

2013 年 PE 市场：机遇与挑战并存

2013 年 4 月

事由：

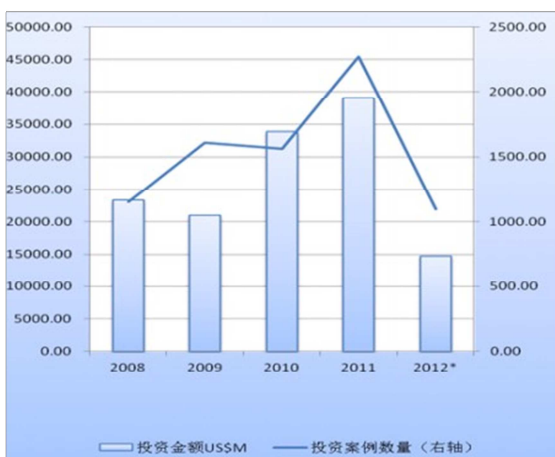
2012 年，中国私募股权投资（PE）行业经历资本盛宴后进入“寒冬”，市场活跃度大幅下降，基金募资、投资与退出持续疲软。在激烈市场竞争与退出渠道受阻的双重压力下，中国 PE 行业正逐渐进入深度调整期，洗牌与整合加速进行，行业生态也正呈现出新的面貌。在政策方面，监管层对资产管理行业进行了“大松绑”，与 PE 相关的一些新的监管政策的陆续出台，为行业的健康、可持续发展提供了新的契机。

点评：

2012 年 PE 投资规模、募资规模和退出回报均大幅下滑

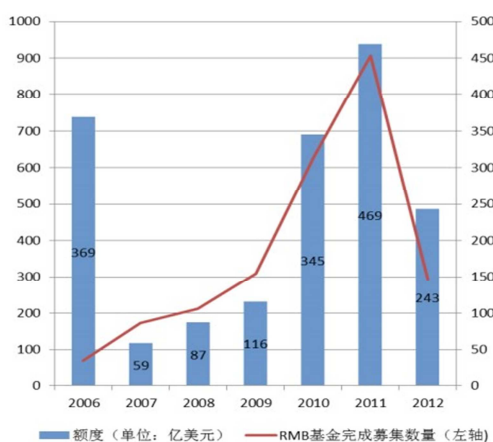
统计数据显示，2012 年，我国 PE 参与投资项目为 1092 个，同比下降了 51%，投资金额下降 62%，这是 2008 年金融危机后首次出现投资规模下降（图表 1）；近 300 家 PE 人民币基金完成募资，但募资金额缩减了 48%（图表 2）。2012 年 PE/VC 机构通过境内企业 IPO 退出实现账面回报为 4.38 倍，较 2011 年 7.22 倍的回报率同比下降了 39%，同时创下了 2009 年 IPO 重启以来的历史新低（图表 3）。这都与国内经济低迷、A 股市场探底、IPO 全面停滞等直接相关。

图表 1 2008~2012 年 PE 投资环节市场情况



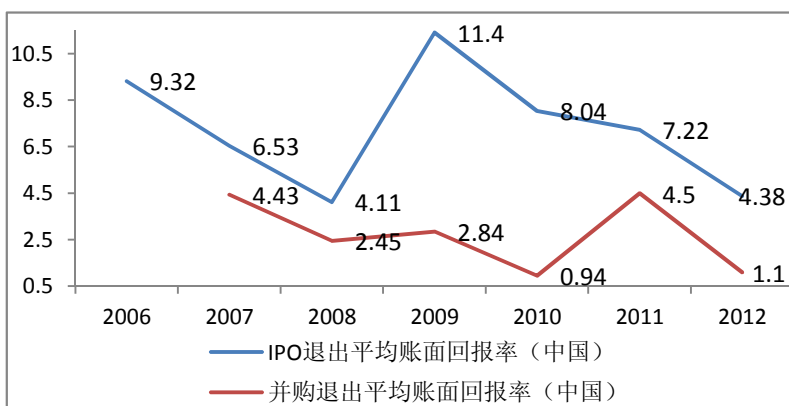
数据来源：诺亚财富，课题组

图表 2 2006~2012 年 PE 人民币基金募集情况



数据来源：诺亚财富，课题组

图表 3 中国 PE/VC 退出回报率情况（单位：倍）



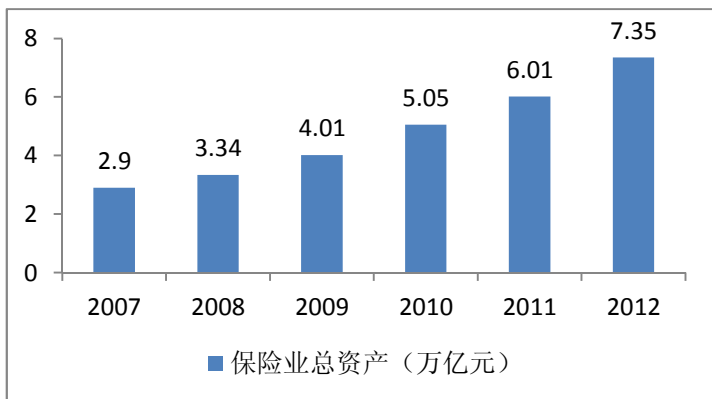
数据来源：CVSource, Preqin, 课题组

资产管理行业监管“大松绑”，政策红利可期

尽管受经济下行周期影响，PE 市场在 2012 年表现低迷。但 2012 年却是中国资产管理市场跨越式发展的一年，监管层出台了一系列放松管制的措施，其中有多项涉及 PE 行业。2012 年，保监会下发了《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》、证监会下发了《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（第 83 号令）和《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》、上海市开展了 RQFLP 试点工作，PE 市场受这些政策的影响，行业洗牌将加速。一方面传统私募股权管理机构将面临保险机构、公募基金机构从事直接股权投资业务的正面竞争，另一方面有品牌有业绩的基金管理机构也可能获得来自保险机构、公募基金甚至海外投资者的资金支持，不断发展壮大。将来政策红利的释放，可为现在略显艰难的 PE 行业注入了新的活力，并引领行业走向大竞合时代。

保险资金与私募股权在投资期限上最为匹配，也是私募股权管理人最为青睐的资金来源。首先，保险公司目前资金来源相对充足，2012 年保险业总资产为 7.35 万亿元（图表 4），理论上来说可用于股权投资的资金高达 7350 亿元；其次，保险资金具有稳定性和持续性，能为投资项目提供稳定持续的现金流支持；第三，保险资金对流动性要求低，能较好地匹配私募股权投资的年限要求。在西方成熟的市场国家，保险资金占据着私募股权投资的前三位。一旦 PE 市场企稳，保险资金的入市将能极大振兴募集市场，为投资市场提供有效的资金支持，加快 PE 行业的复苏进程。

图表 4 2007 年~2012 年保险业总资产变化



数据来源：Wind，课题组

监管松绑之后，基金公司最有可能发展并购基金市场，或能在一定程度上缓解 PE 市场“退出难”的困境。首先，传统 PE 机构在一级市场上的投资经验和人才积累非常丰富，基金公司需要更多地参与二级市场运作，获取传统 PE 市场操作策略之外的投资机会；其次，较强的二级市场投研能力是基金公司的重要优势，基金公司对企业的上下游企业及其产业链情况较为熟悉，并购整合工作更容易开展；第三，目前中国并购市场发展迅速，但并购规模占 GDP 的比例仍然远远落后于多数发达国家，未来并购市场的发展仍有较大空间，并购基金作为成熟 PE 市场的主流基金形式，未来将被更多的投资者所接受。

PE 行业发展前景依然长期看好

尽管刚刚经历了 2012 年各种不确定性持续发酵的寒冬，市场活跃度及投资回报水平均有下滑，但不管是从行业成熟度还是从规模来看，中国 PE 行业目前仍然处于“幼儿期”。在中国经济转型的过程中，PE 行业发展的黄金时期还没有结束。

不断推进的金融改革，包括提高直接融资比重、多层次资本市场建设、利率市场化、人民币自由可兑换等，都会促使社会财富从银行的资产负债表上流向包括 PE 在内的多元化财富管理工具。同时，居民财富增长带来的全资产配置要求也会进一步推动 PE 行业的成长。

从 PE 行业自身来看，经历了寒冬之后，中国的 PE 行业会变得更加理性和成熟。社会资源将会向专业规范、业绩好的机构集中，这对于行业的长远健康发展无疑是一个利好。

市场影响评估：

第一， 2013 年 PE 行业能否缓慢回暖主要取决于宏观经济复苏态势。

PE 的回报水平与宏观经济、二级市场表现以及一级市场发审改革等因素密切相关。目前，PE 行业的调整仍在继续，非理性行为减少，从前端来看企业估值也出现理性回归，投资机会正在逐步显现。与此同时，考虑到投资机构积压的大量退出需求短期内无法得到充分释放，其投资策略仍将普遍保持谨慎，2013 年全年投资规模将很难恢复至 2011 年的高峰水平。

第二，投资机会显现，专业化、品牌化的机构值得关注。

从价值投资理念来看，PE 真正的机会是在行业的下行周期产生的。2013 年进行的投资，可能未来的回报率会比 2010/2011 年行业过热阶段投入的项目更高。在具体投资方向上，品牌消费品和高端消费服务、医疗健康、高端制造业（特别是军工和自动化行业）、节能环保行业（特别是水处理）等，目前被广泛看好。

投资者在选择 PE 机构进行资产配置时，可以考虑将资源向成熟优秀的机构倾斜。在未来一年里，相比于市场整体规模变化，PE 行业更值得关注的是新竞争格局的形成和机构专业化、品牌化的转型。总体来看，强者愈强的“马太效应”将在 PE 行业出现，一些专业化、品牌化的 PE 受到市场认可，进而获得更多资金支持，而这些优秀机构有望进一步吸收其他基金的投资份额或团队。

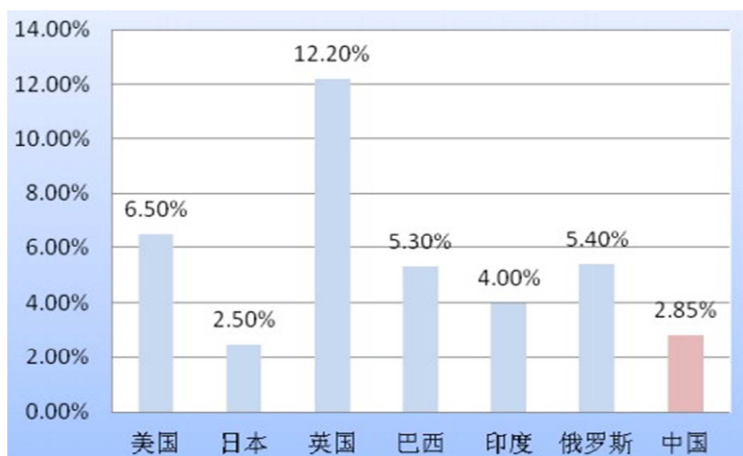
第三，机构投资者参与市场将提高 PE 行业的成熟度，加快行业复苏节奏。

随着保险公司和基金公司的进入 PE 市场的门槛降低，市场参与者将不断多元化，整个市场加速扩容升级。首先从 LP 层面上，机构投资者有望成为主流，从而促进投资人在选择基金管理人上更专业、更理性。其次，机构投资者的参与将改变 PE 市场格局，激活二级市场成交量。当 PE 投资环境出现改善时，保险资金等有望通过直接间接双模式大量入市，解决目前行业“募资难”的困境。募资环节一旦出现改善，将能为投资市场提供有效的资金支持，并在一定程度上提振市场信心，加快 PE 行业的复苏节奏。

第四，并购或成为退出热潮，但会导致投资收益降低。

受 IPO 退出日益艰难的影响，PE 投资机构在退出活动中开始有意识的挖掘新的退出方式。2012 年前 11 个月，中国私募股权投资市场共有发生 171 笔退出案例，股权转让、并购、管理层收购等退出方式开始被更多的投资机构采纳。一些行业发展到一定阶段，出现了明显的产能过剩现象，业内优势企业为提高市场占有率、获取规模效应，兼并扩张的需求强烈。其次，根据发达国家资本市场发展经验，当市场托宾 Q 值小于 1 的时候，很可能出现大规模并购潮。美国 20 世纪 20 年代、80 年代出现过两次并购大潮，而当时的托宾 Q 值均显著地低于 1。随着我国市场托宾 Q 值正向 1 逼近，以并购或被并购为目的的项目将出现投资机会。第三，通过与国外 PE 市场比较，我国并购市场还有较大的发展空间（图表 5）。

图表 5 2010 年度各国已完成并购规模占 GDP 的比例



数据来源：诺亚财富，课题组

一旦我国并购市场的规模被进一步释放，将直接有益于 PE 机构投资项目的退出，在一定程度上缓解 PE 市场“退出难”的困境，加快 PE 行业走出萧条的步伐。

但并购的投资回报率远不能和 IPO 相比。投中集团数据显示，2012 年 PE 通过并购退出的案例数量达到 140 起，为近六年的峰值，但平均的账面退出回报率仅为 1.1 倍。而同期通过 IPO 退出回报率尽管出现大幅下滑，但均值为 4.38 倍，仍远高于并购退出回报率（图表 3）。总之，PE 投资的暴利时代已经结束，今后的趋势将会是通过长期投资获得适当稳定的收益。

