

2012 中国 VC 市场六大预测：增速放缓 回报堪忧

2012-2-1 清科研究中心 林婉婷

刚刚走过的 2011 年中国创业投资市场可谓“冰火两重天”。清科研究中心数据显示：2011 年中国创投市场募资、投资均创下历史新高，中外创投机构共新募基金 382 支，新增可投资于中国大陆的资本量为 282.02 亿美元；全年共发生 1,503 起投资交易，其中已披露金额的 1,452 起投资总量共计 127.65 亿美元，接近去年两倍。但退出方面形成极大对比的是，312 笔 IPO 退出案例数较上一年度有所缩水。

总体而言，2011 年对于中国创业投资行业来说是一个备受压力的年份：上半年投资项目估值居高不下，下半年以来市场募集难度加剧，赴美 IPO“窗口期”渐过，二级市场情况不尽人意。在此风雨欲来之际，投资机构会如何应对？面对已经到来的 2012，中国创投市场将迎来的是“挑战”还是“机遇”？

一、股权投资进入“规范化管理新时代”

2011 年 11 月 23 日，国家发展改革委办公厅正式下发《关于促进股权投资企业规范发展的通知》（发改办财金[2011]2864 号）（简称《通知》），直指“非法集资、空头基金”等社会乱象。此后不久，发改委发起“贯彻落实《通知》的座谈会”，就本次新规的要点问题与参会的 PE/VC 机构进行了深入的探讨。《通知》从设立与资本募集及投资领域、风险控制机制、管理机构的基本职责、信息披露制度、备案管理和行业自律五大方面，对全国性股权投资企业提出规范要求。新规遵循“正视问题，对症下药，适度监管，重在自律”的十六字原则，全文共使用 32 个“应当”和 4 个“不得”，可见国家发改委对于行业监管的决心。

该《通知》是我国首个全国性股权投资企业管理规则，引起了业内人士的广泛关注。此次新规的两大要点在于，第一，强制股权投资机构备案，第二，备案范围由部分试点地区扩大到全国范围。《通知》的出台对我国股权投资行业未来发展影响巨大，规定股权投资企业及其管理机构的回报、风控、投后管理乃至激励等信息将全部纳入监管范围，至此也标志着我国股权投资“规范化管理新时代”全面到来。

二、募资增速将放缓，本土机构投资者有待壮大

2011 年下半年以来，创投市场基金募集难度悄然加大。清科研究中心分析认为，经过募资的持续高位，目前市场资金存量十分充足，尤其市场“第一梯队”VC 均已在上一募资高峰期完成“备粮蓄水”工作，未来募资趋缓将是市场的正常周期反应。另外，在二级市场持续下跌以及退出日渐低迷的情况下，LP 亦心存顾虑，普遍持观望态度。第三，民营企业及富裕个人是人民币基金投资人的重要构成，但部分地方民间借贷的资金链条越绷越紧，使

得人民币基金的后续募资存在隐患。对此，我们预测在未来的一年，创投资市场基金募集难度较大的情况将持续存在，募资增速或将放缓。

从人民币基金投资人市场结构来看，富裕家族及高净值个人投资者在本土投资人中占据主导，机构投资者尚未成为投资主流。因此，完善人民币基金投资人结构体系，鼓励如人民币 FOFs 等成熟的机构投资者发展是提高股权投资基金募集效率、实现投融资各方共赢的必要途径。另一方面，投资人散户居多造成非法集资问题滋生的温床。对此，发改委备案新规中明确：“打通核查最终的自然人和法人机构是否为合格投资者，并打通计算投资者总数”，“投资者为股权投资母基金的除外”，即符合“备案指引”中关于合格 FOFs 相关规定的可不打通计算。因此，清科研究中心由此预测，未来人民币 FOFs 将会涌现，逐渐成为人民币基金募集的重要渠道之一，人民币基金 LP 市场结构将逐步合理化。

三、天使投资正驶入发展“快车道”

在国外，天使投资是个人创业资本筹措中一种重要的融资方式，在过去的二十多年中随着美欧经济的增长和科技创业企业的爆炸式成立而得以迅猛发展。根据美国小企业局比较保守的估计，美国的天使投资人约有 25 万人，投资总额约 200.00 亿美元，天使投资项目总数约为机构投资的 20 倍。美国新罕布什尔大学创业投资研究中心每年发布的天使投资市场报告显示，从 2002 年到 2010 年，天使投资项目呈现不断递增状态。在我国，天使投资伴随互联网和高科技企业的发展在二十世纪末开始兴起。近几年 VC/PE 投资风起云涌，然而作为股权投资产业链最前端，企业发展的“伯乐”，相比美国从天使投资到中、后期创业投资的完整的、流水线式的体系，我国天使投资目前发展还不充分，天使投资在我国尚处于婴儿期。

近几年，中国天使投资正在经历一个从不成熟走向成熟的发展阶段。首先，我国产业结构调整，创业、创新环境日益优化，为天使投资创造有利的外部条件；其次，我国以成功企业家为代表的高净值人群逐年扩大，为天使投资人队伍的壮大造就丰沃土壤；第三，我国天使投资软环境正逐步完善，如天使投资的网络建立，使得天使投资家和创业者互通有无，建立畅通无阻的投资渠道。在诸多有利因素驱动之下，2012 年中国天使投资将驶入发展“快车道”。

四、境内退出集中，或成外资退出“新选择”

从 IPO 退出市场来看，近年来境内市场退出一直占据主导地位，且存在越来越明显的分化趋势。由于赴美上市的阶段性暂停，并且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（如下表所示）。

9月，工业和信息化部发布《“十二五”中小企业成长规划》，提出要继续壮大中小企业板市场，积极发展创业板市场，完善创业投资扶持政策，稳妥推进和规范发展产权交易市场。在市场驱动与政策支持下，清科研究中心预计在未来一段时间，VC/PE支持企业境内上市比例将进一步扩大，外资机构打通新的退出渠道转而选择境内上市数量也将增多。

表 1 2011 年外资 VC/PE 境内资本市场退出情况（部分）

VC/PE 名称	上市公司	运营主体所在地	行业（一级）	市场（中文）	账面回报倍数
DCM	上海绿新	上海	其他	深圳中小企业板	7.09
赛富亚洲	翰宇药业	深圳	生物技术/医疗健康	深圳创业板	6.70
吉维尔国际	贝因美	浙江	食品&饮料	深圳中小企业板	13.16
光大控股	贝因美	浙江	食品&饮料	深圳中小企业板	12.34
凯辉资本	宁基装饰	广东（除深圳）	建筑/工程	深圳中小企业板	34.40
软银中国	理邦仪器	深圳	生物技术/医疗健康	深圳创业板	10.81
经纬创投	理邦仪器	深圳	生物技术/医疗健康	深圳创业板	10.81
中经合	理邦仪器	深圳	生物技术/医疗健康	深圳创业板	8.33
奇力资本	骆驼集团	湖北	电子及光电设备	上海证券交易所	4.94
挚信投资	瑞康医药	山东	生物技术/医疗健康	深圳中小企业板	3.33
纪源资本	冠昊生物	广东（除深圳）	生物技术/医疗健康	深圳创业板	13.00
软银中国	迪安诊断	浙江	生物技术/医疗健康	深圳创业板	3.95
普凯投资	京运通	北京	清洁技术	上海证券交易所	10.82
国际金融公司	丰林集团	广西	农/林/牧/渔	上海证券交易所	14.00
挚信投资	开能环保	上海	机械制造	深圳创业板	4.93
上海华盈创投	阳光电源	安徽	清洁技术	深圳创业板	24.65
成为基金	阳光电源	安徽	清洁技术	深圳创业板	24.27
大正元资本	勤上光电	广东（除深圳）	电子及光电设备	深圳中小企业板	2.64
国际金融公司	新华保险	北京	金融	上海证券交易所	3.79

来源：清科研究中心 2012.01

www.zdbchina.com

五、海内外资本市场不尽人意 VC 回报令人堪忧

境外资本市场的中国概念股普遍处于困境，VIE 争议之声不断，多重利空因素使得今年 VC 退出不断下滑。境内市场方面，同样哀声遍野，近期创业板、中小板频频破发，创业板指和中小板指一年均有较大跌幅（如下图）。根据清科数据库统计显示，2010 年深圳中小板和深圳创业板新增上市公司分别达 204 家和 117 家，背后的 VC/PE 机构在今年陆续进入解禁期，抛售行为也密集起来，但由于二级市场表现的不尽人意，VC/PE 回报也十分令人堪忧。

图 1 近一年创业板指及中小板指对比



六、从“广开源”到“深培养” 投后管理精耕细作

目前创投市场上优质项目变得越来越稀缺，不少中小规模创投机构在选择项目时处于比较尴尬的境地，“僧多粥少”的现状困扰当前 VC。市场前景的不明朗，为应对环境变化，保证投资效率和投资资金安全，很多机构改变以往相对激进的策略，寻求其他路径准备“过冬”。在相对有限的项目现状下，为保证投资水平，一批创投机构未雨绸缪，设立专门的投后管理部门，以弥补项目激增留下的投后管理服务欠缺问题。此前，随着创业板股票解禁越来越多，创投公司减持套现的数量不断扩大，已有一些大型创投组织了专门的投后管理部门

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_16062

