

“上市公司+PE”式产业基金 研究报告



投中研究院关键发现

- **2014 年“上市公司+PE”呈井喷之势，全年成立产业基金达 133 支**

2014 年，上市公司与外部 PE 合作成立产业基金

数量达 133 支，同比增长 2.8 倍；

目标基金规模 886 亿元，同比增长 1.2 倍。

- **表面异常火爆，实际多为摸索尝试**

86%PE 机构、95%上市公司仅发起设立 1 支产业基金；

该模式对大部分上市公司和 PE 来说尚处于摸索尝试阶段；

少数 PE 紧抓市场热点，后来居上。

- **基金围绕公司收购，其他亮点穿插不少**

基金的首要目标普遍是围绕上市公司的收购战略；

部分基金中引入政府引导基金是该模式一大亮点；

有专门针对新三板投资的产业基金成立是该模式另一大亮点。

- **5.5 倍杠杆助力上市公司产业并购**

1/3 产业基金规模在 2 -5 亿元；

近 80%的基金规模在 1-10 亿元；

上市公司所用资金杠杆多在 5.5 倍上下。

引言

自 2011 年硅谷天堂与大康牧业合伙成立产业基金开创“上市公司+PE”先河以来，这一模式迅速被上市公司和 PE 联手复制。2014 年，中国并购市场风起云涌，“上市公司+PE”在并购的大潮中也进入井喷行情，成为 2014 年并购市场一大亮点。

在“上市公司+PE”这一模式发展的过程中，各种争议不断。看好的认为这一模式可以同时解决上市公司通过并购实现产业整合的意愿和 PE 投资项目退出的困境。反对的则认为，这一模式有内幕交易、股价操纵之嫌。

虽然存在各种争议，但是“上市公司+PE”这一模式所成立的产业基金的数量、目标基金规模具体是多少？基金分布有哪些特点？参与的 PE 机构有哪些？市场上并无确切的数据，因而对这一模式的发展现状也只能进行定性的讨论，而无法做出定量、精确的判断。

投中研究院对中国并购市场保持长期观察和深度研究，于 2014 年发布《投中年度盘点：2014 年中国并购市场十大事件》、《投中年度盘点：2015 年中国并购市场发展趋势预测》。为了准确掌握“上市公司+PE”这一模式的发展现状，投中研究院发布《投中报告：“上市公司+PE”式产业基金研究报告》，以供各方参考。

因时间/视角原因，文中观点不免存在偏颇与瑕疵，不当之处还请各位批评指正。

投中研究院
2015 年 3 月

一、“上市公司+PE”式产业基金发展概述

1. “上市公司+PE”式产业基金的定义

“上市公司+PE”式产业基金，是指 A 股上市公司与 PE 共同成立基金（基金形式主要为有限合伙企业，同时还有部分有限责任公司或者资产管理计划），用于对新兴行业或者固定项目进行股权投资，基金退出方式主要包括上市公司收购、IPO、股权转让、股权回购等多种方式。

“上市公司+PE”式产业基金的投资主题包括创业投资、成长投资、并购、项目、房地产基金以及其他类别等。其中，“上市公司+PE”式产业并购基金最受市场关注。其简化的运作流程是：①上市公司与 PE 共同出资成立并购基金，PE 担任普通合伙人，上市公司为有限合伙人；②并购基金所需其余资金由 PE 负责向外部融资；③由 PE 主要负责并购基金的项目筛选调查、投资等资本运作；④待所投项目成熟时由并购基金转让给上市公司，从而完成获利退出。

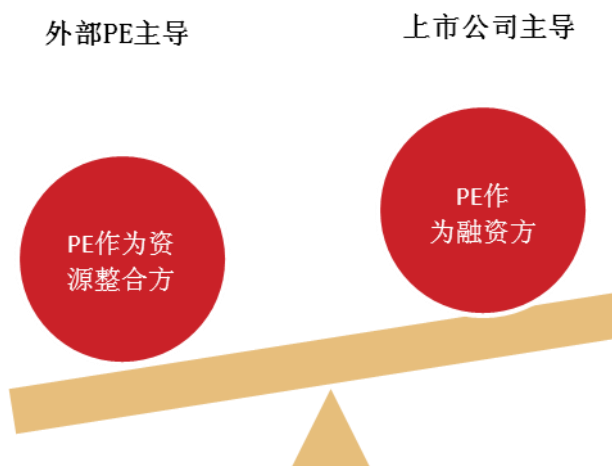
“上市公司+PE”模式于 2011 年 9 月在硅谷天堂与大康牧业的合作中首创，其采用的便是产业并购基金。之后，该模式被越来越多的上市公司与 PE 复制。

2. “上市公司+PE”式产业基金发展概况

投中研究院根据旗下金融数据终端 CVSource 数据统计显示：2014 年 1 月 1 日至 2015 年 2 月 28 日，共有 173 家上市公司与 PE 机构合作成立产业基金；从数量上看，占全部 2635 家 A 股上市公司的比例为 6.6%。

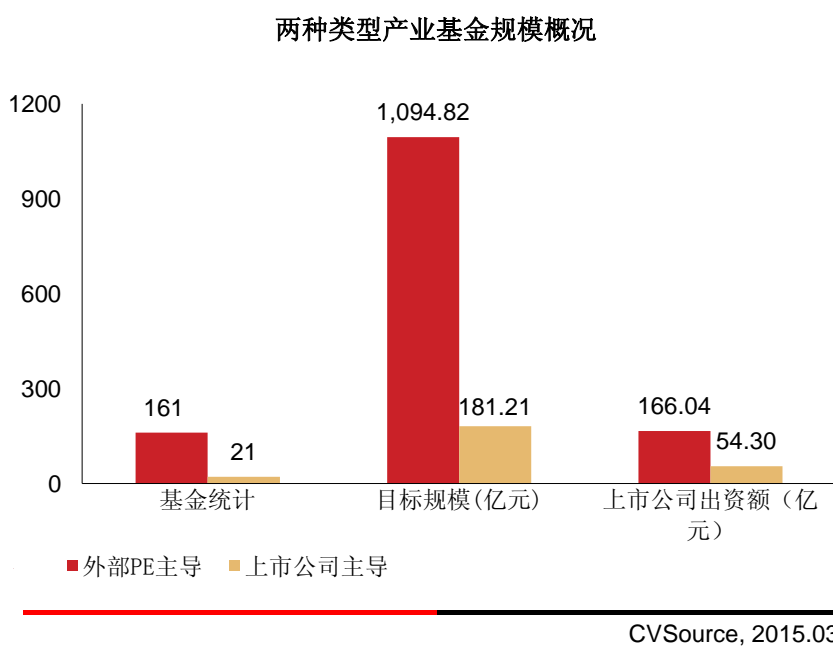
投中研究院把上市公司参与产业基金分为两种，一种为上市公司主导，指所成立产业基金的基金管理人或者普通合伙人为上市公司或其旗下企业。在这种类型的“上市公司+PE”的合作中，外部 PE 更多的是作为简单的融资方；另一种为外部 PE 主导，指所成立产业基金的基金管理人或者普通合伙人为与上市公司无关联的 PE 机构。在这种类型的合作中，外部 PE 作为产业基金的主导方，起到资源的整合作用。

图 1：“上市公司+PE”两种主导类型



据投中研究院统计：2014 年 1 月 1 日至 2015 年 2 月 28 日，上市公司与 PE 机构宣布成立合作产业基金共计 182 支，基金目标规模 1276.03 亿元，上市公司拟出资金额 220.34 亿元。其中，外部 PE 主导的产业基金共计 161 支，基金目标规模 1094.82 亿元，上市公司拟出资金额 166.04 亿元。由此可见，外部 PE 主导的产业基金为“上市公司+PE”合作中的主体类型。

图 2：上市公司参与产业基金合作主导类型



外部 PE 主导的产业基金为本报告的重点研究方向，本报告后续部分如无特别说明，所指皆为外部 PE 主导的产业基金。

外部 PE 主导的产业基金共由 154 家上市公司、123 家 PE 机构公告宣布合作成立，合计成立数量为 161 支。投中研究院通过两个维度对这些产业基金状况进行统计分析：一个维度是基于产业基金层面，如基金成立时间、基金组织形式、基金规模等；另一个维度是基于上市公司层面，如行业分布、地域分布、上市板块、出资规模等。

二、 基金维度解读

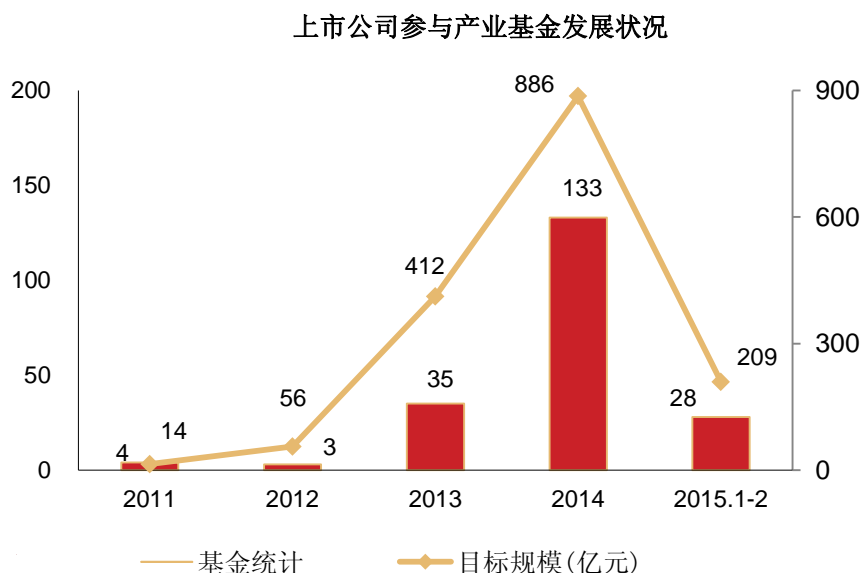
1. 基金发展状况

2014 年呈井喷之势

“上市公司+PE”模式的首次运用是 2011 年 9 月硅谷天堂在与大康牧业的合作中。之后，越来越多的上市公司开始与 PE 合作成立产业基金。自 2013 年起，开始进入“上市公司+PE”式产业基金的密集成立期，2014 年这一趋势更是达到高潮。

据投中研究院统计，2011 年，仅有 4 支产业基金成立，目标基金规模仅为 14 亿元。2014 年，上市公司与外部 PE 合作成立产业基金的数量已高达 133 支，较 2011 年增长 32 倍；目标基金规模 886 亿元，较 2011 年增长 62 倍。

图 3：上市公司参与产业基金发展状况

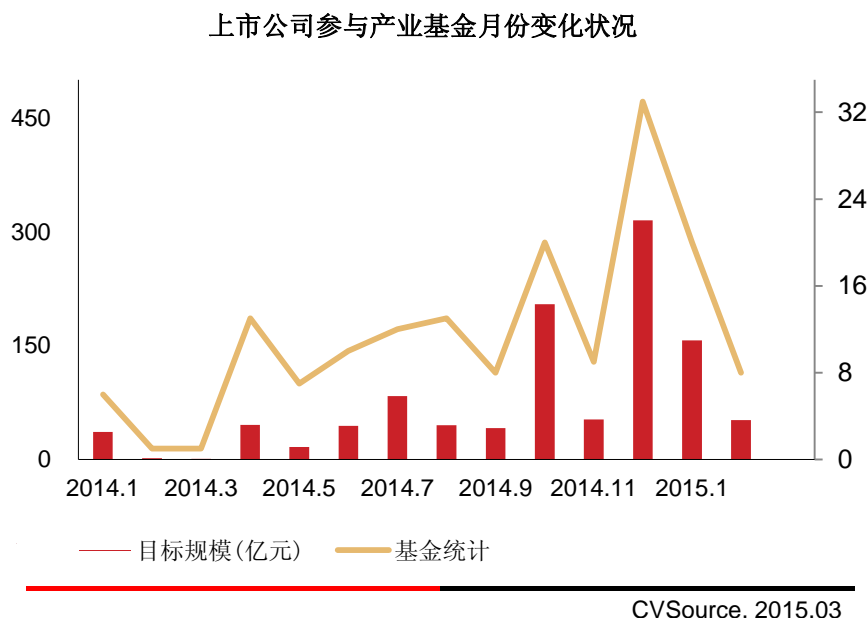


CVSource, 2015.03

从 2014 年 1 月至 2015 年 2 月上市公司与 PE 机构合作成立的产业基金数量和目标规模来看，随着时间的向后推进，基金的规模也在加剧上升。投中集团旗下金融数据终端

CV Source 数据显示，“上市公司+PE”式产业基金成立的最高峰发生在 2014 年 12 月，这一个月内成立产业基金的数量达 33 支，目标基金规模为 315 亿元。

图 4：上市公司参与产业基金月份变化状况



投中研究院认为，“上市公司+PE”合作模式的爆发主要有两方面原因：

从上市公司层面看：

(1) 传统行业希望通过并购实现转型升级，新兴行业则希望通过并购掌握最新的技术、产业动态，实现产业链的完整布局；

(2) 2013、2014 年二级市场尤其是创业板和中小板的大牛市行情使得该板块上市公司的估值处在高位，从而推动上市公司通过并购享受一二级市场的估值差套利；

(3) 上市公司通过 IPO 或者定增等具有一定的资金储备，为并购提供支持。

从 VC/PE 层面看：

(1) IPO 发行率低，VC/PE 先期投资的大量项目面临基金到期、项目退出的压力，寄希望将项目出售给上市公司实现退出；

(2) 传统 PRE-IPO 投资失落，VC/PE 投资被迫转型，寻找新的投资方法；

(3) VC/PE 募资困难，“上市公司+PE”这一模式由于有上市公司作为隐性背书，对外募资相对容易。

2. 基金杠杆

杠杆倍数在 5.5 倍上下

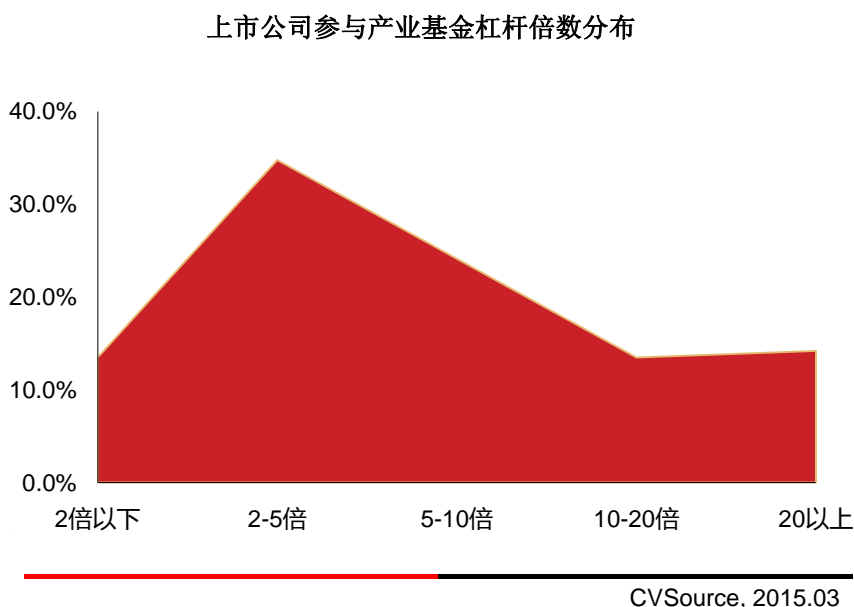
在“上市公司+PE”模式中，上市公司主要以有限合伙人的身份进行出资，其余资金一般由 PE 机构对外募集。换言之，“上市公司+PE”这一模式可以使得上市公司获得一定

的资金杠杆用于产业并购。

2014年1月至2015年2月，上市公司与外部PE机构合作成立产业基金161支，其中目标基金规模和上市公司拟出资额两项全部披露的基金为141支，披露目标基金规模总额为954.79亿元，上市公司拟出资额为164.18亿元。从总体的目标基金规模与上市公司拟出资额的比例来看，可以推算，上市公司所用杠杆倍数为5.8倍。

另一方面，从上市公司参与产业基金的杠杆倍数分布来看，据投中研究院统计，杠杆倍数为2-5倍的基金所占比例最大，基金数量为49支，占比35%；其次为5-10倍，基金数量为34支，所占比例为24%。141支基金所用杠杆倍数的中位数为5.5倍，或者说，上市公司采用5.5倍上下的杠杆用于产业并购整合。

图5：上市公司参与产业基金杠杆倍数分布

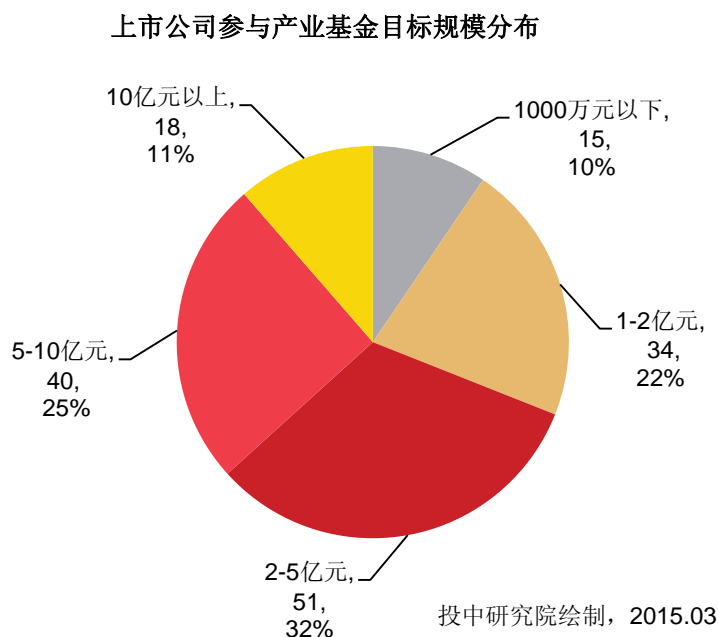


3. 基金规模

1/3 产业基金规模在 2 -5 亿元

上市公司与PE合作成立的产业基金中，披露目标基金规模的为158支，披露目标基金总额为1094.82亿元。从目标基金规模的具体分布来看，2-5亿元所占比例最大，近1/3；目标基金规模在1-2亿元和5-10亿元的基金分布占约1/4的份额。1-10亿元的基金合计占比达79%。从目标基金规模可以看出，“上市公司+PE”这一模式更加侧重于对项目目标的股权投资或者并购，体现出较强的产业资本属性。

图 6：上市公司参与产业基金目标规模分布



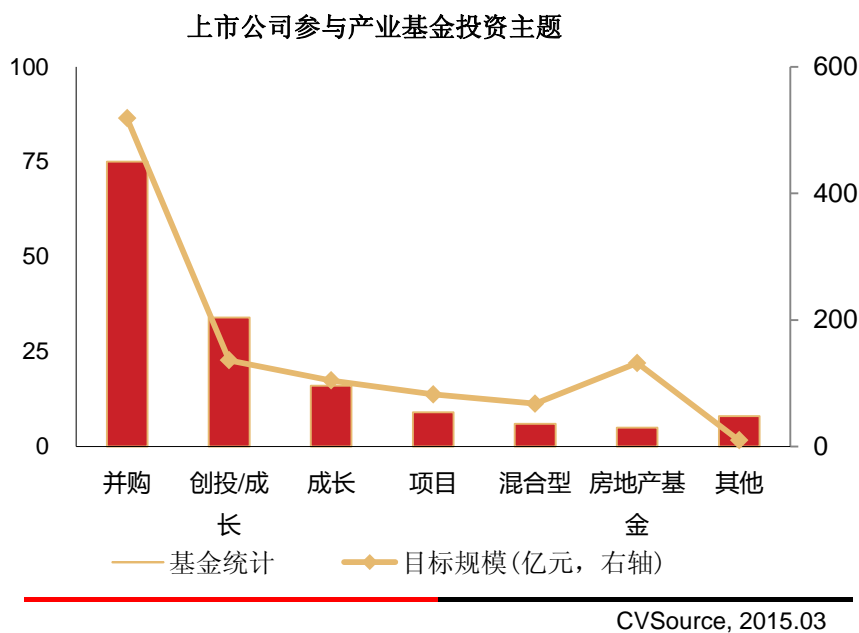
4. 基金类型

基金围绕公司收购 政府引导、新三板投资基金是亮点

据投中研究院统计，在上市公司与 PE 机构合作成立的 161 支基金中，披露基金投资主题的有 153 支。其中，投资主题明确为并购的为 75 支，占比 49%；创投以及成长两个范围都涵盖的为 34 支，占比 22%；成长基金为 16 支，占比 11%。事实上，无论是并购基金还是创投、成长基金，在“上市公司+PE”这一模式中，基金的首要目标都是围绕上市公司的收购战略，区分主要在于投资标的发展阶段不同。

除上述投资主题外，投中研究院认为还有两个亮点值得引起注意：一个是在这 161 支产业基金中，有 7 支基金中将引入地方政府或者科技部的引导基金作为 LP，体现出上市公司、地方政府以及 PE 三者之间的共赢点。另一个亮点是有 1 支基金为新三板股权投资基金，专注于新三板的投资并购机会。一方面是新三板良好的项目池，一方面是 A 股的上市平台，再加上 PE 机构的资本运用，如果操作的好，这一模式将形成强有力的资本运作示范效应。

图7：上市公司参与产业基金投资主题

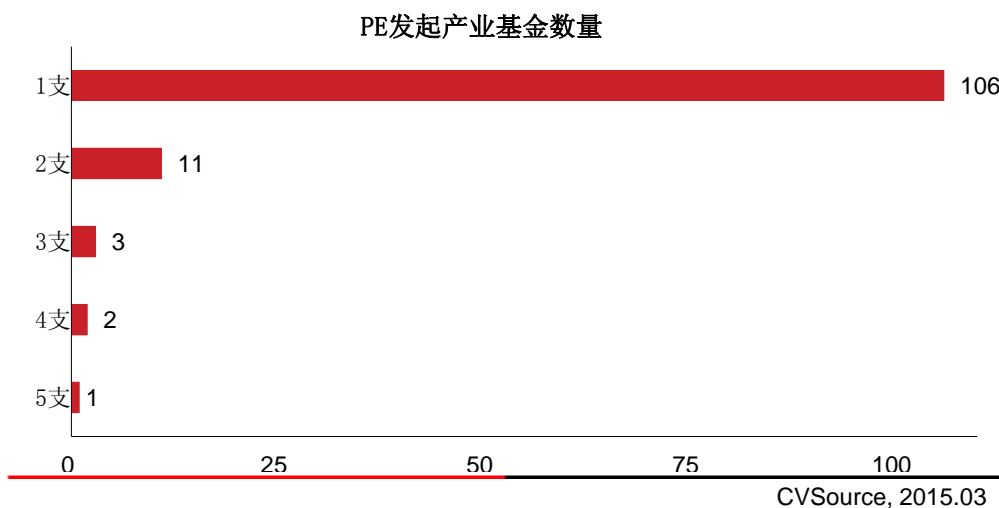


5. PE 参与程度

近九成 PE 仅发起一支产业基金

投中集团旗下金融数据终端 CV Source 数据显示，2014 年 1 月至 2015 年 2 月，共披露有 123 家 PE 机构、154 家上市公司合作成立产业基金。其中，有 86% 的 PE 机构、95% 的上市公司只发起设立 1 支产业基金。从中可以看出，在此期间虽然“上市公司+PE”这一模式十分火热，但是绝大多数产业基金的成立仍处于学习尝试阶段，相关的资本运作尚不成熟。同时，亦有少数 PE 机构紧紧抓住这一市场热点，后来居上，与多家上市公司合作成立产业基金。

图8：PE 发起产业基金数量



三、上市公司维度解读

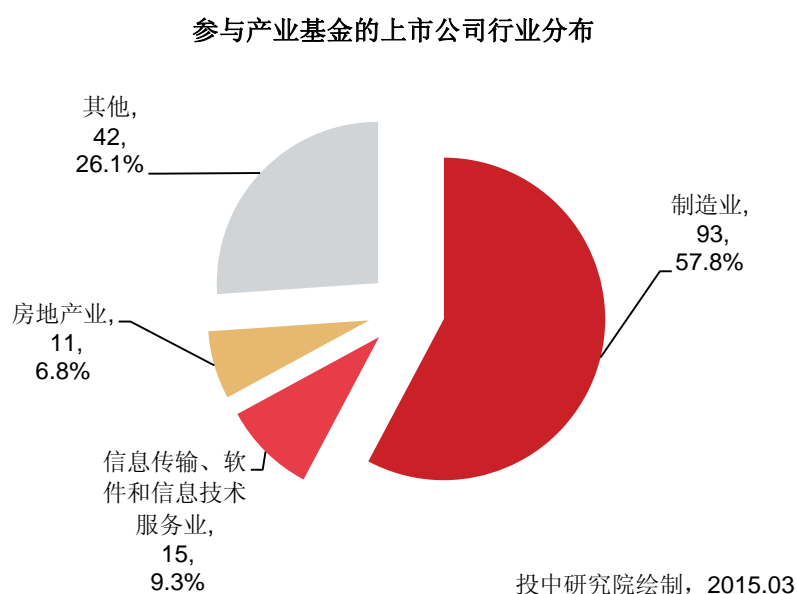
1. 行业分布

制造业占半壁江山其他行业相对分散

据投中研究院统计，在上市公司与 PE 机构合作成立的 161 支产业基金中，上市公司集中分布在 3 大行业，分别为“制造业”、“信息传输、软件和信息技术服务业”、“房地产业”。其中来自制造业的上市公司独占半壁江山，合计成立产业基金达到 93 支，占比 57.8%；信息传输、软件和信息技术服务业，合计成立 15 支，占比 9.3%；房地产业合计成立 11 支，占比 6.8%。其余 42 支产业基金的上市公司分布在 14 个行业，占比仅为 26.1%，相对比较分散。

投中研究院认为，制造业成为“上市公司+PE”的主体力量主要原因在于，一方面制造业传统的发展模式面临成本上升和增长瓶颈，另一方面移动互联网浪潮正在对传统制造业形成巅峰之势。在内外压力的倒逼下，传统的制造业选择通过与 PE 机构合作，亟待投资、并购新兴产业，从而实现产业升级或者发展方向的转变。

图 9：参与产业基金的上市公司行业分布



2. 地域分布

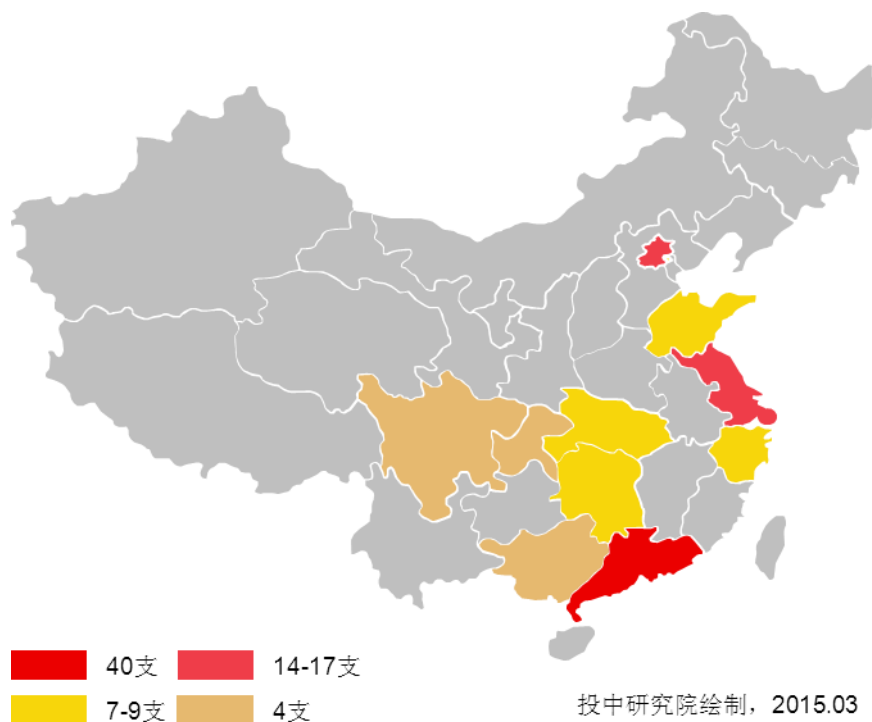
广东一枝独秀，上海、北京、江苏处于第二梯队

根据各地上市公司参与设立的数量，可以分为四个梯队。其中，广东省一枝独秀，上市公司参与设立的数量高达 40 支，占全部 161 支产业基金的比例为 24.8%，独占第一梯队；处于第二梯队的是上海、北京、江苏，平均拥有 16 家，占全部样本的比例为 9.9%；第三梯队的是浙江、湖南、湖北、山东，平均拥有 8 家上市公司参与设

立产业基金。

投中研究院认为，北上广以及江浙、两湖是上市公司的聚集地，同时北上广也是 PE 机构的聚集地。双重作用下，上市公司的产业资本与 PE 所管理的金融资本的融合更加活跃发达，也使这些区域成为上市公司与 PE 合作成立产业基金的聚集区域。

图 10：参与产业基金的上市公司地域分布



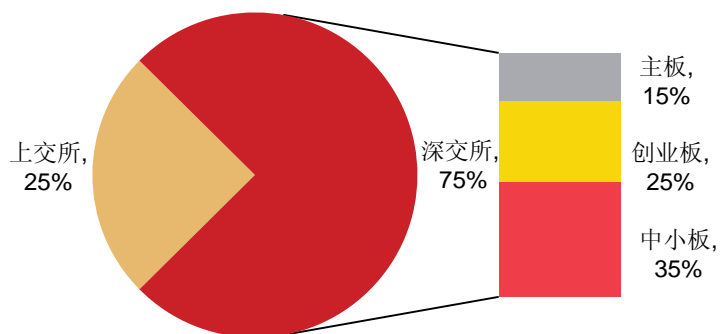
3. 板块分布

深交所力压上交所，中小板和创业板远超主板

据投中研究院统计，在上市公司与 PE 合作成立的 161 支产业基金中，来自深交所的上市公司所成立的产业基金数量以 121 支、占比 75% 的绝对优势力压上交所。其中，中小板和创业板在与 PE 机构的合作中更为活跃，两者以合计成立 97 支、全部样本 60% 的优势超越上交所、深交所主板市场。

图 11：参与产业基金的上市公司上市板块分布

参与产业基金的上市公司上市板块分布



投中研究院绘制，2015.03

4. 单家成立基金数量

95%上市公司成立产业基金数量仅为 1 支

投中集团旗下金融数据终端 CV Source 数据显示，2014 年 1 月 1 日至 2015 年 2 月 28 日，共有 154 家上市公司与外部 PE 机构合作成立 161 支产业基金。其中，147 家上市公司仅成立了 1 支基金，7 家参与设立 2 支基金，没有上市公司与外部 PE 机构参与设立 2 支以上产业基金。

投中研究院认为，“上市公司+PE”作为一种新兴的合作模式，虽然在 2014 年十分火热，但是即使对于参与成立产业基金的上市公司来讲，依然还处于学习尝试阶段，相关的操作运营尚未成熟，有的甚至只是炒作相关概念，设立 1 支“重在参与”。

图 12：上市公司参与产业基金数量分布

上市公司参与产业基金数量分布



投中研究院绘制，

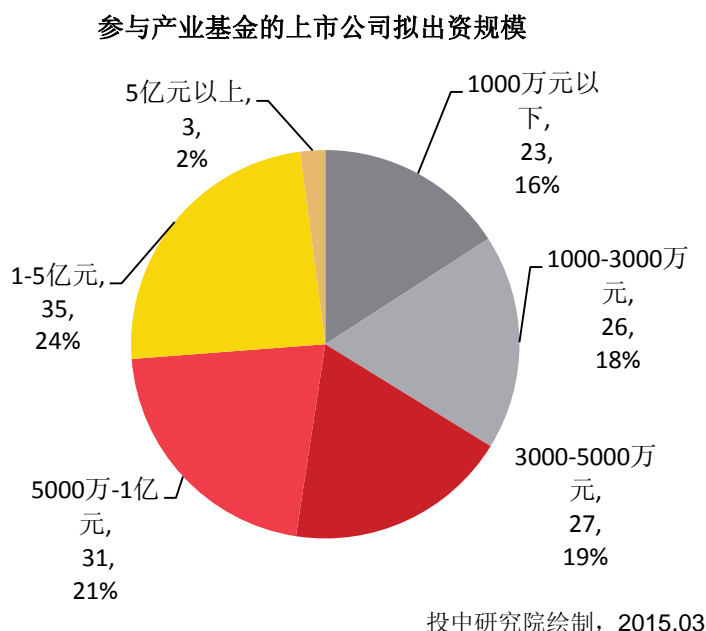
5. 拟出资规模

上市公司拟出资规模相对分散

据投中研究院统计，共有 145 支产业基金披露了上市公司拟出资金额，披露金额规模总计 166.04 亿元。其中，98% 的基金中上市公司拟出资金额在 1000 万-5 亿元之间。

投中研究院发现，即使在 1000 万-5 亿元这个区间内，上市公司的拟出资金额分布也比较分散，1000 万以下、1000-3000 万、3000-5000 万、5000-1 亿以及 1-5 亿各个区间基金数量在 30 支左右，所占比例在 20% 上下。而 5 亿元以上的基金数量仅有 3 支，占披露的 145 支产业基金的比例仅为 2%。

图 13: 参与产业基金的上市公司拟出资规模



“上市公司+PE”这一模式既是 2014 年中国并购市场的一大亮点，也由于争议不断成为证监会的重点监管对象。面对这一问题，这一模式如何破局？此外，随着注册制的加快推进，势必会对并购市场带来重大影响，这一模式是否会由盛而衰？投中研究院将长期密切关注“上市公司+PE”以及中国并购市场的最新动态，并发布系列跟踪报告，敬请各位关注支持！

研究垂询

杜善友 Nick(分析师)

Email: nick@chinaventure.com.cn

媒体垂询

武从 echo (销售助理)

Tel: +86-10-59799690-663

Fax: +86-10-85893650

Email: echo@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
ChinaVentureInvestmentConsulting.,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



投中集团
CHINAVENTURE