

创投风向

VC天使化 争抢早期项目

估值泡沫日渐吹大

□本报记者 姚轩杰

近日，在清科举办的“第十四届中国股权投资年度论坛”上，多路PE/VC对今年的创业热潮感慨良多，全民创业时代的来临似乎给创投行业带来了巨大利好。

值得注意的是，早期项目的机会导致PEVC化、VC天使化、天使机构化，促使一些热门项目出现“哄抢”，这在一定程度上吹大了估值泡沫。有业内人士担忧，随着热点概念逐渐褪去，2015年在互联网金融、在线教育、移动互联网等热门领域的风险投资或会出现降温，估值泡沫会部分瓦解，一些创投机构和创业公司恐迎来危机。

从“土豪”到“保姆”

“PEVC化、VC天使化、天使机构化”已经成为业内的流行态势。多位投资人表示，VC在投资链上如此迫切地“向前看”，根本原因在于国内的中晚期成熟项目越来越少，投资机构面临着僧多粥少的尴尬局面。

“做好上市准备的企业基本上都是优良企业，苗子虽好，但数量有限。尤其随着国内投资机构日渐增多，关注中后期的VC太多了，一有好项目，大家就一窝蜂地争抢。现在好项目越来越难找。”三屋集团大石创投副总裁张伟国说。

深圳市创东方投资有限公司合伙人肖珂表示，整个PE行业的VC化是一个明确趋势。“VC/PE行业呈VC化的趋势可能会有变化，但总体来说是一个行业分化的过程，也是更加健康，更加成熟的过程。以前集中在Pre-IPO阶段，逐渐变成一个向两端走的方式，而且行业逐步分化，其实分化本



CFP图片

身就是一种成熟的表现。”肖珂认为这种趋势是正常的行业规律。

随着创业热情不断被激发，现在越来越多的90后成为创业主要力量。“90后创业”是今年创业圈最热门的话题。但从投资角度看，赛富亚洲投资基金创始管理合伙人阎焱提醒：“90后不要认为自己都是天才，创业是件苦差事。现在是全民创业，其实说句老实话，创业只适合人类中的少数人，我们如果从一个概率的角度来讲，创业成功的比例连1%都不到。投资更要慎之又慎。”

对于众多投资者而言，VC和天使投资的玩法截然不同，扮演的角色也完全不同。越是早期

项目越需要投资机构具有专业能力和独到眼光。

“初早期项目对于资金的需求远不如中晚期项目，但对前者投入的心力却是后者的几倍甚至几十倍。中晚期项目几乎不需要风投做什么事，天使项目则从项目本身到团队/股东结构、客户资源、投资方向等多方面，都需要风投做出全面评估。”在多位投资机构合伙人眼里，对于早期项目的发现、培育，几乎都是这样的感受。有风投发言，过去当个“土豪”就行了，现在得做“保姆”。

估值风险显现

“我们最近看了很多案子，

A轮融资是5至6千万美金，B轮融资就已经是几亿美金了。现在台风来了猪都会飞。”今日资本创始人及总裁徐新感叹。

今年以来，随着京东、聚美优品、阿里巴巴等公司的上市，不少公司的融资估值水涨船高。创业公司的估值不断飙升，这会不会成为一个行业趋势？对此，一些投资专家给出了自己的答案。

“以前出现过全民PE，后来死了很多PE，全民VC将来也会有很多人折翼。硅谷有一个笑话，当出现一家大公司上市，满大街会出现一些天使，这很生动地反映了估值泡沫的特点。创业公司的估值泡沫来源于两个方面：一是基本面，互联网或者是移动互联网对传统行业的颠覆速度和渗透力越来越强，越来越快，这超出我们的预期，所以对未来的看好造成现在估值的快速上升；二是大量PE往早期项目转移。”北极光创投董事总经理李立新说。

李立新认为，泡沫化是早期投资不可避免的现象，减少风险的最主要方式就是选细分行业中的领先者。“如果这个团队和项目能够在生态链中有所作为，那么高估值不是问题。”

澳银资本创始合伙人熊钢对此也深有同感。“余佳文，课程表的创始人，最近很火。很多人问我的意见，我就来了一句，别把地沟油当成心灵鸡汤。”熊钢反感炒作创业，也建议投资者构合伙人眼里，对于早期项目的发现、培育，几乎都是这样的感受。有风投发言，过去当个“土豪”就行了，现在得做“保姆”。

追涨是必须的 轮动是必然的

◀ 上接01版

痴迷成长者移情

“我虽然不是坚定追涨者，但本周也调仓了。”这是公募基金经理周易（化名）最新投资策略。

周易是典型的选择型基金经理，在弱势行情中善于发掘那些估值合理、成长性良好、质地优良的公司。他有着一整套成长股投资逻辑，在近两年的小盘股结构性行情中屡试不爽。在他的仓位配置中，更多的超额收益来自那些不为普通投资者所熟知的非白马股。对于这些标的，他都经过了精心筛选，绝大多数要进行实地调研及长期研究。面对此轮牛市行情，一直“咬定成长不放松”的他本周也将部分仓位移至蓝筹股。

他的调仓范围不仅仅包括银行、券商等热点板块，还包括钢铁、有色等传统低估值的蓝筹股板块。

周易说，对于蓝筹股，公募基金还是有些基本仓位，但总体而言拿得不多。统计数据显示，在今年三季度，公募基金仅持有458.65亿元的金融股，占净

值比例为3.71%，在所有行业占比中排名第三。其中，券商股为不少公募基金重仓，前十大重仓股中包含券商股的基金达298只，累计持有数量为144810万股。

适度调仓、均衡配置也是银河证券高级投资顾问任承德的建议。任承德认为，当前市场环境，投资者应采取“一半蓝筹、一半成长”的配置策略。在蓝筹股中，银行还有15%至25%的上涨空间，券商、保险作为牛市中弹性较大的板块也是关注的重点。

板块轮动是必须的

“在强势板块暴涨，而其他热点又较为多变的情况下，不盲目调仓追涨的操作思路是有其合理性的。”申银万国证券研究所首席市场分析师桂浩明称，对于激进的投资者来说，应该多考虑用好包括股指期货以及分级基金在内的投资工具，这样就有较大机会在指数飙升的背景下跑赢大盘。他认为，目前多数股票都能够上涨，投资者不要轻易换股。

不过，亦有机构人士提醒，从技术

部分风投面临危机

今年以来，在线教育、互联网金融以及O2O等热门领域创业热潮最强劲，也是资本砸钱最多的几个行业。

据统计，自2013年初以来，平均每天有2.6家在线教育公司诞生。除了百度、腾讯、网易等巨头奋力布局之外，淘宝、小米、金山也纷纷杀入在线教育领域，为本就炙手可热的在线教育再添一把火。截至2014年9月，获得投资的在线教育企业达到60家以上，其中超过15家是2014年刚上线的项目，有的刚上线一两个月就获得了投资，更甚者，项目还没上线就拿到投资。但据黑马统计，在110多个曾有一定知名度的在线教育项目中，已经死掉30个项目，其中不乏创办过世纪佳缘的“小龙女”龚海燕的梯子网。

而炙手可热的互联网金融，今年底集中爆发跑路潮。据网贷之家统计，2013年共有70家P2P公司跑路或倒闭，而今年10月、11月已经跑路和倒闭的P2P公司就达77家，今年全年的跑路和倒闭的平台数量有可能超过200家。

据悉，在这些热门领域，一些创投机构投资了不少公司。展望2015年市场，大部分投资人认为，随着热潮消退，一些创业公司和投资机构可能面临危机。“每波热点过后，市场上的投资数量和金额就会明显下降。当年的团购、电商就是如此。明年，在线教育、互联网金融等热门行业，公司倒闭和经营不善的概率很大，投资者自然会变得谨慎。因此，创业公司将面临资金链断裂风险，而这会导致已投资的PE/VC血本无归。”一位不愿具名的投资人说。

分析等多个角度看，大盘调整风险在加大，一旦量价背离局面严重起来，调整力度会加大。要随时警惕急跌带来的融资盘爆仓等阶段性冲击风险。在这种情况下，专业投资机构在把握行情和防范风险方面是优于普通投资者的。

对于后市走势，投奔私募的“基金一姐”王茹远认为，此轮行情是在完成大盘蓝筹股的估值修复，同时在挤过去两年成长股的泡沫。成长股中又有价值凸显的品种调整出价值，再次处于好的买入位置。“在经济转型背景下，那些真正从百亿元级别到千亿元级别的公司一定会诞生于新兴产业。以创业板为例，市值在200亿元以上的公司屈指可数，大部分在50亿元至100亿元之间。在一轮一轮涨跌洗涤之后，真正有巨大上涨空间的成长股在此轮牛市会复制上轮牛市传统产业龙头股的强者风范。”她表示。

王茹远称，在一轮行情中，板块轮动是必然的。当前来看，还没轮完，依旧有低估的板块和个股。理论上还是有较为乐观的后市值得期待。

市场瞭望

医疗消费两投资平台就位 弘毅投资瞄准新标靶

□本报记者 傅嘉

在2014年弘毅投资年会举办期间，弘毅旗下的医疗服务投资和管理平台公司——弘和医疗CEO张晓鹏首次对外亮相，并对外解读了之前弘毅对上海最大的民营医院——杨思医院的投资逻辑。张晓鹏表示，弘和医疗的中期目标是在未来3年内投资10家至10家医院，这意味着未来弘毅在医院领域的投资会以极快速度追赶同行。实际上，针对如今下游的变化，弘毅投资除了医疗平台之外，专门成立了针对餐饮的投资平台——弘记餐饮。上述两个领域并不是弘毅过往的投资重点，但其成立这两个平台的行为，证实该机构对于中国经济转型下的投资机会已经做出判断和选择。

投资风格转变

弘毅投资作为本土成立最早的并购基金，一直以“国企改革专家”的特色为业内所熟知，公司对中国玻璃、中联重科的投资成为业内的知名案例。但在2014年弘毅年会上，消费升级的概念开始被总裁赵令欢所着重强调。

“目前我们的投资方向，很鲜明地体现出对中国经济转型后新常态下的机会的思考：第一，从主要围绕生产制造型投资，转变成以服务型企业为主的投资；第二，从主要聚集国内机会的投资，变成比较集中的跨境投资。在跨境投资方面，以前弘毅更多是帮助中国企业走向世界，现在是通过并购跨国公司，重点发展中国市场。”赵令欢说。

弘毅披露了2013年以来的12个新投资项目，其中包括城投控股、锦江股份、SMG尚世影业的混合所有制投资，巨人网络、先声药业的私有化，PizzaExpress、STX Studio、Deem的跨境投资，以及中联重机（原奇瑞重工）、PPTV、杨思医院、权金城并购投资。通过分析标的行业布局不难发现，除了几家已经被中国资本市场所熟知的国企改制之外，弘毅加大了对消费升级领域的投资。7月12日，其斥资近100亿元，全资收购英国餐饮品牌Pizza Express，这也是欧洲餐饮行业过去5年中金额最大的并购案。

赵令欢表示，弘毅目前是沿着中国消费者“吃喝玩乐”的线路搞投资，因为中国比较确定的两个发展原动力，一是城镇化，二是消费升

级，他们能够催生出一系列子行业，例如医疗健康、餐饮消费等领域。

两平台蓄势待发

赵令欢早前对外界表示：“目前组建了全新的医疗和消费投资团队，并会在合适的时间介绍给大家。”日前，弘毅宣布成立两家新专业并购管理平台型公司——弘和医疗服务集团、弘记餐饮服务集团。在此之前，弘和医疗和弘记餐饮均在投资界初试啼声。弘毅宣布通过弘和，控股上海最大的民营综合医院杨思医院，赵令欢谈及此次并购时表示：作为全国的医疗重镇，上海对于弘毅的医疗战略布局具有重要意义。弘记餐饮的第一单投资是著名餐饮品牌权金城。权金城成立于2000年9月，集食品研发、工业化生产、物流配送、餐饮服务于一体，目前公司拥有权金城和权味两个品牌，门店90余家，集中覆盖了华北、华东区、华中区等多个区域。

弘和医疗由原北京大学肿瘤医院副院长张晓鹏出任执行董事兼CEO，截至目前，弘和医疗管理团队已达10余人。针对此次对杨思的并购和弘和医疗未来的发展，张晓鹏表示，并购杨思只是弘和医疗的第一步，弘毅希望把这个平台打造成为一个可持续投入的平台，在3年左右拥有10家到15家医院。此外，弘毅通过此笔投资开始进入医院领域，可以和之前的投资资源进行有机整合和对接。

弘毅在之前投资了石药集团、先声药业、康臣药业、滇虹药业、柏盛国际等多家医药相关企业。其中涵盖药品和器械，唯独缺少医院。实际上，PE界一直对于医院的投资持谨慎态度，核心原因在于医院投资周期长，与PE基金的运营期限不匹配；退出方式不够清晰等。有业内人士认为，在一级市场医疗服务投资热度居高不下的情况下，弘毅通过旗下医疗平台控股杨思医院，应是为填补医疗板块空缺、为延伸产业链做准备，而非简单的财务投资。

赵令欢本人对处于转型期的中国经济和投资机会颇为看好，但他表示之前积累的国企改革经验无法照搬。有分析人士指出，与之前国企资源的高度集中性相比，餐饮和医疗的行业集中度较为分散，整合行业资源且达到协同的效应，弘毅还要做很多工作。

房地产私募股权基金过“严冬”

□本报记者 张洁

国内房地产销售市场持续低迷，库存增加、成交量下滑已是不争的事实。房地产行业资金流动性减退已不足以支撑超高的资金成本，在夹缝中生存的中国房地产私募股权基金未来何去何从？

五牛基金高级投资副总裁陈国华在接受中国证券报记者采访时表示，第一，房地产基金会向精细化管理方面侧重；第二，“资本+服务+创新”模式会进一步提升；第三，通过资管优势，打通行业壁垒。

谋求升级度寒冬

今年以来的房地产市场持续低迷。11月中国100个城市新建住宅平均价格连续第7个月下降，今年前10个月全国房屋销售额同比下降9.9%。房地产行业触顶向下的大趋势已经明朗。2015年中小型企业在“严冬”中，可能面临将股票换成现金的需求，那么无论是开发商还是投资者，各有套路去解决这一系列问题。

陈国华认为，未来房地产基金可以在三个方面进行升级，以求在寒冬中取暖。

精细管理。集中和精细能使得大家在比较资金成本时更有优势，一样的东西、集中且精细的产品，其回报

率会更高、计划的整体体现会更好。

模式创新。房地产基金不仅提供资金，还需要品牌服务整合的输出，提升资本溢价空间和能力，为投资人提供收益。

打通壁垒。房地产基金证券化是大势所趋，跨行业的市场配置为未来对冲行业中会遇到风险做好充分的准备。

房地产基金有望快速发展

房地产基金业内人士普遍认为，新常态下的房地产市场将迎来住房消费需求释放，市场需求回归合理区间。而在房地产业发展后期，住宅建设大量萎缩，在商业和资本发达的市场转型中，房地产基金会获得高速增长。

房地产开发商知名人士开始布局房地产基金。保利地产旗下的信保基金不是以债权投资为主的被动型房地产基金，而基本上是以主动型股权投资。该基金不仅可以介入公司项目和业务，未来还将拓展至外部项目。分析人士表示，对于房地产开发商来说，使用房地产基金既可以随时为项目提供所需资金，而且无需抵押和担保。

“如果商业地产、资本市场两者都较为发达的话，高度金融化模式的突出表现就是房地产基金的高速发展。”长富汇银总裁张宝国表示。

中国平安人寿万能保险结算利率公告

（利率公告：2014—11）

中国平安人寿保险股份有限公司于 2014 年 12 月 6 日公布 2014 年 11 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)	0.00013699	5.000%

下次利率公布日期：2015 年 1 月 3 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)、平安附加畅享人生终身寿险(万能型)。

本次公布的结算利率数值仅适用于 2014 年 11 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

并缴回《证券经营机构营业许可证》。

特此公告。

名称：恒泰证券股份有限公司北京分公司
营业场所：北京市西城区金融大街 33 号 C 座 5 层 506 室
负责人：张伟
营业执照注册号：110102012264295
成立日期：2009.9.15
业务范围：经营全国范围内的证券承销与保荐业务

恒泰证券股份有限公司
二〇一四年十二月六日

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	11月28日 买入价/卖出价	12月1日 买入价/卖出价	12月2日 买入价/卖出价	12月3日 买入价/卖出价	12月4日 买入价/卖出价	投资账户设立时间
平安发展投资账户	3.1233 3.0621	3.1146 3.0536	3.1453 3.0837	3.1566 3.0948	3.2055 3.1427	2000年10月23日
平安保收益投资账户	1.668 1.6352	1.6686 1.6358	1.6688 1.636	1.6691 1.6363	1.6693 1.6365	2001年4月30日
平安基金投资账户	3.5174 3.4485	3.5064 3.4377	3.5591 3.4894	3.5844 3.5142	3.6579 3.5862	2001年4月30日
平安精选增长投资账户	2.0495 2.0093	2.049 2.0088	2.0495 2.0093	2.0464 2.0062	2.0466 2.0064	2003年9月4日
平安精选收益投资账户	0.9156 0.8977	0.9137 0.8958	0.9212 0.9032	0.9302 0.912	0.9494 0.9308	2007年9月13日
平安货币投资账户	1.3147 1.289	1.3153 1.2896	1.3153 1.2896	1.315 1.2893	1.3143 1.2886	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、平安世纪赢家两全保险(万能型)投资单位价格、平安发展投资账户、平安基金投资账户、平安保收益投资账户、平安精选增长投资账户、平安精选收益投资账户、平安货币投资账户、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)、平安个人银行万能保险、平安金满堂两全保险(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)、平安附加畅享人生终身寿险(万能型)。

2、本价格适用于中国平安人寿保险股份有限公司北京分公司。客户可以通过中国平安人寿保险股份有限公司北京分公司网站(<http://www.pingan.com>)、客户服务热线以及保险顾问查询相关保险信息。

中国平安人寿保险股份有限公司