

清科观察：拓宽渠道谋退出 下半年 VC/PE 逆境中求生存

2012-8-10 清科研究中心

随着中国经济持续稳定高速增长，以及中国创业投资暨私募股权投资市场的政策环境不断建立健全，中国 VC/PE 市场在过去的十余年中也持续快速增长。然而，由于缺乏相应监管，该行业也可谓是经历了“野蛮生长”阶段。对利益的追逐使一些机构盲目扩张，项目之争硝烟弥漫，竞争的剧烈推高了一、二级市场估值，行业环境逐步恶化。另外，自去年起，在欧债危机影响下，全球经济步入下行通道，境内外资本市场萎靡不振，VC/PE 机构投资回报也大幅缩水。

值此之际，清科研究中心推出了《2004-2012 中国创业投资暨私募股权投资回报专题研究报告》。本报告运用大量详实的第一手数据对 2004 年至 2012 年中国创业投资暨私募股权投资机构通过 IPO、并购、股权转让及管理层回购方式退出的状况进行了比较与分析，并特别针对 2009 年 IPO 重启后至 2012 年一季度中国创业投资暨私募股权投资机构通过 IPO 方式退出的实际回报情况进行了较为详细的统计、分析与总结；同时，还对股权投资市场未来的退出方式及回报水平进行了展望与预测。

一、“IPO 为上”观念转变，多元化退出方式受青睐

据清科研究中心最新统计，2012 年上半年，中国创业投资及私募股权投资市场共发生 212 笔退出交易。其中，VC/PE 支持 IPO 的上市企业有 67 家，涉及 IPO 退出交易 174 笔，虽然 IPO 依然是主要退出方式，但占比已较以往出现下滑；股权转让退出有 16 笔，并购退出 10 笔，管理层回购 6 笔，清算退出 1 笔，4 笔其他方式的退出，另有一笔退出未披露具体的退出方式。从数据不难看出，在当前资本市场萧条、一二级市场价差缩小甚至倒挂、回报大幅缩水的情况下，VC/PE 机构已转变了“首选 IPO”的观念，正逐步寻求多样化的退出方式，以并购、股权转让为代表的退出方式也成为机构退出的重要选择。

清科研究中心认为，下半年会有更多基金选择通过股权转让和并购方式退出，多元化退出方式是市场发展的必然趋势。因为从当前资本市场环境来看，境内 IPO 审核越发严格，且等待周期较长，二级市场持续疲软，回报不尽人意，海外方面投资者何时恢复对中概股的信心还不能确定，VC/PE 通过 IPO 方式退出阻力不言而喻。在此背景下，考虑时间成本、选择见好就收、以其他方式提早退出、返还投资人收益便成了 VC/PE 机构不得不慎重考虑的问题。

二、VC/PE 退出回报大幅缩水，下半年难言太大突破

据清科研究中心最新数据显示，2012 年上半年 67 家 VC/PE 支持的上市企业仅为其背后的 174 支 VC/PE 投资基金带来 5.27 倍的平均账面投资回报，较去年同期剔除“华锐风电”极值后 8.15 倍的账面回报下浮 35.3%。境内上市的企业为 VC/PE 带来平均账面投资回报为 5.55 倍，其中，深圳中小板平均账面投资回报为 6.38 倍，深圳创业板和上海主板分别为投资者带来 5.79 倍和 2.52 倍的投资回报。海外方面，上市的企业为投资者带来的平均账面投资回报为 1.48 倍。

受严峻的国际经济环境持续影响，境内资本市场也遭遇“寒流”。为严打“炒新”、平抑“三高”，证



监会针对新股发行以及退市制度陆续出台多项改革政策，上半年部分改革举措效应逐步显现，A股市场市盈率大幅下滑，在一级市场投资成本高企的环境下，发行P/E的大幅下滑使得一、二级市场价差缩小乃至倒挂。上半年VC/PE最高回报也仅为80.09倍，往年动辄上百倍回报的情况已经一去不复返，回报大幅缩水，VC/PE通过IPO方式退出积极性严重受挫。清科研究中心认为，在国际经济环境依然充满诸多不确定因素的下半年，即使国内经济在国家宏观调控下能够触底反弹，但股权投资行业快速洗牌，VC/PE机构回报或较上半年有略微涨幅，但也难言太大突破。

三、境内退出集中，中概股前景令人堪忧

从退出市场方面来看，2012年上半年，67家VC/PE支持的境内外上市企业中，境内市场有60家，占比89.6%；由于中概股信任危机依旧悬而未决，境外市场仅有7家，美国证券市场仅“唯品会”一家企业上市，且上市首日便遭破发。越来越多的外资开始设立人民币基金，外资机构开始将国内资本市场作为其投资项目退出渠道的重要选择。

2012年下半年，境内市场退出的龙头地位依然难以动摇，多数VC/PE机构仍会选择境内市场退出。伴随着证监会积极构建多层次资本市场、完善与规范全国场外交易市场的种种举措的实施，我们相信下半年将有更多VC/PE机构会将场外市场纳入其退出渠道之中。

四、一级市场估值“泡沫化”，PE投资前移拉长投资周期

近年来国内VC/PE机构竞争日益激烈，不少PE机构为了赚快钱，甚至放弃了对企业的尽职调查就盲目投资，使股权投资行业普遍存在“重投资、轻发展，重短期见效、轻长远战略，重晚期、轻早期，重规模、轻服务。”的问题。正是这种只谋求短期获利的行为使一级市场上成熟期项目的估值出现泡沫化趋势，再加上二级市场行情回落导致退出不畅，迫使不少PE机构开始改变战略，开始投资前移，由低技术转向高技术，从低附加值转向高附加值。

在PE机构投资阶段前移的过程中，投资至减持获利退出的周期也将被延长。据清科研究中心统计，2009年IPO重启后至2012年一季度PE机构的平均投资周期为4.11年，在PE机构“投资前移”的新战略下，此周期也将被进一步拉长。

五、基金存续期陆续结束，VC/PE密集减持获利退出

2009年IPO重启至2012年一季度减持的VC/PE机构，其投资时间大部分分布在2006-2008年，而中国境内VC/PE基金存续期多为“5+2”，因此，这些VC/PE基金的运作周期自2011年开始将陆续结束，VC/PE机构也将纷纷减持退出以偿还投资人收益。

2011年下半年，股市一路震荡下行，为规避风险、减小股市下跌对收益的冲击，VC/PE机构对其所投资企业持股进行了密集的减持。2012年上半年中国A股市场先扬后抑，整体呈现出“M”型走势，尽管期间展开去年以来最大的一次反弹，但力度有限，VC/PE机构也纷纷把握时机减持套现。目前央行连续调准降息，通胀水平进一步回落，刺激政策频频释放，资金面呈现宽松格局，预计下半年A股市场将在颠簸中



前行。另外，下半年支持企业 IPO 的 VC/PE 机构将有 3.48 亿股面临解禁，伴随着基金运作周期的陆续结束，更多 VC/PE 机构将会加入减持套现的大军中。

关于清科

[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、投资银行服务及直接投资。

服务介绍：

[清科研究中心](#)于 2001 年创立，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。目前，清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品[清科数据库](#)（Zdatabase）是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库，为众多有限合伙人、VC/PE 投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

[清科互动](#)平台是目前国内影响力最大的投资人及企业家交流平台，每年参会人数总和逾万人次，拥有国内最强的投资人关系网络。旗下会议论坛品牌包括中国创业投资暨私募股权投资论坛、中国有限合伙人峰会、中国高成长企业家峰会及创业投资俱乐部。

[清科资本](#)是清科集团旗下的投资银行业务，为中国高成长企业提供全方位融资、并购和重组方案，每年协助 20 多家企业完成资金募集和并购，交易金额超过 2 亿美元。行业涵盖互联网、通信、教育、健康医疗、消费、零售及服务业等方面。

[清科创投](#)是清科集团于 2006 年募集成立的创业投资基金，专注于投资具有高增长潜质的中国企业，主要采取联合投资的方式和国内外著名创投机构投资于中后期企业，以领投或联合领投的方式投资于早期的创业企业。

[清科投资](#)是清科集团旗下专注于母基金(FoF)的管理平台，是一支专注投资中国市场上优秀的创业投资（VC）和私募股权基金（PE）基金的母基金。

[清科网](#)是清科集团旗下诞生的中国私募股权投资行业门户网站，以强大的投资人关系网络为基础，致力于

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_15868

