

新三板挂牌 PE 机构研究报告



投中研究院核心观点

- **新三板给予挂牌 PE 广阔施展空间**

新三板解决了 PE 机构融资和退出两大核心需求；
九鼎投资恰恰抓住了新三板和资本市场管制放松两大风口；
管理基金变自身资产，创新模式给予行业更多启示；
大背景是监管层担心退出风险集中爆发打击 VC/PE 行业信心。

- **新三板将改变国内 PE 机构市场格局**

老牌 PE 出于谨慎慢半拍，如何追赶是难题；
新三板、A 股成首选退出方式，美元基金失落；
抢先投资新三板的机构享受制度红利，快速崛起；
已挂牌 PE 换新操作系统，快速打造大资管平台。

- **新常态对 PE 需有新认知新视野**

PE 机构不再是单纯的股权投资机构；
PE 将是在资本市场具融资、退出功能的金融平台；
PE 竞争力将体现为金融综合服务能力；
借助资本市场信批机制 PE 将更加公开、透明。

- **投资挂牌 PE 机构需持理性态度**

多数基金成立时间在 3 年以上，退出压力大；
已退项目多为之前所投 Pre-IPO 项目；
在管项目预估退出 IRR 具有较大不确定性；
考虑新三板流动性风险估值时需打一定折扣。

引言

从昔日的“草根”PE 到今天令人瞩目的大资管平台，从一开始被看不起到今天令很多主流 PE 机构心生敬畏，九鼎投资“猛”、“快”、“准”的投资打法虽曾令其一度遭受挫折，也因抓住资本市场的风向而借势逆转。对于很多主流机构来讲，与其说是看不起，不如说是看不懂。然而就在“看不起”的时候，九鼎投资忽然间就走在了众 PE 机构的前面。

九鼎投资实现逆转的原因是什么？新三板这个资本市场的大变量对于 PE 市场格局有怎样的影响？新常态下我们该以怎样的视角看待 PE 的发展？目前新三板挂牌 PE 是否已高估？对新三板挂牌 PE 估值时又该考虑哪些因素？

投中研究院秉承专业严谨的研究风格，近期对新三板挂牌 PE 机构进行了深入思考，并发布研究报告《投中专题：新三板挂牌 PE 机构研究报告》，以供各方参考。

投中研究院
2015 年 5 月

一、 PE 机构挂牌新三板现状

1. PE 机构相继挂牌新三板

2014 年 4 月九鼎投资挂牌新三板，成为首家新三板挂牌 PE 机构。此后，九鼎投资借助新三板展开一系列资本运作，一再刷新市场对 PE 机构的重新认知。在此强烈的示范效应下，国内 PE 机构也纷纷开始考虑试水挂牌新三板。

2015 年 3 月，中科招商挂牌新三板；4 月 24 日，全国股转系统公示了硅谷天堂和同创伟业申报挂牌新三板相关文件，两家 PE 机构将整体登陆新三板市场。4 月 30 日，明石投资的挂牌申报文件也在股转系统公示。此外，据相关媒体报道，中城投资和天星资本计划在今年挂牌新三板。而据投中研究院了解，包括信中利资本等多家 PE 机构正在考虑挂牌新三板。

2. 两大需求推动 PE 挂牌新三板

投中研究院认为，PE 机构纷纷挂牌新三板的原因主要是基于两大因素的推动：被动需求和主动需求。被动需求包括 LP 退出诉求强烈、基金募资压力大以及主板上市不容易；主动需求包括改善募资、扩大品牌效应、改善公司治理结构和激励公司管理团队。

由于新三板解决了 PE 机构融资和退出的核心诉求，借助新三板资本市场打造大资管平台是 PE 机构挂牌的核心动力。

2.1 被动需求

被动需求主要包括三方面：LP 退出诉求强烈、基金募资压力大以及主板上市不容易：

(1) LP 退出诉求强烈。由于 IPO 发行缓慢，PE 机构所募基金面临到期所投项目却无法按时退出；同时，多数本土 PE 机构面临 LP 份额流动性问题，难以通过 PE 二级市场转让，亟须建立新的 LP 份额流动转让机制。

(2) 基金募资压力大。从 PE 机构自身来讲，一方面基金前期投资项目退出困难，投资者信心不足，影响到募资；另一方面，随着 PE 机构管理基金规模越来越大以及拓展并购基金、收购牌照业务等新业务的拓展，这些本身会造成一个很大的资金缺口；再者，由于多数基金未经历完整周期，机构投资者难对其进行有效评估。而从投资机构来讲，目前我国机构投资者不成熟，各种限制如政策、管理人员考核机制、管理人员任期等阻碍了机构投资者对 PE 的资产配置。

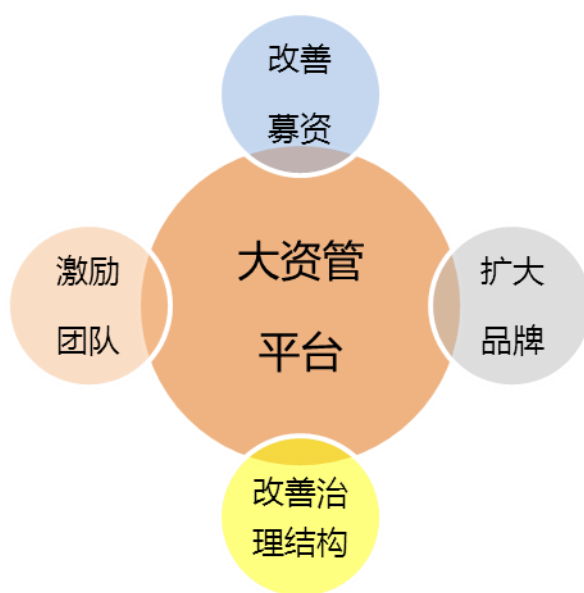
(3) 主板上市不容易。A 股对上市公司的业绩具有较高的要求，PE 业绩收入不可持续/预估，暂时难以获得 IPO/借壳上市审批；同时，A 股需要定期披露详尽的投资/财务等

资料和数据，而这些又与 PE 机构的投融资具有一定的私密性相背；此外，PE 机构还面临在 A 股公开上市之后控制权可能稀释分化的问题，从而对公司以及投资决策的话语权下降。

2.2 主动需求

主动需求指的是 PE 机构自身具有登陆资本市场的需求。投中研究院认为，新三板解决了 PE 机构融资和退出的核心诉求，借助新三板资本市场打造大资管平台是 PE 机构挂牌的核心动力。

图 1：PE 挂牌新三板的主动需求



投中研究院绘制，2015.05

借助新三板市场，PE 机构可以通过定增等方式快速募资，为大资管平台的打造储备资金；可以搭建完善的激励机制巩固投资团队的稳定性；可以提升 PE 机构的品牌形象和影响力；可以利用新三板对信息披露的要求倒逼公司改善治理结构。

二、 新三板挂牌 PE 机构对比解析

从财务指标来看，在挂牌的五家 PE 机构中，从管理资产规模、已投以及退出数量和金额、营收来看，九鼎投资和中科招商量级较大，暂处于第一梯队；硅谷天堂和同创伟业量级中等，暂处于第二梯队；明石投资量级较小，暂处于第三梯队。

表 1：新三板挂牌 PE 机构财务指标对比

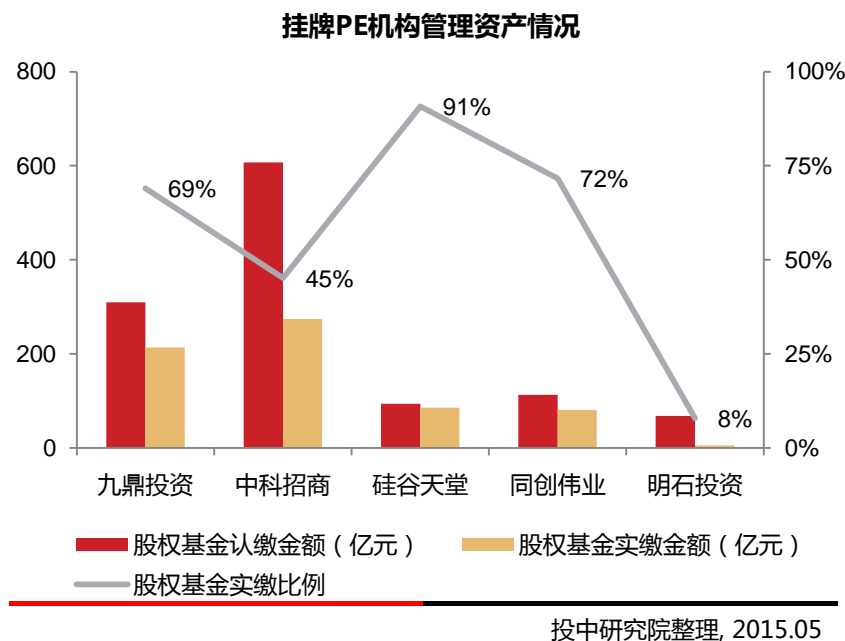
大类别	细分	九鼎投资	中科招商	硅谷天堂	同创伟业	明石投资
管理资产	股权基金认缴金额（亿元）	310	607	94.3	113	68
	股权基金实缴金额（亿元）	214	274	85.6	81	5.4
股权基金 投资情况	投资数量	229	233	193	194	22
	投资金额（亿元）	N/A	182.5	119.0	50.0	5.4
股权基金 退出情况	退出数量	36	32	73	29	5
	退出金额（亿元）	38.0	30.6	70.1	18.0	2.8
	退出 IRR（%）	31.9	27.2	31.1	36.0	N/A
股权基金 在管项目 情况	数量	193	201	111	153	17
	所投金额	148.7	166.3	75.8	39.8	3.9
	资产估值（亿元）	331.0	332.9	129.8	82.5	N/A
	预估 IRR	30.1%	22.0%	28.7%	28.1%	N/A
财务指标	营业总收入	6.9	9.4	3.7	1.1	0.0
	归属于挂牌股东净利润	3.5	3.6	1.5	0.4	1.3

投中研究院整理，2015.05

1. 挂牌 PE 机构股权基金管理资产情况

在新三板挂牌或已公示的五家 PE 机构中，从管理资产的规模来看，中科招商的股权基金认缴金额为 607 亿元，甚至高于其他四家 PE 机构认缴规模的总和。但是，从实缴金额来看，中科招商与九鼎投资的规模类似，分别为 274 亿和 214 亿元。五家 PE 机构的股权基金实缴比例在 55% 左右，其中硅谷天堂最高，实缴比例高达 91%；明石投资最低，实缴比例仅为 8%。

图 2: 挂牌 PE 机构管理资产情况



硅谷天堂管理的股权基金认缴金额 94.3 亿元，分为 VC/PE 基金、PIPE 基金和 FOF，其中主要参与上市公司 A 股二级市场定向增发或大宗交易的 PIPE 基金认缴金额 43.25 亿元，实缴金额 41.83 亿元。

投中研究院认为，如果股权基金实缴比例长期保持在低位，或是因为基金所投项目进度未达预期，该 PE 则可能面临融资金额规模持续萎缩的风险。

2. 挂牌 PE 机构股权基金投资情况

从股权基金投资情况来看，九鼎投资和中科招商的所投项目数量都在 230 个左右，硅谷天堂和同创伟业在 190 个左右，明石投资最少，仅投资 22 个项目。从投资金额来看，中科招商投资 182.5 亿元，硅谷天堂投资 119.0 亿元，同创伟业投资 50.0 亿元，明石投资 5.4 亿元。九鼎投资未在 2014 年报中披露其最新投资金额。虽然投资项目数量相同，硅谷天堂投资金额较高的原因是投资 A 股二级市场的 PIPE 基金占用了较大的资金。

而从基金成立时间和基金的成立周期来看，可以清晰地看到多数基金的成立时间在 3 年以上，约 50% 的基金已到退出期。PE 机构面临着较大的基金到期退出压力。

图 3: 基金成立时间结构图—实缴占比

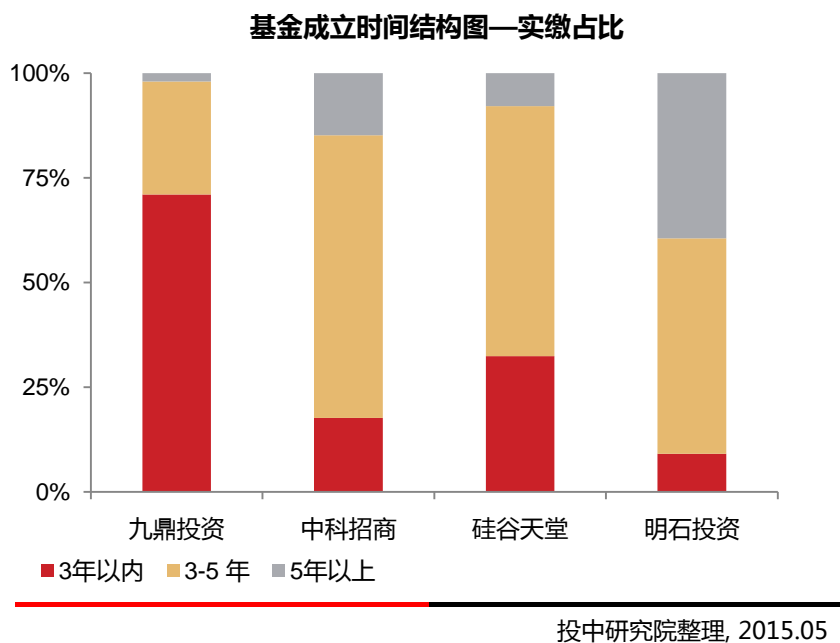
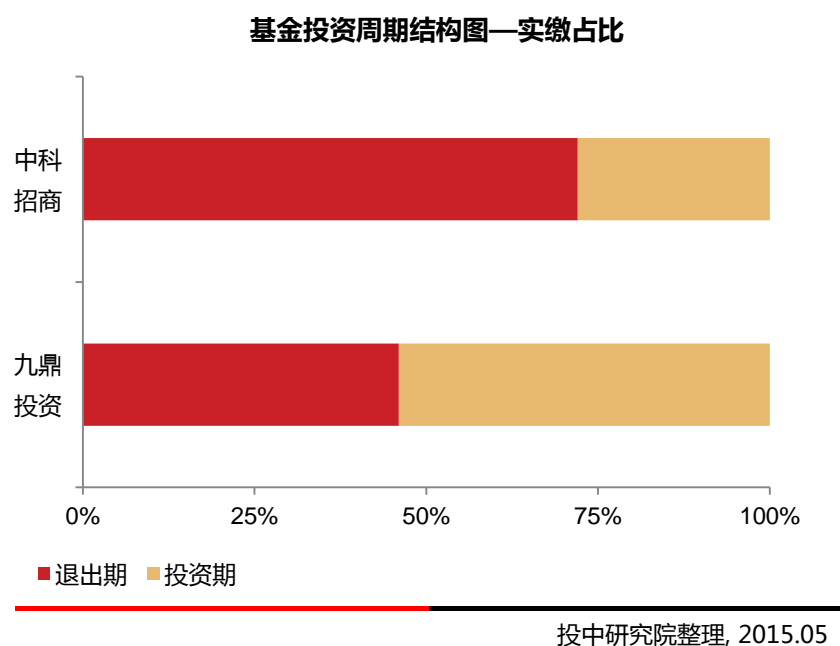


图 4: 基金投资周期结构图—实缴占比



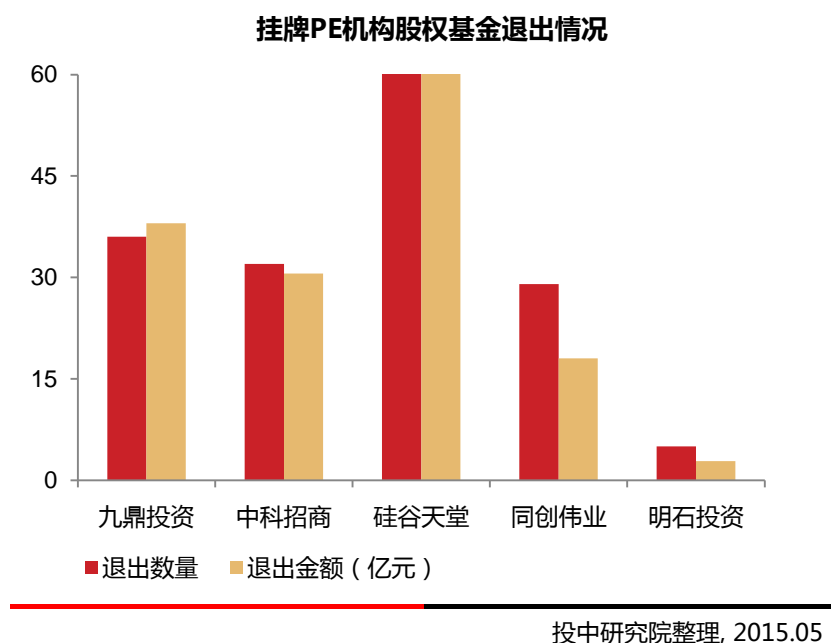
3. 挂牌 PE 机构股权基金退出情况

从所投项目的退出数量来看，九鼎投资、中科招商和同创伟业都在 30 个左右，明石投资退出 5 个项目。硅谷天堂退出 73 个项目，其中有 39 个项目是 PIPE 类项目，若减去此 39 个项目，则退出数量为 34 个。

总体来看，PE 机构项目退出数量占投资数量的比例多在 20%以下，加上多数基金进入退出期，PE 机构面临较大的项目退出压力，亟需找到快速退出途径。

从退出金额来看，九鼎投资和中科招商分别为 38.0 亿元、30.6 亿元；同创伟业的退出金额低一些，为 18.0 亿元；明石投资为 2.8 亿元。硅谷天堂退出金额为 70.1 亿元，其中有 46.3 亿元是 PIPE 类项目以 A 股大宗交易、二级市场减持等方式退出；若减去此 46.3 亿元，则硅谷天堂退出金额为 23.8 亿元。

图 5：挂牌 PE 机构股权基金退出情况



从退出项目综合 IRR 来看，明石投资未披露此数据。其他四家 PE 机构的退出综合 IRR 基本在 30%左右。同创伟业最高，为 35.97%；中科招商最低，为 27.23%。九鼎投资和硅谷天堂的退出综合 IRR 分别为 31.90%、31.08%。

4. 挂牌 PE 机构股权基金在管项目情况

从挂牌 PE 机构股权基金在管项目数量来看，九鼎投资和中科招商都在 200 家左右；同创伟业和硅谷天堂的数量要少一些，分别为 153 个和 111 个；明石投资最少，在管项目 17 个。

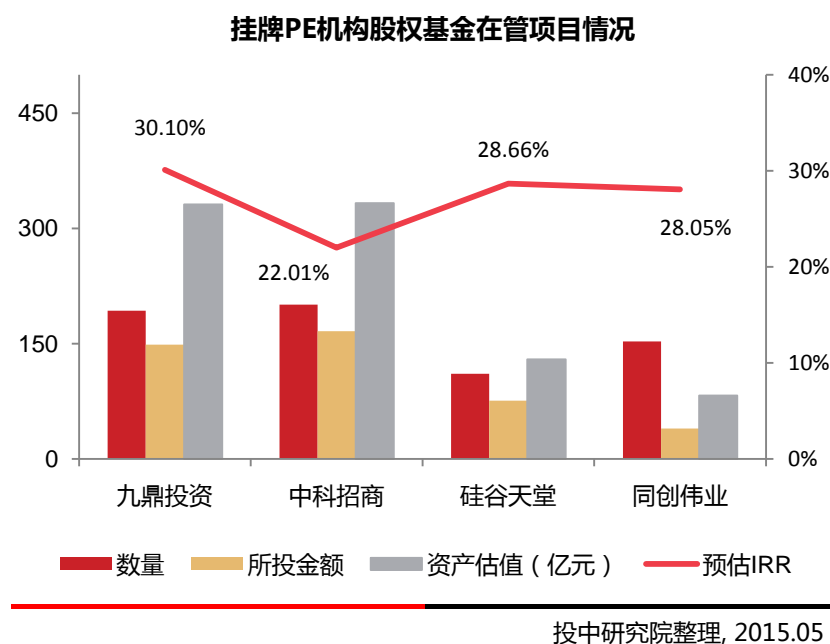
从在管项目所投金额来看，九鼎投资和中科招商依然在同一个数量级，在 150 亿元左右。硅谷天堂次之，为 76 亿元；再次为同创伟业，为 40 亿元。明石投资为 4 亿元。

除明石投资未披露在管项目的预估 IRR 外，另外四家 PE 机构基本根据在管项目的退出计划、盈利情况以及可比上市公司的市盈率对在管项目的资产估值以及 IRR 进行估算。例如，如果公司最近四个季度合计未亏损、未出现业绩下滑超过 50%且可比上市公司市盈

率未超过 100，则对于已经申报 IPO 的在管项目，资产估值按照最近一年净利润*可比上市公司市盈率*80%计算；对于预计 1 年内申报 IPO 的在管项目，资产估值按照最近一年净利润*可比上市公司市盈率*70%计算。以此类推。

按照这种估值方式，九鼎投资和中科招商对在管项目的资产估值在 330 亿元左右，硅谷天堂为 130 亿元，同创伟业为 82 亿元。在对在管项目的预估 IRR 上，四家 PE 机构差距较大。九鼎投资最高，为 30%；中科招商最低，为 22%；硅谷天堂和同创伟业在管项目预估 IRR 同在 28%上下。

图 6：挂牌 PE 机构股权基金在管项目情况



投中研究院认为，PE 机构在管项目最大的风险来自于项目退出的风险。挂牌 PE 机构的预估 IRR 需要考虑在管项目退出的概率、在管项目的盈利情况以及上市公司二级市场估值情况，具有较大的不确定性。

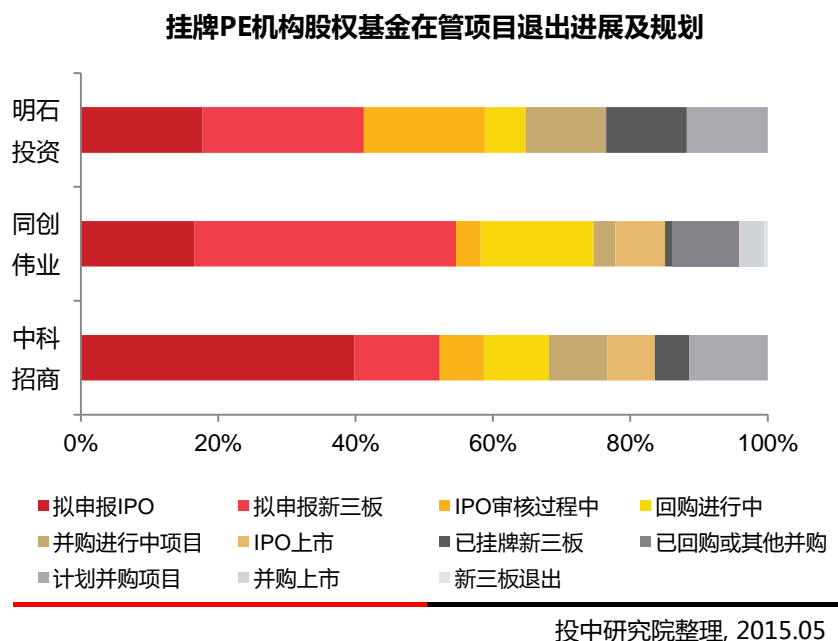
5. 挂牌 PE 机构股权基金在管项目退出进展及规划

由于九鼎投资和硅谷天堂在披露在管项目退出规划时未分别披露拟申报 IPO 和拟申报新三板的详细数据，故本报告仅采用其他三家 PE 机构的披露数据。

在在管项目的退出规划中，值得注意的是亮点是申报新三板成为项目退出的重要方式。其中，同创伟业和明石投资的在管项目退出规划中，拟申报新三板在所有退出方式中所占比例最高。同创伟业拟申报新三板的比例为 38%，明石投资为 24%。中科招商在管项目退出规划中，拟申报 IPO 依然占据最高的比例，为 40%。

总体来看，并购和回购在项目退出中依然保持有较高比例。

图 7：挂牌 PE 机构股权基金在管项目退出进展及规划



6. 新三板 挂牌 PE 机构财务指标

PE 机构的收入主要包括投资管理业务收入、投资收益和公允价值变动收益。与动辄上百亿元的管理资产相比，PE 机构的营收显得较为单薄。可以说，PE 机构更多做的是一个“为他人作嫁衣裳”的苦活儿。

从营收来看，五家 PE 机构的总收入有着较大的差异。中科招商的总收入最高，为 9.4 亿元；九鼎投资次之，为 6.9 亿元；硅谷天堂为 3.7 亿元。同创伟业和明石投资的营收较低，分别为 1.1 亿元和 470 万元。

从归属于挂牌股东的利润来看，九鼎投资和中科招商在 3.5 亿元左右，硅谷天堂为 1.45 亿元，同创伟业为 3800 万元。明石投资的利润为 1.3 亿元，主要是参股实业公司的收益。

另一方面，PE 机构的投资管理业务收入主要包括基金管理费、项目管理报酬、投资收益和公允价值变动收益。由于多数项目未退出，基金管理费收入是投资管理业务收入的主要来源，项目报酬收入仅占很低的比例。

图 8：挂牌 PE 机构营业总收入情况

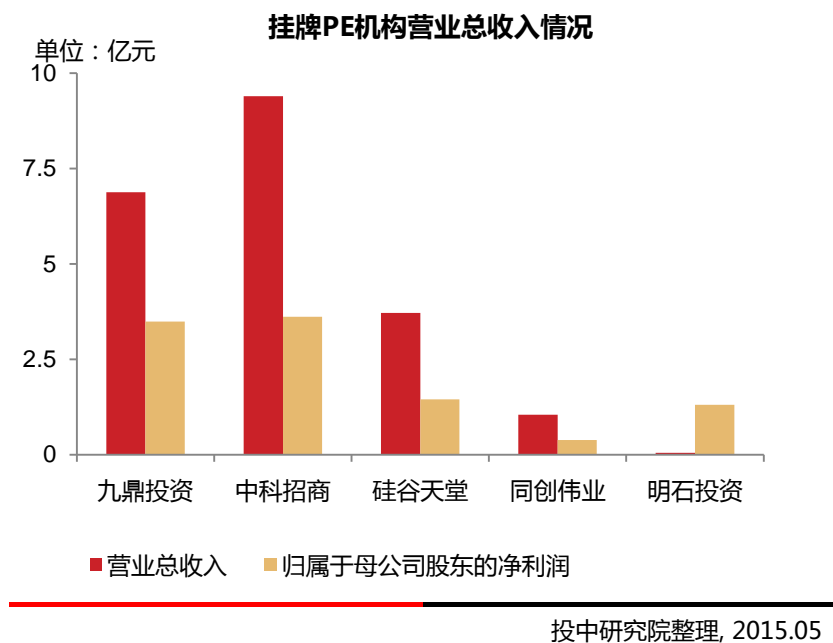
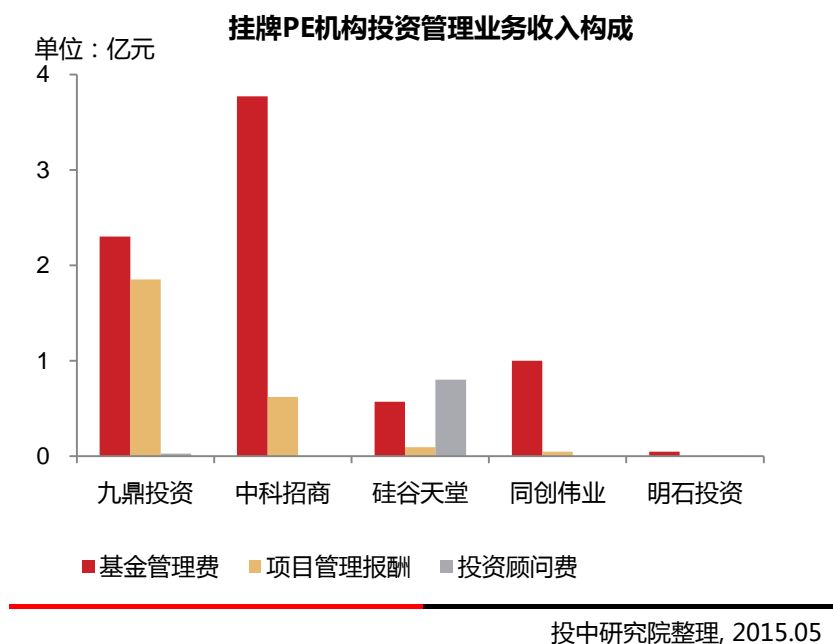


图 9：挂牌 PE 机构投资管理业务收入构成



7. 新三板挂牌 PE 机构估值情况

7.1 新三板挂牌 PE 机构估值概况

目前，已在新三板挂牌开始交易的 PE 机构仅有九鼎投资和中科招商两家。九鼎投资

挂牌后第一笔协议转让出现在 2014 年 5 月 19 日，当日收盘九鼎投资总市值为 112 亿元；2015 年 5 月 15 日，九鼎投资总市值为 677.5 亿元。1 年增长至 6 倍。中科招商挂牌后第一笔协议转让出现在 2015 年 4 月 10 日，当日收盘总市值为 921.7 亿元；2015 年 5 月 15 日，中科招商总市值为 398.9 亿元。挂牌 1 月，总市值缩水超过 1/2。

表 2：挂牌 PE 机构财务估值指标

分类	九鼎投资	中科招商
总市值/股权基金实缴金额	3.2	1.5
总市值/在管项目所投金额	4.6	2.4
总市值/在管项目资产估值	2.0	1.2
总市值/营业收入	98.5	42.5
市盈率	194.1	110.5
市净率	5.9	20.8

投中研究院整理,2015.05

从财务估值指标来看，九鼎投资与中科招商的估值已经处于较高位置。投中研究院认为，资本市场公开上市/挂牌 PE 机构稀少，致使投资者追捧其股票，在一定程度上推高了挂牌 PE 机构的估值。但是，需要注意的是，目前 PE 机构所退出的项目多为之前投的 Pre-IPO 项目，随着 PE 机构投资阶段的拓展，项目的退出风险、退出 IRR、公司营收状况需要重新考虑，对 PE 机构的估值也需要重新审视。

7.2 新三板挂牌 PE 机构估值考虑因素

资本市场公开上市/挂牌 PE 机构的稀少，引起投资者对 PE 机构股票的追捧。投中研究院认为，在对新三板 PE 机构进行投资时需要理性审视，缜密思考。投中研究院列出了一些在对新三板挂牌 PE 机构进行投资估值时需要考虑的因素，以供各位参考。

表 3：新三板挂牌 PE 机构估值考虑因素

公司财务指标	公司团队	公司发展方向	新三板流动性风险
管理资产规模；	团队资本运作操盘能力	新业务拓展布局；	流动性差
累计投资数量；	团队投资风险控制能力；	新业务拓展的执行力；	价格发现功能弱
累计退出数量；	团队执行力；	新业务与原有业务协同作用；	
累计投资金额；	团队稳定性；	新业务对公司估值影响。	

累计退出金额； 团队激励机制。

退出 IRR；

在管项目数量；

在管项目投资金额；

在管项目预估 IRR。

投中研究院整理,2015.05

在所有因素中，投中研究院认为，在管项目预估退出 IRR 和新三板流动性风险是在对新三板挂牌 PE 机构进行投资估值时需要考虑的核心因素。项目未推出或者所持公司股份难以转让，公司所持有的只是 Paper Value。

三、 新三板挂牌 PE 机构资本运作概况

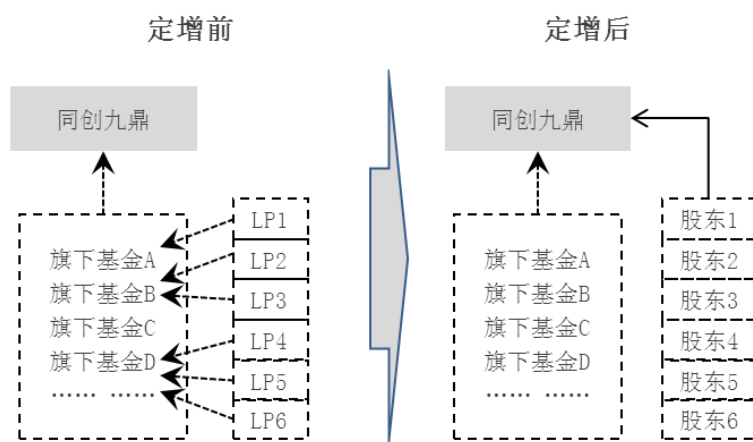
1. 九鼎投资资本运作概况

作为首家挂牌新三板，并借助新三板开展一系列资本运作的 PE 机构，九鼎投资一再刷新市场对 PE 机构的认知。

1.1 LP 份额打包入市

2014 年 2 月九鼎投资实施定增，将 131 个旗下基金 LP 所持有基金份额权益转换为持有挂牌公司的股份权益。

图 10: “基金 LP” 变为 “挂牌公司股东”



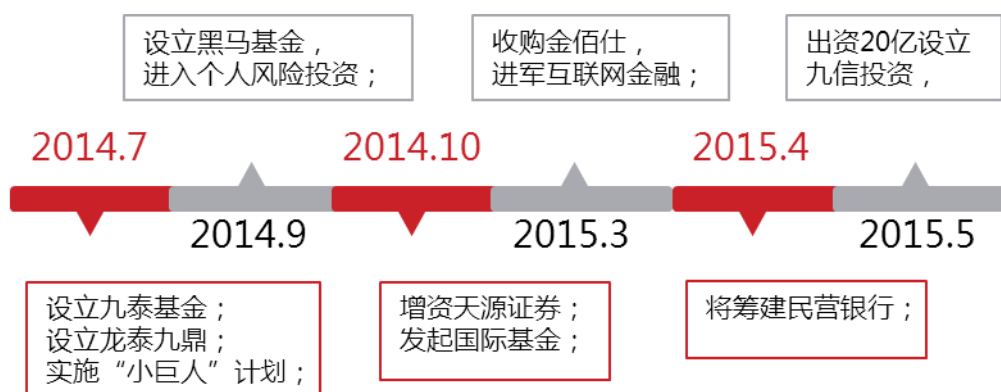
投中研究院绘制，2015.05

九鼎投资创新性的推出“基金 LP”变为“挂牌公司股东”这一模式。投中研究院认为，这一模式的创新点在于一方面原基金 LP 可将手中持有难评估的的某基金份额转化为相对标准化的母公司股份，并分享“多支基金 LP 份额及管理费”打包收益；另一方面九鼎投资高管及部分旗下基金 LP 可以用更加便捷方式通过股份减持退出获利，极大改善退出流动性。未来，九鼎投资可将并购基金及其他业务纳入挂牌上市资产范围内，给予投资者开展综合资产配置的投资机会。

1.2 大资管平台打造

新三板解决了 PE 机构融资和退出的核心诉求，借助新三板，九鼎投资加快了构建大资管平台的步伐。2014 年 2 月，九鼎投资通过定增募集 35.37 亿元；2014 年 6 月，通过定增募集 22.5 亿元。2015 年 5 月 19 日，九鼎投资发布公告，拟增发股票 5 亿股，募集 75-125 亿元。俗话说，“有钱更任性”，九鼎投资在充沛的资金支持下展开了一系列的资本运作。

图 11：九鼎投资系列资本运作



投中研究院绘制，2015.05

借助金融市场监管放松的契机，九鼎投资迅速拿下公募基金、证券公司的牌照，并逐步拓展到个人风险投资、互联网金融、国际基金以及将要拓展的民营银行领域。在一系列快速的资本运作下，九鼎投资的大资管平台已经雏形初现。

图 12：九鼎投资大资管平台雏形初现

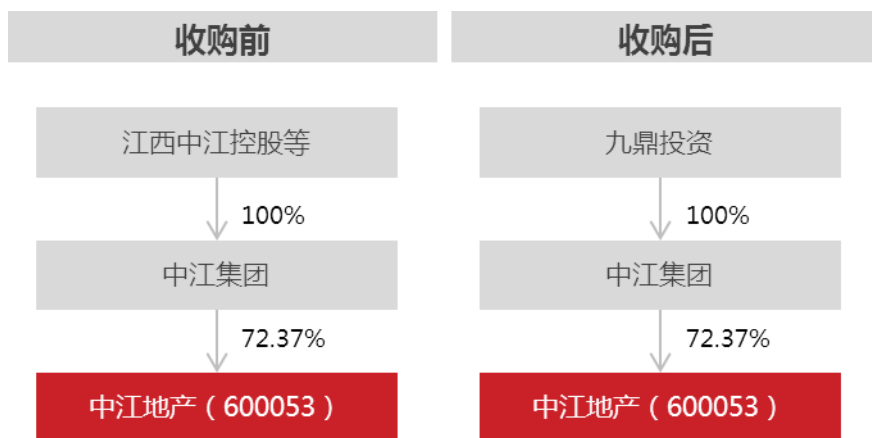


投中研究院绘制，2015.05

1.3 打通 A 股通道

5 月 15 日，九鼎投资公告，其以 41.5 亿元拍得江西中江集团 100% 股权，并间接持有集团旗下 A 股上市公司中江地产(600053,SZ) 72.37% 的股份。此举再次刷新市场眼球。该交易完成后，九鼎投资成为首家控股 A 股上市公司的新三板企业，也是国内 PE 机构首次控股 A 股上市公司。

图 13：九鼎投资收购中江集团示意图



投中研究院绘制，2015.05

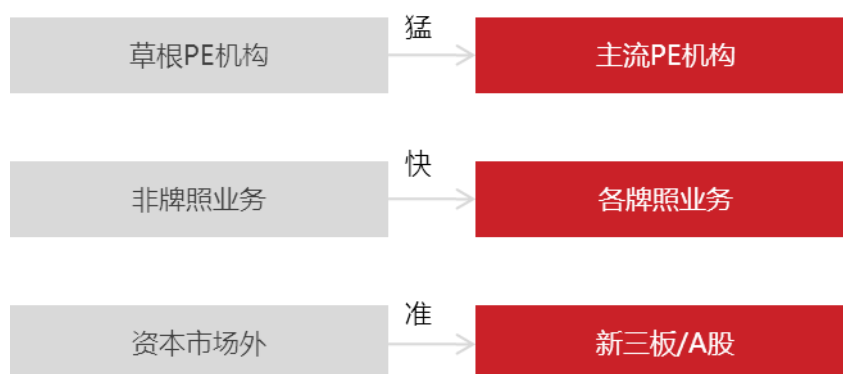
根据公告，九鼎投资计划将原持有的部分资产注入该上市主体，具体注入方案正在筹划中。投中研究院认为，此交易确实具有很大的开创性。但是，对于九鼎投资来说，买壳只是第一步，更关键的是第二步资产的注入（注入哪些、如何估值、监管层的审批态度）和第三步如何借助 A 股实现融资和退出。

而对前期基金份额转公司股份的 LP 以及后期通过定增进入的新股东来讲，其享受 A 股溢价的时刻即将到来。这也是当初这些 LP 以及新股东进入的重要目的。

1.4 九鼎投资资本运作小结——好风凭借力，送我上青天

从昔日的“草根”PE 到今天令人瞩目的大资管平台，从一开始被看不起到今天令很多主流 PE 机构心生敬畏，九鼎投资“猛”、“快”、“准”的投资打法虽曾令其一度受挫，也因抓住资本市场的风向而借势逆转。

图 14：九鼎投资蜕变之路



投中研究院绘制，2015.05

投中研究院认为，九鼎投资能够顺利借势资本市场实现逆转的大背景是监管层担心项目退出风险集中性爆发严重打击 VC/PE 行业信心以及利用资本市场化解债务风险的策略。另一方面，九鼎投资恰恰抓住了新三板和资本市场管制放松两大风口，借助新三板，不仅化解了项目退出风险，还主动出击拿下多个金融牌照，快速打造大资管平台。

在九鼎投资整个资本运作过程中，挂牌新三板是最为关键一步，使得九鼎投资盘活局面，满血攻击。用一句话总结九鼎投资的资本运作之路，即为“好风凭借力，送我上青天”！

2. 其他挂牌 PE 机构业务发展规划——平台化

除九鼎投资之外，观察其他四家挂牌 PE 机构的未来业务发展规划，可以发现核心都是转向大资管平台。如中科招商的业务规划为“完成从专利技术基金、种子基金、天使基

金、VC 基金、PE 基金、证券投资基金到并购基金的全面资本覆盖”；硅谷天堂的业务规划包括并购业务、创业投资业务、资本管理业务（对冲基金、量化基金、资产证券化）、持牌业务以及互联网金融等；同创伟业业务规划包含 VC 业务、PE 业务、并购基金业务、美元基金业务、新三板业务、二级市场业务以及其他资产管理业务（设立或收购证券经营机构，以及投资其他金融类公司）等。

四、国内 PE 机构其他版块上市情况

目前国内 PE 机构在其他版块上市的主要是招商局中国基金、光大控股和鲁信创投。三家 PE 机构上市特点各不相同，个性化特征突出：招商局中国基金是招商局集团在香港设立，并公开发行的投资机构；光大控股港交所上市后早期以经纪业务为主，后期逐步加大在内地股权投资业务布局；鲁信创投隶属于山东国资委，以借壳上市方式成为 A 股唯一以投资为主营业务的公司。

1. 招商局中国基金港交所上市概况

招商局中国基金由招商局集团 1993 年 4 月在香港设立，于 1993 年 7 月在港交所挂牌。该基金由招商局中国投资管理有限公司管理，主投资中国非上市企业，少量投资中概股、H 股以及 B 股。截至 2015 年 1 季度末，招商局中国基金持有直接投资项目 19 个，资产 6.6 亿美元。

招商局中国基金上市的特点是，依托招商局集团背景，招商局中国基金在港交所上市时获得瑞士信贷银行、中银投资、香港特别行政区政府土地基金等核心投资者认购发行股本的 51%，剩余 49% 则通过港交所市场公开发行业务。

投资研究院认为，招商局中国基金上市的模式具有一定的局限性：首先该模式仅适合新设立的基金；其次，多数本土投资机构很难吸引到如此庞大的核心投资团队；最后，以外商投资身份投资内地市场存在很多局限性。

2. 鲁信创投上市模式探讨

鲁信创投是第一家登陆 A 股市场的本土 PE 机构。其以股权投资业务为主，同时兼营磨料磨具生产等实业业务。同新三板挂牌 PE 机构一样，目前鲁信创投的 VC/PE 业务也在向资产管理平台转型，未来将大力发展投资业务，尝试定增、夹层、地产、PE+上市公司、并购重组等多类投资业务。

2010 年，主营磨具、磨料、耐火材料等生产和销售业务的鲁信高新向控股股东鲁信集团定向发行股份，收购鲁信集团持有的高新投 100% 股权。交易完成后，鲁信高新主营业

务变更为以创业投资业务为主，兼顾磨料磨具的生产销售业务，且利润将主要来自于创业投资业务。2011 年，鲁信高新更名为鲁信创投。

借助 A 股资本市场，鲁信创投在融资业务上获得了极大的便利。2011 年，鲁信创投按 1:1 实施资本公积增资扩股；2012 年和 2014 年，鲁信创投分两期先后发行 5 年期公司债共 8 亿元，利率分别为 6.5%、7.35%。该利率水平远低于 PE 机构自行募资成本。

鲁信创投上市的特点是借助母公司鲁信集团的国资背景，通过借壳登陆 A 股市场。然而，这一模式仅属个案，鲁信创投的山东国资属性比较特殊，其他 PE 机构很难直接复制该模式。

据投中研究院了解，2010 年以来，多个本土 PE 机构就内部探讨过 A 股上市操作的主题，核心在于助力募资的可行性，除鲁信创投外，其他机构最终因环境不成熟而放弃。而随着新三板流动性的改善，以及挂牌、信息披露的低门槛，新三板将替代 A 股成为国内 PE 机构的首要考虑对象。

五、 海外 PE 机构上市情况

随着国内市场对新三板挂牌 PE 机构的热捧，海外 PE 机构的上市情况，对国内的投资者以及 PE 机构，也许有一定的借鉴意义。

1. 黑石集团的上市概况

黑石集团是全世界最大的独立另类资产管理机构之一，其另类资产管理业务包括企业私募股权基金、房地产基金、对冲基金的基金、优先债务基金、私人对冲基金和封闭式共同基金等。

2007 年 6 月，黑石集团在纽交所上市，成为全球首个 IPO 的龙头 PE 机构，对全球 PE 机构公开上市提供了参考样本。黑石集团的 IPO 共募集资金 76 亿美元。中投出资 30 亿美元，占总股本 10% 的份额。

黑石集团的上市特点是：

- (1) 以有限合伙企业(LLC)形式另类上市，发行“份额”或“单位”；
- (2) 公司事务由创始人决定，普通“单位”持有人基本无投票权，仅有财务收益权；
- (3) 根据美国 1986 年国内税收法案规定，上市合伙制企业无需缴纳所得税。

黑石集团公开上市后，一方面公司获得大量永久资金用来加强现有业务和开发新业务；另一方面可以通过份额减持或薪酬体系调整实施管理层激励。同时，公司还可以利用股票开展大规模收购。如 2008 年黑石集团收“现金+股票”的支付方式收购对冲基金 GSO 资本。

截至 2015 年 5 月 20 日，黑石集团总市值为 257 亿美元，PB 为 3.3 倍，PE 为 14 倍。从 PB、PE 来看，新三板挂牌 PE 机构的估值远高于黑石集团。事实上，由于新三板的流动性较差，挂牌公司的估值相对于流动性强的纽交所来说，应该打一定的折扣。

2. 海外 PE 机构上市特点

继黑石集团 IPO 之后，KKR、凯雷集团等全球顶级 PE 机构跟其步伐纷纷上市。受金融危机的影响，KKR 的公开上市是通过复杂的非常规方式进行的。KKR 的公开上市之路大致如下：2006 年 5 月，KKR 旗下一只基金 KPE 在阿姆斯特丹交易所融资 50 亿元，开启私募基金上市先河；2009 年 KKR 以换股形式收购 KPE 从而使自己成为一家在泛欧交易所 (Euronext) 上市的公司。2010 年，KKR 将 KPE 私有化后重新打包上市。

PE 机构公开上市后，可以在杠杆收购低谷期获得大量永久资金支持并购业务，减低对第三方资金的依赖性。

图 15：海外 PE 机构集中上市得益于成熟的大环境



投中研究院绘制，2015.05

投中研究院认为，海外 PE 机构集中上市得益于成熟的大环境。首先，海外顶级 PE 机构业务成熟，拥有拥有多类产品组合，收益相对稳健。其既往投资业绩优异，品牌知名度和信赖度也非常高；其次，美国资本市场机制灵活，对上市主体组织形式限制较少，可以采用有限合伙制；最后，美国资本市场成熟，以注册制管理为核心，对投资类业务包容度高。同时，海外市场投资人对 PE 机构投资业务的认同度也比较高。

相比之下，国内多数 PE 收入管理资产较少收益较低，收入浮动过大，且大多属于纯境内架构，无论 A 股还是港股 IPO 都很难获得监管部门审批。另一方面，A 股市场也暂不允许以有限合伙企业身份申请 IPO。

六、 新三板挂牌 PE 机构未来市场格局

1. 新三板将改变国内 PE 机构市场格局

目前来看，作为 PE 界今年最大的风口，投中研究院认为，新三板将改变国内 PE 机构的市场格局。这种改变主要体现在 4 个方面：

表 4：新三板将改变国内 PE 机构市场格局

- 原 C 轮、D 轮融资的企业可直接挂牌新三板融资，PE 机构的投资阶段前移
- 新三板、A 股的爆发将使国内资本市场成为首选退出方式，美元基金失落。
- 抢先投资新三板的 PE 机构享受制度红利，快速崛起。
- 抢先挂牌 PE 换新操作系统，借助新三板融资退出功能，快速打造大资管平台。

投中研究院绘制，2015.05

（1）原 C 轮、D 轮融资的企业可直接挂牌新三板融资，PE 机构的投资阶段前移。在这种情况下，原来主要投 C 轮、D 轮的大型 PE 机构将面临一定的挑战。首先是可投资标的的数量减少；其次是，由于有挂牌新三板作为融资备选，企业在与 PE 机构融资谈判时，对自身的估值要价会提高。

（2）新三板、A 股的爆发将使国内资本市场成为首选退出方式，美元基金失落。未来，人民币基金将成为 VC/PE 的主战场，美元基金将主要适合海外业务占比较大、海外知名度比较高的企业。据投中研究院了解，目前已有许多原本在海外上市的企业在拆解 VIE 结构回归 A 股或者新三板。但是拆解 VIE 结构的过程较为复杂，耗时较长，回归国内的时间有一定的滞后。

（3）抢先投资新三板的 PE 机构享受制度红利，快速崛起。投中研究院认为，每一个资本市场的崛起都会有几家 PE 能抓住机遇脱颖而出。在新三板的兴起中，亦有 PE 机构趁势快速扫货、批量投资新三板挂牌或拟挂牌企业。虽然这种打法存在一定的风险，也不排除会有少部分项目砸在手里，但是伴随着新三板制度红利的逐步释放，从总体来看，这些投资项目会享受制度红利带来的估值提升，在大概率上会是一个 WIN 的结果。

（4）抢先挂牌 PE 换新操作系统，借助新三板融资、退出功能，快速打造大资管平台。由于新三板解决了 PE 机构融资和退出的核心功能，可以说挂牌新三板的 PE 机构更换了新的操作系统，已不再仅限于单纯的股权投资范畴，而是快速打造大资管平台。而一些老牌 PE 机构出于谨慎在新三板上反应慢半拍，如何学习追赶成为其当前面临的难题。投中

研究院认为，在九鼎投资的示范效应下，国内 PE 机构将跑步挂牌新三板。从博弈的角度看，越是挂牌晚的 PE 机构在投融资上越将处于不利的位置。

2. 新征程，新视野

随着新三板挂牌 PE 机构的逐渐增多，以及围绕构建大资管平台的资本运作层出不穷，投中研究院认为，对于 PE 机构的认知需要摒弃旧思维，采用新视野。

表 5: 对 PE 机构新旧思维认知对比

旧思维	新视野
募投资金主要来自于散户	募投资金来自多元化，资本市场融资、机构投资者成主力
投资阶段集中于 Pre-IPO	投资阶段全覆盖
投资范围集中在股权投资	投资范围除股权投资外，政策允许范围内金融投资、服务皆可涉及
竞争力体现在项目资源的获取能力、政府关系等具有一定的私密性	竞争力体现为金融综合服务能力；更加公开、透明

投中研究院绘制，2015.05

在新视野的视角下，PE 机构不再是单纯的股权投资机构，而是一个像正常上市公司一样具备在资本市场融资、退出功能的金融平台。在此模式下，股权投资只是其众多业务的一部分，其他如证券、基金、保险、互联网金融等都将是具有潜力的拓展方向，而金融综合服务能力将成为其决胜的关键！

研究垂询

杜善友 Nick(分析师)

Email: nick@chinaventure.com.cn

媒体垂询

孙媛媛 Bella(市场总监)

Tel: +86-10-59799690-694

Fax: +86-10-85893650

Email: Bella@chinaventure.com.cn

关于投中研究院

投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

关于投中集团

投中集团是一家领先的中国市场金融数据及商业信息服务提供商。通过旗下数据产品 CVSource，为活跃于中国市场的投资机构、投资银行、战略投资者、资产管理公司等各类金融客户提供专业的数据、资讯及分析工具，同时运营中国 PE/VC 行业第一门户网站 www.ChinaVenture.com.cn，并举办各类投资会议。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。



投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

投中集团是一家专注于中国投资市场的领先信息咨询机构。投中集团为致力于中国市场的投资机构、投资银行与企业等客户提供专业的第三方信息产品及研究咨询服务。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。

法律声明

本报告为上海投中信息咨询有限公司（以下简称投中集团）制作，数据部分来源于公开资料。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本报告只作为投资参考资料，报告中信息及所表达观点并不作为投资决策依据。

本报告包含的所有内容（包括但不限于文本、数据、图片、图标、LOGO 等）的所有权归属投中集团，受中国及国际版权法的保护。本报告及其任何组成部分（包括但不限于文本、数据、图片等）在用于再造、复制、传播时（无论是否用于商业、盈利、广告等目的），必须保留投中集团 LOGO，并注明出处为“投中研究院”。如果用于商业、盈利、广告等目的，需征得投中集团同意并有书面特别授权，同时需注明出处“投中研究院”。

上海投中信息咨询有限公司
China Venture Investment Consulting., Ltd.

北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层, 100007
电话: +86-10-59799690 传真: +86-10-57636090

上海市南京西路 1266 号恒隆广场 1 座 1201 室 200040
Tel: +86-21-61919966 传真: +86-21-61919967

深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 3302 室 518048
电话: +86-755-33067695

媒体支持：投资中国网数据支持：CVSource 投中数据终端

