

直接融资与资产配置 的两大趋势

Gohigh Report



中国商业地产基金的领跑者

中国商业地产基金的领跑者

www.gohighfund.com

房地产开发企业直接融资现状与趋势

住房和城乡建设部政策研究中心 秦虹

Gohigh Report

近年来，房地产开发企业的融资结构正悄然变化，其中国内贷款占资金来源的比重从2004年的18%下降到2012年的15%，而同期企业自筹资金占比从30%上升到40.5%，资金总额增长了6.5倍。房地产开发企业直接融资已成为资金来源的重要方面。

1、传统的证券市场融资难以扩展

股票市场融资是传统的直接融资渠道，但近年来严重受阻，表现在：房地产企业IPO暂停，增发受阻。在此情况下，上市房地产企业只能另辟蹊径融资，其中出现两种趋势：其一，股权质押。据统计，自2012年以来，沪深两市总共有51家房地产企业涉足股权质押获取资金，其中，涉及质押的股权数量高达94.93亿股。其二，个人股票增持。据统计，2012年以来，房地产企业高管共发生22人次增持，合计336.3万股，占全部高管增持股数的4.2%。另外，个人大股东增持80人次，斥资1.7亿元增持1942.2万股。

债券市场房地产企业发债较多。统计数据显示，截至2012年11月，共发行与房地产相关债券54只，发行金额达568亿元，较2011年的16只和219亿元出现了明显上升，但是其中保障性住房债券比例较高。

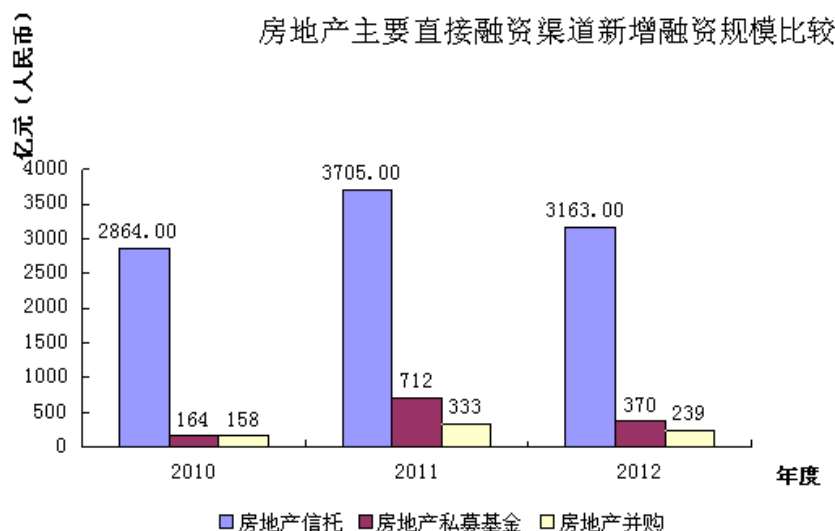
2、房地产信托资金呈主流地位

房地产信托在房地产开发企业直接融资渠道中占据主流地位。根据信托业协会数据，2010年、2011年、2012年房地产信托新增规模分别是2864亿元、3705亿元、3163亿元。而房地产私募基金在2010—2012年新增募集资金为164亿元、712亿元、370亿元（高通智库数据），并购金额新增规模与房地产私募基金新增规模相差不大。见图1。

相关研究：

- 一、传统的证券市场融资难以扩展；
- 二、房地产信托资金呈主流地位；
- 三、房地产私募基金呈稳健发展；
- 四、房地产行业并购持续不断；
- 五、其他新型融资渠道层出不穷。

图 1：房地产主要直接融资渠道新增融资规模比较



2010 年、2011 年、2012 年房地产信托新增规模占比信托总量分别为 13%、12%、7%，逐年呈现下降趋势。进入 2013 年，房地产信托出现增长趋势，房地产领域成为信托资金主要投资方向。2013 年 1 月，房地产信托产品共发行 76 款，发行规模达到 224 亿元，位居发行规模首位；而同期基础产业信托共发行仅 184 亿元，位居次席。4 月，房地产信托占比为 33%，超过金融（22%）和基础设施（21%）。在多个投资领域受到限制的背景下，房地产信托有望再次成为信托业务重点。

3、房地产私募基金呈稳健发展

自 2008 年到 2010 年之前，国内房地产私募基金发展比较缓慢，仅有 20 多支基金，100 亿左右的市场规模。2010 年房地产基金开始蓬勃发展，新募基金数 41 支，募集规模 164 亿元。2011 年新募基金数 97 支，募集规模 712 亿元。2012 年进入市场调整，新募基金 63 支，涉及金额 370 亿元。从基金规模来看，市场上约半数的基金规模在 1 亿至 5 亿元人民币之间；规模小于 1 亿元人民币的小型基金占 1/4；基金规模在 5 亿以上的大型基金占基金总数 1/4。从投资对象看，有近半数的机构及管理资金投资于住宅地产；约 30% 的资金投资于城市综合体；20% 的房地产基金投资于纯粹的商业地产，少量投资于养老地产、工业地产等细分市场。从收益率看，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。

图 2：房地产私募基金募集情况变化

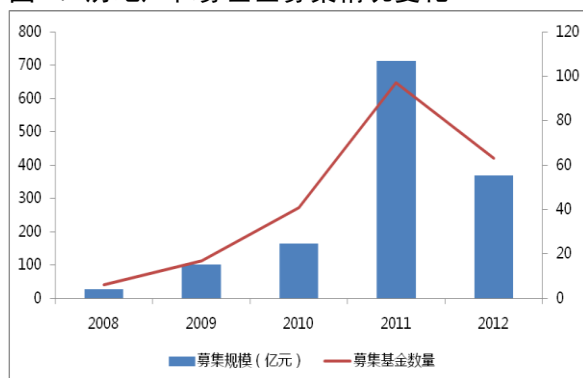
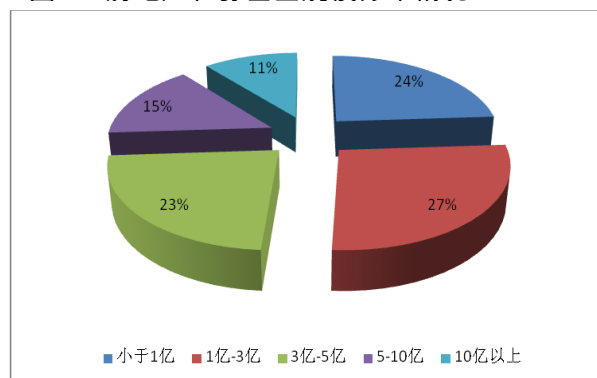


图 3：房地产私募基金规模分布情况



来源：高通智库。

从发展趋势看，**首先**，房地产私募集基金从偏债型投资开始转向实股型投资。以前基金通过过桥贷款、明股暗债等形式为房地产企业开辟通道业务，现在发展到债权、股权并存的局面；**第二**，原附庸于开发商的基金逐步发展为独立的基金。独立基金在募资能力、投资标的优化筛选、管理运营、业绩回报等各个方面都将具有竞争优势，伴随投资人投资思想的成熟，将获得更多青睐；**第三**，多元化发展趋势明显。现在商业地产、工业地产等题材的比例增加，形成更为丰富的多元化市场格局；**第四**，差异化投资显现。不同房地产私募基金结合自身优势逐步形成各自商业模式。此外，随着房地产开发企业销售和资金状况的好转，房地产私募基金投资房地产呈现向开发环节前移的趋势，部分基金投资延伸到拿地环节。

4、房地产行业并购持续不断

并购属于广义上的直接融资。由于 2011 年房地产并购市场的爆发，已经消耗了部分存量市场，因此 2012 年房地产行业的“待并购项目”有所减少。不同房企并购目的各不相同，有的是完全为了取得被收购公司的项目，有的是为了搭建国际化融资平台，为房地产基金业务打开新的发展路径。

5、其他新型融资渠道层出不穷

海外融资。从海外融资总额来看，2012 年房企海外融资呈现“前稳后

高”的态势。据不完全统计，2012年前9个月房企海外借债约418亿人民币。而在美国第三轮量化宽松货币政策（QE3）推出之后，仅10月和11月上半月，内地房企向海外融资总额达31.2亿美元，折合成人民币约为194亿元。从全年数据看，2012年内地房企海外融资规模达到了600亿元人民币。2013年以来，在港上市的房地产企业海外融资明显增多，仅1月融资额已超过2012年全年内地房企海外融资总额的一半。2012年房地产公司的海外融资以债权性质的票据为主，而进入2013年后，多家房企开始尝试股权性质的融资，符合强市发股，弱市发债的特征。

基信联合。以前信托产品遭遇到期兑付危机，多数是由四大资产管理公司接盘，但是其缺点在于这种合作模式有赖于项目资产品质，甚至投融资双方与四大资产管理公司关系。现在部分基金作为新的接盘群体出现，主要针对信托到期项目，设立专户产品接盘，一方面解决了信托公司的变现压力，另一方面获得了较好资产折扣。这种新型基信合作模式的基础在于，基金认为兑付项目并非是项目危机，而是时点危机。这种新型基信合作模式也意味着新的退出渠道，包括基金公司子公司、券商资管等在内，如果形成与信托项目的对接模式，则信托产品退出机制不再仅依赖于融资方兑付本息。同时，对接盘方要求更高，更依赖于其自身内控机制。

房信联合。具有项目优势的房企和具有募资优势的信托公司，二者联合设立房地产基金的融资方式，正逐渐成为一种趋势。与开发商旗下的房地产私募基金相比，信托公司和开发商强强联合，成立房地产基金具有募资和项目等方面的优势。

公募基金子公司资产管理。2012年11月，证监会颁布了《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》，根据证监会的规定，子公司可以从事“特定客户资产管理业务以及中国证监会许可的其他业务”。从理论上讲，基金公司子公司几乎实现了法律之内都能做的业务，包括开展未上市公司股权投资、债权、另类投资等。截止2013年3月，包括工银瑞信、平安大华、嘉实等20余家公募基金的子公司拿到批文。公募基金子公司开始采用类信托模式的资产管理方式参与房地产投融资。由于该项业务刚刚起步，目前投资于房地产的规模尚小。公募基金子公司资产管理可以采取上市退出的方式，因此有望成为中国特色REITs的先行。

资产证券化尝试。2013年3月15日，中国证监会颁布了《证券公司资产证券化业务管理规定》。规定拓展了可以证券化的基础资产，商业票据、债券、股票等有偿证券、商业物业等不动产财产等均可作为可证券化的基

础资产。同时，该规定降低了证券公司从事资产证券化的业务门槛。资产证券化客观上又为房地产企业提供了一种融资渠道。2013 年 5 月，广东海印集团股份有限公司专项资产管理计划就是一例，该项资产管理计划通过中信建投证券股份公司申请设立，以海印股份自成立之次日起五年内公司下属商业物业的经营收益权为基础资产，设优先级资产支持证券和次级资产支持两种证券，合计募集资金 16 亿元。

不可逆转的“资产配置”趋势

高和资本董事长 苏鑫

Gohigh Report

香港著名不动产投资专家施永青先生多年前曾抛出过一个著名的观点，即香港富有投资者的主要投资品种及资金分配比例为“房地产：股票：外汇：黄金和艺术品=4:3:2:1”。暂且不论其是否适用于大陆投资客群，但它透露出一个重要的理念：在香港这样成熟的投资市场中，资产配置最终会成为理性投资者的必然选择。大陆庞大的投资客群亦不例外。

过去十几年，中国的投资客群基本可以分为两大类：南方客户主要是偏股型资产配置，北方客户主要是不动产资产配置。尤其是本轮经济危机之后，财富精英们彻底看穿了这个时代，这是一个不折不扣的泡沫化生存的时代。泡沫化生存不再是阶段性的，而是常态化的。在这个“吹泡泡、印票票”的时代中，全球经济势必重回“高通胀时代”。再加上住宅去投资化的趋势愈发明朗，当“货币超发”邂逅“投资渠道奇缺”时，“钱”愈发茫然了。

首先，判断自己钱袋中钱的属性。钱和人一样有其各自的性格。有些钱是“母鸡钱”，它需要不断的生蛋，不断增值，更多的追求高收益；有些钱是“鸡蛋钱”，它最需要的安全和保值。而理性的投资者应该根据资本的不同属性、不同风险偏好，来匹配不同的投资品。从投资渠道而言，经过“资产精装修”的商办不动产和不动产证券化产品未来将成为最主要的投资方向。关于具体的选择方案，我们的建议是：对于1000万以上的可投资资金，可考虑投资房地产基金、类股权不动产和1线城市的商铺；对于500万左右的可投资资金，可考虑投资房地产信托和1线城市的写字楼；对于100-300万的可投资资金，可考虑投资房地产信托、1.5线城市的商办物业和服务式公寓。这样，“母鸡钱”追求高收益，投资基金和类股权不动产可获取20-30%的年收益率；“鸡蛋钱”追求安全性，投资信托和不动产可获取8-15%的年收益率。

相关研究：

一、判断自己钱袋中钱的属性。钱和人一样有其各自的性格，有些钱是“母鸡钱”，有些钱是“鸡蛋钱”；
二、如果把全方位资产配置比作为足球场中的排兵布阵，住宅产品应该是守门员角色，商办物业是后防线，房地产信托是中场，房地产基金是先锋；
三、销售人员也必须从“卖药的”转变为“医生”。

类别	房地产基金	1线城市商铺	1线城市写字楼	房地产信托	1.5线城市写字楼
投资门槛（最低投资额）	1000 万	1000 万	500 万	300 万	100 万
收益	25-30%	5%（只考虑租金）	5%（只考虑租金）	9-10%	7-8%（只考虑租金）
风险	高	适中	适中	低	适中

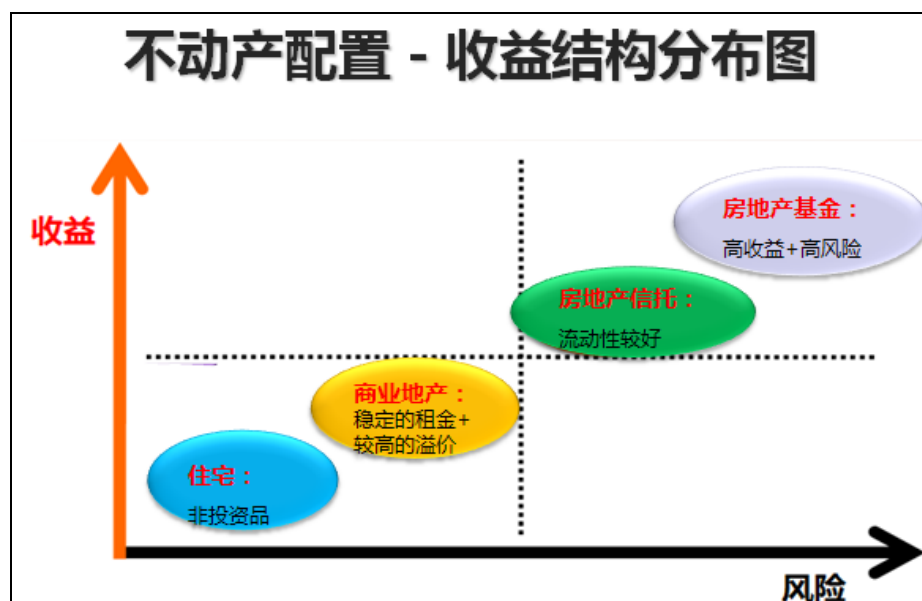
其次，如果资产量级足够大，可以同时配置上述几个产品或者全部产品，即全方位的资产配置该如何进行？我们认为下图的配置方案是比较理想的：



如果把全方位资产配置比作为足球场中的排兵布阵，住宅产品应该是守门员角色，持有多套既不合规也不划算，所以持有一套或者最多第二套改善型住房即可，它本身并不是投资品；商办物业是后防线，稳定的租金收益以及较高的资产溢价是非常好的选择；房地产信托是中场，良好的流动性，进可攻、退可守；房地产基金是先锋，它承担一定的风险来博取高

收益，属于进攻型配置。目前来看，大多数人群还处于搭建后防线、组建中场的阶段。

从风险与收益的匹配度而言，可通过下图理解：



最后，通过什么样的机构配置？备选机构必须同时对实物房地产投资品和证券化不动产投资品有深刻认知，销售人员也必须从“卖药的”转变为“医生”。此外，公司的品牌足够好以及资产配置团队的专业素质过硬，只有这样才能与客户建立真正的信任关系。为此，高和资本特别成立百万沙龙，它是由高和资本发起的一个民间组织机构，也是高和全力打造的国内第一个资产配置平台。只有经过高和严格考核认证的精英才能成为平台的成员。我们尝试把已成为“医生”的销售精英和有资产配置需要的客户进行对接。我们深信这是一个方向，一个正确的方向。

本报告由高和资本制作。

“高和资本”专指通过天津高和股权投资基金管理有限公司、天津畅和股权投资基金管理有限公司及其关联公司进行投资的资本统称。

高和资本于 2009 年 10 月在天津成立，是中国首支人民币商业地产基金，专注于投资一线城市和 1.5 线城市的核心区域的商业类物业（包括商业、写字楼、服务式公寓和城市综合体等）。高和资本亦是提供商业不动产投融资及退出解决方案的专业机构。高和资本已完成的资产收购规模超过 60 亿元人民币，为投资人创造了丰厚的收益，是中国商业地产基金的领跑者。

本报告中的信息均来源于我们合理认为可靠的已公开资料，但高和资本对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对所涉及的证券或者物业买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，高和资本及 / 或其关联人员均不承担任何法律责任。

©版权所有 2013 年 天津高和股权投资基金管理有限公司

未经天津高和股权投资基金管理有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

高和资本报告制作及媒体推广机构：北京庄凌顾问有限公司

有媒体欲引用报告内容或寻求深入采访 请联系：庄凌顾问 010- 85804407 ligent@139.com

GO HIGH 高禾