

# EQUITY INVESTMENT

# 新常态下的 股权投资

从0到1的资本博弈  
通往国际资本的桥梁  
重塑股权投资新模式

程 磊 / 著

资本变现的  
价值缔造者



## 新常态下分享股权 引爆财富效应

如何在这个股权投资蓬勃发展的时代在资本市场抢占优势？

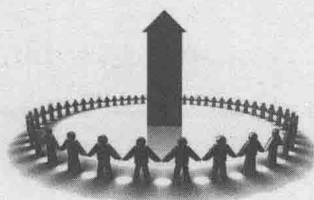
如何在无处不在的商业陷阱与风险中谨慎投资？

关注热门行业和领域，抓住机会做股权投资，必将获得理想回报！

**股权投资基金从业人员、公司老板、企业家、投资者、研究人员必备工具！**

新 华 出 版 社

EQUITY  
INVESTMENT  
新常态下的  
股权投资



程 磊 / 著

新 华 出 版 社

## 图书在版编目(CIP)数据

新常态下的股权投资 /程磊著. —北京:

新华出版社, 2018.3

ISBN 978-7-5166-3962-7

I. ①新… II. ①程… III. ①股权-投资基金-研究

IV. ①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 063147 号

## 新常态下的股权投资

作 者: 程 磊

---

责任编辑: 徐 光

封面设计: 闰江文化

---

出版发行: 新华出版社

地 址: 北京市石景山区京原路 8 号 邮 编: 100040

网 址: <http://www.xinhupub.com>

经 销: 新华书店、新华出版社天猫旗舰店、京东旗舰店及各大网店

购书热线: 010-63077122 中国新闻书店购书热线: 010-63072012

---

照 排: 北京正尔图文设计有限公司

印 刷: 大厂回族自治县正兴印务有限公司

成品尺寸: 170mm×240mm

印 张: 13 字 数: 180 千字

版 次: 2018 年 6 月第 1 版 印 次: 2018 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5166-3962-7

定 价: 42.00 元

---

版权专有, 侵权必究。如有质量问题, 请于印厂联系调换: 印厂电话 010—80842773

# 前言

## FORWARD

中国的股权投资经历过四个时代：2000年至2005年的萌芽阶段；2006年至2009年的股权投资发展阶段；2010年至2014年的全民PE时代；2015年至今的股权投资专业化时代。经历过四个时代的中国股权投资目前正处于经济的内升循环之中。纵观全球最有潜力的新兴市场还是在中国。一方面，中国的产业结构完整，人口基数大，需求充足，居民储蓄率高，消费占比低，发展非常有潜力；另一方面，中国政府的控制力比较强，所以中国能够并且已经在一定程度上形成了一个内升型的循环。

在经济内升循环中，中国股权投资机遇与挑战并存。

首先，从外部环境来看，为了大力优化资本市场，监管层陆续出台了针对股权投资行业的政策法规，同时还打算建立富有中国特色的私募基金可持续发展生态圈。《2017年政府工作报告》明确提出：要发展多层次资本市场，加大股权融资力度，完善主板市场基础性制度，积极发展创业板、新三板，规范发展区域性股权市场……这些都告诉我们，政府正在为股权投资市场的健康有序发展创造有利条件。此外，供给侧结构性改革正在有序稳步推进，实体经济的转型升级、国企的国资改革、政府和社会资本的合作等配套政策的制定，都为股权投资带来了 many 机遇。

其次，从股权投资市场的发展状况来看，为了顺应市场形势由传统“单一策略”打法向“混合战略”的转型，VC/PE 机构不仅更加重视全产业链的布局，比如：通过设立孵化器 / 加速器等方式提前介入、为企业提供嫁接资源，还积极参与到了产业链下游的并购和定增甚至二级市场。

物总是存在两面性！中国有一句古话说“福祸相依”，正好说明了这个问题。投资也是一样，好的投资者总能在其中发现好的机会。那么，如何在机遇与挑战并存的当下做股权投资？或者说未来股权投资的重点行业和领域是哪里？从热门投资行业细分领域来看，新常态下的 TMT 行业、大消费领域、文体娱乐产业、教育产业、医疗大健康产业、智能制造领域、新兴技术产业等都是不可忽视的投资良机。而这正是本书《新常态下的股权投资》所阐述的主要内容。

本书认为，在新常态下，TMT 行业是资本最活跃的领域，大消费则是一个竞争非常激烈的领域，文体娱乐产业应该是投资的关注点，教育产业的投资应该认认真真做产业布局，医疗大健康产业中蕴含百年不遇的投资机遇，智能制造是投资界的下一个风口，新兴技术产业中有不可忽视的投资良机。

关注热门行业和领域，抓住机会做股权投资，必将获得理想的回报！

# 目 录

## COTALOG

### 第一章 经济新常态下股权投资的机遇与挑战 / 1

私募股权投资行业背景变化 / 3

私募股权投资兴起缘由 / 9

中国家庭财富变迁史 / 14

新常态下的投资需求与热情 / 16

经济新常态下投资机构的机遇 / 18

国内 PE 专业化是唯一出路 / 20

### 第二章 新常态下的 TMT 行业：资本最活跃的领域 / 25

TMT 领域为什么会成为投资热点？ / 27

TMT 行业“价值地图”的四条主线 / 31

TMT 行业投资逻辑：找出产业链，确立公司框架 / 38

天星资本：重点下注新三板 TMT 领域 / 44

### 第三章 新常态下的大消费：一个竞争非常激烈的领域 / 49

大消费来袭，资本结构发生裂变 / 51

消费升级时代的未来十年投资趋势 / 57

大消费领域的投资逻辑：布局、领投、“少而精” / 63

青山资本：消费升级领域项目的投资逻辑 / 67

### 第四章 新常态下的文体娱乐产业：投资的关注点 / 71

文体娱乐产业火爆背后的关键词 / 73

文体娱乐产业的融资特点 / 81

|            |                                    |
|------------|------------------------------------|
|            | 文体娱乐产业十大投资热点 / 83                  |
|            | 辰海资本：“三剑客”运作妙基金文娱内容 / 91           |
| <b>第五章</b> | <b>新常态下的教育产业：在稳定中探索新模式 / 97</b>    |
|            | 教育行业 2017 年各季度投融资情况分析 / 99         |
|            | 坚定投资教育行业的三大理由 / 103                |
|            | 教育细分领域幼儿、K12 教育是投资热点 / 107         |
|            | 几何投资：要做教育领域金融服务商 / 114             |
| <b>第六章</b> | <b>新常态下的医疗大健康产业：百年不遇的机遇 / 117</b>  |
|            | 大健康产业：10 万亿大蛋糕待分享 / 119            |
|            | 医疗大健康细分领域投资机会 / 125                |
|            | 医疗大健康产业未来发展趋势和方向 / 129             |
|            | 红杉资本：医疗健康领域的投资理念与实践 / 133          |
| <b>第七章</b> | <b>新常态下的智能制造：投资界的下一个风口 / 141</b>   |
|            | 智能制造是投资界的下一个风口 / 143               |
|            | 资本助力制造业攀升价值链高端 / 147               |
|            | 智能制造领域的五大投资热点 / 150                |
|            | 金葵花资本：坚定看好高端制造 / 160               |
| <b>第八章</b> | <b>新常态下的新兴技术产业：不可忽视的投资良机 / 163</b> |
|            | 新常态下新兴技术产业的发展 / 165                |
|            | 战略性新兴产业的“钱途”版块 / 175               |
|            | 新兴产业投资规则与融资攻略 / 184                |
|            | 九鼎投资：解读“十三五”，助力新兴产业 / 192          |
|            | 后 记 / 200                          |
|            | 参考资料 / 201                         |

# 第一章 经济新常态下股权投资的机遇与挑战

本章从宏观经济、金融环境、产业发展这三个维度横向分析其变化对私募股权投资行业募、投、管、退等方面造成的影响，梳理了中国私募股权投资行业发展的历史和现状。从中可以看出，经济新常态下股权投资开启了中国历史上一次“好人赚钱”的时代，这是一个靠能力和核心价值观而不是靠关系赚钱的时代，也是专业化的时代。



## 私募股权投资行业背景变化

如今，中国经济已经摒弃了旧式的粗放式经济发展模式进入新常态，产业、金融等方面的政策制定和推行也呈现出新的面貌和特点，私募股权是资本配置的一个重要领域，行业环境也随之发生了改变，具体表现为：

### ●宏观经济转型，募资端“国家队化”和“散户化”明显

随着中国宏观经济进入转型升级期，政府一方面在全国掀起大众创业万众创新的热潮，各类产业国家引导基金项目成立；另一方面加快国有企业混合所有制改革，各类重组整合基金成立。如表 1—1 所示。

表 1—1 截止 2016 年底目标规模百亿以上政府引导基金成立情况

| 序号 | 引导基金名称          | 级别  | 目标规模（亿元） | 设立时间 |
|----|-----------------|-----|----------|------|
| 1  | 深圳市属国资改革与战略发展基金 | 市级  | 1500     | 2016 |
| 2  | 国家集成电路产业投资基金    | 国家级 | 1387.2   | 2014 |
| 3  | 北京市政府投资引导基金     | 省级  | 1000     | 2016 |
| 4  | 江西省发展升级引导基金     | 省级  | 1000     | 2016 |
| 5  | 徐州产业发展引导基金      | 市级  | 1000     | 2016 |

|    |                 |     |     |      |
|----|-----------------|-----|-----|------|
| 6  | 国家中小企业发展基金      | 国家级 | 600 | 2015 |
| 7  | 广东省重大科技成果产业化母基金 | 省级  | 500 | 2016 |
| 8  | 国家新兴产业创业投资引导基金  | 国家级 | 400 | 2015 |
| 9  | 湖北长江经济带产业基金     | 省级  | 400 | 2015 |
| 10 | 成都前海产业投资基金      | 市级  | 400 | 2016 |
| 11 | 扬中市智慧长江产业引导基金   | 市级  | 300 | 2016 |
| 12 | 国家先进制造业产业投资基金   | 国家级 | 200 | 2016 |

上表反映的结果是，私募股权募资端“国家队化”明显，基金体量由于国家队的加入水涨船高。而与此相适应的是，近年来资产荒和金融自由化，风投、私募等由过往高端的印象逐渐进入普通大众的视野，由此募资端开始呈现出“散户化”的特点。比如通过百度关键词搜索“爱奇艺私有化”、“360中概股回归”等项目，就能搜到“100万起投，非直投”等相关项目书。

### ●一级市场新政不断，退出渠道持续变化

与宏观经济发展态势之相对应的，政府为了支持实体企业融资，在资本市场进行了一系列改革和政策指引，提高直接融资比重，具体表现为新三板的大扩容和公司债的发展。2016年以来，政府进一步突出强调提高股权融资比重，具体表现为从审核尺度、批文速度等方面加快IPO（首次公开募股，Initial Public Offerings，简称“IPO”）的发行，IPO注册制已经是不宣而战。

IPO注册制是相对于审批制、核准制来说的。中国内地的股票发行制度，

经历了从审批制到核准制的演变过程，虽然名称发生了变化，但“审批”的本质依然如故。也就是说，企业能否上市、是否符合上市条件、每股卖多少钱、发行规模多大、什么时候发行……所有的这些问题都要由监管部门来决定，不仅要看拟上市公司是否符合产业政策，还要看企业的盈利能力和发展前景如何。

### 案例 1:

北京某电气技术股份有限公司在审核制下的被否原因有：2010年3月前，公司董事会由6人组成，后来经过3次调整增加到9人，除了3名独立董事，3年内董事会只有张某、刘某二人没有出现变化。申请材料和现场陈述都没有对上述变化情况及其对公司经营决策的影响作出充分、合理的解释。发审委认为，这种情形不符合《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第32号）第12条的规定。第12条规定：发行人最近3年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人就不会发生变更。

注册制下的推测该公司被终止原因：形式上是申请材料中未有董事更换原因披露，材料不齐备。但实质上是对上述董事变化情况及对公司经营决策的影响未做出充分、合理的解释。属于有重大遗漏。

### 案例 2:

深圳某移动技术股份有限公司审核制下的被否原因有：H公司是公司实际控制人的妹夫梁某控制的企业，是公司的主要代工厂之一。2009—2011

年，公司对H公司的委托加工交易占当期同类业务的比重分别为32.60%、22.62%、36.04%。2011年度，H公司为公司加工手机459.59万部，占H公司总加工量的74.13%。可见，报告期内公司的独立性存在缺陷，不符合《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第32号）第20条的规定。第29条规定：发行人在独立性方面不能存在其他严重缺陷。

注册制下的推测该公司被否决原因：形式上是对关联交易披露的齐备性存疑。但实质上是对其关联交易的商业实质存疑。属于有重大遗漏。

从上面两个案例可见，基本上所有被否案例都可以在注册制下找到终止原因，所以企业还是要对上市工作做足准备，注册制是一个逐步转化的过程。政策的宽严，还是决策者可以把控的。

在并购方面，“强监管”成为主题词，一度火热的并购退出开始冰冻。从整体上看，股权融资退出渠道变化受国家宏观环境和政策的影响，变化较大。

### ●互联网投资进入下半场，资源整合是投资机构的核心竞争力

在投资端，互联网投资进入下半场，传统的互联网商业模式创新已经无法继续进行，下半场更加重视行业本身和技术本身，传统的制造业升级、技术创新等也逐渐重归资本方视野。在整个经济转型升级背景下，企业对私募股权投资机构的需求不仅有资本需求，还需要投资机构提供战略咨询、人才供给、产业链整合等多项帮助。下面是私募股权投资机构金葵花的案例：

一直以来，金葵花资本（以下简称“金葵花”）都非常重视团队成员的

专业性。此机构的投资流程分为多个执行阶段，如：项目开发、立项尽调、内核风控、投资决策、投后管理等，渗透到了募、投、管、退等各个环节，保证了各团队专业性和独立性，保障了公司投资项目的高效运行。每次荣誉的获得，都能对团队起到很好的鼓励和鞭策作用。

金葵花是私募股权投资行业的成长力量，金葵花资本坚持价值投资，踏踏实实，稳健前行。凭借自己在投资领域的专业实力和优异表现，金葵花赢得了权威媒体的认可和社会各界的肯定。2017年12月5日中国财经媒体领导者《21世纪经济报道》在北京 JW 万豪酒店主办了“2017 中国创新资本年会”，发布了“第七届中国股权投资竞争力榜单”，金葵花成功入围私募股权投资“年度机构综合类”评选，获得“2017 年度高成长私募股权投资机构”的荣誉。

从 2016 年下半年开始，IPO 审核速度明显加快，Pre-IPO 项目受到市场追捧。统计数据显示，2016 年有 2 个及以上项目实现 IPO 的投资机构多达 80 多家。对于投资机构来说，这是比较理想的退出方式，但同时也遇到了一系列问题，比如：Pre-IPO 入股价格高、入股时间长等。投资要经历一个全面衡量的过程，期限、价格等都是重要的参考因素，因此在选择投资项目时，要对企业情况做出合理的分析判断，对企业利润、现金流、毛利率、市场占有率等因素进行综合评测，找到价值被低估或前景广阔的标的项目。

投资团队的重要原则是：将目光放长远，积极发现价值，支持代表未来方向的产业，支持能够解决行业痛点的项目，支持国内外优秀的企业家。近几年，政府不断强调金融要服务于实体，优质企业的 IPO 道路必然会更加宽

松顺畅；同时，资本市场的主要功能还包括实现资源的优化配置，所以类似金葵花这样的私募股权投资机构要更加积极地匹配市场需求，这也是保证金融市场平稳运行、向着更好的方向发展的前提。

## 私募股权投资兴起缘由

私募股权并非投资于宽泛的金融市场，而是集中投资于某一特定公司或领域，以牺牲短期流动性为代价获得更高的投资回报。更为重要的一点，私募股权投资可以作为投资组合多元化策略的重要组成，因为其与大多数资产种类都有着较低的相关性，如现金、债券、对冲基金、权益、商品及房地产等资产。

### ● 私募股权投资缘何兴起

2008年金融危机发生后，利率持续下行，公开市场投资回报率逐渐降低，世界主流机构投资者纷纷将注意力集中到非公开市场，增加了另类资产配置比重，减少了因受低利率环境影响而导致的收益下降的现金和固定收益类资产的比重。

根据BCG和花旗的研究显示，在过去5年中，在私募股权这一单项另类资产的平均配置金额，国外主权财富基金在2011—2016年间增长了约70%，比如：耶鲁基金的另类资产配置比例从过去的30%增加到现在的53%，其中私募基金和风险投资占33%。耶鲁基金是全球运作最成功的学校

捐赠基金，在 30 年的时间里市值增长了 11 倍，其创造的“耶鲁模式”也成为机构投资者和家族办公室的模仿对象。

再如：管理着 2000 多亿美元资产的加拿大公共养老金（CPPIB）的另类投资占比，2005 年是 4.3%，2016 年则高达 47.6%，增长了 10 倍；而最偏向二级市场投资的挪威政府养老基金（NGPFG），从 2010 年开始进行针对房地产的另类投资，将目标配置比例调整为 5%。

对于中国的大型机构投资者来说要顺势而为，在风险可控的前提下，要合理加强对另类资产的配置比例，同时还要加强房地产和基础设施的投资，对冲基金的配置比例则不能太高。目前，中国 3 万亿美元外汇储备多数都配置在公开市场，另类投资占比约为 5%，可以提高到 10%～15%，私募股权基金、房地产、基础设施各占三分之一。同时，进行另类投资时，中国投资者还要结合长期投资策略，充分实现另类投资带来的回报优势。

另类资产之所以会受到投资者的青睐，主要原因就在于，不仅能提供高于传统公开市场的回报，还能改善整体投资组合的收益水平，平衡各类风险因素。而在另类资产类别中，私募股权投资占据的比例较大。

国际投资公司康桥汇世投资顾问（北京）有限公司的数据显示，全球私募股权基金指数的 10 年期的平均回报是 12%，20 年期的平均回报为 15%，而同期全球的主要股票指数分别为 6% 和 7%，前者的投资回报率几乎是后者的两倍。同时数据还显示，经历金融危机后，投资组合中的私募股权遭遇的价值下滑幅度仅为公开市场股票投资的 60%，遇到极端经济环境价值损失不大，冲击也相对较小。