



CHINA FIRST CAPITAL
中国首创投资

中国首创 2011 年度报告



概览



介绍

2010年，是金融危机消退之后中国私募股权市场做大做强标志性的一年。针对中国大陆地区投资的私募股权基金新募资总额超过了1800亿人民币，同比翻倍增长。尤其是人民币基金，募集热潮不减，不论是募集数量还是募资额度均突飞猛进，持续超越美元基金。作为养老金管理机构的全国社保基金逐渐放开并加大了在私募股权领域的投资力度，将配置高达10%的资产比例用以支持更多私募股权投资基金。与此同时，保险资金也被允许进入股权投资领域，按照2009年末4.1万亿元的资产总规模计算，将有超过2000亿元的保险资金可用于未上市企业股权投资。

其中，一个非常明显的趋势是越来越多的上市公司在首次公开发行之前的获得过私募股权投资基金的支持。随着投资者信心的恢复及对市场前景的看好，风险投资和私募股权投资机构支持的中国企业境内外上市数量和融资额明显增加。

2010年，共有221家具有风投和私募股权投资机

构支持的中国企业在境内外市场上市，合计融资395.12亿美元，上市数量和融资额均较2009年同期大幅增长，全年VC/PE支持的上市企业数量增加了144家，融资额增加了1.53倍。

相比而言，VC/PE支持的中国企业在境内资本市场上市占绝对优势。由于境内中小板与创业板的高市盈率与市场估值影响，境内共有149家VC/PE支持的企业上市，较海外市场多出77家。在境内上市的企业这149家企业中，平均背后有2家VC/PE机构支持。在整体市场估值偏高的情况下，VC/PE投资机构获得了较高的投资回报。尤其是随着创业板的稳定发展以及VC/PE机构的日益活跃，创业板市场已成为VC/PE退出的重要渠道。据相关数据统计，2010年创业板上市公司有108家，而在这108家中，其中有VC/PE背景的企业多达106家，投资金额近32亿人民币，平均每家3000万元。

中国私募股权市场在 2010 年的高速发展与世界其他地区形成了鲜明的对比。欧洲和美国的 VC/PE 投资规模在金融危机之后一直保持在非常低的水平。中国在私募股权投资领域的骄人成绩突显出了其独特的竞争优势：

1. 中国是全世界增长最快的经济体，比欧美发达国家的平均水平高出 5 倍以上
2. 中国拥有全世界最活跃的 IPO 市场，投资者投资欲望强盛并愿意支付更高的市盈率
3. 中国拥有全世界最丰富的上市储备资源，大量的民营企业渴望通过获得私募股权投资成功实现 IPO

我们预计 2011 年中国经济将延续以上三个趋势，中国私募股权市场因此也将会得到更长远的发展。更为重要的是，经过一个阶段的发展，中国私募股权市场的投资地域已经逐渐从东部经济发达地区向中西部地区挺进。过去，大部分私募股权投资都集中在北京、上海、广东、江浙等发达地区；如今，这些地方的经济发展由于劳动力成本上升，过度竞争等问题出现了放缓。私募股权投资看重的是未来，即人们在未来三到五年会选择购买的产品或服务。这一时间段正是私募股权投资从进入到退出的典型周期。中国市场生机勃勃，活力四射，短短三五年时间足以将一家初出茅庐的企业培育成为行业的翘楚，例如优酷网、分众传媒、学大教育这样爆炸式成长的企业不胜枚举。但是，一个高速奔跑的市场通常伴随着激烈的竞争和变化莫测的市场环境，今日的领跑者一着不慎便会被对手超越甚至被远远甩在后面。

在经济学里，这种现象被称为“创造性破坏”。当经济景气循环走到低谷的时候，一些企业会选择退出，而有洞察力和创造力的企业就会通过变革，比如说研发新的产品或者转换商业模式来提高生产效率和盈利能力，从而提升竞争力水平。这些新的产品和模式一旦成功便会打破既有的市场格局，推陈出新，缔造新的商业奇迹。私募股

权投资寻找的恰恰就是这样的“创造性破坏者”，为这些新产品和服务的迅速推广提供充足的资金，然后将竞争对手逐一打败。私募基金只要找对这样的企业就可以获得丰厚的回报。

一个非常经典的案例就是高盛在 2007 年投资的深圳海普瑞药业。高盛当初投资了 491.76 万美元，占股 12.5%。2010 年公司成功上市，以海普瑞 148 元的发行价计算，高盛在不到三年的时间中净赚 65.89 亿元，获利达 93.27 倍。这笔投资堪称中国私募股权投资历史上最成功的经典案例之一。

没有人可以百分百预测未来，但是中国私募股权投资回报率在一倍以上的成功案例比例在全世界是最高的事实是有目共睹的。不过中国市场也并不是遍地开花，有时候私募基金的判断也会失准，选错企业致使投资失利，甚至血本无归。风险和回报是对等的。高科技的投资回报很高（海普瑞的经典案例），但是失败的几率也很大。由于中国的传统产业仍有很大的升级空间，零售、消费品、制造业和资源型企业都是私募股权投资基金关注的行业，而与此同时，风险投资概念在中国暂时还没有形成很大的气候。相比高风险的行业如互联网或者生物技术，传统行业看得清摸得着，成熟稳健，不容易一脚踏空。即使从全球范围来看，传统行业也仍然是私募股权投资基金偏重的方向。

我们早期有一家客户企业专门从事铜制漆包线生产，在 2008 年拿到了私募基金共计 1.2 亿人民币的投资。这笔投资主要用来建设新厂房，购买生产线，扩大生产规模。短短两年时间内，这笔资金发挥了显著的作用，不仅公司的市场份额大幅上涨，而且净利润率也突破了 15%。预计今年年底该企业上市的时候，这家私募基金可以获得超过 10 倍的投资回报。温故而知新，总结历史是为了更好地开辟未来。本报告还将继续回顾和总结 2010 年中国经济以及私募股权市场发展

的其他关键趋势，相信这个朝气蓬勃的市场在新的一年里会更加异彩纷呈。

温故而知新，总结历史是为了更好地开辟未

来。本报告还将继续回顾和总结 2010 年中国经济以及私募股权市场发展的其他关键趋势，相信这个朝气蓬勃的市场在新的一年里会更加异彩纷呈。



日新月异的中国经济

中国已经取代日本成为了全球第二大经济体。中国已经取代日本成为了全球第二大经济体。虽然中国的人均GDP还不到这个小小邻国的十分之一，但是中国目前的中产阶级人数远远超过日本。不过另外一个值得注意的现象是，中国目前的中产阶级人数远远超过日本。按照这个趋势发展下去，中国也能很快赶上并超越美国，成为世界上中产阶级群体最庞大的国家。

关于中产阶级的定义并没有一个普遍的标准，很难用科学的角度去衡量哪些人群可以归纳为中产阶级。笼统的说，中产阶级指的是那些在满足基本生活所需以外还有能力享受更多福利的人群。这些福利包括一年多次的外出度假旅行，全套的现代化家居设备如空调、洗衣机、汽车等，当然还有能够应付失业或医疗等紧急事件的现金储蓄。

在中国，估计大概有2.5亿到3亿人如今已经达到这一标准，这是非凡的经济成就。30年前，除了极少部分的世袭家族和高级官员外，中国还未诞生真正意义上的中产阶级，大部分老百姓都还在小康生活线以下煎熬。今天，中国已经拥有了全球最广泛的互联网用户和移动电话使用群体，而且也是新生的汽车消费大国。全国各主要城市的房价已经接近甚至超过美国绝大部分城市的平均水平。

房价的上涨是催生大量中产阶级的主要原因。简单地说，大部分拥有自住房的中国人都可以被称为中产阶级，因为城市住宅最便宜的也要30万-50万元左右。在上海、北京、深圳等一线城市，房价已经达到世界最高级别，平均每一位业主的资产都超过60万元。

绝大部分的中国人要么一次性拥有房屋，要么通过房贷暂时拥有少于50%的产权。即使是在中国广阔的农村地区，也有成千上万的民众拥有至少10万元的房产。和美国不一样的是，中国人

很清楚自己的房子值多少钱，而且相信还有很大的升值空间。从人们的消费习惯中便可以看出这份信心，在中国拥有一套房子就好比银行里存了钱一样，大家都没有消费的心理负担。

欧美和日本的中产阶级有一个共同特征，他们对自身未来的经济状况和维持幸福生活的能力总是心存焦虑，永不满足。这一点在中国也普遍存在，许多中国的中产阶级人士并不觉得自己生活舒适幸福。社会经济的变化节奏如此之快，许多中产阶级可以享受的产品和服务如汽车、出国度假和住房等价格不断攀升。中国的中产阶级也要担心失业、赡养老人、孩子教育等诸多问题。换句话说，中国和美国的中产阶级一样顾虑重重。

不过中美之间有一点很不同。在美国，中产阶级的消费是GDP增长的最主要推动力。在中国则不然，不过我们还是相信，中国中产阶级的消费能力对于国民生产总值的贡献也会变得越来越重要。中国的中产阶级将成为一个不仅数量庞大，而且购买力强劲的群体。

说到消费就不得不提及目前中国的物价水平。中国食品价格飞速上升，是人所共知的事实，2010年某些食品涨幅甚至超过30%。虽然中国谴责那些囤积大量新鲜食材，等待价格大幅上涨而获利的投机行为并非毫无依据。然而价格上涨问题似乎无法在短期内解决，中国政府公布了销售国家储备粮的计划，这对促进农民明年积极耕种积极性是个利好消息。

2010年粮食价格短期内快速增长，在过去30年，中国从来没有在如此短的时间改善农民的收入水平。对于农民来说，在中国历史上没有比现在更好的农耕时代。从根本上来讲，中国的通胀在一定程度上反映了财富从比较富裕的城市向拥有中国一半人口的农村转移。

如果这种情况持续下去，它将会缩小中国城市与农村之间的收入水平差距，这正好是中国政府工作的主要目标之一。然而，似乎政府并不完

全认同这种看法。相反，中央政府已经针对价格上涨发出警报，因为食品价格上涨会给都市人民生活带来压力，尤其是首都北京和其他大中城市。

以在秋季盛产的苹果为例，去年的价格几乎翻倍。但是，被忽视的是，中国苹果种植户的荷包比以往更饱满了。最快和最有效提高农民生活水平的方式是提高农产品价格而非刺激整体通胀。有迹象表明，现在食品行业是唯一有着两位数通胀增长的领域。

这种情况会持续多久呢？通常来说，食品价格的大幅增长将会导致整体物价水平的持续走高，最终会抵消农民从食品价格增长中所获的收益。由于今天的农民更多的追求食品价格所带来的利益，因而会不断通过扩张种植面积来保持利润规模。

当然，城市工资也在不断的快速增长，这似乎让城市能够容忍比较高的食品成本。换句话说，中国13亿人的生活每年都在改善。纵观中国悠久的历史，不难看出现在中国农民生活正经历着前所未有的改观，并且从过去30年中国的经济进程来看，这是一个千载难逢的发展机会。

总结三十年，世界经济看中国，中国经济看浙江。浙江是中国经济发展的缩影，更是民营经济的沃土。了解了浙江的经济特色，也就了解了中国经济的一大半。在这里你可以深刻体会到中国经济发展的无穷动力和遍地的机会。

改革开放以前，这里不像一些得到过政府投资并更受政府关注的北方地区，它们在1949年以后的三十年中被“过度工业化”了。这种缺少工业基础的状况在后来成为浙江的决定性优势。在经济改革进程中，由于没有之前臃肿的“被迫工业化”的拖累，培育了当地企业家独特的创新思维和敢闯敢干的自由冒险精神。

随着中国政府对民营经济逐渐放松控制，浙江得以首先抓住机会，民营企业兴盛起来。今天，

如果你有机会在浙江四处旅行，你会发现国有企业已经非常少见。当地的经济几乎完全掌握在民营企业手中，而其经济发展的火车头，则是那些规模较大的优秀私营企业。

在西部和北部，情况却很不一样。“我们假装工作而他们假装付钱”式的国有企业，在当地经济中仍然处于支配地位。在这些地区，私营部门仍在为争取属于他们的资源份额而努力，那些拥有企业家才能的人常常选择移居。深圳就是充满了这类人群的城市，人们从中国的每个角落，聚集到这里。我们接触过很多的企业家，他们很多来自中国内地，尤其是江西，湖南，四川和湖北。

从地理位置上来看，浙江和意大利北部都是丘陵遍布的地区。而且在最近几十年中，都在肥沃的土地上建立起工厂。北意大利拥有全国（乃至世界）最成功的私有企业和品牌，如Benetton, Luxottica, Armani。那里的食物也极为出色——这是北意大利与浙江的另一个共同点。

意大利北部是欧洲人均收入水平最高的地区，甚至比临近的瑞士更为富有。相似的，浙江也是中国最富庶的地区。尽管浙江目前还没有创造出国际著名的品牌，但它却聚集了中国最优秀的中小企业。在未来几十年，巨大的，行业霸主类型的企业将在它们中间诞生。就像吉利，一个总部位于浙江的中国汽车品牌，最近顺利完成了对福特旗下沃尔沃汽车的收购。

浙江是中国非常独特的一个省份，它有三个经济和企业中心，分别是温州，宁波和杭州。这三座城市就好比三台引擎，源源不断地为整个浙江的经济系统输入能源和财富。浙江在经济发展的初始阶段具有很多让其他地区羡慕的先天优势。如富饶的土地，丰富的水资源和内陆水运河道，沿海并拥有重要港口（宁波），以及靠近上海。但它最大的幸运是拥有一群极具天赋的企业家，是他们抓住并强化了自然所给予的优势，在

一个二十年前还仅是“鱼米之乡”的地区建立起生机勃勃的工业经济。

浙江的繁荣反映了正在重塑中国经济的两大力量：民营中小企业和国内市场，他们正取代OEM出口成为中国制造业的主要市场。



私募股权市场的重要变

《亚洲私募股权评论》数据显示，2010年上半年有154亿美元新资本流入中国，比去年同期增长48.5%。其中，68.3%的资本是专注于中国的人民币基金，规模超过700亿元人民币。如此迅猛的增长出乎很多人意料。

虽然人民币基金从2009年开始在数量上已逐渐凸显其强势地位，但是平均募资额仅为外币的三分之一。而2010年从资金总额上看，短短半年时间就已经赶上并超过了外币基金，而且还呈现不断攀升的势头。我们和中国最成功的几十家私募基金都有过接触，有的基金完全是人民币基金，有的基金是纯粹美元基金，有的则非常幸运的两者都有。人民币基金很显然是去年私募股权领域最热门的话题。

对于中国的企业家来说，这是一个激动人心的消息。在中国，民营企业不可否认已经成为了推动中国经济增长的中坚力量，但是因为体制等原因，民营企业一般较难得到信贷资金的支持，在最近的一次金融危机中，这种情况尤为凸现。私募股权的兴起无疑帮助中国的中小民营企业打开了一扇融资的新大门，有助于缓解企业进一步扩张和运营提升所面临的资金压力。

人民币基金的崛起有多重因素推动。

首先是中国持续高速的经济增长。即使在金融危机中也没有发生大的动摇，不管国内还是国外投资人都对中国的经济抱有很大的信心和期望，这为人民币基金的发展和壮大建立了坚实的基础。随着中国财富的积聚，人们对资产配置多元化的需求越来越大，促进了多层次金融市场的蓬勃发展。大批高成长企业的出现以及中国经济向国内市场的转移会产生大量资金需求，这也给私募基金带来很多机会。

其次，LP（有限合伙人）队伍逐渐壮大。

前些年私募基金的出资人多是资金充裕的私人企业，近年来，随着像社保基金、国开行这样资本雄厚的机构投资人的加入，人民币私募基金在出资结构和管理上也越来越规范化。而且，人民币基金已经不再局限于本土投资基金，越来越多的国外大型私募股权基金开始积极拓展中国市场，凯雷投资、黑石等著名投资机构纷纷设立大型人民币基金。

中国社会基金保障理事会即将成为全球私募股权投资领域里最大的资本来源。众所周知，社保是用于支付中国亿万民众的养老金。最终，它是需要万亿的资金用来支撑的。对于中国百姓的好消息是，由于社保基金认真、负责和高效的运转，这笔庞大的退休金是被安全管理着的。

虽然社保基金是私募股权投资的新手，但它还是和最成功的那些机构一样，使用世界上最先进最严格投资标准筛选私募股权投资的管理人。这其中包含了各个层面的尽职调查工作：包括利用外聘律师，会计师和顾问来评估私募公司的业绩和战略规划，与私募合伙人深度交谈，以及给社保基金最全面的建议。

社保选择了管理良好的新加坡公积金作为参考模板，虽然这个公积金的规模要小很多。普通劳动者交纳一定比例的工资给政府，由政府统一管理和投资来获得一个固定收益的回报，最后以退休金的形式返还给民众。相较而言，美国和欧洲大部分国家的养老金制度其实是一种税负，政府从民众薪水中抽税，并且承诺退休时以月津贴的形式返还。理想状态下，在退休金保持相对平稳并且工作人数超越退休人数时，欧美这个系统是能正常运转。然而，事实并不是这样。由于它们的退休金系统都承担着巨大的负债，所以在未来只能通过消减养老金支付，或者提高现有税率的途径来解决。

而中国在十年前刚刚引入国家社保概念的时候，就明智的选择了更合理的公积金计划。这样，钱就被用来为未来投资，而不是立刻花掉。所以在未来30年，一个35岁普通人在中国比在美国更有机会获得丰厚的退休金。从技术上来对比，欧美养老金体系是不具备偿债能力的，中国养老金体系已变得更加庞大和富有。

在2009年末，人民币社保总资产已达7770亿人民币（1200亿美元），并且这些资产还在迅速增长。越来越多的城市人口正在逐年加入社保计划，他们工资的一部分将会交给社保基金保管；同时，工资的迅速攀升也使得每秒都有更多的钱正在流入社保基金。社保的管理更像一个私人养老基金，它对于自己管理的资金建立投资组合，赚取合理、安全、风险可控的回报，以此满足未来养老金发放的责任。从社保的投资表现来看，它的资产应在五年内接近5000亿美元。

大部分的社保基金都用于投资低风险和低收益的债券。由于社保基金的目标是至少3.5%的年投资回报，所以作为一个投资组合，社保还计划将资本的10%投资到“另类资产”，其中大部分将会投入到中国的私募股权投资领域。目前，它已经开始投资包括鼎晖、赛富、新天域这样的一流私募股权基金。只要社保能够长期保持用专业的标准挑选私募基金公司，我们相信社保将会从它私募投资中获得较高的收益率。在中国，优秀的私募基金公司能够得到超过33%的年收益。展望未来的20到30年，得益于对私募股权的投资，中国的国家社保基金将会更加稳健和富有。

最后，国内退出渠道的完善也推动了人民币基金的发展。国内创业板的推出为私募基金开启了一条新的国内退出渠道，同时调动了私募基金培育新企业的积极性。“本土募资，本土投资，本土退出”的良性循环机制也日趋成熟。过去，很多民营企业为了境外上市的方便都做了海外架构，但是2006年10号文出台后，企业就很难再走

这条老路。加之这五年来中国国内股票市场的发展势头十分良好，上市企业的平均估值都要比美国 and 香港市场高出很多，越来越多的私募投资人会优先选择企业在内地上市。虽然用美元投资境内结构的企业并在国内上市也可以，但是操作起来十分不便，成功几率也不大。所以，用人民币投资，借本土人才运作，最后在国内市场退出是大势所趋。

如果说，2006年10号文把美元基金投资中国企业然后到境外上市退出的路堵死了，那么，创业板把人民币基金投资然后境内上市退出的渠道大大拓宽了。中国第一批创业板上市的28家企业里有23家获得过私募基金的投资，并且其中大部分是国内本土人民币基金。禁受国家政策造成的内忧外患，美元基金正面临前所未有的挑战。

当然，很多优秀的美元基金还是有诸多优势的。在中国投资多年的经验，众多的成功案例，全球化的视野，以及合伙人的强大背景都使得美元基金有自己独特的优势。但是，几乎所有美元基金都意识到拥有人民币的重要性，都在不遗余力地去募集人民币基金。美元基金和人民币基金的博弈仍在继续。归根结底，能够发现各个行业里的潜在明星，能够帮助企业从经营管理，资本运作上更上一层楼，能够提供资本以外的增值服务是私募基金在竞争不断加剧的私募行业胜出的关键。

伴着2010年的曙光，中国私募股权融资界正在经历历史性的变化。中国私募融资从十年前起步，创始阶段已进入尾声，随之而来的是中国私募运作方式的重新定位。这一变化是很多基金都没有预料到或有能力应对的。

什么变了？这些私募基金已经达到很大的规模，成功地募集了美元基金进行投资，然后带领这些中国公司在香港或纽约上市。这样的流程在很长时间内运行良好，很大程度上是由于中国自己的资本市场相对不发达。现在，私募投资者最好的获利机会是用人民币投资，并在中国市场上

退出。相反，许多第一代的私募基金由于只有美元资金和海外上市途径而停滞不前。

私募投资的成功归结到一点，就是最大化进入和退出的价差。人民币投资带来的价差往往达到美元投资的两倍。原因在于中国股市的估值用市盈率计算，是美国和香港股市的两倍以上——中国市盈率平均在30倍左右，而美国和港股市场只有15倍左右。这一差距长期以来一直显著存在，因为中国的利润增长（和GDP相应的）比其他任何地方都要迅速，中国的投资者也更愿意付出如此高的估价。

如果有选择的自由，任何投资者当然都会愿意在中国退出。问题在于他们没有这个自由。只有完全本土化的公司可以在中国国内上市。这意味着那些有着“境外结构”的公司——也就是最终控股公司注册在香港，英属维尔京群岛，开曼群岛或中国以外的地区——是不可能在国内上市的。境外结构公司可以接受美元基金，换成人民币用以在中国发展，然后在境外上市。私募基金就可以用美元投资和退出。这就是那些幸运的投资于中国的百丽，尚德，阿里巴巴，百度的基金运作的方式，这些公司都具有境外结构。

2006年9月，游戏规则改变了。中国新的证券法使得中国企业无法建立境外控股公司。年复一年，拥有境外结构的好的民营企业越来越少。第一代的私募基金手中只有美金因而面对着越来越少的可以投资的好项目。同时，在中国股市上市的吸引力越来越大，不仅股价更高，而且上海和深圳的股市流动性更好，也不再那么易于遭受价格波动的影响——这曾经是投资于中国的一个标志性特征。

当然，情况也不总是那么美好光明。一个想要上市的中国企业无法控制自己的上市时间表，这是由证监会决定的。为了在中国上市，企业必须向证监会提出申请，加入一个不知有多长的排队中。目前，这一过程可能需要两年之久。而在香港或美国上市则要快捷、透明很多。

对于任何上市公司，时间都很重要，但价格更重要。这就是为什么，平衡两种因素来看，在中国上市对大多数企业来说仍然是一个更好的选择。对私募基金而言，赤裸裸的现实摆在眼前：如果不用人民币投资并在中国退出，就相当于自己把利润减半。

但是，大部分的第一代基金只有美元，也就是说他们只能投资于在国外市场退出的企业。在此情况下，许多第一代基金也正在努力募集人民

币基金，比如软银赛富和普凯基金等。但是，募集人民币基金不是一件容易的事，很少有人能成功。成功的那些也往往只能筹集到相当于其美元基金数额的很小一部分的人民币基金。

总的来说，这些对于中国第一代的基金不是一个好消息。他们在过去的十年间为自己和投资人赚得大丰收，但游戏规则已经改变了。在今天的中国，许多变化是迅速而不可逆转的。未来，成功的私募基金将会是那些可以用人民币投资和退出的，资本市场不再是美元主导的天下。



活跃的资本市场

2010年对于中国资本市场而言是浓墨重彩的一年。在迎来自己20周岁生日的历史时刻，中国资本市场在规模、功能、创新、监管等多个方面均取得了重大突破。

证券市场融资额高居全球首位，充分显示了中国资本市场融资总量的急速扩张程度和持续融资能力，进一步发挥了市场扩大直接融资比重的功能；股指期货和融资融券的成行，使得资本市场正式从“单边”市场迈向“双边”市场，2010年更因此被业内称为“金融创新元年”；新股发行体制改革第二阶段改革的启动，标志着市场由此迈过进一步市场化的新门槛；经国务院同意，证监会等五部门开始联合打击资本市场内幕交易，意味着中国资本市场的制度、法律环境、监管手段以及投资者行为进一步向成熟市场看齐；创业板指数的发布以及运行一周年所取得的成绩，凸显了资本市场在支持经济转型及新兴产业发展战略方面的功用。

创业板的开启使得深圳证券交易在短短一年时间内成为了2010年世界上最繁忙和最大的IPO市场之一。截止12月底，有321家公司从深交所IPO中筹得456亿美金，首次超过了美国市场IPO所筹资金。上海证券交易所排行第四，加上香港市场募集金额的528亿美元，大中华地区证券交易所(包括香港交易所)2010年首次公开募股(IPO)募集到的资金接近美国市场的三倍。

这是深交所了不起的成就。两年前，它甚至还未跻身于亚洲前五。现在则比任何其他证券市场包括纳斯达克和纽约证交所更多的新资本交易，即便是在漂亮的中国经济数据之下，这样的成就仍然是相当突出。并且值得注意的是，因为政策原因，深交所阻绝了所有境外投资者，

因此，2010年至今所有的上市交易和资金筹集都是来自于国内投资者。

深圳IPO数量突然激增的一个原因是2009年10月创业板的开幕，创业板的目的是让规模较小的企业，主要是私营公司进入资本市场。在创业板拉开大幕前，唯一能够在中国上市的公司或多或少都有些国营背景。创业板改变了这一切，可以预见的，中国公司在上市的数量将继续增长多年。毫无疑问：世界上IPO的中心正在向中国转移。

创业板自从2009年10月30日正式登陆深交所，截止至2010年10月22日收盘，深圳证券交易所创业板上市企业已达130家，总市值5600亿人民币，流通市值1259亿人民币，平均P/E为68.05倍，比中小企业板52.65倍的P/E高29.2%，比深圳主板36.37倍P/E高87.1%。

从统计数据看，创业板和中小板在地域的分布上格局相当。长三角、珠三角、环渤海地区的上市企业总数名列前三甲，中部地区和西部地区次之。这样的分布基本上与中国的经济发展状况一致。

但是往微观看，也就是落实到地市的分布，就会发现两者之间明显的差异。截止去年8月份，中小板462家企业分布在119个地市，而创业板113家企业分布在56个地市。所以从密度和广度看，中小板都要比创业板范围广。不过有一点是很明显的，那就是创业板企业很大比例集中在一二线城市；而中小板企业则要分散得多，三四线甚至一般发达的县市都有。

略微思考一下就会发现，这和创业板“两高六新”的定位吻合。

两高即高成长和高科技，六新则是新经济、新服务、新农业、新材料、新能源和新商业模式。这自然而然就会将创业板企业和传统板块的企业区分开来。传统企业更多的是资金密集型或劳动

密集型，资产较重。创业板市场主要服务于新兴产业尤其是高新技术产业，这些企业具有较高的成长性，但往往成立时间较短，规模较小，资产也较轻。

既然是高科技新模式，那么必然对知识和创意的需求较高，而这一切都是以高素质的人才作为基础。恰恰高水平人才聚集的地方都是这些经济发达、环境优美、交通便利的大中型城市，必要的物质基础和自由的信息流通是萌生新技术和新理念的前提，这也是为什么创业板企业集中在发达城市的主要原因。

相反，传统的行业则对既有的资源比较依赖，比如矿产类企业更多的是扎根于矿产资源丰富的地区，传统制造业会依赖于劳动力丰富且便宜的县市，再比如食品企业可能会选择靠近农产品加工区。所以，相对来说，传统企业更多借助地缘优势来发展，而创新型企业就能轻易摆脱这些自然或者地理的限制，主动选择适合自己成长的土壤。他们优先选择的自然就是像北京、深圳、上海这样的大城市，统计数据有力地支撑了这个论点，作为国家的文化经济中心，北京以21家上市企业荣登创业板地市排名首位。

从上市公司行业分布来看，创业板和中小板的对比也很鲜明。水电煤气、建筑、地产、食品饮料等多处留白，以机械设备、信息技术为最多，大约占半席。剩下的主要在石化塑胶、电子和生物医药。这样的行业布局也基本上符合创业板的宗旨，那些技术含量低、规模过大或是市场饱和增长有限的行业都不在其列。但是，这并不代表这些行业未来不会出现冒泡的企业。随着新技术的植入，某些传统的行业也会有颠覆性的成长。

创业板作为刚刚起步的新兴市场，给予了VC/PE机构大展拳脚的广阔天地；以中国股市一直以来追求“新”闻、“热”点的特性，不负众望的在创业板发行首日便将回报率推高至93.2%，而之后居高不下的P/E和平均账面投资回报率使VC/PE在创业板的投资中赚的盆满钵盈。

横空出世一年多以来，创业板过热的高估值一直被广为诟病。在私募股权领域，我们已经可以深刻地感到二级市场的高热度在向一级市场传递。我们通常认为PE倍数超过两位数已经是特殊情况了，但现在似乎正在变成普遍现象。当我们不断听到很多交易在10倍，12倍，15倍，甚至20倍时，我们已分不清是故事，还是事实。

当然，估值高对企业家肯定是有好处的，因为在出让相同股份的情况下可以获得更多的融资。但是，整体看来，估值并不是越高越好。追求过高的估值有时反而会损害企业本身的利益。这里简单阐述几个原因：

增加企业风险。私募基金都有自己的投资收益率要求的，那些达不到他们的投资收益要求的投资机会，他们是不会投的。如果企业要求过高估值，那么私募基金就要提高对企业的盈利要求，这通常是通过赌条款或者其他有创造性的交易结构来实现，万一企业没有达到预期目标，那么就会面临股权稀释，现金赔偿甚至和投资人反目成仇的不愉快后果。

增加二次融资难度。私募基金都不愿意自己投资一个企业，一年后另外一个投资人以更便宜的价格买入这家企业的股份。这意味着什么？这意味着一个企业如果第一轮融资的估值太高，而由于企业本身或者是资本市场的问题，在企业二次融资的时候，没有投资人愿意出比第一轮更高的估值。如果这种情况发生，结果就是第一轮的投资人不愿意投，也不愿意让第二轮的投资人以更低价格投资，这样企业就会陷入无法融资的困境。

低估了投资人增值服务的重要性。每个投资人都会标榜自己能够提供很多增值服务，每个人都自己的基金有实力，有关系，有经验，实际上，企业通过一些简单的尽职调查还是很容易看

到基金背后的实力的。如果仅仅以估值为选择投资人的依据，企业事实上是低估了投资人增值服务的重要性，这也是对企业不利的。

投资人不是终生伴侣，但至少会陪同企业走过几年的时间。所以慎重选择是必须的。价格是重要的因素之一，但不应该成为全部。每个企业应该根据自己的自身情况选择最合适的投资人。创业板的高估值必将成为历史，其中的金子会通过业绩来支撑其估值，而有些企业会成为中国资本市场发展过程中的流星。

由于中国证券市场固有的缺陷和金融市场的单一化，在创业板推出之前，反向收购是中国优秀民营企业在美国上市最经常的途径之一。但是，殊不知反向收购有非常高的潜在风险，可能导致这些企业出现严重问题。

自2005年以来，有380家中国企业在美国完成反向收购。几乎在所有的案例中，反向收购都是他们在美国主板，通常是纳斯达克上市的第一步。然而，根据Dow Jones Investment Banker最近的文章，只有15%的中国企业成功转板到美国上市。这意味着失败率高达85%。

这一事实是对那些宣传、组织并从这类交易中获益的顾问和银行家的一项严厉指控。反向收购使这些中国公司被置于比之前更糟糕百倍的境地中。他们的股份困在美国OTCBB（美国场外交易柜台系统）或PinkSheets（粉单市场）市场中，没有流动性，价值极低，上市和年审费用高昂，且丧失了再融资的可能。

另一方面，这些顾问、银行家或会计师却从中牟取暴利。中国公司为在美国实现反向收购，已经向这些顾问、会计师、律师和其他机构共支付了超过7亿美元的费用。或许比起中美贸易总额来说，7亿美元不算什么，但令人反感的是这

些美国公司向他们的中国客户收取高额费用却提供会使客户蒙受损失的服务。

您可能会以为既然85%的失败率是如此之高，这些反向收购顾问会很难找到新客户。不幸的是，事实并非如此。这是一个失败却无比繁荣的行业，这些美国的反向收购顾问是中国各地融资论坛的赞助商名单的常客，通过这种形式向中国企业兜售他们的服务。他们的宣传口号永远是：我们能够帮助你的企业在纳斯达克上市。事实却远非如此。

这些顾问公司非常清楚85%的反向收购会成为一个代价高昂的错误，因为他们永远都没有机会“转板”到纳斯达克。同样地，他们永远不会把这个事实透露给他们的中国客户。精确披露信息是金融市场最重要的准则之一。然而美国的财务顾问公司在向中国企业推销反向收购时完全没有披露交易的风险。没有任何其他上市途径像反向收购这样昂贵且多数流于失败。

当然，中国企业常常无法依靠自己对反向收购进行足够的调查，关于美国反向收购危险性的中文资料非常少，中国自己的股票市场上无法操作此类交易，因此导致中国人对美国资本市场的了解则非常有限。反向收购使中国企业付出了昂贵的代价，它导致很多优秀的中国民营企业走向衰亡，严重损害了中国的经济发展。

对已经在美国完成反向收购却无法转板到纳斯达克的325家中国企业来说，他们将每年浪费几百万美元用来支付OTCBB和Pink Sheets的挂牌费，却永远无法真正实现上市。

因此，赴美反向收购就像资本市场版本的凌迟处死，企业经受长期煎熬，明知深陷泥潭却无法抽身。



中国的商业社会

“五年前，我只需要考虑如何制造出足够的产品来挣得微小的利润。如今，我得花很多时间来处理雇员问题、环保法规、税收政策，努力提高市场份额，还要尽一切可能地保持领先于竞争对手。压力比从前大多了。”

一位山东大型国有化工企业的老总发出这样的感慨。他本人正处在40岁左右年富力强的壮年时期。在他15年的工作经历中，从工程师起步，然后做经理，直到现在的企业老板。他从下至上全方位亲身经历和实践了中国企业管理的宗旨、模式、职责范围和工作目标。

和中国的其他方面相似，企业管理模式在短短的几年间发生了翻天覆地的变化，这也正是中国经济宏观调控的结果。比如说计划经济体制的退出，私营企业的日益发展，中国加入WTO以及对进口的进一步开放，还有充满活力的国内消费市场等等。所有这些因素都使得计划和决策变

得更为错综复杂，同时也使得好的管理方法显得尤为重要，这对国有和民营的企业的影响是一致的。

在很短的时间内，中国对企业的监管从自由放任转变到媲美于欧美对环境保护、税收以及劳动法规等均严格监管的体系。的确，这些更为严格的法律法规还没有被全面地应用和执行。然而，任何选择无视或违反这些规章制度的中国经营者最终都会发现自己深陷泥潭麻烦缠身。拿劳动法来说，中国政府继续颁布新的劳动保护规章条例来为雇员提供重要的权益保护。

新的环境保护条例给中国的企业经营者们带来更大挑战。那些为了提高利润而无视环境污染的经营者们正在冒着提前被踢出局的巨大风险。两年前，在山东省内有29家造纸厂。如今，只剩3家，另外的26家造纸厂因为违反环保法规一夜之间被强制关门。这些工厂的经营者中，大多数

已经在当地经营了很多年，现在他们应该更能深刻地懂得中国的管理方法已经发生了如何巨大的改变。

还是上面那位国企老总的经历做例子。他所在的企业主体是国有的，理论上讲，他的管理工作应该非常容易。通常，中国政府并不追求红利，绝大部分的利润都会留给企业。然而，他正在做出一个在他的职业初期完全不可想象的决定：实施管理层收购计划。目前，企业的65%归一个当地的大型矿业集团所有，而这个大型矿业集团又归省政府所有。收购计划仍然在初始阶段。要想成功，他需要劝说各层政府机构，还要动用他的积蓄并借一部分钱用来购买国家持有的企业股份。

如果管理层收购成功，他所有的个人积蓄将转成公司的股份。为了赚钱，他就需要更加努力工作，公司才有机会在3-5年后首次公开募股。或许只有到那时，他才能通过卖掉他的股份来赚钱。在这种情况下，每一年，他们的工作都会变得更困难，更有压力，这是挑战也是机遇。对于那些才华横溢且思维敏锐的经营者们，他们的经济回报也会更为可观。一步一步地，随着中国经济的现代化进程，中国的企业管理者们正在比其他国家的同行们更快地向更好的方向进步。

除了精明能干的企业家和富有创造力的中国人民，过去三十年中国经济举世瞩目的成就还应归功于开明的政府政策。

所有国家的政府都在企业成功与否之下制定规则。中国也不例外。一个明显的区别是：中国政府显然做了很多正确的事，带来历史上最具持续性的经济增长。这是如何实现的？中国政府以务实的政策强化全球竞争力，促进中国就业和提升生活水平。“为人民服务”不是一个空洞的承诺。在中国你可以深深感受到各级政府官员的能力，坦率和使命感，尽一切所能协助改善投资条件，提高当地的生活水平。

与大多数国家不同，中国政府的执行效力是一个以客观数据衡量和推动的过程。这些数据不仅包括本地生产总值的增长，还包括每个人生活和娱乐空间的增长，在时间和预算的控管下完成地方基础设施建设和城市美化方案，如植树和河流治理。正如管理大师彼得德鲁克所言：“你只能管理你可以测量的。”

所以，就经济成就而言中国政府显然已经跻身全球最具竞争力的政府行列。特别是在管理这次金融危机上显示出了非常强的能力，继续为民众创造更好的生活条件。的确，比起过往的增速现在中国的经济增长要有所放缓，大概在9%到10%左右。但是总的来说中国的繁荣程度还是别的国家不能比拟的。好比脚踩弹簧，依然具有无限的上升潜力。

这些都是中国政府对经济妥善管理的结果，但是实际上在中国以外人们很少关注这点。大多数人都会指责中国经济发展带来的负面效应如污染，腐败以及人民币汇率操纵等问题。这些反面的舆论对于那些创造了中国经济奇迹的政策制定者来说是很不公平的。

那么中国政府在这方面取得了多大的成就呢？在过去几年出口市场大幅萎缩的情况下，中国并未出现明显的经济混乱。的确很多工厂在这期间关了门，员工也大量失业。但是这些都是正常的现象，因为在一个以制造业为主的国家，经济的起伏是很平常的事情。特别是对中国经济来说，在过去经济发展很大程度是受惠于制造业的出口，其他产业的贡献是少之甚少的。

从经济上来看，今天的中国和三年前大不一样了。如今国内市场取代出口市场成为拉动中国十四亿人口经济体的火车头。中国政府很迅速地做出了这一转变决定以至于中国以外的地区都没有什么察觉，甚至在国内也是。我遇到很多中国人还是认为制造业出口是国民经济最重要的动力。但是这一块的比例相比前些年已经少了很多，在将来还会更少。

中国的这一转变给世界其他国家的制造业带来了很大的冲击-比方说法国无休止的劳工冲突,还有七十年代的巴西也是这样,当然还包括欧洲其他地区长期的高失业率。这些国家和地区的经济随着他们在制造业上的竞争优势消失而日薄西山。

相反,中国的经济前景却是越来越明朗。这里遍地都是机会,人们很轻易地就可以找到工作并规划自己的未来,这些都是中国政府给人们创造的条件。这和欧洲的对比就很明显,在欧洲,政府太过干预人们的经济活动,谁做什么在哪里

做和做多少都要被管制。而中国政府在经济监管上就很开明,他们很少限制这些活动,他们的目标就是为人们创造更多的就业机会并为各行各业注入更多的竞争机会。

中国政府在过去三十年的成绩有目共睹,优良的经济政策和制度帮助5亿人口脱离了贫困。毋庸置疑,这是过去一个世纪以来世界上最大的经济成就。同时,中国政府在提升中产阶级梯队的政策力度上也是很强大的,成绩也非常显著。所以,我们在评价中国政府脱贫和造富的成绩时不能顾此失彼,而要给予同等程度的肯定和赞美。





资本，智慧，经验和诚信

中国首创，作为唯一一家专注于服务中国优秀中小型企业的国际投资银行，为那些迅速成长并具创新能力的中国中小企业提供发展战略和财务等方面的专业咨询和融资服务。我们针对性的服务有助于中国中小型优秀企业的发展壮大。

更多信息，请联系：

广东省深圳市福田区金中环商务大厦 2008 室， 电话: 0755-3322-2093

网址: www.chinafirstcapital.com

博客: www.chinafirstcapital.com/blog

中文博客: www.chinaprivateequityblog.com

邮件: info@chinafirstcapital.com



报告中的全部瓷器均为周朝铜器