

私募股權投資行業新動向

——黑石 2019 年年報簡析

光控戰略研究 2020.04

2020 年 3 月，美國另類投資巨擘黑石發佈 2019 年年報。一是黑石經營業績再獲豐收。二是黑石管理資產水漲船高，但不同基金受投資人的歡迎程度冷暖不同。三是黑石地產業務表現出不俗的長期競爭力。四是黑石的系列重大交易呈現新變化。從以上幾點，我們可以一窺私募股權投資行業的一些新動向。

1、黑石經營業績再獲豐年

資本方面，黑石年末資產管理規模 5711 億美元，同比增長 21%；募資、投資和退出規模均大幅領先行業和主要競爭對手，龍頭地位更加穩固。（黑石 AUM 五年複合增速為 16.5%，KKR 為 14.5%，美國 PE 行業平均為 12.5%¹）

財務方面，黑石全年實現營業收入 73.4 億美元、淨利潤 38.7 億美元，其中費類淨收益占利潤結構的 46.3%。剔除一次性回款和大額匯兌收益，黑石全年營收同比增長 18%；淨利潤同比增長 46%；全年 ROE 21%，經營業績再獲豐年。

表 1：黑石 2015-2019 年主要經營指標變動情況

		2015.A	2016.A	2017.A	2018.A	2019.A
資本	資產管理規模 (AUM)	3364	3666	4341	4722	5711
	募資規模 (Inflows)	936	697	1080	1010	1344
	投資規模 (Deployment)	324	231	507	447	629
	退出規模 (Realizations)	/	/	/	341	402
財務	營業收入	46.5	51.3	71.4	68.3	73.4
	淨利潤	16.2	22.6	33.8	32.7	38.7
	費類淨收益 (FRE)	9.4	10.2	13.3	14.6	17.9
	待分配利潤 (DE)	38.4	21.2	38.8	26.9	28.7

資料來源：BlackStone Annual Reports

2、從黑石基金募集近況看，不同基金受投資人歡迎的冷暖

2019 年是上輪金融危機來，美國資本市場十年長牛的尾聲。儘管經濟前景已趨於惡化，但在各國央行預防性貨幣政策接連推動下，全球資本市場仍然表現強勁——權益市場方面，道指和納指分別上漲 22%、35%。債券市場方面，美國投資級和高收益公司債指數分別上漲了 15%、14%。並購市場方面，美國私募股權行業

¹ 2020 US PE Breakdown, Pitchbook.

EV/EBITDA 計平均和中位元交易價格分別升至 11.5²、12.7³ 倍的歷史性高點。充盈的市場流動性和資產價格泡沫化上行，令境外主要資管公司受託資產水漲船高。黑石借機完成了多個大型基金的募集工作，全年募資總額同比增長 33%，達 1344 億美元。然而，不同類別投資人尤其是機構投資人對基金業績的關注點並非如出一轍，黑石不同領域基金受投資人的歡迎程度也冷暖不同。

一則是公共養老金、年金等背負沉重現金支付壓力的投資機構。這類投資人對能夠實現穩定長期資本增值及可預測年度現金流收益的資產，具有相當的剛性配置需求。具體反應為 DPI 和 DPI 的穩定性。能滿足這一穩定現金回報需求的大類資產，主要是利率債和地產基建為主的實物資產。然而，2018 年以來趨於低迷的利率環境相當程度削弱了利率債的長週期配置價值；房地產和基建投資的相對吸引力對應凸顯。結果是，黑石新一期專注美國本土房地產投資機遇的旗艦基金 Real Estate Partners IX 募集規模達到 206 億美元，較上期基金增幅 24%，基礎設施基金 Infrastructure Partners 更是首期募集規模便達到創紀錄的 137 億美元。然而，並非各國房地產的投資價值都被一致看好。黑石近兩期針對歐洲房地產的基金募資額增長整體乏善可陳；而行業權威資料機構 Preqin 調研結果也顯示，亞太地區房地產相比私募股、債權和基建等其它另類資產，不受投資人青睞。⁴

另則是主權財富基、捐贈基金等現金分紅壓力相對較小的投資機構。這類投資人對絕對回報水準要求更高。具體反應為 MOIC 和按年度投資收益率計算的 IRR 水準。滿足這一長週期超額收益要求的大類資產主要是私募股權。充盈的市場流動性助推黑石新一期旗艦基金 Capital Partners VIII 募集規模達到 245 億美元，較上期基金增幅 30%，成為迄今全球規模最大的私募股權基金。然而，同樣並非所有私募股權投資的子領域都能受到投資人廣泛認同，黑石能源領域基金 Energy Partners III 新一期募集規模不進反退 15%，已充分說明能源領域的投資需求在競爭加劇，油價下跌的陰影下明顯遇冷。

表 2：全球另類資產 2008-2017 年十年計 IRR 和 DPI 標準差水準

	PE	VC	實物資產	私募債	對沖基金	S 基金 [*]
IRR 水準（收益性，越高越受主權財富、捐贈基金歡迎）	14.6%	12.3%	9.4%	10.7%	10.5%	12.8%
DPI 標準差（分紅穩定性，越低越受公共養老金、年金歡迎）	6.7%	10.1%	4.2%	6.8%	5.4%	4.0%

資料來源：Global Fund Performance, Pitchbook。注：S 基金規模化發展時間較短，穩態後收益可能下行

表 2 結論：房地產、基建為主的實物資產雖然收益性不突出，但是 DPI 標準差小，現金回報穩定性優異，故受到公共養老金、年金、保險等背負現金支付壓力的投資機構的普遍歡迎。

再則值得關注的是境外二級另類基金的異軍突起。憑藉對基金流動性和重組需求的深度發掘，2008 年金融海嘯後逐步發展起來的二級另類基金在近年同時取得了較高的收益水準和較好的收益穩定性，日益成為前述兩類投資人的新寵。就黑石而言，新一期二級另類基金 Blackstone Strategic Partners VIII 募集規模高達 111 億美元，較上期基金募集規模增幅達多達 44%。

² Global Private Equity Report 2020, Bain & Company.

³ 2020 US PE Breakdown, Pitchbook.

⁴ 歐洲和亞太市場的房地產投資不如美國市場更受投資人青睞，原因可能是人口結構、人均住房面積等多方面原因，本文不作展開。

表 3：黑石 2019 年大型基金的募集情況

領域	基金	封閉時點	本期規模	上期規模	本期增幅	上期增幅
地產	BREP IX	2019-07	206	166	24%	23%
	BREP Europe VI	2019-10	89	79	12%	18%
基建	Blackstone Infrastructure Partners	2019-07	137	/	新成立	/
私募股權	Blackstone Capital Partners VIII	2019-10	245	188	30%	24%
	Blackstone Energy Partners III	2019-03	42	49	-15%	102%
	Blackstone Strategic Partners VIII	2019-03	108	75	44%	72%

資料來源：BlackStone Annual Reports；注：基金約 3-4 年募集一期；除 Europe 基金外主要投向美國本土

表 3 結論：黑石的美國地產和私募股權基金募集規模較往期錄得高增長；基建和二級另類基金錄得超高增長；歐洲地產基金增長較緩，能源基金規模倒退。以上反映美國投資人偏好。

表 4：亞太地區主要投資人 2019 年對各另類資產板塊的調倉預期

	私募股權	私募債	對沖基金	房地產	基礎建設	資源*
預期增加投入	40%	37%	23%	28%	36%	25%
預期減少投入	13%	12%	26%	27%	16%	28%
投資偏好（越大越受歡迎）	27%	25%	-3%	1%	20%	-3%

資料來源：Preqin Asia-Pacific Fund Finance Symposium；注：資源基金以能源類基金為主

表 4 結論：亞太地區投資人和美國投資人近年的共性偏好私募股權和基礎建設，且均不樂於加註對沖基金和能源領域。不同點是，美國投資人額外偏好美國房地產；亞太地區投資人額外偏好私募債（亞太債利率相對較高），但不願加註亞太地區的房地產。

3、從投資人需求角度理解，黑石地產常年獨樹一幟的原因

2019 年，黑石基金投資業績雖不及其在 2018 年的大放異彩，⁵但整體表現仍然良好。其中，黑石地產基金 2019 年的業績繼續大幅領先基準，私募股權和信貸業務基金則和基準大致持平。拉長到五年角度，黑石私募股權和債權基金的投資業績相比基準平平；反而在房地產領域，黑石基金表現出不俗的長期競爭力。

事實上，黑石和凱雷、KKR 在私募股權領域差別不大；黑石真正有別於另兩家頂尖資管機構的關鍵，主要體現房地產業務的規模上。黑石地產業務歷年募集資金約占到黑石募資總額的 25%，可分配利潤大約占黑石總體的接近一半，是黑石規模和利潤增長的壓艙石。相較之下，凱雷和 KKR 的房地產基金募資規模通常只占各自募資總額的 5-10%，盈利貢獻更是和黑石的地產部門不可比肩。

差別在哪兒？關鍵在於黑石的房地產基金規模大，品類全；在收益率外，更能滿足超大型投資機構的資產配置需求。凱雷和 KKR 的房地產基金雖然投資運營能力同樣不可小覷，為投資人帶來的回報水準和黑石難分伯仲，⁶但規模化發展起步晚，難以很好服務於超大型投資人的資產配置需求。更為難能可貴的是，黑石地產事業部在主流的機會型基金外，還相繼開發了核心增益型基金，投資信託和債務策略基金，用以分別滿足不同資金期限和屬性的投資人，對大體量核心資產、穩定現金流專案，和證券化資產的多元化需求。這些零散的產品線雖然在規模和

⁵ 2018 年，市場逆風環境下，黑石全策略基金几乎都領跑業績基準。

⁶ 凱雷和 KKR 房地產機會型基金 CRP 和 KREP 平均 Net IRR 約 18%和 13%，黑石各期 BREP 平均 Net IRR 約 15%。可見三家頂尖另類資管機構房地產基金的投資運營能力都不可小覷。

收益上都趕不上旗艦產品，卻合併購成了黑石房地產板塊募資總額的另外半壁江山，是黑石在房地產資管領域概莫能敵的又一關鍵內因。

表 5：2015-2019 年，黑石各業務板塊歷年募資占公司募資總額的比重

	2015.A	2016.A	2017.A	2018.A	2019.A	平均
地產	40%	21%	24%	25%	25%	27%
私募股權	20%	42%	8%	23%	42%	27%
對沖基金	14%	15%	11%	17%	9%	13%
信貸基金	25%	22%	57%	35%	23%	32%

資料來源：BlackStone Annual Reports；注：黑石地產板塊 2019 年全年共實現募資 342 億美元

表 5 結論：自 2016 年後，黑石房地產始終占到公司資金募集總額的約 1/4。

表 6：2015-2019 年，黑石各板塊基金 Gross IRR 表現同參考基準對比

	2015.A	2016.A	2017.A	2018.A	2019.A	平均
黑石地產基金	13.2%	11.0%	16.7%	10.1%	14.5%	13.1%
機會型地產基金	9.7%	11.1%	19.4%	9.8%	17.6%	13.4%
核心增益型地產基金	19.1%	10.9%	12.0%	10.7%	9.2%	12.3%
私募股權基金	9.5%	10.7%	17.6%	19.1%	9.3%	13.2%
全球實物資產基金平均	4.9%	11.5%	12.1%	7.4%	6.4%	8.4%
黑石私募股權基金	9.5%	10.7%	17.6%	17.4%	10.2%	13.0%
美國 PE 基金平均	13.0%	14.1%	19.2%	10.7%	10.6%	13.5%
黑石私募債基金	-6.3%	19.9%	9.4%	2.5%	4.0%	5.6%
全球私募債基金平均	2.7%	8.0%	10.6%	5.9%	5.2%	6.4%

資料來源：BlackStone Annual Reports, PitchBook Global Fund Performance；注：黑石的投資收益已根據同一板塊下不同策略基金的募資金額做了加權平均，僅供參考比較

表 6 結論：黑石私募股權和私募債基金相較業績基準表現平平，但地產基金業績長期突出。

和黑石等國際資管機構相比，國內資管機構做房地產基金最大的挑戰在於資金成本過高。近年，國內商業地產週期走到盡頭，資產價格增值空間不足。加之商業地產依靠租金收入的無杠桿年投資回報率本身有限，借貸利率對投資業績的影響好比地心引力，重要性格外凸顯。相比國際投資人在債務成本上的絕對優勢，境內投資人對固定收益的要求更高且更為剛性，⁷使得境內的地產基金的管理機構處於明顯不利地位；這也是 SOHO 中國等內資商業地產相繼易主給黑石等外資機構的重要原因之一。

4、從重大交易看，黑石近期投資方向的變與不變

2019 年，美元流動性的極大充裕將黑石的待投資金總額推升至 1511 億美元，同比增長 34%；借此，黑石在並購市場上接連掀起多樁大型交易，全年投資總額同比增長 41%，達 629 億美元。然而，在總量之外，黑石的重大交易還體現出其作為全球頂尖另類資管機構，投資方向上的一些變化和堅守。

在私募股權領域，黑石正迅速加大對印度市場的投資力度。印度私募股權市場近

⁷ 境內房地產基金的投資人剛性兌付需求強，普遍不接受股权投资。

年發展勢頭迅猛，並購投資和退出規模井噴，被評價為過去 10 年退出價值最高的區域市場。⁸伴隨印度私募股權市場初步成熟，黑石在印度的投資總規模迄今突破 120 億美元，往期回報水準在其全球市場中首屈一指。⁹值得關注的是，國內私募股權的領軍企業高瓴資本近期也在迅速加大印度市場的佈局。¹⁰區別是，高瓴的在印投資現階段更多集中於 to C 互聯網和消費行業，即高瓴熟悉的消費者領域，且以少數股權投資為主；而黑石在印投資已過了試水階段，目標行業從金融地產等黑石熟悉的老本行，擴展到包括製造業在內的多點開花；投資模式也從少數股權投資，轉變為規模更大、更主動的並購交易。而放眼全球市場，黑石正試圖以醫療服務為突破口，以一種輕資產的姿態，著手彌補其在醫療健康領域的投資短板，分享醫療領域的長期增長紅利。¹¹

在房地產領域，黑石繼續堅定押注物流資產的長期價值。黑石在物流資產領域的佈局計畫由來已久。在 2016 年，黑石便捲入到對全球物流地產巨頭普洛斯發起的收購戰中，並敗給當時出價更高的中資財團（116 億美元）。事後證明，黑石仍大大低估了優質倉儲用地作為穩定租金收入來源之外，在核心城市工業用地量縮減和電商崛起背景下的提價能力。其結果是，黑石 2019 年重新出價 187 億美元向普洛斯收購了其位於美國的部分工業物流資產，房地產全球聯席主管 Ken Caplan 則明確表示物流目前仍是黑石房地產部門“最為堅定的全球投資主題”。

表 7：2019-2020 年一季末，黑石披露的重大並購交易

	發佈時間	交易金額（億美元）
收購中國商業地產開發商 SOHO 中國	2020-03	40.0
收購美國醫療技術方案提供商 HealthEdge	2020-03	7.0
收購英國學生公寓公司 IQ Student Accommodation	2020-02	47.0
收購印度物流公司 Allcargo Logistics 倉儲業務	2020-01	0.5
黑石 2020 年一季度重大並購交易	2020.Q1	94.5
收購美國拉斯維加斯百樂宮酒店	2019-11	42.5
收購美國約會交友軟體公司 MagicLab	2019-11	30.0
收購美國室內水上樂園管理公司 Great Wolf Resorts	2019-10	29.0
收購歐陸第三大建材分銷平臺 CRH Europe Distribution	2019-07	19.0
收購美國移動廣告公司 Vungle	2019-07	7.5
收購全球物流巨頭普洛斯（GLP）在美部分物流資產	2019-06	187
收購韓國批發藥物分銷商 Geo-Young 46%股權	2019-04	9.5
收購印度包裝公司 Essel Propack 51%股權	2019-04	4.6
收購美國清潔和應急恢復服務提供者 Servpro	2019-03	10.0
收購日本專業製藥公司 Ayumi Pharmaceutical	2019-03	10.0
購回中國海航子公司香港國際建投 70%股權	2019-03	8.9
收購印度住房貸款擔保融資公司 Aadhar Housing Finance	2019-02	3.8
私有化挽救美國原油和天然氣管道公司 Tallgrass Energy	2019-01	46.0
黑石 2019 年全年重大並購交易	2019.A	407.7¹²

資料來源：BlackStone Press Releases；注：交易金額為未經證實的非官方數字，僅供參考比較

⁸ 印度近年私募股权行业的兴盛来源于互联网普及率不断提高，和网络渗透率提高带动成本下行的红利。

⁹ 引述自黑石私募股权业务亚洲并购部联席主管和印度市场主管 Amit Dixit, 2018。

¹⁰ 包括投资印度“汽车之家”CarDekho、外卖巨头 Swiggy 和印度畅销啤酒品牌翠鸟的母公司联合酿酒公司。

¹¹ 包括大手笔收购医师人力资源公司 TeamHealth、甚至包括收购该领域 VC 机构 Clarus Ventures 等。

¹² 列举交易占黑石全年出资总额的 65%。