

头部效应渐显 私募股权机构面临“淘汰赛”

□本报记者 张晓琪

多家私募股权投资机构向中国证券报记者透露,2018年以来,明显感觉一级市场包括银行系资金、企业资金、引导基金等各募资渠道都在收紧。除资管新规影响外,二级市场接连下挫的负面影响已经传导到一级市场,市场投资情绪不高。

募资收紧下,股权投资开启大浪淘沙,少数头部机构因为“吸金能力”较强已经开始做母基金,大部分私募机构囿于“弹药有限”,在投资上更趋谨慎,甚至有部分小型私募GP(普通合伙人)为求生存开始转型做FA(财务顾问)的工作。



视觉中国图片

募资趋难

“一级市场的资金越来越不好募了。”深圳一家投资机构负责人赵明(化名)向记者感叹:“我们认识一家2015年成立的私募机构,资金规模在十亿元左右,目前正值第二期基金资金募集期。但约见好几个出资人都吃了闭门羹,看情形第二期产品大概率要黄了。”

这在当前绝非个例。据投中信息研究院公布的数据,今年5月中国VC/PE完成募集的基金数量同比下降76%,募资规模同比下降95.33%。

“不是单一渠道受阻,而是各个渠道都在扎紧口子,被动、主动因素都有。”赵明认为。

“被动收紧”是指在资管新规之下,银行对通过认购结构化产品优先级参与私募基金越发谨慎。“银行现在不是以投资的心态在谈并购基金项目,而是以放贷款的心态在做。”民享资本程韬对记者表示,以前银行更多关注的是项目前景、交易结构,出资也爽快,现在一上来就要谈有没有担保物和抵押。

一位股份制银行对公业务人士告诉记者:“即便把杠杆比例由原先的1:2、1:3降至

监管要求的1:1,银行也不敢轻易涉足。近年来有许多并购基金找过来,项目报上去了总行也没给批,说是担心引发政策风险和收益风险。”

这也影响到政府引导基金的出资。2016年至2017年,大量政府引导基金的进入方便了投资机构的募资,推动了产业基金、并购基金等纷纷落地。“除财政资金外,政府引导基金相当部分资金来自于银行,随着银行表外渠道收缩,政府引导基金募资和成立速度有所放缓,此前依赖于引导基金投资的PE/VC募资也会出现困难,这部分投资机构不在少数。”赵明表示。

事实上,除了银行系统、政府引导基金,高净值用户、财富管理机构、企业等出资方的心态也越来越犹豫,当中涉及到项目退出难度加大、对投资前景不甚乐观。

民享资本创始合伙人程韬指出,今年上半年不少投资人投的产品已经出现延期退出、收益不及预期等情况。他说:“过去大部分人民币

基金做股权投资的策略都非常简单,就是投资Pre-IPO企业。随着IPO审核趋严,前些年投进去的相当部分资金现在难以如期退出。加上前两年一级市场火爆,许多私募投的Pre-IPO项目估值多在20-30倍动态PE左右,而现在二级市场个股估值也就是在20-30倍PE,甚至更低,这种情况下要说服出资方投新的项目,难度很大。”

前海梧桐并购基金董事总经理郑羽西认为,A股市场持续调整的影响已经传导到一级市场。而在港股上市的独角兽们相继破发也影响到了相关机构的投资信心,导致整体投资情绪不高。

“独角兽在A股或港股IPO后的股价表现,将深刻影响国内一级股权投资取向。二级市场投资开始变得理性,不会再盲目替一级市场接盘,这意味着以前一级市场粗放式、短平快的投资策略行不通了。一级市场的各类股权投资机构逐渐意识到了,他们在出资和选择项目上会越来越谨慎。”赵明称。

投资趋谨慎

业内人士表示,随着流入一级市场的资金出现紧缩,继而会引发一级市场整体估值出现下调。

华峰资本副总裁杨炳龙告诉记者,部分项目估值已经下来了,尤其是一些前期需要烧钱获取流量、变现模式还不清晰的模式创新类企业,自身造血能力弱,融资跟不上就容易出现资金链断裂。他说:“创新类企业很敏感,自己主动下调估值,折扣力度也更大,有些项目最低能到五六折。”

程韬说:“现在压价会好压一些。一些强势的项目方,以前动不动报价十几亿,市场情况好的时候投资机构还会考虑给,现在没人愿意给你出这个价。供求关系在发生变化,项目估值逐

渐回归到合理的水平。”

杨炳龙表示,部分现金流充裕、基本面尚可的企业正在拉长融资窗口,在价格上并未“松口”。但总体看来,一级市场估值正在经历调整期,以最受追捧的独角兽企业为例,此前每轮融资估值要翻上十倍,现在上涨势头已经有所减缓。

即便如此,投资机构仍然不敢轻易投资项目。“节衣缩食、节省子弹是大部分机构的策略。”赵明表示。

投中信息研究院数据显示,今年5月PE市场投资案例为86起,较4月份降低36%,但投资金额创年度最高,说明市场投资越发谨慎,资金在往优质项目倾斜,头部效应明显。

行业加速洗牌

随着市场环境的改变,一级股权投资迎来新一轮洗牌。赵明对记者表示,受影响最大是此前从一线基金分裂出来的一批小基金,2015年股权投资市场如火如荼,原来一线基金的高管纷纷走出来自立门户。

根据VC-SaaS的数据,中国新募集基金的数量在2014年明显爆发,在2015年飙升至3000只左右,2016年回落至2500只左右,2017年则断崖式下降到850只。

“这些2015年以来来自一线的高管们在原有平台大多有不错的业绩,脱离老东家后,虽然挖掘项目能力仍然很强,但也失去原有平台给投资项目赋能的能力,很难挤进优质项目。这种情况下,他们后来投了不少是资质一般的项目,

现在投资期接近尾声,回报率逐渐显现,这些投资机构很难继续募资并在投资端抢到好项目。”赵明表示。

程韬认为,对于规模较小、缺乏历史业绩的股权基金,未来LP(有限合伙人)会向GP(普通合伙人)转变,GP会逐步向FA(财务顾问)靠拢。现在已经有这样情况了,一方面由于要给后端提成还无法保证收益率,出大资金的LP不愿意把钱交给GP,更倾向于成立自己的GP来实际管理;另一方面,GP募不到钱又要存活下来,被迫朝财务顾问方向发展,一旦有好项目就推介给有资金实力的机构,借此收取中间费。

杨炳龙认为,未来两类基金将具备竞争优势,

一是未来综合性的头部基金,持续周期长、过往业绩较好,且具备稳定LP渠道;二是扎根细分领域的产业类基金,能够挖掘到行业内优质企业,项目选择上更具备优势。

郑羽西认为,市场资源不断向头部基金汇聚,有品牌效应的投资机构吸引了市场上大量资金,现在头部的投资机构如红杉、IDG已经开始母基金化。与此同时,具备扎根产业、已经搭建投资生态平台的机构优势也日趋明显。随着资金向头部项目集中,项目竞争越趋激烈,具备产业优势的机构能够提前发掘潜力项目,且对被投企业来说,除了资金外,也跟着重投资机构资源整合能力、生态投资平台建立等综合能力。

新股走势分化 打新更重基本面

□本报记者 王蕊

进入6月,二级市场走势持续低迷,除去尚未开板的两只新股外,6月首发上市新股平均仅能收获连续7个涨停板,不及今年上半年平均水平,而5月份首发新股平均能收获高达连续13个涨停板。联讯证券分析师彭海认为,6月份首发新股中含有许多大盘股,大盘股作为新股的表现相对不如小盘股,例如工业富联首发仅三个涨停板便被打开。另一方面,6月份A股市场再度迎来回调,新股连涨空间迅速压缩,导致涨停天数大幅萎缩。

6月打新收益下滑明显

根据浙商证券的测算,按1.2亿元底仓测算,6月A类、B类、C类投资者参与网下打新的年化收益率分别为8.27%、7.3%和1.98%,较上月小幅下降。2018年上半年网下打新收益率呈下滑趋势,二季度连续三月维持在低位。

“尽管2018年上半年网上中签率较高,但收益率却不及预期。”申万宏源新股研究分析师林瑾指出,截至6月末,按照200%的开板日溢价率测算,2018年上半年新股网上累计收益率约为7.5%,约为2017年上半年的三分之一。这一方面源于今年上半年新股发行数量较少,仅为去年同期的26.2%;另一方面也与新股开盘日溢价率走低有关。

Wind数据显示,在2018年以来上市的64只新股中,彩讯股份首发收获了连续18个涨停板,成为了今年以来的最强新股,而养元饮品和华宝股份表现最弱,首发次日即遭遇开板。从累计涨幅来看,截至7月5日,欣锐科技上市以来累计涨幅高达370.80%,暂居目前的最牛新股,而今创集团上市至今累计涨幅高达250%至400%。

38.83%,与华宝股份一起成为今年的两只跌破发行价的新股。

从近期上市新股的市场表现来看,除去尚未开板的两只新股外,6月新股平均仅能收获连续7个涨停板,不及今年上半年平均水平,而5月份首发新股平均能收获高达连续13个涨停板。联讯证券分析师彭海认为,6月份首发新股中含有许多大盘股,大盘股作为新股的表现相对不如小盘股,例如工业富联首发仅三个涨停板便被打开。另一方面,6月份A股市场再度迎来回调,新股连涨空间迅速压缩,导致涨停天数大幅萎缩。

新股走势更依赖基本面

2018年上半年,证监会审核通过上市新股数量平均为每周2只,较2017年降幅较大。浙商证券分析师王鹏指出,打新收益率更多受获配率及参与金额水平影响,随着药明康德、宁德时代等独角兽的上市,2018年上半年网下打新的参与金额上限整体抬升,整个二季度收益率在低位徘徊。预计下半年网下打新收益率将趋于稳定。

分析人士表示,历史上新股涨幅受到二级市场的波动较为明显,每批涨幅差距较大,平均开板涨幅基本维持在250%附近。国泰君安中小盘研究分析师刘易称,由于今年每批上市新股个数减少,开板涨幅差异出现明显分化,上市新股表现越来越取决于公司基本面的成长性和业绩表现。其中,基本面一般的新股一般开板涨幅不到100%,而具有行业稀缺性或者龙头个股的开板涨幅可高达250%至400%。

新经济及业绩王者 成上半年IPO赢家

□本报实习记者 黄灵灵

业内人士日前对中国证券报记者表示,从2018年上半年IPO申请审核会及被否企业情况来看,企业的盈利规模及财务数据的质量均成为关注重点,营收和净利润规模大的企业更有优势。值得注意的是,新经济企业上半年的过会表现优于平均水平。据统计,新经济企业平均审核周期比非新经济企业少45天。

审核更重企业质量

截至6月30日,2018年上半年发审委共计审核了108家公司(不包括10家取消审核公司)的首发申请,其中58家获通过,过会率53.7%。去年同期过会率为83.58%。业内人士表示,在IPO从严审核大背景下,过会率呈现下降趋势。

从过会企业的盈利状况来看,2018年上半年过会企业营收和净利润规模显著上升。据申万宏源统计,2018年上半年过会企业上会前三期营收均值、上会前一期营收均值分别高达457亿元和173亿元,分别约为2017年过会新股的12.96倍和13.41倍;过会企业上会前三期扣非净利润均值、上会前一期扣非净利润均值分别约为2017年过会新股的6.64倍和7.66倍。

统计数据显示,2018年过会企业业绩增速也远高于2017年过会企业,上会前三期营收和扣非净利润复合增速中位值分别为20.0%和25.9%,平均高出2017年过会企业约8-9个百分点。

除看重企业盈利的“量”,今年以来,上会企业财务数据的“质”日益成为关注重点。Wind数据显示,截至6月30日,共有44家拟上市企业未通过发审委审核,涉及的被否主要有关联关系或潜在利益输送、财务问题、经营稳定性、合规与监管风险、会计核算、商业合理性与真实性等多方面。申万宏源研报显示,其关联关系和财务问题成被否主因,约有37家企业被问及,在否决因子总数中均占比约为17%。

6月22日,五新隧装公告,根据证监会公布的审核结果,公司IPO申请未通过发审委审核。其中关联交易成被重点关注问题,五新隧装的主要客户有五新钢模、五新重工等企业,而这些企业都是五新隧装的关联方,常年向五新隧装采购且占比约

向其销售,并曾进行银行贷款担保。

波斯科技则因财务问题被问阻。6月26日,据证监会披露审核结果,波斯科技首发申请被否。发审委对波斯科技对格力是否存在单一客户重大依赖的问题进行了问询。另外,该公司报告期内毛利率显著高于同行业上市公司的问题也被关注。

新经济企业“一骑绝尘”

申万宏源数据显示,以受理日至发行日计,2016年新股平均审核周期为788天,2017年为616天,2018年上半年则缩短至480天,且2018年6月份新股审核周期仅378天,较1月份的533天进一步缩短约29%。

分行业看,2018年上半年大部分行业审核周期均缩短,其中电子、医药生物、电气设备审核周期较短,分别为278天、296天、302天,较2017年平均缩短近一半。

申万宏源认为,若简单以《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见》中所规定的七大行业来划分“新经济企业”,2018年上半年新经济企业平均审核周期为419天,较2017年加快28.5%,且低于非新经济企业的464天。预期在下半年,新经济企业发行审核时长或进一步缩短。

分析人士表示,从几个“独角兽”的过会时间历程可以窥见新经济企业的过会速度之快。工业富联从申报到过会仅用时36天,从申报到发行也只用了104天。

“动力电池老大”宁德时代、“医药界华为”药明康德上市进程也远超2018年上半年新股上市的平均水平,从申报到过会分别用时24天、50天。

从募资规模上看,这3只“独角兽”的募资金额总和占上半年新股募资总额比例达到37.8%。其中,工业富联以271.2亿元募资规模居首位;宁德时代募资54.6亿元紧居其后;药明康德则募资22.5亿元,位列上半年融资规模第九位。

申万宏源指出,当前IPO市场着重从两个方面支持实体经济发展,除了向新经济高科技企业倾斜外,从目前过会企业的特征来看,IPO市场在资源相对有限的条件下,着重将资源分配给盈利能力强且规模较大的优质企业,更好地体现了优化资源配置功能,助力实体经济更好更快发展。