

昔日“凤凰”今日变“乌鸡”

# PE豪赌新能源一夜暴富转头空

□本报记者 郭力方

时间倒退到2009年，正值国内新能源发展的一个黄金时代，“风”车摇曳、旭日高照下，雄心满满，志怀千里的不仅仅是一干设备及开发商们，还有深浸其中，赚得盆满钵满的众多PE/VC。

而今，市场激变，政策收紧，企业低价竞争白热化已让国内新能源产业一夜间经历冰火两重天，这把火，不仅让实体产业界的大佬们煎熬不易，更深深灼伤了资本界的PE/VC们。

新能源似乎已渐渐失去昔日风光，一些欲进军此间的PE/VC们选择了黯然离场，整个产业经历前所未有的融资危机。从谱写一个个一夜造富神话，到如今财富大幅缩水，业内分析认为，行业发展开始步入理性，也预示着PE对于新兴产业的态度也应随之走出非理性。

## 华锐风电下跌PE财富缩水

2011年以前，国内新能源产业飞速发展的春风几乎吹遍了整个PE/VC界，特别是2009年金融危机自后的那段时间，一系列行业展会及投融资论坛上最活跃的当属各路PE/VC精英。

据投中集团数据显示，2005年至2011年我国新能源以风电

和光伏为主)行业披露的私募融资案例超过100起，融资金额逾27亿美元。其中，2009年到2010年期间融资规模更占据近年来总量的一半左右。

青云创投相关人士告诉中国证券报记者，公司2009年到2010年有一半的资金都投到了新能源领域，涉及领域不仅包括产业链主环节，还涵盖各细分领域。

彼时，产业虚热氛围也着实让众多PE/VC尝到了甜头，其中一些行业龙头上市及其所造就的一个个PE创富神话最具标志性。以2010年完成IPO的华锐风电为例，其前十大股东中PE基金占据9席，其中PE界两大大佬阚治东、尉文渊两大佬手持的2.1亿和7140万股截至目前分别缩水超过59亿元和11亿元。

## 对新能源“审美疲劳”

产业的萧条已经打击了众多欲进入其中的资本积极性。据相关权威统计，2011年全年风电行业投资为829亿元，同比减少208亿元，降幅达25%。光伏投资尽管有所增长，但增幅明显减慢。

而在PE投资领域，2011年仅有4家风电企业获得累计8733万美元的融资，同比下降72%。而2012年至今，尚未有风电企业获得VC/PE融资。光伏方面，尽管2011年融资总额达4亿美元，但2005年到2010年有24家企业实现IPO，但2011年仅为3家。

事实上，近年来一些新能源领域新贵尝试IPO的热劲经常遭遇资本市场的冷眼，其中一些还背靠大树。在经历数次下调发行价格后，华能新能源于2011年5月重启赴港IPO进程，但直至其上市前一日，其发售股份仍未获得足额认购。尽管最终如愿，但业内普遍认为这与华锐风电、金风科技、无锡尚德(约13倍)的高退出回报大幅回落。

尽管华锐风电短期回报丰厚，但2011年业绩大幅下挫近七

包PE/VC在内的投资群

体希望看到资本支出和回报率上有更明朗的预期，但现在来看，投资者们似乎已经对风电企业审美疲劳了”，一位国外投行的分析人士对记者表示。

上述青云创投人士告诉记者，他们目前也渐渐不再关注风电、太阳能等领域的投资，取而代之的是节能环保领域的投资机会。国家政策空前支持，官方预测投资规模可达数万亿元，这些诱饵已经吸引众多PE/VC趋之若鹜。

尽管目前产业发展势弱，但在投中集团分析师李玲看来，未来风电、太阳能行业也并非完全没有机会。她认为，风电方面除了产能过剩的风电整机制造外，一些高技术零部件如风电变流器等还是存在一定的投资空间。光伏方面，光伏电池及组件领域处于产能过剩状态，投资趋于饱和，而具有技术优势的细分领域中则仍孕育着一定的投资机会。

## 非理性繁荣

在谈及如何看待风电一年间河东河西巨变的局面时，阚治东对媒体归结为，是政策形势及行业发展遭遇瓶颈等大环境问题。

的确，风电和光伏产业去年所遭遇的鼓励政策收紧、市场供需突变等一系列限制因素，已经

大大影响了众多项目投资回报预期。过去风电项目盲目上马、市场需求持续加大的背景下，一个项目投资回报周期在一两年，而今则需4到5年甚至更长，这显然点中了PE/VC的死穴。

但诸如风电权威专家施鹏飞所指出的那样，新能源过去走过的盲目上马、产品低价竞争等一系列乱象背后，资本的推波助澜不容忽视。行业发展的非理性部分源自于资本逐利的非理性。

一位PE合伙人对中国证券报记者表示，这几年投资的很多新能源项目都是打着新能源高科技的幌子，其实是拿地皮建厂房买设备投流动资金，但资本盲目跟风下没有甄别剔除这样的项目。此外，他所在的基金以前在光伏赚了不少钱，打通了整个行业链条的关系，于是定下策略深耕细作，全产业链出击。但光伏今年状况一突变，就被弄得措手不及。“所有鸡蛋在一个篮子里，那必然是一篮子全打翻。”他说。显然，这些问题并非行业大环境的问题。

该PE合伙人进一步表示，事实上，现在众多大型PE运作都是采取投管分离的模式，这种模式有利于加强对所投的项目后期的运行管理参与，可以有效避免很多投管一体化PE投资新兴产业项目的非理性。

# PE盈利困难 寄望VC化挽颓势

□本报记者 姚轩杰

今年以来，监管层频频发力，加强PE监管；新股发行改革措施不断推出，PE的日子似乎越来越难过。据投中集团统计数据，今年前4个月，PE的IPO退出平均账面回报率已经降至3.58倍。业内人士指出，PE行业已进入盈利困难阶段。

而由于早期投资成本很低，投资可以通过企业的后几轮融资实现退出，不用全靠IPO退出，获利往往有数十倍，不少PE开始转向早期项目的投资，VC化成为PE业未来一个发展趋势。

## 进入盈亏平衡点

在近日举行的2012ChinaVenture中国投资年会上，多位PE界人士向中国证券报记者表示，中国PE行业实际上已获利很少了。

同伟创业合伙人丁宝玉认为，目前PE行业已经正式进入一个盈亏平衡点。他拿出了近几年的数据：2010年IPO数量达334家，2011年为281家，降幅达到20%，预计今年IPO数量还要下降30%；2011年PE全行业投资2000家，核算可知IPO成功率只有20%，整个行业回报率已经低于5倍。

而投中集团的最新统计数据显示，今年前4个月，PE的IPO退出平均账面回报率分别为4.61倍、4.58倍、3.12倍和2.01倍，

逐月下降。

丁宝玉称，在回报倍数不到5倍的情况下，意味着若上市要达到40%—50%的成功率才能不赔本。目前，降至2倍的回报率，使得部分PE无钱可赚，甚至亏损。此外，国家税务总局正在研究起草的《合伙企业合伙人所得税管理暂行办法》可能提高PE行业的税负。

外部环境的变化导致PE行业面临深度洗牌。丁宝玉认为，未来中国PE行业必然出现“二八分化”现象，即20%的机构赚取80%的钱。不难想像，今后几年，市场会经历一次优胜劣汰的过程，一些以放高利贷心态来做投资的PE或许会出局，这对很多一心一意凭本事吃饭的PE机构来讲反是一件好事。同时，这种理性回归，也可以让投资人安心来发掘企业价值、做好企业。优秀的PE仍然会取得相当不错的回报。

## VC化成发展趋势

投资家们的嗅觉是灵敏的，对于资本市场的微小变化，他们早早地察觉到异样，并悄悄地作出转型。与会的PE界人士表示，面对在Pre-IPO项目成本不断增加、回报率不断下降的窘境，他们已开始走向上游，即风险投资、早期项目投资、成长性项目投资等。

由于上游投资成本相对较低，投资可以通过企业的后几轮

融资实现退出，不用全靠IPO，获利往往有数十倍。

同创伟业在去年设立了梦工厂，今年3月，其梦工厂第一只3亿规模的早期基金宣告成立，投资范围为TMT、生物医药、通讯以及新材料。

达晨创投也开始否决一些后期Pre-IPO项目，转而将投资重点放在成长期和更早期的一些企业。达晨创投还启动了早期基金的募集，3月底基本完成了募集。

丁宝玉判断，PE未来一定

是往VC化转的。在中国风险投资阵营中，外资基金大部分是以VC为多，人民币基金里面做PE的多。前几年全民PE的时代更多是一种制度性红利阶段，目前已经结束，VC化是未来PE整体的发展趋势。他表示，所谓PE的VC化并非是全做早期，也会配置一些中期资金。”

达晨创投合伙人晏小平曾表示，在二级市场不好的情况下，PE在一级市场的竞争很激烈，这也促使很多PE基金开始调整投资策略，从专注于Pre-

## 中科招商单祥双：5年内九成PE或消失

□本报记者 姚轩杰

中科招商董事长单祥双近日在2012ChinaVenture中国投资年会上表示，中国PE行业大调整时代已经到来，PE将在5年内消失90%，而优秀的GP能够在这种调整中把握机遇，取得大发展。

单祥双认为，2012年是中国PE行业调整的元年。因为在此前的20年，或者更确切地讲前10年，中国PE呈现出四大特征：大发展、大差距、大调整、大繁荣。而这四大特征的后两点是从2012年开始，将会进行这样的调整。

目前，中国有上万家PE，在未来5年的时间里，能存活下来

的可能仅仅只有10%。而在这10%当中，真正能够在这次大调整中做大做强并取得大发展的机构，不会超过1%（即过百家）。

而GP能够在这种调整中把握机遇，取得大发展，但需具备如下五个特征：一是GP本身必须实力雄厚；二是GP必须拥有庞大的、多元化的LP群体；三是这些GP机构必须拥有强大的增值服务能力和广泛的产业网络、资本网络、人才网络等等；四是GP必须拥有广泛的信任度、美誉度，必须是大品牌的机构；五是GP必须具备开放、包容的文化，必须接地气。

应对这次大调整，GP机构和所有PE人必须要“过五关”：

IPO逐渐转向参与定向增发、助推企业私有化、参与企业海外并购等多样化投资类型。他认为，对于PE而言，参与并购可以降低投资风险，与Pre-IPO相比退出更加容易，收益也相对稳定。

PE的转型业引起了政府部门的注意。上海市浦东新区金融发展局局长施海宁在年会上透露，目前浦东新区政府正主攻并购基金的研究课题，谋划出台支持并购基金发展的新措施，探索PE退出的新渠道。

# 4月VC/PE投资案例36起

## 大额投资集中亮相

其中电商行业贡献了4起；生物技术/医疗健康行业持续成为热门追捧行业之一，以5起投资案例列位第二，占比为13.9%，其中医药领域有3起投资案例；排在第三位的是IT行业，有4起投资案例，占比11.1%。

从披露的投资金额来看，能源及矿产行业居于首位，一起投资案例涉资达6亿美元，占比高达32.6%；金融行业亦以一起投资案例涉资金额达4.6亿美元位居第二位，占比为25%；排在第三位的是化工原料及加工行业，发生两起投资案例，金额约为1.4亿美元，所占比例为7.6%。值得一提的是，能源矿产行业和金融行业分别发生的一起投资案例都来自香港地区的股票配售，即：新加坡投资公司淡马锡和私募股权公司RRJ在昆仑能源的配售中认购价值6亿美元的股票；D.E. Shaw、Oman Invest-

ment Fund、PAG Capital和SBI Investment等四家机构投资者在香港主板上市时出资4.6亿美元，以海通证券发行价收购其股份，持股比例分别为0.78%、0.23%、2.32%和0.23%。

## 大额投资集中亮相

从投资规模看，本月投资规模与以往小额投资占据主流的情形不同，投资金额凸显大规模兆头。在披露金额的30起投资案例中，投资规模在5000万美元以上的有7起，占比23.33%，涉及金额约14.87亿美元；投资规模在3000—5000万美元的投资案例有6起，占比20%，涉及金额约2.12亿美元。也就是说，投资规模在3000万美元以上的案例数占披露金额总案例数43.33%，创造历史新高。而投资规模在2000万—3000万美元的案例数，所占比例为11.1%。

从投资地域上看，4月份发生的36起投资案例，分布在北京、上海和广东(除深圳)等11个省市。从单个地区投资案例个数来看，北京地区以11起投资案例居于首位，占比为30.6%；上海地区排在第二位，发生5起投资案例，占比13.9%；广东(除深圳)和香港并列第三位，均有4起投资案例，所占比例都为11.1%。

从披露的投资金额上来看，香港地区遥遥领先于其他地区，披露金额的3起投资案例，涉及金额43.33%，创造历史新高。而投资规模在2000万—3000万美元的案例数，所占比例为11.1%。

从披露的投资金额上来看，香港地区遥遥领先于其他地区，披露金额的3起投资案例，涉及金额43.33%，创造历史新高。而投资规模在2000万—3000万美元的案例数，所占比例为11.1%。

# 创投坚守东江环保逾10年

账面回报超80倍

□本报记者 周少杰

随着东江环保回归A股，上海永宣(前身为“上海联创”)、中国风投等早期介入的创投机构收获高额回报，而“突击入股”的金石投资仅获约3倍的投资回报，即便中途退出的深圳高新投也有近30倍的回报。可见，致力于早期投资的VC机构与投资Pro-IPO项目的PE机构在IPO退出中表现出截然不同的投资回报率。

## 早期投资获利丰

从2002年投资入股东江环保到今年4月回归A股，上海联创、中国风投坚守了10年之久。此前东江环保虽经历在香港创业板上市(2003年)，转香港主板上市(2010年)，两家机构始终不离不弃，终获巨额回报。

2002年1月，上海联创、中国风投和深圳高新投分别投资800万元、200万元和200万元入股东江有限公司(东江环保前身)。随后不久，东江有限整体变更为股份公司，上海联创获得475.05万股，中国风投和深圳高新投各获186.26万股。

经过拆分股份，每股拆分10股之后，东江环保于2003年初在香港创业板以配售方式上市。由于香港创业板经历了互联网泡沫之后持续低迷，东江环保上市初的成交价在0.42元(港币)/股左右，并连创新低。上市之时，根据国务院关于减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，上海联创和深圳高新投分别减持国有股1293万股和323万股。此后，上述三家机构并未主动在H股市场套现。

2008年2月，深圳高新投通过股权转让方式退出，其所持1539.16万股以7095.54万港元转予文英贸易——东江环保公司员工持股平台，实际收到人民币款项约6240.75万元。若以2002年注资的200万元作为投资起点忽略所减持H股，深圳高新投6年间的投资回报达到30倍以上。

从整个市场来看，金石投资获得此项目的价格并不便宜。不过，以东江环保A股发行价计算，金石投资不到两年间获得的投资回报依然有3.07倍。而今年4月份，IPO退出在剔除上海永宣和中国风投在东江环保所获回报后，VC/PE机构获得的平均账面回报倍数仅为2.76倍。

资料显示，上述股权转让每股作价1.40元，相当于公司2009年12月31日每股净资产(除权后)0.50元的280%；相当于公司2010年6月18日前1个月港股平均价港币2.44元(合人民币2.14元)的65.42%；以公司2009年度归属母公司股东的净利润为基准，市盈率为16.28倍。

从整个市场来看，金石投资获得此项目的价格并不便宜。不过，以东江环保A股发行价计算，金石投资不到两年间获得的投资回报依然有3.07倍。而今年4月份，IPO退出在剔除上海永宣和中国风投在东江环保所获回报后，VC/PE机构获得的平均账面回报倍数仅为2.76倍。

## 税率若提高 上海将给予PE财政补贴

□本报记者 姚轩杰

上海浦东新区金融发展局局施海宁近日向中国证券报记者透露，若国家税务部门提高PE征收标准，上海政府将考虑采取一些针对性的措施，比如在财政方面给予PE一定补偿，以降低PE在未来投资收益方面的税收压力。

据了解，关于PE税率问题，业界传言国家税务总局正在制定《合伙企业所得税实施办法》草案。对于合伙企业征收浮盈税的说法，不一定真实，但是有三点是值得注意的：一是对合伙人所得税的征收，拟以合伙企业所在地为税收交纳地；二是对境内个人LP，拟按照个体工商户的税率来征收，即5%—35%的累进税率；对于外

籍人士，拟按25%来征收。

虽然目前《办法》仍处于讨论阶段，没有正式出台。但业内人士表示，现行的LP税率大部分地区按20%征收，如果上述政策实施的话，PE税率将大幅提高，可能对私募股权投资行业有比较大的影响。

据了解，上海浦东新区目前已

有800多家私募股权投资企业，涉及资金总额达到1400亿元。2009年开始，浦东新区已经吸纳了黑石、TPG等多家世界知名私募股权投资基金先后落户，在目前中国十大地

中的6家已经入驻浦东。

此外，上海浦东新区还将推出私募股权投资和政府相互合作的项目，即采用一个引导基金和为PE提供财政补贴的方式，降低在上海浦东的PE投资风险及降低营运成本。

## 中信红河矿业31%股权挂牌

□本报记者 王锦

中国证券报记者了解到，中信红河矿业有限公司31%股权拟挂牌转让，转让价格3572.75万元。

本次股权转让方为中信红河矿业有限公司，转让前其持有中信红河矿业有限公司51%的股权，宏运矿业集团有限公司持有中信红河矿业有限公司44%的股权，辽宁华锦矿业有限公司持

有5%的股权。原股东方对于此次转让均放弃行使优先购买权。