PE显微镜：小现象看大问题系列

后“全民PE”时代：投资家遭遇投资的烦恼

证券时报记者 胡学文

近两年来PE造富效应被不断放大，PE机构被打上了暴利标签，一些企业担心“贱卖”让PE占了便宜，不肯轻易出让股权。“确实是好项目不多，而稍微好点的项目价格始终很昂贵。”一位PE投资人士如是说。

私募股权投资（PE）机构似乎正在经历着一场“全民PE”留下的后遗症——想投资却投不动。

“不是我们不想投，确实是好项目不多，而稍微好点的项目价格始终很昂贵。”一位PE投资人士向记者大吐苦水。他说，今年以来，他接触了不下50个项目，但推进却十分困难，有实质性进展的并不多。

在PE业内，和上述人士情况类似的并不在少数。有人将该现象归结为“全民PE后遗症”：经过一轮全民PE的地毯式搜索投资后，资质稍好的项目基本上都被割了一茬，好项目越来越难找；而另一方面，前两年还属于新生事物的PE投资，如今只要是稍微有点规模的企业老板都能说出个一二三来，不再那么容易被忽悠，因为价格谈不拢而放弃投资的情况十分普遍，也直接导致了PE行业整体投资进度趋缓。

数据显示，今年前8个月，投资市场活跃度较去年同期显著降低，共发生股权投资案例725起，其中，披露金额的598起案例共计投资121.14亿美元，同比下降35.4%。而这还仅仅只是行业面上的数据，对于去年投资彪悍的个别PE机构来说，今年的投资案例更是出现直线下滑的态势。以中科招商为例，2011年中科招商凭借其“加盟”扩张的模式，在全国范围内设立了38只基金，并在一年之内投资了高达111个项目，总投资额超过百亿元，成为去年表现最为抢眼的PE机构。然而今年以来，除了在第一季度高调投资了天地一号、金山顶尖和尚风科技3家企业之外，却鲜见中科招商有公开披露的案例。据报道称，中科招商一位内部人士透露，今年以来中科招商累计投资的项目数量仅有约30个。

深圳一家知名PE机构内部人士告诉记者，尽管去年底公司就确立了加大投资进度的策略，但从目前的进展来看，结果并不理想。上述人士透露，投资减速主要原因还是在于价格，“稍微好点的项目价格都居高不下，目前普遍处于胶着状态，和项目企业难以达成一致。”

有业内人士认为，这正是前两年“全民PE后遗症”的体现。近年来，一些稍微优质点的企业，动辄接触过几十家甚至更多PE机构抛出的媚眼，难免让一些企业老板产生奇货可居的心理，“海选PE”、“坐地起价”的传闻时有传出；再加上近两年来PE造富效应被不断放大，PE机构被打上了暴利标签，一些企业担心“贱卖”让PE占了便宜，不肯轻易松口。

可以说，后“全民PE”时代，PE机构正在经历一个行业的阵痛期。过去，许多PE机构靠吃一、二级市场价差就能赚得盆满钵满，如今，随着新股发行改革推进，新股发行价格不再高高在上，而与此同时，项目企业的议价能力日益提升，PE吃差价的空间越来越小，这种模式难以为继。正如达晨创投董事长刘昼所言，如今PE要保证投资回报率，就要走专业化的道路，挣成长性的钱。

或许，从这个角度来看，“全民PE”既带来了后遗症也带来了行业的收获——在野蛮生长的过程中，PE机构和企业双方也接受了市场规则的洗礼，企业开始了解和选择PE，而PE也开始了向专业化的迈进。

创投行业强力洗牌 九成机构可能出局

一些创投机构尝试将投资阶段前移，并购或成为创投退出主要渠道

证券时报记者 杨晨

从2011年“全民PE”式的投资狂热，到如今的紧缩萧瑟，短短一年时间里，投资人（LP）断供、投资回报下滑、海外上市受阻等负面消息不断传出，创投业的生存环境似乎发生了翻天覆地的变化。根据清科研究中心的调查，近八成LP认为，2012年中国VC/PE市场处于行业洗牌阶段，未来将出现调整。

在这样的背景下，一些创投选择静观其变，今年以来大幅减少了投资数量和规模；一些创投公司则选择将投资阶段前移，坚定地踏上了专业化投资道路。值得指出的是，不管选择的是哪条道路，在创投业的战略调整期，“IPO（首次公开发行）至上”的退出观念已然生变。有业内人士指出，未来创投将更多以并购方式实现退出。

今年以来，由于看不清未来形势，不少创投机构选择了静观其变，大幅减少了投资数量和规模。一些机构开始调整投资策略，应对当前的市场环境。与此同时，“IPO至上”的退出模式悄然生变。有业内人士指出，未来创投将更多以并购方式实现退出。

IC/供图

“狼多肉少”注定洗牌

近两年来，在创业板造富神话的刺激下，各路资金蜂拥而至，各类创业投资公司如雨后春笋般成立。然而，形势在2012年急转直下，创投机构在募资、投资、退出各个环节皆遇冷，“狼多肉少”的局面和不景气的市场环境似乎注定了行业将进行洗牌。

清科研究中心的调研显示，79.5%的LP认为，2012年中国VC/PE市场处于行业洗牌阶段，未来将出现调整；仅有13.9%的LP对市场活跃度维持积极的看法，认为市场活跃度将保持不变或增加；另有6.6%的LP认为，市场活跃度无法确定，需要根据未来经济形势进行判断。也就是说，多数投资者认同行业洗牌已经开始。投中集团高级分析师冯坡认为，2012~2013年很多基金将陆续到期，如果资本市场没有发生大的变化，洗牌的惨烈结果两年内将显现。

九鼎投资合伙人赵忠义甚至认为，未来几年90%的创投公司会被洗掉。而中科招商董事长单祥双也曾发表过类似的观点：“2012年是中国PE行业调整的元年。从今年开始，在未来5年的时间里，中国PE行业将发生翻天覆地的变化，行业内的机构将会在5年内消失掉90%，真正能够在这次大调整中生存下来并取得大发展的机构不会超过1%。”

这种看法或许并非危言耸听。经过近十年的大发展，全国各类创投机构数量已多到难以统计。即使是最保守的统计，当前全国创投公司的数量也有1000多家。以每家公司一年只投3个项目计算，每年创投公司投资的项目也在3000个以上，按照目前国内的IPO节奏来推算，每年上市企业不到300家，也就是说，大部分项目要“另谋出路”。

雪上加霜的是，国内二级市场持续低迷，即使项目能够上市，回报率也大不如以前。

“近几年PE机构都习惯挣快钱，哄抬价格抢项目很普遍，一级市场后期项目估值出现泡沫。很多机构都是新冒出来的，根本不专业，有的甚至连尽职调查也不做，募到钱以后盲目乱投，当市场冷了以后，上不了市不能变现，肯定有机构高位被套，被淘汰是必然的。”一位接受证券时报记者采访的资深创投人士如是说。

尝试投资阶段前移

今年以来，由于“看不清”未来形势，不少创投机构选择了“静观其变”，大幅减少了投资数量和规模。与此同时，部分机构开始调整投资策略，应对当前的市场环境。

公开资料显示，同创伟业今年完成一只早期基金募集，名为“同创伟业1号”，同时成立与早期投资相配合的创业孵化器“同创梦工场”，专门培育及投资早期项目。达晨创投今年3月份完成设立一只早期投资基金——达晨恒胜基金，规模为3亿元，期限“8+1+1”年，主要投资新材料、节能环保、高端装备、移动互联网等领域。创东方今年成立1亿元天使基金——创东方富星基金，并拟联合地方科技园区设立天使创展谷孵化器以扶持创业企业。

深圳市创业投资同业公会常务副会长兼秘书长王守仁认为，近来创投机构投资阶段向前转移的趋势很明显，总的来说，市场环境正在改变创投行业过于偏重投上市前项目的格局，进入探索科学投资组合的新时期。

深圳同创伟业董事长郑伟鹤坦言，现在做上市前（Pre-IPO）投资的利润空间越来越窄，早期项目相对而言估值低、机会多。他对记者表示，去年同创伟业的投资策略已开始向前转移，投资业务涉及企业孵化及种子期投资。

达晨创投总裁肖冰则认为，未来的竞争，关键要依靠专业性和自己的差异化竞争优势。“去年年中，二级市场已经开始出现调整，但一级市场仍然火爆，我们判断市场狂热的状态不可能一直持续，这意味着PE传统的盈利模式将不可持续。”肖冰说，“通过简单的一、二级市场赚差价，不管什么项目、不分行业，投进去就能挣钱，这就像一个简单的流水线，不需要专业技术，这种状态怎么可能一直持续?”

肖冰表示，如果公司现在才开始调整策略，那已经来不及了。他透露，去年年中达晨就开始做比较大的调整，包括投资策略和投资方向，成立早期基金是其中一种做法。“各有各的活法，大家都还在尝试，以后基金的分工会越来越细，慢慢地新的格局会形成。”他说。

肖冰所说的“尝试”，也是接受记者采访的业内人士提到频率最高的一个词。业内人士普遍强调，目前都还在尝试、探索中。

针对投资早期项目的高风险，基石创投、同创伟业都表示，正在尝试将早期基金的投资方向按照一定比例做安排，以满足早期基金流动性的需求。如“同创伟业1号”基金，即按照大概7+2+1这样一个结构做了安排，其中20%投后期项目以期尽快变现覆盖成本，10%用来投资天使项目，其他则用于投资中早期项目。达晨则表示，新成立的早期基金全部用于投早期项目，不过会分散投资很多不同行业的项目，每笔投资金额都不大。

退出渠道多元化

在尝试将投资阶段前移的同时，PE机构“IPO至上”的退出观念也在发生转变。杭州麦田立家投资管理有限公司董事长吉清认为，“资本市场持续低迷，一、二级市场价差缩小甚至倒挂，IPO退出不一定是首选，通过并购或通过后面几轮的融资做适当的退出也是机构的一个选择。吉清表示，从发展的趋势看，未来就数量而言，并购退出可能成为创投退出的主要渠道，主要因为现在全国各地创投投资的项目数量与上市企业数量相比严重不对称，很多创投项目只能通过行业并购的方式退出。

不过，一些创投机构坦言，项目能上市肯定还是希望以上市的方式退出。但这种愿望注定难以实现，当前的市场形势由不得多做选择。2012年上半年，中国创业投资及私募股权投资市场共发生212笔退出交易，涉及IPO退出交易174笔。虽然IPO依然是主要的退出方式，但占比较以往显著下滑；股权转让退出有16笔，并购退出10笔，管理层回购6笔，清算退出1笔，4笔其他方式的退出，另有一笔退出未披露具体的退出方式。以并购、股权转让为代表的退出方式正逐步成为机构退出的重要选择，机构退出方式正朝着多元化的方向发展。

冯坡认为，和上市相比，并购退出的收益波动性比较大，因为并购不像IPO那样有比较公开的估值标准，所以不同的案例回报水平可能有很大的差异。他表示，总体而言，相比IPO，并购退出的回报率还较低；但并购退出比较灵活，受资本市场影响较小，可以成为IPO退出之外一个非常重要的渠道。

记者观察 | Observation

创投“本色”回归?

证券时报记者 杨晨

进入2012年，创投机构开始改变偏重投上市前（Pre-IPO）项目的模式，加大早期项目投资力度。这被业内人士看做创投核心价值的一种回归。

事实上，如果按照创投的原始定义，其投资对象就应当是那些不具备上市资格、处于起步和发展阶段的企业，创投通过提供资金和管理等方面的帮助，促进企业发展并最终通过企业价值的提升而获利。然而，国内的创业投资逐渐在发展中变得名不副实。

在国内，创投机构普遍偏重于投资中后期项目，只有极少的资本投资早期项目，中小企业融资难成为一个普遍现象。这也不奇怪，尽管早期项目估值便宜、收益高，但风险也大得多，这些年资本市场把创投机构都宠坏了——通过简单的一、二级市场赚差价模式，投资Pre-IPO项目即可在短期内退出获得暴利，谁还愿意投资风险高、周期长的早期项目?

在日前某机构组织的创投年会上，一位嘉宾说：“目前PE融资难的状况是正常的，前两年只要有人打着PE的旗号，阿猫阿狗都能募到钱的情况才不正常。”

归根结底，近几年创投机构的日子太滋润了，尽管过去官方和民间呼吁创投机构加大早期项目投资的声音不绝于耳，但似乎都石沉大海，原因就在于缺乏“残酷”的市场环境逼迫，创投机构没有动力“自己为难自己”。

而今，PE的赚快钱模式难以为继，一方面后期项目估值在创投机构过度追逐下出现泡沫化，另一方面，上市项目回报率持续下滑，现阶段很多机构不得不将投资阶段前移。但总的来说，早期项目还远没有成为创投机构的业务重心。首先，在国内市场早期投资并非常态，目前人民币基金的出资人（LP）还不太能够接受早期投资，要让本土LP对早期基金产生兴趣和信任还需要比较长一段时间。另外，从目前创投机构的投资动向看，早期投资的体量还非常小，对创投机构的核心业务还没有本质影响。

可以说，目前的早期投资更多的是创投机构的一种尝试和业务延伸，其当前的发展路径主要还是投资类型的多元化，这也是目前整个创投行业一个大的发展趋势。

科能腾达登陆新三板

东北证券股份有限公司推荐的北京科能腾达信息技术股份有限公司（证券简称：科能腾达，证券代码：430148）将于2012年9月28日进入国家高新技术园区股份有限公司股份报价转让。

科能腾达成立于2000年3月14日，公司秉承“诚信、高效、创新、共赢”的经营理念，构建了以自主信息安全产品为基础，覆盖信息安全集成和信息安全服务的业务体系，致力于为客户提供专业优质的整体解决方案，是一家具备技术创新能力和产品开发能力的信息安全解决方案提供商，产品覆盖了全国二十多个省市地区。为政府、金融、能源、电信、教育等行业的客户提供信息安全解决方案及专业服务。在信息安全行业保持稳健的发展规模，具有良好的企业形象。

2012年9月26日

华富基金管理有限公司
关于系统暂停服务的通知

尊敬的投资者：

因公司拟于2012年9月28日进行对机房供电线路、UPS检修，公司总机、客服电话、网站、信息服务、网上直销和账户查询等功能将于2012年9月28日23：00至10月7日16：00（截止时间根据实际情况或许提前）暂停服务。由此带来的不便，敬请广大投资者谅解。

特此公告。

华富基金管理有限公司
二〇一二年九月二十六日

证券代码：002124　证券简称：天邦股份　公告编号：2012-028

宁波天邦股份有限公司
关于会计师事务所更名的公告

本公司及全体董事保证公告内容真实、准确和完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

经宁波天邦股份有限公司（以下简称"公司"）第四届董事会第十五次会议、公司2011年年度股东大会审议通过，公司聘任天职国际会计师事务所有限公司（以下简称"天职国际会计师事务所"）为公司2012年度审计机构。

日前，公司收到天职国际会计师事务所的告知函，根据《中国人民共和国注册会计师法》、《会计师事务所审批和监督暂行办法》以及《财政部工商总局关于推动大中型会计师事务所采用特殊普通合伙组织形式的暂行规定》（财会[2010]12号）的规定，天职国际会计师事务所实施了特殊普通合伙会计师事务所转制，转制后的名称变更为"天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）"。

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）已取得财政部、中国证券监督管理委员会核发的《会计师事务所证券、期货相关业务许可证》。据此，公司聘请的2012年度审计机构更名为"天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）"。

本次变更仅为名称变更，该会计师事务所主体未发生变更。本次会计师事务所更名不属于更换会计师事务所事项。

特此公告。

宁波天邦股份有限公司董事会
2012年9月26日

华宝兴业标普石油天然气上游股票指数证券投资基金（LOF）因纽约证券交易所和美国证券交易所休市暂停申购、赎回及定期定额投资业务的公告

1 公告基本信息

基金名称		华宝兴业标普石油天然气上游股票指数证券投资基金（LOF）
基金简称		华宝油气
基金主代码		162411
基金管理人名称		华宝兴业基金管理有限公司
公告依据		《华宝兴业标普石油天然气上游股票指数证券投资基金（LOF）基金合同》和《华宝兴业标普石油天然气上游股票指数证券投资基金（LOF）招募说明书》
暂停相关业务的起始日、金额及原因说明	暂停申购起始日	2012年10月8日
	暂停赎回起始日	2012年10月8日
	暂停定期定额投资起始日	2012年10月8日
	暂停申购、赎回及定期定额投资的原因说明	根据《华宝兴业标普石油天然气上游股票指数证券投资基金（LOF）基金合同》、《华宝兴业标普石油天然气上游股票指数证券投资基金（LOF）招募说明书》的有关规定，上海证券交易所、深圳证券交易所和美国主要交易所（纽约证券交易所、美国证券交易所、纳斯达克等）同时开放交易的工作日为华宝兴业标普石油天然气上游股票指数证券投资基金（LOF）（以下简称"本基金"）的开放日。鉴于2012年10月8日为纽约证券交易所和美国证券交易所的休市日，本基金管理人决定于2012年10月8日暂停本基金的申购、赎回及定期定额投资业务。

2 其他需要提示的事项

（1）本基金管理人自上海证券交易所、深圳证券交易所和美国主要交易所（纽约证券交易所、美国证券交易所、纳斯达克等）同时开放交易的下一个工作日2012年10月9日起恢复本基金的申购、赎回及定期定额投资业务，届时将不再另行公告。

（2）为避免因境外交易所休市原因带来的不便，请投资者提前进行相关的业务安排。

（3）如有疑问，可以拨打本公司客服热线：400-700-5588、021-38924558，或登录本公司网站：www.fsfund.com获取相关信息。

特此公告。

华宝兴业基金管理有限公司
2012年9月26日