

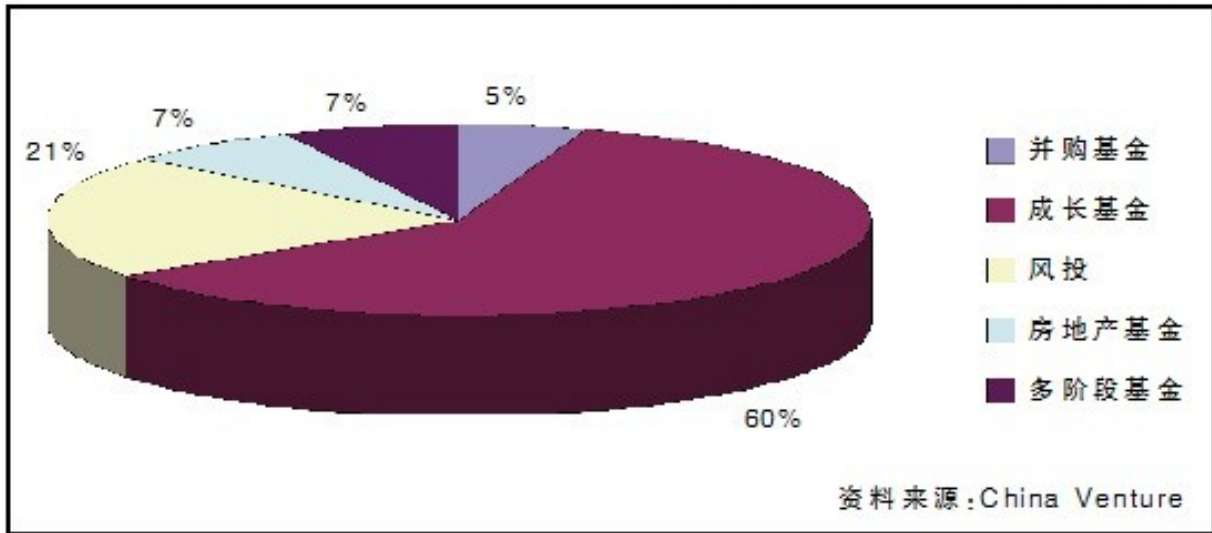


# 聚焦私募

作者：新金融记者 盛长琳 秦玥

2011-06-06 新金融观察报

图 1 2010 创投私募股权投资市场募集完成基金不同类型



起步于上世纪 90 年代末的私募股权在过去的五年中取得爆发性的增长，中国私募股权的投资份额已经占到亚洲私募股权投资的三分之一。在股市低迷、信贷收缩的情况下，大大小小的 PE/VC 无疑是资本市场上的一朵奇葩。募资源源不断、不断将具有上市潜力的目标企业收入囊中，在 IPO 市场上创造一个个神话般的投资收益率。

在本地私募股权投资机构风起云涌的时候，国际私募大佬的目光也转向中国，人民币基金持续升温。电子商务、社交媒体、机械制造、消费零售、物流……PE/VC 在几乎每一个行业都无孔不入。QFLP 试点、《证券投资基金法（修订草案）》等一系列政策出台，在不断放宽政策的同时，PE/VC 也将逐渐纳入监管范畴。在沿海地区竞争日益激烈的时候，中西部地区成为蓝海，中外资私募纷纷在其布局……对于私募来说，这是一个黄金年代。

作为资本对接和快速约会的主角，私募基金在以往的天津国际融资洽谈会上备受追捧，而与诸多中小企业的联姻也让他们满载而归。在经济增长势头不减，资金充裕的背景下，这届融洽会他们有理由期待更多。

规模：“成长”独大

根据 China Venture 统计数据显示，2010 年中国 PE/VC 投资市场共披露基金 359 支，其中募资完成（含首轮募资完成）及开始募资基金数量分别为 235 支和 124 支；募资完成（含首轮募资完成）及开始募资基金规模分别为 304.18 亿美元及 407.56 亿美元。2010 年新成立基金数量及目标规模相比 2009 年基本持平；而募资完成情况相比 2009 年则明显好转，并超过 2008 年 182 支基金募资 267.78 亿美元的历史高位。

业内分析人士认为，流动性宽松，债券、股票市场收益率低迷，一定程度上导致 PE 募资的热潮。天津海胜基金高级投资经理齐立诚则透露，“募资热潮也与一些基金管理公司通过不断扩大规模来提高其品牌影响力有关。业内的确有对项目分析研究投入不够，却盲目募资的私募机构。”

在未来流动性紧缩预期不断加强的情况下，PE 的募资热潮还将持续吗？运通嘉华（天津）股权投资基金管理有限公司项目总监张文修对此比较乐观。“近 5 年甚至是 10 年内，募资的热潮还将持续。将社会资金转化为投资资本，私募投资是非常好的途径。PE 发展在西方有上百年历史，而在中国最近几年才规范起来。所谓的全民 PE 其实没有真正达到。”

值得注意的是，募资完成（含首轮完成）基金中，成长型（Growth）基金数量占比 38%；募资规模占比达 60%，相比 2009 年，成长型基金募资数量及规模占比均出现

较大幅度增长。而创投基金数量及募资规模占比则相对下降。这一趋势也验证了目前中国股权投资市场上市前（Pre-IPO）投资受到热捧、早期投资遭受冷遇的现状。

开信创业投资高级经理周晓钰认为，当前竞争越来越激烈，创业成功率下降，以 IT 行业为例，过去 VC 成功率大概 10% 左右，现在只有 2%——3% 左右。以前行业空白较多，但现在创业机会减少，创业环境也不如以前。

“成长型基金居多，本身是由于成长期资金需求量大，而且此前处于播种期的企业现在也进入成长期。”周晓钰补充道。

币种：人民币基金大热

2011 年 5 月 18 日，摩根士丹利与杭州工商信托宣布成立一家人民币私募股权基金管理合资公司。该合资公司将成为摩根士丹利在中国境内进行人民币私募股权投资的管理公司，并且正在筹划为其首只人民币私募股权基金开始募集资金，初步资金募集目标为 15 亿元人民币。据新金融记者获悉，该投资管理公司为摩根士丹利在中国唯一的人民币股权投资基金管理总部，在首只人民币基金成功运营后，不排除未来会进一步募集新的人民币基金。

而在摩根此举之前，全球知名股权投资机构美国凯雷投资集团就于 2010 年 1 月与北京市金融工作局签署了协议，约定在北京设立一只 50 亿元规模的纯人民币基金，对较大的成长型企业进行投资。

同年 2 月，凯雷又与中国最大的综合类民营企业——上海复星集团宣布共同成立一只以人民币计价的股权投资基金，初步募集 1 亿美元。

长期以来，在国内投资市场上外资基金占据了主导优势，本土人民币基金始终处于边缘地带，但在全球金融危机的冲击下，私人股权投资与创业投资普遍在欧美市场遭遇了募资难及投资难的问题，被迫收缩阵地，裁员减薪。就在此时，中国证券市场上创业板的顺利推出，为以人民币计价的资本实现了“本土募集、本土投资、本土退出”的良性循环渠道。

除去人民币基金的退出渠道因创业板推出得以扩充，各级政府力促创投及私募股权市场发展以及资金来源不断拓展，都让人民币基金日益盛行。在 2009 年，人民币基金终于实现了华丽转身。

根据 China Venture 统计数据显示，2010 年开始募集的基金中，中资基金为 93 支，目标规模 311.68 亿美元，分别占比 75.0% 和 76.5%；募资完成（含首轮完成）基金中，中资基金数量为 191 支，募资完成金额为 192.91 亿美元，分别占比 81.3% 和 63.0%。可以看出，目前中资基金无论是成立数量还是募资规模，都远超外资基金，而且这种趋势今后将得以持续。

“外币基金投资的对象是企业，他们的目标是成为国内上市公司，手握外币其实对他们并没有多大好处，因此错失了很多投资目标。现在我们有了人民币基金，就可以做这类投资了。”天津市卓远天泽股权投资基金有限公司金融事业部吕经理说道。

其实，人民币基金的壮大还来自于本土私募的成长，大大小小的本土私募机构涌现，改变了过去外资主导的地位。不过，人民币基金虽然来势凶猛，但离成熟还有很远的距离，募资难尤其被看做是人民币基金发展中的一大难题。一些投资家甚至向记者直言，这一轮人民币基金热潮，让很多 PE/VC 都往里跳，但经过一段时间的洗礼后，肯定会有人受到伤害。

区域：进军中西部

根据韬睿惠悦和清科研究中心的报告显示，2010 年以京沪为代表的东部发达城市依然是私募的主战场。无论就交易项目数量来讲还是就被投资金额来讲，北京都是私募股权投资最为活跃的地区。这主要是由于北京市政府花了很大的精力建立起了对私募股权富有吸引力的投资环境。

继北京之后，上海、江苏、山东等地也在积极推动私募股权投资。由于这些沿海地区中产阶级的大量兴起，消费者概念成为该地区私募股权基金管理人不错的投资题材。

不过，越来越多的私募也开始进军中西部城市。“猫走不走直线完全取决于耗子”，中国首创投资董事长 Peter Fuhrman 在形容私募股权市场投资区域变革时这样形容到。

私募基金最喜欢投资那些已经颇具规模，再“茁壮成长”两三年就可以上市的企业。之前，这样的企业主要在几个一线城市及其周边地区“扎堆”，自然，私募的投资也就集中在这些地区。但如今，这些一线城市的企业陆续上市，并在当地逐渐垄断了各自的细分市场，这自然会限制同类型的企业在当地的发展。并且，随着劳动力、厂房、水电等生产成本的逐年增加，新的企业越来越难在一线城市生存，更谈不上成长壮大了。

除去东部城市越来越高的成本，中西部城市巨大的消费潜力和能源优势也成为私募不断在这些区域扎根的原因。以四川和重庆为例，共有 1.1 亿人口，是世界上最大的消费市场之一。Peter Fuhrman 对记者表示，非常钟情于川菜，非常希望找到更多有潜力的川菜公司，帮助它们了解资本市场运作，最终踏上上市之路。

与同事去新疆考察了几个非常优秀的项目。这些项目大多数都依靠新疆当地丰富的矿产资源和农业资源起家。最近接触的一个项目巴州东辰为例，它利用充足的高品质煤炭资源进行化学精细加工，替代石油制造出低成本的化工品。不但有助于增强中国的经济竞争力，同时也有利于减缓全世界化工行业对石油的过分依赖。

除了巨大潜力和天然的资源优势外，中西部的二、三线城市用优惠的政策、低廉的生产成本向创业者和企业家们敞开怀抱，引得“东企”纷纷“西进”，私募基金随之跟进。这些“外来媳妇”为当地带来的不仅是就业机会和税收，更为其打开了通向资本的大门。那些原本靠着“自给自足”“勤俭度日”的“本地姑娘”们看到了资本的效力，也就慢慢开始接受私募基金这种融资方式。私募基金也就借此开辟了新的战场——中西部的二、三线城市。

行业：传统行业主导

China Venture 统计数据显示，以制造业、消费等行业为代表的传统产业依然是私募的最爱口味。2010 年中国 PE 投资共涉及 20 个行业，其中，从融资数量看，制造业、能源及医疗健康行业分别披露案例 102 起、40 起和 33 起，为全年披露投资案例数量最多的三个行业。

融资金额方面，食品饮料行业融资总额最高，达 33.73 亿美元，占年度创投总额的 17%。该行业中的双汇发展因资产重组引入巨额 PE 投资，成为 2010 年交易额最大的一起案例。此外，汇源果汁、雨润食品引入投资者的交易，涉及金额也均超过 2 亿美元。

食品饮料、医疗健康、汽车行业甚至房地产行业，都带有明显的消费属性，显示出投资者对中国消费市场巨大潜力的良好预期。物流行业受到 PE 投资者关注，则主要缘于政策引导：政府在出台物流产业振兴规划的同时，也为相关基础设施建设提供了良好的政策环境。金融业受到关注主要缘于其稳定的盈利前景和新一轮上市潮。

浙江浙商创业投资管理有限公司副总杨志龙接受新金融记者采访时透露，PE 对传统行业的偏爱与国内市场的整体环境相关。目前拉动经济增长的三驾马车中，消费是动力最弱的，政府出台各项措施拉动内需，因此未来消费的增长是可预期的。制造业是工业基础，目前国内基础建设不断增加，装备制造业的核心技术和更新水平提高，都会带来装备制造业较大的增长。“这两个行业投资总量的增加，一方面是中国的产业发展水平还有很大的提升空间，另一方面是这两个行业本身容量很大，盘子大了，投资总量自然就大。”

尽管新能源、高科技和环保行业成为最近几年的投资热词，但从统计数据来看，这些行业的投资比例并不高。齐立诚认为，国有资本在能源等方面有先天优势，具有控制地位。私募资本则较为市场化，由于传统产业现金流比较稳定，能够充分参与市场竞争，而且不少私募股权管理的基金规模较小，不足以投入新能源、新材料等行业。此外，传统行业往往能看得更明白，也是传统行业更具有吸引力的原因。

对于媒体和业内人士对互联网行业泡沫的担忧，杨志龙认为：“是否存在泡沫要看互联网行业本身发展的规律和阶段，从 20 世纪初互联网行业的破灭到现在已经有 10

年，互联网行业也恢复元气，创新性开放应用涌现，这也是一种周期性的表现。第二，整个国内互联网的用户群增长非常快，已经积累到一定水平。实际上当前的热捧是一种正常的也是必然的炒作，虽然绝大多数公司目前不盈利，但存在盈利预期或者已经出现盈利苗头才炒作。个人认为，存在多大泡沫不好说。虽然是有一些，但互联网企业还有很大空间。”

而 Peter Fuhrman 则认为，新能源和互联网等新兴热门行业的企业更多还是处在“卖概念”“卖未来”的“务虚”阶段。2008 年金融危机后，整个投资界趋向保守，除了少数坚持投资前沿高科技的“弄潮儿”之外，更多的投资机构还是以“务实”为投资基础的。

回报：10 倍不是天方夜谭

据清科数据库统计，15 家 VC/PE 支持 IPO 企业共创造了 38 笔 IPO 退出，涉及 35 家 VC/PE 机构，平均账面投资回报率为 8.15 倍。其中，境内 IPO 的 10 家 VC/PE 支持企业共创造了 15 笔 IPO 退出，涉及 14 家 VC/PE 机构，平均账面投资回报率为 10.12 倍；境外 IPO 的 5 家 VC/PE 支持中国企业共创造了 23 笔 IPO 退出，共涉及 22 家 VC/PE 机构，据已披露数据计算，平均账面回报率为 5.69 倍。

联创策源无疑是 2011 年 5 月的明星私募，网秦和世纪佳缘两个项目均获得丰收。网秦上市前，联创策源对其进行了三轮投资，总投资金额约为 1200 万美元，至网秦上市前，联创策源共持有其 16.3% 的股权。以发行价计算，联创策源的账面投资回报倍数为 5.30 倍。2010 年 7 月，联创策源对世纪佳缘进行了投资，获得其 2.2% 的股权，具体金额未披露，以世纪佳缘发行价计算，联创策源的账面回报金额约为 600 万美元。另据清科数据库资料显示，将于近期完成赴美上市的淘米网也曾获得联创策源的投资。

Peter Fuhrman 接受记者采访时表示，当今中国 PE 公司可以说是“含着金汤匙出生，生得逢时”，10 倍以上的高回报在中国不是天方夜谭。一般来说，PE 公司以净利润 10 倍左右做乘法对企业进行估值，与企业开始“爱情长跑”，期望在未来 2 到 4 年之间在创业板上市，获得平均高达 60 倍市盈率的回报。

这样的高回报除了与 PE 向企业提供高附加值的服务有关外，市场环境也起到了至关重要的作用。但是任何事情都会遭遇“好景不长”，新股破发、资金过剩等因素严重影响着 PE 公司业绩。PE 的高回报还能持续么？

Peter Fuhrman 表示对中国未来经济发展非常有信心，企业的高估值必将持续。同时，私募股权行业的兴旺也对企业的估值有积极的作用。而市场对高额回报预期的下降是 PE 行业发展的一个“坎儿”，会引导私募股权行业向更健康的方向发展，实现“优胜劣汰”。但他同时提醒，资金的流动过剩会提高投资的预期收益，但以这种方式获得的高回报不可能持续。

而杨志龙则更加谨慎，“资本回报率的不断降低尤其是最近股市大跌对于2009年以高价进入的私募股权投资的项目回报率产生风险，在未来的三四年这种风险会逐步释放，虽然风险的释放会有一些的滞后效应，但对企业的估值肯定会随着资本市场的调整而调整”。

图2 2010年中国创业投资及私募股权投资市场中外资基金募集规模

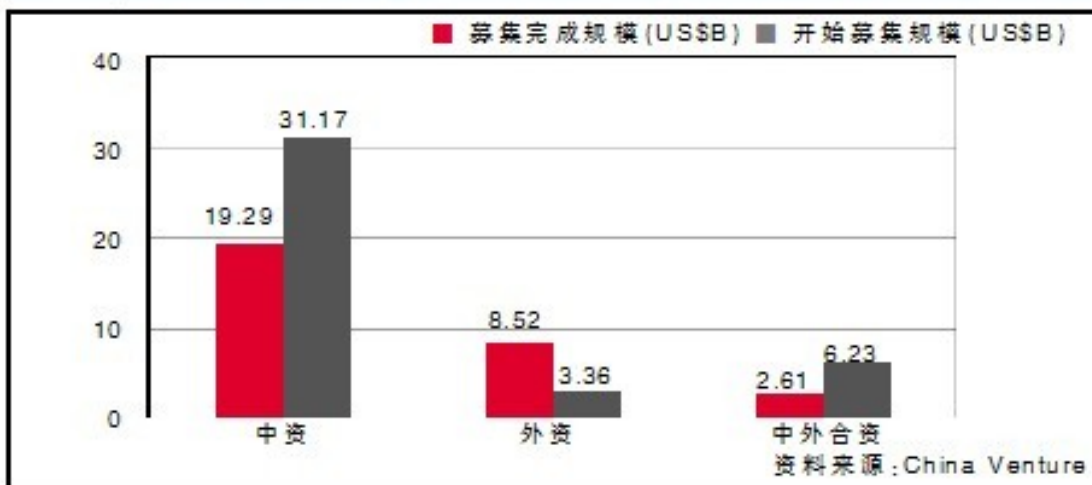


图3 2010年被投地区分布(投资金额)

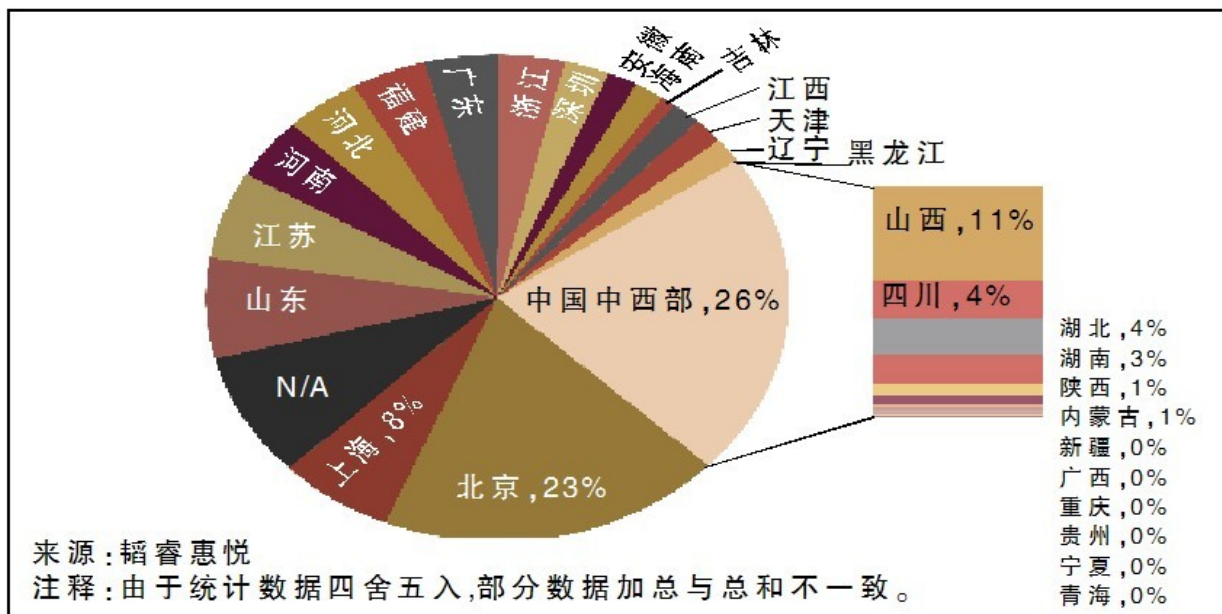
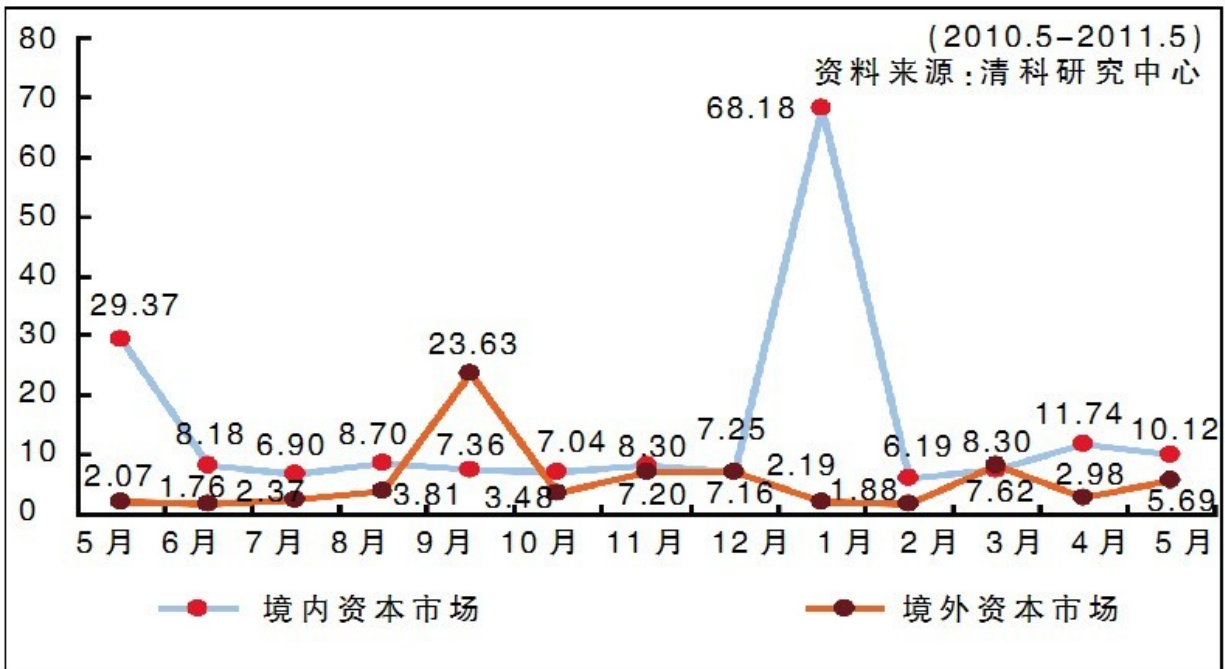


图 5 VC/PE 机构 IPO 退出账面投资回报曲线



[http://epaper.tianjinwe.com/xjrgcb/xjrgcb/2011-06/06/node\\_576.htm](http://epaper.tianjinwe.com/xjrgcb/xjrgcb/2011-06/06/node_576.htm)