

私募股權投資行業 2019 年總結和 2020 年度策略報告

光大控股 2020.02

1、行業 2019 年度發展概述

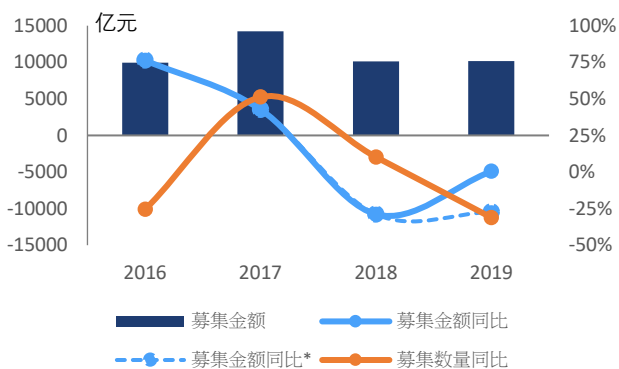
2019 年，中國私募股權投資行業繼續回落，繼 2018 年後：

1.1、市場化募資額延續下滑，二八效應更顯著，國家大基金應運而生

據清科資料，國內股權投資市場 2019 年募資完成額達 1.24 萬億元，其中私募股權投資基金募資 1.02 億元，與 2018 年募資額大致持平。然而，和 2018 年地方財政崛起並主導頭部規模基金出資的情況有所不同，PE 募資市場 2019 年一個明顯變化是，國家軍民融合、積體電路二期、製造業轉型、債轉股和國企改革五隻國家級引導大基金的應運而生。如果撇去上述國家大基金近 2800 億元的直投規模，國內 PE 基金 2019 年的市場化募集金額同比實則下降 27.3%，募資數量同比下降 31%。同時，行業二八效應愈加顯著，僅年內募集總規模前十的人民幣基金就認繳 5067 億元，占全市場基金認繳總額的近 50%。除 PE 基金外，國內早期投資市場全年完成募資額 119 億元，創投市場完成募資額 2168 億元，分別同比下降 34%和 28%，降幅均遠超 PE。

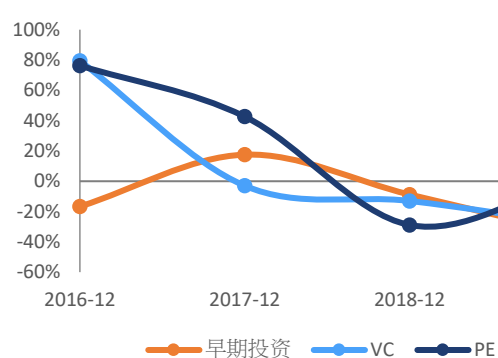
2019 年，國家部委和監管機構密集發文，以深化市場改革，紓解行業困境。包括發改委、央行等六部門 10 月聯合下發《關於進一步明確規範金融機構資產管理產品投資創業投資基金和政府出資產業投資基金有關事項的通知》，明確 VC 和政府出資產業投資基金可豁免多層嵌套。證監會 10 月修改《上市公司重大資產重組管理辦法》，就上市公司重大資產重組條件予以適當放寬；11 月修改再融資新規，對外爭取意見並正式推出等。順應行業和政策環境的變化，本土管理機構在基金募集上，一是更多運用國資作為過冬的緩衝；二是更多佈局外幣募資，致美元基金募集主體更趨多元化。

圖 1：2016-19 年中國 PE 基金募集金額和數量概況



資料來源：清科研究中心；*為剔除五隻國家大基金的直投部分

圖 2：早期投資和 VC 基金募資降幅遠超 PE



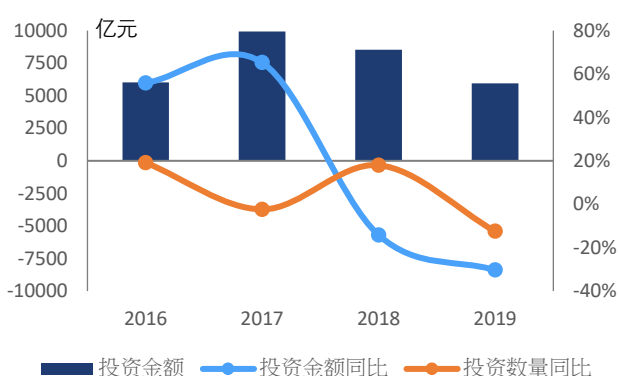
資料來源：清科研究中心

1.2、投資活躍度大幅下降，外幣投資顯著降溫

2019年股權投資行業投資總額達7631億元，同比下降29.3%，其中PE投資總額5940億元，較2018年下降30.3%；早期和創業投資分別完成投資總額113億元和1578億元，同比降幅在20-25%上下。同時，根據Pitchbook估算，2019美國PE基金投資金額約同比下降18%至5942億美元。可見無論中美，股權投資都變得更加謹慎。

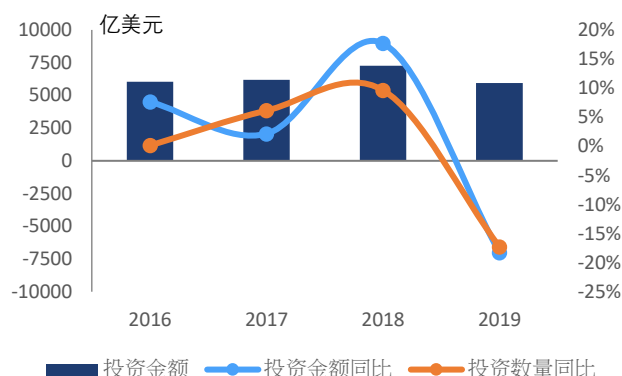
投資方向上，2019年私募股權行業投資更多集中在IT、互聯網和醫療健康和半導體等熱門領域。然而，由於中概股整體表現不佳，境外上市帳面回報大幅下降，牽動外幣投資同比降幅（-50%）遠超人民幣投資（-15%）。併購市場方面，全年海外併購持續降溫，境內併購以同業整合為主，收益也有所下降（IRR中位10%）。

圖3：2016-19年中國PE基金投資金額和數量概況



資料來源：清科研究中心

圖4：2016-19年美國PE基金投資金額和數量概況

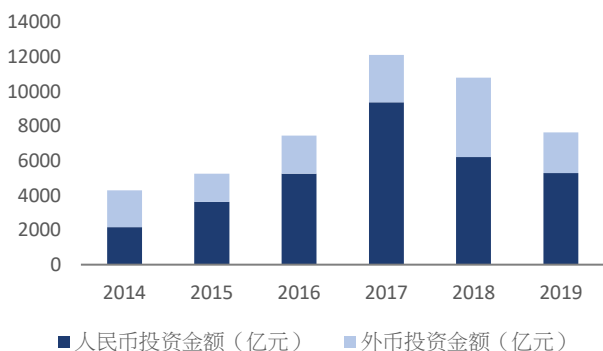


資料來源：Pitchbook

1.3、科創板開板，IPO退出蔚為成潮

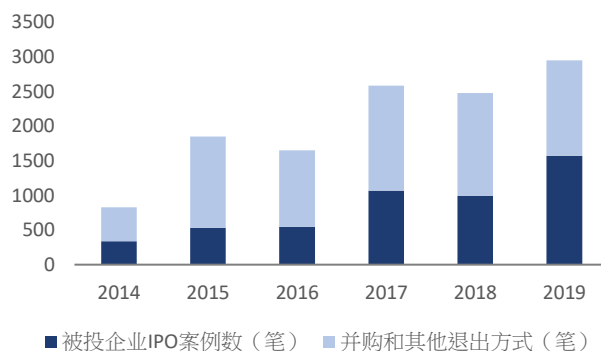
2019年，國內股權投資市場實現2949筆退出，同比上升19.0%。其中，IPO退出1573筆，同比上升58%。科創板的開板和高發行密度是當前退出案例大增的主要原因。正因如此，下半年的股權投資市場退出行業分佈反映出明顯的“科創板特徵”，由於當前科創板主推“硬科技”，導致半導體、高端裝備和新材料領域IPO數量迎頭追趕互聯網及醫療健康行業。然而，儘管科創板為退出市場提供了新路徑，但從全市場看，被投企業IPO帳面回報整體不佳，退出形勢依然嚴峻。

圖5：行業投資活躍度大幅下降，外幣投資顯著降溫



資料來源：清科研究中心

圖6：科創板開板，IPO退出蔚為成潮



資料來源：清科研究中心

2、行業 2020 年度發展展望

2.1、募資仍將暫處調整階段，但有望逐步恢復正增長

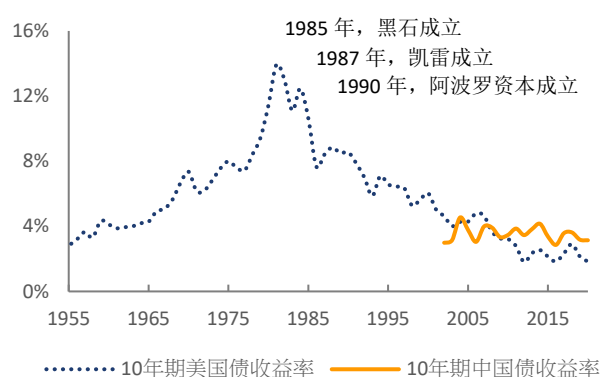
2.1.1、影子銀行收縮是引發本輪募難的主要外因

中國私募股權行業已歷經自 2018 年以來兩年募資寒冬，究其原因，“**金融去杠杆**”背景下，**影子銀行信用收縮，是私募股權管理機構本輪募資難的主要外因**。2013-2017 年，國內 PE 基金雖然在募資規模上，連續四年複合增長近 60%，但行業真正賴以壯大的兩大基礎條件彼時在國內並未成熟。

一是利率大週期彼時降勢未顯。1985 年美國私募股權大爆發的前夜，利率在已提前走到大週期的拐點，社會利潤開始由產業經營轉向資本經營轉移。相較之下，人民銀行 2017 年一度結構性加息以緩解金融加杠杆的節奏，利率長期高位徘徊直到 2019 年才初有下行之勢。**二是長期限資金的引導政策仍然缺位**。1981 年美國《聯邦稅法》確立了 401 (K)、403 (B) 和 457 條款的稅收優惠制度，養老金自此成為整個資產管理行業的主要出資人。相較之下，2016 年國內人民幣基金的出資人結構中，嚴格意義上的長期限資金僅占 25%。

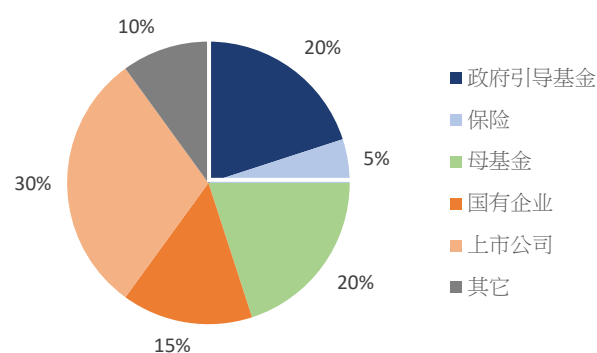
可見，國內私募股權基金 2013-17 年投融資規模的高歌猛進，主要是建立在過度擴張的影子銀行體系上，這也為隨後嚴監管重創私募股權募資埋下伏筆。其中，銀行公募理財受制 2018 年 4 月和 9 月出臺的《資管新規》和《理財新規》，對接私募股權基金的管道遭到截斷；民營企業在國內經濟結構調整、信貸條件收縮的環境下，籌措流動性應對難關自顧無暇；地方政府在經歷幾輪舉債和規範融資後，引導基金也已進入存量消化階段，出資規模同比收縮 40%，主流出資比例下降到 30%，即便能算作緩衝墊，也不再是避風港。

圖 7：2013-17 年國內利率大週期降勢未顯



資料來源：美聯儲，中債中心

圖 8：2016 年，國內 PE 出資人仍以短期資金為主



資料來源：投中研究院

2.1.2、投資回報不足是加劇募資難的關鍵內因

此外，**出資人對超額收益和本金回流的普遍失望和懷疑情緒，也是私募股權管理機構募資難雪上加霜的關鍵內因**。中國 PE 基金 10 年中位為出資人創造了約 12.5% 的費後淨收益，絕對回報不低，但存在兩個問題：

一是較之本國市場其它投資選項的相對收益不佳。分別以標普 500 和富時 100 指

數作為美歐股票基金的收益基準，加回股息回報後，美國的私募股權基金在1997-2017年間，年均為出資人創造的中位帳面淨收益率，約領跑股票基金3.2個百分點；在社會投資回報率更低的歐洲，領跑幅度達到5個百分點；而國內尚不成熟的公開市場使機構投資人具備了更多優勢，公募基金在過去20年內為投資人創造了年化16.5%的可觀回報，費後仍高達14.5%，反而領先國內PE基金費後淨收益約2個百分點；更何況國內近20年還有個規模更大，收益率更高，波動更小的替代性另類資產——住宅地產；和建立在地產高收益率上的非標債。

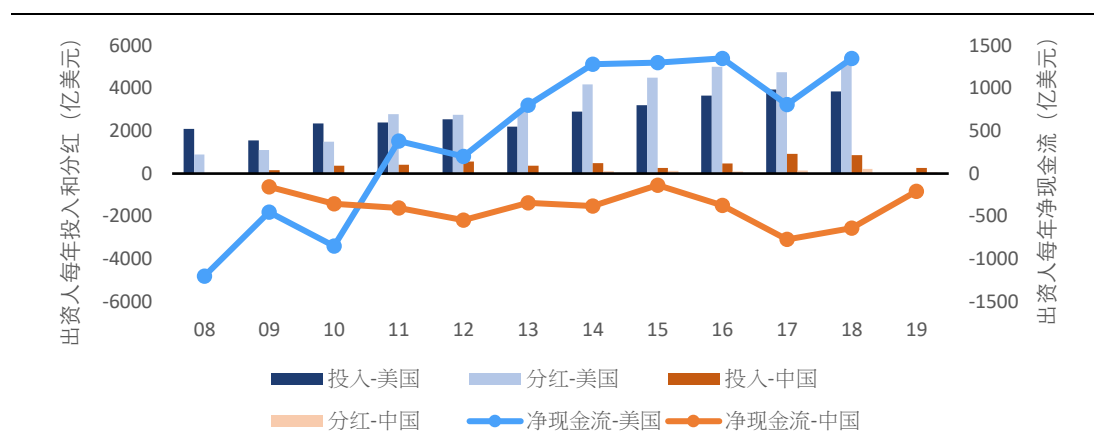
表1：1997-2017年，私募股權基金較同期公募股票基金的超額收益估算

策略	美國	歐洲	中國	美國	歐洲	中國
	投資於私募股權基金			投資於公開市場股票		
主流參考基準	本土PE基金中位業績			標普500	富時100	公募基金
毛收益率	13.2%	12.4%	15.4%	7.5%	5.0%	16.5%
投資成本（費率+超額分成）	-2.5%	-2.4%	-2.9%	0%	0%	-2.0%
淨收益率	10.7%	10.0%	12.5%	7.5%	5.0%	14.5%
PE基金的超額收益（帳面）	3.2%	5.0%	-2.0%	注：時間跨度納入了2000、07年兩次危機中的損失，且存在一定程度的倖存者偏差		
PE基金的清盤回撤	-1.2%	-0.8%	?			
PE基金的超額收益（清盤後）	2.0%	4.2%	?			

資料來源：1997-2017年；證券投資基金業協會，貝恩資本，高盛研究院，GPEI, Preqin

二是未能給出資人提供用以滾動投資的正向現金流。過去10年間，美國私募股權基金的退出總額相當於同期募集總額的116%，而中國私募股權基金的退出總額僅相當於募集總額的16%。部分原因在於，國內私募股權募資規模10年翻了4番，半數以上的PE基金未進入退出期。而更重要的原因則在於人民幣基金退出機制的桎梏，和管道的匱乏。經高盛統計，美國的私募股權基金在清盤階段，淨收益平均損失1.2個百分點；歐洲的私募股權基金在清盤階段，淨收益平均損失0.8個百分點。中國私募股權基金目前完整退出比例不高，全額清盤返還出資人將遭至多大損失尚不可知，但可能不低於美歐，能給出資人帶來正向現金流的基金或少之又少。

圖9：中國PE基金長期未給出資人帶來足以滾動投資的正向現金流



資料來源：Preqin Insights

可見，站在國內機構出資人角度，私募股權並沒有創造出相較其它大類投資選項更令人滿意的長期投資回報，尤其是現金回報。隨著出資人變得更加理性，在宏觀經濟回檔和行業進一步縱深發展的背景下，修正了此前對私募股權“遍地奶蜜”的錯誤預期的高淨值個人開始成批撤資減投；而有一定出資規模的企業和機構投

資者除了穿透專案之外，更多傾向於組建投資團隊直投。

2.1.3、影子銀行資金出清後，募資有望恢復正增長

展望 2020 年，由於私募股權行業資金來源和退出收益暫看不到明顯改觀，市場化募集金額或仍將持續緊縮。不過，從更遠一點的期限看，市場緊縮程度有望隨著影子銀行資金的逐步出清而放緩，並在一兩年時間前後，恢復常態化的增長。過程中，金融開放和資本市場改革的推進有望為行業注入更多活水。增量國際 LP 資金將加速流入亞太地區，兼具跨境優勢和本土資源的資產管理機構，將有更多機會對接更多海外資本。

而若 2020 年資本市場深化改革步伐提速，私募股權行業退出難得到實質改觀，私募股權市場能仰賴超額收益，真正幫助保險等長期限資金解決資產負債缺口的問題，而不是停留在發揮分散資產配置的作用。如此這般，私募股權的配置價值將大幅上升，行業募資走出低谷的時間也將加快。

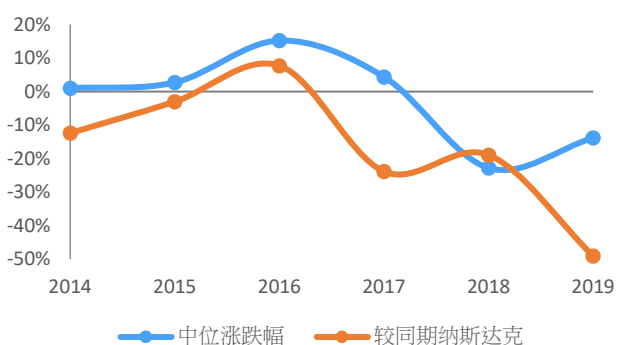
2.2、存量投資風險持續暴露，但關鍵機遇已初露苗頭

2.2.1、中美獨角獸競相在美 IPO，但退出表現疲軟

2019 年，始於 2018 年的破發潮在進一步深化。其中市值 5 億美元以上新上市的中概股中位破發約 13%，2018-19 年上市的中概股全年股價走勢和納斯達克指數基準悖離達 50 個百分點，上市獲利普遍不如預期。

究其原因，一是獨角獸企業 IPO 前一年實現盈利的比例降至 2000 年以來的最低水準，帳面現金儲備不足，來自投資人的壓力增大；二是一級市場經過近十年大發展，規模已達相當體量，同二級市場規模可比。當一級市場資金趨緊、無力提供新一輪融資時，二級市場愈發不再是高定價又缺乏盈利專案退出的避風港。考慮到一級市場整體流動性不佳、估值出清較慢，從當前市場倒掛的局面看，這一調整可能還需時日。

圖 10：當年和早一年上市的中概股，至年末中位漲跌幅



資料來源：光大控股

圖 11：2019 年三季度赴美 IPO 中概股現金流量情況

公司	经营活动产生的现金流	自由现金流（近似）	期末现金
瑞幸	-11.26	-27.32	45.14
新氧	1.99	1.93	5.63
青客公寓	-0.56	-3.44	4.51
亿航	-0.70	-0.71	0.46
荔枝FM	-0.58	-0.83	1.25
蛋壳公寓	-16.29	-32.25	22.98
金融壹账通	-14.73	-16.86	9.15
优客工场	-2.32	-3.44	2.08
36氪	-0.95	-0.97	0.26
合计	-45.39	-83.90	91.47

資料來源：CVSource；自由現金流=經營活動現金流-物業支出

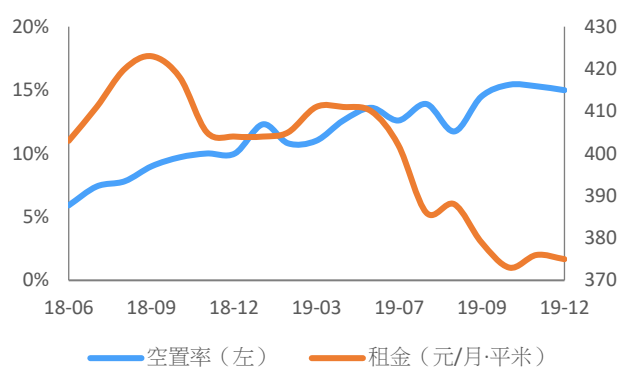
2.2.2、商業地產空置率居高不下，租金收入整體承壓

僅以北京甲級寫字樓為例，2019 年空置率攀升約 5 個百分點，單位面積租金下降 7.2%，合併租金收入下降 12%。考慮到我國商服用地的供應面積長期高於住宅增速，而經濟下行階段市場淨吸納量整體不足。供需結構性的失衡，可能使商業地產在較長一段時間內處於過剩階段，整體租金收入短期難有大幅改觀。

2.2.3、債市違約風險持續釋放

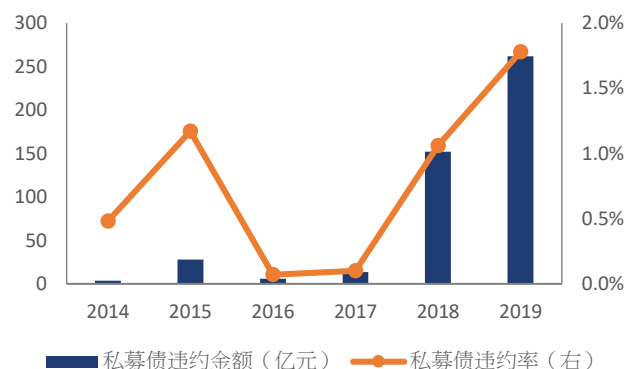
受經濟增速下滑、結構調整深入等多方因素影響，2019 年我國民企債和非標貸款違約率和違約規模走高。往後看，隨著寬信用逐步發酵，及信用債償債高峰度過，債權違約壓力往後或有緩和，但改善基礎目前尚未穩固。

圖 12：北京甲級寫字樓平均空置率和租金情況



資料來源：中原地產

圖 13：我國私募公司債歷年違約金額與違約率情況



資料來源：Wind

2.2.4、投資危中有機，歷經新一輪整合後，行業正站在成熟化發展的前夜

可見，隨著行業寒冬的持續，過往高速發展階段長期積累下來的投資風險正在並將繼續得到釋放。部分高市值、高定價、負現金流的成長期項目不上市現金跟不上，上市後獲利不如預期，甚至遭遇估值回撤的現象可能在較長一段時間伴隨國內資產管理機構。

總的來看，伴隨 2014-17 年大水漫灌局面下全民 PE 的退潮，行業在歷經新一輪整合後，正站在成熟化發展的前夜。往後，在存量風險不斷出清的同時，新的投資機遇隨著中美競爭和中國經濟結構轉型，正逐步顯現。例如在中美貿易衝突長期化的大背景下，國產替代正成為一個新的投資方向；另外中國經濟新常態下消費變化和新品牌、新業態的出現也催生了沿著消費主線的新投資方向。私募股權機構先是要解決好行業寒冬的生存問題，然後為新一輪發展期謀篇佈局。

從大格局看，國內另類資管投資下 20 年，

最重要的投資策略變化，或在於基金門類從單一成長型基金向並購、私募債、困境債、夾層融資、基礎設施等多元化方向過渡，逐漸擺脫對企業增長紅利的唯一依賴。具體來說，一是宏觀經濟減速。以往粗放式發展的企業，開始成批面臨經營困境，催生並購、重組、特殊類型融資等多元化需求；二是國內的創一代到了交班階段，對加大分紅，和出售企業的態度變得更加開放；三是國內產業模式升級換代提速，優勢企業力圖向技術創新和精細化管理靠攏；四是國內金融市場基

礎設施和遊戲規則的完善，註冊制和退市制度改革將使項目退出具有更高的確定性，並大大降低上市企業殼資源價值，企業私有化障礙將逐步被破除。隨著“並購類”投資策略和工具的豐富化，無論一二級市場估值孰高孰低，資產管理機構都將不會過於被動，為出資人分散風險、創造相對投資回報的能力將有質的提高。

最重要的盈利模式變化，或在於收益來源從機會型和基礎價差型，向價值投資和投後價值創造方向轉型。伴隨宏觀經濟減速和一級市場投資本身的擴容，定位一個有成長、估值合理的企業，格式化幫助其上市退出的固有盈利模式將愈發舉步維艱，而投資企業的時間跨度也被相應拉長到 5-7 年，有很大概率將跨越經濟週期，這要求資管機構：第一，要對行業、企業有透徹深入的瞭解。由於投資跨度的拉長，投資邏輯將更多接受時間檢驗；而私募股權是低流動性資產，短期熱點被證偽後的折讓代價往往不可挽回。故將來只有獨立思考，嚴守投資紀律，才有機會跨週期收穫穩定的投資回報。第二，要盡可能幫助企業更好成長。由於投資跨度的拉長，資管機構幫助企業在運營管理上做出持續改進，乃至輸入更多稀缺性資源的重要性大增。對大多數非控股型投資而言，這要求資管機構在選擇投資標的時就要著眼於能夠在投後管理上有建樹的公司，盡可能發揮企業潛能。

2.3、退出難一時難解，但國內資本市場改革最終將改寫格局

展望 2020 年，私募股權中美兩地退出難仍一時難解。如上所述，境內市場的退出難，是囿於上市審核機制的桎梏，和控股型投資退出管道的狹窄；儘管上市收益較高，但退出效率和確定性明顯不足。美國市場的退出難，則是由於獨角獸企業估值泡沫開始鬆動，退出回報大不如前。

短期看，美國有更多供給“長錢”的出資機構，和消化控股型投資的戰略投資者，募、投、退全鏈條管道更為通暢的優勢，仍是剛剛打開科創板一角的境內市場所無法比擬的。美元市場仍是較之人民幣市場更簡潔、受歡迎的投資市場。

然而從長遠來看，美國市場上絕大部分中概股交易深度不足、小眾地位難有改觀的缺陷是結構性的；而境內市場各種障礙卻是暫時性的。中國既擁有全球最大的工業製造業，進而擁有更多高速成長且有強烈融資需求的非上市企業資源（滬深交易所每年供給的上市企業數量已迎頭趕上納斯達克），又和日韓台港等中小經濟體有所不同，擁有充盈的社會流動性基礎和交易縱深（社融規模上便可見一斑）。伴隨中國資本市場改革力度加大，包括深化創業板註冊制改革，推動新三板市場分層和轉板機改革等。一個規範、透明、開放、有活力、有韌性的資本市場，最終將為私募股權服務經濟發展提供更加堅實的退出保障。而一旦中國的長期限資金在政策幫助下成熟，釋放出數十萬億計的資金潛力，則足以支撐國內企業境內退出。**而從各國企業多地上市的普遍規律來看，也唯有本國資本市場才能給予本國企業更為合理的估值。**

3、總結和策略

總的來看，2020 年私募股權市場募投管退將延續 2018 年的回落態勢。募資額慣性下滑，存量投資風險仍在化解，退出端整體形勢依然嚴峻。但與此同時，危中有機，新的變化和機遇也正在顯現。隨著市場調整和逐步出清，我們可能正處於

一個新的成長期的前夜。當前，利率週期已經步入下降軌道；隨著資本市場改革的推進，人民幣基金退出機制正在逐步打通；新的投資機遇顯現，而投資策略多樣化的條件隨著產業週期的發展也正在形成。以 20 年為一個單位細數中國過去的大機會，80-00 年是個體戶，小企業的時代；00-20 年是房地產的時代；20 年往後，利率環境趨降；產業集中度提高，企業分紅率上升，權益市場將迎來高光時刻。雖然一級市場較二級市場發展滯後一拍，但伴隨國內資管日趨成熟，未來私募股權投資市場在中國，將迎來新的成長週期，為投資人帶來超額收益。

我們建議 2020 年國內另類資產資產管理機構的策略，戰略層面一是把握國家產業大基金的發展機遇，進行境內佈局；二是把握金融開放，國際資金加速流入亞太地區的風口，對接更多海外資本；三是踏准並購市場日漸成熟的有利先機，集中力量，率先做出有市場垂範效應的標誌性案例，建立並購業務的行業口碑和影響，鎖定未來國內私募股權行業的最大增量市場；四是把握結構性機遇，搶灘未來可能的其它增量市場，例如在資金端探索和銀行理財子公司的合作模式，在資產端佈局上規模、多元化的其它投資策略。戰術層面，存量上市儲備項目要充分利用美國股市，和中國科創板階段性的高估值，盡可能加快上市退出；大市值項目則要更加注重項目的安全邊際和現金流回饋。

4、附錄：行業政策梳理

2019年，私募股權行業相關政策主要圍繞三條主線展開，

一是資管新規細則集中落地。繼2018年末《理財新規》落地之後，監管部門先後就信託、保險資管產品等做出規範，明確監管細則，重聲主動管理。

二是資本市場全面深化改革。隨著科創板推出並試水註冊制、創業板、新三板改革以及發行、上市、再融資、並購重組等基礎制度變革的陸續實施，中國資本市場生態環境正逐步發生重大變化。國內私募股權投資市場也因此獲得了較以往更加便捷、靈活、豐富的退出選擇。

三是加快市場雙向對外開放。2019年，證監會主席易會滿提出九條對外開放務實舉措，MSCI提高A股納入比例，滬倫通，中日ETF互通專案啟動，外資持股比例限制，和時間表被取消，H股“全流通”改革全面推開。資本市場高水準對外開放舉措的密集落地，在履行我國政府擴大對外開放承諾的同時，也將吸引全球資本不斷加大對中國金融資產的戰略佈局。

表2：2019年，中國資本市場及私募股權相關政策監管大事記

時間	政策
2019-02	國務院印發《粵港澳大灣區發展規劃綱要》 保監會就《信託公司資金信託管理辦法》內部徵求意見
2019-05	MSCI 第一階段擴容生效
2019-06	科創板正式開板 滬倫通正式開通，A股順利納入富時羅素全球股票指數系列，中日ETF互通啟動
2019-07	銀保監會發佈《關於保險資金投資集合資金信託有關事項的通知》 人民銀行發佈《金融控股公司監督管理試行辦法(徵求意見稿)》
2019-10	證監會明確取消證券公司、基金管理公司、期貨公司外資股比限制時點 人民銀行發佈《關於進一步便利境外機構投資者投資銀行間債券市場有關事項的通知》 人民銀行提出《標準化債權類資產認定規則(徵求意見稿)》 證監會審議通過《關於修改上市公司重大資產重組管理辦法的決定》，放寬重組上市監管 證監會啟動全面深化新三板改革 證監會發佈《關於做好公開募集證券投資基金投資顧問業務試點工作的通知》 六部委聯合發佈《關於進一步明確規範金融機構資產管理產品投資創業投資基金和政府出資產業投資基金有關事項的通知》
2019-11	證監會擬對《上市公司證券發行管理辦法》《創業板上市公司證券發行管理暫行辦法》《上市公司非公開發行股票實施細則》進行修改，有意放寬“再融資” 銀保監會發佈《保險資產管理產品管理暫行辦法(徵求意見稿)》 銀保監會頒佈《商業銀行理財子公司淨資本管理辦法》 證監會全面推開H股“全流通”改革
2019-12	中央政治局會議與中央經濟工作會議召開，為2020年經濟與金融工作定調 國務院頒佈《關於營造更好發展環境支持民營企業改革發展的意見》提出“支援資管產品和保險資金通過投資私募股權基金等方式積極參與民營企業紓困”建議 證監會正式頒佈《證券期貨經營機構管理人中管理人(MoM)產品指引(試行)》 《中華人民共和國證券法》修訂通過

資料來源：各監管機構