

“上市=暴利”模式遇麻烦

## PE账面盈利缩水 最怕业绩变脸

□本报记者 李阳丹

2009年创业板的推出拉高了A股市场的首发市盈率,近两年来创投IPO退出获得的高回报给上市公司业绩也增色不少。不过2011年以来,随着创业板降温,以及实体经济走低带来股市低迷,IPO市盈率逐渐回落,创投退出回报倍数随之下滑。VC/PE通过被投企业境内上市实现退出的难度显著加大。

而从近期监管层的态度来看,改变新股发行价格畸高和抑制“炒新”将是今后的主要方向,这意味着新股首发市盈率走低将成长期趋势。新股发行制度的改革将迫使创投行业改变此前的“疯投”局面。

漫画/韩景丰

参股创投  
支撑上市公司业绩

据Wind提供的不完全统计,截至4月26日,有16家A股公司披露了持有创投公司股权的情况,持股比例低至21%,最高则为全资持股,如沃华医药(002107)全资持有山东沃华创业投资有限公司,杉杉股份(600884)全资持有宁波杉杉创业投资有限公司。而全部上市公司中,有超过50家公司不同比例持有创投公司股权。

根据长江证券梳理的创投公司占上市公司净利润占比,大众公用(600635)、综艺股份(002207)、钱江水利(600283)、电广传媒(000917)和鲁信创投(600783)等创投业绩占比相对较高,其中综艺股份参股的江苏省高科产业投资有限公司净利润占比提升较快,创投业绩对上市公司整体业绩影响尤为显著。

综艺股份2011年实现归属于上市公司股东的净利润3.16亿元,同比增长16%,而其持股53.85%的江苏省高投全年实现净利润3.7亿元。江苏省高投在清科研究中心评选的2012年IPO退出VC/PE机构前十强中排名第一。其在2011年1月日至2012年4月20日期间共15个项目退出,平均账面投资回报倍数达到34.11倍。

北京城建(600266)持有30%股权的深圳市中科招商创业投资有限公司退出12个项目,排名第二;大众公用持股13.93%的深圳市创新投资集团有限公司退出13个项目,列第三。平均账面投资回报倍数分别为5.64倍和4.75倍。

电广传媒旗下则拥有一家达晨系私募基金平台,分别涉足创业投资、艺术品投资和并购基金领域。其



中,达晨创投2011年完成投资22.46亿元,完成60个项目投资,目前已经累计投资项目151个,投资金额44.18亿元,至2011年末累计上市20个项目,实现净利润1.38亿元。

IPO市盈率下滑  
创投账面回报走低

近两年,创业板的“三高”现象引起投资者和监管层的关注。此后,随着创业板降温,以及实体经济走低带来股市低迷,IPO市盈率也节节回落。

2011年,两市新上市公司平均发行市盈率整体继续呈下滑趋势。据Wind数据统计,2011年上市的282家公司首发平均市盈率约为45倍,比2010年的55倍降低了22%。据清科研究中心统计,2011年深圳中小板发行市盈率由1月的67.8倍跌倒12月的37.87倍,上海证券交易所由1月的71.14倍跌至12月的32.08倍,深圳创业板则由1月的87.35倍跌至12月的37.72倍,在三个市场中跌幅最大。

清科研究中心统计显示,2011年新上市的公司中,有VC/PE支持的共有141家,占比达到一半。但从2011年下半年开始,中国企业境内上市节奏较上半年明显放缓,除8.9月外,每月上市企业数量不超过20家。进入2012年,前2个月境内上市企业数量更是不到上年同期的半数。从VC/PE支持情况来看,自去年10月起,VC/PE支持的境内上市企业有所减少,但仍在上市企业中占据了较大比重。

随着二级市场估值的回归,VC/PE境内IPO退出账面回报倍数也呈现下滑。自2011年6月起,VC/PE境内IPO平均账面回报介于3倍和6.5倍之间,而此前,在2011年上半年及2010年,月平均7-8倍甚至10倍的回报水平也屡见不鲜。清科研究中心人士表示,目前来看,“上市=暴利”的时代已过去。

除了上市公司首发市盈率下滑导致创投收益下降外,创投市场募资量不断增长,创投竞争加剧导致项目投资成本上升,也在一定程度上拉低了创投的回报水平。

2011年,我国创投市场募资金额数量均创新高。根据清科数据,2011

的平均值分别为42.68倍、51.42倍和38.45倍。

IPO市盈率下滑,前期在企业未上市时“蛰伏”,期望通过上市获得高额回报的创投大佬们无疑最为失落。

VC/PE通过被投企业境内上市实现退出的难度显著加大。清科研究中心数据显示,2012年,中国VC/PE机构境内IPO退出节奏明显减速,平均账面回报水平也有所回落,而这一现象也已经迫使一级市场估值下调,机构投资速度减慢。

IPO市盈率下滑,前期在企业未上市时“蛰伏”,期望通过上市获得高额回报的创投大佬们无疑最为失落。清科研究中心数据显示,2012年,中国VC/PE机构境内IPO退出节奏明显减速,平均账面回报水平也有所回落,而这一现象也已经迫使一级市场估值下调,机构投资速度减慢。

据据介绍,部分机构在2010年掀起“全民PE”热潮时进行了大量高估值投资,直接导致了一、二级市场估值倒挂,使得机构账面投资回报明显回落。

创业板绩差  
创投实际回报缩水

创业板上市公司一直是创投“蛰伏”的重地。根据清科研究中心提供的数据统计,2011年上市的创业板公司共获得超过30亿元的创投资金,整体法计算的回报倍数为6.6倍。

单一公司投资回报最高的是广州诚信创业投资有限公司所投资的高盟新材(300200),其投资金额为500万元,上市回报倍数为58.4倍。而回报倍数最低的仅1.57倍,为杭州如山投资管理有限公司和通联资本管理有限公司投资的南通锻压(002080)。

分行业来看,电子及光电设备行业总体回报倍数最高,达到8.18倍,化工原料及加工、建筑工程和清洁技术的总体回报倍数也在7倍以上,回报最低的行业为农林牧渔,仅为4.24倍。另外,能源矿产、食品饮料和汽车行业回报倍数都在5倍以下。不过,吸引创投机构最多的行业却是机械制造业,共有49家(次)创投机构出现在该行业的公司中。

然而,从去年以来,一些创业板公司财务状况恶化,业绩变脸现象频现,上市公司业绩持续大幅下滑令人堪忧。据清科研究中心统计,截至4月

26日,306家已公布一季度业绩预告的创业板上市公司中,89家企业出现业绩下滑,占比近30%,预计亏损的企业有15家,较去年同期5家上涨3倍,其中净利润预亏上千万的企业就有4家,业绩下滑及亏损趋势还将进一步延续。

在预亏的15家企业中,国联水产、海联讯、通源石油三家公司已连续两年一季度亏损。当升科技则成为2009年创业板开启以来首次年度出现亏损的公司。另外,由于公司营业收入下降幅度超过了营业成本下降幅度,当升科技一季度亏损额度预计在300-500万元之间,而去年同期盈利45.22万元。随着创业板退市制度的出台,业绩亏损的上市公司未来将面临退市风险。

清科研究中心的统计显示,在此次报亏的15家创业板企业中,有10家均获得了来自VC/PE机构的投资。其中,仅同创伟业涉及的预亏企业就多达3家,分别是当升科技、国联水产和新大新材,但实际减持退出的仅有当升科技1个项目。清科研究中心分析人士认为,面对严峻的国内外经济环境,创业板上市公司今年将遭遇更大挑战,机构投资回报缩水也已然成为定势。

发行改革亮剑  
创投格局谋变

从近期监管层的态度来看,改变新股发行价格畸高和抑制“炒新”将是今后的主要方向,而新股首发市盈率走低也将成为市场的主流。深交所和上交所发布通知重拳抑制炒新。其中深交所通知规定,当股票上市首日出现盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过10%,或者盘中换手率达到或超过50%两种情形之一的,将对其实施盘中临时停牌。

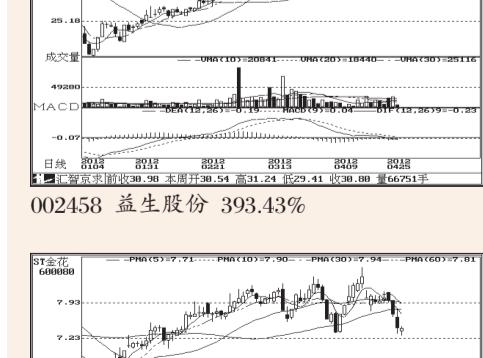
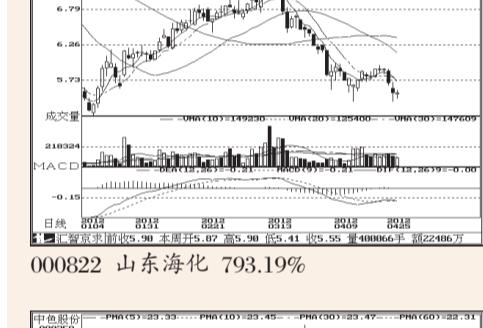
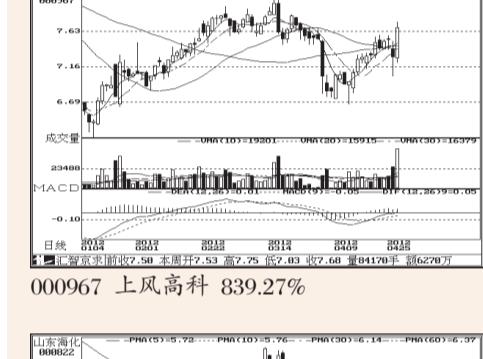
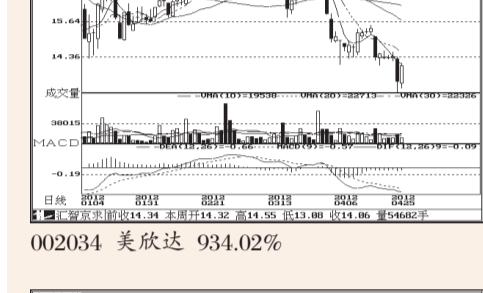
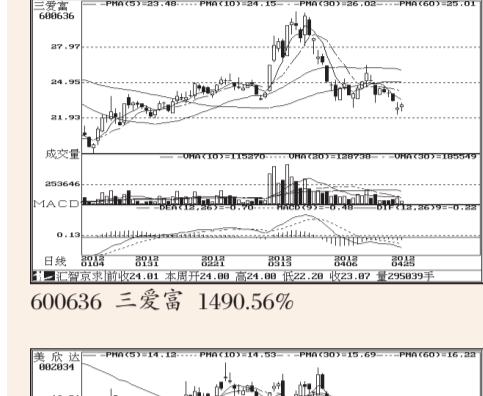
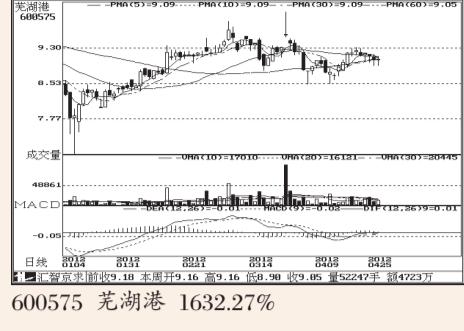
证监会则发布了《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见(征求意见稿)》,其中引入了存量发行制度,将增加IPO的股份供应量,有助于降低发行价。此外,如发行价格市盈率高于同行业上市公司平均市盈率的25%,发行人需追加盈利预测,除因不可抗力外,上市后实际盈利低于盈利预测的将被证监会问责。

业内分析人士认为,新股发行新规一方面令上市回报回落成为长期趋势,另一方面,存量发行制度也给创投提供了提前退出的渠道。根据新规,持股满3年的股东可将部分老股向网下投资者转让,这部分股权在挂牌当日即可在二级市场进行交易。而过去创投持有的上市公司原始股份需在公司上市后锁定一年才能进行流通。不过,持股满3年的规定也让上市前突击入股的创投仍需面对一年的锁定期。

一位创投公司总裁认为,投资回报的下降对业界冲击非常大,对行业理念格局、投资策略、价值回归都将产生深远的影响。清科研究中心分析人士表示,IPO退出压力已经迫使VC/PE机构审慎决策。

据华泰联合证券研究员介绍,从2011年下半年开始,在IPO窗口收紧的局面下,创投企业普遍对项目的甄选更趋谨慎,从“广撒网”到精挑细选。与此同时,经过中国创投市场自2007年以来长达六年的繁荣,资企双方的信息不对称性已相当低,好的项目往往有多家创投“长期跟踪”。2012年以来,市场上多数创投机构已经放慢了投资速度,项目估值跌幅显著。

## 年报净利润增幅前十



注:2010年每股收益在0.05元(含)以上