

Pre-IPO项目繁华不再 PE界惊羡360倍回报早期投资案

□本报记者 郭力方

我们所投的项目去年有3家公司成功IPO，其中两个都是早期投资项目，这两个项目初始投资2500万元，按上市发行价创下90亿元的市值，IPO回报达360倍。”武汉化工创业投资有限公司董事长李娟在6月9日举行的第14届中国风险投资论坛上的一席话引起台下一阵骚动。在PE大佬们热衷的Pre-IPO PE基金投资于企业上市之前回报创下近2倍的新低时，投资于早期获得如此丰厚的回报，的确让人无法淡定。

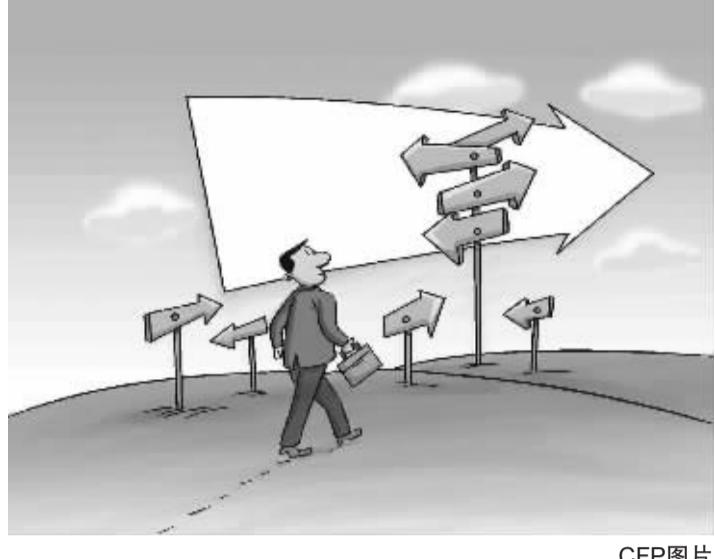
当下，PE行业不得不直面一个现实，即“行业走向理性，回归价值投资”时代的渐行渐近，投资“前端化”，挖掘早期项目成为PE投资的新风向标，而新兴产业将成为PE做早期投资，回归价值投资时代的优良“试验田”。

投资早期项目“风景这边独好”

当专注于Pre-IPO的PE大佬们专注于研究投资回报曲线图，找寻合适的时点突击入股即将IPO的时候，一批后来被证明极具投资价值的早期创业项目正在被眼光独特的PE机构精心培育着。如今，以IPO退出为关口，这些早期项目以超高回报率显示出自身的独特魅力，李娟麾下的华工创投便是其中典型代表。

据李娟介绍，华工创投自成立之初共投50个项目，其中90%都是早期项目，2011年华工创投所投的两个早期项目华中数控和天喻信息先后登陆创业板，均为其贡献了超20倍的账面退出回报率，而2011年PE全行业平均IPO账面退出回报率仅为7倍多。

事实上，尽享这“独好”风景的并非化工创投一家，华锐风电去年1月IPO以90元/股发行价，为其早期投资者新天域资本等贡献的退出回报率均超100倍。今年以来，这一现象仍在续



CFP图片

写。据清科研究中心最新统计数

据显示，2012年4月实现IPO的19家中国企业中，IPO退出账面回报最丰厚的是上海永宣和中国风险投资，“下注”10年的东江环保，分别为两家机构贡献66.18倍和80.09倍的账面回报，而同期VC/PE机构获得的平均账面回报倍数仅为2.76倍。

北极光创投董事总经理李立新表示，经过过去几年“一窝蜂”式的哄抢，优质项目资源日渐稀缺，行业市场“僧多粥少”的局面开始倒逼众多PE/VC不得不思考如何维持基金公司的长线竞争力，更多地发现早期项目的投资价值无疑将成为培养这种长线竞争力的着力点。

PE基金专业化脚步须“跟上”

众所周知，早期创业项目尽管出资价格低，但也同时存在风险大、投资回收周期长等显著弊端，这两处软肋也是众多PE面对早期项目不敢轻易出手的主因。此外，上述与会的众多PE人士还指出诸如与创业企业沟通不畅、创业团队人员素质参差不齐等因素让他们面对一些创业项目

时产生更多的不确定性。

对于华工创投的成功，一位中小PE人士将其归功于其背靠华中科技大学的雄厚技术研发实力，其一脉相承的运作体系能确保最新的研发技术迅速打开市场，这种优势绝大多数PE/VC都不具备。

对于背靠研发平台“好乘凉”的归因，有清华大学研发团队做后盾的深圳力合创投董事长嵇世山表示了认同，但他同时认为，这并非其专注于早期项目的唯一动力。“专业人才资源无论是有高校研发团队背景的PE与否都是必须解决的问题。”他说。

基金专业化也是与会PE人士普遍认同的未来趋势。李立新表示，打造PE长线竞争力的一个重要推手就要求PE机构走专业化道路，这种专业包括PE团队人才专业化和管理机制专业化。

九鼎投资合伙人赵忠义对PE基金专业化之路颇有感触。据他介绍，九鼎投资的专业化转型围绕三方面展开：行业专业化、区域专业化和投资流程专业化。行业专业化即要求每一个投资项目都具体到一个细分行业，而区

域专业化在于九鼎目前在全国30多个省市都建立了分部，在前期挖掘项目阶段要求公司人员到每个乡镇进行地毯式排查，从中发现“真金”。公司投资流程按前期找项目、项目尽职调查、评审等五段式展开。“项目调查环节对人才专业化要求高，我们就要求这个环节的每个项目组都跟踪一个细分行业。”赵忠义说，为了让项目组人员提高专业性，九鼎管理层甚至要求员工订阅各种行业专业期刊来学习研究。

事实上，PE投资向早期项目移动并非PE机构一己之力能完成，它需要投资方、创业企业和行业政策制定者形成合力。”浙江创投合伙人江波表示，PE机构专业化为的是练就一双慧眼能在鱼龙混杂的创投项目里找到真正的“真金”。

但对于创业者来说，他也需要让自己怀揣的创业梦想具备“三高”标准：一是高“天花板”；即项目所开创的产业市场容量足够大；二是高“竞争力”：核心产品技术含量足够高；三是高“想象空间”：

尽管目前无法量化项目未来的收益，但企业团队的凝聚力，产品订单可靠性以及商业模式创新能支撑起投资方足够的想象空间。

此外，与会PE人士还形成一个共识：即现在政府为鼓励创业而出台的诸如产业引导基金、税收后70%抵扣以及5%风险补贴等一系列政策扶持措施尽管已经比较具体，但似乎对创业者缺乏足够的吸引力，对于PE/VC机构来说，未来对于创业投资应该创设更宽松和实质的利好政策。

新兴产业将成 早期投资“试验田”

此次论坛上，当被问及“当前最适合布局早期项目投资的行业有哪些”时，几乎所有的PE高管的答案都在节能环保、新材料、新一代互联网技术和绿色农业等新兴产业领域。大家都有一个普遍

共识：即在政策强有力的扶持下，新兴产业技术创新不断推陈出新，这些都足以驱使PE/VC机构们趋之若鹜，新兴产业将成为PE做早期投资，回归价值投资时代的优良“试验田”。

里昂证券清洁资源中国基金总裁周志科对中国证券报记者表示，政府将七大战略新兴产业定位为未来支撑国民经济发展的支柱和先导产业，并提出到2015年其产业增加值占国内生产总值的比重要从目前的3%上升至8%左右，到2020年要达到15%左右。这意味着未来5到10年内将有数万亿的市场要释放，其中的机遇不言而喻。

新兴产业很多细分领域都处于初创期，国内外研发水平处于同一梯度，因此每一个新技术的诞生无疑都将具有划时代的意义。而且，一些专注于新兴产业领域的创业企业很多都是海归派，在国外已经积累起很深的创业团队意识，而这也容易支撑其走出传统产业的桎梏，进行商业模式创新。”周志科表示，这些都是PE投资方对于创业项目十分珍视的优良品质。

一直专注于清洁技术投资的青云创投在经历前两年的飞速扩张后，其董事总经理林霆显得志得意满。林霆对中国证券报记者表示，青云创投未来集中关注的重点领域在节能和绿色农业，计划今年将在这两大领域投资10个项目，共计6到8亿元人民币。这些项目均具体到两大行业的细分产业领域，包括绿色农业领域的节水灌溉、高效亩产种植、节能领域的绿色建材和工业节能综合解决方案。

尽管潜力巨大，但周志科进一步认为，目前各新兴产业发展的主要动力在于政策的强力推动，其动力性是否可持续还有待观察，只有等到这种产业发展动力真正是源自于市场的需求才可能给广大PE机构更明确的投资导向。从这一点意义来说，投资新兴行业还需从细分领域着手，避免盲目跟风。

中电瑞达公司控股债权打包转让

□本报记者 王锦

北京中电瑞达电子技术有限公司42.18%股权及500万元债权在北京产权交易所挂牌转让，转让价格为1166.9万元，其中，股权挂牌金额为666.9万元。

本次股权转让方为中国电子信息产业集团公司旗下的中国瑞达系统装备公司，转让后其不再持有中电瑞达公司股权，中电瑞达其余57.82%的股权分别由六名自然人持有，该六名自然人对于此次转让均放弃行使优先购买权。

据公开资料，北京中电瑞达

电子技术有限公司于2003年以中国瑞达系统装备公司总体部为主，整合中国瑞达系统装备公司所有科研部门成立，其前身为国防部第十研究院总体部、电子工业部雷达局总体部。四十多年来，一直从事军、民用电子系统工程及其相关软硬件产品的研究、开发和生产。2011年，其实现营业收入3632.33万元，实现净利润22.88万元；今年前四个月实现营业收入363.96万元，净利润亏损346.29万元。以2011年8月31日为评估基准日，其净资产评估值为1581.09万元。

成都日报集团减持两文化地产公司

□本报记者 王锦

家公司2010年和2011年上半年均无任何营业收入，净利润也都处于亏损状态。以2011年6月30日为评估基准日，成都美食嘉年华公司净资产账面值为674.70万元，评估值为5512.64万元；成都兴媒嘉年华公司净资产账面值和评估值均为979.12万元。

对于意向受让方，公告要求颇为严格，受让方或其母公司应为房地产开发一级企业；受让方或其母公司在房地产开发方面的资产规模应在50亿以上，房地产业务收入占总收入比例50%以下的意向受让方或其母公司不符合受让方资格条件；受让方或其母公司应具备良好的银行信用，取得国有大型商业银行分行（或分行以上）信用评级AA级以上，包括AA级。

上海杉德金卡持续亏损

一PE拟甩卖股权

□本报记者 姚轩杰

股3.4479%，还有三个投资公司合计持股20%。

经审计，标的公司2011年度营业收入14.7亿元，净利润-1904.8万元。资产总计6亿，负债总计3.18亿元。标的公司财务报表显示，截至2012年4月30日，公司营业收入4398.8万元，净利润-458.1万元，资产总计5.9亿元，负债总计3.1亿元。以2011年12月31日为评估基准日，净资产账面价值2.9亿元，评估价值4.8亿元，溢价65%。转让标的对应评估值1655万元。

成立12年的公司上市无望，而如今持续的亏损，让入股的PE有点坐不住。上海慧立的离场，对剩下的三家PE似乎有“示范作用”。如果公司不能扭亏，走为上策”可能是剩下三家PE的选择。

海之韵矿山设备公司60%股权出售

□本报记者 刘国锋

公司并无实际业务发生，2011年实现营业收入0元，营业利润-143.19万元，净利润83.87万元，所有者权益为881.92万元，2012年一季度亏损18.06万元，所有者权益剩余672.23万元。转让标的对应评估值为609.492万元。目前，除重庆天府矿业有限责任公司外，其余股东不放弃行使优先购买权。

海之韵矿山设备公司成立于1999年1月，属国有控股企业，经营范围包括制造、销售矿山设备；销售金属材料、化工产品等，不过

且表示未放弃优先购买权。

大连金元大酒店2.08亿元出售

□本报记者 刘国锋

北京金融资产交易所公告，信达投资有限公司拟以2.08亿元的价格，将所持有的大连金元大酒店有限公司100%股权悉数转让。

金元大酒店成立于1992年8月，注册资本1.50亿元人民币，

股东放弃优先购买权。

北京金融资产交易所公告，信达投资有限公司拟以2.08亿元的价格，将所持有的大连