

创投风向

新三板持续火爆 PE/VC大举掘金

□本报记者 任明杰

IPO在2014年的开闸，并未如PE/VC预料般享受到退出所带来的巨大收益。排队所带来的时间成本，让PE/VC承受着巨大的退出压力。与此同时，新三板的挂牌公司数量在2014年迎来集中爆发，进入2015年依旧火力不减，PE/VC大举掘金新三板。业内人士指出，在并购和转板两种新三板退出方式中，并购退出将持续火爆，而转板退出则有待制度完善。

新三板受宠

投中集团1月5日发布的数据显示，2014年A股IPO开闸以来，证监会改革发行制度，加大审查力度，A股发行价格整体走向理性，市盈率在20倍左右，处于较低水平。其中，A股IPO企业中，75家有VC/PE背景企业，占2014年全年A股IPO企业总数的60%，有金额显示的IPO企业为VC/PE机构带来211.61亿元的账面回报，平均每笔账面回报率2.93倍，退出回报率较低。

然而IPO排队所带来的时间成本使PE/VC承受着巨大的退出压力。据证监会披露的数据，截至

2015年1月8日，证监会受理首发企业647家。其中，已过会32家，未过会615家。未过会企业中正常待审企业56家，中止审查企业559家，占比超八成。对此，证监会解释称，“本次新增中止审查企业主要原因是财务资料已过有效期。”

与此同时，新三板挂牌公司数量2014年集中爆发对PE/VC的吸引力陡然上升。统计显示，自2006年中关村成为首个试点园区至2014年底，新三板累计挂牌企业数量达1595家，其中超过77%的公司在2014年挂牌。海通证券预计，未来3年，新三板挂牌企业将以每年1500家的速度增加，到2017年末达到7000家至1万家。

“对于PE/VC而言，新三板的上市公司很多属新兴产业，这一点跟中小板和创业板上市公司很像。而与中小板和创业板上市公司相比，由于流动性差和风险高的原因，新三板公司的估值水平普遍很低。2014年8月做市交易模式开始在新三板推行以来，有做市商的公司股票流动性得到大幅改善，市盈率水平提升了三成左右。如果新三板公司能够转板进入创业板，那么估值水平必然将得到极大提升。”上述PE界人士表示。

新三板的收益前景乐观。”深圳一位PE界人士在接受中国证券报记者采访时说。

投中研究院发布的最新研究报告显示，伴随着新三板挂牌公司数量集中爆发，除老牌PE/VC外，新晋PE/VC作为一股活跃力量快速崛起。“老牌PE/VC中，就挂牌企业数量而言，启迪创投、深创投、九鼎投资、达晨创投等机构位居前列，其中存量项目占据较高比例。与此同时，部分机构设立新三板机构主题基金，在存量投资基础上，加大对新三板市场的布局；同时，近几年来，围绕新三板主题，有一批新兴创投机构极为活跃，例如东方汇富、天星资本、凤博投资等。”上述报告指出。

并购退出成主要通道

“PE/VC投资新三板同样面临退出难题。其退出主要包括两大渠道，一是并购退出，二是转板。从目前情况来看，随着新三板并购市场日趋活跃，并购退出将成为PE/VC退出的主要通道。而转板制度尚不成熟，仅有的几家新三板公司转板不能算是真正意义上的转板，但未来新三板转板制度有望实现突破。”上述PE界人士表示。

全国中小企业股份转让系统副总经理隋强在2014年12月22日的新闻媒体沟通会上透露，新三板挂牌公司并购重组渐趋活跃。2014年以来，共计18家挂牌公司涉及重大资产重组事项。这18家公司2013年平均营收增长率和平均净利润增长率分别为39.39%和31.65%，分别高出市场平均水平23.82个百分点和27.57个百分点。其中，8家公司因被上市公司收购终止挂牌，或即刻将终止挂牌。

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。新三板作为中小型企业的挂牌交易所，其完全具备主板后备库的资质。此前企业往往需要耗费大量的时间及精力去发掘可供并购的标的，而新三板的发展为企业提供了优质的标的资源。其中，2014年8月，大智慧90亿元收购湘财证券更是引起市场强烈关注，新三板俨然成为上市公司收购标的池。

“首先，自2014年以来，国家从政策方面进行了多项金融改革，其中就包括上市公司及非上市公司在并购方面监管放松。其次，加之许多业务稳定、资质优良的企业陆续挂牌新三板，这些公司不少属

于具有技术优势和模式创新的公司。最后，部分新三板公司有创投背景，在转板尚未实行，IPO通道不畅的情况下，创投通过推动并购实现退出或是最佳选择。”投中研究院认为，正是如上几点促成了眼下的新三板的并购热潮。

在转板方面，由于IPO较为严格，目前新三板挂牌企业仅有8家公司通过IPO方式登录中小板及创业板，但这8家公司都是通过正常IPO方式重新挂牌。根据证监会方面的设计，真正转板制度的推出，可能需要等待新三板分层制度的设立及创业板单独层次的完善等多项前提条件。

不过，新三板分层制度有望在2015年实现突破，新三板转板制度推出的进程将大大加快。申银万国首席分析师桂浩明表示，2015年新三板的更大发展不是规模扩张，而是层次提升。在当前阶段，优先且关键的是实施市场分层制度、竞价转让、投资者门槛调整、转板退市等制度需要分层作为基础和统筹。市场分层是推进制度建设、丰富市场产品、提升交易所竞争力的基础性制度，分层是新三板“大发展的基础”。

■ 业界观察

设立国家新兴产业创投引导基金创投界迎重磅利好

□本报记者 张洁

效率损失和寻租问题，通过基金管理人之间的竞争，使基金真正流向需要融资支持的早期创业企业。”申银万国策略分析师认为。

不过，一位接近九鼎投资的人士告诉记者，国家引导基金作为LP来说，其诉求与一般LP不同，引导基金会对所投资项目领域的地域都有非常苛刻的要求，同时会投向国家产业薄弱环节，其成立基金的不仅仅为了赚钱。

自2006年苏州工业园区创投引导基金出现至今，引导基金已有逾7年运作实践。

事实上，政府引导基金实行市场化运作方式，即引入第三方的管理模式，大大激发了创投市场的参与热情。调查报告显示，仅2014年天使投资基金LP资金来源中政府引导基金占比达到35%。

“市场化运作，有利于避免政府部门自身运作造成的

个电子令牌也没用。在这种情况下，金融机构只需要重新分配一个电子令牌即可，而无需发放新卡，从而大大节约了成本。很多人曾有过丢手机的经历，一旦手机丢失，用户可以告之银行，银行可以让用户终端的电子令牌失效，从而保障用户的账户安全。

苹果支付（Apple Pay）已在美国问世，有望很快引入中国，其正是应用了令牌技术。从美国的发展来看，其问世第一个月就抢占了移动支付市场1.7%的份额。这种支付使用起来非常方便，例如，一位美国的苹果手机持有者来到中国，刚好有一部受理非接触式支付的POS机，这时只要跟营业员说需要用苹果支付，营业员可以通过简单的操作输入金额；当用户的苹果手机贴近支付终端时，手机屏幕自动弹出用户加载的卡片信息，当指纹验证成功后，这笔交易就完成了，全程不过几秒钟。

■ 市场瞭望

互联网金融挺进校园 大数据防坏账

□本报记者 殷鹏

校园不再是金融服务的死角，互联网金融公司被这里广阔市场空间所吸引。通过大数据防范坏账风险，这块让银行颇感无奈的市场成了互联网金融公司的乐土。

瞄准校园市场

去年9月开学的那几天，某互联网贷款公司出现在北京一些高校，这家公司在校园里向那些刚刚走进大学校门的新生发放宣传单。“一个月只需要252元就可以拥有一部iPhone5S。”看起来很让学生动心。这家公司的主要业务是为大学生提供购物分期服务，该公司官网显示，可以为大学生提供的分期产品包括三星、苹果等手机以及高档电脑设备。

事实上，此类提供购物分期

服务的公司只是互联网金融进军校园的冰山一角，目前很多互联网公司正在或计划进军该领域，其中既有电商巨鳄，也有中小型互联网公司。

京东是第一家挺进校园的互联网巨头，其此前推出互联网收款信用支付产品“白条”；如今针对大学生群体，推出消费金融产品“校园白条”，授信额度在2000元至5000元之间。所谓的“白条”即先消费后分期付款的信用消费，该业务与信用卡分期购物相似。不过由于京东本身就是电商，因此流程不通过银行，无需与银行分账，减少了交易成本。

获得“校园白条”的方法很方便，不需要线下签合同，只需在校园内的面签点由本人完成面签即可获得授信。“使用‘白条’购买商品后30天内还款，不计利息，还能选择3到24个月分期还款，手续费比银行贷款利率低得多。”一位尝试了这款产品的学生向记者表示。

2014年底，支付宝推出“花呗”，其根据用户在淘宝、天猫的网购综合情况，由蚂蚁微贷确定消费额度。该产品虽未明确打上校园金融标签，但学生是其不小的客群。此外，比较出名的、围绕校园金融开展业务的互联网公司还包括：分期乐、趣分期、人人分期、名校贷、先花花、U族大学贷。前三个都是采用电商结合的方式，后三个采用现金流转方式，各有利弊。以消费类型分析，大学生除了在购置数码产品、电商消费之外，还涉及到其他领域消费，例如教育培训、旅游娱乐等，由此，现金到账的方式就比单纯实物到手的方式灵活很多。

借力大数据

实际上，在2009年以前以招商银行、中信银行为代表的一些商业银行曾经大力在校园里推广“Young Card”等信用卡服务。不过2009年前后这些银行纷纷停止这些信用卡的申请业务，原因是银行认为，一方面，大学生信用度和刷卡率低；另一方面，不少学生超前消费行为较多，最后往往要家长埋单，家长意见较大。到现在为止，各地股份制银行基本停止了此项业务，只有少数几家银行在发放大学生信用卡，不过办理门槛大大提高，额度仅有两千元，这就给互联网金融企业留下了巨大的市场空间。互联网金融之所以能迅速走红，正是建立在大肆拓展银行看不上的市场之上，而校园就是符合其“审美标准”的市场。

京东等企业之所以现在看中校园市场，一方面，大学生的消费越来越强，能够带来实际业务；另一方面，年轻人是未来金融服务的主力人群，更容易接受互联网金融的观念，是必须要抢占的市场。数据显示，持有“校园白条”的大学生成购买书籍比例明显增高，父母也愿意为孩子的教育学习埋单。

对互联网金融公司来说，学生的违约风险较高，这是导致银行退出校园信用卡市场的主要原因：校园里的学生没有固定收入，一般依靠生活费和打工、奖学金等不固定的来源；再加上大学生心理承受能力并不成熟，容易攀比、超额消费，导致无法还款。

京东消费金融部高级总监许凌认为，随着使用者数据的不断积累，掌握的数据将更加全面，这不仅有利于其管控自身风险，还将方便为不同用户提供个性化产品和服务。

京东消费金融部高级总监许凌认为，随着使用者数据的不断积累，掌握的数据将更加全面，这不仅有利于其管控自身风险，还将方便为不同用户提供个性化产品和服务。

对互联网金融公司来说，学生的违约风险较高，这是导致银行退出校园信用卡市场的主要原因：校园里的学生没有固定收入，一般依靠生活费和打工、奖学金等不固定的来源；再加上大学生心理承受能力并不成熟，容易攀比、超额消费，导致无法还款。

京东消费金融部高级总监许凌认为，随着使用者数据的不断积累，掌握的数据将更加全面，这不仅有利于其管控自身风险，还将方便为不同用户提供个性化产品和服务。

牛市围城

上接01版

钟情权重股

踏空外资悄然杀回

相对于场内资金的踌躇、纠结，海外资金却是“有钱任性”。

此前，海外资金撤出新兴市场的势头已持续近7个多月。资金流向监测机构EPFR Global上周末发布的数据显示，截至1月7日当周，投资者共撤出6亿美元，其中亚洲新兴市场债券基金的资金净流出规模为3.39亿美元，亚洲新兴市场股票基金的资金净流出规模为2.58亿美元；而此前一周，即2014年最后一周，亚洲新兴市场基金资金净流出规模为22亿美元。受此影响，外资流出现象持续扩大并且有恶化趋势。

在CPI持续维持低水平，PPI连续下降为中国经济新常态的情况下，股票市场预期宏观调控的重心将向反通缩方向倾斜是情理之中的。

石油等大宗商品价格下跌，使得在股票市场上一些资源股的上涨不具有可持续性，这会对股市走势产生不可忽视的影响。

“今年我们会继续加大对A股、H股的投资力度。”中东地区主权基金驻香港的机构人士表示，从整体基金角度看，中国资产占比很小，与中国经济占世界经济规模并不匹配。此外，该主权基金人士透露，从近期其接触的海外投资机构人士的情绪看，现在海外资金对A股、H股上涨的预期明显要比去年四季度乐观得多。

未来资产环球投资（香港）ETF主管吕靄华则注意到一个现象，MSCI中国指数ETF基金价格近日再创新高，说明不少长线基金及机构投资者进场。预计MSCI中国指数到2015年底将有超过一成的上升空间。有分析员指出，惠商商品价格下跌及较宽松的货币环境，内地企业2015年业绩有望复苏，整体H股利润率将由4.4%增至5.5%。

吕靄华认为，如果MSCI公司按照市场预期将A股纳入包括新兴市场指数在内的指标指数之内，预计全球将有15万亿美元增持相关资产，包括被动型基金需要根据相对权重比例配置A股市场。

对于上述人士的逻辑，睿智金融资产公司执行董事张承良表示赞同，“A股牛市远未结束，这一阶段过后还会创新高。从资产配置的角度看，现在整个国际基金对A股和港股的配置比例为3%左右，国际基金对日本股票的配置比例是6%，而中国已经取代日本成为世界第二大经济体。”

从长期回报率来看，A股明显占有优势。深圳明达资产总经理刘明达表示，资本开放会创造牛市，沪港通只是外资配置A股的开始，境外养老金等长期资金追求的回报率不足4%，而中国资本市场多只股票分红率超过5%。

■ 投资感悟

业绩和成长才是价值灵魂

□中泰

最近市场已经不那么担忧“两桶油”的拉升，没有出现明显的跷跷板行情，很多小市值成长股同时走牛。接下来，市场有望走出一轮成长股的大牛市行情。

就目前市场热点而言，除券商股的业绩在牛市衬托下出现激增外，其余大市值个股，包括银行、“两桶油”等，业绩成长性都成问题，只是从静态市盈率上看处于低位。一直他们的业绩出现下降，市盈率提升，估值就不低了。从经营稳定性上看，大市值公司确实抗风险能力大一些。但是从中国远洋这样的巨型公司业绩变脸来看，在行业的系统性风险下，大市值公司在巨大的投资背景下风险同样不可低估。而小型公司在某些时候反而显示出转型的灵活性。

高估低估是暂时的、相对的。成长性公司由于其未来业绩被看好，容易出现阶段性高估，但是不断超预期的业绩和暂时调整可以弥补这项不足，让高估值最终被成功修复。我国经济转型在不断深入。这个期间会涌现出很多新的具有成长性的代表新经济的行业龙头，这些个股由于供不应求，容易被短期炒高。但是在合理调整之后，特别是在业绩超预期之后，将再度被市场重视。

股票的根本是预期，投资的本质不是现在业绩而是未来成长性。在股票市场里，

■ 谈股论金

重视大宗商品下跌的股市效应

□晓旦

中国海关总署最新公布的数据显示，2014年12月进出口数据均出现显著回升。虽然未能完成2014年全年进出口目标，但是2014年12月同比增速回升至4%，较2014年11月大幅回升4.5个百分点。其中，出口增速由前月的4.7%升至9.7%；进口年率由前月的-6.7%缩窄至-2.4%。贸易顺差扩大96.65%至496.13亿美元。

2014年12月进出口贸易有所好转，印证了经济增长正在触底的态势。2014年12月出口增速回升，是受益于美国经济进一步复苏。美国经济自2014年二季度开始强劲反弹，二季度美国GDP年率达4.6%，三季度进一步升至5%。非农部门新增就业人数创出金融危机以来新高，失业率进一步下降。2014年12月中国对美国出口增幅为9.9%，远高于前月的2.6%就说明了

这一点。此外，东盟、韩国等周边国家的需求改善，也是中国出口回暖的重要动力。

不过，2014年12月进口仍然是负增长，这反映出国内需求疲软。2014年，中国经济中的投资、消费增长都有所放缓，因此对进口的增长产生负面影响。同时，石油、铁矿石、有色金属等大宗商品价格在2014年最后几个月出现暴跌，虽然2014年12月大宗商品进口数量增速出现明显增加，但是进口金额却是下降的。从这个角度看，虽然进口额在下降，但是原油等大宗商品价格持续下跌，改善了中国的贸易条件。从长远看，对中国经济增长是一件好事。从短期看，中国的进出口仍处在触底波动阶段，2014年12月制造业PMI中新出口订单指数为49.1%，处在收缩区间，预期今后几个月进出口增长回撤的概率仍然较大。

最新的CPI和PPI数据也说明中国经济正在触底。2015年或有通货紧

缩的风险。2014年12月CPI涨幅为1.5%，仍然保持在较低水平，非食品价格同比涨幅降至0.8%，这是5年来首次跌破1%，呈现出趋势性下行且降幅加大的特点。2015年1月蔬菜价格企稳，猪肉价格下降，乳制品价格承压，又有农民倒奶现象出现。在2015年开年后，预计CPI仍会维持在低水平。

2014年12月PPI数据更加不乐观。PPI已经连续下降34个月。最近国际市场原油价格在短期内下跌超过50%，有色金属价格也出现破位下行，因此工业品通缩持续扩大并且有恶化趋势。

在CPI持续维持低水平，PPI连续下降为中国经济新常态的情况下，股票市场预期宏观调控的重心将向反通缩方向倾斜是情理之中的。

石油等大宗商品价格下跌，使得在股票市场上一些资源股的上涨不具有可持续性，这会对股市走势产生不可忽视的影响。

目前人民币汇率主要盯住美元，从而导致人民币对日元、欧元及新兴市场经济体货币被动升值，影响到我国的出口和就业。而人民币对美元贬值，则会引起企业和居民对美元资产需求增加甚至出现资本外流，也不利于人民币国际化进程。总的来看，今年内人民币兑美元汇率会出现小幅贬值，人民币汇率双向波动特征更加明显。

随着人民币汇率接近均衡水平，我国国际收支将趋于平衡，经常项目顺差和资本项目逆差的格局将成为新常态。这就需要重点加强短期跨境资金流动监控，尽快建立防范跨境资本频繁进出的管理体系。

上接01版

对央行而言，对上述两个问题要拿捏好尺度和分寸的确不易。

中国证券报：今年的货币政策将如何演化，会出台哪些政策？

温彬：预计全年降准2次、降息1次。货币政策操作或具有以下特征：一是松紧适度。根据宏观经济形势变化，采取相机抉择，进行逆周期调控；二是常规货币政策工具和新型货币政策工具的结合，利率、存款准备金率、正回购、逆回购与SLF、MLF、PSL择机使用；三是总量和定向的结合，比如全面降准和定向降准，再贷款和定向再贷款。货币政策工具组合使用的原则

应该是既要保证整体流动性稳定，又要发挥政策工具的定向作用。2015年货币政策的最大看点是，能否以及采取何种方式降准。鉴于2015年外汇占款收缩影响基础货币投放，全面降准概率大于定向降准。同时，今年银行业利润增速将回落至个位数，如果进一步采取不对称降息可能导致多家银行利润负增长，因此，对称降息概率大于不对称降息。

中国证券报：今年的资本流动会否对国内带来较大冲击？

温彬：美联储年内加息已成定局，日本和欧洲央行将继续采取量化宽松的货币政策，预计美元汇率指数将进一步走高。