

清科观察：VC/PE 并购退出尚待启动 历年平均回报倍数约 4 倍

2011-11-22 清科研究中心 朱毅捷

受中国企业海外上市环境恶化及境内 A 股长期低迷的影响，VC/PE 机构退出渠道逐步收窄，IPO 退出账面回报持续下滑，自此并购退出越来越受到 VC/PE 机构的关注，并有望成为未来主流退出方式之一。在此背景下，清科研究中心推出《2012 年中国 VC/PE 并购退出专题研究报告》，本报告通过对相关历史数据的研究，同时结合国外前沿的学术讨论，加以归纳整合后做出详细的分析，并就并购退出操作的细节问题提出建议。希望本报告从并购退出的现状、发展、回报分析以及回报相关影响因素四个方面，对 VC/PE 机构的并购退出活动提供一定的参考。

VC/PE 退出活动整体受阻 并购退出或成今后主力方式

根据清科研究中心统计数据显示，从 2004 年至 2012 年上半年，VC/PE 的年度退出案例数已从 90 笔上升到 2010 年巅峰时的 600 笔，完成了“翻了几番”的飞跃。近九年的时间里，只有在发生全球性金融危机的 2008 年和遭遇转型瓶颈的 2011 年才出现了退出案例的下降。但是相比这些系统性风险导致的下降，2007、2009、2010 这三年的“退出盛宴”则更是能令我们眼前一亮。这三年里，每年退出案例数的增长都超过了 100%。而正是这些退出案例所带来的丰厚回报，吸引了各路资本的目光，从而造就了这些年的“全民 PE”时代。虽然今年以来，实体经济整体上面临较大下行压力，VC/PE 行业也因此募投退各方面都呈现举步维艰的萧瑟，但是清科研究中心认为，在中国经济长期保持 8% 增速的背景下，VC/PE 行业还存在巨大的发展空间。

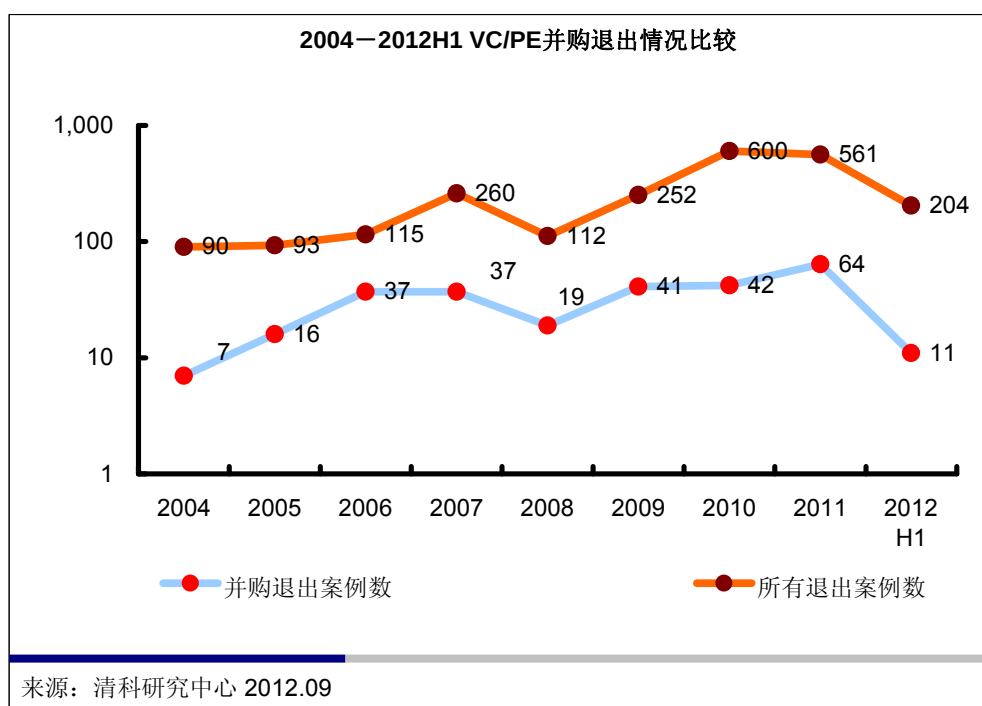
表 1 2004-2012H1 VC/PE 并购退出情况比较

年份	并购退出案例数	所有退出案例数	并购退出占比
2004	7	90	7.8%
2005	16	93	17.2%
2006	37	115	32.2%
2007	37	260	14.2%
2008	19	112	17.0%
2009	41	252	16.3%
2010	42	600	7.0%
2011	64	561	11.4%
2012 H1	11	204	5.4%
合计	274	2287	12.0%

来源：清科研究中心 2012.09

www.zdbchina.com

图 1 2004-2012H1 VC/PE 并购退出情况比较

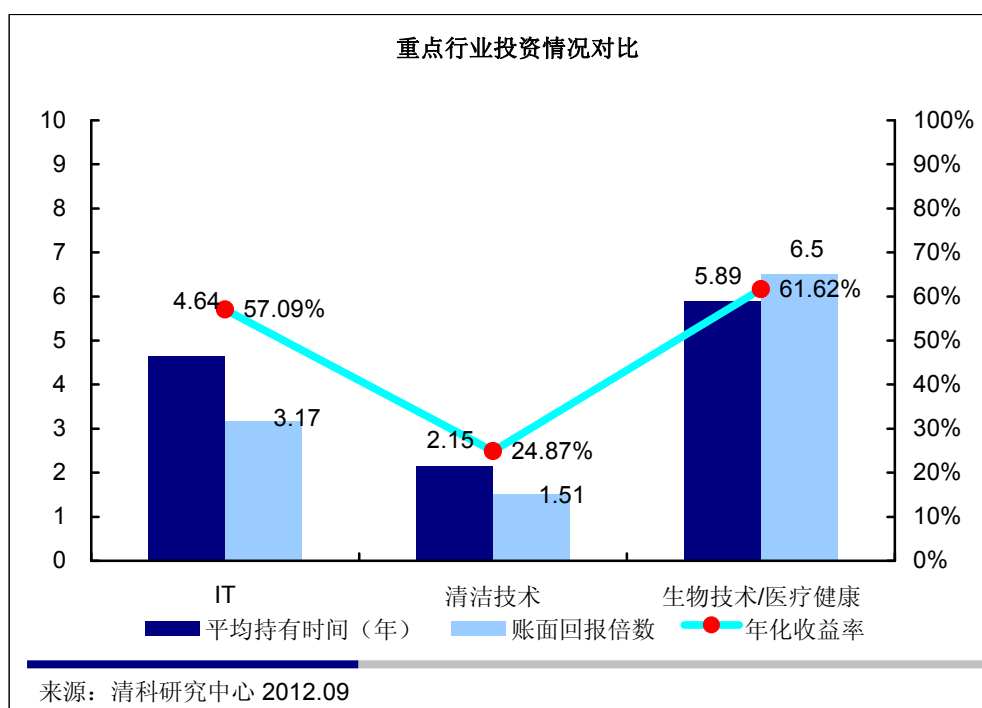


如图 1 所示，这些年 VC/PE 退出案例的数量有增长有回落，而作为其中较为重要的退出方式，“并购退出”的发展却没有太大的亮点：它的发展与 VC/PE 市场整体退出趋势相似，从长期来看均呈上升趋势；2007、2010 两年，退出案例数整体呈现了超强的增长，而并购退出却几无增量，并导致了其在全部退出方式中占比的下降；与成熟市场相比，国内 VC/PE 市场的“并购退出”仍然处于发展的初级阶段。虽然这两年 VC/PE 的行业环境受宏观形势下行拖累，但是在待退出案例的大量增加、IPO 机会有限和产业整合契机来临的大背景下，并购退出在未来一段时间内仍可能迎来快速而长远的发展。

并购退出的平均回报适中 生物医疗行业回报最优

总体而言，并购退出的平均回报适中。在中国 VC/PE 市场上，并购退出的回报倍数大多集中于 1.5-4 倍之间。研究样本中的 18 个行业所产生的平均回报为 4 倍，这个水平相对于 IPO 退出 7 倍左右的账面回报而言，自然略显逊色。但是准确衡量一项投资是否成功，不仅需要了解其回报倍数，同时也要结合该投资的持续时间进行年化收益率的计算。清科研究中心从研究样本中筛选出了占比最高的三个行业——IT、清洁技术和生物技术/医疗健康，并对其数据进行了进一步的计算和分析。

图 2 2004-2012H1 不同并购方并购退出回报比较



如图 2 所示，IT、清洁技术和生物技术/医疗健康三个行业表现出了不同的投资和回报特点：

IT作为并购退出研究样本中占比最高的行业，其平均的投资持有时间为 **4.64** 年，回报倍数和年化收益率分别为 **3.17** 和 **57.1%**，所有数据在以上三个行业中都处于中间位置。IT行业中的部分企业有着较强的技术优势，但是受到市场发展、企业战略等内外因的限制，这些企业往往需要较长的时间才能够完成从技术优势到营业利润的转换。因此，VC/PE机构在持有此类企业时，常需要被动的等待较长的时间，才能够找到合适的机会退出。这也就在整体上拉高了IT业投资的平均持有时间。此外，研究样本的另一个特征是两级分化明显：好的投资项目持有周期短而回报倍数高，因此经计算的年化收益率很高；较不理想的项目持有周期长，回报倍数也低，进而使年化收益率更低。总体而言，个别项目极高的年化收益率拉升了行业的平均水平，因此本研究中IT行业 **57.1%**的年化收益率应较其真实水平略高。不过这个数字也比较合理的反映了IT行业在过去的十多年所表现出的高增长性。

清洁技术行业的三项数值都很低。平均而言，其并购退出案例的持有时间为 **2.15** 年，拥有 **1.51** 倍回报和 **24.9%**的年化收益率。清洁技术行业同样具有科技含量高，技术向盈利的转换时间长等特点，这点较之IT行业更为明显。以新能源汽车为例，各大汽车厂商在燃料电池、生物柴油等领域的研究远超十年，但是受制于技术的成熟性、使用成本和基建设备普及度等因素，仍不能将其研究成果大范围的投入应用并获得与之投入相符的回报。由此可知，投资人若按照投资并等待业绩大幅增长再退出的策略进行操作，将使清洁技术行业的平均投资周期较长，而这恰与此研究的样本结果相反。针对此点，清科研究中心认为其相关原因是：投资人对该行业的长回报周期有较强的预期。因此当被投企业在较短时间内并未提升其盈利能力或是拥有强劲的增长，投资人为了避免资金长期陷于该项目，会选择弱化对回报的要求并把握一切短期



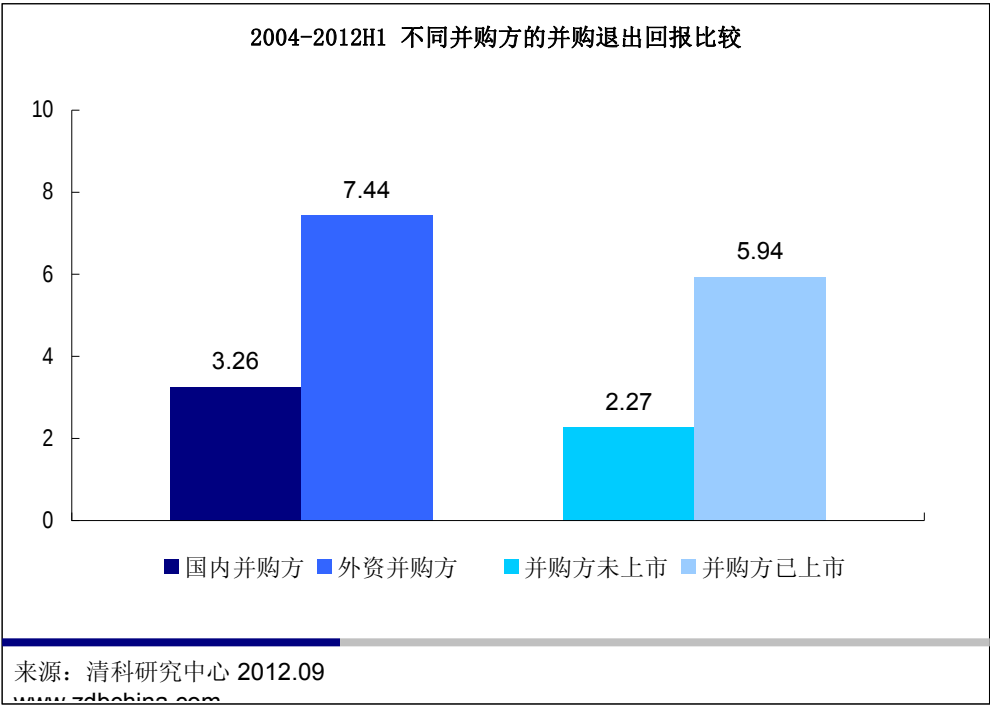
内退出的机会。而这个解释也在一定程度上说明了为什么清洁技术的并购退出回报明显较其他行业偏低。

生物技术/医疗健康行业从数值上表现出长周期、高回报的特点。相关的并购退出案例平均持有 5.89 年，得到 6.5 倍的回报和 61.6% 的年化收益率。其长周期的特点主要源于行业内技术型企业较多，而此类公司大多研发周期长，同时将技术商业化的时间也较长，因此投资人需等待很长的时间才会得到较好的退出机会。与此同时，技术优势形成了较强的竞争壁垒，并为该行业提供了良好的利润水平。再结合行业发展速度快的特征，整体而言，生物技术/医疗健康领域内的投资将获得较高的回报

并购方不同退出回报差异巨大，外资与上市公司可提供较高回报

同样的资产，不同的投资人会有不同的估值。同理，在并购交易中，被并购方所能得到的报价也会因并购方的不同而有所差异。这个差异会进一步对 VC/PE 的投资回报产生的一定的影响。为了探索影响并购退出回报的因素，清科研究中心针对不同的并购方进行了相关的研究。

图 3 2004-2012H1 不同并购方并购退出回报比较



如图 3 所示，当并购方为外资时，并购退出的平均回报能达到 7.44 倍，而当并购方为内资时，并购退出的平均回报为 3.26 倍，与前者相差了一倍有余。虽然在所有样本中，外资并购的占比较低，并可能因此产生一定的误差，但“外资并购能产生更高回报”这点确是较为符合逻辑的。其主要原因是：

外资并购者通常拥有更好的资产状况。外资并购者一般是资产规模较大的跨国公司，相比部分国内并购方拥有更好的财务状况。因此外资并购者完全有实力，并且愿意在对某项资产的争夺上，报出比他们的中国同行更高的价格。



外资并购者大多是战略投资者。外资并购方作为战略投资者大致分为两类，一类为了消除竞争而选择并购市场上的竞争者，另一类为了日后便于开展中国业务而并购拥有特定资源的企业。不同于财务投资者往往只是考虑并购标的本身的价值，战略投资者通常会为了达到某种特定的目的而付出额外的溢价。

并购方的上市与否也对并购退出的回报有着相当大的影响。从 2004 到 2012 年上半年，并购方是未上市公司的交易为 VC/PE 带来了平均 2.27 倍的回报，而同等时期内当并购方换为已上市公司时，并购退出的平均回报为 5.94 倍，是前者的两倍有余。这个结果较为充分的证明了上市公司为并购方会给 VC/PE 带来更多的退出回报。清科研究中心认为，造成这样结果的主要原因是上市公司的规模较大，融资能力更强，因此更有可能接受被收购方开出的较高报价，从而促使交易顺利完成。相反，未上市公司在面对被收购方的高报价时，由于资金充裕度较上市公司为低，所以接受该价格的可能性更低，导致高价交易的流产或是迫使对方降价进入新一轮的谈判。

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_16130

