



警惕 Pre-IPO 潮

Pre-IPO 股权投资，收益相对可期，但是过去的骄人成绩并不能确保未来不亏损，它仍然属于 PE 投资，仍带有高风险的特质。

文 | 张志前

2017 年 2 月 10 日，中国证监会主席刘士余在监管工作会议表示，注册制既不要理想化也不要神秘化，务必理解制度，咬住牙关，保证质量好的公司能够及时上市，用两三年的时间解决 IPO 堰塞湖。

至此，IPO 审核加速，沉寂多年的 Pre-IPO

投资再度呈现火爆行情。

闸门重开之后

企业发展一般都要经历种子期、启动期、发展期、扩张期和成熟期等几个阶段。企业的成长壮大需要大量的资金投入，私募股权投资就瞄准

Pre-IPO 投资应注意的关键指标

指标	参考标准
所属行业	属于政策支持和鼓励发展的行业
盈利状况	申报期企业净利润不少于 3000 万元
成长性	预期未来三年复合增长率不低于 30%
资产规模	对所投入股权有较强的回购能力
合规性	无重大瑕疵，不存在上市的实质性障碍
上市进程	最好已进入上市辅导期，但不超过一年
申报时间	预期自投资之日起一年内申报 IPO
估值	市盈率在 15 倍以内
治理架构	有完善的公司治理结构和实际控制人
挂牌情况	新三板挂牌，优选进入创新层的企业

资料来源：根据公开资料整理

了企业成长阶段的这种需求。

它利用定向募集来的资金对非上市企业进行股权投资，然后通过企业上市、股权转让、被投资企业回购或者管理层回购等方式退出股权。

根据被投资企业发展阶段的划分，私募股权投资可分为创业风险投资（VC）、成长资本、并购资本、夹层投资、上市前投资（Pre-IPO）以及上市后私募投资。私募股权投资基金是金融领域技术含量最高、风险最大但收益最高的一种投融资方式，被称为“金融皇冠上的明珠”。

上市是私募股权投资退出的重要途径。Pre-IPO 是指投资于即将上市的公司股权，待公司上市之后再在二级市场进行出售。作为私募股权投资的一种，由于被投资公司上市相对可以预期，Pre-IPO 具有投资风险小、回收期短、回报稳健等特点。

我国的私募股权投资起步较晚，但发展迅速。在前几年股市火爆的情况下，很多人投资 Pre-IPO 项目挣得盆满钵满。在巨大的财富

效应诱导下，中国掀起了全民 PE 投资热潮。但随后股市的剧烈震荡导致证监会暂停 IPO 审批，Pre-IPO 的投资退出渠道被堵死，大批企业排队等候形成堰塞湖。2016 年以来，IPO 闸门重开，同时泄洪力度加快，IPO 审批进程大大加速。在退出渠道逐渐打通之后，市场又重新看好 Pre-IPO，掀起了新一轮的 Pre-IPO 投资热潮。

除却原来就做 Pre-IPO，后因 IPO 暂停而改做 VC（风险投资）或 PE（私募股权投资）的人民币基金重拾老本行以外，一些上市公司和大企业集团，商业银行和保险公司等金融机构，甚至传统上聚焦早期 VC 和成长期 PE 投资的机构也开始跟进，拿出一定规模的资金或者募集一个专门的基金来凑 Pre-IPO 的热闹。

新三板被誉为“上市种子库”。相比于非挂牌企业，新三板企业获准 IPO 的可能性更大，审核时间较短、程序也相对简单。随着 IPO 提速和新三板分层政策的出台，一些新三板 Pre-IPO 项目成为 Pre-IPO 投资者的优选对象。Wind 数据显示，按照 2016 年业绩统计，净利润超过 2000 万元的新三板挂牌公司共计 1984 家。目前已有 80 多家新三板企业 IPO 申请获证监会受理，同时公告接受 IPO 辅导的企业超过 400 家。由于越来越多的资金进入 Pre-IPO 市场，项目估值水平也是水涨船高。过去 Pre-IPO 项目的市盈率多在 10 倍以下，现在好的 Pre-IPO 市盈率已经超过 20 倍。

硬币的两面

但不是所有的 Pre-IPO 项目都是美酒一杯、蛋糕一块。Pre-IPO 项目投资更像是一枚硬币，有着利与弊的两面性。

从企业角度看，要想提高产品研发能力和技术改造，在尚没有上市且无法满足银行贷款条件的情况下，只能通过股权进行上市前融资。Pre-IPO 能够突破企业的信用、规模、赢利可能性和担保等方面的限制，吸引投资人投资。此外，一

些实力较强的投资基金或战略型的投资基金，还会为企业引入管理、客户、技术、上市服务等资源，以帮助企业建立规范的法人治理结构。

从资本市场的角度看，Pre-IPO 作为企业上市前最后一次融资，可以为企业上市树立良好的形象，为投资者起到示范作用。为了控制自己的投资风险，在投资 Pre-IPO 之前，投资机构会对企业的业务、法律、财务、管理团队、上市的可能性进行尽职调查。并且，Pre-IPO 投资者作为专业机构，具有强于普通投资者的行业分析与价值判断能力。因此，Pre-IPO 对普通投资者起到了“先吃螃蟹”的示范作用，被声誉良好的投资机构看中更是会提升企业的资本市场形象，这些都助于提升资本市场投资者的信心。

但是 Pre-IPO 投资也有弊端。不论是专业的 PE 基金还是其他机构投资者，投资 Pre-IPO 的主要目的都是获取企业上市前后的差价，其在进入企业时，对企业股份的估值要求往往低于企业股份在资本市场上的预期值。因此，市场寻租行为就难以避免，对企业经营情况和上市流程比较熟悉的投行，往往近水楼台先得月，成为企业 Pre-IPO 的主要投资者。券商“直投 + 保荐”的模式也被诟病涉嫌内幕交易。此外，Pre-IPO 的投资退出速度也会对企业股票价格产生很大影响，快速大体量的退出会引起股票价格大幅下跌，不利于企业未来的市场融资。

难改高风险本质

除却机构投资者，个人投资者也通过投资私募基金或是信托的方式参与这场 Pre-IPO 热潮。

诚然，Pre-IPO 股权投资，收益相对可期，但是过去的骄人成绩并不能确保未来不亏损。即使 Pre-IPO 投资风险相对较小，它也仍然属于 PE 投资，未来能否如期上市、上市后价格如何都存在很大的不确定性，近期市场上已经出现新股破发的现象。所以，Pre-IPO 热潮下，其风险

也应引起投资者高度重视。

首先，企业能否如期上市存在不确定性。市场现在普遍认为 IPO 将开闸放水，整体加速，企业只要有利润最终都会上市。实际上，虽然 IPO 开闸后放行的速度在加快，但排队企业数量也在增加，原本有意去新三板挂牌的企业也改道 IPO。换句话说，IPO 队列向前移动的速度在加快，但排队时长可能并没有太大改变。即便是 Pre-IPO 项目，从投进到退出，很可能也需要 3~4 年的时间，在这不短的时间里，监管政策也存在很大的不确定性。

其次，企业未来的经营状况存在不确定性。在整个产业转型升级的大背景下，企业未来营收不再是一个可预见的、可控的、程序化过程，尤其是一些新兴行业里的企业，不确定性更大。在等待审批上市的过程中，企业的经营状况很可能不及预期，“报喜不报忧”的企业并不少见。同时也要谨防企业借 IPO 炒作来融资，它可能并不具备上市的条件，所谓的 Pre-IPO 很可能是 Pre Pre-IPO。

再次，企业上市后价格存在不确定性。我国资本市场上有“打新传统”，在行情低迷期，新股更容易受到市场的追捧，因为投资者潜意识里认为“企业上市身价即上涨”，但这很可能只是投资者的一厢情愿。近年来，我国 A 股市场的估值水平正在不断走低，出现了明显的两极分化，同一行业，龙头企业和一般企业的估值可能会差几倍。好企业的市盈率可以是 100 倍以上，但市场不看好企业的市盈率可能只有十几倍。未来注册制是方向，上市公司的稀缺性将会大大降低，企业上市前后的价格也会逐步缩小。Pre-IPO 投资者可能只会看到纸上富贵，真正能兑现的会少之又少。

所以投资者必须要在热潮中留理智，投资有风险，Pre-IPO 也一样，在看到它亮眼收益的同时，也要看到其潜在的隐患。□

（作者系中国建投投资研究院高级研究员）

不论是专业的 PE 基金还是其他机构投资者，投资 Pre-IPO 的主要目的都是获取企业上市前后的差价，其在进入企业时，对企业股份的估值要求往往低于企业股份在资本市场上的预期值。