

一揽子“组合拳”盘活纾困 AMC助力房企保交楼

本报记者 罗辑 北京报道

“保交楼、保民生、保稳定”的首要目标之下，房地产纾困正不断推进。

日前，央行与银保监会联合印发《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，其中，就积极配合做好受困房地产企业风险处置问题提出，鼓励金融资产管理公司、地方资产管理公司(以下统称“资产管理公司”，简称“AMC”)发挥在不良资产处置、风险管理等方面的经验和能力，与地方政府、商业银行、房地产企业等共同协商风险化解模式，推动加快资产处置。鼓励资产管理公司与律师事务所、会计师事务所等第三方机构开展合作，提高资产处置效率。支持符合条件的商业银行、金融资产管理公司发行房地产项目并购主题金融债券。

近日，《中国经营报》记者从多家AMC相关人士处获悉，目前头部AMC正充分运用金融工具全力助推房地产企业风险化解、支持房地产市场平稳健康发展。

据记者不完全统计，截至10月末，中国华融、中国东方、中国信达三大头部AMC机构正在推动中的，以及已落地的房企纾困项目合计或超65个，带动超1500亿元项目复工复产。

运用“特色金融工具箱”

头部AMC的“驰援”为受困房企的风险项目盘活、风险出清提供了大量“工具包”。

“AMC在地产类不良资产风险化解和处置方面具有相对丰富的经验和市场运作优势。”惠誉博华金融机构部副总监彭立对《中国经营报》记者提及，在政策的支持下，AMC参与度进一步提升，纾困手段持续创新和充实。

截至10月末，中国华融正在推动中的房企纾困项目有16个。“预计相关项目将实现上下游供应商10.74亿元工程款、材料款顺利清偿，并保障22548套商品房按期交付，带动256.89亿元项目复工复产。”据中国华融相关人士介绍，目前中国华融进一步与相关企业签署了纾困重组框架协议，围绕“保交楼、保民生、保稳定”开展深度合作。

与此同时，中国东方相关人士也提及，截至10月末，中国东方已落地房地产风险化解项目29个，投放金额137.47亿元，推动保障1.98万套房产按期交付，协助解决2.32亿

助推风险“良性出清”

针对困难房企的资金输血和资产重组是短期内的主要处理手段。

天风证券在研报中提及，引导AMC纾困出险房企底层逻辑仍是希望通过市场化的方式推动地产不良资产的出清。“当前市场化纾困对项目质量要求较高，且大部分优质资产可能已经被市场消化，对于更多资不抵债的项目仍面临重组定价、纾困资金的来源和退出问题。整体来看，地产行业良性出清进展到第二阶段，即在政府部门引导下多方主体合力展开资产的盘活和流动性的恢复，针对困难房企的资金输血和资产重组是短期内的主要处理手段。随着相关压力显现，未来有望加速进入以资不抵债项目的破产重整为标志的第三阶段，不良资产和债务问题

元农民工工资和23.92亿元上游材料供应商欠款支付问题，实现74.7亿元房地产企业理财产品兑付，带动935.79亿元房地产项目复工复产。

此外，根据中国信达公开披露，截至8月末，已落地房地产风险化解项目20个，投放金额102.85亿元，保障12335套商品房按期交付，实现186户上下游供应商11.75亿元工程款和材料款欠款顺利清偿，解决1.08亿元农民工工资偿付问题，兑付房企公开市场违约债券2.41亿元，带动326.29亿元项目复工复产。

头部AMC的“驰援”为受困房企的风险项目盘活、风险出清提供了大量“工具包”。上述中国华融方面人士提及，在推动受困房企风险项目化解的手段方面，“中国华融主要运用‘债权+股权’‘金融+产业’等特色金融工具箱，对接受困房企纾困需求。对于受困房企，主

有望得到集中暴露和解决，意味着市场将步入真实出清阶段。”

可以看到，在当前房地产市场风险良性出清、“保交楼、保民生、保稳定”阶段，业内人士均对AMC在地产类不良资产风险化解和处置方面的经验和市场运作优势给予了较高关注。彭立提到，“在本轮地产下行周期中，AMC侧重于对‘保交楼’相关项目进行纾困。在政策的支持下，除了传统的债权收购、债务重组、推动债务展期等方式之外，不良资产管理公司参与度进一步提升，纾困手段持续创新和充实。AMC通过参与纾困基金，与地方政府、其他金融机构及央企合作，运用股权和债权等方式撬动更多资金注入房

要是以其重点项目为突破口。通过风险隔离、重组纾困、资源整合、并购出清等方式，推动一批项目落地，围绕化险盘活实现重点地产项目‘点面突破’。”

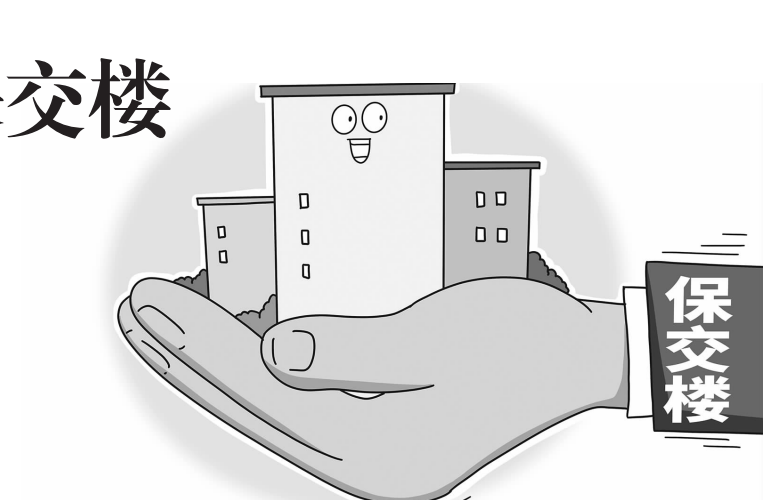
以自2018年起已基本停工的某“商业+住宅”综合体为例，这一位于长沙市望城经济技术开发区的项目，因资金链断裂等多重不利因素影响，企业经营情况持续恶化，负债规模高达38亿元，项目停工数年，成为当地重点问题项目。

中国华融在2021年介入该项目重组，通过“资产重组+债务重组+管理重构”多元手段，引进新的重组方对项目进行盘活。该项目涉及多方利益诉求，中国华融盯住协调、谈判环节，协同重组方与政府、其他债权人谈判；协调政府同购房者谈判；代表债权人与政府、重组方谈判；协调原股东、重组方与施工方谈判等。同时盯住清理环节，

地产公司，并协调各方资源进行资产盘活，推动房产如期交付并解决工资和应付账款的拖欠问题，对房地产行业进行逆周期救助，引导资金进入良性循环。”

天风证券分析师以四大AMC中的中国华融为例提到，“目前AMC作为参与方处置不良资产主要有收购处置、重组业务、债转股、基于不良资产的特殊机遇投资、基于不良资产的房地产开发等多种模式。这些模式能从债务化解、流动性释放、资产盘活等多方面打通房地产行业资金的正向循环，帮助破产企业及投资方共赢，在当前时点将有利于防止风险扩散、抑制销售下滑。”

不过，彭立强调，在积极助力纾



多家AMC积极探索有效纾困模式，通过风险隔离、重组纾困、资源整合、并购出清等方式，帮助其恢复造血功能，助力实现房地产行业风险出清和良性循环，并在保交楼方面取得积极成效。视觉中国/图

协助重组方对债务人的资产负债进行盘点清理，特别是在账务不全的情况下，配合并参与重组方、中介机构对项目公司资产、负债的清理。

“经过长达一年多的现场办公，目前该项目已全面复工复产，对前期500多户购房者进行保交楼，项目其他区域正在按规划建设，后续也将陆续对外销售，维护当地经济发展和民生稳定。”上述中国华融方面人士提到。

实际上，凭借AMC机构的特色金融工具箱，问题房企的纾困方案

往往都是量身定制的。中国东方方面相关人士也提到，运用投行化思维为出现流动性困难的多家房企提供一揽子纾困救助方案，“通过深化内外部协同，整合政府、企业等各方资源，综合运用多种产品工具和业务模式，有效发挥资产管理公司专业优势。目前，公司重点参与实施了武汉荷叶山庄、深圳岳盟、重庆南恒共益债等多个‘保交楼’民生项目，为积极稳妥防范化解房地产风险，共同推动房企复工复产、资产盘活和项目纾困贡献金融力量。”

业境外市场上市政策，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金等作用。

同时，地方也在积极行动。12月8日，央行上海总部、上海银保监会会同上海证监局、上海市房管局、上海市地方金融监管局，组织辖内金融机构、房地产企业召开上海金融支持房地产市场平稳健康发展座谈会，部署落实落地落地金融支持房地产市场平稳健康发展16条措施、调整优化房企股权融资5条措施等，多措并举做好金融支持房地产市场平稳健康发展工作。据了解，上海证券交易所，3家商业银行、1家证券公司、1家资产管理公司、1家信托公司、5家房地产企业负责人参会。

“中字头”板块升温 国企改革主题基金反弹

本报记者 顾梦轩 夏欣 广州 北京报道	股票表现活跃。Wind数据显示，截至12月7日，中证国企指数最近一个月(11月7日~12月7日)上涨6.87%。	多数国企改革基金业绩表现突出。	涨，一方面是由于监管发声建立中国特色的估值体系，提升了市场关注度，以及对国有上市企业估值层面的各类因素做进一步的研究和探讨。另一方面，近日上交所将制定完成新一轮《推动	提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》，涉及到央企上市公司多方面举措，有利于提升上市公司质量。	满在“2022金融街论坛”年会上对中国资本市场建设和发展做了重要讲话，他在讲话中特别指出，要“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。
受益于中国特色估值体系的提出，近期，国企央企估值重塑话题点燃市场情绪，“中字头”	与此同时，国企改革主题基金也迎来一波行情，11月，	金鹰基金权益投资部总经理、金鹰改革红利混合基金经理韩广哲在接受《中国经营报》记者采访时表示，国企改革板块上	不过，彭立强调，在积极助力纾	11月21日，证监会主席易会	

中国特色估值体系助力

截至12月7日，国企改革板块80只股票中，有57只股价最近一月(11月7日~12月7日)涨幅为正，股价涨幅超过20%的国企改革股票有6只。其中，徐家汇股价涨幅位列第一，为52.71%，粤传媒位列第二，股价涨幅为47.52%。

易会满在讲话中还表示，我国资本市场具有明显的新兴加转轨特征，上市公司结构也体现出与经济体制演进变化、产业结构转型升级相适应的趋势。目前国有上市公司和上市国有金融企业市值占比将近一半，体现了国有企业作为国民经济重要支柱的地位。“这表

国企主题基金业绩回暖

易会满讲话后，“中字头”概念股异常活跃，在个股带动下，原本不温不火的“中字头”央企、国企主题基金业绩也相应水涨船高。

Wind数据显示，截至12月5日，全市场16只国企改革类ETF基金(基金名称中包含“国企”“央企”“改革”等关键词)，最近一月均取得正收益，最近一月平均收益为10.88%，其中，南方富时中国国企开放共赢ETF基金最近一月收益最高，为13.57%。

天相投顾基金评价中心指出，国企板块往往具有“市值大、估值低”等特点。近一年以来，受到多方面因素影响，经济下行压力增大，A股权益类市场表现不佳，反观国企却保持了相对较强的抵抗风险的能力，这使得国企相关标的投资价值重新获得市场的关注，这也是该主题获得较好收益率的原因。

然而，跟国企改革类ETF基金相比，主动权益类基金中的国企改革类基金业绩相对逊色。Wind数

明监管部门对于国企估值重视度进一步提高，国企板块估值中枢也有望抬升。”天相投顾基金评价中心有关人士指出，中国特色的估值体系也将进一步促进市场资源配置功能更好发挥。

除上述原因之外，国企板块近期上涨，还“由于国企上市公司平均估值水平比较低。即使按照行业看，同行业中的国企估值也显著低于民企”。排排网旗下融智投资基金经理夏风光分析，有政策引导，有改革预期，又有低估值作为依托，市场资金的热情彻底被激发起来，从而推动了相关指数的快速上升。

据显示，截至12月5日，主动权益基金中，57只国企改革基金最近一月只有17只取得正收益，平均收益仅为-2.14%。

究其原因，天相投顾基金评价中心分析，就主动管理类基金而言，超过30%的基金的业绩比较基准并非是以国企改革相关指数为目标，这有可能会导这部分基金的配置风格更加均衡，从而与专注于国企改革标的的ETF基金业绩差异较大。

配置不足和仓位没变是主动管理类国企改革基金业绩不佳的主要原因。夏风光从择时和配置两方面分析，主动管理类国企改革基金当前仓位接近84%，处于相对高位，在这一轮行情当中并无明显的增仓，如果考虑到总体市值的上升，还不排除减仓的可能性；在配置上，多数主动管理类国企改革基金仍然集中在赛道股上，对大盘价值风格板块的配置明显低于历史均值。

15只主动权益基金业绩翻倍

从主动管理类基金最近一年的业绩来看，英大国企改革主题基金业绩“一骑绝尘”，年内收益高达33.43%，在所有国企改革类基金中排名第一，在所有主动管理类基金中排名第五。

不论是短期业绩还是中长期业绩，英大国企改革主题基金表现都相当不错。根据Wind数据，截至12月5日，英大国企改革主题基金今年以来收益33.43%，同类排名第一；最近一年收益为34.62%，同类排名第一；最近两年收益为46.12%，同类排名第九；成立以来收益为151.52%。

从基金重仓股可以看出英大国企改革主题基金基金经理张媛、汤戈对传统能源的偏爱。2022年三季度，英大国企改革主题基金的前十大重仓股为：东阿阿胶、上海家化、伊力特、贵州茅台、天润乳业、陕西煤业、启明星辰、潞安环能、广汇能源和中国神华。

英大国企改革主题基金基金经理张媛在接受本报记者采访时表示，在权益产品投资中，我们坚

国企估值将持续修复

谈及国企改革板块未来行情，韩广哲指出，在中国式现代化框架下，随着中国经济发展将需要更多兼顾安全与发展，在未来五年，保证国家安全、完善分配制度、健全社会保障体系将成为我国经济发展中的重要发展目标。在多重目标下，中国特色的估值体系，即在投资定价过程中，除了要考虑上市公司的收益性、流动性等市场化的估值视角，还需结合上市公司发展的稳定性、社会责任等中长期经营管理的估值理念。由此，随着更多

持研究驱动投资和价值发现的投资理念，坚持以均值回归的视角来评价企业的阶段性估值情况。

在操作层面，英大基金表示，以自下而上的策略为主，同时兼顾自上而下的策略投资。在自下而上的挖掘中，我们希望选择业绩有亮点、经营有战略并有兑现数据支撑的个股，同时考虑品种的估值。我们依据个别周期股的跟踪，发现拐点的到来，并进而扩展至对行业的判断，应该说自下而上的判断，验证了我们对自上而下的预测，从而做了较稳健的布局。

在各行业配置方面，张媛表示，有一定的权重上限，但可以接受阶段性的偏离。“注重在组合中根据个股的胜率 and 赔率进行平衡，一方面既要提高资金的效率，降低逻辑兑现的等待时间，另一方面，争取做必要的分散，降低整体风险和回撤。”张媛说。

张媛、汤戈在2022年三季报中指出，基金管理的主要策略是自下而上筛选国企改革主题下因资

政策面出现鼓励市场布局中长期经营管理等估值理念，提升国企经营管理效率，加速深化国企改革，上市国企的低估值情况或将得以持续修复。

2023年A股市场国企改革行情又将如何演绎？

大成国企改革基金经理韩创指出，首先，稳增长主线，明年会有较大改善，因为外部因素在好转，有些股票的盈利弹性很大，恢复会很快。就具体行业而言，韩创认为，工业金属、化工等业绩弹性很

本周期底部扩张推动企业盈利出现较大好转的品种、短期政策对冲受益品种以及疫后经济修复受益的品种等。对于上游能源材料品种的配置继续关注，并逐步增加中下游业绩改善、价值低估的优势品种的布局。

谈及持续关注的领域，张媛表示，看好国企改革主题中因疫情修复而受益的下游品种、关键领域的技术创新和攻关，包括如半导体上下游、高端机械制造、信息通讯和信息安全、特种装备等未来存在较大成长潜力的细分领域国企、短期内改革红利持续的能源相关变革，主要围绕新旧能源、电力系统改革及石油石化等相关领域布局 and 受益于国家发展战略的主题机会，如碳中和、绿色发展、共同富裕等。

天相投顾基金评价中心指出，从2021年年末开始，英大国企改革主题基金重仓持有以煤炭、石油石化为主的周期板块；2022年年中，该基金同样重仓煤炭、石油石化为主的周期板块，占比超过99%。受

大。至于一直备受关注的消费板块，韩创表示，起码要有可以赚钱的预期，消费才能好起来。但是很多股票价格已经反映了好转的预期出行量，比如酒店、航空、旅游价格较高，甚至比疫情前还要高。此外，一些受到疫情影响较大的消费股，疫情期间跌幅较大，疫情放松之后会有一些机会。

其次，明年可能是主题投资回归的一年。韩创分析，主题行情在今年10月和11月已经预演了，轮动很快，跑出了钠电池、复合集流

体、供销社概念等，但缺乏理论支撑，也没有定价的基础，容易泡沫化，更接近于主题投资的范畴，可能不太好把握。

张媛表示，比较看好部分保险个股，更看重产品创新、符合行业规律、叠加品牌优势的正规化运营企业。比较关注煤炭，煤炭企业的涨幅体现了企业的盈利增速，判断是由于供给侧优势中叠加机会和自身发展的变化。当前的节点也不希望去追高，盈利快速上升周期似乎基本接近尾声。