

政策放宽催生新“金矿” PE早早埋伏布局忙

创业板放宽行业限制渐行渐近,PE早期投资有望进入收获期

证券时报记者 胡学文

随着创业板放宽上市企业行业限制,可以预见的是,将有越来越多的新兴行业公司亮相资本市场。其中,有些公司所属行业在当前看来或许还会有些“非主流”。不过,对先知先觉的私募股权投资机构(PE)来说,这并不是问题。哪里有机会,哪里就会有“埋伏”。

事实上,在监管层放话放宽创业板行业限制之前,不少PE机构已先行一步,在相关行业展开了投资布局。这也意味着,那些注重早期投资的PE有望进入收获期。而另一方面,在这样的变局中,我们也看到了PE行业投资理念的变化以及整个行业转型的萌芽。

放宽限制: 源头更有活水

深交所总经理宋丽萍在今年全国两会期间公开表示,创业板首次公开募股(IPO)从战略性新兴产业放宽至所有行业的时机已经成熟,建议修订相关规则,让所有行业都有机会在创业板上市。创业板推出的背景是为了应对国际金融危机,支持战略性新兴产业,所以推出之初在行业方面有一些倾斜。目前创业板推出已经三年多了,市场希望创业板是所有行业的创业板,应该给所有行业机会。

而深交所最新发布的报告中也明确提出,要修订创业板发行审核条件,放宽行业限制,支持战略性新兴产业利用创业板发展壮大。支持文化创意、现代服务、“三农”以及服务小微企业的中小金融机构上市发展。

有关人士对证券时报记者表示,关于创业板行业限制的问题,在实际操作中其实已经早有突破,并没有那么严格。

事实上,此前已有业内人士建议对创业板公司所属行业进一步放开,不以具体行业为限制,而是以拥有自主创新能力为主要衡量指标,比如,一些传统行业中的自主创新企业、细分行业的龙头企业等,定位于支持创新型中小企业发展的创业板市场都应该考虑接纳。更有市场人士大胆建议,未来可以探讨通过修改《证券法》等规定,让那些暂时亏损但是亮点突出的科技型、创新型企业也能够登陆创业板。

在市场各方持续呼吁之下,监管层在多个公开场合表示,对于放宽创业板行业限制达成一致,目前只待具体规则修订。

春江水暖: PE早已先行

资金的嗅觉总是更为灵敏。监管层将放宽创业板行业限制的呼声尚未落定,早有PE先行。梳理查询PE机构投资案例可见,在跳出行业限制窠臼,寻找新兴行业投资机会的道路上,业内早有先行者。

以深圳市创新投资集团有限公司为例,在IPO停摆的5个月里,深创投先后投资了蒙药股份、华大基因等企业。虽然从大行业来看,上述企业都不是来自于新兴行业,但均不乏特别之处。如蒙药股份是目前国内最大的蒙药生产基地,是集GAP种植、生产、销售、研发于一体的现代化民族制药企业。深创投总裁李万寿表示,看好蒙药股份的上市前景,主要看重其在细分领域的龙头地位,具有一定的资源优势与品牌优势、管理团队优秀以及良好的成长性。此外,2013年1月,深创投还投资了参与人类基因组工作的华大基因,这也是一家很有特点的高科技公司。据悉,参与该项投资的还有光大控股、红杉等多家知名机构。

而早在去年,深创投对性用品行业的一笔大额投资也吸引了各方广泛关注。2012年6月,深创投向温州爱侣保健品公司投资了3亿元。据悉,双方从2008年开始接触,历时4年,这也是中国目前最大的一桩性用品行业融资案例。

除深创投外,达晨创投在投资新兴行业尤其是独具特点的行业方面也不乏手笔。比如,公关第一股蓝色光标、鸭脖第一股煌上煌都是其经典案



官兵/漫画

在监管层放话放宽创业板行业限制之前,不少PE机构已先行一步,在相关行业展开了投资布局。这也意味着,那些注重早期投资的PE有望进入收获期。而另一方面,在这样的变局中,我们也看到了PE行业投资理念的变化。

例。放宽创业板行业限制的监管层表态声音刚落,达晨创投就再度出手落子一家咨询行业公司。

今年3月13日,慧聪研究(HCR)在北京宣布其获得达晨创投5000万元融资。据了解,这是目前国内市场研究行业中最大一笔融资。而在去年早些时候,达晨创投还出资入股了手机二维码领先企业灵动快拍,所属行业也绝对十分“新兴”。

上述知名PE机构在新兴产业投资道路上的先人一步,一方面可能源于对市场政策的领悟和节奏把握,但更多还是出于自身对于PE投资的理解。

事实上,不少投资界人士此前都对创业板定位颇有争议。比如天相投资董事长林义相就认为,创业板某种意义上办成了小小板。而国内某大型

PE机构负责人也曾直言,从当前创业板上市公司来看,与中小板定位差别不大,需要在创业板进一步发展过程中去逐步解决。

悄然转型: 投资理念生变

随着PE机构在新兴行业不断展开投资布局,一些PE的投资理念也悄然出现了变化。

有PE机构人士告诉证券时报记者,随着IPO停摆,对所谓的Pre-IPO(上市前)项目争夺已经有所降温。最直接的体现就是在PE机构的内部投委会上,以前控空心思按照什么企业能够最快上市决定是否投资的思路有所松动,尤其是为了追逐拟上市项目不计成本高市盈率投资入股的现象大为减少。

因为即便是投资了所谓的Pre-IPO项目,新股发行渠道收窄的现实也让结果很难预料。”上述PE机构人士表示,PE行业现在都在努力向两端扩展——朝前端走和朝后端走,也就是说,投资早期和从事并购。

该人士认为,以前大家说投资朝早期走,其实多停留在口头上,毕竟在IPO渠道收窄之前,一、二级市场的简单套利机制还没有失灵。如今则是市场倒逼加自身转型需要相互结合,让越来越多的PE开始真正琢磨如何从早期项目那里赚企业成长价值的钱。

达晨创投董事长刘昼认为,现阶段PE的投资策略总结起来就是回归本源:企业成长性投资的灵魂,不能简单地赚一、二级市场的差价;判断项目的核心要素是持续的成长性和未来的发展空间。深创投总裁李万寿也表示,现阶段深创投的基本策略是放慢节奏、投资精品、专注回报,开发新的、回报较高的基金投资品种。

至于朝后端走的并购,除了以天堂硅谷为代表的与上市公司合作成立产业并购基金的模式外,与以往略有变化的是PE控股型并购越来越多。易凯资本CEO王冉对此深有感触,现在易凯内部在讨论任何潜在新项目时,问的第一个问题已经发生了改变。现在会问:这是一个控股还是非控股交易?这也反映出市场中正在悄然发生的某种变化,那就是涉及控股权的交易越来越多。”

■链接| Link |

PE另类投资案例

案例一: 看好“停”出来的机会 城市停车场基金面世

案例:

华润集团旗下的华润金融控股集团有限公司与荷兰养老基金资产管理公司——荷兰汇盈投资亚洲有限公司,于今年2月份共同宣布成立“华润城市停车场投资有限合伙企业”(下称“投资平台”)。荷兰汇盈投资为全球最大的养老基金管理人及房地产基金之一。该投资平台计划于中国一、二线城市的核心地段,通过大规模开发及收购多元化停车场资产,从而捕捉停车场停车位供需严重失衡带来的巨大商机,成为专注于中国停车市场的最大投资平台。

据报道,该投资平台首期筹资2.65亿美元。其中,华润集团及荷兰汇盈投资以基石投资者身份,各承诺出资1.2亿美元。这只地产概念基金的其他投资者还包括麦格理资本和停车场管理与营运商威信停车场。该投资平台计划获取华润集团现有的种子

资产作为其初始投资项目,同时也计划在市场上收购合适的资产。

点评:

中国汽车市场的飞速发展不仅为相关产业带来了显性的投资机会,也为善于寻找和发现机会的PE带来了隐性的投资门道。在中国内地一、二线城市,有车族时时遭遇停车难。这里也难,那里也难,让大家都很烦。不过,有人不烦。当停车场成为炙手可热的稀缺资源,有心的PE进场了。别问机会有没有,就看眼光独不独。

案例二: 与寺庙合作 PE投资“祭祀业”

案例:

据媒体报道,一款名为“中金赛富朝阳产业基金”的项目目前正在通过不同渠道推介。该基金最大的亮点在于,这是一款曲线涉水寺庙投资的PE产品,并承诺预期收益率第一年不低于15%,第二年不低于16%,第三年不低于17%。

该基金采取有限合伙模式,投资标

的为浙江大慈文化公司股权。据称,这家标的企业主要从事寺庙祭祀行业投资,对传统的殡葬行业进行产业升级。因此,该基金也被称为“寺庙基金”。该基金计划募资规模5000万元,存续期3年,资金托管行为平安银行。自然人出资门槛为300万,机构出资门槛为500万元。

据报道,这笔投资的主要业务模式为,在与寺庙达成合作协议后,浙江大慈文化公司出资参与寺庙的扩建项目,核心是参与建设存放逝者骨灰龕的特定殿堂等,而采取“塔葬”或“殿葬”方式往往会有一部分“认捐款”,这些款项即为大慈文化公司投资主要的回报来源,这只基金将从中间间接获取寺庙投资回报。

点评:

庙亦有道。投资市场永远不乏想象力。不过,也有业内人士认为,这样的项目虽然具有一定创新性,但难以规模复制。毕竟,庙宇道观等宗教场所的商业化,一直是一个比较敏感的话题,法律边界比较模糊,也存在着较大的政策风险。

(彭妮 整理)

中概股私有化方兴未艾 外资PE扮演重要角色

王晓津

近年来,在美中概股私有化数量不断增加。而私募股权投资机构(PE),尤其是大型外资PE在我国企业海外上市和私有化中的角色值得关注。

逾半数私有化有PE参与

截至目前,已有38家在美国上市的中概股宣布或完成了私有化,其中包括阿里巴巴、盛大、分众传媒、7天连锁等知名企业。这一现象与2010年之前密集赴美上市形成鲜明对比。

中概股是指在海外注册和上市,但最大控股权(通常为30%以上)或实际控制人直接或间接隶属于中国内地的民营企业或个人的公司,也称“民营红筹”,其主要上市地是美国、香港和新加坡。2010年以来,在各种因素综合作用下,中概股退市数量不断增加,远高于同期新上市数量。

在中概股私有化过程中,PE扮演了重要角色:38家企业中,18家有PE进入,且以外资大型PE为主。例如,分众传媒、泰富电气、7天连锁等企业均有凯雷、霸菱亚洲、红杉等知名机构以联合投资方成员的名义参与。与之形成对比,本土PE较少,仅有中信资本、光大控股等机构参与。

中概股私有化的收购方包括大股东、管理层和战略投资者这三类。其中,PE与管理层收购相结合是其重要模式,而这也是海外传统PE经典的运作领域。

海外大型 PE参与特点

值得关注的是,海外大型PE在私有化过程中往往通过杠杆融资、签订有特殊表决权的优先股、重新注资权利、“棘轮”条款甚至退出条款等提高收益和锁定风险。

例如,在分众传媒和7天连锁集团私有化的方案中,凯雷集团及其合作方通过第三方债券来进行融资;在泰富电气私有化过程中,收购方磐石资本出资1.3亿美元,得到了私有化完成后的泰富电气25%的股份。按收购价24美元/ADS计算,只能拥有泰富电气17%的股权,这意味着磐石资本得到额外的8%受让股权。

PE机构在挑选私有化标的时,更看重企业的股权结构、成长性、盈利能力、团队价值、行业发展前景等。研究显示,PE进入的18家中概股在2009—2011年的营业收入年复合增长率平均超过30%。

此外,在PE参与私有化的中概股里,发起人一般持有较大股份,将近一半企业的要约方持股超过40%。

PE出现新投资模式

PE是推动中国企业赴美上市和私有化的重要力量,这一过程所隐藏的动机、游戏规则和操作技巧值得关注。

PE做Pre-IPO投资依靠的是一、二级市场间的差价套利,做私有化交易依靠的是不同资本市场间的差价套利,两者的基本逻辑都是流动性和市场需求给资产带来的估值差异,只是后者技术含量更高。而通过介入中概股私有化后再退出以获取回报,正在成为PE新的投资模式。

由中华股权投资协会去年底完成的一份针对PE机构的最新调查问卷显示,2013年PE最感兴趣的领域就是参与中概股的私有化,以寻求更多的利益增长点。而估值较低时期出现的产业整合机会,正好是PE参与私有化的最好时机。

由于私有化的投资成本较高,退出时间不确定、环节多,条款设计要求高,PE与管理层、创始人之间的博弈更加复杂。只有熟悉海外市场规则的PE才可能获得成功。而在上述方面,美元基金有着明显优势。由此可见,美元基金与人民币基金的发展路径将更加呈现差异化趋势。

国内资本市场 应考虑接纳

分析发现,这38家私有化的企业整体经营状况不错,成长性较好,2/3达到我国创业板上市财务标准。其中一批企业属于互联网、商业连锁、生物制药等新兴领域的行业龙头,比如盛大、分众传媒、7天连锁等;又如在美国上市的中国和中国安防、在NASDAQ上市的宇信易诚都是行业内排名第一,且远高于在创业板上市的同类公司。此外,还有一些企业在创业板尚无同类公司,比如从事石油行业管理的普联软件、从事房地产信息服务的中房信等。

根据披露的2011年年报,这批企业的平均营业收入为6.64亿美元,其中19家企业的营业收入均超过3.42亿美元(约21亿元人民币);净利润方面,有10家企业出现亏损,另外21家企业的净利润均超过1100万美元;成长性方面,这批企业在2009~2011年的营业收入年复合增长率平均超过20%,且只有5家公司出现负增长。以财务指标衡量,这38家企业中有26家满足我国创业板上市标准,其中21家满足第一套标准,5家满足两套标准。

分析发现,公司战略调整与重组、诚信危机导致估值下降、被战略投资者收购以及重新上市的预期是中概股私有化的主要动机。这在一定程度上表明我国企业对海外市场生态的认识趋于理性,海内外市场的吸引力对比可能正在发生变化。

中概股私有化是正常的市场现象,在投资者信心短期内难以恢复以及监管压力不断增加的情况下,有可能持续一段时间。在可行条件下,其中一些优秀企业可以通过IPO或被上市公司收购的方式回归国内市场。此外,对境内上市公司而言,这些私有化的企业已经有了一定的估值基准,也是可以考虑的并购对象。

满足我国创业板上市标准的私有化中概股列表

标准	企业数量	占比	名称
只符合第一套标准	21	55%	绿润集团、BMP太阳石、中消安、康鹏化学、胜达包装、中国安防、分众传媒、傅氏科普威、乐语中国、环球天下、泰富电气、九城关贸、高华医药、盛大、三生制药、思源电器、创博国际、天狮国际、稳健医疗、宇信易诚、经纬国际
只符合第二套标准	0	0%	---
同时符合两套标准	5	13%	亚信联创、千方科技、众品食品、7天连锁、永业国际

备注:标准一,最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于一千万元,且持续增长;标准二,最近一年盈利,且净利润不少于一千万元,最近一年营业收入不少于一千万元,最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。