



FOF 已成中国 LP 市场主流业态

市场呼唤合格人民币 FOF >>P2

投资界独家

P4 2010 年中国网游市场规模预计近 340 亿 四大方向值得
关注

声音

P6 一嗨租车章瑞平：专注更易发挥优势 不相信多元化经营

业界动态

P9 中兴通讯 3 亿元认购中兴创投基金 股权占比 55%

P9 山东半岛蓝色经济基金成立 首期规模为 3 亿美元

P9 安佰深及泛大西洋资本两大 PE 联合投资搜房网

P10 苏维洲加盟 StepStone 集团 常驻北京办公室

P10 亿腾医药 B 轮融资 2400 万美元 红杉中国参与投资

P10 团购网站满座网获凯鹏华盈千万美元投资

P11 达晨携手易津投资 3900 万元投向上海四维文化传媒

P11 启明创投退出游戏谷项目 腾讯成新投资方

达晨携手易津投资 3900 万元投向上海
四维文化传媒 >>P11



FOF¹ 已成中国 LP 市场主流业态 市场呼唤合格人民币 FOF

文 / 清科研究中心 段宁宁

FOF 发展迅猛,其资产管理规模从上个世纪 90 年代初期的几亿美元迅速攀升到当今上千亿美元的规模,特别是在股权投资领域,FOF 已经成为私募股权基金重要的资金来源之一。根据 Alpinvest 公司的数据显示,全球私募股权基金投资人构成中,FOF 以 39% 的占比成为私募股权基金最大投资者,其投资体量俨然已经超过规模庞大的养老基金。其实,中国私募股权市场对 FOF 早已不再陌生,欧美历史悠久的知名 FOF,例如 Pantheon、Partners Group、Harbourvest 早已随着其投资组合中的私募股权

基金一起来到了中国。而根据清科研究中心市场调研发现,目前活跃在中国股权投资市场上业绩优秀的品牌基金投资者中,经常可以看到 FOF 的身影,并且已经占据了极为重要的市场地位,我们看到部分基金中 FOF 投资占比高达 40% -50%。可见,目前在中国 LP 市场中 FOF 已经成为名副其实的“主流业态”。

FOF 独特的“双重角色”,竞争优势凸显

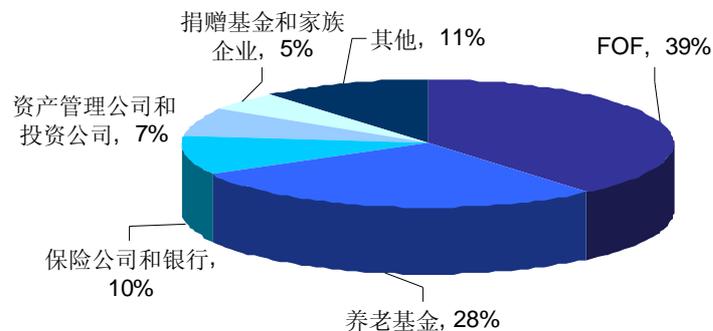
FOF 在当今股权投资市场上处于举足轻重的地位,与其独特的运作模式不无关系。其沿用了 PE 行业海外成熟市场采用的组织形式,通常采取有限合伙制,因为有限合伙制避免了双重缴税、清晰区分了合伙人这之间的权责、增强激励机制并提高了资金使用的效率。

与 LP 直接投资 PE 基金不同,FOF 先从 LP 获取资金,然后向不同类型的 PE 基金投资。就资金流动方向来说,如下图显示出两条主要资金链,一条是由 LP 流向 FOF,再通过 FOF 流向 PE 基金的“投资资本和管理费”。另一条则是由 PE 基金流向 FOF,再通过 FOF 流入 LP 的“资本返还和利润偿付”。

在整个投资价值链中,FOF 同时扮演了普通合伙人(简称 GP)和有限合伙人(简称 LP)的双重角色:面对企业、富裕家族、捐赠基金和社保基金等投资者时,FOF 充当 GP 的角色,为投资者管理资金并选择 PE 基金进行投资。而当面对创投基金、并购基金和成长基金等 PE 基金时,FOF 又充当了 LP 的角色,成为各类 PE 基金的投资人。其独特的运作模式,使其天然的具有以下三大竞争优势:

① 降低准入门槛:FOF 可以降低投资 PE 基金的门槛。优秀业绩的 PE 基金一般设有较高的最低投资金额限制,对于中小投资者来说,这无疑阻挡了他们的投资可能。而

图 1 全球私募股权基金投资人构成比例分析



来源:Alpinvest 公司;清科研究中心

注¹:基金的基金(Fund of Funds,简称 FOF)是指投资于基金组合的基金。FOF 和一般基金最大的区别在于 FOF 是以“基金”为投资对象,而基金多以股票、债券、期权、股权等金融产品为投资对象。作为一种间接投资方式,FOF 广泛存在于共同基金(即国内的证券投资基金)、信托基金、对冲基金和私募股权投资基金等领域。本文研究对象是私募股权基金的基金。



FOF 将若干中小投资者的资金集结组成一支基金对 PE 基金进行投资，使他们有机会参与那些只有大型机构投资者才有资格进入的 PE 基金。

② 分散投资风险：FOF 可以成为降低风险的有效投资工具。在一个高风险高回报的行业当中，FOF 通过对不同投资阶段、地区和策略的 PE 基金进行投资，逐渐降低其受新技术、新团队、新市场和经济周期等诸多因素的负面影响，使投资组合多样化，从而达到降低非系统性风险的目的。

③ 降低对专业技能要求：PE 行业公开信息较少，不同基金的投资业绩差异很大，

因此选择优秀 PE 基金进行投资需要较强的专业知识。例如前期调研、尽职调查和投资管理等工作都需要专业人才来执行。不过，FOF 的广泛关系网络，专业的投资团队和强大的谈判能力可以帮助弥补投资者的不足，降低对投资者自身专业技能的要求。

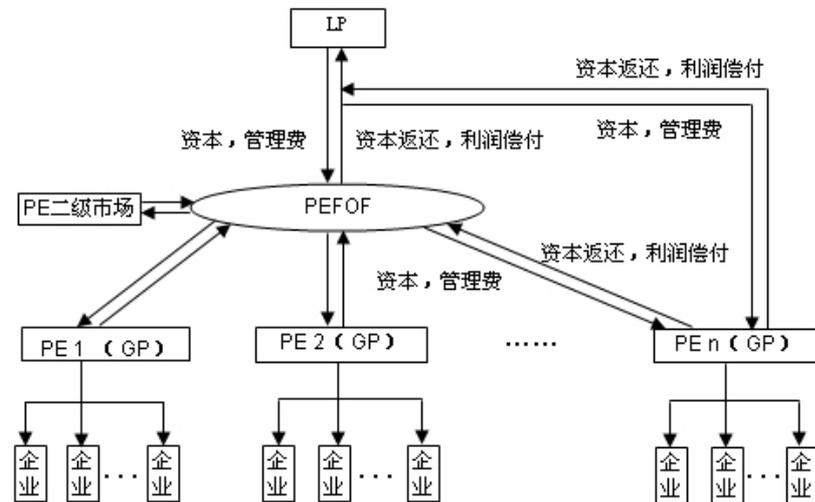
中国 FOF 发展空间巨大，市场呼唤合格人民币 FOF

目前，在中国 LP 市场中，与管理资本量动辄百亿美元、投资业绩耀眼夺目的外币 FOF 形成鲜明对比的当属尚处于“婴儿期”的人民币 FOF。而随着近几年人民币基金的爆炸式增长，如何在众多的人民币基金中挑选出对中国政策法规变化了如指掌、并能很快跟上变化做出相关调整的本土 GP 绝非易事。随之带来的市场对合格人民币 FOF 的需求异常强烈，特别是对于目前充斥在中国私募股权投资市场上的中小型投资者和经验较少的大型机构投资者而言。

根据清科观察，目前作为人民币 FOF 主体的各地政府引导基金发展迅猛，特别是在各级政府频出新政大力支持当地股权投资行业发展的背景下，为了高效的引导民间资本入市，我们也看到以苏州工业园

区创业投资引导基金为代表的部分地方引导基金运作市场化程度正在不断提升。同时，我们也可喜的看到民间资本正在积极探索设立完全市场化的人民币 FOF，例如：艾德维克控股（Adveq Holding）与大连联合控股有限公司成立人民币 FOF 以及诺亚财富今年推出的歌斐 FOF 鑫基金。我们认为在今后十年甚至十五年的时间里服务于广大投资者，特别是数量众多、资金充裕的中小型投资者的“人民币 FOF”将迎来巨大的市场发展空间。同时，我们认为处于基金产业链顶端的 FOF，运用其甄选优秀 GP 的丰富经验以及高效的风控能力，为市场提供了新的投资渠道，对中国股权投资市场逐步走向成熟起到了积极的促进作用，亦是市场发展的必然趋势。■

图 2 PE FOF 运作模式



来源:清科研究中心

2010 年中国网游市场规模预计近 340 亿 四大方向值得关注

文 / 清科研究中心 张亚男

中国网络游戏市场经过十余年的发展，资本市场对此类市场一直较为关注，前期的市场投资主要集中在网络游戏开发商及网络游戏运营商层面。而在“后网游”时代，中国网络游戏的投资关注点有所保留也有所转移。

纵观中国网络游戏市场十余年的起伏，清科研究中心分析认为，从中国网络游戏的市场发展演变情况来看，中国网络游戏市场主要发展趋势如下七点：

（一）中国网络游戏产品 3D 化趋势明显

在市场进入理性回归之时，中国网络游戏内容提供商为了求得长远的发展，将逐渐克服浮躁的研发情绪，从游戏的品质上做文章，丰富游戏品类，较为值得关注的即为 3D 游戏产品。

（二）媒体化进程及新收费模式的摸索将加速中国网络游戏的商业模式创新发展

一方面，从网络游戏盈利模式来看，随着网络游戏媒体化进程的加快，广告将成为网络游戏新的利润增长点。另一方面，

从网络游戏收费模式来看，随着中国网络游戏市场营收的增长趋缓，以道具或者时长收费等盈利模式将面临挑战。预计未来，中国网络游戏盈利将出现以“游戏玩家相互交互道具，网络游戏运营商获得分成”等新颖的收费模式，增加用户粘性同时创新盈利模式。

（三）中国网络游戏市场的营收与用户数量持续增加，增速放缓

数据显示，预计 2010 年，中国网络游戏的市场营收规模为 338.90 亿元人民币，相比于 2008 年增幅为 32.38%；中国网络游戏市场用户规模为 3.38 亿人，相比于 2008 年增幅为 27.31%。

（四）中国网络游戏的跨界合作案例日渐增多

随着中国文化产业产业的快速与融合发展，中国网络游戏的跨界合作将日渐明显，尤其是与传统文化娱乐产品的结合，并购及联合运营将成为跨界合作的主要方式。

（五）中国网络游戏海外将进一步海外拓展

预计 2010 年之后，中国网络游戏将进一步海外拓展，除一些大型的网络游戏运

营商自建海外运营体系外，一些中小型的游戏内容提供商将通过联合运营、合作开发等形式进入海外市场。值得关注的海外市场仍主要集中在东南亚市场和俄罗斯市场。

（六）外围企业将通过并购或战略投资形式进入网络游戏市场

预计在网络游戏的盘整期内，并购与战略投资将成为外围企业进入网络游戏市场的主要途径。在外围企业进入网络游戏企业的进程中，有三类企业值得关注：一是影视传媒机构；二是中国电信运营商；三是部分互联网企业，如百度等。此外，随着互联网与移动互联网应用的“无界化”发展，一些较具实力的无线互联网企业也将进入网络游戏市场。

（七）“国家队”将主要通过合作方式进入网络游戏市场

随着中国网络游戏市场整治力度的逐渐加大，政府从内容、运营、支付到虚拟货币环节层层管控，一方面，深化网络游戏市场的健康发展；另一方面，经过网络游戏市场的洗牌之后，“国家队”将可能通过并购或者联合运营的形式介入网络游戏市场，2010 年上半年，央视网与盛大的合作、“红色网游”中青宝网 IPO 等就是“国家队”进入网游市场的先行征兆。

保留与变化中，中国网络游戏市场四大方向值得投资方关注

清科研究中心分析认为，未来中国网络游戏产业的投资机会主要集中在以下四方面：

（一）中小网络游戏开发商，甚至是小规模的游戏研发团队

前期，中国网络游戏市场投资关注点主要集中在大型游戏开发商及网络游戏运营商层面，对于中小网络游戏开发商尤其是具有运营能力或者海外游戏研发能力的游戏厂商关注度不足，而随着中国网络游戏市场步入盘整期后，游戏品质的提升对于游戏厂商的持续发展至关重要。另一方面，中国网络游戏“走出去”战略的指引下，一些具有海外游戏研发背景的厂商值得资本市场关注。

（二）综合或垂直的网络游戏运营平台商

平台化发展是网络游戏运营的趋势之一，用户也更趋于通过“一站式”体验获得所需的品类。一些网络平台运营商凭借市场先发优势尽管已经聚集了庞大的用户群体及丰富的游戏产品，但由于前期平台运营投入较大，后续发展对于资金的需求较为旺盛，为资本市场的接入创造了机会。此外，在网络游戏的市场盘整期中，一方面，部分平台运营商拟并购一些小型游戏开发商，发展为“产品+运营”的模式；

另一方面，部分平台运营商需继续海外拓展之路，这都增加了对资本的需求。

（三）虚拟货币交易平台商

中国政府相继出台了系列严厉的措施规范网络游戏虚拟货币交易市场，对于理顺市场具有积极的作用，不过“严打”必然使行业优胜劣汰，对于本身处于发展初期的企业而言，生存面临挑战，这也是资本市场进入的最佳时期之一。

（四）与网络游戏相关的一些行业服务提供商

网络游戏的兴起与发展牵动整条产业链的各个环节。未来，随着网络游戏步入成熟期，一些与网络游戏相关的服务行业值得关注，如IGA广告行业、网游加速器企业、网游安全企业、网游安装交易企业、在线支付企业等。

中国网络游戏投资风险仍不容忽视

不过尽管中国网络游戏市场发展历经十余年，但是作为传媒娱乐市场的重要组成部分，网络游戏一定程度扮演传媒角色，政策层面及行业层面仍面风险。

（一）政策风险

中国网络游戏市场已经引起了中国政

府相关监管部门的广泛关注，行业立法纷纷制定。未来，预计国家将继续加大对市场的监管，包括游戏的审批、运营环节、虚拟货币交易等环节，尤其是针对未成年人网络游戏的监管力度将持续加强，不排除出台更为严厉的政策，一定程度上加大了投资网游行业的政策监管风险。

（二）行业风险

首先，从游戏品质来看，同质化明显，中国自主研发的游戏创新力度不足；

其次，从运营角度来看，国内运营格局已经形成，海外拓展仍需一段相当长的发展时间；

再次，从盈利角度来看，在线时长及道具收费面临疲软，新的收费模式尚未清晰；

最后，从用户角度来看，用户年轻化与收入较低的现状一定程度影响游戏的盈利前景。

此外，虚拟货币的运营与交易也将在政策监管下存在一定的进入壁垒与运营风险。■





清科-中国高成长企业CEO峰会 Zero2IPO-2010 CEO Summit

主办单位: 清科集团
Zero2IPO Group

日期: 2010年10月21日 地址: 北京柏悦酒店

惟智者与共

卓越 仅为一步先

瞩目前瞻性布局
看中国企业如何借势成长

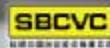
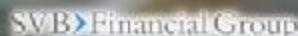
引领尖峰对话
共谋中国企业决胜之道

智慧高地 风云对决
商界领袖 投资界翘楚 共济一堂
为中国商界助力资本之翼

黄金赞助商
Gold Sponsors,



银牌赞助商
Silver Sponsors,



酒会赞助商
Cocktail Sponsor,



赞助合作

Sponsorship:

关静 Kitty Guan

电话 Tel: 8610 8458 0476 分机ext 8035

传真 Fax: 8610 8458 0480

邮件地址 Email: kittyguan@zero2ipo.com.cn

赞助合作

Sponsorship:

宋秀娟 Sally Song

电话 Tel: 8610 8458 0476 分机ext 8014

传真 Fax: 8610 8458 0480

邮件地址 Email: sallysong@zero2ipo.com.cn

参会注册、广告、参展

Attendees Registration, Exhibition and Advertisement:

王玉洁 Lulu Wang

电话 Tel: 8610 8458 0476 分机ext 8058

传真 Fax: 8610 8458 0480

邮件地址 Email: CEO2010@zero2ipo.com.cn

媒体及市场合作

Media & Marketing Cooperation:

高媛媛 Annie Gao

电话 Tel: 8610 8458 0476 分机ext 8726

传真 Fax: 8610 8458 0480

邮件地址 Email: anniegao@zero2ipo.com.cn

一嗨租车章瑞平：专注更易发挥优势 不相信多元化经营

文 / 投资界 刘聪 赵娜



章瑞平

近日，清科独家采访了“2010年中国最具投资价值企业”150强入围企业一嗨租车创始人及CEO章瑞平，一嗨汽车租赁完成第三轮总额7000万美元的融资。本轮融资由高盛领投，现有股东启明创投、鼎晖创投、Ignition Capital、集富亚洲均跟投。章瑞平接受投资界独家采访时表示，一嗨的核心竞争力在于企业文化和理念，成立四年来，核心团队并未发生变化，这也是高盛、鼎晖等投资机构看好一嗨的因素之一。

章瑞平认为，汽车租赁是一个典型的寡头行业。未来中国租车市场的主角将仅为几家覆盖面比较广、知名度比较高的公司。一嗨目前在全国37个城市拥有将近130个门店和租车点，明年可供租赁的车辆数将达到1万台。公司有望在未来一两年内上市。

专注更易发挥优势 不相信多元化经营

投资界：一嗨最近刚获得了第三轮融资，

能不能简单介绍一下这轮融资的情况？

章瑞平：第三轮投资是高盛领投，启明创投、鼎晖创投、Ignition Capital、集富亚洲和汉理资本跟投；此前是获得了启明创投的500万美元第一轮投资，和鼎晖、集富亚洲及启明的2000万美元第二轮投资。融资所得将用于车辆采购，市场扩张和市场营销推广。

投资界：请介绍一下一嗨现在的发展情况。

章瑞平：一嗨在成立的第二年就实现了盈利，并开始以每年200%的速度增长。目前已经在全国37个城市拥有将近130个门店和租车点。对于扩张计划，我们还是保持此前的计划，希望明年能够达到1万台的规模，按照既定的节奏向前发展。

目前一嗨的客户群体中，企业客户和个人客户基本各占一半。在将来也会齐头并进的发展。对于保险代理、紧急救援等业务，我们暂不打算涉及。我们不搞多元化经营，更希望在比较专注的领域去发挥我们的特长和优势。

投资界：您认为国内外的汽车租赁市场还有哪些差距？

章瑞平：差距还是很大的，一方面是发展

周期，另一方面是市场需求。发展周期方面，中国的租车行业尚属早期，而欧美市场已经处在非常成熟的阶段。需求也是不一样的，欧美市场基本家家都有车，而中国没车的人更多。但如果中国也像美国一样每家两台车，交通状况是绝对不允许的。所以中国汽车消费、租车服务一定会走上一条和发达国家不同的道路。

投资界：一嗨在异地扩张中会遇到哪些问题？我们的优势又在哪里呢？

章瑞平：问题是总会有的。不论是餐饮还是经济型酒店，在异地扩张的过程中肯定会碰到很多竞争。比如对经济型酒店而言，就是一些招待所、小旅馆等等。

作为一个全国性的品牌，如果客户在本地听说过的，到外地可能更信任一些。这就像是麦当劳和肯德基相对当地餐饮的优势一样——当客户了解了这个品牌以后，他的信任度就会更高。

一嗨和国外汽车租赁公司的运作模式是不一样的，这主要是需求、市场和周期不同。经营、营销、运营和管理的模式都有不同。

投资界：您觉得当前租车行业的政策环

境怎么样呢？

章瑞平：政策环境方面，温总理去年就特别提出要大力发展汽车租赁行业，提倡汽车的合理消费。这就是说，中国学习欧美的模式是不合适的，每家两台车的情况是不适合中国的。因此，政府已经发现并提出，汽车行业粗放式的发展模式是不可持续的，接下来就是配套政策的出台了，将会进一步完善和鼓励这个行业的健康发展。

一嗨在向地方扩张的过程中确实也遇到过地方保护的现象，这是很正常的。地方政府已经在逐步改革这个行业，使行业有序健康的发展。我们也是很期待，并抱有耐心去看地方政府在监管和政策方面的行动。

阻力是难免的，只是看你用什么样的心态去对待。我们会和地方去积极合作，怀着合作多赢的心态去运作。困难是很正常的，没有困难就不正常了。

核心竞争力是企业文化 管理团队四年如一

投资界：我们的门店已经扩张到 37 个城市，在连锁的管理过程中会遇到哪些问题？

章瑞平：像所有连锁的经营一样，肯定会

租车业早就发展起来了。

汽车租赁行业非常难做，因为它的资产是动的。做这个行业要比做经济型酒店难得多。它的意外特别多，如车辆事故、需要救援、车辆本身机械状况、开车人吃了罚单、未按时归还或续租等等。这个行业是由无数的细节构成的。

作为草根，我的资源比较少，我们能靠的只是把事情的艰巨程度作为门槛。很多人会因为太累太难而放弃。中国当前山寨现象很严重，知识产权保护的相关政策尚待完善，所以我们能依靠的就是困难，困难本身就是一道门槛。我们选择的这项事业是别人不愿意做的，或者做不下去的、觉得太难的。

投资界：这项事业这么难，您却坚持了这么多年。那么一嗨租车的核心竞争力体现在哪些方面呢？

章瑞平：我们的核心竞争力在于企业文化和理念，就是这些软性的东西。

比如之前我说的“困难是门槛”，这本身就是一个理念。你选一个项目不应是说好做、别人没做你先做。我们是觉得这个东西很困难，这就是一个门槛，之后我们做。抱着不断解决困难的决心和信心，这本身就是一种企业文化。

我觉得很多隐性和软性的东西是不容易被量化和抄袭的。

一嗨一直秉承“以人为本”的理念。尽管每个人的能力和做出的贡献不一样，但是都值得我们尊重。在美国创业时，我曾经同时管理着来自 17 个不同种族的员工，因此从管理层面上还比较得心应手。一嗨也一直有着非常团结的团队，一嗨的非上海籍员工占 80%，这在上海企业中是不多的。

非常值得骄傲的是，我们的创业核心团队一直都没有过变化。这也是高盛、鼎晖等投资机构看中我们的原因之一。

不同阶段对投资机构的需求是不一样的

投资界：融资是一个双向选择的过程。在高盛、鼎晖等知名投资公司选择一嗨的同时，您又看中这些公司的哪些方面呢？

章瑞平：这是多方面的。比如早期投资，启明是非常有眼光的，它们的早期投资也一直做得非常不错；鼎晖作为知名的本土基金，对我们的进一步发展也会有很大帮助；高盛对大规模私募比较有经验，而且对海外上市以及资本市场比较了解。总之，我们不同阶段对投资者的需求也是不一样的。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

