

财富管理行业专题

黑石集团：另类投资领头羊

超配

核心观点

黑石集团 (Blackstone Group) 是一家全球领先的另类投资公司。从一家名不见经传的小公司发展成为至今市值超过 700 亿美元、业务丰富多元的另类投资机构，黑石集团代表全球最顶尖的机构投资者和个人投资者进行投资，主要客户包括主权财富基金、保险公司和公共养老基金等。黑石集团于 2007 年在纽交所上市，成为管理资产规模最大的另类投资机构之一。

另类投资 (Alternative Investment) 是国际金融市场的重要力量。另类投资是股票和债券等投资工具以外的非主流投资工具的总称，通常包括房地产基金、证券化资产、对冲基金、私募股权基金、大宗商品、艺术品等。国际著名另类投资机构多成立于 20 世纪晚期，经历过多次经济、金融危机的洗礼，由处于边缘地位的另类机构，逐步发展成为向有需求的企业提供多元化金融服务的重要金融机构。

深耕四大板块，衍生创新业务。黑石集团创建于 1985 年，在私募股权及并购咨询业务的基础上逐步扩展，当前主要业务分为四大板块，每一个业务板块分别由数百名投资管理专家组成的投委会管理。目前黑石集团已形成私募股权基金、地产基金、信贷和保险投资平台、对冲基金组合投资平台四大业务线，每条业务线上又形成多个投资策略。2018 年以来，黑石集团新设立了生命科学投资团队和成长性股权投资团队，进一步完善公司的业务线，并支持公司的主题投资策略。

黑石集团以出众的投资业绩在全球建立了良好的口碑，主要原因包括三方面：一是注重发挥专业人才优势，保证投资业绩。公司从各个专业领域挖掘顶尖人才推动公司变革，并设立严格的投资委员会和风险管理机制防止不良业绩的产生。二是充分发挥规模效应，实现长足发展。金融危机中，公司凭借充足的可用资金，在信贷、房地产、私募股权投资、对冲基金等领域不断扩充业务类型，并充分发挥规模化优势，运用多元投资策略，平滑经济周期的波动。三是坚持善意收购，实现共赢局面。不同于其他收购者的强硬控制措施，公司更多采用循序渐进、友好协商方式，并关注长期业务改善所必需的各种变革。这种模式能够成就“三赢”局面，即使黑石集团、黑石集团的投资者以及资产本身从中受益。

风险提示：市场下跌对财富管理行业业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

投资建议：随着经济转型和我国居民财富管理需求增长，我国大财富管理行业空间广阔，优秀的财富管理机构大有可为。就券商而言，其离资本市场更近，具有资本市场人才优势和研究能力优势，建议关注在财富管理业务上具有特色的券商，包括中信证券、中金公司、东方财富、国联证券。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600030	中信证券	买入	20.02	2,807	1.82	2.08	11.00	9.63
601995	中金公司	买入	42.95	1,476	2.46	2.94	17.46	14.61
300059	东方财富	买入	23.09	3,026	0.92	1.16	25.10	19.91
601456	国联证券	买入	11.46	290	0.39	0.63	29.38	18.19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

非银金融

超配 · 维持评级

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanmiao@guosen.com.cn

S0980520040003

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

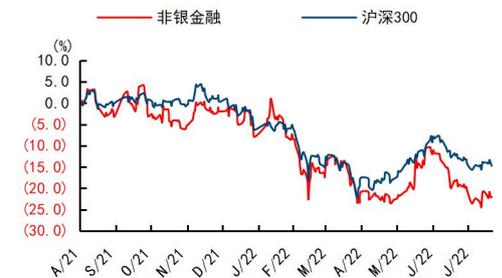
证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《保险股价复盘：经济恢复下的弹性标的》——2022-06-16

《财富管理行业专题-美国资本集团：以长期主义为信仰》——2022-06-13

《交易所行业 2022 年 6 月跟踪-ETF 互联互通将使交易量更平稳》——2022-06-08

《个人养老金专题-金融机构如何掘金个人养老金融市场》——2022-05-23

《公募基金《管理人办法》及其配套规则点评-推动多元开放，促进高质量发展》——2022-05-21

内容目录

公司概况	5
历史沿革：从小公司到全球另类投资巨头.....	5
业务布局：深耕四大板块，衍生创新业务.....	6
公司治理：从合伙制到公司制，人才推动变革.....	10
行业分析及同业比较	12
国际另类投资机构业务模式.....	12
国际另类投资机构投资模式.....	12
公司特色与核心竞争力	13
聚集顶尖人才，创造卓越业绩.....	14
运用多元投资策略，平滑周期波动.....	15
坚持善意收购，树立良好口碑.....	17
主要结论与投资建议	21
风险提示	22
免责声明	23

图表目录

图 1: 2021 年全球私募资产管理公司管理规模排名.....	5
图 2: 2021 年全球私募资产管理公司过去五年募资规模排名.....	5
图 3: 黑石集团业务板块构成.....	7
图 4: 2015-2021 年黑石集团营业收入及同比增速.....	8
图 5: 2015-2021 年黑石集团归母净利润及同比增速.....	8
图 6: 2015-2021 年黑石集团资产负债率.....	8
图 7: 2015-2021 年黑石集团净资产收益率.....	8
图 8: 2021 年黑石集团各板块产生收费管理资产规模.....	9
图 9: 2021 年黑石集团各业务板块资产规模.....	9
图 10: 2021 年黑石集团各业务板块资产管理规模占比.....	9
图 11: 2021 年黑石集团各业务板块收费资产管理规模占比.....	9
图 12: 2020 年黑石集团各业务板块储备资金.....	10
图 13: 2021 年黑石集团各业务板块储备资金.....	10
图 14: 2021 年黑石集团各业务板块永续资本.....	10
图 15: 黑石集团各业务板块年化管理费.....	10
图 16: 黑石集团组织结构.....	11
图 17: 黑石集团的核心竞争力.....	14
图 18: 黑石集团的良性循环.....	14
图 19: 黑石集团资产管理规模增长.....	14
图 20: 黑石集团各业务板块成立以来投资内部收益率.....	15
图 21: 黑石集团业务板块及创新.....	17
图 22: 黑石集团并购运输之星交易结构.....	18
图 23: 黑石集团竞价过程.....	19
图 24: 黑石集团收购 EOP 交易结构.....	20
图 25: 收购希尔顿全球酒店集团交易结构.....	21

表1: 黑石集团发展历史.....	6
表2: 黑石集团主要领导及职位.....	11
表3: 黑石集团各业务板块员工人数.....	11
表4: 黑石集团部分产品卓越业绩.....	15
表5: 黑石集团的多元投资策略.....	16
表6: 重点个股估值表.....	22

黑石集团（Blackstone Group）是一家全球领先的另类投资公司。从一家名不见经传的小公司发展成为至今市值超过 700 亿美元、业务丰富多元的上市资产管理公司，黑石集团代表全球最顶尖的机构投资者和个人投资者进行投资，主要客户包括主权财富基金、保险公司和公共养老基金等。黑石集团既是 20 世纪 80 年代后美国并购浪潮和金融创新的产物，也是创始人带领团队不断开拓创新的成果。

黑石集团以出众的投资业绩在全球建立了良好的口碑，主要原因包括三方面：一是注重发挥专业人才优势，保证投资业绩。公司从各个专业领域挖掘顶尖人才推动公司变革，并设立严格的投资委员会和风险管理机制防止不良业绩的产生。二是充分发挥规模效应，实现长足发展。金融危机中，公司凭借充足的可用资金，在信贷、房地产、私募股权投资、对冲基金等领域不断扩充业务类型，并充分发挥规模化优势，运用多元投资策略，平滑经济周期的波动。三是坚持善意收购，实现共赢局面。不同于其他收购者的强硬控制措施，公司更多采用循序渐进、友好协商方式，并专心关注长期业务改善所必需的各种变革。这种模式能够成就“三赢”局面，即帮助黑石、黑石的投资者以及资产本身从中受益。

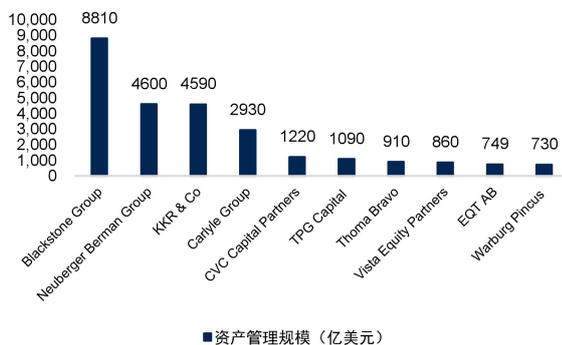
公司概况

历史沿革：从小公司到全球另类投资巨头

黑石集团创建于 1985 年，在私募股权及并购咨询业务的基础上逐步扩展，发展了对冲基金、房地产基金、另类信贷等业务模式。黑石集团的另类资产管理业务包括企业私募股权基金、房地产机会基金、对冲基金的基金、优先债务基金、私人对冲基金和封闭式共同基金等。黑石集团总部位于美国纽约，随着业务范围从美国拓展至欧洲及亚太地区，集团在亚特兰大、波士顿、芝加哥、达拉斯、洛杉矶、旧金山、伦敦、巴黎、孟买、中国香港和东京都设置了办事处。黑石集团于 2007 年在纽交所上市，成为管理资产规模最大的另类投资机构之一。

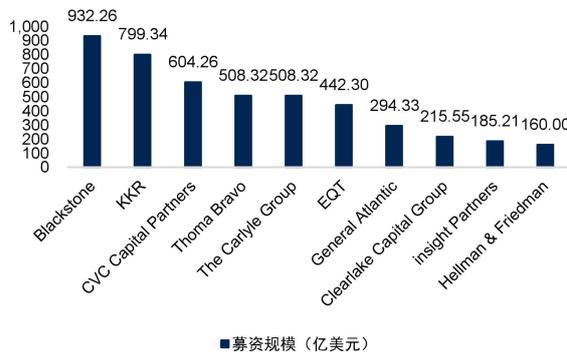
根据私募股权国际网站（Private Equity International）的排名，截至 2021 年末，黑石集团以 8810 亿美元的总资产管理规模，在全球私募资产管理公司中位列第一位；从过去五年的募资规模来看，黑石集团仍然以 932.38 亿美元位居行业第一。

图1：2021 年全球私募资产管理公司管理规模排名



资料来源：PEI、国信证券经济研究所整理

图2：2021 年全球私募资产管理公司过去五年募资规模排名



资料来源：PEI、国信证券经济研究所整理

1985 年，当时同为雷曼兄弟员工的施瓦茨曼（Stephen A. Schwarzman）和彼得森（Peter G. Peterson）正式自立门户，以 40 万美元为启动资金，成立了黑石集团，“黑石”一词源于两位创始人对祖籍的纪念：他们两人的姓氏中分别嵌着

德文的“黑色”和希腊文的“石头”。从1986年4月起，黑石集团的并购业务开始飞速发展。1988年，黑石集团招募了3名资深高级合伙人，并成立了主要从事抵押证券和其他固定收益证券的公司——黑石财务管理集团，黑石集团持股50%。1990年，黑石集团为了丰富业务种类，聘请高端投资家提升合伙人的整体实力。1992年，施瓦茨曼逐渐获得黑石集团的主要控制权，而彼得森逐步退居幕后，两人协议后决定让彼得森出让更多股份给新加盟的合伙人，并成立房地产投资部门，房地产投资团队与黑石集团各占股50%。1993年，黑石财务管理集团的管理资产达到230亿美元，更名为贝莱德资产管理公司(BlackRock)，并以2.4亿美元的价格卖给匹兹堡国家银行集团，获得8000万美元现金及6年3000万美元的分红。2002年，黑石集团将业务中心由杠杆收购转向次级债。2007年，黑石集团在纽交所上市，2010年成为世界上最大的上市资产管理公司。

表1：黑石集团发展历史

时间	事件
1985年	施瓦茨曼(Stephen A. Schwarzman)和彼得森(Peter G. Peterson)创立黑石集团
1986年	黑石集团通过完成施贵宝比奇纳特公司(Squibb Beech-Nut Corporation)的项目赚得第一桶金:5亿美元
1988年	黑石集团招募了3名资深高级合伙人，并成立了黑石财务管理集团
1990年	黑石集团为了丰富业务种类，聘请高端投资家提升合伙人的整体实力
1992年	施瓦茨曼逐渐获得黑石集团的主要控制权，而彼得森逐步退居幕后，彼得森出让更多股份给新加盟的合伙人；组建房地产投资团队
1993年	黑石集团发起一笔13亿美元的收购基金，让黑石集团成为仅次于KKR、福斯特曼·利特尔公司的收购集团
1994年	黑石财务管理集团的管理资产达到230亿美元，并更名为贝莱德资产管理公司(BlackRock)，并以2.4亿美元的价格卖给匹兹堡国家银行集团获得8000万美元现金及6年来3000万美元的分红
1997年	黑石集团完成第三只投资基金的募集，金额达到40亿美元，成为仅次于KKR的第二大私募股权基金
2001年	9·11事件后，黑石集团与其他四家私募公司合资成立了再保险公司轴心资本
2002年	黑石集团将业务中心由杠杆收购转向次级债，第一波士顿银行投资银行和另类资产部门负责人托尼·詹姆斯成为施瓦茨曼的接班人，黑石集团完成转型
2007年	黑石集团上市
2008年	黑石收购了拥有100亿美元资产管理规模、擅长杠杆信贷业务的GSO资本公司(GSO Capital Partners, GSO)
2010年	在中国设立以人民币计价基金投资中国市场，并拓展对印度、韩国等新兴市场的投资，与上海市政府下属投资公司共同成立50亿人民币规模的基金，用于地产投资。
2012年	创建了物流业务公司Logicor
2013年	收购瑞士信贷集团(CS)旗下名为战略合作伙伴(Strategic Partners)的私募股权公司
2015年	拆分旗下金融咨询业务、重组业务及PakH基金2015募集顾问业务，并将其并入独立公司PJT Partners, 该公司由保罗陶布曼(Paul J. Taubman)掌舵
2020年	黑石集团收购基因族谱网站Ancestry，交易金额高达47亿美元
2021年	黑石集团以11亿美元收购广东富力集团70%的股权，且以13亿美元从“中国泛海集团控股”收购“美国国际数据集团公司IDG”
2022年	澳大利亚皇冠度假酒店集团(Crown Resorts)表示，已同意黑石集团(Blackstone)89亿澳元(合63亿美元)的收购提议

资料来源：《资本之王：全球私募之王黑石集团成长史》、公司官网、国信证券经济研究所整理

业务布局：深耕四大板块，衍生创新业务

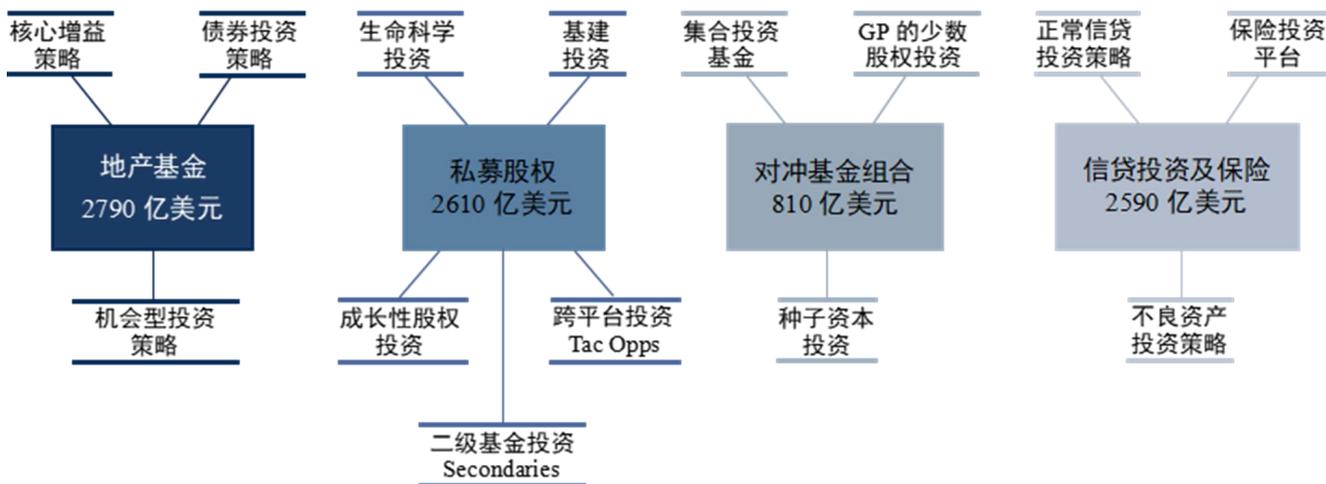
黑石集团发展至今，主要业务分为四大板块，每一个业务板块分别由数百名投资管理专家组成的投委会管理。目前已形成私募股权基金、地产基金、信贷和保险投资平台、对冲基金组合投资平台四大业务线，每条业务线上又形成多个投资策略。

- 一是房地产板块(Real Estate)，由数百位投资专家管理2790亿美元的资产，包括一系列全球、欧洲、亚洲的房地产基金、一些房地产债务投资工具、在纳斯达克公开交易的房地产投资信托(BXMT)等。黑石的房地产部门成立于1991年，投资主要分为三种策略，第一种是投资地理位置优越，但是由于经营不佳或者时机还未成熟导致还有升值空间的地产；第二种是投资已经成熟的，能产生稳定现金流的高质量地产；第三种是负责美国和欧洲的商业地产、住房地产等的债务投资。分别对应了三种不同的基金分类：机会型投资策略(Opportunistic)，核心增益策略(Core+)和债权投资策略(Debt)。
- 二是私募股权板块(Private Equity)，管理2610亿美元的资产，包含公司

私募股权基金、跨平台投资、为高净值客户服务的多元资产投资平台（BTAS）业务、资本市场服务业务等。黑石的私募股权部门由传统的公司股权投资团队、二级基金（S基金）投资团队、跨平台投资团队、基建投资团队和生命科学投资团队几部分组成。

- 三是对冲基金（Hedge Fund Solutions），管理 810 亿美元的资产，该板块主要是指黑石另类资产管理公司，包括管理各类混合及定制的对冲基金的基金、培育新对冲基金人才或投资于特殊机会的投资平台等。
- 四是信贷和保险（Credit+Insurance）板块，管理 2590 亿美元的资产，主要包括高级信贷基金、不良债务基金、夹层基金等。

图3：黑石集团业务板块构成

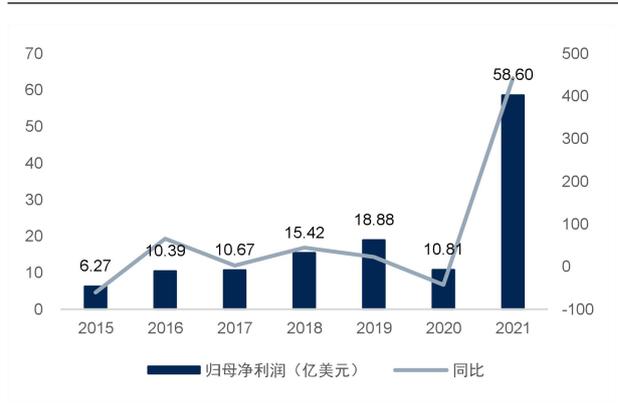


资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

从 2015 年至 2021 年，黑石集团的营业收入从 46.47 亿美元增长至 225.77 亿美元，归母净利润从 6.27 亿美元增长至 58.60 亿美元。2021 年，黑石集团 ROE 达到近年来的峰值 72.88%。黑石集团的收入来自根据与基金、基金投资者和基金组合的合同安排所赚取的费用（包括管理费、交易费和监控费用），还包括资本市场的其他服务费。黑石集团也投资于自己管理的基金，按比例分享基金的业绩。除此之外，若投资回报达到预设目标，黑石集团还可获得额外的收入分配。

图4：2015-2021 年黑石集团营业收入及同比增速

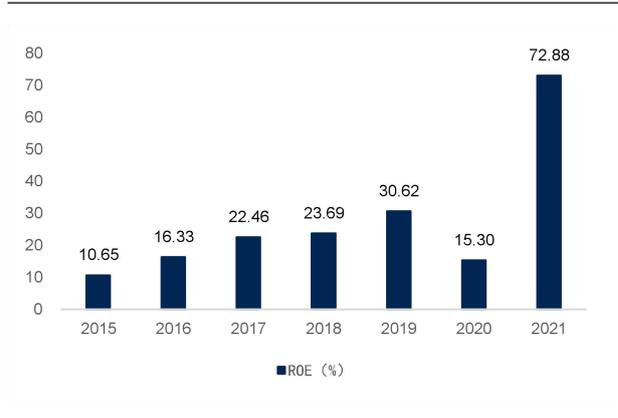

资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

图5：2015-2021 年黑石集团归母净利润及同比增速


资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

图6：2015-2021 年黑石集团资产负债率

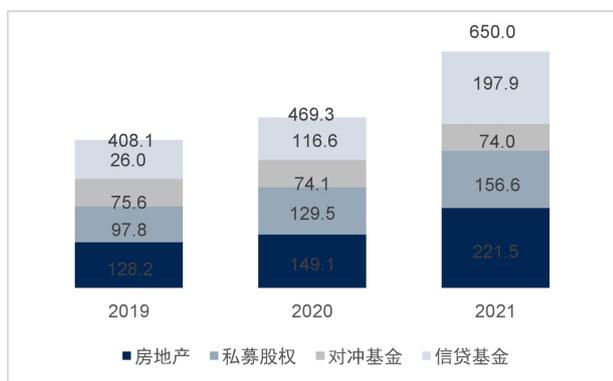

资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

图7：2015-2021 年黑石集团净资产收益率


资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

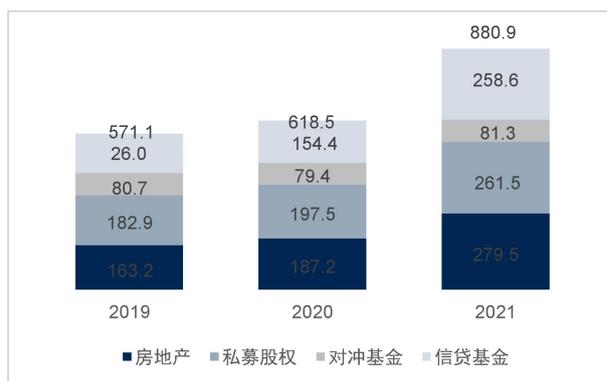
收费管理资产是指黑石集团管理的可获得管理费及业绩提成费的资产。从2021年收费管理资产规模来看，房地产板块贡献了最大比例，占比为34%，信贷基金、私募股权、对冲基金占比分别为30%、24%、11%；从总的资产管理规模来看，房地产规模最大，为2795亿美元，私募股权和信贷业务规模差别不大，分别为2615亿美元、2586亿美元。

图8：2021年黑石集团各板块产生收费管理资产规模



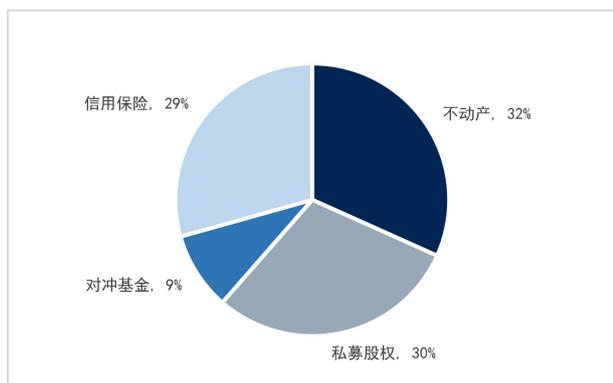
资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理（单位：十亿美元）

图9：2021年黑石集团各业务板块资产规模



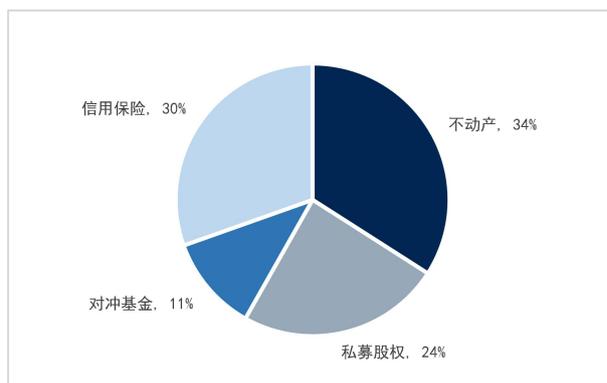
资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理（单位：十亿美元）

图10：2021年黑石集团各业务板块资产管理规模占比



资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

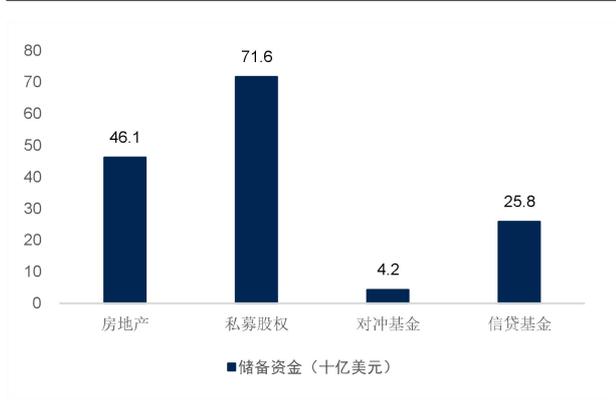
图11：2021年黑石集团各业务板块收费资产管理规模占比



资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

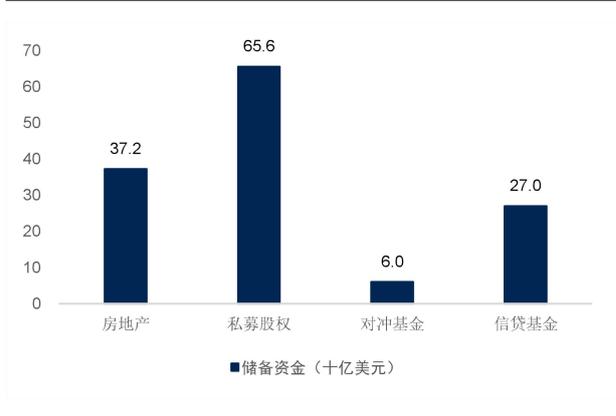
储备资金指的是可用于投资或再投资的资金数额，是未来投资可用资本的指标。从各个业务板块来看，2021年，私募股权储备资金最多，为656亿美元，其次为房地产、信贷、对冲基金，分别为372亿美元、270亿美元、60亿美元。

图 12: 2020 年黑石集团各业务板块储备资金



资料来源: 黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

图 13: 2021 年黑石集团各业务板块储备资金



资料来源: 黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

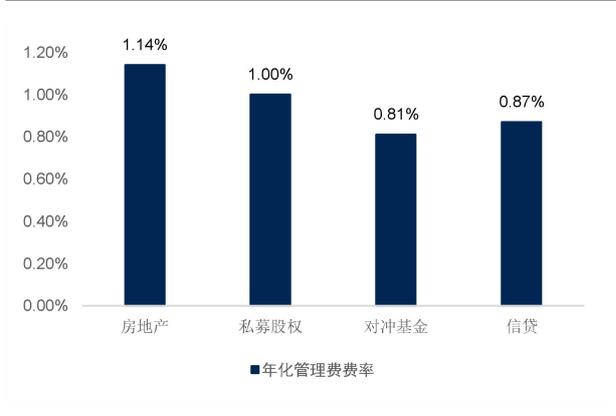
增加对优质资产的长期持有, 保证收入的稳定性。黑石正在经历的一个重要的战略转型。地产部门在保持原有的购买一个资产改善其经营、并最后在合适的时机出售的方式的同时, 逐渐增加了对优质资产的长期持有, 从中获得高质量的现金流, 也就是增加永续资本。黑石通过抵押贷款信托(Blackstone Mortgage Trust, BXMT)等 13 个投资载体发展无赎回期限限制的永续资本拉长资产久期。截止 2021 年末, 黑石集团永续资本达到 3133 亿美元。房地产部门有最高的永续资本比例, 这可以为集团带来更高的绩效费收益。此外, 相较于其他部门, 房地产部门有着最高的年化管理费率。

图 14: 2021 年黑石集团各业务板块永续资本



资料来源: 黑石集团年报、国信证券经济研究所整理 (单位: 十亿美元)

图 15: 黑石集团各业务板块年化管理费率



资料来源: 黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

公司治理: 从合伙制到公司制, 人才推动变革

挖掘专业领域的顶尖人才, 推动公司变革。在黑石集团成立之初, 彼得森出任总裁, 施瓦茨曼担任首席执行官。黑石集团采用类似合资企业的全新商业模式, 吸纳合伙人成立分支机构, 分支机构可以在黑石集团旗下运营。

2018 年 2 月, 黑石原地产部门负责人 Jonathan Gary 接替 Tony James 出任集团首席运营官和总裁。在 Jonathan Gary 之前, 前任总裁兼首席运营官 Tony James 曾领导了公司的 IPO 上市及咨询业务的分拆, 通过收购对冲基金 GSO 和 Strategic Partners、成立跨平台投资团队 (Tactical Opportunities)、核心型私募股权

投资团队（Core Private Equity）以及基建投资团队（Infrastructure）等，不断完善黑石的业务线，推动投资策略的多元化发展，并通过设立保险服务平台和零售部门推动另类投资的发展。此外，黑石从科技成长型投资基金美国泛大西洋投资集团（General Atlantic）挖来资深管理者 Jon Korngold，并从亚马逊等科技公司挖来了一批科技型员工。2020 年 11 月，黑石集团从软件公司 SAP (System Applications and Products) 挖来其联合首席执行官 Jennifer Morgan，帮助黑石投资组合中的 200 多家公司进行数字化变革。

表2: 黑石集团主要领导及职位

姓名	职位
Stephen A. Schwarzman	董事长、首席执行官、联合创始人
Jonathan Gray	总裁、首席运营官
Michael Chae	首席财务官
John G. Finley	首席法务官
Christine Anderson	企业事务全球负责人
Joseph Baratta*	私募股权全球负责人
Wayne Berman	政府事务全球负责人
David Blitzer	跨平台投资团队全球负责人
Martin Brand	私募股权北美负责人、技术投资全球联合负责人
Kenneth Caplan	地产全球联合负责人
Gilles Dellaert	黑石保险方案全球负责人
Joe Dowling	BAAM 全球负责人
Nicholas Galakatos	生命科学投资团队全球负责人
Sean Klimczak	基础设施全球负责人
Jon Korngold	技术投资全球联合负责人、黑石成长负责人
Kathleen McCarthy	地产全球联合负责人
Jennifer Morgan	投资组合营运全球负责人
Verdun Perry	战略合作伙伴全球负责人
Paige Ross	人力资源全球负责人
Vik Sawhney	首席行政官
Dwight Scott	信贷全球负责人
Joan Solotar	私人财富管理全球负责人
John Stecher	首席技术官

资料来源：黑石集团官网、国信证券经济研究所整理

黑石集团的员工是其诚信、专业和卓越文化的重要组成部分。截止到 2021 年 12 月 31 日，黑石集团共有 3795 位员工，其中包括 185 位高级董事总经理。

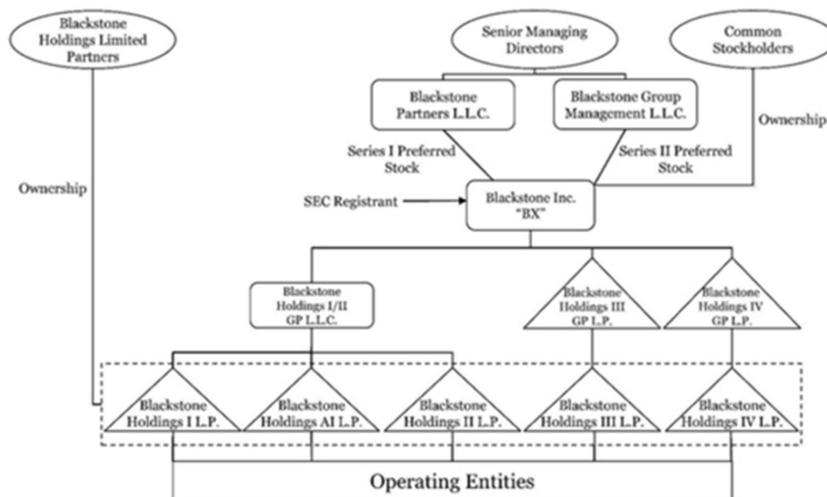
表3: 黑石集团各业务板块员工人数

业务板块	员工数量 (个)
房地产	720
私募股权	545
对冲基金	265
信贷+保险	480

资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

从合伙制转为公司制，投资策略随之改变。2019 年，黑石宣布放弃合伙制，转为公司制，与此同时，黑石的投资策略也有所转变，从以往的追求被低估资产的超额收益转向追求有较高确定性的高增长资产，并开始关注以往较少涉足的科技板块，在全公司范围内推行“生命科学”、“可持续发展”、“最后一公里物流”、“数字化”和“内容制作”几大主题投资策略。新策略下，黑石明确有几类资产无论多便宜都不会购买，包括实体零售商、传统的传媒电信产业以及单一用途的塑料制品等。在此基础上，黑石还努力通过公司内部交叉协作来发挥协同作用。

图 16: 黑石集团组织结构



资料来源：黑石集团年报、国信证券经济研究所整理

行业分析及同业比较

国际另类投资机构业务模式

另类投资 (Alternative Investment) 是国际金融市场的重要力量。另类投资是股票和债券等投资工具以外的非主流投资工具的总称，通常包括房地产基金、证券化资产、对冲基金、私募股权基金、大宗商品、艺术品等，此外也包括欧美传统市场和新兴市场的股票和债券。国际著名另类投资机构多成立于 20 世纪晚期，经历过多次经济、金融危机的洗礼，由处于边缘地位的机构，逐步发展成为向有需求的企业提供多元化金融服务的重要机构。

另类投资机构投资模式各具特色。国际另类投资机构的业务范围通常包括特殊机遇投资、机会信贷、困境债券、杠杆收购、抵押融资、夹层融资、过桥贷款、REITs、高级贷款、次级债务、DIP 融资 (Debtor-in-Possession Financing, 美国企业在财务困境时期可以选择的一种特别融资方式)、高收益债、可转换证券、私募股权、对冲基金、投资咨询等。例如，黑石集团善于进行私募股权杠杆收购；KKR (Kohlberg Kravis Roberts) 擅长发行垃圾债进行管理层杠杆收购，即所谓的“门口的野蛮人”；橡树资本 (Oaktree Capital Management) 很少直接接触实体企业，而是擅长在资本市场进行机会投资。

国际另类投资机构投资模式

国际另类投资机构的主要业务划分为若干板块，其中，房地产及另类信贷是两大极为重要的板块，另类信贷板块在资产管理规模上通常占据较大比例。

● 不良资产投资模式

国际另类投资机构通过在不良资产领域深入而广泛的介入，不断拓展不良资产的内涵和外延，不断开发不良资产投资的方式方法，进而实现深入企业资产负债表各个方面、横跨企业资本结构各个层面的资产多元化配置，创造和提升企业价值。国际另类投资机构的不良资产投资模式通常包括困境投资、(单个事件引发的) 特殊机遇投资、能源特殊机遇投资、机会信贷等。此外，各另类投资机构通常拥

有不同业务模式：黑石集团及橡树资本擅长进行特殊机遇房地产投资、能源特殊机遇投资及困境投资等；阿波罗(Apollo investment)、凯雷集团(CARLYLE GROUP)、擅长机会信贷；KKR 擅长进行由单一事件引发的特殊机遇投资。

黑石集团从最开始的银行不良贷款收购逐渐扩大到杠杆收购企业资产，再到不良证券投资，并在 2003 年进入不良债权领域。黑石集团在不良房地产领域的投资融合了夹层债权投资、资产重组、遗留债权投资、上市股权及债券投资、优先股投资、救援融资，以及抵押贷款收购，并设立房地产特殊机遇投资基金在公开市场和私人市场进行全球范围的非控制型债权收购和股权投资。

● 房地产投资模式

国际另类投资机构在房地产投资领域的常用手段包括杠杆收购、持有经营、夹层融资、不良债权控制型收购、资产重新定位、非控制型股权 / 债权投资等。另类机构往往采取不同的投资手段：黑石集团擅长进行杠杆收购及持有经营等；阿波罗擅长夹层融资、不良债权控制型收购等；凯雷集团擅长进行资产重新定位及非控制型股权投资；KKR 擅长单一事件引致的房地产特殊机遇投资；橡树资本专注于在资本市场上进行商业地产抵押贷款支持证券投资等。

● 另类信贷投资模式

国际另类投资机构另类信贷手段通常包括高级贷款、次级债务、中间市场直接借贷、结构性信贷、高收益债、DIP 融资、过桥融资等。国际另类投资机构在另类信贷领域的手段既有共性也有各自的特色：黑石集团、阿波罗、橡树资本都擅长进行高级信贷（即优先级贷款）；阿波罗、凯雷集团都擅长进行结构性信贷；阿波罗、KKR、橡树资本都投资高收益债。此外，黑石集团还发放次级债务以及进行中间市场直接借贷；阿波罗还有 DIP 融资、过桥融资、非流动性特殊机遇投资等业务；KKR 还有循环信贷业务；橡树资本还擅长在资本市场上进行可转换证券业务。

黑石集团于 2008 年收购了擅长杠杆信贷业务的 GSO 资本公司，并将不良证券对冲基金整合到该平台，建立了黑石 GSO，成为全球最大的另类信贷平台之一。产品包括夹层基金、不良资产基金、多策略信贷对冲基金、贷款抵押证券和其他为客户量身定制的产品，向需要流动性或资产负债表需要重组的企业提供救援融资，收购陷入困境的企业资产和因市场错配被错误定价的正常债权。

公司特色与核心竞争力

黑石集团的特色和核心竞争力来自六个方面：一是重视专业性，通过挖掘各个专业领域的顶尖人才来推动公司变革；二是设立严格的投资管理委员会保证业绩的收益；三是通过不断扩充业务类型，形成全球最大的业务规模，发挥规模效应；四是通过协同整合，拥有全球视野；五是坚持坚持创造的理念，实现共赢局面；六是永不止步的企业精神，支撑着黑石度过市场起伏，成为行业领头羊。

图17: 黑石集团的核心竞争力



资料来源：黑石集团 2018 年投资者日会议、国信证券经济研究所整理

聚集顶尖人才，创造卓越业绩

黑石集团聚集了一批志同道合的优秀人才，通过不断进行业务拓展和创新，为黑石集团创造了卓越业绩，优秀的业绩也给了投资者信心，从而导致黑石集团的管理规模不断扩张，形成良性循环。黑石集团的资产管理规模从 2007 年刚上市时的 880 亿美元增长到 2021 年末的 8810 亿美元，14 年时间扩张了 10 倍。

黑石集团的招聘流程十分严格，要确保能找到最合适的人才。在黑石集团的招聘中，录取率只有 0.6%。而一旦进入黑石集团，为集团效力时间都很长。因此，黑石集团组成了一支经验丰富的领导团队，在黑石集团的管理层中，管理委员会平均任职时间是 18 年，高级管理人员的平均任职时间是 10 年。

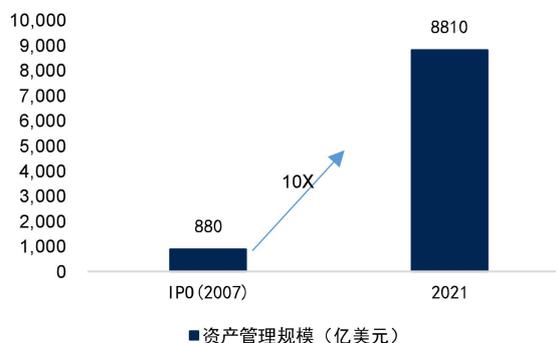
黑石的投资组合运营团队由 100 多位专家组成，涵盖各个专业领域，从可持续发展能力到企业能源利用，应有尽有。此外，团队还包括专门与企业高管协作的管理专家们，他们的职责是做好领导力和战略规划。

图18: 黑石集团的良性循环



资料来源：黑石集团 2018 投资者日会议、国信证券经济研究所整理

图19: 黑石集团资产管理规模增长



资料来源：黑石集团 2018 投资者日会议、国信证券经济研究所整理

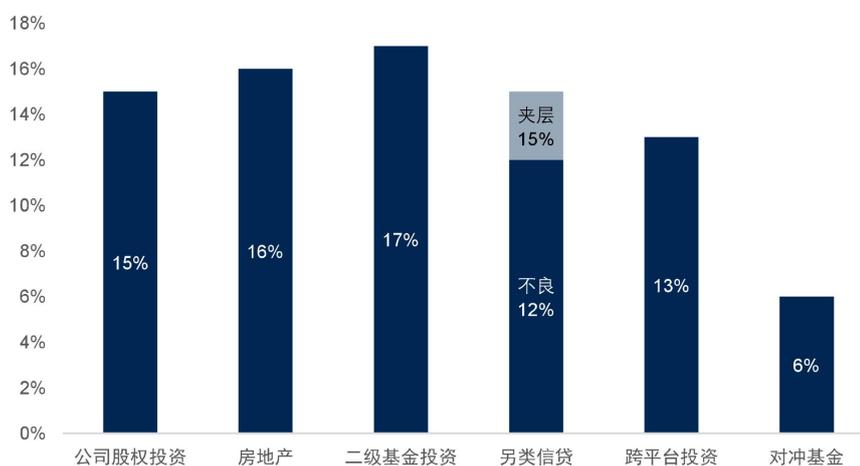
黑石集团追求卓越、保持开放，偏爱“不时髦”的产业。黑石集团的投资清单覆

盖了众多不够时髦的产业，包括有线电视、乡村蜂窝电话、炼油、汽车零件、芯片、房地产、酒店、旅游、博彩、医院和食品等行业。黑石集团的投资一直以来都有很强的主题性，一方面同时收购大量同领域的公司，有助于创造这些公司之间的协同效应；另一方面也可以帮助黑石强化在某一领域内人才和专业知识的积累。

黑石集团坚持的投资模式非常简单，即购入公司、房地产或者其他资产之后，在拥有它们的同时不断巩固，然后出售它们。黑石集团在房地产领域的经营秘诀是“购入、修整、出售”（Buy it, Fix it, Sell it），这一原则同样适用于黑石在其他众多领域的投资策略。只要操作得当，这些企业或者资产价值会得到提升，黑石就能在出售它们时获得盈利，最终为黑石的投资者带来丰厚的回报。

自黑石集团成立以来，各个板块都保持较高的净收益率，都高于对应的基准指数。从2006年至2020年，在另类投资领域中，有6年私募股权基金的收益率排名第一，有5年风险投资基金的收益率排名第一，有3年私募地产基金的收益率排名第一，有1年优先级贷款投资策略的收益率排名第一。

图20：黑石集团各业务板块成立以来投资内部收益率



资料来源：黑石集团 2018 投资者日会议、国信证券经济研究所整理

表4：黑石集团部分产品卓越业绩

黑石策略 VS 相关指数	成立时间	自成立以来净收益
房地产	1991	16%
美国房地产投资信托人理事会基金指数		7%
公司型股权投资	1987	15%
标普 500		9%
夹层贷款融资	2007	15%
CS 高收益		8%
88 对冲基金	2000	6%
对冲基金指数		3%

资料来源：2018 黑石集团投资者日会议、国信证券经济研究所整理

运用多元投资策略，平滑周期波动

黑石能充分发挥规模化优势，运用多元投资策略，平滑经济周期的波动。以私募股权基金起家的黑石，早在上世纪 90 年代，就已开始努力推动投资策略的多元化，

目前已形成私募股权基金、地产基金、信贷和保险投资平台、对冲基金组合投资平台四大业务线，每条业务线上又形成多个投资策略，公司正努力通过业务线和投资策略的多元化来扩大管理资产规模、平滑周期波动风险；2018年以来，黑石又新设立了生命科学投资团队和成长性股权投资团队，以进一步完善公司的业务线，并支持公司的主题投资策略。

表5：黑石集团的多元投资策略

部门	业务创新模式
私募股权部门	<p>股权投资团队（Corporate Private Equity）：2014年黑石在传统的机会型投资策略之外设立了奉行核心增益策略的私募股权投资平台，并于2016年完成了第一代核心型私募股权基金（BCEP）的募集，2020年10月完成了第二代BCEP的募集，共获得承诺资本80亿美元。</p> <p>二级市场投资团队（Secondaries, S基金）：2013年黑石通过收购Strategic Partners获得的策略线。S基金团队具体产品线包括私募股权领域的二级市场及基金跟投，基建领域的二级市场及基金跟投，地产领域的二级市场及基金跟投，以及影响力投资（主要跟投于医疗健康、金融、可持续发展、绿色四个主题下的基金项目）。</p> <p>跨平台投资团队（Tactical Opportunities）：黑石的特色投资策略，它可在全公司范围内把握投资机会，所投项目不受资产类别、行业、风险程度、地域等的限制，奉行全品类的灵活配置策略。</p> <p>基建投资团队（Infrastructure）：聚焦于交通、有管制的公用设施、中游能源设施、可再生能源设施、电信和社会基础设施等领域的核心或核心增益资产，奉行买入并持有策略。</p> <p>生命科学投资团队（Life Sciences, BXLS）：2018年黑石收购了知名生命科学领域投资公司Clarus，以此为基础成立该团队，并成功募集了一只总额46亿美元的生命科学基金，该基金投资于药品和生命科技的后期实验。</p> <p>成长性股权投资团队（Growth Equity, BXG）：2019年黑石成立，该主要投资商业模式已经获得证明的成长性公司，并聚焦于消费、企业服务、金融服务、健康四大领域。</p> <p>奉行机会型投资策略BREP系列基金：是黑石地产部门的明星基金，该系列基金按投资区域可分为全球基金、欧洲基金和亚洲基金。</p>
房地产部门	<p>核心增益策略：是黑石近年来新推出的投资策略，具体包括BPP和BREIT两个投资平台。其中，BPP是一个开放式的核心增益投资平台，BREIT则是一个非交易型的股权REIT。</p> <p>不动产债权投资平台（BREDS）：地产部门的重要组成部分，由多个子平台构成。其中，BREDS系列基金又可细分为投资于夹层贷款的机会型基金、投资于资产支持证券、杠杆化贷款等具有一定流动性不动产债权投资基金。</p>
信贷部门	<p>致力于为投资人提供全球化的CLO投资平台，为规模化企业提供贷款、高收益债、投资级债及其系统性解决方案，为中小企业提供优先级的浮动利率抵押贷款，为杠杆并购、收购、重组以及成长性企业提供夹层贷款，为困境企业提供救援性的贷款，为能源企业提供相关债务融资方案。它不仅独立开展业务，还和其他部门开展多种形式的合作，共同完成投资。</p>
对冲基金部门	<p>为机构投资者提供定制化的对冲基金组合投资方案，为个人投资者提供注册的、具有流动性的开放式或封闭式对冲基金组合投资产品，有时候该部门也会直接投资于一些在工作中发现的特殊投资机会，为新兴的对冲基金经理提供种子资本，并投资于其他成熟的另类投资管理（包括非对冲基金管理人）的少数股权。</p>

资料来源：《资本之王：全球私募之王黑石集团成长史》、国信证券经济研究所整理

黑石集团通过一些资产管理的方法，来聚焦资产价值的提升。一是租赁，通过各种业态的组合来提升租赁的收入；二是战略性的资本投入，这个资本投入不仅仅是对房地产外部的改造，并且还通过各类增值手段来提升房地产的质量；三是战略性处置收购，主要是处置资产包里的非核心资产、经营增长慢的企业，通过并购的方法来加入优质、增长快的资产；四是资产层面的费用控制；五是在公司层面减少运营费用；六是提升和改善资本结构，把期限短、成本高的债换成期限长、成本相对较低的债，从而提高项目整体的收益率。

图21：黑石集团业务板块及创新



资料来源：2018 Blackstone Investor Day，国信证券经济研究所整理

坚持善意收购，树立良好口碑

在 20 世纪 80 年代，有很多的杠杆收购都属于恶意收购，恶意收购有时可能会导致被收购企业背负过高的债务、管理层被替换、公司部分资产被剥离等结果。黑石集团自成立以来，坚持善意收购，通过与管理团队合作提升业绩；创立投资运营集团（Portfolio Operation Group），为所投资公司提供支持，改善其运营业绩，实现价值最大化。

黑石集团擅长大型、复杂的交易模式，投资团队专业化能力强。不同于其他收购者的强硬控制措施，黑石集团更多采用循序渐进、友好协商方式。黑石投资的企业可以关注长期业务改善所必需的各种变革。这种模式能够成就“三赢”的局面，即帮助黑石、黑石的投资者以及资产本身从中受益。

以下三个经典并购案例说明了黑石集团的这些特点：财务投资运输之星树立其友好收购的行业口碑；竞购办公物业投资信托公司并快速分拆剥离体现其强大的投资分析能力；杠杆收购希尔顿全球酒店凸显其价值发现及危机管理能力。

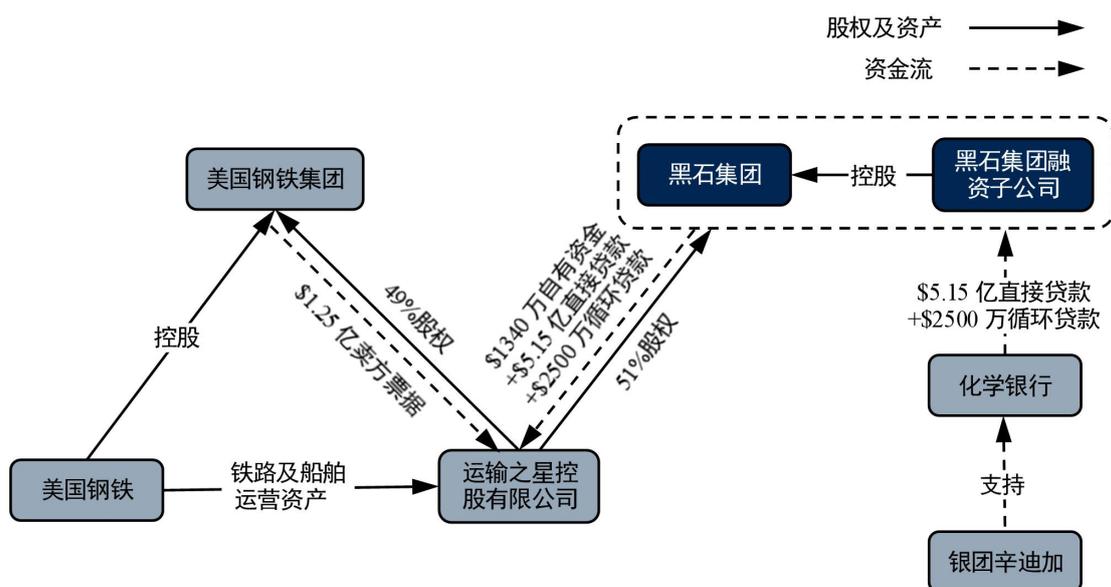
财务投资运输之星，树立“运营问题解决者”的口碑。1986 年，美国钢铁集团计划出售包括铁路和船舶运输业务在内的部分辅业资产，并寻求黑石帮助。出于钢铁行业对原材料运输的严重依赖，美国钢铁集团不希望完全丧失对其运输子公司的控制权，希望能够出售运输子公司超过 50% 股权给友好第三方，在不提高运输费用前提下提供足够资金以维持运输子公司正常运营。因此，合作焦点落在价格和公司治理两方面。

黑石集团通过三个步骤进行了杠杆化资产重组，使股权结构得以重新安排。第一步，建立融资子公司；第二步，建立并购同盟。化学银行（Chemical Bank）为黑石集团提供 5.15 亿美元贷款，承诺为此后的并购项目提供所有所需资金，并在此次并购贷款中首创循环贷款方式，即额外提供 2500 万美元资金，供黑石集团子公司随时提取。第三，实现杠杆收购。1989 年 12 月，美国钢铁集团和黑石集团共同组建运输之星控股有限公司（Transtar Holding L.P.）注入美国钢铁的铁路与船舶运营资产。黑石集团利用 1342 万美元自有资金获得运输之星 51% 的股权。美国钢铁集团获得超过 5 亿美元现金用于股票回购，并以债券形式提供给运输之

星 1.25 亿美元卖方票据作为融资帮助。美国钢铁集团以 49% 的股权继续在预算、融资和发展战略等方面享有和黑石集团平等的表决权。

从并购效果来看，并购初期，黑石集团获得付出成本的 4 倍现金流，为从事其他并购业务提供流动性支持；交易完成两年后，黑石集团收回将近投资额 4 倍的资金。1999 年，黑石集团将运输之星最后一部分股权出售给加拿大国家铁路公司，总收益是最初投资额的 26 倍，年均回报率达到 129.9%。

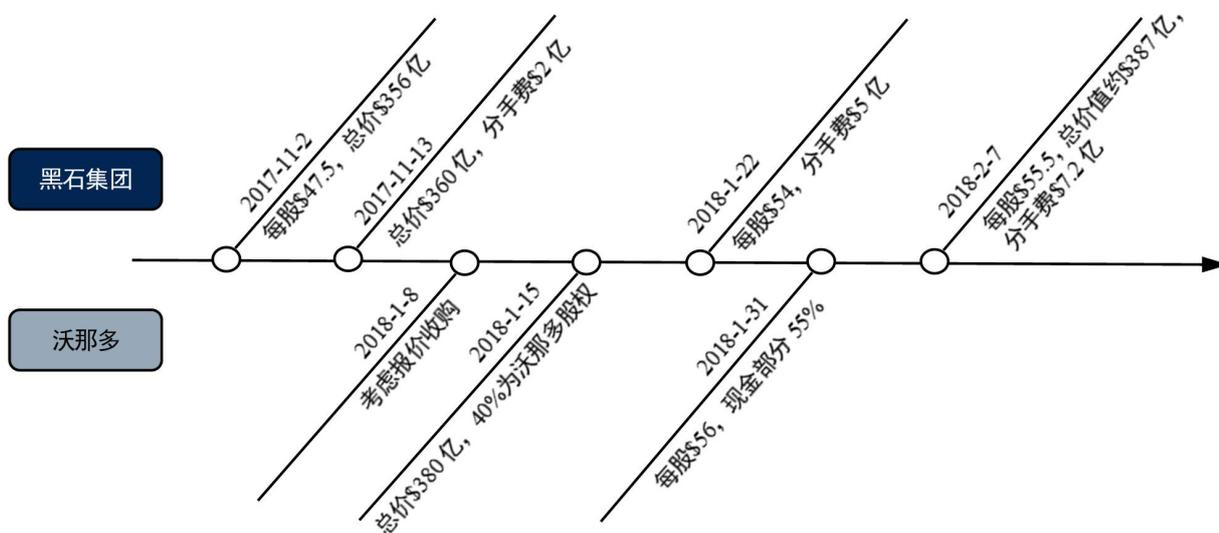
图 22: 黑石集团并购运输之星交易结构



资料来源：《资本之王：全球私募之王黑石集团成长史》国信证券经济研究所整理

公开竞购 EOP，分拆出售快速获益。 物业投资信托公司 (Equity Office Properties, EOP) 股价随 2005 年房地产价值走低而下降。黑石集团有意收购 EOP，另一家房地产公司沃那多 (Vornado Realty Trust) 也有此意，两家公司展开公开竞争。2007 年 2 月，经过多轮竞价及磋商，黑石集团最终以每股 55.5 美元，即总价 387 亿美元收购 EOP。

图23：黑石集团竞价过程

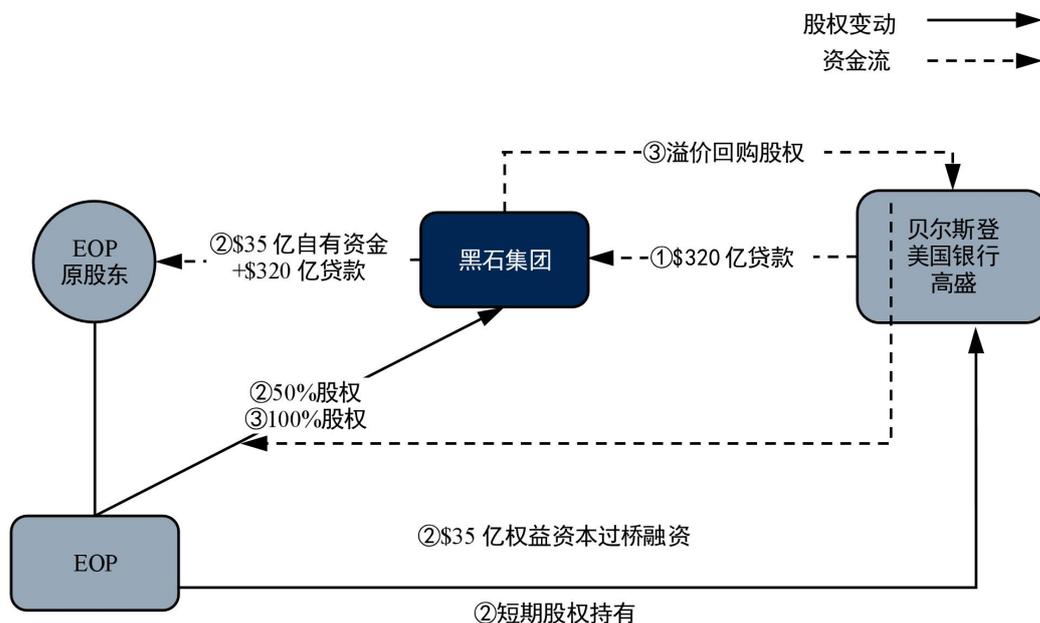


资料来源：《资本之王：全球私募之王黑石集团成长史》、国信证券经济研究所整理

黑石集团采用“整体收购”“分拆出售”方式快速回现。黑石集团采用杠杆收购模式，仅投入 35 亿美元自有资金，并购结束后 EOP 仍有 320 亿美元的负债融资和 35 亿美元权益资本过桥融资。收购初期，由于贝尔斯登、美国银行和高盛短期持有股权，仅享有 50% 股权；在出售 EOP 部分资产并偿还三家银行过桥融资贷款之后，实现 EOP 剩余资产的 100% 股权持有。EOP 很多地产位于非核心地带，导致公司总价值相对较低。收购一周内，黑石集团以 190 亿美元资产出售。2007 年 2-6 月，黑石集团分拆出售 EOP 获得 280 亿美元投资回报。

从处置结果来看，由于对短期获益的项目涉及的企业及行业进行了深入研究、对市场信息拥有较强敏感度，2007 年美国写字楼价格持续上涨、不动产市场回报率不断下降。EOP 部分房产于次贷危机前处置结束，黑石集团 35 亿美元股权投资增值 70 亿美元，资产价值快速提升。

图24：黑石集团收购 EOP 交易结构



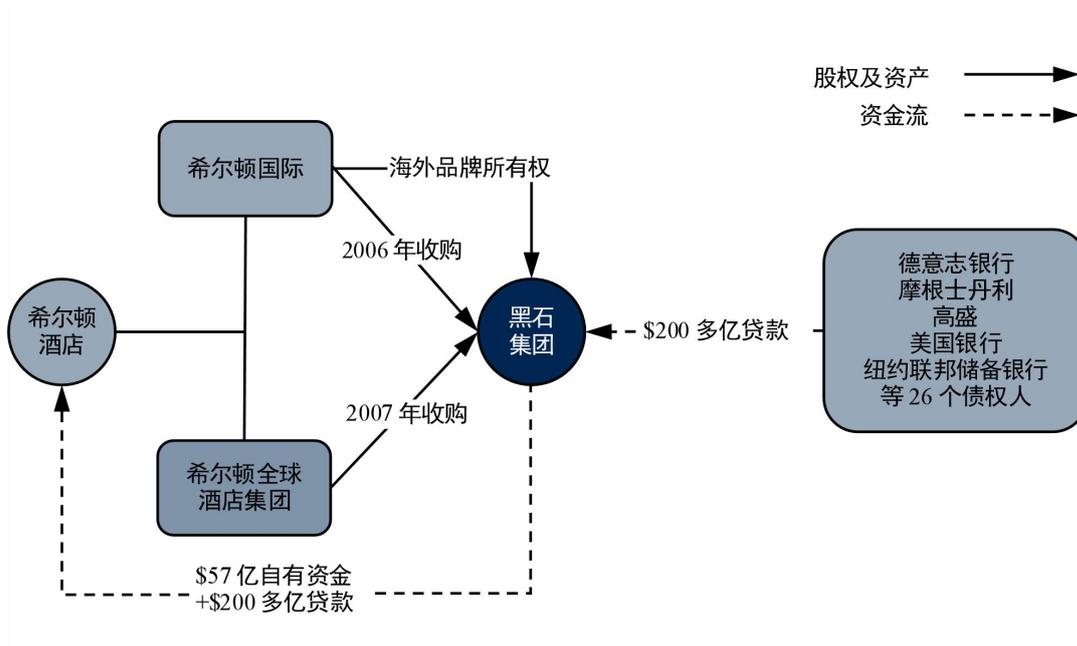
资料来源：《资本之王：全球私募之王黑石集团成长史》、国信证券经济研究所整理

杠杆收购希尔顿全球，获得超额回报。2007年，黑石集团发现希尔顿品牌酒店在美国国内价格较低，部分旗下品牌酒店尚未获得海外经营许可证，存在资本化运作和改善管理等方面的投资机会，具有较大价值提升空间。

2007年，黑石私募股权并购基金、房地产基金以及其他投资者投入57亿美元，申请了200多亿美元贷款，运用杠杆收购方式股权并购希尔顿全球酒店集团。在收购希尔顿全球的前一年，黑石收购了其关联公司——希尔顿国际，该公司持有希尔顿海外品牌所有权。投后不久，美国爆发次贷危机，信贷市场几乎冻结，杠杆收购债务无法重组，也无法通过资产证券化方式获得流动性。黑石集团采取管理重组及资本运营双重手段对希尔顿集团进行投后管理，成功跨越金融危机：包括及时更换管理层，积极实施改革方案；实施债务重组，降低负债水平；积极应对诉讼，正视行业竞争。

通过扩展特许经营权，降低运营成本，降低财务杠杆等方式，希尔顿全球经营和财务状况明显改善。2014-2018年，黑石集团分12次逐步清仓了希尔顿全球股票。据彭博报道，彻底退出投资后，黑石集团实现约140亿美元利润。

图25：收购希尔顿全球酒店集团交易结构



资料来源：《资本之王：全球私募之王黑石集团成长史》、国信证券经济研究所整理

主要结论与投资建议

另类投资是国际金融市场的重要力量，黑石集团作为全球领先的另类投资机构，其成功有迹可循。在业务发展壮大的过程中，黑石集团通过招募资深高级合伙人和投资家提升合伙人的整体实力，并从世界领先的其他公司挖掘优秀人才推动公司的业务变革。

随着公司从合伙制转为公司制，黑石集团的投资策略也随之改变。从以往的追求被低估资产的超额收益转向追求有较高确定性的高增长资产，并开始关注以往较少涉足的科技板块。在此基础上，黑石通过公司内部交叉协作来发挥协同作用。

黑石集团的特色和核心竞争力来自六个方面：一是重视专业性，通过挖掘各个专业领域的顶尖人才来推动公司变革；二是设立严格的投资管理委员会保证业绩的收益；三是通过不断扩充业务类型，形成全球最大的资产管理业务规模，发挥规模效应；四是通过协同整合，拥有全球视野；五是坚持坚持创造的理念，实现共赢局面；六是永不停步的企业精神，支撑着黑石度过市场起伏，成为行业领头羊。

随着经济转型和我国居民财富管理需求增长，我国大财富管理行业空间广阔，优秀的财富管理机构大有可为。就券商而言，其离资本市场更近，具有资本市场人才优势和研究能力优势，建议关注在财富管理业务上具有特色的券商，包括中信证券、中金公司、东方财富、国联证券。

表6: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS			PE
			(元)	(亿元)	2022E	2023E	2022E	2023E
600030	中信证券	买入	20.02	2,807	1.82	2.08	11.00	9.63
601995	中金公司	买入	42.95	1,476	2.46	2.94	17.46	14.61
300059	东方财富	买入	23.09	3,026	0.92	1.16	25.10	19.91
601456	国联证券	买入	11.46	290	0.39	0.63	29.38	18.19

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

市场下跌对财富管理公司业绩与估值修复带来不确定性; 金融监管趋严; 市场竞争加剧; 创新推进不及预期等。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032