

资本市场改革与扩容打开创投成长空间

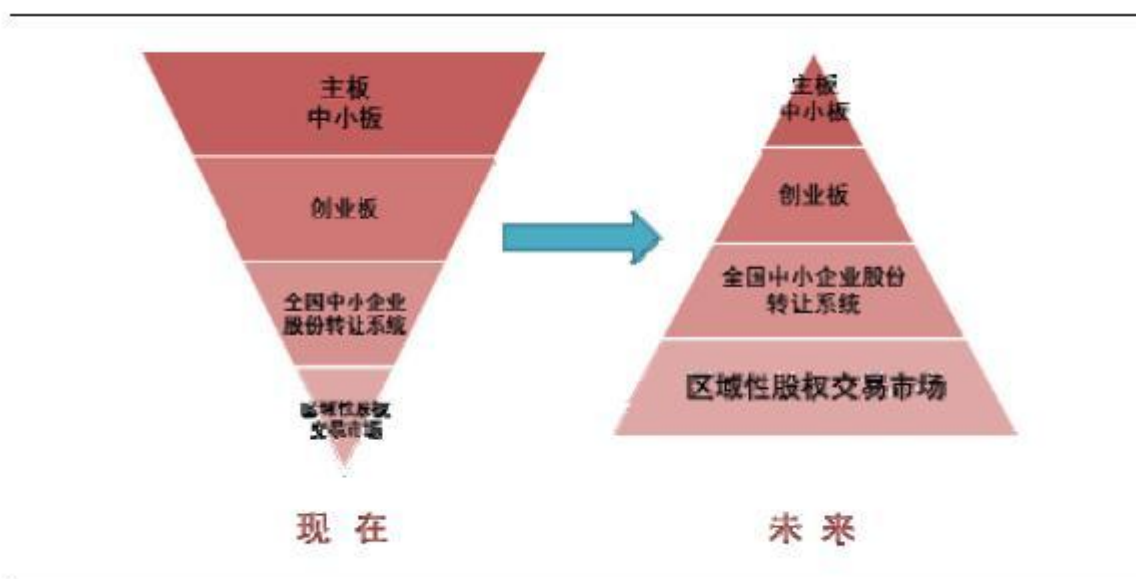
2012 以来，受到宏观经济下行、IPO 渠道收紧等多重因素的影响，国内创投业发展持续低迷，遭遇了募资遇冷、投资下降、退出不畅的困境。但随着 2014 年国内资本市场改革大幕的拉开，创投业将迎来难得的发展机遇，大逻辑在于国内宏观经济将通过加大股权投资、推进并购重组来实现去杠杆、产业升级的转型目标，而创投兼具“股权投资和产业整合”双重属性，因此创投业受到国务院等监管层的鼓励与支持，而且将在转型过程中打开成长空间，行业规模和增速将获得突破。

1、多层次资本市场改革重塑创投业生态

多层次资本市场改革将转变创投业的经营思路 and 模式。从创投的发展史看，每次股票市场的改革（包括股权分置改革和创业板推出）均带来随后创投业的井喷式增长，而 IPO 暂停则引起行业的极度低迷。

从根源上看，传统路径归因于 IPO 退出和其他退出方式之间巨大的溢价差异，而 IPO 退出的高溢价得益于高门槛、供不应求的新股发行，因此新股发行制度改革和新三板推出将彻底改变目前创投单一倚重 IPO 的经营模式，而走向经营多元化的方向，包括并购基金、新三板基金、夹层基金等新型方式。

我国多层次资本市场架构



资料来源：长江证券研究部

2、IPO 重启变现存量项目注册制变革经营思路

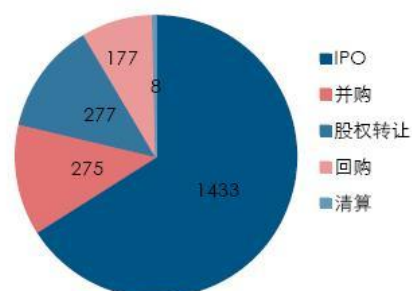
IPO 重启将直接兑现存量排队项目的投资收益，带来业绩拐点。在注册制改革尚未开展之前的 IPO 仍将享有高溢价的退出倍数，而创投公司由于 IPO 暂停积累了大量存量项目，在已披露的 437 家排队企业（截止 6 月 3 日）中，至少 60-70% 的公司有创投企业作为前十大股东，以天堂硅谷为例，其排队项目共 7 个，投资金额 1.07 亿元，因此 IPO 重启将为参股或控股创投公司带来可观的投资收益，甚至带来业绩拐点。

图 26：退出渠道受阻项目存量较大



资料来源：清科，长江证券研究部

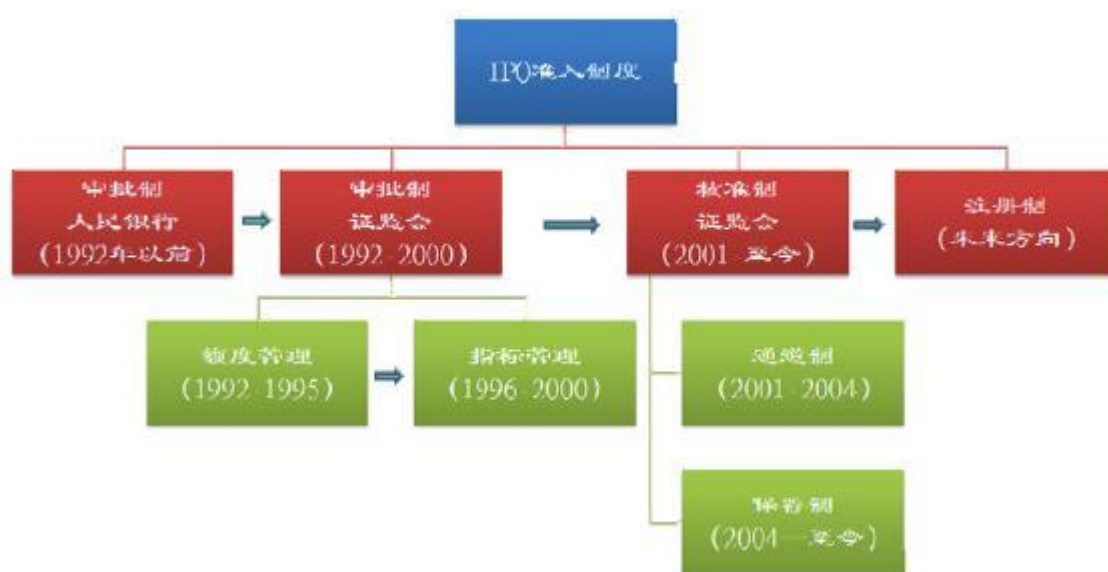
图 27：2009-2013 年间 IPO 是主要退出方式



资料来源：清科，长江证券研究部

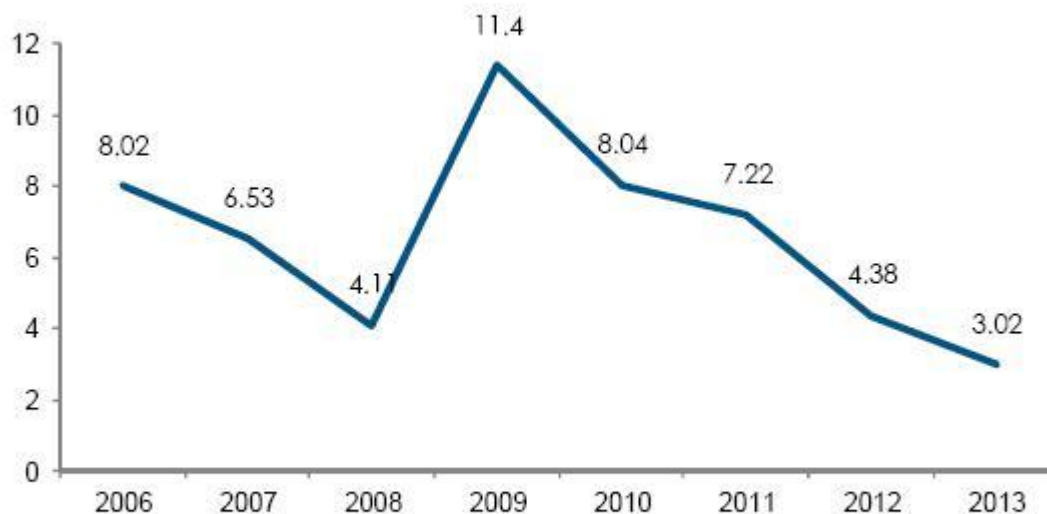
创业板 IPO 门槛的降低和注册制改革将显著降低 IPO 的交易成本，进而加快创投基金的资金周转率。目前创投面临的一大问题是项目退出难，而私募股权基金目前不存在二级交易市场，因此创投公司面临项目流动性差、资金周转率低等问题，进而导致限制投资规模，甚至引起有限合伙人（LP）的赎回和不满。于 5 月登陆新三板的九鼎投资即是以股份换可流通股权的形式实现 LP 的间接退出。九鼎投资所投项目 220 家，但仅退出 26 家，资金压力巨大。

IPO 注册制改革同时也将逐渐降低 IPO 退出的高溢价红利，降低此种退出方式的吸引力，因此也将驱使创投探索并购、股权转让、MBO、同行转让等多种运营方式。



资料来源：长江证券研究部

图 29：中国 VC/PE 通过 IPO 退出回报率



资料来源：清科研究中心，长江证券研究部

表 5：新股发行改革更强调信息披露，减少事前审核

	改革前	改革后
招股说明书	可以修正	招股说明书预披露后，发行人相关信息及财务数据不得随意更改。
审核内容	审核上市公司盈利性、可持续性	审核发行申请文件和信息披露的合法合规性，不再对发行人的盈利能力和投资价值做判断
审核期限	周期较长	证监会自受理发行申请文件三个月内做出决定
发售老股	不允许股东向投资者发售老股	鼓励持股满三年的原有股东将部分老股向投资者转让
批文发放时间	通过发审会后视情况而定	通过发审会、落实会后事项即获取批文
批文有效期	6个月	12个月
发行时点	证监会窗口指导	发行人自主选择
询价	无要求	删除申购总量中最高报价部分，剔除量至少10% 对有效报价投资者数量提出要求
定价	IPO发行市盈率如超过行业平均市盈率25%，需旅行一系列程序	取消定价25%行业平均市盈率限定
网下配售	主板比例配售 中小板、创业板网下摇号	主承销商自主选择投资者配售 至少40%优先配售给特定投资者

资料来源：长江证券研究部

3、新三板既是退出渠道亦是投资与并购平台

新三板是多层次资本市场改革的重要内容，其推进力度和节奏实际是超出市场预期预期的，对创投业而言，新三板不仅是股权退出渠道，更多的是在其中挖掘有投资或并购价值的公司。

第一，新三板的扩容直接为创投提供了有效退出渠道，加速资金周转。证监会明确新三板旨在为产业资本与实体企业对接提供平台，创投等机构投资者将成为其主要参与主体。新三板具有挂牌门槛低、审核效率高的特点，是创投机构实现退出的有效渠道，有利于加速创投资本的周转。

第二，通过参与新三板企业的投融资项目，创投业能够从新三板获得项目来源。2013 年新三板共有 86 家公司实施定增，参与定增的创投机构合计 101 家。2013 年 12 月国务院决定将中小企业股份转让试点扩大至全国，截止 2014 年 4 月，新三板挂牌公司已达 703 家，总市值 870.37 亿元。随着新三板容量的进一步扩大，创投业将从中获得丰富的项目来源。

图 30：新三板挂牌家数和总市值在 2014 年突破性高增长



资料来源：清科研究中心，长江证券研究部

图 31：定向增资规模在 2013 年以来增长显著



资料来源：清科研究中心，长江证券研究部

第三，国内创投公司已通过自有资金或者设立了基金的形式积极参与新三板。截止 2014 年 4 月 1 日，共计 660 家企业在全国股转系统挂牌，其中前十大股东中有 VC/PE 参与的占到所有挂牌企业数量的 32.1%，达到 212 家，其中启迪系、达晨系和深创投均积极参与挂牌企业，其中深创投已经投资 4 家挂牌企业，均在十大股东之列。

表 6：部分创投参与新三板挂牌企业的情况

创投公司	挂牌公司	持股比例 (%)
启迪汇德	煦联得	22.8
	赫宸环境	10.8
启迪明德	诺思兰德	4.4
	德鑫物联	9.2
深创投	亚奥科技	7.0
	久日化学	5.9
	利雅得	8.9
	海格物流	15.6
达晨财富	武大科技	6.8
达晨创恒	四维传媒	4.8
	光莆电子	2.6
达晨创瑞	四维传媒	3.9
	光莆电子	2.2
达晨创泰	四维传媒	4.8
	光莆电子	2.7
达晨创投	武大科技	3.1
	凯立德	2.4

资料来源：长江证券研究部

表 7：平均 1 家挂牌公司定增有 1.5 个创投参与

	2012年	2013年
定向发行家数	24	78
引入创投公司家数	58	116
认购股份数(亿股)	1.01	2.33
平均认购比例(%)	0.04	0.06

资料来源：长江证券研究部

第四，创投、券商直投甚至公募基金设立专门的新三板基金，从挂牌企业以及培育期企业中博得企业成长溢价。目前四川英菲尼迪、光谷新三板股权基金、甘肃金城新三板基金专门布局新三板的挂牌企业，而部分券商直投的新三板基金

则可以通过投资拟挂牌企业，然后再将企业推荐挂牌，博取其中的差价。公募基金方面，宝盈基金和博时资本已设立相应的新三板资管产品。

表 8： 新三板的投资主体日渐多元化

	基金全称	合作方	成立时间	募集金额
VC/PE设立新三板基金	成都德同银科创业投资合伙企业(有限合伙)	德同资本管理；银科创投	2010-03-03	5亿人民币
	四川英菲尼迪银证股权投资基金	四川银证基金；以色列英菲尼迪基金	2013-12-25	1亿美元
券商直投参与新三板交易	光谷新三板股权投资基金	申银万国；湖北高新	2012-11-29	5亿元
	青岛金石灏沏投资有限公司	中信证券旗下直投公司金石投资	2012-12-04	500万元
	甘肃金城新三板股权投资基金	华龙证券；北京金城高新创投	2013-10-18	10亿元人民币，首期规模2亿元人民币

表 9： 公募基金积极布局新三板业务

发起方基金	特点
宝盈基金	子公司中铁宝盈宣布与深圳中证投资资讯联手发起成立新三板资管产品，该产品第一期计划发行5000万元，起始认购金额为100万元，拟投向高成长、做市交易及转板预期较高的新三板挂牌企业，主要瞄准TMT、医药健康等行业。
博时资本	该基金以并购为特色，通过把新三板公司并入上市公司或让新三板公司整合其他公司，募资规模10亿-30亿元。

资料来源： 长江证券研究部

4、区域性股权市场为创投锦上添花

在对中小企业和高新技术企业服务方面，有观点认为全国中小企业股份转让系统(新三板)和区域性股权市场(四板)的功能定位有所重叠 ,业务存在同质化。但事实上，新三板与四板在企业挂牌门槛、投资者资格要求等层面均存在较大不同。相较而言，种子期、初创期的被投企业更容易被区域性股权市场所接受，区域性股权市场的开展，为创投业务承揽、投资交易和退出锦上添花。

表 10：全国各区域性股权交易市场成立时间、挂牌数及股东情况

名称	成立时间	注册资本 (亿元)	挂牌家数	总市值 (亿元)	股东
天津股权交易所	2008-09	—	455	381.78	天津产权交易中心、天津开创投资
齐鲁股权托管交易中心	2010-12	—	310	249	淄博市金融办
上海股权托管交易中心	2012-02	1.20	185	-	上海国际集团 31%、上交所 29%、张江高科 23.25%
广州股权交易中心	2012-08	1.80	650	-	广州国际控股集团、广东粤财投资
浙江股权交易中心	2012-10		858	275	浙商、财通证券各 10%
重庆股份转让中心	2013-02	1.56			西南证券 53%、渝富集团、深圳证券信息
大连股权交易中心	2013-02	0.50	30		大连港集团、华信信托、大通证券
辽宁股权交易中心	2013-04	—	55	28.15	信达证券 33%、大通证券 10%
前海股权交易中心	2013-05	5.55	3216		中信 27.027%、国信 22.52%、安信 18%
海峡股权交易中心	2013-07	1.90			兴业证券 23.68%
广东金融高新区	2013-07	1.00	10		广发、招商证券各 32.5%