

清科观察：展望下半年 VC 市场 创投产业链发力“前端投资后端增值”

2013-8-15 清科研究中心 罗玉

上半年，中国创投市场延续着去年以来的下滑趋势，在宏观经济不景气和 VC 行业内部调整的双重影响下，创投市场募资、投资、退出表现差强人意。展望下半年中国创投市场，募资方面，随着经济回暖，退出渠道进一步打开，募资市场也将逐步复苏；投资方面，机构仍将保持谨慎态度，投资行业聚焦经济转型升级所带来的改革红利；退出方面，IPO 有望在不久之后迎来重启，VC 上市退出渠道或将恢复正常，退出市场将迎来新机；投后管理方面，创投机构将更加专注于存量项目的管理，投资产业链重心着力于前端早期投资，后端增值服务。

LP 信心逐渐恢复 募资市场将渐趋回暖

2013 年二季度，中国创投市场新募基金 21 支，募资总额 9.36 亿美元，同比分别下滑 68.2% 和 45.8%。在退出渠道多元化尚未成势的环境下，A 股市场第八次 IPO 停滞对存量基金表现形成阻碍。对于中国 VC 募资市场最重要组成部分的富有家族及个人 LP 而言，由于其相对于机构投资者，投资心态的成熟度较低，更加追求短期超额回报，VC 退出环节受阻使得 LP 降低基金整体回报预期，LP 市场的信心严重缺失，存量 VC 基金后续资金到位、新设立基金募集存在压力。

展望未来创投募资市场，在境内外 IPO 回暖的预期之下，LP 信心将逐渐恢复，但仍需要一段时间。短期创投市场募资将不会很快恢复到 2011 年的市场高点，但募资市场逐渐回暖会是下半年整体基调。此外，7 月 25 日，国家发改委公布了《关于加强小微企业融资服务支持小微企业发展的指导意见》，《指导意见》表示：支持符合条件的创业投资企业、股权投资企业、产业投资基金（以下统称“PE 基金”）发行企业债券，专项用于投资小微企业；支持符合条件的“PE 基金”的股东或有限合伙人发行企业债券，扩大“PE 基金”资本规模。《指导意见》的推出意味着“PE 基金”发行企业债将正式开放，这对于提升基金的杠杆水平，拓宽了“PE 基金”资金来源无疑是利好消息。由于具体配套细则尚未出台，对于市场实际影响还有待观望。

投资机构将保持谨慎态度 投资行业聚焦转型升级中的改革红利

2013 年二季度，中国创投市场共投资 171 起，投资总额 8.69 亿美元，同比分别下滑 41.8% 和 55.6%。一方面，创投市场资金从 2011 年开始收紧，募资不畅对投资活动形成了直接抑制；其次，在宏观经济环境的弱复苏局面的系统风险下，投资机构从策略上逐步放缓投资。清科研究中心预期，下半年创投市场投资在募资回暖带动下，也将会逐步变得活跃，但在投资规模上不会出现大幅度上升，投资机构依然保持相对谨慎的态度。

投资行业方面，经济转型升级中的中国，投资机会广泛存在，如与大消费紧密相关的消费服务、互联网投资机会；节能降耗带来的节能环保投资机会；产业升级带来的高端装备制造业投资机会，以及城镇化带来的基础建设、医疗、教育、物联网、云计算投资机会将是未来的投资重点。

IPO 有望迎来重启 VC 退出渠道将恢复正常

自 2012 年 11 月“浙江世宝”上市以来，截至 7 月底，境内新股发行已经历了长达 9 个月的停滞期。2013 年年初，证监会为杜绝造假上市现象、切实保护投资人利益，对排队的拟上市企业展开了严格的财务核查，根据清科研究中心统计，截至 6 月 27 日，2013 年终止审查企业已达 269 家。6 月 7 日，证监会发布了《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见，此次征求意见稿的重点主要集中在推进市场化发行机制、市场化定价、改革新股配售方式、强化对相关责任主体的市场约束以及加大监管执法力度五大方面，这也是继 2012 年 4 月证监会深化新股发行体制改革后又将迎来的一次改革举措。清科研究中心认为，此轮新股发行体制改革实施之后，IPO 将有望重启，83 家已过会企业也将优先上市。

2013 年上半年由于境内新股发行审核停滞，VC/PE 机构境内 IPO 退出渠道关闭。海外市场方面，虽然一季度有 7 家中国企业海外上市，但并无 VC/PE 机构支持；二季度海外上市的 6 家企业中，“中国银河”、“兰亭集势”、“和谐汽车”和“英达公路再生科技”四家企业背后的 VC/PE 投资机构顺利实现退出，平均账面投资回报 2.59 倍。鉴于三季度新股发行制度改革后境内 IPO 有望重启，因此 VC/PE 机构的境内 IPO 退出之路届时将恢复正常，相关数据将有望回升，投资回报水平也会较二季度有所提高。

从其他退出方式来看，并购和新三板将在未来的退出领域扮演至关重要的角色。

并购：2013 年上半年，并购退出首次超越 IPO，成为创投最主要的退出方式。尽管并购退出回报率相对于 IPO 较低，但是由于并购退出时间短，操作较为便捷，在当前面对退出压力之时，逐渐获得机构青睐。目前 IPO 即将重启，但是 600 余家排队企业仍需要至少 1-2 年消化，对于即将到期的基金将会优先争取并购退出，寻求资金快速回笼。而从政策方面来看，新任政府着力于国家经济结构转型背景下的战略调整，鼓励通过并购提高行业集中度与竞争力，相关政策陆续出台，为我国并购活跃度提供了制度性支持。短期来看，并购仍将作为创投机构的一条重要退出渠道帮助释放积累的项目退出压力。

新三板：新三板扩容以来，挂牌企业数量猛增。不少企业积极备战新三板，地方政府也在大力推动企业新三板挂牌，目前全国约 30 个高新区推出了新三板挂牌优惠政策，包括财政直接补贴、返税等优惠办法。其中财政补贴少则 40 万元，最高突破 300 万元。从目前新三板发展情况来看，未来一段时间将具有爆发性的增长空间，新三板在流动性充足的情况下，对于专注中小高新技术企业的创业投资机构，提供了一个重要的投资退出渠道。

VC/PE 行业群雄逐鹿 投后管理将持续获得机构更多关注

始自去年下半年以来的创投退出难题，虽对基金回报产生重大打击，但在客观上也有效加速了行业的调整步伐，对于 VC 行业去杠杆、投资回归理性而言起到一定作用。创投机构已逐渐远离过去依赖股改红



利所带来的巨大一二级市场差价，深耕细作于企业内生性增长带来的资本增值。优质的 VC 机构不再满足于纯财务投资者的角色，注重被投资企业商业模式的改进以及全运营环节的提升，构建可持续的竞争力。

长期而言，随着资本市场改革的深化和放开，VC/PE 行业逐渐引入新的竞争者，银行、险资、信托、券商等机构将逐步借道资管概念和相关通道涉及 VC/PE，传统 VC/PE 机构在 Pre-IPO 项目源争抢上，无论是资金量还是操作经验都显劣势。选择正确的发展策略以强化自身竞争力，成为各路机构在新时代得以生存并获得发展的不二法门。优秀的机构将逐渐把投资阶段前移，尽量回归价值创造者的身份。随着投资项目存量的积累，对于机构投后提供增值服务能力的要求也越来越高。未来，机构在探索新的增值服务模式、尝试同其他第三方合作提供投后管理方面将会出现更多创新。

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_15532

