创投风向

创投机构抢食新三板资本盛宴

□本报记者 刘兴龙

2014年以来，新三板市场呈现出蓬勃发展势头，不仅挂牌公司数量骤增，定增融资募集资金规模更是从2013年的约10亿元，增加至超过120亿元。随着新三板投资的关注度越来越高，业内人士预测，2015年将有更多VC/PE机构介入，借助项目退出、定增融资、并购重组等方式参与资本竞争。

政策+规模造投资温床

“到2015年1月底，股转系统将审核通过700家企业，总挂牌企业数量将达到2100家。”全国中小企业股份转让系统监事长邓映翎透露。回顾2014年初时，新三板挂牌企业数量只有300余家，仅一年时间，新三板市场已发生翻天覆地的变化。

市场人士指出，新三板市场的迅速扩容得益于多方利益协同，尤其是投资机构的推动功不可没。对于VC/PE来说，在IPO受限的情况下，通过新三板实现部分被投项目股权转让，不失为一条不错的退出途径。

投中研究院分析师宋绍奎表示，近年来，有一批新兴创投机构在新三板市场上极为活跃，如早期涉入的东方汇富，近期踊跃参与的天星资本、凤博投资等。上述机构主要围绕新三板主题开展投资行为，或在企业挂牌之前进入，或在挂牌之后参与，对新三板标签企业的升值空间寄予厚望。一些老牌的VC/PE机构，如启迪创投、深创投、九鼎投资、达晨创投等参与的挂牌企业数量居前，其中存量项目占据不少比例。与此同时，部分机构开始发行新三板主题基金，在存量投资基础上，加大对新三板市场布局。

近年来我国股权投资市场呈现“一大一小”葫芦型架构模式，其中以“IPO”为核心的Pre-IPO投资是主打模式，与之相对应的是以价值投资为主线的“天使&早期投资”。总体来看，前者覆盖企业群体所处发展阶段相对偏后，后者相对偏前，在挖掘项目源过程中，这两种模式的操作方法差异甚大。

过去一年间，证券市场格局发生明显变化：新三板挂牌企业数量飞速增长，做市商制度出炉，转板机制日渐明朗，证监会支持尚未盈利的互联网、高新企业在新三板挂牌一年后到创业板上市。

注册制的提出为本土创投机构注入极大信心。达晨创投董事长刘昱介绍，目前达晨创投上市企业从6家增加到28家，还有22家企业已经申报上市材料，其中新三板挂牌企业10家。

对于本土创投机构而言，注册制出现可以激励他们将资金投入到更为早期的未盈利企业中；而那些未盈利的互联网企业，因为注册制即将推出，可以事先在新三板进行资本市场过渡。

交易制度改革也是推动创投机构积极投身新三板的重要原因之一。据全国中小企业股份转让系统负责人透露，做市商交易模式于2014年8月推出，竞价交易模式有望在2015年择机推向市场。

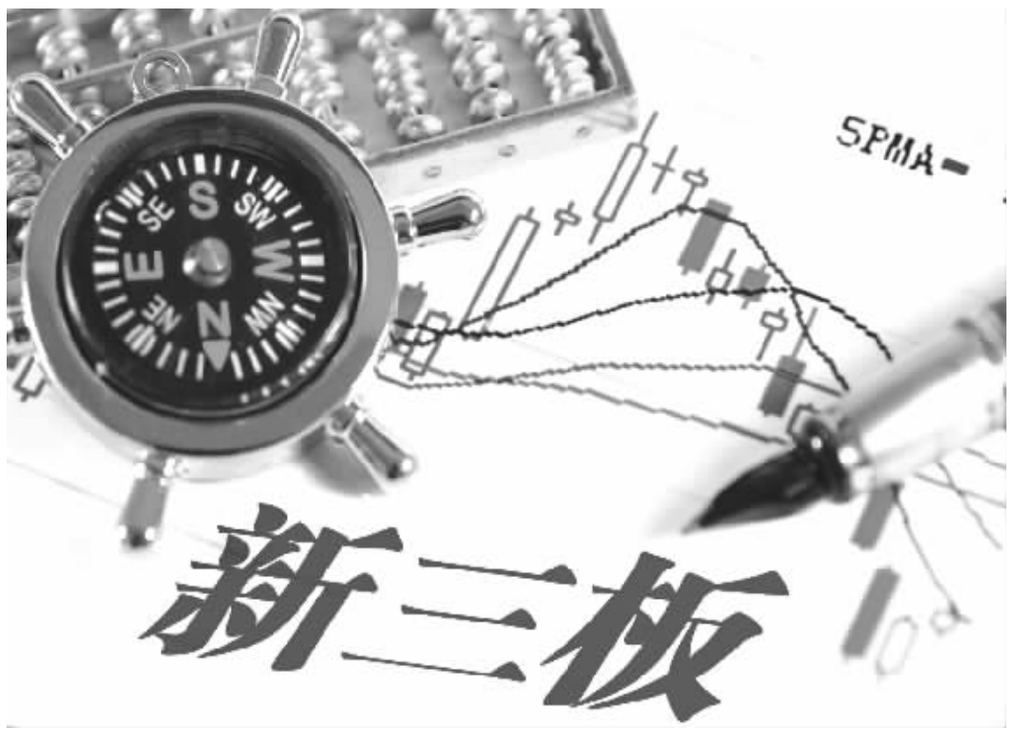
交易制度的完善和规模的扩大营造了良好的投资环境，吸引了众多创投机构参与。2014年4月29日，九鼎投资在新三板挂牌，公开转让说明书显示，其拟申报IPO或新三板企业多达138家。达晨创投目前参与的企业在新三板挂牌已达10家，仅次于九鼎投资。中科招商的投资速度也非常快，目前已参与骏汇股份、铂亚信息、星业科技和金山顶尖等企业。中科招商公开转让说明书显示，其在管项目已挂牌新三板的有10家，还有25家拟申报新三板。

多渠道资本竞逐

2014年新三板企业通过定增融资案例285起，募资金额超120亿元。而在2013年，新三板挂牌企业定增案例仅60起，募集金额10亿元。随着新三板改革加速，挂牌公司数量快速增长，资本对于新三板公司的关注度迅速上升，企业融资额出现爆发式增长。

事实上，虽然新三板定增融资增长迅速，不过整体规模较小，这给创投机构参与提供了空间。除九鼎投资的超大体量募资金额后，平均每家企业定增募资为0.23亿元。就2014年新三板企业定增募资额来看，除九鼎投资外，仅3家企业募资总额超过3亿元，其余前10位企业募资总额均在1亿元上下，说明市场活跃度有待提高。

“目前九鼎投资所投资的企业在新三板挂牌有16家，还有几家正在审批过程之中。从2014年4月挂牌新三板之后，我们所投企业在新三板挂牌数量急速增加。”九鼎投资合伙人康清山表示，目前新三板面临系统性投资机遇。从投资模式上看，九鼎投资既可以参与定向增发，也可以在新三板买股票，还可以设计专门基金直接投资。



CFP图片

除定增融资外，挂牌企业以转板或被并购方式融入A股市场是实现募资诉求的另外两种渠道。已披露信息显示，新三板挂牌企业有8家成功转板；有13家企业被并购，其中9家企业披露数据显示其被上市公司并购。另外，挂牌企业也作为并购方参与到交易中来。

投中研究院报告指出，无论是前期潜伏，还是后续参与定增投资，VC/PE考虑的是有良好的退出环境。在IPO受限情况下，通过“新三板”实现部分被投项目股权转让是退出途径之一。据投中研究院观察，VC/PE在新三板所投企业的主要退出方式集中在挂牌企业转板和被并购两大渠道。

市场资金越来越多地关注有着低廉价格、高成长性的新三板公司。截至2014年12月，共有13家挂牌公司被并购，总交易金额约超百亿元。投中研究院预计，未来新三板市场并购速度与规模将快速增长。

在政策方面，2014年11月23日正式实施的新重组办法对并购的审批将加快并放宽，有助于企业减少并购过程中面临的不确定性风险，有助于VC/PE机构推动其所投资企业接受或发起并购，以实现项目退出。

申银万国研究报告指出，从整体上看，新三板是一片估值洼地，虽然市场内部估值分化大，但多数行业相对创业板明显折价。新三板信息不透明，企业处于初创和成长期，投资者主要是VC/PE，介入与退出方式不同。目前，新三板也是上市公司跨界成长选秀场。截至2014年9月30日，关于上市公司参与新三板挂牌公司，申银万国整理出127个案例，上市公司及其关联方的持股比例达到58%，上市公司直接或间接持股比例为26%。

IDG资本熊晓鸽

设基金投资90后创业者

□本报记者 殷鹏

日前，在30岁以下创业新贵新年狂欢节暨创业邦8周年庆上，IDG资本熊晓鸽分享了自己的投资心得。熊晓鸽表示，过去4年移动互联网发展迅速，已经成为当今创业的主流领域，90后正好赶上了这个好时代。不过想拿到投资，创业者最重要的是做好内容和产品。

2014年IDG设立了一只专投90后创业者的基金，熊晓鸽详解了设立该基金的初衷。他说，现在最大的亮点是移动互联网技术的普及。纵观历史，在任何时期，做投资都要看到当时的主导技术。

“我刚工作时在美国做记者，跑硅谷。那时投资电子是主流，例如做芯片、外部设备、打印机等。我回到中国后开始慢慢专注于计算机方面，然后是网络技术。那一代的互联网创业成功者几乎都是60后，包括马云、李彦宏、马化腾。他们接触这种技术时，要么是在学校，要么是刚刚走出校门。这种技术让他们的工作提高了效率，这就与他们的年龄有关。”熊晓鸽说。

过去4年，移动互联网技术真正发展起来，江山代有才人出，各领风骚数百年。在技术领域能够“领风骚”几年就很了不起，上世纪90年代，中国最牛的公司是摩托罗拉、IBM，而现在摩托罗拉这样的公司已经难觅踪影。

熊晓鸽表示，90后非常幸运，赶上了这个时代，有很多创业机会。“除生产以外，创业的最大难点在于销售。互联网技术尤其是移动互联网技术，使得销售成本变得很低，效率非常高。很早以前我对微软做了深入了解，微软的制胜之道是拿出相当于20%的资金做市场，推销产品，拿出20%的资金做技术研究。比尔盖茨有一个理念：要让每个人安装一个Windows，现在已经实现。在PC时代，人们上网需要很多限制，而移动互联网可以随时随地都能够实现，这样就给创业者留下很大想像空间。”在PC互联网时代，除做电商以外，其他很多东西要靠广告挣钱，现在这种模式仍旧没有改变；而在移动互联网时代，除广告可以继续赚钱以外，内容成为一项很重要的东西。而内容的选择性很强，人们可以把内容做得更细，这样就可以形成很多专有市场。

熊晓鸽说，当年投百度时，中国互联网用户不到两千万人。百度于2005年上市，那时正好中国的互联网用户达到1亿人，现在我国移动互联网用户已快6亿人，是美国总人口的两倍，想像空间巨大。“当然我不是说只能投90后。其实90后基金推出以后，我们2014年在16所高等大学搞了校园创业比赛，投了几十家创业公司，其中有1/3以上的创业者是85后，当然90后更多一些。”他表示，以其做风险投资多年积累的经验来看，很多会融资的创业者最后未必能够取得成功，最终取得成功的往往是那些把精力放在如何为客户提供最好服务的创业者。

市场瞭望

广发银行发布白皮书称 1/3小微企处于“亚健康”

□陈洋

数以万计的小微企业“融资难、融资贵”一直是社会各界高度关注的话题。日前，广发银行发布《中国小微企业白皮书》（以下简称“白皮书”），并推出国内首个“小微企业健康指数”。白皮书显示，1/3小微企处于“亚健康”。业内人士指出，“创业头三年的企业和一些即将被淘汰的行业”中尤其容易出现“亚健康”状态。

调研显示，我国小微企业75%为个体工商户，经营方式以传统家族式“小作坊”模式为主，商业模式以低启动资金的实体店贸易型为主，上下游贸易的实时支付比例高，对经营资金流动性要求高。

“行业竞争激烈”、“成本压力大，利润低”、“整体经济环境不好”、“税负过重”以及“融资难”是这些小微企业经营发展中面临的五大共性问题。小微企业健康指数显示，1/3中国小微企业“综合健康指数”低于基准值，处于“亚健康状态”。医药、文体用品及器材、鞋包行业指数偏低，经营压力较重。

企业主反映，抛开宏观经济和政策环境因素，“筹资扩张困难、借贷难”位列制约企业发展的影响因素第一位。有24%受访小微企业主认为“筹资扩张困难、借贷难”是影响企业发展的主要原因。是否能得到及时、专业的融资服务直接关系着小微企业的健康发展。

“亚健康是指企业的本身活下去的信心不足，能够得到融资的帮助不足，这种情况通常会集中在一些创业头三年的企业和一些即将被淘汰的行业。”广发银行个人银行部总经理吕诗枫表示。

随着银行业的不良上升，小微企业的信贷风险在加大，不少银行惜贷情绪上升，提高了小微企业融资门槛。广发银行副行长王桂芝表示，“小微企业的融资成本是不是在经济下行的时候一定高？未必。因为经济下行，小微企业生意有可能不好做，有效融资需求减少；如果市场好，企业融资需求随之旺盛，那么银行提供的资金受本行贷款规模等因素限制，价格肯定要提上去。”

从广发银行的这场调研结果来看，小微企业融资需求具备周期短、金额小、频率高、时间急等特征，需要金融机构设计个性化的信贷产品及个性化综合金融服务产品，比如除融资服务外，转账结算、代缴税费、证照年审、代发工资以及现金流管理是目前我国小微企业需求最大的金融服务。

业界观察

众筹“自律”加快跑马圈地

□汤凡

当中国众筹业成功“揽客”进入大跃进阶段，日渐庞大的投资者队伍利益该如何保障？众筹到手的产品出现问题的时候，支持者该找谁？有关质量、退换货等售后服务规范的缺失，与中国众筹业高速发展形成鲜明对比，并未受到行业重视。长远来看，这成为国内众筹平台共同面临的问题，更攸关中国众筹业的生死存亡。

日前，京东金融在产品众筹领域，发布《众筹回报服务协议》，着重提及投资者关心的退换货服务，承诺“15天内无理由换货，一年之内只换不修”。规定当发起人收到支持者退回货物时，3个工作日内为其全额退款；在换货方面，15天内无理由换货；该协议要求发起人在收到更换货物时必须在5个工作日内换货。同时，京东众筹承诺为投资者提供1年内免维修，产品直接换新服务。该众筹平台的初衷不仅是为投资者和发起者搭建平台，更重要的是让双方建立深层互动，帮扶更多创业项目变成现实，为投资者所用，从而实现彼此梦想。

在过去一年，以中介为定位的众筹平台呈现触角频伸、不断发展的态势。以开放性、独立性和不单单以商业价值为唯一评判标准的众筹，通过搭建互联网平台、发布资金筹集项目的形式让更多的用户接触更多创业项目的同时，也帮助中小企业及拥有全新想法的个人获取到所需要的资金。

零壹财经数据显示，截至2014年12月，全国众筹平台数量已达124家，而这一数字在2013年12月时还仅为41家，一年时间增长两倍。业内专家指出，2015年众筹行业“只进不出”是一个梦想。在众筹平台数量快速增长的同时，退出的速度也在加剧，同P2P平台类似的跑路事件有可能浮出水面，因此很多众筹平台都在抓紧时间做大做强。

“小票”利益链告急

上接01版

王冬说，“从一级市场参与者角度看，在全民PE时代投了许多项目。此后面临IPO拥堵，基本上不能退出，需要全新的与二级市场对接的方式。很多因素凑到一起，就促成了结构性牛市。”

“先通过定增方式获取上市公司股权，然后通过签订市值管理协议，为上市公司提供战略咨询及产业并购服务，提供并购标的，通过一系列的资本运作，股价自然能上去。”有深圳PE机构这样解释定增、大宗交易、并购重组、市值管理这四者与股价上涨的关系。在具体角色上，上市公司是主体，PE或者其他大资金为主要推手，PE或者其他大资金通过参与定增、大宗交易等方式收集筹码。完成筹码收集之后，便开始帮助上市公司在上下游产业链寻找并购标的，以坐实公司业绩，刺激股价上涨。

而私募、公募及其他资金，可以视为跟风资金，处于整个生态链下游。当然，在实际操作中，参与定增的机构会与上市公司大股东或实际控制人签订保底协议、对赌协议，参照PE行业的潜规则，既可以对赌股价，也可以对赌业绩，以放大收益率水平。这种做法可以增加股价弹性、延长机构持股时间。

上述生态链建立的基础都在于“股价必涨”，但是现实情况是，小股票故事讲不动了，股价上不去了，小票生态链面临断裂的可能性。

基金经理两边下注

事实上，市场风向已经发生微妙变化。Wind数据显示，2014年以来已披露定增预案的上市公司中，有超过50多家上市公司股价跌破发行价。此外，2014年12月，A股公司并购重组失败案例激增，终止重组的上市公司总数接近30家，创下2014年月度新高。

2014年12月19日，证监会通报了18只涉嫌操纵股价和违规违法的股票，着重表示，市场上出现“以市值管理”名义内外勾结、通过上市公司发布选择性信息配合等新型手段操纵股价的案件。监管的高压正在加速撕裂小票生态链。

“这次事件对于市场心理层面的打击更大，毕竟2014年以来，很多上市公司通过做市值管理、讲故事不断把股价推高，在此过程中多多少少会涉及不合规操作。一些勾兑严重的股票，参与资金出于安全性考虑，肯定会偷跑。一旦打开缺口，践踏惨剧不可避免。”有深圳私募人士说。

小票生态链的变化中断了其股价上涨的逻辑，而跟风资金的悲观情绪也会加速小票股价坍塌。“公司出了这么好的送转方案，但是股价还是跌停，真是不可理喻，让人崩溃。”本周在重仓的创业板股跌停之后，深圳一位私募气馁地表示。按照以往经验，当日开盘以前，该私募满心以为会迎来上涨行情。

“看不懂”、“不理解”已成为投资人士挂在嘴边的热门词汇。“急促的行情已经基本改变了市场原来的博弈格局。2014年底很多机构可能出于锁定业绩的考虑形成默契，所以小票虽然跌，但情况不严重。不过，这改变了此前市场对小票的良好预期。我现在的做法是大盘股拿一点、小盘成长股拿一点。”深圳一位公募基金经理说。

陈凤英：美元走强 为中国提供战略机遇

上接01版

另外，市场对美国加息预期提前的预判也促使美元指数走强。有业内人士预计，2015年二季度美国将加息，这一预期加速了资本回流速度，使美元指数上涨。

经济走势与货币正常差异，决定了美元相对于欧元、日元将维持强势。未来不排除欧元与美元出现平价，美元指数突破100以上的情况。

中国证券报：如何判断未来美国利率情况？

陈凤英：美国利率不会快速上涨，预计美国加息将会以每次25个基点慢步走。美国利率现在是0.25，2015年可能升到1.5或2。

中国证券报：2014年人民币对美元汇率作别单边升值的“旧常态”，出现2005年汇改以来首次年度贬值。未来人民币汇率走势如何？

陈凤英：未来人民币汇率将保持双向浮动。人民币贬值和升值压力都会存在。美元回流加上近几年中国对外直接投资量持续增加，以及美国货币政策收紧，这些因素可能导致人民币汇率在未来持续有贬值压力。但由于欧日量化宽松货币政策不断加码，人民币相对于美元外的货币存在升值压力。

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	12月31日		1月5日		1月6日		1月7日		1月8日		投资账户设立时间
	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	
平安发展投资账户	3.1992	3.1365	3.2372	3.1738	3.2556	3.1918	3.2618	3.1979	3.2357	3.1723	2000年10月23日
平安保证收益投资账户	1.6751	1.6422	1.6761	1.6432	1.6763	1.6434	1.6765	1.6436	1.6767	1.6438	2001年4月30日
平安基金投资账户	3.639	3.5677	3.6894	3.6171	3.7187	3.6458	3.7143	3.6415	3.6842	3.612	2001年4月30日
平安价值增长投资账户	2.0437	2.0036	2.0574	2.0171	2.0596	2.0193	2.0634	2.023	2.0541	2.0139	2003年9月4日
平安精选权益投资账户	0.8611	0.8443	0.8741	0.857	0.8907	0.8733	0.8891	0.8717	0.8886	0.8712	2007年9月13日
平安货币投资账户	1.3153	1.2896	1.3168	1.2909	1.3172	1.2913	1.3174	1.2915	1.3177	1.2918	2007年11月22日

以上数据由中国平安人寿保险股份有限公司提供

说明：

1、平安世纪红利投资连结保险投保人以投资账户、平安发展投资账户、平安基金投资账户和平安价值增长账户；平安聚富优选两全投资型保险、平安聚富优选年金保险、平安世纪才智投资连结保险及平安嘉定金生投资连结保险设平安发展投资账户、平安基金投资账户、平安精选权益账户和平安货币投资账户。

2、本表数据单位价格仅反映投资连结保险各投资账户以往投资业绩，并不代表未来投资收益。客户可以通过本公司的全国客户服务热线95511、中国平安保险网站（http://www.pingan.com）、客户服务手册以及保险顾问查询相关证保单信息。

中国平安人寿保险股份有限公司

中国平安 PING AN

中国平安人寿万能保险结算利率公告（利率公告：2014—12）

中国平安人寿保险股份有限公司于2015年1月10日公布2014年12月万能保险结算利率：

险种类型	日利率	年化利率（日利率乘以365折算）
平安个人万能保险	0.00011644	4.250%
平安个人银行万能保险	0.00011644	4.250%
平安聚富优选两全保险（万能型） 平安福满财盈终身寿险（万能型）	0.00013699	5.000%

下次利率公布日期：2015年1月17日

说明：

平安个人万能保险目前包括平安智富人生终身寿险（万能型，A）、平安智富人生终身寿险（万能型，B）、平安智富人生终身寿险（万能型，A，2004）、平安智富人生终身寿险（万能型，B，2004）、平安智盈人生终身寿险（万能型）、平安世纪赢家终身寿险（万能型）、平安附加赢定金生终身寿险（万能型）、平安世纪天骄终身寿险（万能型）、平安逸享人生养老年金保险(万能型)、平安智胜人生终身寿险（万能型）、平安智慧星终身寿险（万能型）、平安附加两全保险（万能型）、平安附加聚财宝两全保险（万能型）；平安个人银行万能保险目前包括平安稳赢一生两全保险（万能型）、平安稳赢一生两全保险（万能型，Ⅱ）、平安金玉满堂两全保险（万能型）、平安金彩人生两全保险（万能型）、平安附加聚富步步高两全保险（万能型）、平安附加随享人生终身寿险（万能型）。

本次公布的结算利率数值仅适用于2014年12月份，并不代表未来的投资收益，平安个人万能保险、平安个人银行万能保险的结算利率每月公布。客户可以通过我公司官方网站（http://www.pingan.com）、全国客户服务热线95511以及保险顾问查询相关的保单信息。

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 PING AN