

清科观察：解密 PE 第一股清科《九鼎投资标杆研究报告》发布

2014-09-30 清科研究中心陈斐

九鼎投资于 2014 年 4 月 23 日登陆新三板，成为首家登陆全国中小企业股份转让系统（俗称“新三板”）的私募股权投资机构，并且设立了其首支公募基金——九泰基金，成为获准筹建公募基金管理公司的民营 PE 机构。截至 2013 年 10 月 31 日，按照认缴金额计算，九鼎投资管理基金总规模为 264 亿元，累计投资 25.09 亿美元，在管项目 185 个，所涉及行业也颇为广泛，退出方式主要依靠 IPO，成就了备受瞩目的“PE 工厂”。

就像一个硬币总有两面，PE 市场人士眼中一直“狂飙突进”的九鼎投资也经历了中国私募股权投资市场的大起大落，7 年间完成 200 多笔投资案例的骄人业绩也相当于未来面临着不容忽视的退出压力。鉴于市场对于九鼎投资的持续关注，清科研究中心特推出《PE 标杆机构研究--九鼎投资》专题报告，报告对于九鼎投资在机构发展、运营管理、投资策略等方面的特点进行了梳理与分析，并讨论了未来九鼎投资发展面临的机遇与调整，以期为中国股权投资市场从业机构提供有益的启发与借鉴。

发展公募基金，打造大资管平台

2013 年 2 月 18 日，证监会正式发布了征求意见后的《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》（以下称《暂行规定》），《暂行规定》明确提出股权投资管理机构、创业投资管理机构可向证监会申请直接开展公募基金管理业务。2013 年年底，私募股权投资行业的监管权正式划归证监会，监管机构监管权的明晰及相关政策的落地打通了一二级市场。2014 年 3 月 31 日，九鼎成立了九泰基金。政策上的明晰和支持让九鼎成为第一家民营 PE 机构成立的公募基金——“九泰基金”，这也是自证监会受理以来通过的第二家私募系公募基金。

九鼎成立公募基金意义主要是扩充资管业务，打造健全的资管平台。从长期来看，随着私募系公募基金成长或政策的再次放开，九鼎可以通过公募基金子公司平台获得更多的机构 LP，从而降低股权投资业务中的资金周期错配风险；与此同时，也能为现阶段的高净值 LP 及机构 LP 提供周期更为灵活、标的资产更加丰富的投资产品选择，提升资金的投资效率。而九鼎本身作为私募股权投资机构对非标资产更为熟悉，对公募子公司的专项资产管理业务会形成较好的支撑。

九鼎作为 PE 成立公募基金的先例，鲜有经验可寻，在商业模式、盈利模式和资金运作上都需要探寻，因此也会给九鼎带来巨大的挑战。然而通过引入在二级市场运作上具有丰富经验的专业人才也可以很好的规避一些可能存在的风险。

拓展另类投资，新投资模式可持续发展

九鼎以通过参股成长期、成熟期未上市企业为主要投资方式，但是九鼎意识到该投资模式的竞争将越来越激烈，因此在继续强化竞争优势的同时，已经开始增加并购投资、早期投资及债权或夹层投资等另类资产管理范畴的投资品种。另类资产管理由于其投资持有时间较长、投资收益较高，在国内外均有稳定的需求。另外 2014 年 3 月下发的《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》给 PE 机构参与到并购投资中带来了机遇；国务院明确指出鼓励多层次资本市场的发展同样给九鼎投资业务的拓展带了良性的预期。

不过从另一方面看，如果九鼎投资原有的投资模式继续萎缩，而新的业务和投资模式拓展又未能达到良好的效果，则后续继续募资难度将会加大，并且同时横向发展并购、早期投资及夹层投资等投资业务将会使得投资项目的运作也会越来越复杂。虽然这些新的投资模式和投资方向是以九鼎前期积淀的核心能力和核心资源为依托的，但是这些新的投资模式和方向能否获得较大的发展、能否取得较高的收益还有待时间检验。如果这些新投资模式和新投资方向未能成功，则九鼎投资业务的扩张将面临一定风险。

国内 IPO 正常化，利好九鼎 IPO 退出

九鼎的投资项目众多，在管项目有 185 个，退出方式以 IPO 退出方式为主。虽然 2013 年境内 IPO 停滞、证监会对拟上市企业进行严格财务核查，大批企业终止审查，但是根据证监会截至 2014 年 9 月 4 日的排队企业列表，处于正常审核进程中的企业有 214 家，其中就包括九鼎投资的广生堂药业、昊志机电、地尔汉字电器、利民化工、众兴菌业科技等企业。随着 2014 年证监会对 IPO 的开闸，下半年将有约 100 家企业实现 A 股 IPO，此外，相关程序也在逐步走向正常化、法制化和规范化，这无疑为九鼎积压的未退出项目带来一股暖意，也意味着九鼎在 2014 年下半年和之后的一段时间内将会有较多企业通过 IPO 退出。

但是，通过证监会一年多以来的专项整顿和规范化，上市企业的资质趋于严格，因此九鼎更应该把握投资企业的质量，保证上市退出的顺利，如果投资项目未能或难以按照计划时间实现 IPO，对九鼎的当期业绩有较大影响。IPO 的政策常常具有波动性，这些因此对九鼎的业绩带来了不稳定性。

“份额换股”登新三板，打通融资渠道

九鼎独创的份额换股模式让九鼎成功登陆新三板，融资 35.37 亿元。九鼎的挂牌又开创了国内私募股权投资机构挂牌的先例，给其他私募股权机构带来了很好的借鉴作用，目前，中科招商和硅谷天堂也在筹备新三板挂牌事项。此外，成功挂牌也为九鼎作为私募股权机构解决了融资难的问题，打通了融资渠道。

九鼎在挂牌前定向发行股票融资，九鼎的控股股东九鼎控股向新增资股东做出了收益补偿承诺，承诺如果收益达不到某一水平，则九鼎控股将向其予以补足。如果九鼎投资挂牌三年后股价较为低迷，使得本次新增出资人收益低于底线，则九鼎控股就须向出资人予以补偿，而其补偿的主要资金很可能只能是减持其持有的九鼎投资的股票，如此就可能九鼎投资控股股东及实际控制人发生变化。

结语

九鼎投资作为国内首家获批挂牌新三板的 PE 机构，在投资、运作上具有许多可圈可点之处。首先九鼎颠覆了传统的私募股权投资业务模式，在遵从大环境的规律下，进行商业模式创新。投资运作的独特性和创新性让九鼎投资成为国内发展最为迅速，管理着 264 亿元人民币基金的本土 PE。九鼎的创新性体现在不墨守成规于固定的商业模式和战略优势，而是抢占投资先机，让投资成为产业链；让私募股权机构走上公募的平台，挂牌新三板，不断拓展非传统的私募业务，如成立公募基金和进行各种另类投资，从而进一步推动九鼎投资的“大资管”业务加速布局。

中国私募股权投资行业经历了最好的十年，而九鼎正是在我国私募股权投资行业最好的年头发展起来的。随着我国资本市场的不断完善和私募股权投资相关法律法规的健全，以及 2014 年国内 IPO 重归正轨和并购重组的盛行等因素的利好，我国私募股权投资行业将继续迎来蓬勃发展。能否继续保持强劲的势头，排除以上宏观因素，九鼎需要加强自身的风险控制，兼顾效率和投资成功率，并不断探索新的投资热点和创新业务。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15377

