

创投风向

医药行业现大额融资 另类风投模式崛起

□飞鹏

虽然生物医药比其他行业更有成长性和创新活力，但由于产业具有长周期、高风险、高投入和潜在高回报的特点，资本对生物医药产业既爱又怕，这促使一些另类风险投资模式受到追捧。

争夺进入白热化

清科研究中心发布的最新数据显示，2012年2月中国创业投资暨私募股权投资市场共发生投资案例29起，25起披露了金额，涉及约6.05亿美元。其中，生物技术、医疗健康行业表现尤为突出，4起投资案例涉资约为2.75亿美元，占比高达45.4%。

针对愈发频繁的医疗健康投资案例，卫生部卫生发展研究中心主任张振忠表示，未来5-10年，药品研发与生产、医疗器械本地化的研发与生产、服务于高端医疗的医院、直接服务于医疗卫生的信息产业和健康保险5大领域将最有价值。

有数据显示，中国70%以上的已上市医药企业得到过VC/PE直接或间接的支持。而现在，VC/PE争夺医疗健康企业更进入白热化阶段。IDG资本投资12

另类风投模式兴起

现在，生物医药VC投资往往需要有协同投资的机构共同投入足够的资金。过去几百万美元就可以支持一家初创型公司，现在没有几千万美元甚至上亿美元投资，要做成功一家生物公司几乎是不可能的事。但是IPO市场不景气，即使上市成功，公司估值也不高，上市后跌破发行价的情况比比皆是，这让准备套现退出的投资者欲哭无泪。鉴于生物医药风险投资的新特点，2011年以来兴起了一种另类风险投资模式，即以新药研发资产为核心，设立虚拟公司或联盟的投资模式。

这与过去流行的从大公司的转移非重磅资产、设立特色药公司的做法不同，缘起传统VC支持的中小研发型企业由于后续融资难，研发项目停顿或资产搁置，

企业面临巨大损失。所以，从资产管理和风险控制角度，这是风险投资公司自我保护的投资管理模式。据悉，在我国也有这种模式的初步尝试，将海外风险投资公司下属生物医药企业的无形资产打包注入新设立的药物研发公司，使这些资产不至于因为企业倒闭而被低价拍卖流失。

去年CMEA Capital风险基金发起成立一家虚拟公司，主要通过技术转让模式，获得有自主知识产权的公司，迅速推进到临床试验。一旦有临床验证数据和结果，就与大厂达成合作协议，获得技术合作转让金，后期开发负担则由大厂买单。

不仅风险投资公司在努力探索新的投资模式，其背后的有限合伙人也有兴趣采纳新的投资策略。由于投资一家功能齐全的生物医药公司花费大、周期长、风险大，因此大厂和生物技术公司也对这种模式相当感兴趣。它们逐渐明白，如果早期介入这些创新研发公司，有可能失去未来的市场机会。

特色药物公司受青睐

当然，不是所有风险基金都在做类似的大刀阔斧的改



CFP图片

革。在生物医药界，保守的投资

理念和模式还将占据行业主流相当一段时间。那些仍然偏好投资晚期阶段的风险投资者，也需要做适当调整，选择成功率较大的领域，比如特定治疗领域、抗生素、生命科技领域、

医疗信息技术等。

不管采用新模式还是老模式，VC/PE机构都在寻找和尝试一些新东西。因为生物技术产业永远是在动态中求变求发展，不可能用30年前的思维和模式去投资和管理新的项目和公司。

特色药物公司仍然是风险投资者比较喜欢的标的。过去一段时期的投资记录显示，相对而言，投资规模小、周期短、目标明确的医药研发公司比大型多元化业务的公司更受欢迎，关键是不要把所有鸡蛋放在一个篮子里。

空头老樊的“3·14”

◀ 上接01版

主流机构欲三招迎敌

3月14日録羽而归后，拥有四家不同券商交易账户的老杨发现，四家券商给他的VIP信息简直就像是同一人所写，大意均是：未来下跌空间不大，市场在调整后会重拾升势。

新“空军司令”实力不容小觑，在一个仍然以做多为主的市场，一些主流机构开始密集布防，欲达到阻击空头的目的。中国证券报记者收集了包括招商证券、东北证券、部分基金和私募等十家机构的观点，他们认为，下跌反而是建仓良机。在业内人士看来，这些机构应对空头的手段主要有三个：一是聚人气，二是换防线，三是寻突破。

申银万国等券商表示，本周三的大幅下挫是由于经济基本面之外的一些不确定因素引发的恐慌，对此市场可能已经有了较为充分的消化，未来股指下跌的空间已然不大。从政策方向上，前两月信贷不利、CPI下行等信息都表明，政策的微调空间更大，未来流动性有望得到进一步改善，因此投资者不必对调整太过悲观。平安证券更是强调其“上半年无大风险，下半年无大机会”的策略基调。

券商在这个市场的作用往往是聚人气，基金则在防守上起着较大的作用。有至少来自3家不同基金公司的基金经理明确表示，A股在短暂调整后会重拾升势，后市看好蓝筹股。深圳某拟任基金经理杨先生表示，目前蓝筹股的风险收益比非常

具有吸引力，对于价值投资者来说，一个难得的历史窗口已经打开。”

市场既需要人气，也需要一批稳定的筹码，但若想彻底战胜空头，还需要有一批具有号召力的激进品种。”深圳新华鼎资本管理投资决策委员会主席名道说。

平安大华基金一位研究员向中国证券报记者表示，非常看好消费类品种。近期，市场上有一批私募相当看好汽车股和医药股，不过这两个板块还未完全启动，首先启动的反而是白酒。而白酒是从维维股份开始，维维股份涉足贵州醇后，连续拉出五个涨停板，紧随其后的是一批参股白酒的企业，如顺鑫农业，还有一些主业是葡萄酒的公司，如ST中葡。这批股票就是突围的最好品种。不过，如果维维股份不再涨停，那么这批股票就会停止上涨。”

虽然目前主流机构普遍看好，但面对市场的反反复复，“行股”多年的基金经理王先生始终有些志忑。

今年二季度很可能出现较大的系统性风险。”老王说。在他眼中，有些事件就像幽灵一样始终困扰A股。美国的经济复苏会导致热钱回流，吸走A股原本就略显干涸的资金。地方政府的融资平台问题、房地产泡沫、信托危机等“重磅炸弹”不知何时引爆。他说，如果短期内没有相应政策出台，市场可能会止跌反弹，但他依然会在市场企稳反弹的过程中逐步减仓；如果有相应措施出台，即使是在市场下跌的过程中，也会逐步减仓。

这也许是新版“空军一号”坚持做空的主要依据。

罕见逆差只是暂时现象

◀ 上接01版

第二，人民币升值压力将出现一定程度减轻，人民币不再是一种低估的货币。我们从去年以来即预计人民币告别持续升值时代，开始双边波动。

温总理在政府工作报告中指出，2012年经济增长目标为7.5%（往年一般为8%）。同时，管理价格压力

也是政府的工作重点。走低的经济增长率和走高的通胀率的组合与我们长期以来的评价相符。中国经济的增长潜力将低于金融危机之前，一部分是由于出口增长疲软导致贸易部门部分资本存量失效所引起。在这种情况下，与过去十年相比，中国在未来几年的经济增长和通胀曲线较为不利，除非国内的经济改革大幅提升非贸易部门的国内产能。

信托搭桥 银行理财“暗渠”通股市

□本报记者 高改芳

条条“暗渠”通股市，银行理财资金如涓涓细流，入市细无声。结构化信托是“暗渠”中最主要的一条。分析人士认为，未来银行理财资金入市的渠道可能包括，直接在券商开立股票账户，或委托基金公司以基金专户形式投资股市。

借道信托

房地产投资“熄火”，实际上给证券市场投资添加了“燃料”。

某信托公司部门总经理程东最近一直奔波于银行和券商之间，发行证券投资类结构化信托产品成了他目前唯一的业务增长点。自从2010年下半年银监会发布72号文，叫停融资性信托产品的发行后，信托公司70%以上的业务陷于停滞，其中的重灾区是房地产信托。为了能延续近两年来年薪百万的“好日子”，包括程东在内的信托经理都把宝押在银信合作证券投资上。

近两年来，各家银行都在滚动发行期限不一、收益率各异的理财产品。而募集到的理财资金往往组成资金池。资金池对接的资产范围广泛，包括各类债券、票据、信贷资产和信托产品等。

程东现在的重点工作就是把银行理财资金引到结构化信托产品（优先级）里。通过这些银信对接产品，银行、信托公司帮助投资人间接参与股票二级市场交易，或者股票定向增发。

“对银行理财资金而言，用结构化信托方式‘过个桥’，理财资金就进入股市。通过劣后级对优先级的保障，普通投资者可拿到5%左右的固定收益，银行理财资金因此规避

了直接投资股票的风险，客户、银行与信托公司皆大欢喜。”程东说。

结构化信托是目前引导银行理财资金入市最常用的工具。具体做法是把信托计划的委托人（即投资者）分为劣后或称一般、次级投资者）和优先投资者两种。老百姓认购银行的理财产品，充当信托产品的优先投资人。机构投资者或券商“大户”是劣后受益人。优先和劣后投资者通常有个资金配比，假如该比例为2:1，则银行发行理财产品募集了2亿元，那么劣后投资人就要出资1亿元。当信托财产发生本金亏损时，劣后受益人的1亿元要先承担。而如果约定优先受益人的年收益率为8%，即便信托计划结束时实际获利达到30%，优先投资者也只获利8%，剩余22%的盈利都归劣后受益人。

“证券投资类结构化信托产品恐怕是目前银信合作当中唯一畅通的途径。”程东介绍。

“暗渠”通证券

这些年券商看到证券投资类结构化信托产品的市场机会，早已主动出击。在上海某知名券商供职十余年后，老边成了投资界名人。在他博客的显眼位置，推荐了一款“伞形结构化信托产品”。通俗地说，就是在一个主信托账号下，设置了若干个独立的子信托。每个子信托都是一个小型结构化信托，单独投资操作和清算。这种伞形信托能够帮助小私募基金以杠杆融资方式放大资金量操作股票，老边大肆宣传其所在的知名券商正在发售的这款产品。

银行也很愿意理财资金进入此类伞形信托。因为银行可以获得信托资金托管费收入，优先级产品的销售收入，优先级产品收益扣除给老百姓的收益之后剩余部分为银行的理财手续费收入。因次级受益人的资金多为券商、投资顾问在发行银行体系外寻找，因此银行还将获得次级受益人贡献的存款。

结构化信托是私募基金最长采用的、吸引理财资金的方法。绝大多数证券投资结构化信托产品都投资于股票二级市场。而目前处于风口浪尖的私募基金博敛数君更是将银行募集的理财资金，通过与信托、有限合伙企业或基金专户合作，投资于许多股票的定向增发。去年，外贸信托-博弘定向增发指数型基金（结构化）集合资金信托计划发行了三十多期。

某国有银行个人金融部负责人承认，银行理财资金一直通过信托公司创设的信托产品进入股市。银行一般是利用存量理财资金池中的一部分认购信托，或者专门针对信托产品发行一款理财产品对接。信托产品可针对银行理财资金的喜好，设计成管理型或结构化。由于管理型信托产品收益不确定，目前许多银行不愿认购管理型产品，而偏好结构化信托产品。

据用益信托工作室统计，截至2012年2月26日信托公司推出的证券投资类信托产品共有1641只（不包含期间已清算、终止的产品），其中结构化产品有478只，占比高达29.13%。

甩开信托公司？

“目前银行理财资金入市基本都要通过信托公司。如果银行撇开信托公司，直接到券商开立股票账户，投资证券市场，信托公司如何安身立命？”程东私下琢磨。

有消息称，银行理财资金有望委托券商实施资产管理，即以券商定向资产管理产品的名义，开立沪深股票账户，由券商负责证券投资操作。

除了出于自身利益的考虑，信托界人士普遍认为，银行理财资金直接在券商开户恐怕会带来不小风险。因为银行理财资金通过信托公司进入证券市场，银行和信托公司之间会事先签署资金信托合同，明确约定银行资金来源性质。在此种操作模式下，银行不能动用存款等负债类资金进行股票投资。

此外，在银行把理财资金划给信托公司时，通过划款记录，可以分辨出银行划来的该笔资金是来源于理财账户还是存款账户，这就增加了一道“防火墙”。

“历史上银行资金通过券商委托理财而损失惨重的例子很多。”程东说。为此，银监会在2009年7月下发的《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》，明令禁止银行理财资金投资二级市场股票或相关的证券投资基金。

金融业内人士邓举功表示，银行理财资金只能通过信托间接接入，既可以防止银行存款资金蒙混“越界”风险，又可以发挥信托的灵活性，在信托产品结构方面引入多种创新设计，满足银行理财的许多个性化需求。

无论怎样，哪怕只有10%的增量理财资金入市，也将极大提振股市信心。公开数据显示，2011年我国银行理财产品发行数量为19176款，发行规模为16.49万亿元，较2010年增长幅度高达1.34倍，而2011年A股流通总市值不过16.36万亿元。

创富故事

小小尿垫成就尼西奇

□王祖远

尼西奇股份公司是日本福冈市的一家中小企业。有职工1000多人，资本3亿日元。但是，它的年销售额却高达120亿日元。这家公司专门生产婴儿尿垫。它创业至今已有90年历史，日本市场上的婴儿尿垫70%以上是尼西奇公司生产的。这个资金、人员都有限的企业，不仅是日本的“尿布大王”，而且是世界上最大的尿布专业公司。现在，西欧、美洲、大洋洲、非洲以及东欧市场上都出现了大量尼西奇公司生产的尿垫，而且每年销售额仍以20%的速度递增。

尼西奇公司规模不大，经营的又是大厂家不想生产的小商品，却取得如此出色的成就，其奥妙何在？

尼西奇公司1921年创业以来，一直以生产和销售婴儿尿垫为主。第二次世界大战结束时，这家公司仅有职工30多人，生产雨衣、游泳帽、卫生带、尿垫等橡胶制品，由于订货经常不足，企业经营很不稳定。战后的日本，经过经济复兴时期，国民经济开始好转，人民生活水平日益提高，生活方式也逐渐发生变化。有一次，尼西奇公司看到一份日本人口普查的报告，得知日本每年大约出生250万个婴儿。他们想：现在人们生活方式都在变化，如果每个婴儿用两条尿垫，一年就需要500万条，这是一个相当广阔的市场。如果把眼光放到国外，市场就更大了。而生产尿垫，正是尼西奇公司的专长。于是尼西奇公司变成了尿垫专业公司，集中力量，创立品牌。

尼西奇公司为了满足日本战后生育高峰带来的对婴儿尿垫的需求，集中力量大力发展婴儿尿垫和尿布的生产，不断研制新材料，开发新品种，在激烈的竞争中站住了脚跟。其他服装公司虽然也生产尿垫，但他们毕竟不是专业公司，因此，在尿垫的竞争中纷纷败北。尼西奇成为日本占垄断地位的尿垫公司。市场上每三条尿垫，就有两条是尼西奇的产品。

尼西奇的经营者认为，作为一个中小企业，财力、人力、技术都有限，如果什么都想搞，到头势必样样搞不成，只有扬长避短，另辟蹊径，搞专业化才有出路。婴儿尿垫虽然是小商品，但它却是人们生活中不可缺少的东西。只要根据消费者的需要生产，任何小商品都可以变成有销路、有市场的大路货。尼西奇走的正是这样一条道路。它沿着专业化方向办企业，经过十几年努力，尼西奇牌的婴儿尿垫现在已经和丰田汽车一样有名。几乎所有的大百货公司、超级市场、儿童用品商店里都陈列着尼西奇的产品。尼西奇已成了日本首屈一指的“尿垫大王”。

破解现金流

典当行 助力小企业融资

□周琳

中小企业、小微企业短期融资周转有了新选择。通过典当行，小企业主可以利用名下房产、汽车快速盘活资金。

资料显示，我国中小型微型企业已经获得飞速发展，成为推动经济发展的重要力量。据统计，我国99%的企业是中小型企业。他们贡献了国内生产总值的60%。但中小企业、小微企业融资难、成本高的情况始终难以改善。

业内人士指出，当企业发生现金流周转困难、资金链存在断裂风险时，传统的银行抵押贷款业务并不能以最快速度对其融资需求做出反应。一方面，银行受资本充足情况限制，不能对所有贷款业务做到有求必应；另一方面，不少小企业具有“轻资产”特点，财务状况不够清晰，使得其按约还款能力受到质疑。而典当行的优势恰恰是行动快捷且风险可控。据了解，为了更全面地服务小企业融资，近年来典当行业加大了对企业主个人多元化资产抵押融资业务的研究。北京宝瑞通典当行近日为小微企业主提供快速融资息费优惠，汽车典当息费降低近50%，最低息费2.5%/月；房产典当息费降低近30%，最低息费2.5%/月。此次息费优惠将持续半年左右，范围仅限于房产、汽车典当业务。

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15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	1.7308	1.6969	2001年3月31日
平衡投资账户	2.7338	2.6802	2001年3月31日
进取投资账户	3.2156	3.1526	2001年3月31日

下次评估日期为2012年3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、平安团体退休金投资连结保险和平安汇盈人生团体投资连结保险设稳健投资账户、平衡投资账户、进取投资账户,供投保平安团体退休金投资连结保险和平安汇盈人生团体投资连结保险的团体客户选择。

2、本次投资单位价格只反映投资连结保险各投资账户以往的投资业绩,并不代表未来的投资收益。客户可以通过本公司的全国客户服务热线95511、中国平安保险集团网站: (http://www.pingan.com)、客户服务柜面以及保险顾问查询相关的保单信息。

中国平安人寿保险股份有限公司

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9日		3月12日		3月13日		3月14日		3月15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	2.6254	2.5740	2.6248	2.5734	2.6371	2.5854	2.5983	2.5474	2.5937	2.5429	2000年10月23日
平安保证收益投资账户	1.4812	1.4522	1.4817	1.4527	1.4819	1.4529	1.4821	1.4531	1.4822	1.4532	2001年4月30日
平安基金投资账户	2.9116	2.8546	2.9089	2.8519	2.9279	2.8705	2.8627	2.8066	2.8528	2.7969	2001年4月30日
平安价值增长投资账户	1.7733	1.7386	1.7737	1.7390	1.7741	1.7394	1.7711	1.7364	1.7718	1.7371	2003年9月4日
平安精选权益投资账户	0.6776	0.6644	0.6773	0.6641	0.6821	0.6688	0.6664	0.6534	0.6651	0.6521	2007年9月13日
平安货币投资账户	1.1581	1.1354	1.1583	1.1356	1.1586	1.1359	1.1587	1.1360	1.1588	1.1361	2007年11月22日

中国平安 PINGAN

财险·寿险·养老