

华泰联合总裁刘晓丹:投行业迎来新格局

布局并购、新兴产业 打通全业务链 做转型时代超越者

□本报记者 蔡宗琦

证券法修改、注册制改革已经切入倒计时模式,资本市场正站在改革的风口。作为身处其中的资深投行人士,华泰联合总裁刘晓丹日前在接受中国证券报专访时表示,随着存量新股发行完毕,各项改革推进,投行业即将站在一条新的起跑线上,经过2016年的磨合期,预计2017年行业将会迎来新格局。

在这样的大背景下,她断言,过去几年流行的承包式、小游击队的投行运作模式必然衰落,兵团作战而又高效扁平的组织形式将是赢得未来的基础,而在战略上只有立足未来市场变化走差异化路线才有可能在新一轮竞争中“弯道超车”。近年来,华泰系在并购和新兴产业上重点布局,同时构建以客户为中心打通从卖方到买方的全业务链服务体系,用创新精神尝试完成一些经典案例,力图成为大转型时代的超越者。

投行格局将剧变

中国证券报:近年来,在并购重组业务方面,华泰系主导完成的并购重组过会项目数在行业领先,并操刀中万宏源案等市场关注的经典项目。在IPO泄洪和注册制实施在即的时间窗口,如何看待注册制实施之后,新股发行业务对未来投行业的影响?华泰系在整合之后如何利用集团优势布局?

刘晓丹:对于未来行业格局的判断,总的来看,我们认为随着注册制等改革的推进,经过2016年的磨合期,预计在2017年,新的行业格局会更加明确。

注册制和新三板会带来一波脉冲式的资产证券化机会,但随着管制逐步放松,投行原来赖以生存的牌照价值以及因为管制而带来的制度红利将逐步消失,而投行也将真正回到本源,定价销售和为客户提供一揽子服务的能力将成为比拼关键。按此标准,如果不主动变革,练就自己真正市场化的服务能力,就只能等着温水煮青蛙式的淘汰命运了。行业竞争格局也会因此发生很大的变化。

华泰系投行取得今天这样的市场地位,得益于三年前前瞻性的布局 and 改革。当时华泰证券和子公司华泰联合的投行团队进行整合,这个过程有阵痛,外界也有过质疑,但基于对未来市场变

化的判断,我们依靠集团资源,坚定不移地确定面向未来的转型方向,同时抓住IPO暂停市场低迷这样一个有利的窗口期,大刀阔斧进行改革,根据我们的发展历史和华泰证券控股集团的优势,确定差异化的竞争策略,一是打造并购业务的品牌;二是抓住行业转型的机会,重点布局新兴行业;三是打通业务链,提升对客户从股、债、并购到资本介入一揽子的服务能力。

并购业务上的成绩市场已经看到。并购业务一定是未来决定投行格局的重要引擎。这主要是由并购业务的性质决定的。并购业务市场空间大,消耗资本多,同时客户黏性高,能够带动再融资、IPO等业务的发展,也会带动并购基金等投资业务的介入,因为客户越来越需要全生命周期的一揽子的规划和服务,而不只是完成一单IPO或者并购就了结。在并购领域做出口碑需要慢火去“炖”,靠一个一个项目积累出来口碑,如果队伍长期稳定,并有很强的资本调动能力,在短期内就很难被超越,人才和资本是并购领域竞争的两大护城河。

我国资本市场上并购会更精彩。这些年流行的以市值管理为口号的并购活动将被打回原形,而基于产业竞争、跨市场套利、国企混改等实体经济领域需求的并购活动将会此起彼伏。随着估值的结构性分化,我们会看到更多上市公司之间、上市公司和三板公司之间的并购。这是投行业务的一个巨大蓝海。

华泰联合努力的另一个非常重要的方向则是新兴产业上的布局,为这些新兴行业提供从三板、IPO、并购到投资一揽子服务的内容。这也是未来引领投行格局变化的另外一个非常重要的引擎。这些年来,特别是在IPO暂停的时候,我们一直在TMT、大健康、大消费、节能环保等领域重点深耕布局,集团为此成立了专项产业基金。2014年华泰联合是为A股TMT行业提供融资和并购服务最多的投行,尤其是在红筹回归项目上做了很多尝试,积累丰富的经验,2010年率先完成海外上市的怡球金属下市回归A股的IPO,2014年又完成千方科技美股私有化后回归借壳上市,刚刚披露的分众传媒是目前最大的红筹回归项目。

目前排队的前量IPO项目已经越来越少,注册制实施后,各家投行都在同一条起跑线上竞争,最近两年积累的这些新兴行业的客户都有可

能分享到注册制的红利。帮助这些新兴产业的公司登陆A股,需要投行的核心竞争能力发生很大变化,关系型的Banker将逐步退出历史舞台,投行过去按照收入利润挑选企业的标准也发生很大的变化,要真正能够读懂企业并且为其准确的定价成为关键。在注册制下,也是中国分析师掌握定价权的开始,华泰目前一些新兴行业的分析师在市场很有影响力,也是我们面对未来注册制竞争在定价和销售能力上非常重要的布局。

在阳光下突破创新

中国证券报:投行业的格局如果发生重大改变,会对投行架构带来怎样的影响?

刘晓丹:我们一直认为,投行是一个以智本为核心的行业,组织体系的创新一定比产品的创新更重要。这些年来,国内投行有一种组织体系主要是靠提成激励员工,一个一个项目组类似于承包的组织模式,就像是打游击,要求每一个成员都是“全能的赤脚医生”。同时行业人员热衷按照监管的指挥棒强调产品创新,并购热就推并购,新三板热就推新三板,全然不顾是否适合客户。而客户真正需要的是最合自身条件的方案,而创新也应该是客户需求驱动的创新。

华泰联合的投行业务在华泰系整合前也是游击队的组织形式,但慢慢地发现这已经适应不了以客户为中心的专业化需求,必须改变考核体系,让生产关系带来变革,由整个投行团队在华泰证券控股集团的全业务链体系支撑下协同作战。

但在组织体系变革时又要注意避免照搬国际投行现行的组织模式,专业化分组,统一考核这种组织形式经过这么多年发展已经大体适应投行业务发展需要,但一个非常明显的弊端是时间长了便会形成金字塔链条太长,若不能伴随严格而有弹性的考核和激励制度,容易僵化并形成“高胆固醇”,导致组织缺乏效率。

三年前我们抓住熊市和IPO暂停的时间窗口进行改革,逐步将组织形式调整为今天这种前中后台专业分工协作的模式,同时把组织结构扁平化,高效的组织形式、科学的人才激励和考核体系,以及针对各类客户需求资源的迅速组织和配置能力,吸引大批优秀的人才加盟,也促进公司内部原有的优秀人才迅速成长。人才和人气的

聚集是我们面向未来最重要的核心竞争力。

中国证券报:从实际操作来看,我国投行业务和成熟市场的差距在哪里?下一步资本市场将面临证券法修改、注册制推出等重大政策出台窗口,对于推进投行业务完善,有哪些建议?

刘晓丹:这两年监管层对行业创新有很多的支持,但目前我国市场和境外市场相比,最大的差别还是我们的市场化不够充分,比如在对外并购或者红筹回归等过程中牵涉到多个部门不同的监管政策使得项目的具体实施非常困难。但可喜的是这些都在下一步改革的计划中。

华泰联合近年来在并购领域的很多创新成果,都是与监管部门的不断沟通中取得的,从我们的经验来看,只要是真正为项目着想的创新,多数也会被监管部门所认可。所以对于投行来说,必须要有在阳光下突破的精神。创新精神应该是投行根植于血液里的一个基因,而整个公司要有鼓励创新的文化 and 机制,而不应该简单的依赖于监管推动的创新。

谈到下一步政策的放开,目前本土资本市场面临的一个非常大的问题就是如何让更优质的企业回归A股,并且得到最有效率的资源配置。比如目前互联网+已经上升到国家战略,国家鼓励互联网企业回归,但这些想法不应只体现在文件中,在落地实施的过程中,一个非常现实的问题便是大量的互联网公司是在美元基金的培育下成长起来的,基于牌照管制等问题,才有了VIE这样一种极其特殊的制度安排。今天的市场亟需类似反向VIE这样的制度创新来适度平衡美元基金的利益,一方面是否可以考虑分行业逐步放开中国互联企业 的ICP牌照,另一方面是否能够通过一些创新在保持行业准入制度不变的前提下让一些早期已经投入的美元基金投资人能分享一定的收益权,而这涉及到外汇进出、行业准入等问题,不是证券监管部门一家能够协调解决的,需要跨部门的条件。再比如正在进行的证券法修改,也可考虑对A股、B股结构进行一定的设计,以使得我们能够兼容不同治理结构的上市公司。只有这些问题解决,优秀的互联网公司具备回归的条件。若真正能够利用资本市场培育一批伟大的公司,一定程度上也会引领中国经济的成功转型。

公募REITSs开创基金投资新方向

地产、资管迎来行业拐点

□本报记者 张昊

6月8日,鹏华前海万科REITs封闭式混合型发起式证券投资基金正式完成注册,成为国内首只获批的公募REITs基金。从投资人配置类型来看,REITs往往被海外投资人定义为股票、债券、货币之外的第四类资产。根据中国基金业协会披露的数据,2015年4月底公募基金管理资产规模已达6.2万亿元,但其投资范围局限在股票、债券、货币这三大类资产。鹏华前海万科REITs完成注册意味着公募基金投资标的完成突破,涉足资产证券化。

这一突破将开启公募基金新的投资视野。不同于股票、债券、货币类标的投资“标准化”程度过高,公募行业在REITs领域的试水,接下来可以直接对接除写字楼之外的各类基础资产,譬如服务类公寓、工业类、酒店类等资产,尤其是公共基础设施类达数十万亿的基础资产体量,将为各类金融机构在该类业务创新,提供巨大的市场容量。

公募基金投资新尝试

单纯从公募基金的投资标的来看,继股票、债券、货币工具、证券衍生品以及海外各类证券标的之后,鹏华前海万科REITs首度引入基础设施资产证券化的品种。2011年,鹏华基金发行鹏华美国房地产基金,借道ODII产品投资海外REITs,最早让部分国内投资人了解这一类投资产品。时隔三年,国内市场真正的公募REITs基金姗姗来迟。根据证监会披露的数据,4月22日,鹏华前海万科REITs申请被证监会受理。6月8日,该产品完成注册,也意味着鹏华基金在该类产品创新上拔的头筹。此前,也有基金公司传出过发力REITs的消息,但最后没有下文。

从1998年公募基金起航,投行业创新不断,但在大类资产配置中的开创性创新,只有这么

几个节点:1998年,公募基金投资上市公司发行的有价证券;2002年,首只债券基金获准发行,公募基金投资范围扩大至债券;次年公募基金又诞生以货币为主要标的的货币基金。

从2003年之后的12年来,公募基金的创新更多的是在这三类资产上深耕细作,但投资范围没有实质性突破。直至2015年,鹏华前海万科REITs的诞生,才将公募基金投资标的的范围突破至资产证券化。

券商发力REITs产品更早并已有成绩。如2014年5月21日,由中信证券发起的“中信启航专项资产管理计划”在深交所上市。该产品实现基础资产从非标到标准化产品的跨越,但从产品类别上来看,仅对接机构投资者,并无法与普通投资者分享收益。

鹏华前海万科REITs成为让普通投资者投资国内第四类资产的桥梁。这一模式因此成为普通公众资金参与基础设施建设的一个尝试,从而备受市场关注。根据万科方面此前透露的信息,本次进行资产证券化的对象为万科前海企业公馆的租金收入,可能不限于会议中心以及写字楼租户。此外,并从其它固定收益资产投资中获得收益。在退出机制设置上,将在投资期届满,由万科深圳分公司或其关联方回购项目公司股权。

探索PPP的中国表现

跳出公募基金行业。鹏华前海万科REITs也在探索中国PPP模式的创新模式。

在宏观经济和财政收入不断下行之际,地方债务规模仍在攀升,财政政策遭遇“天花板”,如何在财政可承受范围内,有效利用社会投资来拉动经济,并撬动中国十几年来难以攻破的财税、投融资改革“堡垒”,现实的中国需要一个楔子。而PPP正是这样的楔子。5月25日,发改委公开发布1043个PPP项目,总投资额近2

万亿元。各地也陆续推出各种PPP规划。

随着鹏华前海万科REITs“落地”,万科前海企业公馆已经演化成PPP模式。前海管理局推出土地资源,万科作为项目的建设管理人,鹏华前海万科REITs作为公众分享公共基础设施建设的收益机会,实现公共基础设施建设和私营企业,民间资本与政府合作。相比全球市场约1.4亿美元的REITs总市值,国内各类金融机构在相关业务正在起步。与此同时,随着政策面鼓励社会资本参与PPP项目,这一市场的潜在空间或也将被打开。

鹏华前海万科REITs的模式如果推广能够实现普通投资者参与PPP,成为中国PPP的一种创新模式。

目前市场尚不了解鹏华前海万科REITs的收益水平,此前有媒体报道,前海企业公馆可租面积为55万平方米,目前每月每平方米收益为250元,出租率已达100%,作为一只封闭式混合型公募REITs,其公募形式决定任何符合条件的投资者都可以认购,预期投资回报率达8%,接近香港上市REITs约7%的收益率。这也意味着,前海企业公馆一年内将产生168亿元(理论值)的租金收益。

根据产品设计,后期该产品将装入封闭式基金的法律结构并通过证券交易所上市交易,投资人除了发行期认购之外,可以通过二级市场进行买入和卖出交易。

“相比此前中信证券发行的REITs产品,鹏华前海万科REITs仅通过租金的收益权进行证券化,可能在一定程度上避免资产转让过程中评估难的问题”,根据北京某第三方机构人士分析,这种模式的在公募行业的可复制性更大。

地产迎新融资渠道

2014年,中信证券开发出两只私募领域的REITs实现这类产品在私募领域“破冰”。但其市场交易量极低,某种程度上失去了REITs的

交易功能。只有当REITs推向公共市场,其价值才能被凸显。

推广REITs的好处显而易见。海通证券概括REITs的具体特点为:一是收益主要来源于租金和房产升值;二是大部分收益将用于分红;三是REITs长期回报率较高,与股市、债市的相关性较低;四是REITs对政府而言,有利于其盘活社会存量房产,从而扩大税基。同时,政府庞大自持物业可通过REITs转成为租赁物业,既可帮助政府融资,也降低运营成本;五是REITs对开发商而言,可以避免开发商自持物业的双重征税(免除企业所得税),从而提高物业的回报率;开发商以自持物业换取REITs在公开市场出让,可规避资产转让税收;抵押型REITs可替代银行贷款融资渠道;六是REITs对投资者个人而言,可使房地产投资化整为零,便于小额投资;REITs股权具有良好的变现性,风险收益介于股票与债券之间,可优化投资组合。

目前,我国房地产开发资金46%来源于银行信贷。REITs可为开发商提供稳定的外部资金来源。开发商是典型的重资产运营,而REITs可加速商业项目变现,实现房企轻资产转型。REITs可分散投资,无需实物交割,从而极大地丰富房地产管理和服务的内涵。海通证券估算,如果按照1960年美国REITs发展初期的规模占储蓄0.16%看,未来我国发展REITs初期的规模将达70488亿元。假设按照2010年美国上市REITs规模占储蓄17.25%看,未来我国上市REITs规模将达7.72万亿元,对房地产资金来源替代率将至16.34%。

在此之前,REITs颇具敏感性的原因在于,是否为开发商提供了新的融资渠道,而控制开发商融资渠道是此前房地产调控的主要方式。如今鹏华前海万科REITs的获批或许能说明对于房地产的调控将进一步回归至市场的轨道,房地产行业也因此也迎来新的拐点。

成有利支撑,而对国内指数投资的影响可能还比较间接,但未来空间可期。

“现在国内指数投资还比较小众,未来随着中国理财队伍逐渐壮大,指数基金会迎来一个爆发性的增长。”官雪说,目前国金通用基金在指数投资上也在积极准备,包括指数增强基金、分级基金等,都会根据投资人需求主动布局,“会找投资人最关注、市场上又比较少的话题去布局。”

数据显示,6月截至目前已成立新基金50只,其中指数型基金达到22只,几乎占到半壁江山;同时,在101只在售新基金中,指数型基金也达到了41只。巧合的是,无论是新成立基金还是在售新基金,它们当中均以各类行业和主题的分级基金为指数型基金“开疆扩土”的急先锋,工具化趋势愈见明显。

华安国企改革主题发行

随着国企改革步伐加快,市场预期国企改革有望成为引领牛市下半场的主题性投资机会。在此背景下,华安基金顺势推出国企改革主题混合型基金,该基金将于6月11日起正式发行。

6月5日,中央深改组审议通过《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》等系列文件,市场人士认为这可谓吹响国企改革全面提速的号角,国企改革红利一触即发。据介绍,华安国企改革基金将单独建立主题股票池,通过结合政策面影响和企业自身的竞争力、盈利模式、技术优势以及管理层结构等因素,层层筛选优质股票。

值得一提的是,华安国企改革基金采取了独特的双基金经理管理模式。由于此次国企改革是自上而下推动的改革转型,涵盖了经济领域的各个方面,不仅涉及国内A股市场,还涉及海外中资股,为应对国企改革过程中可能涉及海外上市中资资产的回归和整合,该基金将由分别擅长A股和海外投资的两位资深基金经理杨明、苏圻涵共同管理,以全球视角全景挖掘投资价值。杨明现任华安基金投资研究部总监,拥有15年证券研究经验,长期关注央企整合并购、股权激励及改革过程受益民企。(黄淑慧)

第二批私募基金业务外包服务机构公示

6月10日,基金业协会公布第二批私募基金业务外包服务机构名单。第二批外包机构共11家,备案业务类型包括私募基金份额登记、估值核算和信息技术系统三类。外包机构类别包括:证券公司7家、商业银行1家、基金管理公司1家、IT公司1家、独立外包机构1家。证券公司是中信建投证券、广发证券、银河证券、兴业证券等;商业银行以上海银行;IT公司为赢时胜;独立外包机构为海峰科技。地域分布集中于一、二线城市:北京3家、深圳3家、上海2家、广州1家、福州1家、武汉1家。

基金业协会介绍,为进一步加强以信息披露为核心的行业自律管理,提高备案电子化水平和工作效率,使得外包机构备案工作更加便捷、高效、透明,协会已在“基金业务外包服务备案系统”上拓展功能模块,向已通过备案的外包机构提供电子备案证明。此外,协会将在官网上的基金业务外包服务机构公示页面,陆续公示已备案通过外包机构的相关信息,包括公司名称、网址、注册及办公地址、服务类型、外包部门(团队)人员数量、基金从业人员数量等,引进社会的“软约束”。协会还将继续完善公示信息表,探索进一步公示外包机构的人员储备、业务隔离措施、软硬件设施、专业能力、诚信状况等具体指标。基金业务外包服务备案工作是协会日常性自律服务工作,新的外包机构完成备案程序后将陆续公示。(曹秉瑜)

百亿易方达 并购重组分级上市

分级指数基金规模迈上3000亿大关后,新品上市不断,近6年来首募规模最大的分级产品6月11日在深交所上市,该产品为易方达并购重组分级,首募超百亿,和该基金一起上市的还有易方达旗下另两只分级指数基金生物科技和银行。

据公告,国内目前唯一一只并购重组指数分级基金——易方达并购重组分级募集的100.34亿份中有近一半是来自券商场内认购,此次上市的重组A和重组B初始份额均达到24.64亿份,个人持有占比均为91.55%。

从上市份额来看,该基金同时也是所有指数分级基金中初始上市份额最多的,足见广大投资者对该基金的关注和投资认同度很高。重组A和重组B的个人持有比例超过9成,更有利于上市后的活跃交易。

据悉,易方达并购重组分级跟踪的是沪深两市处于并购或重组进程中的100家上市公司。市场分析认为,今年下半年和明年国企改革有望加速,并购重组事件有望增加,其中身处产能过剩、业绩增长压力较大、或需要参与海外市场竞争行业的国企,可能首先开启或加速并购重组进程,通过优胜劣汰提升市场集中度,要素重组提升效率。

6月11日同一天上市的还有易方达银行和生物科技两只行业分级基金,银行业A、银行业B、生物A和生物B,银行业B由于分级基金建仓不久,目前杠杆水平在同类银行B级基金中最高,达到接近2倍。(常仙鹤)

信诚基金杨旭：牛市尚无“见顶信号”

沪指围绕5000点的反复震荡,令众多投资者忧虑,但在信诚基金的基金经理杨旭眼里,牛市并未出现“见顶信号”,尽管经历前期大幅上涨后续市场震荡分化在所难免,但利率下行大背景下牛市的逻辑并未改变。“我个人认为,‘见顶信号’包括两方面:第一、实体经济完全复苏、经济转型见到曙光;第二、监管层反复警示泡沫风险、出台严厉的打压政策。但目前还未看到这些迹象。”杨旭说。

杨旭认为,近期市场震荡主要是因为阶段性“过热”,融资体量巨大,在股市的自我强化效应下泡沫逐渐变大,但管理层并没有出台釜底抽薪式的政策打压制市,而是着力于对杠杆的监管,显示呵护慢牛的政策意图。他同时认为,当下的投资布局应该围绕经济转型的主线展开,而伴随着用户收入增长以及消费升级需求,智能家居是家电领域转型的必然方向。他表示,2013年国内智能家电产值为1000亿元,到2020年这一数字将突破万亿大关。选择此时布局,就能在风起时享受行业红利。(李良)