



## 风口浪尖上，傅育宁用产业基金宣示了华润式激励与扩张

文/朱一鸣、傅一辰

7月，华润集团官方微信推送了两条有关“华润式私募”产业基金的介绍，并表示到2020年，以“华润”为品牌的基金产品规模将达到1000亿元，主要投向健康、消费、创业等领域的资产，此外还将引入跟投机制，调动华润50万员工的创业积极性。事实上，傅育宁在年初时便提出要做大产业基金，选在如今加大宣传也颇为关键。那么，华润的产业基金到底采用了怎样的模式，对地产业务又将带来哪些影响？

### 一、壮大华润系产业，完善国企员工激励制度

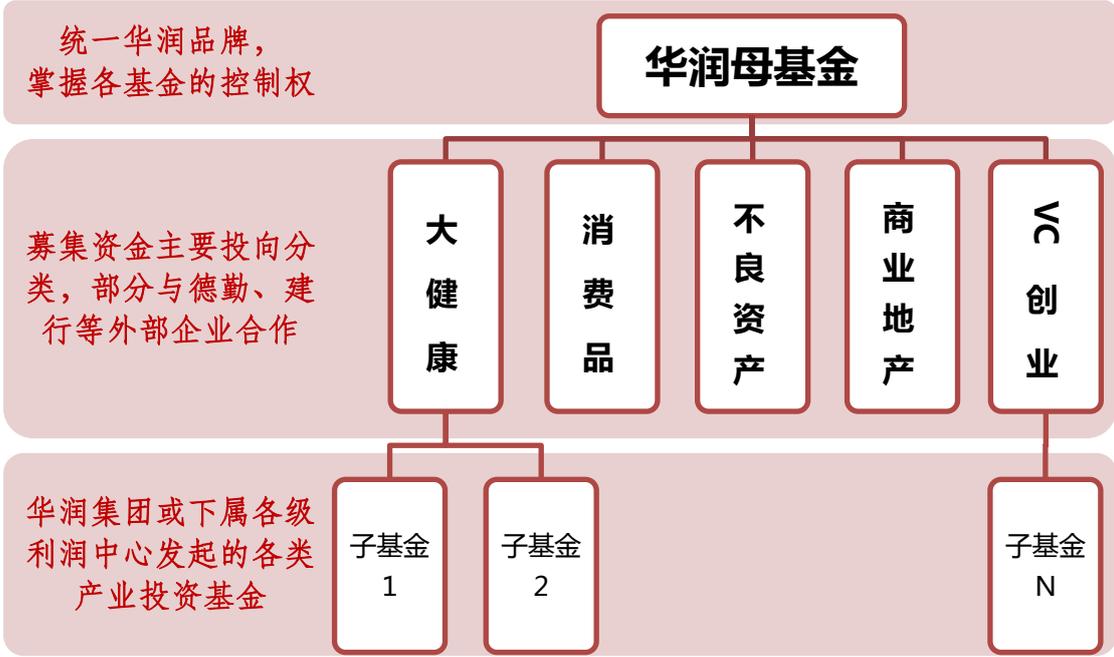
#### 1、华润下属各层级均可发起，集团出资25%主导管理

根据华润定义，产业基金包括通常意义上的私募基金（PE）和风险投资基金（VC），由集团或下属各级利润中心发起，通过合伙制、公司制或契约制等各种形式设立，华润在实际承担基金管理责任的基金管理公司、一般合伙人（GP）中具有“控制地位”，采用母子基金伞形架构设计掌握各基金的控制权。

**简而言之，华润在产业基金需要承担的责任包括：**1）集团董事会根据基金投向的产业前景、基金架构、回报预期等，审批基金是否设立；2）扮演GP或同等角色，对基金进行日常管理，输出华润品牌；3）参与基金投资，金额至多占产业基金募资金额的25%，或创投基金的20%。

**对应的是，华润在产业基金中可获得如下回报：**1）新兴产业发展成功带来的利润分红，即投资收益；2）固定的基金管理费用，但这部分比例不高；3）华润系产业的规模扩张，品牌影响力提升；4）经过培育后成熟并具前景的产业，华润可全资接手。

相比央企和国企以往的集团性投资模式，**华润产业基金的优势在于**，一方面给了下属子公司乃至员工更多的战略主导权，发挥在细分领域的专业度；另一方面是引入了社会资本，发挥杠杆的作用，适用于新业务的试水。**对于投资者来说**，伞形架构的基金最大的特点是内部产业选择较多，投入的资金可在子基金间相互转换，满足不同时期的风险偏好。



图：华润产业基金架构

资料来源：企业公布、CRIC

## 2、激励员工创业，LP 身份跟投与其他股东利益捆绑

优质合理的激励制度改革决定了国企员工能否更积极、主动地提高效率，推动公司运营提升。但无论激励制度是否合规，员工及国资得到的收益是否分别和各自的投入相对应，“国资流失”的舆论总会伴随左右。



从华润产业基金的设计来看，**为了实现内部员工既能与股东利益捆绑，也不具备介入操作谋取私利的可能性**，设立了如下规则：

1) **基金团队强制、无差别跟投所有项目**，金额须占产业基金募资的 1%以上，3%以下；创投基金的 1%以上，5%以下，保证团队的个人利益和被投项目利益一致。

2) **基金团队及其他华润员工只能以 LP 或等同身份参与跟投，即和其他股东的分配机制完全一致，无法在分配时倾斜。**此前，万科的跟投便是因各城市公司为员工设立了不同于上市公司的分配机制而遭到质疑。

3) 基金管理公司、集团及下属各级利润中心不得以任何方式向跟投人员提供垫资，也就是**避免了侵占国资或上市公司资金。**

### **3、投向新产业，不侵占公司成熟产业股东应占利润**

除了下文将详细描述的商业地产基金外，华润此番规划的产业基金主要包括：华创消费品基金，主要投资海外有竞争力的好产品，规模预计 7-10 亿美元；重整投资基金，主要投资不良资产，当前管理规模 100 亿元；大健康基金，投资领域包括大健康消费品和养老服务，规模 3 亿美元；创新 VC 基金，基于华润大学建设开放式的创新创业平台，规模约 5 亿元。

**产业基金设立的目的是为培育回报周期较长的新产业**，并且这一模式不仅能减少资金占用、多点布局，又能通过选择 LP 时“熟悉基金投资领域、能带来投资项目，或对项目管理提升有贡献能力”的原则带来更多合作资源，增加产业基金整体竞争力。此外，核心团队跟投也能激励并留住优质人才。

区别于在房地产开发等成熟领域单纯借助杠杆扩张，**产业基金模式减小了股东在新领域“试错”的风险，因而规避了“侵占股东利益”的嫌疑。**当符合华润未来发展方向的产业培育成熟后，再装入现有上市平台，在实现退出的同时也强化了核心产业。

## **二、华润置地轻资产比例增加，扩展产业地产**

### **1、盘活商业地产资金沉淀，投入住宅开发**

华润此番设立的产业基金中包括了商业地产，这也是新模式对华润置地最为直接的影响。我们在此前报告中曾指出，**商业地产运营是华润置地的重要业务，但大量自持商业也为华润带来了长期的资金沉淀**，引入基金则能盘活这些沉淀资金，增加流动性。并且从华润置地 2015 年至今的动作来看，从商业地产中解放的资金预计将用于房地产业务扩张，尤其是在一线城市中高端住宅产品的比例将加大。

**商业地产较住宅更适合采用员工跟投模式**，原因是回报周期长、运营难度大，并且在基金退出时，投资收益主要包括商业运营管理和物业增值收益两部分，都非是依靠单纯降成本的手段能提高的。因此，跟投的团队商业运营的成果也将直接决定投资收益，同时使华润商业产品线的口碑提升。

## 2、寻找不良资产中的土地资源，输出代建

产业基金中包含了华润资产与建设银行共同设立的重整基金，主要用于不良资产收购，和绿地旗下两个上市平台均在试水的特殊机会投资基金较为类似。而根据四大 AMC 之一的中国华融招股书，截至 2015 年中，来自房地产行业的不良资产有 1367.7 亿元，预计四大 AMC 的房地产行业不良资产总规模超过 5000 亿元。**若重整基金收购的为房地产在建工程或土地类不良资产，则可采用由华润置地代建的模式，增加利润，提高上市公司的净利率。**

## 3、培育更多新产业，丰富产业地产产品线

在傅育宁曾任职的招商局集团，产业地产是最有优势的业务板块之一，尤其在深圳的前海、蛇口等地的案例较为成功。2016 年，傅育宁提出“**华润置地借助母公司资源，向产业地产领域拓展和延伸**”，并于 6 月明显加大了对产业地产的拓展力度：22 日与天安数码城签约合作深圳龙华新区大浪中心区项目，采用“城市更新+产业升级”模式，除了传统旧改的拆迁、住宅和商业配套开发流程外，还将发挥集团产业资源优势。27 日，则宣布深圳华润万象食家城市更新项目中，将采用华润置地食品产业主题的新产品线“万象食家”，包含食材采购中心及美食体验，与集团的消费业务结合。

**产业基金若培育出丰富的产业，有利于华润置地产业地产产品线的完善，进而成为其与地方政府谈判获取优惠政策和优质地块的筹码；反之，在产业培育初期，华润置地旗下的持有物业也能成为产业孵化的场所。**

最后，我们认为，傅育宁提出创新模式产业基金并于近期大力宣传，主要目的包括：1) 响应国有企业改革的号召，展现对不同种类资产的吸纳能力，争取在整合并购中获得更多优质资产；2) 推出非传统跟投激励制度，回应了舆论对国企人才和运营效率的苛责，打消包括万科在内的潜在被纳入体系中的企业员工疑虑；3) 继续强调对金融板块注重的力度，由于华润银行等传统业务规模增长较难，产业基金则能迅速做大华润的金融业务规模。

表：华润系产业主要业务

产业	产品或上市平台
医药	东阿阿胶(000423.SZ)、华润双鹤(600062.SH)、华润三九(000999.SZ)、华润紫竹、华润赛科、华润片仔癀
地产	华润置地(1109.HK)
金融	华润银行、华润深国投信托、华润资管、汉威资本
燃气	华润燃气(1193.HK) 管道燃气、车船用燃气、分布式能源及燃气器具销售
水泥	华润水泥(1313.HK) 熟料、水泥及商品混凝土
电力	华润电力(0836.HK) 火电、煤炭、可再生能源与新能源
消费品	华润啤酒(0291.HK) 雪花啤酒
	华润饮料 怡宝、午后奶茶等
	华润五丰 大米、肉食、冷冻食品、进口食品及现代农业产业
零售	华润万家 华润万家、苏果、Ole'、乐购 express、e 万家等

资料来源：企业公布、CRIC

## 免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

### 关于克而瑞信息集团（CRIC）

克而瑞信息集团，隶属于易居（中国）控股有限公司。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞信息集团拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

### 关于克而瑞研究中心

克而瑞研究中心是易居旗下克而瑞信息集团的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续五年发布中国房地产企业销售 TOP50 排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。