

Pre-IPO项目繁华不再

PE界惊羨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”。

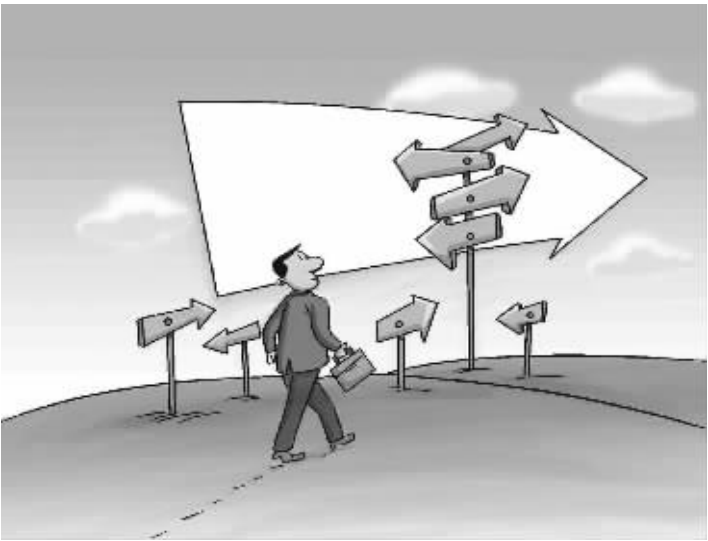
投资早期项目“风景这边独好”

当专注于Pre-IPO的PE大佬们专注于研究投资回报曲线图，找寻合适的时点点击入股即将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。

北极星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种种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所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组都具体到一个细分行业，而区

IPO退出回报逐月下降

PE翘首以盼新三板扩容

□本报记者 周少杰

革方案最快将于今年6月推出。新三板扩容呼之欲出。

事实上，新三板并非中国资本市场的的新生事物。自2005年中关村试点以来，国内新三板市场得到一定程度上的发展，同时，各省市科技园区建设及地方股权交易中心建设进一步丰富了我国多层次资本市场。不过，总体而言，场外市场建设进展缓慢。

数据显示，截至今年5月底，新三板挂牌企业仅有119家，而差不多同一时间设立的中小板已上市公司就已接近700家，成立两年的创业板市场也已破300家上市公司。这一层级分布状况，也让不少人士惊呼中国资本市场的结构不合理。

全国人大常委、民建中央副主席辜胜阻就指出，我国VC/PE退出渠道单一，与资本市场倒金字塔分布状况不无关系。我们迫切需要建立不仅是多层次资本市场，而且是

金字塔式的分布，这种分布和我们企业构成是相匹配的，因为大企业毕竟是少数，中小企业是多数。”

在这种情况下，新三板扩容或将改变这一层市场结构。中信证券协调业务部总经理张璐根据调研结果透露，目前试点的中关村挂牌企业有119家，未来随着各地园区同时开放，新三板企业的规模有望达到5000至10000家。

退出回报不容小觑

除了扩容政策“福音”带来投资机遇，通过新三板挂牌退出的账面回报也不低。据统计，目前，中关村试点企业市盈率分布在10-30倍之间，平均市盈率在20倍左右，与创业板、中小板整体30倍左右估值已经相当接近。最近挂牌的一家企业发行市盈率甚至达到了80倍。

创投机构看中新三板退出渠道的另一项优势是新三板发行条

件低。按照现行规定，新三板挂牌企业并未对盈利作硬性规定，同时首发时也不受社会公众股不低于25%的规定。“企业在主板、创业板上市受公司规模、净利润等硬性指标的影响。由于近两年经济形势比较差，我们辅导的部分企业出现业绩大幅下滑，影响上市进程。”国信证券投行部董事总经理周可君表示，如果投资机构急于退出，可以考虑先在新三板挂牌，待业绩好转再通过转板到更高层级市场上市。

此外，新三板再融资方面也比中小板、创业板更加灵活。数据显示，自新三板成立至今，定增企业数量连年递增，特别是2009年创业板开启以来，新三板企业定增规模迅速扩大，其中，有一家企业在一年内增发了3次。仅2012年至今就有8家新三板企业发布定增公告，其背后显现7家VC/PE机构，VC/PE投资规模占比高达近90%。相比二级市场，

虽然新三板定增企业总数无法企及，但与二级市场定增逐步趋冷相反，新三板定增活跃度不断提升。新三板企业转板也将给投资者带来机遇。一旦转板成功，企业价值将被重估，VC/PE机构还将获得被投企业转板上市的价差收益。今年5月25日，博晖创新登陆创业板，成为继久其软件、北陆药业、世纪瑞尔、佳讯飞鸿、紫光华宇之后的第六家成功转板的新三板公司。另外，已有多家新三板企业排队等候上市。

2009年和2010年，北陆药业、世纪瑞尔等三板企业先后通过IPO转投深圳中小板和创业板，北京科技风投、盈富泰克退出北陆药业，国投高科、启迪创投退出世纪瑞尔，新三板与创业板的价差让几家机构收获颇丰，其中，投资于北陆药业的北京科技风投账面回报水平高达19.49倍，国有股转持后仍有16.62倍的回报。

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、高效亩产种业，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

北京中电瑞达信息技术有限公司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346.96万元，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

西南联合产权交易所挂牌信息显示，成都美食嘉年华文化发展有限公司和成都兴媒嘉年华投资有限公司各49.9%国有股权以8000万元的价格挂牌转让，转让方为成都日报报业集团。

本次转让前，成都日报报业集团分别持有成都美食嘉年华文化发展有限公司和成都兴媒嘉年华投资有限公司各99%股权，成都传媒集团持有两家公司其余1%股权，其已放弃优先购买权。

据介绍，两家公司均成立于2010年4月19日，经营范围均为：文化项目投资；房地产投资、开发、经营与经纪；物业管理；商务信息咨询服务；文化、艺术活动组织、策划及交流活动等。但两

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50亿元以上；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

上海联合产权交易所交易信息显示，上海杉德金卡信息系统科技有限公司3.4479%股权正在挂牌转让，转让价为1656万元。转让方为上海慧立创业投资有限公司。老股东不放弃行使优先购买权。

上海杉德金卡信息系统科技公司成立于2000年，注册资本1.4亿元，为国有参股企业。经营范围：计算机、系统集成领域内技术开发、咨询、转让、服务及产品的装配、修理等。上海杉瑞投资有限公司持有其27.4%的股份，为第一大股东；上海巍康新技术有限公司持有其15.7%的股份，为第二大股东。上海慧立创业投资有限公司持

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1.47亿元，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，“是为上策”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

重庆联合产权交易所公告，重庆天府矿业有限责任公司拟以600万元的挂牌价格将所持有的重庆海之韵矿山设备有限公司60%股权悉数转让。

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

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，所有者权益剩余额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是海之韵矿山设备公司第一大股东外，自然人李长城持有另外40%股权，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%股权悉数挂牌出售。

金元大酒店成立于1992年8月，注册资本1.50亿元人民币，

属国有独资企业，公司营利能力较弱，2011年实现营业收入4326.87万元，净利润为-698.921万元，所有者权益为1.33亿元。截至2012年4月底，公司实现净利润-359.26万元，所有者权益为1.30亿元，转让标的对应评估值为1.83亿元，本次挂牌溢价幅度约13.66%。

天津麻花总店剥离典当资产

□本报记者 姚轩杰

中国证券报记者从天津产权交易中心了解到，天津市国正典当有限责任公司41%股权正在挂牌转让，转让价格860万元。转让方为天津市桂发祥十八街麻花总店有限公司。但标的公司的不良资产合计金额为513万元。

资料显示，天津市国正典当有限责任公司成立于2009年，注册资本2000万元，为国有控股企业。经营范围：动产质押典当业务；财产权利质押典当业务等。公司股权结构为：天津市桂发祥

十八街麻花总店有限公司持股41%，天津市食为天粮油便民连锁有限责任公司持股10%，吴卫、任崇光、周宝仲三位自然人分别持股20%、19%、10%。

经审计，标的公司2011年度营业收入177.49万元，净利润81.23万元，资产总计2122.05万元，负债总计23.83万元。标的公司财务报表显示，截至2012年4月30日，公司营业收入51.42万元，净利润16.31万元。以2011年11月30日为评估基准日，标的公司净资产账面价值为2093.8万元，评估价值2096.95万元，转让标的对应评估值859.7万元。

清科调研显示：近7成LP看好未来5年中国市场

生物医药领域现投资热

□本报记者 钟志敏

清科研究中心对市场上超过百位LP的最新调研显示，面对2012年复杂的市场状况，66.9%的LP依然看好未来3-5年的中国市场，将提升在VC/PE市场投资配比。投资领域方面，生物技术/医疗健康成为今年的热点。59.6%的LP认为生物技术医疗健康领域为2012年的投资热点，并有47%的LP希望参与投资生物医药专项基金。

近7成LP看好中国市场 短线资金仍占主导

清科研究中心调研显示，79.5%的LP认为2012年中国VC/PE市场处于行业洗牌阶段，未来将出现调整；13.9%的LP对市场活跃度维持积极的看法，认为市场活跃度保持不变或增加；另有6.6%的LP认为市场活跃度无法确定，需要根据未来经济形势进行判断。在投资配比情况方

面，未来1年内40.4%的LP对VC/PE市场的投资配比将保持同一水平，39.7%的LP将在市场调整中把握机会，提升自身在VC/PE领域的配置；相比之下19.9%的LP将下调在VC/PE市场投资配比。中长期来看，3-5年内66.9%的LP将提升在VC/PE市场投资配比，24.5%的LP在VC/PE市场投资配比将保持同一水平，仅有8.6%的LP下调其投资配比。

清科研究中心分析师刘碧薇认为，整体而言LP认为VC/PE行业在2012年处于调整期，但短期内多数LP并未持悲观态度，在维持之前投资水平的同时，希望在行业波动时进行价值挖掘。中长期，多数LP依然视中国VC/PE领域为较好的投资目标，并加强在此领域的投资配置。

在调研中72.9%的LP认为2012年中国VC/PE市场整体回报水平将有所下降，13.9%的LP认为市场整体回报将上升，另有13.3%的LP认为

整体回报水平保持不变。从LP对2012年VC/PE市场的收益率预期来看，有31.1%的LP认为2012年VC/PE市场的收益率维持在20%-30%之间，24.5%的LP认为2012年VC/PE市场的收益率在30%-40%之间，仅有1.3%的LP认为市场将带来收益率超过100%的超额回报。投资回收期方面，绝大多数LP希望回报期在5年之内，其中45.7%的LP最期望投资回收期在1-3年，有41.7%的LP最希望投资期在3-5年，仅有9.3%的LP最期望投资期符合私募股权的普遍运作期限，即5-7年。

刘碧薇认为，受2012年证监会新政频出、IPO大幅下滑、资本市场股价低位震荡等因素影响，多数VC/PE机构遭遇退出渠道狭窄、回报水平下滑等困境，这些问题势必影响2012年整体回报情况。目前市场上依然以短线资金为主，绝大多数LP希望将投资期锁定在短期，然而随着市场上收

益率进一步回归理性，短期获得暴利的时代已终结。

成长基金成主流选择 看好生物医药领域

从调研结果来看，在众多基金类型中，62.3%的LP首选成长基金作为主要的投资类型，56.3%的LP倾向选择创投基金，有44.4%的LP倾向选择并购基金。此外，另有23.8%以及23.2%的LP希望选择房地产基金和母基金，14.6%的LP倾向于选择夹层基金。

从投资规模来看，调研中17.9%的LP投资规模小于2000万元的基金，25.8%的LP投资基金规模在2000-5000万元，18.5%的LP投资规模在5000万元至1亿元，另有18.5%的LP选择投资规模在2-5亿元的基金。2012年LP的投资规模较为分散，这也跟目前市场上LP管理资本量级两极分化相关。

在行业方面，有59.6%的LP

视生物技术/医疗健康为最热门的投资行业，分别有48.3%的LP认为文化行业以及新农业为投资热点，44.4%的LP选择移动互联网行业，39.7%、39.1%以及36.4%的LP选择清洁技术、消费品、先进制造行业为热点投资行业。值得注意的是，仅有11.3%的LP选择互联网行业为热点行业。在调研中，针对目前火热的专项基金，47.0%的LP倾向于选择生物医药专项基金，40.4%的LP选择消费行业专项基金，分别有39.1%的LP选择农业基金、矿产或新能源基金，分别有37.1%的LP选择投资文化产业基金以及清洁技术基金。

刘碧薇认为，目前VC/PE市场竞争加剧，促使机构“精耕细作”。VC/PE垂直行业格局初现。从LP的角度来看，2012年生物技术/医疗健康、文化产业、新农业、移动互联网、清洁技术和消费行业成为LP关注的投资热点。