

创投风向

PE遭遇IPO寒流 行业洗牌来了

□本报记者 熊峰

新股发行审查趋严、二级市场价格重估，使得作为私募股权基金（PE）盈利主要渠道的IPO退出难度加大。

并且，监管力度不断升级、资金面趋紧使得基金募集难度加大，以及后续资金频现无法到位等问题困扰着PE的发展。现在，全民PE的狂热正在降温，整个行业将面临一轮迟到的洗牌。

IPO退出趋紧

海外中国概念股上市并未回暖，而国内IPO上市退出也承受压力，尤其是监管部门对PE投资IPO项目的监管升级，使得PE的原有盈利模式生变。在业内人士看来，“寒冬”成为2012年中国PE市场的关键词之一。

3月23日，虽然国内网站唯品会赴美国成功上市，但是首日开市即出现破发，这次被业内人士视作海外上市“破冰”之旅的IPO没有想象中的完美。这也让唯品会背后的PE们很难再寻觅到以前那种一IPO就赚得盆满钵满的感觉。

唯品会海外上市受挫仅是PE遭遇寒冬的一个缩影。自2011年中国概念股频遭做空以来，国内企业赴海外IPO之路不再那么顺畅。同样，国内的IPO退出之路也不容易。

清科研究中心的数据显示，2011年，境内市场上市企业平均发行市盈率整体呈下滑趋势。深圳中小企业板发行市盈率由去年1月的67.8倍跌至去年12月的37.87倍，上海证券交易所发行市盈率由去年1月的71.14倍跌至去年12月的32.08倍，深圳创业板则由去年1月的87.35倍跌至去年12月的37.72倍，在三个市场中跌幅最大。

清科的数据还显示，随着二级市场估值的回归，VC/PE境内IPO退出账面回报倍数呈现下滑，自2011年6月起，VC/PE境内IPO平均账面回报介于3.00倍和6.50倍之间，而在2011年上半年及2010年，回报水平为七八倍，甚至10倍。

2011年12月8日，国家发改委出台了《关于促进股权投资企业规范发展的通知》(以下简称“通知”)，这是第一个全国性股权投资企业规范。与通知配套的《股权投资企业备案文件指引》中，对规模在5亿元以上的基金的LP(有限合伙人)的资金门槛有这样的规定：“建议单个投资者对股权投资企业的最低出资金额不低于1000万元。”但业内人士指出，目前“建议”已经成为了“强制”执行，这无疑收窄了PE的资金渠道。

并且，曾被称为“PE天堂”的天津滨海新区从2011年9月开始对PE基金加大了监管力度，从PE注册资本金以及验证基金出资人的能力等方面提高了门槛。

傅皓指出，IPO退出压力已

经迫使PE机构审慎决策，2012年以来，市场中多数机构已经放慢了投资速度，项目估值跌幅显著。

行业面临洗牌

当潮水退出，你才知道谁在裸泳。”股神巴菲特曾如是说过。

全民PE的狂潮之下，私募股权基金渡过了一个野蛮生长的时代。然而现在，潮水正在慢慢退去。监管措施的不断升级、资金面紧张导致基金募集难度加大，以及后续资金无法到位等问题将加速PE行业的洗牌。

2011年12月8日，国家发改委出台了《关于促进股权投资企业规范发展的通知》，这是第一个全国性股权投资企业规范。与通知配套的《股权投资企业备案文件指引》中，对规模在5亿元以上的基金的LP(有限合伙人)的资金门槛有这样的规定：“建议单个投资者对股权投资企业的最低出资金额不低于1000万元。”但业内人士指出，目前“建议”已经成为了“强制”执行，这无疑收窄了PE的资金渠道。

并且，曾被称为“PE天堂”的天津滨海新区从2011年9月开始对PE基金加大了监管力度，从PE注册资本金以及验证基金出资人的能力等方面提高了门槛。

不可否认，监管手段的升级，在防范PE等以不规范方式和向不合格投资者募资导致乱集资的社会风险方面发挥了一定作用。因为投资人散户居多，是造成非法集资问题滋生的温床。然而，监管升级、对LP门槛的提高以及目前整个资金面趋紧，给PE发展带来了困难。清科研究中心的数据显示，2012



CFP图片

年2月新增可投资中国的资金额环比减少近三成。此外，后续资金的到位也遭遇困境，市场上关于LP无力承担后续投资的消息频频传出。

易凯资本CEO王冉表示，今天市场上林林总总的人民币基金，估计一半以上一期投完了很难融到二期，草莽阶段谁都可以练摊，但只有少数能做

成老店。”

到时候总会有一个洗牌，那时一些较弱的PE基金就会被洗出去。”某外资投资银行董事长认为。他指出，前几年宽松的资金环境以及民间借贷乱象，使得PE行业早该来临的洗牌迟迟没能出现，一些本身经营管理并不好的基金没有暴露出，而现在洗牌来了。

社保鹏城会基金

筑巢引凤”意在养老金

上接01版

筑巢引凤

“这个座谈会可能与养老金入市问题是两个完全不同的会议，是媒体把它们搞混了。即使社保基金会只讨论了如何提高收益率的话题，对市场也是利好。”一位畅想养老金入市的私募人士说。

不过，比较理性的市场人士告诉中国证券报记者，市场竞争激烈的社保基金会开会，应该就是3月29日的会议。在目前情况下，社保基金会最主要的动作不是想着如何直接把地方养老金“拿过来”，而是希望把社保基金收益率做好。只有这样，才能达到吸引养老金入市的目的。

数据显示，在2001年-2011年的11年里，社保基金会委托投资实现投资收益2847亿元，年均收益率为8.41%，比同期通胀率高出6个百分点，这应该是一个相当不错的成绩。但过去3年由于受金融危机影响，回报率与历史平均水平相比有差距，2010年和2011年的收益率都低于6%，有些委托产品的收益率甚至低于受托公募基金自主发行产品的收益率。据权威人士透露，社保基金会负责人对近几年的社保产品收益率并不满意，此次会议就是要解决这一问题。

“如能提升社保产品收益率，将会对养老金入市产生正面刺激作用。这或许是此次会议上，社保基金会只谈收益，不谈养老金入市的重要原因。”上述市场人士说。

长期回报可期

当日上午，两位宏观经济研究大腕儿，安信证券首席经

济学家高善文和摩根大通董事总经理龚方雄，主讲中国经济展望及资本市场研判和当前欧美经济形势及对中国的影响。

高善文指出，从今年元旦以来，宏观经济出现恶化迹象，工业活动减速情况比较普遍，在信贷投放不明显的情况下，票据利率显著下降。今年的经济面临两大压力，一是预期内压力，房地产市场的调控，给整个产业链带来巨大压力；二是预期外压力，一季度经济数据出来后，经济形势才会比较明朗。下半年的情况取决于二季度的政策取向。

龚方雄则认为，从经济基本面看，经过两轮量化宽松，美国家庭储蓄率由负转正。美国经济在以苹果为代表的互联网公司引领下开始新一轮发展。欧洲的情况不会像去年那么悲观。基于对外围经济的看法，龚方雄认为，中国经济今年不会差，虽然今年前两个月有较大贸易逆差，但这是暂时现象。随着日美欧等国经济逐渐复苏，我国出口同比增长10%以上是非常有希望的。全年经济会呈现前低后高态势，今年A股市场会比较乐观。

两位主讲者的观点，一个偏谨慎，一个明显乐观。按理来说，到场参会者大部分可以算得上业内专家，有不同意见的话，或附和，或反驳，理应有一个较活跃的场面。然而，在早上九点钟的提问环节，却出现了提问者寡淡的尴尬场面。是机构对经济状况了然于心，还是对当前市场心态淡然，无从知晓。

不过，抛开短期波动不论，在中国工业化、城镇化加速推进、经济仍将长期稳定增长的大背景下，社保基金、养老金等长期资金投资股市的回报仍然值得期待。

风向标

北京的科技金融超市

□本报记者 殷鹏

臧群站在演讲台上稍显拘谨，虽然向各类VC/PE介绍自己的企业已经不是第一次，而且已经获得一家国际著名风险投资商256万美元的投资，但今天的阵势还是第一次遇到：台下提问的是九家北京知名的风险投资企业的头面人物。这一天与臧群一起走上演讲台的还有五家急需资金支持的高科技创新型企业和软件信息服务交易所。

臧群所要着手打造的是一个科技金融超市，用软交所总裁胡才勇的话说，就是做一个另类的“双安商场”。北京中关村地区知名的商业百货企业

，里面卖的是软件和信息服务产品，企业把它们的股权放在这里卖，投资机构过来选取。许多方面我们没有明确的门槛限制。如果企业需要融资，我们会进行初步判断，提出相应的建议，也许会告诉他你现在明显不符合融资要求，你这个项目现在不会有买家”，或者会告诉他什么样的投资机构会对其感兴趣。”胡才勇告诉中国证券报记者。

一般来说，股权投资周期较长，最快也需三五个月，VC/PE需要了解的情况非常多，关键是对创业团队的整体了解。债权融资相对简单，主要是审核财务报表，有可能一两个月内完成。目前已已有3家企业通过软交所获得了债权融资，数家机构的

股权投资正在价格谈判过程中。

不仅是企业与投资机构愿意光顾这家“科技金融超市”，银行在这个平台上也可以一展身手。建设银行中关村分行副行长李平说，软交所发展起来后，如果交易量足够大，银行就可以通过观察相关企业的“成交量”，进而判断出企业的付款能力。如果VC/PE肯投资，就说明专业资金对相关团队和市场有过深入调研，这也从侧面为银行提供了企业的信息，银行可以与投资机构一起为这些科技创新型企业提供融资服务。

按照北京市软件和信息服务业“十二五”发展规划，至2015年，北京市力争软件和信息服务业收入6800亿元，年均增长19%以上，其中软件业

务收入6000亿元左右，年均增长约20%。2015年，软件服务比重超过60%，以移动互联网、云计算、物联网为代表的新兴业务收入比重超过20%，以IT咨询、高端软件、平台软件为代表的高端业务收入比重超过15%。2015年，营业收入过100亿元的企业超过5家，营业收入过10亿元的企业超过60家。北京市经信委姜贵平副主任表示，为实现以上目标，须完善产业金融体系，发挥资本效能。为此北京市经信委组建了北京软件和信息服务业公共服务平台，包括“一所一心三协会”，一所指的就是软交所。相信这种“科技金融超市”模式可以为北京的科技创新型企业解决资金瓶颈。

创投支招

民资宜抱团出海 狩猎另类资产

□清科研究中心 刘碧薇

随着民间财富的规模逐渐壮大，以温州为代表的民间资本利用其充裕的资金优势，以灵敏的商机捕捉能力、多样化的投资方式在多个领域频频出击。然而在传统的房地产等领域，拓宽投资渠道，引导民间资本有序投资的需求日益强烈。

3月28日，国务院常务会议批准实施《浙江省温州市金融综合改革试验区总体方案》，要求通过体制机制创新，构建与经济社会发展相匹配的多元化金融体系，使金融服

务明显改进，防范和化解金融风险能力明显增强，金融环境明显优化，为全国金融改革提供经验。会议确定了温州市金融综合改革的十二项主要任务，包括引导民间资金依法设立创业投资企业、股权投资企业及相关投资管理机构，研究开展个人境外直接投资试点，探索建立规范便捷的直接投资渠道。

《方案》在规范股权投资的基础上，进一步允许个人参与境外直接投资，为此次改革的一大亮点。个人参与境外直接投资一方面拓宽了民间资本的投资渠道，另一方面也实现“藏汇于民”的目的。

目前的中国创业投资暨

个人参与私募股权市场多以投资基金为主，目前已经成为私募股权募资市场的主要参与者。截至2011年年底，中国创业投资暨私募股权市场LP数量为4930家，其中境内富有家族及个人数量为2257个，浙江地区LP乃至温州地区的LP尤其活跃。

从投资金额来看，清科研究中心观察到部分富有家族及个人的单笔投资规模在1000万元，也有投资人投资金额仅在百万元左右，且参与的基金规模较小；从投资习惯上看，部分投资人投资观念灵活，在熟悉运作流程之后希望自身参与到实际投资中来；从投资风格上来看，多数个人投

资者期待“快进快出”的投资和退出模式。

在投资经验尚未丰富、团队建设不足、风控机制不够完善的情况下，温州民间资本从LP角色转型成为GP，依然缺乏驾驭风险的能力。此外，在系统化的投资管理和增值服务方面也难以继。

且在参与境外投资的过程中，所面临的境外投资保护主义风险、汇率风险、政治风险等因素都需要细致和系统性的考察。作为个人投资者能力有限，我们建议民间资本实现联盟化、规模化，提高自身专业投资能力，在经济周期下行时出海狩猎另类资产，挖掘投资价值的同时注意防范风险。

经营之道

优秀商家的客户沟通术

□吕传彬

国际商用机器公司IBM高级管理人员曾经有一段自述：随着时间推移，良好的服务几乎已经成为IBM的象征……多少年前，我们登了一则广告，用一目了然的粗笔字体写着：IBM就是最佳服务的表征”。我始终认为这是我们以史以来最好的广告，因为它很清楚地表达出IBM真正的经营理念——我们要提供世界上最好的服务。与IBM所签的契约中，不只是机器出租，更包括所有的服务项目。”

从以上这段管理人员的自述中，我们看到，IBM这个业界巨子没有一丝一毫“店大欺客”的架势，而是兢兢业业地甘当客户的“孺子牛”。因为他们最清楚，良好的服务是具有今日声势的根本保证，什么时候忘却了这一点，他们就无法发展，并被别人从霸王地位上赶下去。

大部分公司的助理人员通常只是替老板提提公文包、跑跑腿、传递公文。IBM则专门选用表现优异的业务人员担任三年的主管助理。在这整整三年中，他们只负责一项工作，就是接到任何顾客的抱怨或疑难，务必在24小时内解决。

IBM的“集体服务”也很出色。亚特兰大蓝尼尔公司资料处理的负责人指着该公司使用的IBM主机说：“记得上次我们发生问题时，他们在几小时内就从各处赶到，为了我们的问题，他们请来了八位专家，其中至少有四位来自欧洲，一位来自加拿大，还有一位是从拉丁美洲赶来。”

同样的良好服务还少不了世界顶级汽车销售员乔·吉拉德。吉拉德每年卖出的汽车比其他任何经销商都多。事实上，他每年销售的汽车比第二位要多出两倍以上，在汽车经销商中，实属鹤立鸡群。当有人问吉拉德成功的秘诀时，他坦言相告：“我每个月要寄出1.3万张卡片。有一件事情许多公司没能做到，而我却做到了，那就是我坚信销售真正始于售后，并非在货物尚未出售之前……顾客没有踏出店门之前，我儿子就已经写好‘铭谢惠顾’的短笺了。”

吉拉德的客户在买到车后，每个月都会收到一封不同大小、格式、颜色信封的信。这样才不会像一封“垃圾信件”，还没有被拆开之前，就被扔进垃圾筒，顾客们会看到“我喜欢你！”、“祝你新年快乐，吉拉德敬贺。”2月他会寄张“美国国父诞辰纪念日快乐”的卡片给顾客……顾客们都喜欢这些卡片。吉拉德自豪地说：“你该听听他们对这些卡片的赞美。”

吉拉德的做法绝不是什么虚情假意的噱头，而是一种爱心、一种责任感的自然流露。他说，真正出色的餐馆，在厨房里就开始表现他们对顾客的关切和爱心了。同样，顾客从我这儿买走一辆汽车，将会像刚走出一家很棒的餐馆一样，带着满意的心情离去。当顾客出现问题、要求服务时，我会尽全力替他做到最佳服务……你必须像个医生一样，他的汽车出了毛病，你也为他感到难过。”此外，吉拉德对所有的顾客都一视同仁，同样的关心。他强调的是：“一次一个、面对面、开诚布公”的销售与服务。

当人们的消费水平越过温饱线后，决定购买行为的重要因素不仅仅是价格、质量，还应包括购买时及购买后的心理感受。当工业品的使用客户在价格、质量都不相上下的商品中作出购买抉择时，这种心理感受就会起作用。所以，最高明的销售者往往对此予以高度重视，并通过富有技巧性的服务来传递引发消费者及客户良好心理感受的种种信息，由此而带来良好的沟通。

经济“自愈”推迟“股市时间”

上接01版

如此一来，经济将呈现“自愈”式缓慢修复，尽管软着陆仍是大概率事件，但下滑周期将被拉长，而类似2009年初借力“4万亿”的快速飙升恐怕不会出现。

不过，历史上工业利润转负几乎都伴随着向上的拐点，即使考虑到本轮经济“自愈”可能推迟见底时点，也不可否认经济底渐行渐近、货币政策环境较去年底明显改善的事实。正如1-2月市场的乐观情绪无视通胀数据利空，当前的恐慌氛围对于经济数据的反应未免也有过度之嫌。

回到市场，经济调整周期的拉长将放缓投资时钟指针的转速，真正的“股市时间”或将后移。短期经济下行、盈利下调、政策放松低于预期对股市的影响偏负面，4月如果没有进一步政策放松信号出现，则不排除再次探底的可能性。不过，即使基于悲观预期将2012年A股盈利增速由目前的18%下调至10%，对应的市场底部也在2200点。而不少市场人士认为，“砸坑”之后，二季度末对于政策放松和股市利好制度建设的预期可能会再次回升，届时有望出现一波新的反弹行情。

中国平安人寿投资连结保险(团险)投资单位价格公告

本次评估日期：2012年3月29日

投资账户名称	买入价	卖出价	投资账户设立日
稳健投资账户	1.7311	1.6972	2001年3月31日
平衡投资账户	2.6688	2.6165	2001年3月31日
进取投资账户	3.0748	3.0146	2001年3月31日

下次评估日期为2012年4月12日

以上数据由中国平安人寿保险股份有限公司提供

中国平安人寿投资连结保险投资单位价格公告

投资账户名称	3月23日						3月26日						3月27日						3月28日						3月29日						投资账户设立时间
买入价	卖出价																														

<tbl_r cells="20" ix="2" maxcspan="1" maxrspan="1