

中银浙商产业基金 通讯专刊

2017 年第 4 期

(总第 6 期)

中银投资浙商产业基金管理有限公司

2017 年 10 月

本期导读

※ 浙商产业基金及管理公司经营动态

- 1、公司管理各基金已完成备案
- 2、开展相关法律法规业务合规自查工作
- 3、参加投资业务培训及相关行业峰会

※ 重点项目进展

顺利完成对嘉利股份的战略投资

※ 工作交流专稿、专栏

股权投资项目估值陷阱与规避策略

※ 股权投资行业信息要闻

浙江欲三年后上市公司 700 家

一、浙商产业基金及管理公司经营动态

（一）公司管理各基金已完成备案

根据《证券投资基金法》和《私募投资基金监督管理暂行办法》等法律法规及行业协会自律的要求，公司在中国证券投资基金业协会上对管理的各基金进行备案。

除之前已经完成备案的浙江浙商产业投资基金合伙企业（有限合伙）、杭州诺立奇股权投资合伙企业（有限合伙），今年先后完成了杭州银睿达互融创新股权投资合伙企业（有限合伙）、杭州元信朝合股权投资合伙企业（有限合伙）、杭州乐赞投资管理合伙企业（有限合伙）、杭州中云联行投资管理合伙企业（有限合伙）等四家项目基金的备案手续，取得了私募投资基金备案证明。今后将按照规范要求开展业务，定期进行信息披露等。

（二）开展相关法律法规业务合规自查工作

8月，根据中银投要求，对我司及所管理基金的合规情况进行了自查，范围包括私募基金管理人登记和所管理基金的备案事项、私募基金管理人所管理基金的信息披露事项、项目基金的募集行为及适当性管理合规事项等，并于月底上报了自查报告。此次自查工作基本达到了预期的效果，推动了合规建设之目的。下一步，我司将在内部开展法规政策学习，将监管部门和集团公司要求分解细化，对应不同岗位提出具体工作要求和风险监控措施。同时，加强防控体系补充与完善，巩固活动成果，继续推进合规整改各项任务的落实，不断推进合规工作取得新成绩。

（三）参加投资业务培训及相关行业峰会

8月5、6日，公司投资部人员前往北京参加“IPO加速形势下的审核要点及被否案例解析专题研讨会”。会议听取了知名保荐人、会计师事务所合伙人和律师从券商财务角度、法律合规角度详解当下IPO现状，共同探讨未来趋势。8月16日，公司内部进行转培训，研讨IPO审核要点及被否案例分析，投资部全体人员参加。

8月25日，公司投资部人员前往北京参加“基金募集及投资的常见法律问题培训”。此次培训由北京股权投资协会组织，金杜律师事务所专家团队主讲，全方位覆盖募资、投资、退出方面所涉及的常见法律问题。

8月25日下午，公司投资部人员参加玉皇山南基金小镇举办的“投资者适当性管理建设主题讲座”。讲座由天册律师事务所合伙人朱黎律师和华毕琼律师解读《投资者适当性管理实施指引》，详细分析了产品或服务的风险等级评价、对投资者的分类、保障措施和风控制度等。培训过程中，公司投资部人员就员工跟投、产品风险测评和个人投资者金融资产证明等实际操作问题与讲师进行了深入探讨。

9月21、22日，钱晓枫总经理与投资部人员前往湖南长沙参加由中南大学主办的中国新能源材料与器件第一届学术会议。会议集结了中科院院士、行业领域首席专家、各大高校教授与行业知名企业家，分享了新能源与新材料行业内的最新研究进展与成果，共计100余位学术领域专家进行研究分享与交流。浙商基金投资企业浙江帕瓦新能源股份有限公司受邀参加，公司核心技术人员张宝博士作为开幕式嘉宾与第一分会场主持人，分享了其“锂离子电池复相电极材料研究”的成果；公司常务副总经理张家峰博士出席第五分会场关于新能源战略资源提取与循环专题的学术研讨会，介绍了“废旧锂离子电池中镍钴锰的绿色回收和增值利用”方法。

9月21、22日，公司投资部人员参加了2017年国际生物医药创新（杭州）峰会。会议由杭州市人民政府、浙江省食品药品监督管理局、浙江省卫生和计划生育委员会主办，邀请了国内外知名医药研发专家和优秀的创新企业，其中包括了公司近期拟投资的某生物医药企业。通过此次会议，公司参会人员全面洞察了生物医药市场，把握了生物医药行业的巨大发展潜力与资本的融合机遇，为公司正在进行的医疗行业研究以及生物医药项目提供新的思路。

二、重点项目进展

顺利完成对嘉利股份的战略投资

2017年8月，顺利完成对浙江嘉利（丽水）工业股份有限公司（简称“嘉利股份”）的战略投资，公司开启全方位助力企业开拓A股上市的新征程。

嘉利股份总部位于国家级丽水经济开发区，是一家研制、生产、销售汽车和高端摩托车灯具的专业厂家。是国家高新技术企业和浙江省高新技术企业研发中心，目前拥有丽水、温州、广东肇庆三大生产基地，主要为广汽乘用车、一汽丰田、广汽丰田、一汽轿车、东风日产、东风股份、济南重汽、天津丰田、奇瑞、昌河铃木、五羊本田、新大洲本田、雅马哈等主机厂配套，2016年产值超过8亿元。

近年来，中国乘用车销量连续增长，年增速稳定在8%以上，随着自主品牌崛起以及整体汽车售价的下调，国内自主零配件厂商迎来了发展的新机遇。嘉利股份作为国内自主车灯龙头企业之一，在丽水基地始建之初就获得了中国银行丽水分行的贷款支持，在十余年的发展过程中，中国银行对企业始终不离不弃，见证其成长为国内一流的车灯企业。

同时，此项目也是公司与中国银行“投贷联动”试点成果。2017年以来，公司积极响应中银集团“投贷联动”创新模式，与浙江、上海、江苏、北京等分行密切合作，发挥各方优势，共同为优质企业提供服务。此次投资过程中，公司与中国银行丽水分行在项目信息交流、营销推进等环节紧密配合，获得投资份额，充分发挥了“投贷联动”的协同作用，取得了“1+1大于2”的成效。

三、工作交流专稿、专栏

股权投资项目估值陷阱与规避策略

国内股权投资行业经过十多年发展，逐渐步入“资产荒”。宏观经济进入新常态，整体发展速度有所下降，这是需求多样化，消费升级等倒逼供给侧改革，迫使传统产值大户转型乃至淘汰，资产重新洗牌。以“互联网”或“互联网+”为主要特征的如“阿里、京东、网易、腾讯、华为”等新型服务或制造业同期突飞

猛进，变化速度远远超过了渐进式发展。在股权投资推动下，前期优质企业无论是经营者还是投资者均得到双盈局面。当下，有资产又有发展前景的企业越来越难找，而资产轻盈，理念或技术先进，或模仿运用互联网的企业越来越多。这种变化正在对经济发展发生着深刻影响，迫使股权投资也越来越面向早期企业。在经济换挡时期，如何在风口浪尖上把握初创企业投资的真正价值，既要积极介入，又要审慎应对，防止落入陷阱。

（一）股权投资面临的主要陷阱

1、行业陷阱。宏观投资方向选择国家或地方支持的行业理想正确，但国家鼓励的行业很快遍地开花，形成大面积的同质竞争，或有占得先机的企业能发展起来，慢一拍就会困难重重。行业分析总会提及以国内为主的大市场基础与增长潜力，这种纯理论分析从逻辑上没有错误，也非常诱人，且可以找到很多现成的资讯材料支撑其观点。但投资毕竟是投标的企业，不是行业，企业在行业中的地位是真正价值所在，要想挤进行业并拥有地位，代价巨大。俗语说“只有倒灶的企业，没有倒灶的行业”，有它一定的说服力。如果项目 70%描绘行业而 20%分析企业，基本可认定不值得投资。企业自身信息最为根本，一些个案“偷梁换柱”，障人耳目，说明尽调不充分，了解不到位。若以理论销售额或注册用户数估值的个案，会产生错觉，似乎这样好的行业和市场，企业占 1%的份额应该没有问题，而现实并非如此简单。在消费市场，那些已上市的公司，如建材、家具、服饰等要做到市场的 5%并不容易，整体市场虽大，因供给充足，消费多样化，谁也当不了老大。在电商领域，有“阿里”示范效应，类同企业以所谓的细分市场纷纷进入，如果产品同质较多，就很难超越，且“阿里”还有许多配套服务，新电商难以做到。但农村电商平台，由于货源的独特性、差异性、地域性明显，仍有潜力，“阿里”也早有布局。当传统电商已较为成熟的时，因移动互联网、人工智能的兴起，不仅带动了电商新的增长，更带动了另一些新业态的发展，如社交、互联网金融、游戏娱乐、机器人等。所以行业好并非企业好。

2、技术陷阱。技术性企业，会详细描述技术的先进性，工艺的先进性，应用的广泛性等等。初创期技术性企业，先进性一般真实存在，所谓的“陷阱”不一定指技术本身，而是技术转化为市场份额的能力。不能转化为服务能力与市场占有能力，就发挥不了价值。技术人员创业，往往过于专注、迷恋技术本身，忽

视技术市场化。还有把手段、工具理解成技术，在互联网领域尤其明显。互联网谁都可以用，技术是背后的硬件与软件，叫“信息技术”可能更加确切。一些打着互联网技术的初创企业，同样面临市场适用、适应性问题。比如：教育的互联网化有许多技术手段，很难说哪个好哪个不好，关键在于满足学生、老师、学校对于内容、形式和效果的需求，而这些在不破坏现有教育秩序，甚至利益的格局下实施起来的可能性就更大。国内小学、初中到高中学校众多，仅普通高中 1.33 万所以上，超过 2400 万人。K12 学生有 1.7 亿人左右。如此大的基数，市场前景相当可观，问题就在于谁能找到技术的切入点，被学生、学校、家长接受的程度如何？才可以实现真正价值。互联网企业以标杆企业为参照，以市场基数为吸引，以非常手段吸引用户为增长常态，殊不知互联网太发达而用户忠诚度非常差，难以持续增长，极可能产生新一轮的泡沫，P2P 倒闭潮就是教训。还有，技术占产品的比重过小，常规技术仍占产品大部分，技术的通用性差，夸大新技术的预期贡献等也会影响估值。技术的替代与竞争格局同样是不可忽略的重要内容。比方机器换人步伐加快，极有可能淘汰传统生产线。

3、退出陷阱。股权投资以增值退出为目标，与被投资企业是阶段性合作。资金引入方正是掌握了投资人的这个特点，会把退出的预期设定得非常漂亮，通常以当前 PE 倍数为投资估值，以首次上市退出时的 PE 倍数来比较阐述预期收益。这种方法预测收益在 1 倍以上，年化 20% 以上。目前市场首次上市 PE 在 22 倍左右，成为重要的退出参照指标。如果股权不能公开上市流通，不能如期上市，价值得不到体现，新三板就是一个例证，普遍有价无市。投资以上市退出为最佳、最优、最理想化的选择，而非最实际、合适、灵活的选择，前期设计理想目标可为上市，退出路径要多重设计，理性、客观地分析各种可能性与保障措施而不是盲从。从投资到退出少则三年，多则五年以上。能预计三年已是不易，测算五年以上更难，如果前期利润水平设得很好，当真正上市要体现的时候业绩平平，对投资人退出并不有利，对企业再融资也不利。期待在风口上很快飞起来，如果不可持续，会跌得很惨。如果退出预期仅仅是数据模型技术的支持而非企业内部资源性的支持和外部政策环境的保障，多数会落空。特别当利润还没有产生，不以利润的倍数来估值的企业，退出预期更具不确定性。某案例：某企业当时以预计利润 5000 万的 10 倍估值为 5 亿，出让 20% 的股份即 1 亿元引入投资人，为高新

技术企业。但经过四年才勉强达到 5000 万利润，累积起来刚扭亏，且当时认定为高新技术的那个生产线已经淘汰，五年内上市目标根本无法实现，虽然同类上市企业市盈率大概是 30 倍，企业参照估值可以达到 15 亿，但不上市，估值停留在五年前的状态。投资人最后选择按年复利 15%退出，由新的投资人接盘。

4、业绩陷阱。投资企业也是投资经营者，民营企业往往一个人决定企业的成败，不同经济发展阶段，企业的成败，管理者贡献度不一样，行业选择好，站在风口上，不想赚钱都难。如果选择了成熟行业成熟期的企业，业绩掩盖主角的真正能力，企业免不了要走下坡路。一个人可以有很强的能力，很高的觉悟，很优的品德，但企业就是一个利益共同体，没有共同的利益机制与风险管控，限入困境是早晚的事。好比说一个人可以走得很快，但一队人可以走得很远。限入困境的企业特征同样：盲目扩张，无效资产太多而灵活有效资产太少。对于初创团队，象那些智慧性创意企业，仅是创意和蓝图，许多条件并不具备，尚无业绩可言，估值非常困难，完全是天使或风险投资，要避免团队和个人以过往的业绩、他人的成果、同业的表现来推断当前和今后的状态。平台不同，技术不同，竞争不同，都有可能带来完全不同的结果。要注重团队具备的上下游资源及自身投入的程度，避免完全玩投资人的钱。某企业，当时利润已是 1 亿元以上，领导信心爆棚，预期三年内上市，引进资金用于简单扩大再生产和非生产性配套，并按生产能力购置原材料，没想到一年后风云突变，原材料价格大幅下降，产成品需求大幅萎缩，银行贷款已高居不下，三重压力之下，很快陷入亏损，谈什么上市呢？！更为可怕的是主要领导对此认为全是宏观政策的事，与他正常的经营没有关系，仿佛微观企业是个独立王国。显然看错了真正业绩，投错了人。

5、交易陷阱。交易围绕投前估值和投后估值。例：一家企业投前估值 4 亿，引进 1 亿，投后估值就是 5 亿，投资占投后的 20%股比，逻辑上没问题。陷阱在于交易估值基础与架构设计。某例：一家企业旗下只有一个控股 51%的子企业，尚未投产，仍需投资 3000 万左右年内可能投产，正常情况下年利润 1500 万。该企业还准备收购二家同类企业，预计收购价 8000 万，这二家正常年利润合计 1500 万，由于该行业带有一定的准入门槛，投前估值为 PE 的 15 倍，即 33750 万，准备引进 1.1 亿(其中 1000 万元由原股东投入)，投后估值 44750 万，新投资人 1 亿占比 22.35%。尽管标的企业可能具备同业并购与运营能力，但当下其实没有

利润，按预计未实现的利润估值缺乏基础。即便预期能够实现，前提是 1.1 亿元新的资金投入。换言之，没有新投入，利润子虚乌有。也可理解为拿投资人的钱产生的利润再以一定的倍数卖给投资人，完全忽视了资金的先后关系与作用。若企业已经完成并购再引入新的投资，估值还有一定道理。如果企业前期借了 1 亿完成并购，新的投资资金用于置换 1 亿贷款，从估值角度，新资金可以减少原负债资金的利息支出，相应增加的利润是新增资金的作用，理论上这块“利润”也不应作为估值基础。因此，在考虑投后估值时，交易的方式也十分重要，要考虑资金作用新增的利润，在以利润作为估值测算 PE 倍数的时候予以剔除。有些个案资金的直接作用并不明显，剔除资金平均成本以上的收益才视作估值利润比较合理。

那些由专业机构制作的投资项目推荐书，理论体系、技术手段比较成熟，个个精彩纷呈，普遍存在乐观预期，但信息不对称，要斗智斗勇的博弈，为避免掉入陷阱，重现蓝天白云，仍是有道可循的。

（二）应对陷阱的基本策略

1、回归商业本质。很多人讲情怀，但投资就是生意，是更为直截了当的生意。项目讲得天花乱坠，最终应回到商业实质加以辨别。简单讲，就是“要多少钱，办多少事，得多少效果，讲投入与产出”。细分起来就是为什么在这个阶段投这些钱，不多也不少，够不够办这些事，这些事的轻重缓急如何，是否有利于价值提升，能否起到预期效果，这些效果可能是多纬度的，也可能是单一的，但最终都为提升商业价值服务。衡量这些财务模型层层细化可以起很大作用，其内部的商业逻辑性、合理性，要素之间的匹配性基本能反映出投入与产出的真正效果。从中可以发现：一些企业重研发但市场推广少，一些企业重收入的乐观增长，但增长的支撑却未能找到落脚点和人、财、物的相应投入与增长，一些企业可能收购的是无效资产或低效资产或是重资产，反而摊薄利润，一些企业老股转让，并无新增资金，缺乏新增长点的依据等等。投入与产出一定有着内在的逻辑，是政策的产物，不是模型本身的技巧产物。

2、以市场开拓为核心。任何企业的成就都离不开用户的需求，一个市场定位精准，能够持续加强市场拓展与维护的企业，一般不会只是说说故事的企业，市场团队及其资源配置高低，一定程度能反映企业的市场价值。某企业家说，他

们企业 300 人的营销团队就是最大的核心竞争力，其他企业难以岂及，只有被模仿，难以被超越。做生意虽讲共盈，许多时候推销是求人的事，做好了，当然是能力强。对一些新型企业，不息代价开拓市场，完全颠覆了传统盈利模式，衡量它的生存能力即为第一要务，如果烧钱很快把自己烧死或错失最佳融资期，显然不是好企业。至少在每一阶段要有相应的资源匹配，能够使其生存到下一轮融资，不然前期成无效投入，完全变成沉没成本，一旦无人接盘，满盘皆输。“不让别人活，也很快烧死自己”的竞争不应成为正当市场的推崇。

3、共同的价值观。前期讨价还价在所难免，毕竟有各自的利益归属，但真正合在一起就是利益共同体，有共同的价值观非常重要。表现在：共同都朝上市的目标迈进，求同存异，大局为重；不以眼前的利益得失为重，共同打造最佳二级市场的市值来实现价值；引资更是引智，共同发挥各自的资源与智慧，共促企业价值提升；能保持正常的信息披露，增进了解与互信。共盈的局面是共同价值观带来的，经营团队处在核心环节，能够认同并践行共同价值观就有可能成为好企业乃至伟大的企业。人是最活跃也是最复杂的生产力，松散而没有锁定的团队一般不具有共同价值观，若以打工的心态而非老板和主人的心态与机制，成员中急功近利，损企利己的可能性很大。

4、可靠稳定的机制。共同的价值观并非空中楼阁，需要稳定的机制作保障。利益机制是核心内容，利益与作用大小挂钩，与风险匹配。团队的稳定与锁定很大程度也是利益与风险的安排问题。目前对团队多偏重正向激励，这种激励应基于持续服务企业与个人共同的投入更为合理。看待一个团队的好坏，不仅是主要领导个人的权威问题，也是整体利益机制设置的合理问题。如“华为”映入大众视野的不仅是它的行业地位，更是合理的内部分配机制、利益共享机制，这种机制对于目前阶段“华为”的成功具有根本性的作用。

衡量一个企业的好坏，特别是起步阶段的企业可以有客观指标，也有主观判断。由于投资均是对未来的期待而非过往的认识，不确定、无规律性与生俱来，尽管有些机构做趋势投资，有机构做另类投资，那也仅是个理念，本文只是投前要考虑的一些“术”法，避免犯低级错误。

（注：本文由朱明艳财务总监供稿）

四、股权投资行业信息要闻

浙江欲三年后上市公司 700 家



10月9日下午，从浙江省企业上市和并购重组推进工作电视电话会议上获悉，为充分发挥资本市场在经济转型升级方面的重要作用，浙江省将全方位实施以企业上市和并购重组为核心的“凤凰行动”计划。“凤凰行动”计划提出，经过4年（2017—2020年）努力，进一步巩固提升我省在资本市场上的全国领先地位，建设金融强省，企业上市和并购重组工作促进经济转型升级成效显著。

“凤凰行动”计划提出，到2020年，争取全省境内外上市公司达到700家、重点拟上市企业达到300家，实现上市公司数量倍增；“新三板”挂牌企业达到1200家，浙江股权交易中心挂牌企业达到5000家；股份公司达到8000家；通过资本市场融资累计达到2万亿元，全省直接融资占比35%以上，股权与债权融资均衡发展，融资结构不断优化；获得资本市场服务的企业占全省规上企业数的12%以上。

同时，进一步优化上市公司的区域行业布局。到 2020 年，力争实现上市公司县县有、行（按证券市场行业分类）行有。辖区内有 5 家以上上市公司的县（市、区）达到 40 个以上，10 家以上上市公司的县（市、区）达到 20 个，20 家以上上市公司的县（市、区）达到 10 个；全省上市公司中八大万亿产业和高新技术产业的企业分别占比 50%、60%以上。

到 2020 年，并购重组活跃度持续提升，60%以上的上市公司开展并购重组，年均并购重组金额达到 800 亿元以上，主要并购标的为高端技术、人才、品牌和营销渠道等。并购金融服务体系日趋完善，培育和引进一批国内外有一定品牌影响力的并购基金和中介服务机构，并购基金和并购贷款等融资保障年均达到 400 亿元。

通过企业上市和并购重组，带动我省产业提升。到 2020 年，打造若干以上上市公司为龙头、产值超千亿元的现代产业集群，上市公司引领和支撑区域经济发展作用明显增强。培育 80 家市值 200 亿元以上、20 家市值 500 亿元以上、3-5 家市值 1000 亿元以上的上市公司梯度发展队伍。

浙江省金融办相关负责人表示，浙江发布推进企业上市和并购重组“凤凰行动”计划，全方位推进企业上市和并购重组工作，是深入落实全国金融工作会议和省第十四次党代会精神，推动供给侧结构性改革、加快实现“腾笼换鸟”、“凤凰涅槃”的重要抓手，也是金融更好服务于实体经济的重要举措。

（摘自浙江省股权投资行业协会官网新闻资讯栏目）

友情提示：

有关公司的最新资讯请关注公司官网：<http://www.bocgi-zs.com/>。

编辑：郭滢 电话：0571-87929539, 13735593513