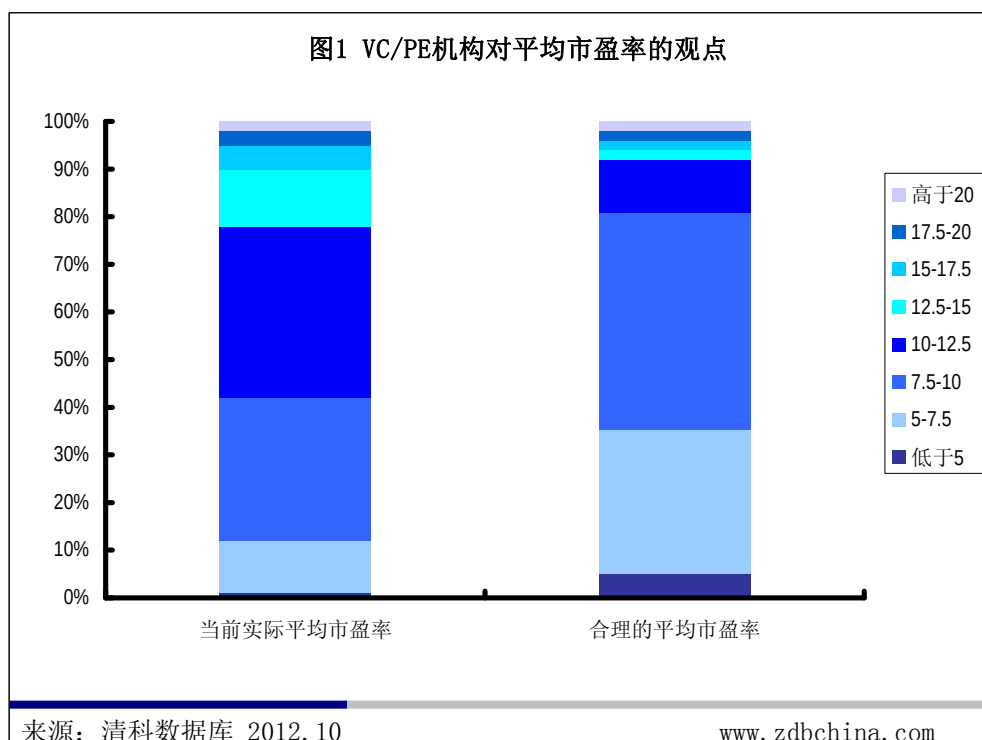


清科观察：一级市场估值趋近合理 行业议价能力与高估值正相关

2012-10-23 清科研究中心 胡熠 夏子寒

进入 2012 年，伴随中国经济增速放缓以及二级市场的持续萎靡，一级市场估值亦呈现下降趋势。2012 年 9 月，清科研究中心特别邀请数百家活跃于中国市场的 VC/PE 机构参加“项目估值调研”，一同探讨目前中国一级市场的估值现状。

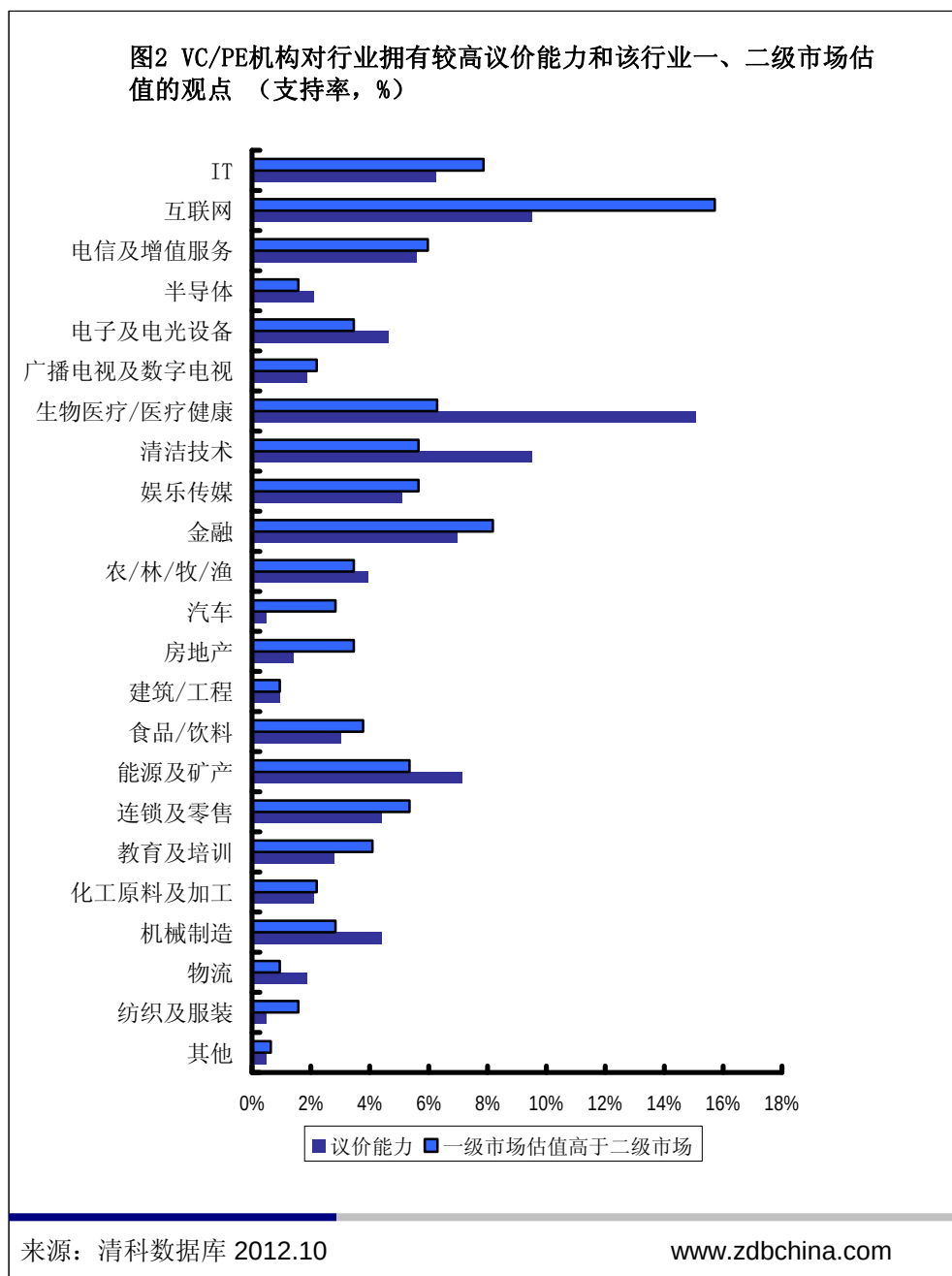
据清科数据库统计显示，在参与本次调研的数百家机构中，近七成 VC/PE 机构表示当前一级市场的平均市盈率是在 7.5 倍到 12.5 倍之间，而 85% 的机构认为 5 倍到 10 倍是较为合理的平均市盈率区间（图 1）。考虑到作为买方，其期望价格一般会低于市场价格，并且根据中证指数数据显示，当前沪深 A 股平均市盈率在 13 倍左右，清科研究中心认为当前一级市场的项目估值已趋近合理估值区间。



虽然一级市场整体估值已贴近合理，但多数机构认为十二五规划提到的战略新兴行业包括“TMT”、金融、生物医药/医疗健康、清洁技术、能源及矿产以及连锁及零售等所获估值依然高于二级市场（图 2）。该类行业获得较高估值除了因其高成长高风险的特质，主要也是来自买方的高需求。由于多数资金都聚焦在以上几类行业，但可投项目又相对较少，这就赋予对应行业里的项目公司（卖方）较高的议价能力，因而造成高估值现象。该结论与项目公司高议价能力的行业分布结果基本一致（图 2）。

我们通过线性相关分析来研究行业的高议价能力与一级市场估值高于二级市场估值的相关性，得到结果为在 0.01 的显著性水平下（即认为两者不独立犯错误的概率小于 0.01），两者表现出显著的正相关关系，皮尔逊相关系数 $R=0.698$ ，接近 0.7，属于显著的正相关性，即在当前的市场环境下，若某行业具有高议

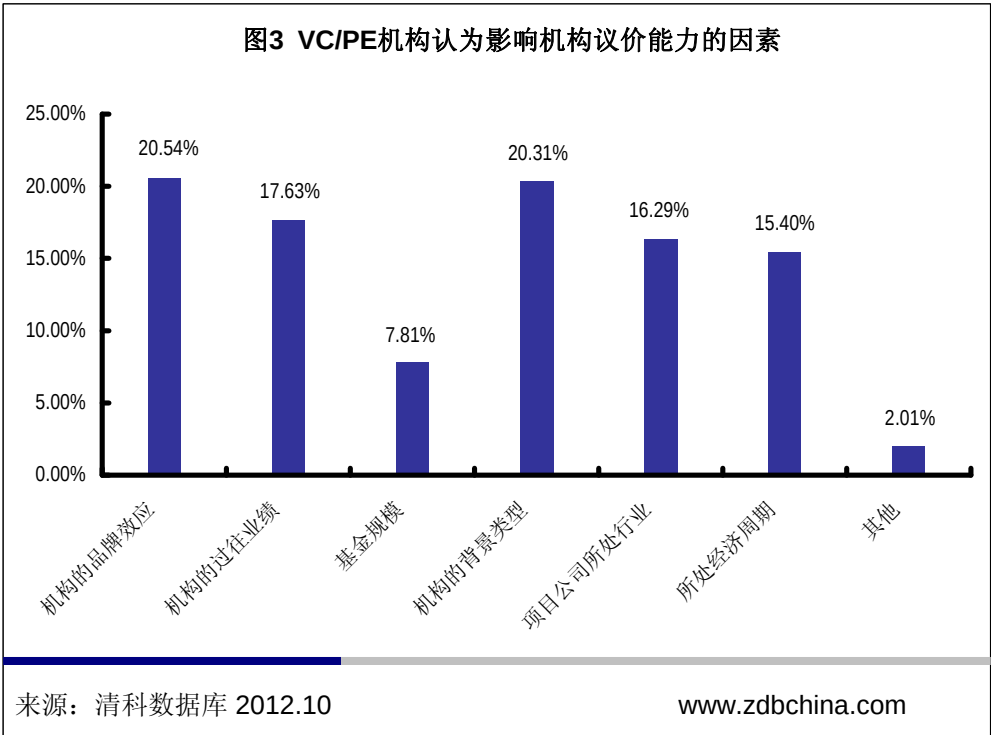
价能力，它的一级市场估值也很可能会高于二级市场。



另一方面，虽然两者具有显著的正相关性，但这并不能完全解释一级市场估值大于二级市场的行业分布，例如清洁技术行业的议价能力非常高（支持率第二，9.51%，图2），但并没有引发该行业一级市场估值高于二级市场（支持率第七，5.66%，图2）。因此需要综合考虑其他因素，才能更好地对不同行业的估值做出判断。清科研究中心认为主要有以下两个影响因素：

1) 在定价过程中 VC/PE 机构（买方）的议价能力对估值起着重要作用。不同背景类型的 VC/PE 机构，如国有背景机构，券商直投等，由于其所拥有的资源和渠道及其他增值服务都会形成一定的议价优势，

从而对项目公司的估值产生影响。本次调研显示，72%的机构认同定价过程中不同背景 VC/PE 机构存在不同的议价能力。此外，VC/PE 机构自身的品牌效应也会对 VC/PE 机构的议价能力产生显著影响（图 3）；



2) 即使二级市场估值较高，但机构仍看好行业前景。以生物医疗行业为例，清科数据库统计显示，15%的机构认为该项目公司议价能力较高，但仅 6%左右的机构认为该行业估值高于二级市场。根据中证指数数据，当前 A 股平均市盈率是在 13 倍左右而生物医疗行业是在 30 倍左右。但是较高估值并不一定代表该行业价格不合理，我们认为一方面，虽然卖方议价能力突出，但可能由于行业前景较为乐观，对于买方而言，价格仍在相对可接受范围内；另一方面，从 2012 年初至今，二级市场该行业市盈率一直较为平稳地维持在 30 倍左右，其余行业（除公用事业有所上涨）均有较明显下降（表 1），这说明市场认可医疗行业的价格区间。

表 1 二级市场行业静态市盈率 2011.6-2012.10

行业	2011-6-30	2011-12-30	2012-6-29	2012-10-12
能源	15.30	12.90	11.74	11.44
原材料	34.10	22.61	20.88	20.21
工业	23.76	16.97	16.01	14.60
可选消费	25.94	19.75	18.31	16.83
主要消费	42.46	36.38	29.38	28.28
医药卫生	36.91	30.25	29.97	29.98
金融地产	11.62	10.31	9.03	8.57
信息技术	47.44	37.02	33.94	32.42
电信业务	43.36	36.72	35.10	33.46
公用事业	23.71	20.03	24.11	22.49

来源：中证指数，清科数据库 2012.10

www.zdbchina.com



此外，针对上述一级市场估值高于二级市场的行业，近五成 PE 机构表示有意向通过定向增发投资对应行业企业。一方面，说明该类机构认为当前二级市场中该类企业估值已接近底部，从长期来看，增长潜力较大。另一方面，可能受制于投资协议限制，部分机构不能直接投资二级市场。根据清科数据库统计显示，2012 年前三季度 VC/PE 机构投资定向增发案例共 41 起，总投资金额达 25.81 亿美元。

清科研究中心认为 VC/PE 投资应从“粗放经营”逐渐转换到“精耕细作”，并同时关注一、二级市场。在一级市场里寻找优质早期项目进入；在二级市场寻找股价被低估的公司，通过定向增发进入。在经济调整期，耐心培养项目，待经济回暖再寻求更合理的退出方式。

关于清科研究中心

清科研究中心于 2001 年创立，是目前中国私募股权投资领域最专业权威的研究机构之一。研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。清科研究中心旗下产品品牌包括：研究报告、数据库、私募通、排名榜单，并为客户提供定制咨询服务。

关于清科集团

清科集团成立于 1999 年，是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构，主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务、直接投资及母基金管理。欲了解更多内容请访问<http://www.zero2ipogroup.com/>。

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_15794

