融做起来。弘毅地产金融聚焦价值增值型投资,致力于通过升级改造、功能调整、运营提升、资产解困等方式,实现“价值创造,价格实现”,进而做金融上的创新。

赵令欢曾这样描述弘毅对地产金融的定位:“弘毅地产金融团队不孤立,地产金融业务是在弘毅的平台上发展的,有着联想控股和弘毅投资从文化、品牌背书到资金、资源的全面支持。筱斌(鲍筱斌)和地产金融团队会冲着做成市场领先的目标去做,这个位置也可能需要十年,可能是二十年,但做成之后回头再看,为什么能做成、做成后有什么特色,一定是由于它是弘毅整体发展的一部分。”

从国外经验来看,国际机构投资者在进行资产配置时,地产占投资组合的比例大部分在20%左右,远高于国内的水平。一方面,地产金融入门槛较高,阻挡了不少入局者;另一方面,地产特别是不动产投资有明显的周期性,与主要大类资产相关性较低,可分散风险、平滑周期,能够在配置资产时起到均衡作用,后者也是机构投资者选择配置地产业务的重要因素。

“弘毅目前的业务已经包括PE、地产金融、公募基金、对冲基金等多个领域,未来地产金融业务管理资金规模有望达到总体规模的30%左右。希望用五年时间把地产金融业务管理资金规模做到600亿元左右,每年能够实现100亿元左右的新增投资和100亿元左右的退出回报。”鲍筱斌对记者表示。

鲍筱斌认为,国内地产行业正从开发销售模式向开发运营模式转型,开发商的角色,也从单一的开发商向“开发商+运营管理商+基金管理者”转型。国内市场从新建为主转向存量市场,从重资产转化为轻资产。这些变化给地产金融的发展带来新的机遇。

在外界看来,作为老牌PE机构,“另一个支柱业务就是地产金融”的提出,意味着地产金融板块对于弘毅整体业务布局的重要性,弘毅已不再是一家简单的私募股权投资机构。日前,就弘毅地产金融的投资理念、业务布局、趋势判断等问题,弘毅投资董事总经理鲍筱斌接受了中国证券报记者的采访,以下是部分对话内容。

中国证券报:近年来,弘毅在地产金融业务方面的布局明显加快,背后的考量是什么?

鲍筱斌:地产金融是重要的大类资产配置选择,无论公募私募,股权债权,都可以利用多种金融工具、多层次金融市场构建多类型的地产金融产品。地产基金的投资策略主要有四种类型:一是机会型,投资周期较短,收益相对较高,风险相对较大;二是价值增值型,收益不错,风险比机会型低;另外还有核心增值型和核心型。上述四种策略的风险和收益情况不同,投资周期也不同,机会型和价值增值型周期相对较短,核心增值型和核心型周期相对较长。

之所以说地产是重要的大类资产配置选择,是因为地产特别是不动产投资有明显的周期性,投资主要是要关注小周期,好的地产投资有机会实现中低风险及中高回报。此外,地产投资有一个优势,与主要大类资产相关性较低,可分散风险、平滑周期,配置资产的时候能起到均衡作用。

从国外经验看,国际机构投资者的资产配置里,地产占投资组合的比例大部分在20%左右,部分甚至达到30%。这也是弘毅增配地产金融业务的原因。

中国证券报:弘毅地产金融在中国奉行何种投资策略,目前成效如何?

鲍筱斌:弘毅专注的策略是价值增值型投资,重点在升级改造、功能调整、运营提升、资产解困等

方面。投资方向上,第一是老旧资产升级改造,第二是潜力资产运营提升,第三是压力资产折价收购。

作为资产管理人,核心就是要做好运营。没有运营就没有弘毅的地产金融业务。弘毅地产金融业务专注于一线城市商用物业投资,同时涵盖物流地产、特殊资产、资产证券化等方向。目前在一线城市投资了14个项目,30余栋楼宇,大部分项目都是存量资产更新。以上海东方万国为例,弘毅收购后,对项目软硬件设施进行改造,借助联想控股和弘毅的平台资源,不到两年时间,出租率就从47%提升到了超过90%,目前已成为上海金桥片区的标志性项目。

中国证券报:存量地产时代,PE机构的机会在哪里?

鲍筱斌:现阶段国内地产金融发展的时机已经比较成熟,这主要得益于以下几点因素:一是国内地产行业正从开发销售模式向开发运营模式转型,开发运营资产的能力越来越重要。二是开发商的角色正在从单一的开发商向“开发商+运营管理商+基金管理者”转型。三是从新建为主转向存量市场。四是从重资产转化为轻资产。上述转变给地产金融的发展带来新的机会。

以商用市场为例,国内商用地产体量庞大,优质资产流动性较好,目前一线城市商用物业市场规模在三万亿元左右,其中甲级写字楼就有一万亿元左右,上海和北京优质资产的流动性较好,上海每年有一千多亿元不动产交易,一线城市不动产依然是机构最看重的资产之一。此外,联合办公、长租公寓等市场,开发商和金融机构也非常关注,还有新的业态,随着生活方式变化,人们对空间使用的要求变得不一样,出现了一些新的机会。

资产证券化兴起也是2018年的另一重要趋势性机会。尽管市场尚待完善,但是投资的条件正在逐步成熟。值得注意的是,资产需要脱离主体信用,否则创新可能会受到约束,同时资产识别能力、物业运营能力以及长期持有方式等方面也不容忽视,只有上述能力得到充分发挥,资产证券化在中国才能真正发展起来。

新股破发频现

一二级市场估值倒挂加剧

□本报记者 张焕昀

近期多家赴美赴港上市企业都出现破发现象,同时定增项目也遭遇类似窘境。业内人士认为,估值倒挂现象与资产端、资金端、退出渠道、交易结构、市场成熟度等多种因素有关。这说明市场投资者的信心远小于私募市场的预期,而高估值IPO是各方利益综合影响下的结果。

破发频现

截至当地时间12月14日,腾讯音乐收盘价格为12.81美元每股,低于发行价13美元每股。12月12日,五谷磨房在香港上市,发行价为1.62港元每股,12月14日收盘价为1.25港元每股。12月14日在香港上市的复星旅游文化发行价15.61港元每股,而当天收盘价14.98港元每股,也出现破发现象。

一二级市场间的破发现象似乎也蔓延到了定增市场。申万宏源证券近期统计(数据截至12月3日),12月累计将有128宗定增项目首次解禁,其中88宗浮动破发,最新浮动破发占比69%,浮动解禁资金合计为1657.78亿元,创年内单月新高,占全年浮动解禁资金的14.56%。12月首次解禁的定增项目集中分布在机械设备、传媒、医药生物、电气设备、计算机行业。

投中网研究认为,2018年11月全球中企IPO数量小幅下跌;A股市场IPO数量回升;港股市场新股数量较上月明显减少;全球募资规模仍呈下降趋势,环比降幅36%。

多因素导致估值体系变化

对此,有创投业内人士分析,近期中国香港和美国IPO的新股都出现上市后很快破发现象,这说明市场投资者的信心远小于私募市场的预期,因此高估值IPO后出现破发就会成为常态,而高估值IPO是各方利益综合影响下的结果。

国泰君安此前指出,一级市场热度不减叠加二级市场持续低迷,估值倒挂现象随之出现。2018年上半年一级市场资金募集增速放缓,但“资本寒冬”的影响尚未完全波及投资端,头部VC/PE机构投资动作依然频繁,优质企业估值吸金能力仍强。相比一级市场的火爆,二级市场的表现则“暗淡”不少,上证综指深度调整、新股及次新股跌破发行价现象屡见不鲜,甚至出现一些细分行业的龙头上市公司估值没有一级市场同行业第四五名估值高的情况,一二级市场估值倒挂现象较为明显。

此外,估值倒挂现象与资产端、资金端、退出渠道、交易结构、市场成熟度等多种因素有关。从资产端而言,一级市场优质项目稀缺,“幸存者效应”导致头部项目往往能够拿到不成比例的大额融资。资金端方面,近年来股权投资市场“热钱”增速明显高于投资案例增速,“资本寒冬”下仍存在较为可观的存量可投资金,与A股资金紧缺现象对比鲜明。退出渠道方面,减持新规及IPO审核趋严导致一级市场退出渠道受阻,部分高估值项目无法进行下一轮融资或顺利退出。交易结构方面,一级市场交易频率低且市场不透明程度高,造成估值回调速度相对滞后于二级市场。市场成熟度方面,一级市场对企业的承托和融资支持力度大大高于从前,部分优质企业上市前“融资热度”高于上市后。

不过,近期科创板的推出使得部分机构认为估值体系将得到优化。东吴证券认为,科创板将进一步带动科技板块估值体系多元化。由于计算机行业目前的龙头均具有一定稀缺性,因此认为科创板的推出对行业影响更大的是推动科技股估值体系进一步多元化。二级市场在2015年后科技板块估值普遍回落,而一级市场由于流动性原因等,对具有核心竞争力的科技企业估值普遍较高,甚至高于二级市场。

基石资本张维:纾困资金应“救急不救穷”

□本报记者 吴昊

12月14日,在由创投机构基石资本主办的“宏观经济与救市之道”论坛上,对于目前资本市场遭遇的股权质押风险以及对应的庞大纾困计划,基石资本董事长张维表示,综合各国经验,特殊时期的资金入市应该坚持“救急不救穷”。

“不是什么企业都要救,要救有产品、有市场、有发展前景,仅仅因为特殊原因而造成流动性暂时性困难的民营企业。”张维说。

纾困对象为优质公司

“在纾困救市过程中,有人看

到了风险,有人看到了希望。”张维表示,纾困资金需要在不得不出手的时候才出手,否则就会存在道德风险和逆向选择。

从纾困救市的角度来看,张维认为应该是一个救急不救穷的方式,应该针对那些优质的上市公司。“一些劣质的上市公司更应该是在经济不景气的情况下,该破产的破产,把市场份额让给这些优秀的企业。比如中国有3000多家医药企业,可能只有1%的医药企业真正做研发,大部分企业都是不做研发的,它们热衷于做渠道创新,进行灰色营销,医药企业的市场份额非常分散,只有这些劣质的医药企业除清之后,优秀医

药企业的市场份额才能集中,行业才能体现出它的规模效应和集约效应。”

七大选股标准

“只救助一些优秀的企业,临时性遇到了资金的障碍,而不是普遍的救助。它必须是好公司。”张维认为,即使参与救市,对主业惨淡,只剩下价格的股票也应该是回避的;对那些上市公司跨行业并购,进行催肥的,存在着巨大商誉建制风险的,也要高度注意。

对于如何选取救助对象,张维提出了基石资本的7条标准:行业和宏观经济相关度不大、市值为20

亿以上、当前PE低于历史平均PE超过20%、商誉占净资产比低于20%、近3年净利润复合增速大于15%、资产负债率小于70%、2018年预测ROE大于15%。

“看待企业的维度,资本市场的一贯观点是不单只是看产业周期、产业结构、技术进步,我们也要认真看企业公司治理、企业家精神和组织系统,我们觉得只有这些东西才能带领企业穿越经济周期的增长,就像华为一一样,进入一个高度密集竞争的行业,但是华为是穿越了整个行业周期和经济周期,我们希望是用一个更全面的眼光看待这些企业,真正找到优秀的救助对象。”张维说。