

# 风险投资在中国

## Venture Capital in China

主 编 成思危

副主编 陈工孟 孙昌群

上海交通大学出版社

# 编委会

## 主 编

成思危 全国人大常委会副委员长 民建中央主席

## 副主编

陈工孟 中国风险投资研究院院长

孙昌群 中国风险投资研究院研究员

## 编委会成员

蔡新颖 李智慧 胡艳平 张 飞

周 洁 于 静 郑圆员 邓琛琛

## 内 容 提 要

本书借鉴美国哈佛商学院案例集的写法,取材于近几年中国风险投资的45个真实经典案例,从风险投资机构的角度出发,总结了风险投资机构在投资过程中积累的宝贵经验,及其成功投资的技巧。结合风险投资的投资过程,本书内容主要分为:尽职调查、风险控制、增值服务、退出之道、风险投资的宠儿、反思录等六部分。

本书的读者对象为:一是试图了解和吸收他人经验的风险投资家;二是试图借助风险投资实现跨越式发展的创业者;三是对风险投资领域感兴趣的专家学者。

# 序

我国风险投资事业是在 1985 年开始起步的,至今已有 22 年的发展历史,大体上经历了四个时期:首先是酝酿期,从 1985 年中共中央的有关决定中提出风险投资的概念一直到 1996 年;从 1997 年到 2001 年是兴起期,这几年中我国的风险投资事业以前所未有的速度迅速发展;从 2002 年到 2005 年是调整期;2006 年初在建设创新型国家的目标推动下,开始进入了发展期。总体上来看,我国风险投资事业发展呈现出波浪式前进,螺旋式上升的态势。

据中国风险投资研究院进行的风险投资行业调查结果显示,截至 2006 年底,我国风险资本总量超过 583.85 亿元,比 2005 年底的 441.29 亿元高出 32.31%。2006 年度我国风险投资总量也再创历史新高,143.64 亿元的投资总额,比 2005 年增加 22.17%。据不完全统计,2003~2006 年间,我国分别有 335 家、325 家、434 家和 371 家企业获得过风险投资,更有 100 多家风险投资企业实现了在国内外资本市场的上市,其中包括携程、盛大、蒙牛、无锡尚德、同洲电子等许多优秀的企业,它们为其背后的风险投资机构带来了丰厚的回报。

在我国风险投资事业发展的历程中,中外风险投资机构和从业的专业人士积累了大量的成功经验,也留下了许多失败的教训,这些经验和教训都是宝贵的财富。中国风险投资研究院将多年在工作中收集的风险投资案例汇编成《风险投资在中国》,其意义不仅是为我国风险投资的发展提供历史的见证,更重要的是为今后风险投资事业的发展提供宝贵的借鉴。

全书分为六篇,即尽职调查篇、风险控制篇、增值服务篇、退出之道篇、风险资本的宠儿、反思录,精选了发生在我国境内的 45 个经典风险投资案例,其中的一些案例素材来自公开媒体报道,但大多数案例的原始素材是由风险投资经理提供的。从这些典型案例中总结出的原则与方法、经验与教训,可以反映出我国风险投资发展特定时期的规律。编者坚持以事实为根据,对案例进行了认真而独具匠心的分析,从风险投资机构的角度,探讨了案例的成功经验与失败教训,是国内第一部以风险投资案例为研究对象的专业书籍,也是一部全面介绍风险投资如何运行、如何操作的实务类书籍。本书不仅适合于金融及相关专业,尤其是 MBA 的学员,而且还适合于风险投资业界所有的参与者和研究人员。此外,企业的管理者也能从本



风险投资在中国 Venture Capital in China

书中受益匪浅。我希望本书的出版能为关心中国风险投资事业发展的各界人士提供令人深思并可供参考的事例,进一步推进中国风险投资事业的发展。

**成思危**

2007年7月9日于北京

# 前 言

20 年以前 ,中国的创业者们对风险投资这个源自大洋彼岸——美国的东西基本上是无知的 ,20 年后的今天 ,中国的创业者们却在与风险投资的拥抱中开始实践自己的梦想 ;20 年以前 ,我们的创业者们只能在梦想与失望中备受煎熬 ;20 年后的今天 ,他们已经成为海内外风险投资家追逐的宠儿 ;20 年以前 ,中国的风险资本还只是零的开始 ;20 年后的今天 ,中国已经成为国际风险资本聚焦的热土。

阿基米德说过 :“ 给我一个支点 ,我可以撬动整个地球。”在中国风险投资发展的 22 年历程中 ,怀着阿基米德式理想的中国创业者们运用风险资本这个支点 ,已经创造了一个个“撬动整个地球”的奇迹。一幕幕风险投资的经典故事在中国改革开放的大背景下轮番上演。

2000 年 4 月 13 日 ,新浪网在纳斯达克(NASDAQ)上市 ,成为第一家纳斯达克市场上有风险投资背景的中国概念网络公司。

2001 年 2 月 15 日 ,著名的软件制造企业金蝶软件公司在香港创业板正式挂牌交易 ,成为内地首家登陆香港创业板的有风险投资背景的民营软件企业。

2003 年 12 月 9 日 ,携程旅行网成为中国首家在美国纳斯达克上市的旅游企业 ,交易首日创下继芯片制造商全美达 2000 年 11 月首个交易日股价上涨 115% 以来的又一个首日交易的高点 ,在携程身上下注的 IDGVC、凯雷、软银等风险投资机构收获了巨大财富。

2004 年 5 月 10 日 ,中讯软件在香港联交所主板上市 ,成为中国内地首只软件外包概念股登陆香港主板 ,其背后的风险投资机构成功获利退出。

2004 年 5 月 13 日 ,第一只纯正的中国网络游戏概念股——盛大网络登陆美国纳斯达克市场 ,并在 3 个月后 ,成为纳斯达克市场中市值最高的中国概念网络股。软银亚洲投资的 4 000 万美元的风险资本在 1 年多的时间里增值数倍。

2005 年 7 月 13 日 ,分众传媒以“中国传媒第一股”的身份成功登陆美国纳斯达克。在短短 18 个月里 ,江南春投入到分众传媒的 2 500 万元人民币的资产激增至 1.8 亿美元 ,增长超过 60 倍 ;与此同时 ,向分众传媒下注的风险投资机构也赚得盆满钵满。

2005 年 12 月 14 日 ,无锡尚德在美国纽约证券交易所挂牌 ,成为第一家登陆纽



交所的中国民营企业。公司创始人施正荣博士一夜之间成为了中国首富，4年前投资无锡尚德的国内多家风险投资机构获得了10倍以上的收益。

现在，就让我们一起去回顾发生在中国大陆的有关风险投资的经典案例，去领略这种创业模式的巨大力量，去解密成功背后的密钥吧！

# Contents

## 目 录

### 尽职调查

创业企业普遍存在规模不大、经营管理不规范、产品有待完善、市场风险较大等特点。投向什么样的企业才能最终一起分享战果？只有尽职调查，才能在未来的征途中百战不殆。这是风险投资迈向成功的第一步。

- \* 安凯吸引风险资本的魅力 / 5
- \* 霸菱牵手诺亚舟，丑小鸭也能变成白天鹅 / 10
- \* 战略投资者注资德信无线的启示 / 14
- \* 从凯门通信引资看风投之道 / 19
- \* 深圳创新投缘何闪电决策注资朗科 / 23
- \* 多方考察，中青投情定铜陵精达 / 28
- \* 哈科投两年追踪九洲电气 / 33
- \* 赛迪投资慧眼相中科红旗 / 39
- \* 风险调查成就风投携手绿金生物 / 44
- \* 厦门高新投助陆海环保掘金循环经济 / 49
- \* 天成投资集团注资东方天成的成功之道 / 55



## 风险控制

在投资界,有一项金科玉律,就是"不要将所有的鸡蛋放在一个篮子里"。因为风险投资具有极高的风险性,投资十个项目,一般有七个可能失败,两个不亏不盈,一个成功。

- ✱ 分阶段投资,广东科投有效降低投资风险 / 65
- ✱ 留好退路,广东科投谨慎注资珠海蓉胜 / 70
- ✱ 研究蒙牛“底儿掉”,摩根士丹利控制投资风险的秘诀 / 74
- ✱ “安全绝对第一”,深圳创新投把紧注资潍柴动力安全大门 / 80
- ✱ 不要将鸡蛋都放在一个篮子里 / 86
- ✱ 联合投资:共筑风投安全长城 / 91
- ✱ 约定目标,保德信投资牵手皓天生物有条件 / 97
- ✱ 与唯特偶签订“对赌协议”,广东科投对冲投资风险 / 102
- ✱ 从凯雷投资安信看凯雷的投资风格 / 108

## 增值服务

在风险投资行业,有一个不成文的格言:钱不是一切。创业企业在获得资金的同时,希望能得到更多的附加服务。作为风险投资机构核心竞争力所在,增值服务在日益激烈的竞争中,将凸显其重要性。

- ✱ 风投给创业企业的不仅仅是钱 / 121
- ✱ 中国软件外包企业从风投收获的增值服务 / 134
- ✱ 宁夏红从英联“小题大做”学到的 / 140
- ✱ 尽责但不越位,软银亚洲助写盛大网络“传奇” / 145
- ✱ 广东粤科帮民营企业脱胎换骨 / 150
- ✱ 雪中送炭,达晨创投助和而泰度寒冬 / 155



- \* 增值服务促巴士在线步入快车道 / 162
- \* 风险资本和国有企业的结缘 / 167
- \* 东江环保 :从个体户到上市公司的跨越 / 173
- \* 从黑客组织到科技新宠 :DivX 与风险投资的故事 / 179

## 退出之道

风险投资是“投资→管理→退出”的循环过程。如何根据被投资企业的发展和资本市场的变化选择最佳时机退出,实现资本增值最大化目标,是风险投资最困难亦是最重要的一环。

- \* 转让股权,广东粤科适时退出一方制药 / 189
- \* 大族激光上市,深圳高新投功成身退 / 193
- \* 管理层收购帮助风险资本实现退出 / 200
- \* 高特佳巧妙设计顺利退出蒙特利 / 205
- \* 借机并购,清华力合成功退出清华深讯 / 211
- \* 未雨绸缪,国成投资为海得威寻到“好婆家” / 215
- \* 风险资本借战略投资退出易趣 / 220
- \* 清华力合独辟蹊径的退出之道 / 225
- \* 扶上马送一程,国有资本和民企无锡尚德友好分手 / 229
- \* 借机雅虎加入 3721,风投适时套现退出 / 236

## 风险资本的宠儿

如果将创业企业对风险资本的追求比作是一曲“凤求凰”的话,在那些一见钟情式的“凤求凰”过程中,创业企业尽管有时还没有明确的商业模式,甚至还处于“烧钱”的阶段,但它们是风险资本追逐的宠儿,注定在“凤求凰”的过程居于更主动的地位,还经常上演“凰求凤”的好戏。

- \* Accel 携手千橡欲冲纳斯达克 / 246



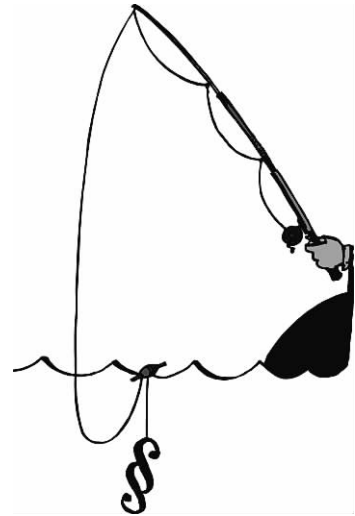
- \* 江南春——众多风投缘何追捧分众传媒的当家人？ / 251
- \* 马云的魅力——风险资本四度降临阿里巴巴 / 258
- \* 备受风险投资青睐的 3G 门户网 / 267
- \* 智碁创投甜蜜联姻源泉 / 273
- \* 奇虎造就中国互联网融资奇迹 / 280
- \* 李彦宏——主导风险投资的人 / 286
- \* 从“蓝猫”到“虹猫”——风投欲圆“宏梦”动漫迪斯尼之梦 / 290
- \* 行行出状元，风投圈定“小肥羊” / 296
- \* 灵图软件的四轮融资之道 / 301

## 反思录

在成功的风险投资获得巨大收益的耀眼光芒背后，有一些风险投资却留下了诸多遗憾，最终以失败而黯然收场。也许我们从失败或者遗憾的案例上学到的会更多。

- \* 风险资本和腾讯之间不得不说的故事 / 310
  - \* 华平创投与大唐电信恩怨背后的启示 / 316
  - \* 某企业吸引风险投资的艰难尝试 / 322
  - \* 从上海微创看留学归国人员如何吸引创投 / 327
  - \* 当当网创业者与风投的七年博弈和合作 / 333
- 附录 中国及国际部分著名投资机构一览 / 338

# 尽职调查



创业企业普遍存在规模不大、经营管理不规范、产品有待完善、市场风险较大等特点。投向什么样的企业才能最终一起分享战果？只有尽职调查，才能在未来的征途中百战不殆。这是风险投资迈向成功的第一步。

企业与风险投资商的合作,就像一对男女恋爱、结婚、开花结果一样,来不得半点虚假和欺骗。

——东江环保 张维仰

创业企业普遍存在规模不大、经营管理不够规范、技术不成熟、产品有待完善、市场风险较大的特点,因此,尽职调查就成为风险投资过程的最重要环节之一。它既是了解被投资企业或项目的商业计划书的真实性与可靠性的重要途径和方法,也是风险投资机构进行投资决策的关键所在。

风险投资家对投资企业或项目的尽职调查通常集中在四个方面。

#### 1. 企业基本情况

调查内容包括注册资本及注册资本到位情况、注册资本中现金资本和无形资产的比例、股权结构及管理和技术团队的持股情况、财务内控制度的健全和落实情况、企业资产质量、资产管理效率、融资的投向和盈利潜力。重点考察的是企业的财务管理制度、股权结构现状。

#### 2. 创业团队

在创业企业中,人的因素所起的作用往往比技术本身更重要,正如美国创业投资之父乔治斯·多端特(Georges Doriot)所说“我更看重一个一流的创业家团队有一个二流的想法,而不是一个二流的团队有一个一流的想法”。而在创业团队中,创业企业家是核心,是重点考察的对象。对创业企业家的考察主要是对他的判断力、领导力、进取心、热诚度、诚信、人格魅力、创新能力等综合素质的全面观察。任何一个创业企业家都不可能是全能型人才,作为创业期企业,尤其需要一个由管理、财务、技术、人力资源、市场、产品等各领域专业人士组成的管理团队来推动企业的发展。因此,对管理团队的调查应重在互补性方面的考察。

#### 3. 产品或技术的优势

产品或技术的优势企业的核心竞争力,是企业快速发展和可持续发展的保证。应从五个方面考察:第一,产品或技术创新是否具有独特性,是否拥有自主知识产权,是否采取了有效的知识产权保护措施;第二,是否掌握了产品的核心技术;第三,技术和产品性能的结合是否满足市场目标客户的需求;第四,产品或技术的可替代性以及产品或技术的生命周期;第五,技术的储备情况以及产品或技术的可持续开发能力。调查侧重产品或技术的独特性、垄断性和成熟程度,以及企业的持续研发能力。

#### 4. 行业发展前景

任何产品或技术如果没有广阔的市场前景,其潜在的增值能力就是有限的,从而就不可能达到风险投资家追求的将创业企业培养壮大的成长目标。

调查一个企业所属行业的发展前景,应从宏观上把握其发展趋势,从技术上分析其发展潜力,侧重从行业发展水平、产品或技术的发展趋势、未来市场容量、细分市场结构、国家政策导向等方面进行全面考察,并注重与国际同行业的技术水平和市场发展情况进行比较,对处于快速成长期的创新技术行业,应结合该行业已上市



公司在证券市场上的表现和市盈率倍数进行对照分析。

那么,如何做好尽职调查工作呢?

一个至关重要的前提是,投资经理在尽职调查过程中必须坚持六大原则,即:证伪原则、实事求是原则、事必恭亲原则、突出重点原则、以人为本原则、横向比较原则。证伪原则要求投资经理站在“中立偏疑”的立场上,循着“问题—怀疑—取证”的思路展开尽职调查,用经验和事实来发掘创业企业的投资价值。实事求是原则要求投资经理依据风险投资机构的投资理念和标准,在客观公正的立场上对创业企业进行调查,如实地反映创业企业的真实情况。事必恭亲原则是投资经理对创业企业进行考察时应该坚持的最重要信条之一,它要求投资经理一定要亲临创业企业现场,进行实地考察,尤其是要与创业企业家进行面谈,必要时还应与创业企业的技术、财务、市场、管理等人员进行接触与交流,亲身体验和感受,而不是根据道听途说的信息来判断创业企业的发展潜力。突出重点原则需要投资经理发现并重点调查创业企业的技术或产品特点,避免陷入眉毛胡子一把抓的境地。尤其是,投资经理要发现项目未来的成长性,发现企业的管理优势及控制风险的能力,并抓住企业价值的潜力所在。以人为本原则要求投资经理在对创业企业的项目从技术、产品、市场等方面进行全面考察的同时,重点注意对管理团队的创新能力和管理能力的评判。横向比较原则需要投资经理对同行业的国内外企业发展情况,尤其是结合该行业已上市公司在证券市场上的表现进行比较分析,以期发现创业企业的投资价值。

尽职调查是一项费时和劳神的工作,任何不慎都可能对未来投资决策带来不可估量的损失。这也是风险投资机构十分重视尽职调查的原因。为帮助读者深入理解尽职调查的一般规律和原则,本篇辑录了发生在我国风险投资行业中的 11 个经典案例,希望能对正在从事和有志于从事风险投资职业的读者有所启示。



## ❖ 安凯吸引风险资本的魅力<sup>①</sup>

有一个词叫作“璞玉浑金”，“浑金”是未经提炼的金子，而“璞玉”意指未经雕琢的玉。非经伯乐之眼、天工之手，则不能成器。一块玉石要通体圆润，焕发出光泽，必须经过精心的打磨和养护。好的项目有时候就犹如一块璞玉，在一些投资机构眼中，仅仅是一块没有价值的石头，而在那些独具慧眼的风险投资机构眼中，无异于发现了宝贝。他们不会因为别的投资机构认为它没有投资价值就不再去考虑其可行性。就像本案例中的安凯（广州）软件技术有限公司（以下简称“安凯公司”），一个海外留学人员回国创办的企业，一个曾经是美国风险投资家的“弃儿”，在回到祖国的怀抱后，立即受到了国内风险投资公司的青睐。在风险资本的精心呵护下，昔日的“弃儿”已顺利度过创业期和成长期，迎来了它的发展期，与此同时，给风险投资公司最初投入的资本带来了 3 倍多的资本增值。

### 一、胡胜发的创业历程

胡胜发是安凯公司的发起人和创立者，毕业于国内著名学府清华大学，获自动化专业博士学位，并拥有美国科罗拉多大学社会学博士学位。在海外的日子里，胡胜发基本上是在 IT 行业度过的，先后任职于 Sigma Designs、ESS Technology 及 Sykes Enterprise 等美国纳斯达克上市公司并担任高级职位，因而拥有丰富的计算机软硬件设计与开发工作经验。2000 年，也就是美国 IT 行业飞速发展的巅峰时机，胡胜发凭着敏锐的意识，洞察到未来手持设备市场对手持终端多媒体应用处理器芯片的需求，并大胆提出了手持终端多媒体应用处理器芯片的开发计划。这个诱人的设想和完整的计划引起了美国某些风险投资基金的关注。经过多次接触和沟通，最终几家天使投资基金决定支持胡胜发的项目开发，并注入 50 万美元的启动资金。

随后发生的网络泡沫让胡胜发始料未及，产品的开发计划也随之落空。美国网络泡沫的破灭使 IT 行业的发展受到严重打击，纳斯达克市场一蹶不振，投资者对 IT 行业的创业者避之尤恐不及，更遑论对胡胜发的开发项目追加风险投资了。

海外创业融资的不顺利并没有让胡胜发丧失创业的勇气，反而坚定了他回国

---

① 感谢广州科技风险投资有限公司和安凯软件技术有限公司为本案例提供资料。



创业的信念。

2001年4月,胡胜发及其合作伙伴在广州注册了安凯公司。公司注册资本36.67万美元。主要从事芯片的算法以及体系结构设计,移动手持设备的多媒体应用软件、硬件产品的研究与开发工作,并为移动手持设备(手机、掌上电脑等)厂商提供完整的应用解决方案。此时,公司已经推出的产品包括具有影视及音频功能的多媒体手机解决方案、多媒体手机 MMI 软件、开放式多媒体手机开发平台、移动闪客软件、手机卡拉 OK 软件等。

有道是天道酬勤。胡胜发不懈的创业努力深深打动了一个人,他便是广州科技风险投资有限公司(简称“广州科技风投”)的总经理王鸿茂。

在安凯公司刚刚成立后的两个月,王鸿茂借在美国考察访问之机,与胡胜发进行了初步接触。在随后半年左右的时间内,经过双方不断地相互了解和沟通,最终达成了合作共识。自此,拉开了国内风险投资家与留学归国创业人员结缘的序幕。

## 二、广州科技风投青睐有加

创业企业一般都要经历种子期、成长期、发展期、扩张期等阶段,每个阶段都需要获得相应的资金支持,因此,创业企业在其发展过程中需要进行若干次融资。一般而言,只有那些发展势头良好,能给投资者带来较好的收益预期的创业企业能获得后续资金,而大多数创业企业往往因为不能满足投资者的预期导致后续资金断链而被淘汰出局。因此,风险资本的不断注入是创业企业发展的保证。广州科技风投在不同的阶段对安凯进行了不同数额的注资,不仅如此,在他们的牵头下,其他著名的风投机构也纷纷看好安凯的发展前途。

### 1. 首次注资

广州科技风险投资有限公司成立于1999年12月23日,注册资本为人民币6亿元。公司的主要业务是对高新技术企业和技术创新企业进行投资;发起和设立各类科技风险投资基金;管理科技风险投资基金和其他资产管理业务;开展高新技术企业、技术创新企业的融资担保、投资咨询及中介服务。

广州科技风投对安凯公司进行了长达半年的考察,最终于2001年底达成了投资协议,广州科技风投以每股0.5美元的价格投资安凯公司300万元人民币。

在得到广州科技风投的支持后,安凯公司取得了多方面的突破。首先,在技术上,成功研发了移动闪客,并借此取得了多项发明和实用专利。同时,公司的技术创新也获得了科技部、广东省、广州市有关部门的支持。其次,在市场开拓方面,从2002年下半年开始,公司为欧美的手机巨鳄提供了软件技术服务,取得了上百万