



中国私募股权市场 2017 年 回顾与普通合伙人的八大能力 建设建议



作者：叶远扬, Oliver Ramsbottom, Ivo Naumann, Bharath Aiyer
Sacha, Debanwita Roy, Kiteny Chen

在中国经济持续扩张的背后，私募市场募资经历了大幅的增长。2016 年，私募股权投资公司在新的基金中募集到了创纪录的 1260 亿美元，几乎是 2012 年 450 亿美元的三倍，2017 年的募资有所回落，但也达到了 860 亿美元之多。投资者把这些基金投入到了新的交易中：他们部署的资金量从 2012 年的 120 亿美元猛增至 2017 年的 590 亿美元。

直到现在，中国的私募股权投资者还遵循着新兴市场的玩法来创造回报：在高增长领域中找准投资目标，部署大量资本，然后坐等“宏观经济的上升浪潮推高所有船只”。

然而，随着宏观经济增长的放缓，普通合伙人不能再依赖于宏观趋势推动带来的回报。尤其是现在，有限合伙人在对宏观经济趋势更敏感的流动资产类别上有了更多的选择，并且越来越多地开始和普通合伙人进行联合投资。

此外，并购基金的增多也将迫使普通合伙人更加关注标的公司的转型计划，以创造预期的回报，让其有资格收取高额的管理费。然而，一些中国的普通合伙人缺乏此类运营经验。并且，许多投资者都是新手，还未经历过一个完整的投资周期，缺乏在长期低迷的情况下管理投资组合公司的经验。而在中国投资风向也正从一级市场转向二级市场，普通合伙人也通常从另一普通合伙人处接手资产。但从此类交易中获取收益更为困难，因

为触手可及的果实已被摘取殆尽，这些“第二波投资者”必须付出更多的努力，跳得更高才能触碰到挂在高处的果实。

因此，普通合伙人为了能够交付投资者预期的回报，需要进一步加强其交易机会挖掘能力，扩大尽职调查范围，采取更具实操性的运营方法从交易中获得价值，还要调整风险偏好以适应种类更多的潜在交易。

这些变化要求中国的普通合伙人们彻底改变运营方式，只做表面功夫是不够的。中国波谲云诡的投资环境持续演进，并非所有普通合伙人都能适应。一些将被迫接受低于平均水平的回报，而另一些将逐渐在时代的变化中被淘汰出局。

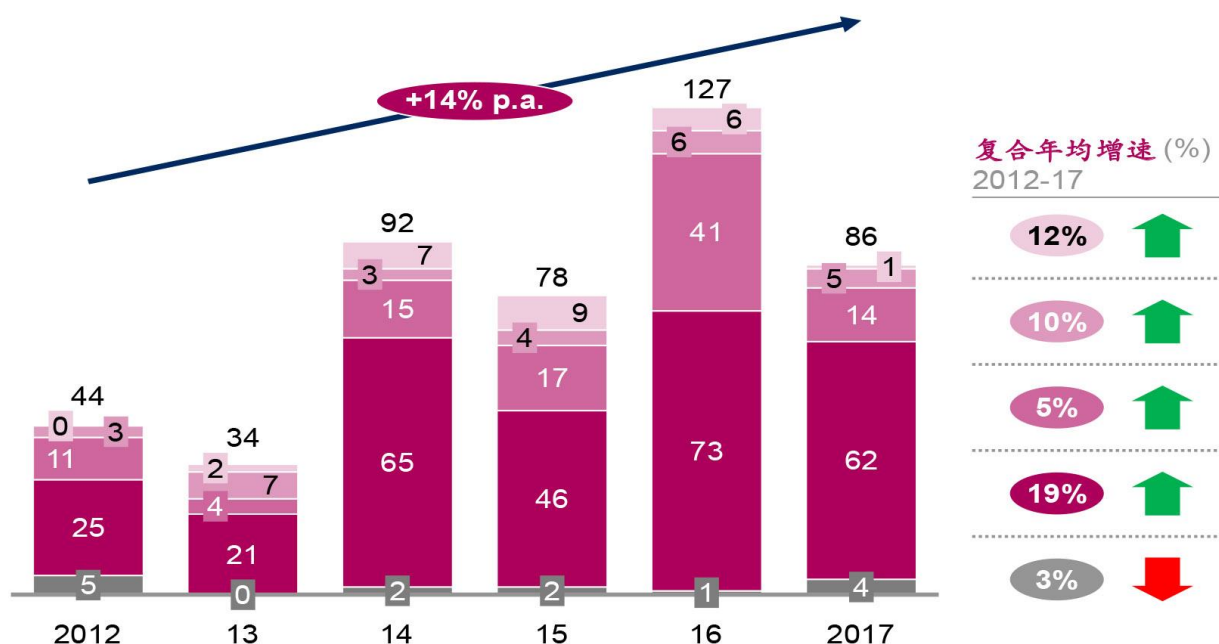
轻松赚取快钱回报

中国的私募市场已经成为全球投资者们竞相追逐的资产类别，原因有三：中国私募市场持续创造强劲回报；投资者在全球投资组合多元化方面的需求；以及具备一定规模的另类资产投资中鲜有相对风险而言收益如此之高的资产类别。因此，针对中国市场的基金募集到的资金实现了稳步增长，从 2012 年的 450 亿美元增至了 2017 年的 860 亿美元，在 2016 年的周期性峰值 1260 亿美元基础上有所下降（年均复合增长率为 14%）（见图 1）。

图1. 中国私募市场资金募集情况¹

十亿美元

基础设施 风投 其他
房地产 私募



¹ 包括中国各家基金管理公司募集的所有全封闭/短期封闭基金以及其他以亚太地区为重心的基金公司募集资金的40% (中国为重点地区之一)

注：中国包括中国（大陆）、中国香港和中国台湾

私募包括并购基金、成长型基金、混合型基金、平衡型基金、二级市场基金、重振资本、共同投资基金；风投包括早期、初创、种子、扩张/后期基金；房地产包括非上市房地产、房地产共同投资、房地产二级市场基金；基础设施包括非上市基础设施、基础设施二级市场基金；其他包括减值债务、特殊情况、风险债、夹层基金

资料来源：Preqin

尽管投资者积聚了大量待投资金，但当前承诺了的资金来源仅能支持未来 2.1 年的投资，而这一数字在 2012 年为 3.7 年，反映出交易投资额的增长。

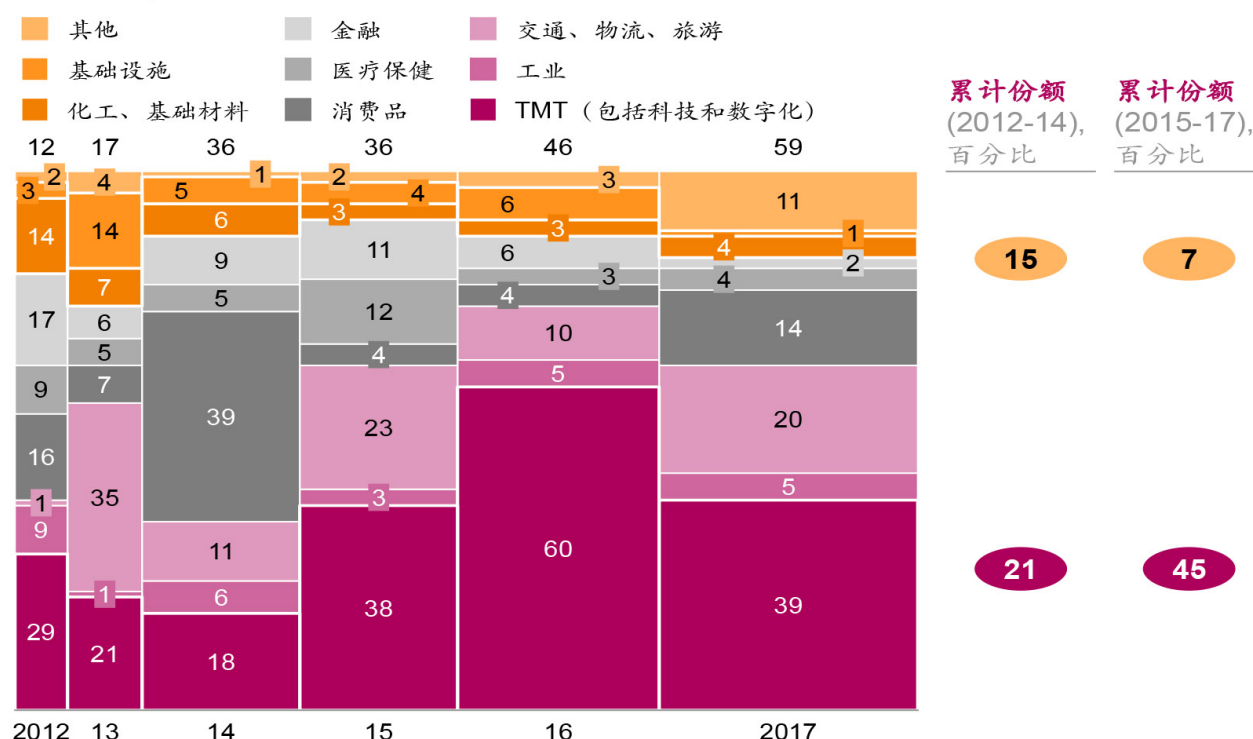
普通合伙人已经优化了其投资战略以产出 beta，投注于那些直接受益于中国宏观经济增长和国内消费增加的行业。在总的流入资金中，快速增长的行业（如技术和数字相关的行业）的占比也呈现上升趋势，从 2012-2014 年的 21% 增至了 2015-2017 年的 45%。

相应地，采矿、能源和基础设施等增速较慢的资本密集型行业所占部署资金的份额则从 2012-2014 年的 15% 下跌至了 2015-2017 年的 7%

(见图 2)。

图2. 中国私募股权市场资金配置，按行业切分

十亿美元，百分比

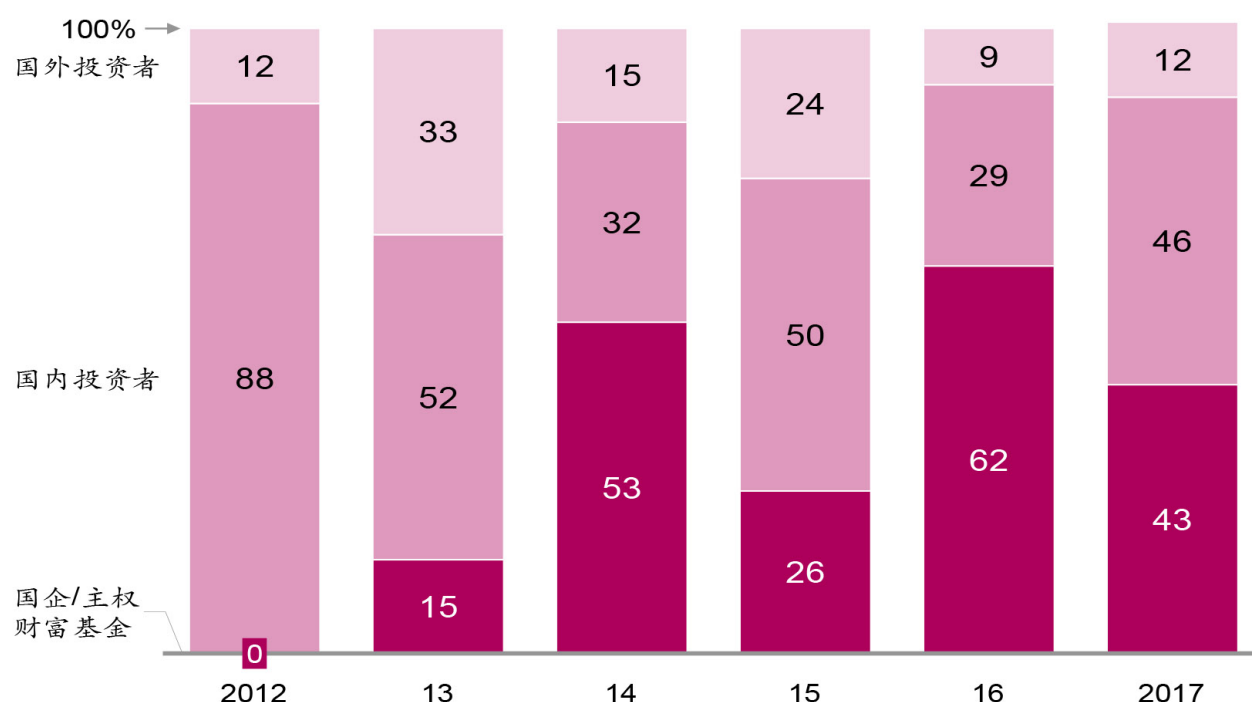


注：中国包括中国（大陆）、中国香港和中国台湾。私募股权投资包括并购、扩张、夹层/IPO前基金、重振资本
资料来源：亚洲创业基金期刊

同期，大型国内投资者为了实现战略或政策目标，开始大量部署以美元和人民币计价的基金，进一步刺激了市场（见图 3）——这些基金的使命是将资金直接投向由政府设立的优先发展项目领域，这些项目是政府宏观政策目标的一个部分，其中包括“一带一路”倡议中所描绘的愿景。

图3. 针对中国市场的募资额大于10亿美元的私募基金¹，按投资者类型切分

百分比



¹包括中国各家基金管理公司募集的所有全封闭/短期封闭基金以及其他以亚太地区为重心的基金公司募集资金的40%（中国为重点地区之一）

.注：中国包括中国（大陆）、中国香港和中国台湾

私募包括并购基金、成长型基金、混合型基金、平衡型基金、二级市场基金、重振资本、共同投资基金

资料来源：Preqin

那么这一阶段的融资为何规模如此庞大呢？首先，中国过去 10 年年均 6-7% 的经济增长是最显而易见的根本原因。普通合伙人只需要投资于正确的行业，即科技和消费者等快速增长的板块，保持耐心，找准机会套利退出即可。

Cambridge Associates 对亚太地区（其中中国的权重约占 46%，见图 4）私募市场内部收益率的分析表明，扣除管理费、支出和附带权益后的内部收益率始终高于 10%（回报周期从 1 年至 25 年不等）。这些回报主要来源于在新兴市场中普遍较高的 Beta 收益，目前足以让普通合伙人满足有限合伙人的回报预期，并支撑普通合伙人收取的高额费用（含管理费

和附带权益)。

图4. 亚太新兴市场私募及风投

混合投资期内部收益率 (IRR)，扣除管理费、花销和附带权益后净额 (%)

1年	3年	5年	10年	15年	20年	25年
20.25	13.07	15.77	11.76	14.04	12.14	11.79

资料来源：康桥汇世

这些回报与公开市场产生的回报形成了鲜明的对比。尽管监管壁垒和股市波动为外资基金投资于中国公开市场造成了挑战，但中国公开市场的最大问题在于股东回报未能充分反映公司创造的价值或真实业绩，这一点在中国 MSCI 指数的总收益中得到体现（见图 5）。这就让更多资金被分配到了流动性更低的私募市场，风险调整后收益更高，透明度更高，且波动性更低。普通合伙人要做的就是找到方法刺激收益。

图5. 指数表现 – 总收益

百分比 (2018年4月30日)

	年化						
	1个月	3个月	1年	年初至今	3年	5年	10年
MSCI 中国	-0.02	-9.50	35.51	1.80	5.17	11.33	4.68
							1992年12月21日起

资料来源: MSCI中国指数

新的挑战

随着中国经济趋于成熟, 我们预计投资环境将不断演化, 变得更具挑战性。

现金储备和公开市场估值均达历史新高

在 2017 年第三季度, 新的融资及过去融资中的待投资金达到了惊人

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_33748

