

“IPO退出”回报不高 股权转让未“落地生根” 国内PE从暴利依赖症到成长焦虑症

□本报记者 郭力方

国内外经济形势不佳，资本市场严重萎缩，这一系列连锁反应已经传递到了PE行业。曾经赚得盆满钵满的PE大佬们一夜梦回，他们当中不少人惊觉，以往靠IPO退出获得数十倍回报的时代已渐渐远去，而“TPO退出”这根索富独木桥被赋予了太多的不堪承受之重。

于是，整个PE行业都开始反思，“千军万马冲刺IPO退出”是否过于投机的自我设限？事实上，在国外已屡试不爽的PE二级市场进行PE股权转让等，在国内PE行业还未“落地生根”，而这条路径，事关中国PE行业由初生走向成熟，因此，构建中国本土PE二级市场近来成为业内热议的焦点。

IPO退出日渐式微

据清科研究中心最新发布的统计数据显示，2012年5月共有20家中国企业在境内外资本市场完成IPO，合计融资约21.71亿美元。与去年同期相比，融资规模大幅下降70.6%。而5月实现IPO的20家中国企业中，有9家企业有VC/PE支持，合计创造18笔IPO退出，平均账面回报倍数为2.95倍，其中10笔IPO退出的账面回报倍数低于2倍，机构利润微薄。这与此前几年动辄10到20倍的高退出回报差距甚远，让众多熟谙PE经验的PE机构心生寒意。

而当前，国内众多成立于5年前的PE/VC基金迎来了集中退出期，IPO退出回报每况愈下的现实，让他们当中不少人们萌生中途“离场”的意愿，IPO之外的退出渠道渐渐成为他们的现实需求。

按照国际上成熟PE经验，PE投资回报一般通过IPO退出、参与企业并购重组及股票二级市场定向增发等多重渠道。而在国内，IPO之外的退出渠道因退出回报的稳定性已渐渐受到众多PE/VC青睐。

根据清科统计显示，2011年

PE/VC相关企业并购案例共完成194起，与2010年91起的并购数量同比增长113.2%。而在A股市场处于估值底部的背景下，有效的退出保证、相对低风险和较稳定的收益催生PE机构频频参与A股企业定向增发。数据显示，目前投资上市公司定向增发的资金平均年收益高达82.5%。

构建二级市场着眼于长远

尽管并购及参与定向增发均可获得稳定可观的PE退出回报，然而对冲刺IPO退出“独木桥”的众多PE来说，眼见投资公司IPO退出回报日渐“惨淡”，他们更现实迫切的需求在于中途转让股权以尽早套现，同时化解日渐增加的流动性压力。

据记者调查了解，目前LP份额屡屡出现承诺资金不能到位的情形，自去年下半年开始，这样的情况随着宏观经济环境的变化已经屡见不鲜。

在此背景下，打造PE自身的二级市场以满足短期交易需求，同时化解PE长期投资的低流动性之困便成为不少PE人士的共同呼声。

私募股权基金二级市场主要指买进或卖出有私募股权市场LP手中各类型基金份额，同时也包括尚未出资的投资承诺。据了解，PE二级市场收购，在欧洲50%的退出都是通过这种方式进行的，在美国有30%，而该数值在亚洲仅为10%，在中国市场更是少之又少。

根据权威PE市场研究机构Preqin近期所作2012年全球LP有限合伙人)投资展望调查，现阶段全球市场有19%的LP认为私募股权二级市场为最佳投资机会，16%的LP认为在2012年之后依然为较好的投资机会。

而对于国内PE市场，道合金泽执行合伙人葛琦就表示，几年前部分投资者因为冲动而加入到LP的行列、或当前LP有较大的资金流动需求，这都将促使今后中国也会有更多LP份额转让的案例出现。

清科研究中心分析师刘碧薇



IC图片

对中国证券报记者表示，退出渠道相对单一已让众多PE机构盈利不佳，深陷运作困境，目前中国PE机构面临着来自外部以及内部的双重考验。私募股权二级市场对私募股权一级市场起一定的调节作用，能够帮助LP解决流动性、平衡资产组合；也能够帮助GP对基金投资组合进行战略调整。

警惕供血不足

中国PE二级市场呼之欲出，PE行业各层面已开始了多点“试水”。

今年3月，中国三大PE基金——鼎晖投资、中信产业投资基金管理公司及新天域资本，已同意从另一家PE基金MBK Partners手中收购绿叶制药集团有限公司母公司55%的股权，成为今年以来最受关注的PE涉足二级市场股权交易案例。

北京、天津两地金融资产交易所自2011年底前后推出了针对私募股权基金的二级市场交易平台，PE可以选择在交易所挂牌转让股份，也可以寻找潜在并购对象。据天津金交所总经理丁化美向中国证券报记者介绍，交

易所推出PE股权受让转让平台业务以来，以创投项目信息对接为依托，不仅成为LP的资产转让市场，也渐渐成为GP的融资平台。截至2011年年底，该业务共融资项目1027个，融资总额310亿元。”

尽管PE二级市场对于PE机构专业化运作，进行长期价值投资助益良多，但对于习惯于押宝IPO退出获回报的不少PE人士来说，仍存在一定的戒备情绪。当记者询问国内多家PE机构高管是否有到PE二级市场进行股权交易“淘金”的打算时，他们均表示尚待观察。

刘碧薇对此分析道，目前国内PE二级市场的卖方动机存在“两端化”，多是出于解决流动性和对基金回报的两极需求，而着眼于资产配置和战略布局、积极的资产组合管理投资机会较少。

这和国内PE整个行业发展处于初期阶段有关，PE二级市场交易生态圈尚未形成，即使有交易案例也处于碎片化状态，统一的市场环境与市场规则尚未建立。”刘碧薇说，目前国内LP多以散户为主，仅有少数机构投资者、政府机

构以及政府引导基金手中有少量基金份额，且所拥有的份额规模小且分散，很难促成大规模交易，或集中起来设计交易机构。

尽管丁化美对记者勾勒出了一幅依托金交所PE股权交易平台为买卖双方提供集中交易信息及优化基金资产组合管理等环环相扣的完美愿景，但现实中碰到的最头疼难题是，即使买卖双方有对接需求，绝大多数也更宁愿采取“一对一”形式私下交易。在欧美买与卖很正常，但在中国文化中，‘卖出’是很敏感的话题，人们通常认为基金有问题才会‘卖出’。”他说。

此外，从技术角度来看，股权受让若要有效达成也存有一定障碍。一位PE机构合伙人告诉记者，PE基金与LP签订了投资协议一般很难给LP自由退出和转让的空间，而从即便转让估值定价也将成为很大的技术障碍，许多PE基金很难让LP能够完全透明地了解该基金投资，估值定价存在障碍。一系列难疏通脉络交织下，统一的中国PE二级市场雏形短期内或因供血不足而导致“难产”。

就注册下来了，省时省心。而新疆等地虽然条件很优惠，但当地的政府人员对此不了解，注册也不顺畅。我们去工商局，工作人员拿了工商资料一个对一个比对，不知道该把股权投资企业归为哪类，说以前从来没注册过。”去新疆考察的一位PE人士告诉记者。

天津的服务优势，主要是PE产业链上的服务。目前，天津已将PE聚集平台转变为服务平台，为PE基金运营提供完整的产业链。天津的专业化服务建立起了多层次资本市场通道，比如说PE融洽会、天津滨海国际股权交易所等，为项目投资建立了完整渠道。这一系列服务环境优势是其他地区目前没有的。虽然其他地区可以复制优惠政策，但他们不可能在短时间内复制出一条龙专业服务及相关的产业链。”金诺律师事务所律师高级合伙人郭卫锋认为。

曾全义表示，今后，天津在金融制度创新和产业链服务上继续下工夫，把天津打造成PE的聚集中心、集散中心、交易中心。

新募集基金中目标规模最大的的是陕西文化产业投资基金，目标规模40亿元人民币，到位金额3亿元。该基金由陕西文化产业投资控股(集团)有限公司、陕西省国际信托股份有限公司、陕西文化产业投资管理有限公司共同发起设立，是陕西省首支文化产业基金，专业投资于陕西省内的艺术品企业、新设立基金中目标规模最大的都是阳华果农业产业投资基金，预期目标规模10亿元人民币，首期规模4亿元。该基金由中国工商银行江西省分行、江西鄱阳湖产业投资管理有限公司、正邦集团有限公司联合发起，旨在帮扶江西省内及全国农业产业链中成长性良好、具备投资价值的企业，助推鄱阳湖生态经济区建设。

第四支亚洲基金，基金总规模可望达到15亿美元。该基金主要用于中国、韩国等亚洲国家的收购兼并项目。规模最大的人民币基金是光大滨海产业基金，该基金是光大金控资产管理有限公司与天津市地方政府合作设立产业投资基金，基金总规模50亿元人民币，首期规模20亿元。

专业化基金受追捧

清科统计显示，5月共有7支投资专项领域的基金，其中新募集基金5支，新设立基金2支。5支新募集基金到位金额总计2.62亿美元，占5月份新增可投资公司中国大陆资金额的25.2%。主要投资于汽车、能源及矿产、文化产业和农业等领域。

投资十年业绩惨淡 鲁抗医药售资产管理公司17%股权

□本报记者 刘国锋

不愿继续面对参股公司山东资产管理有限公司的惨淡经营局面，自2001年参股后，鲁抗医药(600789)近日首度在山东产权交易中心挂出公告，拟以4054.39万元的价格，将所持有的山东资产管理有限公司17%股权悉数出售。

财务指标显示，山东资产管理有限公司2011年一季度和2012年2月29日均未实现营业收入，净利润则分别为-299.14万元和-69.75万元。

入驻十年几无获利

山东省资产管理有限公司成立于1996年9月，注册资本2.6亿元，经营范围主要包括企业资产、股权及基金的委托管理、委托经营；投资管理及咨询服务。截至2011年3月30日，公司账面价值为1.26亿元，评估价值为2.38亿元，转让标的对应评估值为4054.39万元，溢价幅度达88.57%。

早在2000年8月，经鲁抗医药董事会通过，公司决定用自有资金6000万元投资参与山东省资产管理有限公司的增资扩股工作。至2001年10月，山东省资产管理有限公司和鲁抗医药正式签订参股协议书，山东鲁抗医药股份有限公司以其原持有的山东证券的4140万元股权按1:1的比例置换为山东省资产管理有限公司的4140万元股权，以现金380.80万元人民币投入按1.36:1的比例取得山东省资产管理有限公司的280万元股权。出资参股完成后，鲁抗医药持有山东

上海仪电3138万元转让晶新平面

□本报记者 李香才

上海联合产权交易所挂牌信息显示，上海仪电资产经营管理(集团)有限公司持有的上海广电晶新平面显示器有限公司100%股权日前挂牌转让，挂牌价格为3138.19万元。

挂牌信息显示，上海广电晶新平面显示器有限公司成立于2010年10月21日，注册资本3000万元。经营范围包括：电子电器产品、家用视听设备、计算机终端设备、广播电视设备等。

标的公司的盈利能力欠佳。

武汉中科创新5%股权挂牌出让

□本报记者 刘国锋

武汉光谷联合产权交易所公告，武汉中科开物技术有限公司拟以2362.5万元的价格，出售所持有的武汉中科创新技术股份有限公司5%股权。出售完成后，武汉中科开物技术有限公司仍持有标的企业44%股权，为第一大股东。

据介绍，武汉中科创新注册资本3150万元，经营范围包括无

天津青鹤鸣1192万元挂牌转让

□本报记者 李香才

天津产权交易中心项目信息显示，天津保税区投资有限公司持有的天津青鹤鸣科技有限公司100%股权日前挂牌转让，挂牌价格1191.56万元。

天津青鹤鸣科技有限公司成立于2009年11月20日，注册资本1200万元，经营范围包括电子产品、电子材料及相关软硬件产品的研发、销售、技术服务。标的企业2010年亏损99.12万元，去

长城资产

1.8亿转让天赫钛业15%股权

□本报记者 张洁

日前，天津金融资产交易所发布公告，中国长城资产管理公司拟转让唐山天赫钛业有限公司15%股权，挂牌价格1.84亿元。

唐山天赫钛业有限公司成立于2005年4月，注册资本2.35亿元，经营范围包括有色金属(钛系列产品)生产、加工、销售。公司钛产业项目总投资约20亿元，分三期进行建设：一期工程海绵钛的年生产能力为

省资产管理有限公司4420万元股权，占比17%。

然而，山东资产管理有限公司十年来业绩表现平平，2006年年报时，鲁抗医药对其进行了长期股权投资减值准备1003.65万元，计提原因是经营亏损。至2011年年报，鲁抗医药的该笔股权投资期末账面价值仅为3238.49万元，较期初投资成本4520.8万元大幅缩水。

多家上市公司持股

山东产权交易中心公告显示，山东省资产管理有限公司共有10位股东，其中鲁抗医药、胜利股份(000407)、东阿阿胶(000423)、*ST海龙(000677)分别持股17%、11.25%、10%和3.75%，位居第二、四、五、七股东地位。

*ST海龙在1999年以1029.75万元的价格，收购了潍坊巨龙化纤集团总公司持有的山东省资产管理有限公司750万股股份，收购完成后，*ST海龙持有山东省资产管理有限公司3.75%的股权至今。而胜利股份则参与发起成立了山东省资产管理有限公司，1996年末时持股比例为18.75%。

财务数据显示，山东资产管理有限公司成立之初盈利能力突出，1999年实现利润总额1.25亿元，旗下拥有齐鲁国际招标公司、山东省博彩有限公司两个全资子公司，是山东证券有限公司、齐鲁期货经纪公司、山东省环保产业股份有限公司、山东证券登记有限公司的第一大股东。此后，公司旗下相关证券资产和金融资产的名称及归属等有巨大变动，而今无法再为相关上市公司贡献业绩。

成立当年，标的公司即亏损14.42万元；2011年实现营业收入2.54亿元，不过净利润仅95.8万元；今年前三个月实现营业收入1533.89万元，净利润20.79万元。截至今年3月31日，标的公司资产总计6662.5万元，所有者权益3132.76万元。以2011年12月31日为评估基准日，资产总计账面值为8128.57万元，评估值为8185.36万元；净资产账面值为3081.39万元，评估值为3138.19万元，评估值较账面值略有溢价。转让标的对应评估值3138.19万元。

损检测、计算机技术及软件、自动化等，目前共有包括武汉中科开物技术有限公司、中国科技产业投资管理有限公司、中科院建筑设计研究院有限公司在内的10位股东。

财务数据显示，近期中科创新实现主营业务收入6418.84万元，净利润2166.10万元，所有者权益为5624.82万元，评估值为4.72亿元，转让标的对应评估值2359.85万元，属高溢价出售。

年上半年亏损77.01万元。以2011年5月31日为评估基准日，标的企业资产总计1359.95万元，评估值1259.72，净资产账面值1291.79万元，评估值1191.56万元。转让标的对应评估值1191.56万元。

转让方强调，为了保证天津青鹤鸣科技有限公司的研发工作持续进行和继续开展，意向受让方需从事电子产品、电子材料及相关软硬件产品的研发、销售、技术服务。标的企业2010年亏损99.12万元，去

5000吨，二、三期工程各为7500吨。一期工程已于2006年9月试生产，三期项目于2008年底全部建成后，天赫钛业年产海绵钛数量将达到20000吨。公司财报显示，2011年公司实现营业收入5亿元，净利润6079.61万元，资产总计18.22亿元，所有者权益5.09亿元。

受让方须具有海绵钛行业的投资经历；不接受联合受让，也不接受采用委托投资、信托等委托方式受让。

□本报记者 姚轩杰

自2011年以来，PE非法集资案件持续爆发让天津这个被誉为国内发展股权投资“软环境”最好的城市头疼不已，连续出台多项措施铁腕整顿PE。今年以来，天津PE“出走潮”频见报端。

但中国证券报记者在天津实地调查发现，撤走的PE只占极小比例。天津市政府表示，打造“PE之都”的态度没有改变。整顿空壳PE之后，将会研究出台更具针对性的财税政策，并着手研究对冲基金，未来让天津成为中国对冲基金的基地。同时，对PE产业链服务将进一步完善。

撤走PE仅占0.5%

在去年10月出台《天津股权投资企业和股权投资管理机构管理办法》后，今年3月，天津针对上述《管理办法》又出台了一个补充通知，意在规范新老基金。在《管理办法》出台前注册的老基金也要达到新的注册要求。”天津市发

改委财金处处长曾全义说。而且，补充通知里对《管理办法》一些地方进行了完善，比如基金以前没有规定需要托管，现在都要强制托管，并且在基金注册的时候就要选定托管银行。

上述政策被PE界调侃为“史上最严厉的监管措施”。一些PE因而陆续撤出，选择新疆等优惠条件丰厚的中西部地区，这对天津的PE发展会造成多大影响？

曾全义表示，天津PE发展已经走过了蛮荒阶段，现在的思路是净化PE环境，提高PE质量。

如今，在天津注册的2400多家PE中，35%是国内外一流的PE，如鼎晖投资、君联资本、春华资本；另外64%左右是一批正在发展壮大的PE；只有约0.5%的小PE撤离了天津。这么小的比例，对天津的PE行业整体发展没有什么影响。”曾全义如是说。

他认为，PE大规模迁出天津的情况并不存在，而有些PE机构因为受到中西部地区税收优惠的吸引而离开天津也是正常现象。

而记者了解到，许多在天津注册的知名PE并没有离开天津。事实上，许多PE机构看重天津的重要原因之一，就是天津得天独厚的地理优势，即靠近国内最大的PE融资市场——北京，又是环渤海地区的经济中心，还有政策上的先行先试和“一条龙”的注册服务。这只会吸引更多优秀PE进驻。”曾全义说。

新优惠政策将出

“天津的优势仍然存在。”谈及未来天津的PE发展，曾全义信心十足。据了解，天津新的监管措施出台后，之前“两免三减半”的财税优惠政策仍延续。

曾全义表示，天津不仅不会打压PE，反而会更加支持PE的发展，天津打造“PE之都”的决心没有改变。“未来，我们还将研究更细致、更有针对性的税收优惠政策。”曾全义认为，现行的税收政策还不够，其他省市也有，但他没有透露新的税收政策的内容。

PE最重要的工作是找到好项目，在竞争白热化的今天，这绝非

信产业投资基金管理有限公司发起设立，目标规模100亿元。该基金将投资于成长期和成熟期的企业，投资领域包括金融、消费零售、医疗健康等。中国人寿于2011年8月获得PE投资牌照，成为国内首家获此牌照的保险公司。

5月中外创业投资暨私募股权投资机构新设立的基金数共计5支，其中披露目标规模的有4支，计划募集资金2491亿美元。其中4支为人民币基金，披露目标金额的有3支，计划募集资金991亿美元；另外1支为美元基金，计划募集资金15亿美元。

5月份新设立的基金中，规模最大的美元基金是Morgan Stanley Private Equity Asia IV (L.P.)，该基金是摩根士丹利募集的

5月VC/PE募资疲软 专业化基金受追捧

□本报记者 钟志敏

据清科研究中心统计，5月中外创业投资暨私募股权投资机构新募集基金数共计15支，新增可投资公司中国大陆资金额为10.37亿美元，环比下降52.8%，较去年同期

成长基金最多

清科统计显示，5月新募的15支基金中，其中14支为人民币基