

藍圖：香港的大魚

出版日期：2014年4月1日

作者：Jonathan Brasse

十多年來，豐泰地產的業績表現一直超越預定目標，很大程度上要歸因於其主場作戰的優勢。今時今日，面對香港投資價值下降，創始人朱惠德（Samuel Chu）和李啟耀（Benjamin Lee）向我們剖析他們打算如何續寫成功。——《PERE 雜誌》，2014年4月刊。

當豐泰地產最新的亞洲房地產機會基金於去年12月達到募集上限時，這家總部設於香港的公司有很多事情值得慶祝。豐泰亞洲房地產投資5號基金以7.5億美元的募資額成為公司自2002年成立以來募資額最高的一支基金。

除比原定的募資目標高出1.5億美元外，該基金亦是去年為數不多的幾支被超額認購的基金之一。相比之下，該地區許多基金管理人甚至要為首次交割苦苦掙紮，這支基金可說是成績斐然。

自創立12年以來，以香港企業家朱惠德和李啟耀這對老朋友為首的豐泰地產已順利進行了48項交易，其中70%以上的交易已經變現。撇開公司2007年的基金即豐泰亞洲房地產投資3號基金不計，公司每項投資工具都達到甚至超過20%的內部收益率和2倍權益乘數的目標。即使是3號基金，若不是雷曼兄弟倒閉前在日本投資了幾個項目，也可按計劃實現業績目標。更何況某些交易的權益倍數高達5倍、6倍甚至7倍，無怪乎只要豐泰地產的基金一上市，全球各地的機構投資者就蜂擁而入。

如今，當豐泰地產從其成功的高點俯瞰整個投資視野時，發現暴風雲正在聚集。公司許多最成功的交易位於它的主場城市——香港。但在過去一年，想在這片前英國殖民地上投機取巧的希望已然很渺茫。因此，5號基金的大部分資本仍在觀望，迄今為止，只投資了兩筆交易，部署了不到10%的資本。

令情況更為複雜的是，香港豪宅市場（亦即是對豐泰地產而言獲利最豐的地產類型）的展望看似十分不妙，至少短期內會相當慘淡，據房地產經紀公司第一太平戴維斯（Savills）預測，豪宅市場價值繼去年下跌7%以上後，今年恐再跌10%。事實上，大量的存貨加上成交量不斷下滑的本地市場，已導致某些評論員質疑投資者是否已經將賭注全部押在豐泰地產這條大魚身上，而這條魚已經長得太大，（香港）這個池塘已容納不下，此時也沒有甚麼食物可供它吃了。

一位拒絕透露姓名的機構投資者顧問指出，豐泰地產以嚴謹的投資紀律聞名。然而，它已經發展到一定的規模，自然會引發深思：這種決心能否維持下去？他說道：「豐泰地產的規模正變得越來越大，他們現在的附股權益和管理費肯定高得驚人。對這樣的公司而言，最常見的問題是「它能堅持它的投資紀律嗎？」

進一步而言，香港一位與豐泰地產有競爭關係的投資經理（也不願透露姓名）認為，鑒於豐泰地產在香港房地產價值達到歷史高點後扭頭向下之時募資到規模最大的基金，豐泰地產可以說正處於發展進程的關鍵時刻。她暗示說：「對香港這個規模較小的市場而言，他們已經募集了太多的資本。」

兩害相權取其輕

《PERE 雜誌》記者與朱惠德及李啟耀在豐泰地產位於香港信德中心的總部進行了近兩個小時的訪談，訪談後不久，公司就直面應對這些問題。豐泰地產有限合夥人（LP）的領頭人物李啟耀對著錄音機說道：「我真的寧願聽到 LP 們告訴我們說，他們的資本我們不能投資了，也不願我們把他們辛苦賺來的錢強行地進行投資。」

豐泰地產之前從未放棄過資本承諾額，但李啟耀指出，兩害相權取其輕，爛投資還不如不投資。「在投資期結束時，如果我們發現自己仍『愛莫能助』（指無法找到合適的投資），之前從未發生過這種事，但若真的發生了，我們也只好回頭悲傷地告訴 LP 們『很抱歉，我們無法為您找到足夠的優質投資項目，所以我們對您的承諾失效。』」

朱惠德擁有 30 年的投資經驗，是亞洲私募房地產業投資聲譽最佳的投資者之一，他也承認在這一年很難找到優質項目。他說道：「沒錯，我們還沒怎麼展開投資呢！過去 12 個月，我研究了 1000 個項目，但迄今為止，只投資了兩個項目。我一直非常謹慎。」

然而，即使朱惠德擔心 5 號基金缺乏投資活動，他也不會表現出來。他邊笑邊開玩笑地說（整個採訪過程中，他始終保持著笑容）：「我仍然樂在其中。」，好像知道別人所不知道的東西似的。他補充說他預計很快就會有大動作：「今年下半年會更加有趣。事實上，我們已有幾筆交易正在準備當中。如果我去年投資了這些項目，我會再追加 10% 至 15% 的投資。」聽著朱惠德的話，毫無疑問，如果他的預測是正確的，5 號基金的投資者就可以稱之為完美的反週期操作。

朱惠德無疑就是豐泰地產的「交易狂人」（deal guy）——他會故意推卸掉公司許多的投資管理和行政管理職責，確保能專心致志地尋找好的投資項目，儘管他是公司所有人之一，並擔任著領導職位。他沒有細談他的投資風格，但他一再強調購買廉價資產的重要性，在豐泰地產——甚至在創立豐泰地產之前，他始終堅持這樣做。

事實上，朱惠德因為已磨練出一種敏銳的價值觸覺而享譽業界。所以，那些長期留意他的投資者無疑會有興趣聽聽他對市場的預測。「我並不能掌握市場時機」，他故作謙虛地說道。然而，就在不久前，他公開宣稱說：「投資就是預期。香港的市場會回調的，我們要耐心等待。」並補充說：「我們的 LP 們很樂意等待」。

狡兔三窟

儘管香港是主戰場，但豐泰地產的策略並沒有外界所設想的那麼單極化。除香港外，公司從 2 號基金開始就投資於日本市場，從 3 號基金開始進軍臺灣。而且，它還大手筆投資上海商業綜合體項目：面積達 130 萬平方尺的富邦晶品中心（Crystal Galleria）。該項目估值超過 10 億美元，由豐泰地產多支基金參與投資。

此外，豐泰地產去年還聘用 RaiKatimansah 擔任東南亞投資部主管，著眼於在印尼和菲律賓尋找投資項目——首個項目預定數月後完工。目前鮮少有國際管理人敢投資這些國家，而這正是朱惠德所喜歡的。「當 2006 年我們首次投資臺灣時，沒有人想去那兒投資。如今，我們可能是臺灣最大的外國投資者。」他補充道，並再次大笑了起來。

當我們告訴他，就在這次採訪前一天的 PERE 年度亞洲峰會上，有個專門研究東南亞的專家小組表示擔心菲律賓的槍械和恐怖主義時，朱惠德說道：「談論這些事情的影響，更多的是出於情感，而非理性。」

相較於朱惠德的熱情，李啟耀則要溫和得多，他補充道：「我們是經美國證交會註冊的投資顧問。在考慮投資某個地方之前，我們要做廣泛的法律和稅務盡職調查。我們會非常嚴肅地對待這些調查。」但他也同意朱惠德的看法，「我們不想押注貝塔收益；我們想創造阿爾法收益。」

即便如此，豐泰地產拓寬投資領域的雄心並不被競爭對手看好。前面提到的不願透露姓名的香港經理提醒道：「他們要前往未知的水域，而在未知的水域中踩水總是充滿危險的。」

「我們還要去雅加達投資一個項目，」立場堅定的朱惠德告訴我們。據他估算，中產階級和消費者支出不斷增長的市場是很難忽視的。「印尼有 2.7 億人口，中產階級正在增長，消費支出不斷增加。因此，他們需要更高級的住宅。而在菲律賓『資訊技術支援』業務正在趕超印度，但房地產價格卻非常便宜」他的話稍稍透露了豐泰地產想要投資的地產類型。

這並不是說，東南亞市場將從豐泰地產的主要市場吸走大量資本，也許只有 5 號基金權益的 5% 至 10%。而且儘管 3 號基金的日本投資項目遭遇失敗，但豐泰地產仍舊沒有離開這個市場，朱惠德和李啟耀都認為，對日本市場的投資可以再增加基金總權益的 10% 至 15%。

在東京，豐泰地產聘請了一隊以 Daisuke Hayashi 為首、由 4 名專業人士組成的團隊。在加盟豐泰地產前，Daisuke Hayashi 曾在艾拓思資本集團工作了 10 年。李啟耀堅持如投資項目需要時，Hayashi 的團隊可以要求一些 5 號基金的權益。他補充道：「如果我們找到好的投資價值，我們願意在日本市場碰碰運氣。」

據朱惠德稱，大家不應忘記 2 號基金超過 40% 以上的資金投資於日本。該基金成為了一個實現收益率目標的投資工具。儘管 3 號基金的交易帳面價值減低了 50%，但該基金實際上投資於日本的資金不到三分之一。朱惠德評論道：「我跟一位顧問談過，他告訴我，就那一年而言，這些交易仍是排名位於前四分之一的投資。這項訊息對我們並非沒有任何好處。」即使如此，他覺得

這種認可證明豐泰地產當時在日本的投資活動是正確的。「如果說這筆交易有好的方面，那就是，相較而言，我們的策略被證明是對的。」他如此推論道。

百裡挑一

對朱惠德和豐泰地產而言，曾寫下了許多成功故事的香港則完全是另一回事。自 2002 年以來，公司從未想要支持。豐泰地產在創立初期就成功將九龍的一間餐廳轉型為一座零售樓盤，在不到 18 個月內，就將一筆 8600 萬港元（800 萬歐元；111 萬美元）的投資變成 3.85 億港元。像這樣的投資促使朋友們紛紛出資，支持後來的 1 號基金。上市第一天，該基金就募集到 1230 萬美元投資承諾。當兩年後基金清盤時，基金的投資權益已經增長到 5000 萬美元以上，而公司的成長軌跡也就這樣確定了。

在豐泰地產的成長階段，由朱惠德負責在本地尋找投資項目，而李啟耀則負責為豐泰地產提供外部基金管理支持——他當時經營一家叫作 **Strategic Capital Management** 的私募股權公司，這家公司自 1993 年開始營業。後來，當他的合夥人退休後，李啟耀正式與豐泰地產簽約。之後不久，公司便推出 2 號基金，從高淨值家庭募集了 7350 萬美元。

直到 2007 年推出 3 號基金之時，機構投資者開始出現。事實上，全球金融危機爆發前的幾個月正是那些創下業績新記錄的投資管理人獲利了結的時候，尤其是那些亞洲房地產產品的管理人。因此，該基金從機構那裡吸引了 3.50 億美元資金，這些機構投資者一直非常忠誠，這一點可以從該基金 2010 年從交割時 4.6 億美元的募資額和 5 號基金去年最終交割時 7.5 億美元的募集額中得到證明（據 PERE 雜誌研究與分析部指出，2010 年是過去五年當中亞洲私募房地產基金最差的一年）。

當聽完該公司的幾個主場經營故事後，不難明白豐泰地產為何獲得那麼大的支持，為何朋友們會成為高淨值人士，而這些人士為何又讓位於各種各樣到現在還支持著豐泰地產的機構投資者。

當我們請求朱惠德和李啟耀談談豐泰地產最佳的投資交易時，他們都選取了臻環 (**Gramercy**) 這個位於香港半山區、總面積達 9 萬平方尺的豪華住宅項目。挑選這個項目，不一定是因為這個項目的總回報率，而是因為公司將這個項目的開發方法視為發展藍圖。

「香港法律規定，一幢 40 年以上的建築，如果你擁有其中的 90%，你就可以按市場價購買剩下的 10%，」朱惠德解釋道。「所以，我們一點一點地買入，然後迫使達成有條件的售賣協議。你可以這樣處理殘舊建築。」

豐泰地產接著推倒這些建築物，然後重建，擴大了樓面面積，並聘請建築師事務所凱達環球 (**Aedas**) 和室內設計師 **Peter Remedios**（以做五星級酒店的室內設計而聞名）提供幫助。公司投入 9000 萬美元包括 2300 萬美元合夥人權益，打造出這棟住宅大廈，並迅速銷售一空。在開盤營銷的那個週末，96 套待售公寓（總共 106 套）全部售罄，吸引許多發展商競相模仿這個項目的模式，朱惠德說道。當然，臻環項目超過 5 倍的收益率並未被忽視，尤其是那些渴望從類似投資中獲利的投資者更是「羨慕不已」。

「豐泰地產在香港所做的投資項目一直非常成功。」另一名投資經理說道。他認為在香港收集零星大廈業權是一項非常危險的策略。「我很贊同他們回收強制出售項目的方式。」他評論道：「我總覺得時機真的太難預測了，要對某項資產獲得 85%至 90%的所有權，可能需要 6 個月的時間，有時甚至需要 2 年。如果是一支基金，你不一定有這麼多的時間。」

愛就是秘訣

朱惠德認為臻環這樣的項目是「跳出思維定式」的結果——而創造性思維是他和李啟耀想從員工身上尋找的最重要的特性。他們認為，在處理房地產投資項目時，要具備這種敏捷的思維，首先要熱愛房地產。他們還認為，光有雄心甚或貪婪，仍是不夠的。

關於最後一點，李啟耀想起最近的一場面試，求職者之前剛剛完成一項很有分量的投資銀行分析師計劃。當問及她在 5 年的時間內想要達成甚麼目標時，她回答說想要賺比現在多很多的錢。毫不意外，她沒有得到這份工作。「我們說要有樂趣，因為如果你的心思不放在上面，你就不會有使命感。」他說道：「Sam（朱的英文名）和我甚至都不認為這是一項工作。」

朱惠德插話道：「我們喜歡複雜的項目。我們是企業家，喜歡能跳出思維框框的人。不要對我們說『不』能做到，只要告訴我們『如何』能做到。」

說實在的，正是這種思維，引導著豐泰地產的董事總經理 Joey Chiang 在短短八年內從初入公司時的中層交易助理晉升為最高管理層之列。朱惠德回憶道：「他工作很努力，從不說『不』，總是承擔最難的任務。」事實上，Chiang 是豐泰地產成立 12 年來的第一位新合夥人，但朱惠德和李啟耀都希望會有很多合夥人，並認為這是公司不斷成熟的標誌。「面試時我經常這樣告訴他們。我們真的希望有一天你也會成為合夥人。」

當問及接班問題是否也是其中的一個考慮因素時，李啟耀說某種程度上確實是這樣。然而，正如朱惠德所說的，也是因為想把蛋糕做大。「你放棄部分股份，蛋糕就可以變大。總之，你會更自在」他說道。

豐泰地產目前正在組建諮詢委員會，其中有位成員來自於世界最大的資產管理人之一。「他是第十位合夥人，當時那家公司的資產管理額只有 30 億美元。而現在，那家公司的資產管理額已高達 8000 多億美元，有 100 多位合夥人。」

李啟耀也堅稱他和朱惠德會繼續加大對豐泰地產人才的投資，部分也是為了招攬更多人才，以便他們可以成為合夥人。「我們真心希望我們的周圍都圍繞著比我們更聰明的人，」他說道。為此，公司堅持不斷投入巨額管理費，提高整個團隊。儘管豐泰地產的低層員工流動率非常高，但李啟耀將最近的人事變動稱作「人力資源升級」。就這一點而言，一位不願透露姓名的經理指出：「他們沒有流失關鍵人物。人員流動率高意味著員工素質的提高。」

最後，李啟耀總結道，這都是為了確保公司有能力和提供最強大的策略為投資者創造卓越的業績表現。談及真正的投資者關係時，他補充道：「我們大家聚集在一起，只為實現一個目標，那就是為我們的 LP 們持續穩定地創造佳績。」

迄今為止，豐泰地產的確做到了。不管未來會聚積怎樣的暴風雲，目前為止，投資者對公司的投資業績還相當滿意，並不斷出資支持它。對朱惠德和李啟耀而言，這才是最重要的。

豐泰地產投資有限公司

成立時間：2002 年

總部所在地：香港

其他辦事處：東京、臺北、新加坡

主要人員：創始成員朱惠德和李啟耀；董事總經理 Joey Chiang

員工總數：65 名

資產管理額：41 億美元

創立以來所募集的權益：20 億美元

（豐泰地產投資翻譯）

© PEI 媒體有限公司版權所有。

事先未經 PEI 媒體有限公司或者內容所有人（若為協力廠商內容）的書面許可，不得複製、分發、傳播、展示、公佈或播放本網站所載內容，不得更改或刪除內容副本上的任何商標、版權標識或其他通知。本網站所載數據可以下載（一份機讀副本和一份打印副本），但僅供個人使用，不得用於商業目的。