

贝恩资本竺稼:

中国制造业核心优势不变

□本报记者 杨皖玉



竺稼,贝恩资本合伙人兼亚洲私募股权联席主管。2006年加入贝恩资本私募股权,曾主导贝恩资本收购或参股投资多家中国企业。此前,竺稼曾是摩根士丹利的投资银行家及其中国业务部门的首席执行官。

投资预期调整

中国证券报: 复苏是今年国内经济发展的一条主线,如何看待目前经济的复苏节奏?长期来看,国内经济发展的驱动因素有哪些变化?

竺稼: 经济复苏是必然的,短期内,复苏将推动国内生产总值(GDP)增长,但复苏的强度有限。今年经济的发展速度可能会高于中长期的发展速度。国内经济高速发展面临着大基数增长的难度、推动经济增长因素的变化以及国内消费结构性问题等。

首先,中国经济总量已经很大了,在这一基数上高增长相对困难。其次,如今拉动国内经济高增长的因素已发生改变。从过去拉动经济增长的“三驾马车”来看,固定资产投资和出口这两大驱动力在下降,内需消费将成为未来主要驱动因素。

固定资产投资方面,房地产投资不再是主要驱动力,制造业产能在全球占比进一步增加有难度,基础设施建设进一步拉动经济增长作用有限。出口方面,欧美经济疲软对我国出口需求减少,国内经济也正在寻找再平衡,长期以来我国内需较弱而出口较强,出口在全球产能的比例远高于内需占国内GDP的比例。而内需消费能为经济带来多大增量有待验证,国内消费目前存在结构性问题,即家庭收入占GDP分配的比重较低,因此增加消费的关键在于增加家庭收入,这并不能简单依靠国家发钱。

中国证券报: 投资是基于预期的判断,既然经济复苏的预期没有变化,为何今年以来国内一级市场投资节奏放缓,哪些影响投资预期的因素发生了变化?

竺稼: 投资节奏和经济发展速度没有线性关系。私募股权投资的周期4到6个月都属于快的,另外现在世界确实变了,大家需要重新调整预期。

首先,经济发展的驱动因素发生了变化,私募股权投资的逻辑发生变化,值得投资的行业和过去不一样了。其次,过去几十年的投资预期受宏观因素影响很大,找对赛道,“风口上猪都能飞起来”,项目基本面反而不那么重要;但如今,全赛道“能上能下”的投资模式正在改变,经济非高速增长环境下投资更多要找到阿尔法,投资的收益不再主要依靠行业的高速发展,而是企业本身的基本面,比如企业拥有更高的“护城河”,或者提高内部效率不断改善绩效获取市场份额等。最后,如今全球很多地缘问题的变化,令我们在投资具体标的时需要重新判断。综上,当前很多因素使得大家在投资节奏上有所放缓。

“贝恩资本是一个积极主动参与型的投资机构,我们不希望只是一个‘被动搭车’的投资顾问。”贝恩资本合伙人兼亚洲私募股权联席主管竺稼日前接受中国证券报记者专访时说。作为一家管理着约1600亿美元资产的全球另类投资公司,贝恩资本在中国出手的次数并不算多,但却以控股型投资为主。竺稼认为,PE投资(私募股权投资)是一件非常微观的事情,贝恩资本投资企业后会深度参与企业的发展规划。

当下,竺稼认为,投资人的预期发生很多变化。中国凭借产能和产业链等核心竞争力,在医疗健康、制造业等领域有着非常多的投资机会。

中国证券报: 贝恩资本在中国较关注消费、医疗大健康、制造业、能源转型四个方向上的投资机会。在医疗大健康领域,贝恩资本通常关注哪些类型的企业?

竺稼: 一方面,我们更关注这个领域较为成熟的企业,比如总部位于上海的亚太医疗集团,我们已经投入3亿多美元;另一方面,我们有一只全球的生命科学基金,会关注一些早期处于临床阶段的公司,目前在国内外投资了两家企业,做肿瘤药的靶石生物和做神经类药物元素的元理生物。

中国证券报: 在国内赛道逻辑盛行的背景下,贝恩资本如何在医疗大健康领域拿到项目?如何对这一领域的“创新”做出判断?目前,医疗行业估值回调程度如何?

竺稼: 我们没有用“赛道”这种方式来投资,投资到最后都是基于对标的判断。

目前,我们觉得医疗行业的需求、供应等基本条件是存在的,可选的投资机会也很多。最近香港18A的医疗公司股价表现低迷,我觉得是对之前估值过热的一个调整。但是否调整到了合理的程度很难说,因为每家公司的增长情况和估值情况不同。

因此对于投资来说,最终我们

中国证券报: 贝恩资本在制造业方面具体关注哪些细分领域?

竺稼: 在中国特别具有核心竞争力的领域,比如新能源、高端制造是我们非常感兴趣的。但不限于这些方面,因为PE投资是非常微观的事情,不是一个纯宏观的判断,即使宏观上判断某个细分领域发展将非常好,但找不到微观的投资机会也无济于事,两者要充分结合。

近几年,贝恩资本在中国一年投资1-3个项目。2010年我们在中国投资了第一个控股项目,之后都是以投资控股项目为主。贝恩资本是一家积极主动参与型的投资机构,我们不希望只是一个“被动搭车”的投资顾问。这种控股投资的模式,也让我们失去过一些机会,比如国内互联网红利期时的一些机会。

每个投资机构和投资人都需要有自己所长,而且在自己认为对的方式和方向上耐力坚持。贝恩资本的核心能力,一是研究分析能力,通过细致透彻的分析发现别人没有看到的机会,尽量少犯错;二是作为一家积极参与型投资机构,坚信不

产业链完整是核心优势

还是根据具体标的做出商业判断,总体上是对企业效率的判断。第一,其产品本身是否有效,与竞品相比有何优势,这一点是根本。第二,企业的商业化能力如何,比如生物创新药企,从靶点的发现、抗体的锥形构建,到全球多中心的多轮临床试验,再到上市申请、市场推广,最后能否做到“同类最优”或者“同类首创”。

中国证券报: 假如一个标的确实不错,吸引了很多“玩家”进场,公司的估值被抬到很高,这种情况下应该如何判断?

竺稼: 如果只是谁支付的价格更高,就能得到某个标的,一般情况下,我们不会和别人“硬拼”。

中国证券报: 国内有些药企上市后,会以产业基金的形式投资初创药企,进一步扩大自己的产业链,如何看待药企的这种平台化发展模式?

竺稼: 这个逻辑是成立的,但最终能不能做好考验平台的执行能力。从长远来看,平台不容易运作,长期发展需要专业化的加持。平台化发展在某个特定时期内对企业是有帮助的,比如部分公司做CRO、CMO业务,对客户公司进行投资,这对企业发展可能会更好。但企业的投资判断不一定是对的,而且企

业间在商业上会有很多冲突。企业可以成为一个综合、多元的大平台,但如今一些走这一路径的互联网公司,正面临着架构的调整。

中国证券报: 除了人口红利,国内发展制造业还有哪些有利因素?

竺稼: 中国经济过去20年的转型很成功,而在劳动力密集型转向技术密集型的方向上,还有很长的路要走。

从驱动制造业发展的宏观生产要素来看,人口只是其中之一,而且劳动力的素质还有差异。对于人口红利对制造业的影响,我认为人口数量这一点不足以说明问题。首先,需要看到就业人口数量,中国的就业目前并不充分,国内并没有出现劳动力短缺的情况,部分行业的招工难属于需求和供给不匹配。其次,劳动力的质量方面,中国每年相关毕业生数量远超其他国家。

除了劳动力方面的优势,产能规模、产能的现代化程度,以及产业链的完整也是中国制造业的核心竞争力,很多行业最现代化的工厂在中国。比如,我们之前投资过一家生产表面活性剂的公司,需要将东南亚的棕榈油运输到国内加工,为什么不直接在东南亚加工呢?原因是很多催化剂、工业气体的制造基地在中国。

做积极控股型投资人

是所有投资机构投资同一家企业的结果都是一样的,我们的控股投资,的确在投资后会为企业做很多发展规划。

中国证券报: IPO是国内私募股权投资基金退出的主渠道,但近年来IPO破发情况成为常态,国内投资人应如何面对这一环境的变化?

竺稼: 基金面对退出,如果将企业的所有权作为一个产品来交易,IPO市场只是基金退出路径的一种。我认为,私募股权投资基金依赖IPO市场作为退出是不科学的,这是因为首先二级市场本身有波动性,存在周期性起伏;其次监管部门对于PE投资在二级市场上的退出有一定的规划,不希望股票大幅波动损害公众投资人的利益。

对于PE投资来说,从历史数据来看,最主流的退出方式是项目的整体出售,而不是IPO退出。我非常希望看到A股市场重展雄风,我们的被投企业可以在A股成功上市,或者出售给A股上市公司。我能够理解监管不希望上市敲钟成为老股东抛售股票,但市场活跃起来还是需要

企业所有权交易更多的发生,市场化之下需要投资者自己做出决定。

中国证券报: 最近两年,募资难的问题再度困扰国内部分机构,国内机构应如何看待这一形势?

竺稼: 募资难对于管理人来说确实令人头疼,国内整个募资市场的条款比国外更严苛。

首先,在基金期限上,海外一般是“10+2”(12年)的期限,而国内“5+2”(7年)最为常见,持有期限短了许多。我们认为,投资这件事“欲速则不达”,贝恩资本历史上最长的投资项目持有17年,至今仍未退出,因为项目还有成长性,整个投资的回报达十几倍。其次,“用人不疑,疑人不用”。LP(出资人)不因短期的、外部的变化,督促GP(基金管理人)匆忙卖掉投资项目,应以项目的收益、投资的回报等来考核投资效果。

目前海外募资市场也比较难。一方面,一些地缘因素让部分投资变得保守谨慎;另一方面,通货膨胀压力下利率上升,资金流动性也面临一些问题。