TECHNOLOGY & FINANCE
科技金融
聚焦科技金融　专注自主创新
2013年11月刊 (总第9期)
www.shipsc.org

互联网金融改革与创新

互联网金融众多领域谁最具投资潜力?

未来一两年互联网金融热度将超过云计算、移动终端。互联网金融众多细分市场：网络银行、网络保险、网络证券市场、网络基金市场、网络借贷市场等谁更具投资潜力?

- 警惕互联网金融行业的潜在风险
- 中国互联网金融面临监管困境
- 互联网与金融融合模式探析

聚焦科技金融　专注自主创新
2013 年 11 月 刊
（总第 9 期）

主管单位 :深圳市科技创新委员会
深圳市高新技术产业园区管理委员会
主办单位 :深圳市高新技术产业园区服务中心
深圳市科技金融服务中心
承办单位 :深圳市高新区创投广场
主编 :朱志伟
副主编 :魏跃昆 谢照杰
编委 :陈晓波 丁清 康少臣 侯斌 赵敏
郭建 金湛 官敏 蔡红缨 郭承先
责任编辑 :庄海波
编辑 :张雪洁
发行 :杨巧丽
电话 :0755-26551778
网络支持 :http://www.shipsc.org
http://vc.ship.gov.cn
E-mail:zhb@ship.gov.cn

编务执行 :深圳市前瞻商业资讯有限公司
www.qianzhan.com.cn

内部刊物　仅供交流
内刊号：粤内登字深圳第南山 0002 号

市场风向

04　阿里巴巴预放弃在香港上市或因“合伙人制度”

05　去哪儿网美国上市成功 开盘大涨 89%

科技金融

06　搭建科技金融桥梁 助推产业经济升级

08　科技型中小企业成长路线图 计划升级“2.0 版本”

10　IPO 注册制首次写入中央文件 “股改”成看得见的未来

14　杭州银行南京软件大道支行 破解科技企业融资难

16　天津市科技金融促进会领导访问深圳市科技金融服务中心

16　科技金融创新产品推介会暨项目对接会在光明新区成功举办

17　广东省科技厅发展规划处领导调研市科技金融服务中心

资本数据

18　280 家企业终止 IPO 审查 创业板是重灾区

20　迪信通 IPO 终止 手机连锁企业前途难料

23　IPO 现史上最长暂停期 借壳上市意外爆棚

战略新兴产业

27　互联网金融众多领域谁最具投资潜力

32　警惕互联网金融行业的潜在风险

35　中国互联网金融面临监管困境

38　“双 11”揭示互联网金融趋势

40 互联网金融热点事件背后的经济秘密

44 互联网与金融融合模式探析

46 互联网金融的第一次死亡：数银在线走向破产

金融工具

48 中小企业融资方式创新

50 钱从哪里来？电子商务融资的五种途径

54 小额贷款公司品牌建设情况排行榜

新三板

56 新三板扩容方案或正式公布 中小企业翘首以待

58 专业咨询机构解码新三板

64 新三板创新机制探索

VC&PE 观察

66 PE 杜绝“同质化” 投资看好“燕型团队”

69 PE 标杆机构黑石集团业务平台发展研究

71 全民 PE 后遗症：优惠滋生乱象 “空壳”机构乘虚而入

75 医疗器械风险投资热点领域与利润区间分析

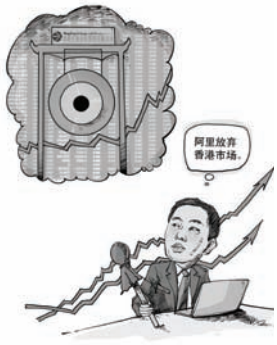
79 上海自贸区挂牌满月 PE 政策红利尚需等待

创投广场

81 以色列总领事安亚杰访问深圳高新区创投广场

81 “企业内部控制与税收筹划”在创投广场顺利举办

82 龙岗创业投资服务广场工作简讯



阿里巴巴放弃香港市场

阿里巴巴预放弃在香港上市或因“合伙人制度”

2012 年 10 月 10 日，阿里巴巴集团首席执行官陆兆禧表示“今天的香港市场，对新兴企业的治理结构创新还需要时间研究和消化，我们决定不选择在香港上市。”这是阿里管理团队首次就上市事宜作出的公开表态，一度传言四起的阿里巴巴赴港上市疑团终于盖棺定论。

陆兆禧所说来的“新兴企业的治理结构创新”正是双方未能达成协议的焦点，而这一焦点源自马云和他的“合伙人制度”。阿里巴巴集团奉行的合伙人制度不被港交所认可，是双方谈判破裂的主要原因。阿里提出的“合伙人制度”，即：公司业务的核心管理者，拥有较大的战略决策权，减少资本市场短期波动影响，从而确保客户、公司以及所有股东的长期利益。

10 月 9 日，香港特区政府明确表态，现阶段不会针对不同股权制度修改上市规则。显然，港交所不会给阿里赴港上市单独开绿灯。

阿里巴巴首席执行官陆兆禧表示，香港仍需要时间消化创新治理概念，双方难以在上市一事进行沟通，仍需要时间安静，目前并没有详细的上市计划及时间表。

业界普遍预计，如果确定不在香港上市，那么美国似乎是阿里最佳选择，但也将面临重重问题。更为重要的是，虽然美国允许双重股权制度，但阿里巴巴的“合伙人制度”在美国同样没有先例，二者并不完全相同。双方还需要一定时间协商，协商的结果也存在变数。

58 同城领衔电商融资 中概股回归

在中概股赴美上市窗口长期停滞的关口，国内分类信息网站“老大”58 同城于 10 月 31 日成功登陆纽交所，上市首日即大涨 43%，成为又一只明星新股。

58 同城正式登陆纽约证券交易所首日，开盘几分钟内涨幅一度超过 44%，股价由 17 美元的发行价攀升至 24.8 美元。此前，由于投资者在路演过程中认购意愿强烈，58 同城还将每份美国存托股票（ADS）发行价格区间由 13-15 美元上调至 15-16 美元，上市前再次上调至 17 美元。

58 同城创始人姚劲波上市前持股 27.9%，若以开盘首日 24.8 美元的最高股价计算，上市后姚劲波所持公司股票的价值为 4.6 亿美元。此外，58 同城背后的机构股东华平投资、赛富投资和 DCM 的持股比例 25.8%、20.5% 和 16.6%，同样按照开盘首日最高股价计算，上述机构所持股份目前市值在 3-5 亿美元之间。

《纽约时报》指出，58 同城上市之初的表现良好，意味着两年前的审计风波引发的中概股“冰封期”已开始解冻。除了 58 同城，今年以来，国内亦有多家电商、科技型企业相继传出赴美上市的消息，阿里巴巴、京东商城、博雅互动、易传媒、爱奇艺、搜狐视频、安居客、寺库、迅雷、快播、UC、小米等大量优质的公司。中概股经历 2 年的“冰冻期”后，似乎已经悄然升温。

这股中概股回归，一方面与国内互联网市场，尤其是移动互联网的持续发展不无关系，一大批优质企业如雨后春笋般涌现，而国内资本市场持续低迷，IPO 关闸一年，企业融资渠道受阻，所以赴美上市冲动难抑。另一方面，美国量化宽松政策退出放缓，海外投资者对新兴市场也表现出浓厚的投资兴趣，而科技行业是未来发展的趋势，市场潜力

大，盈利空间大，更易得到华尔街的青睐。

去哪儿网美国上市成功 开盘大涨89%

去哪儿网 11 月 1 日登陆美国纳斯达克证券交易所，上市当日，去哪儿网直接以 28.35 美元开盘，较发行价 15 美元高出 89%，盘中最高涨幅一度超过 130%。以当日收盘价 28.4 美元计算，去哪儿网其市值高达 32 亿美元，约为艺龙网市值的 4 倍。去哪儿网创始人兼 CEO 庄辰超亦通过 IPO 成为了亿万富豪。招股书显示，庄辰超持有去哪儿网 2194 万普通股股权，截止 11 月 1 日收盘，其身家已达 2.08 亿美元。

去哪儿网此番上市，受益最大的当属其大股东百度。在 2009 年底，去哪儿网的评估值仅为 1 亿美元。2011 年 7 月，百度以 3.06 亿美元战略投资去哪儿网，获得 1.81 亿股，从而成为去哪儿网的大股东。在百度入股去哪儿网后两年的时间里，去哪儿网的业绩突飞猛进，截止上市首日收盘，百度所持有的股权市值飙升至 17.5 亿美元，仅两年时间暴增 572%。

去哪儿的成功上市，标志着资本风投对于旅游产业的投资意向也越来越大。在品类纷杂的旅游产业线上产品中，哪类产品或者细分旅游产业能够有机会抛去“干爹”之影响，自由的发展，并拥有一定的营收能力，他们就更有机会成为资本家看重的产品或者产业。

去哪儿网开盘大涨

去哪儿网提供的服务都是游客的刚性需求，去哪儿网努力做的就是提供最优质的服务。同时去哪儿还在拼命拓展新的服务类型，已从最初的机票搜索迅猛扩展至住宿、卖线路、门票、当地人，再加上攻略等，几乎囊括跟团游自助游的各种需求。

Twitter 上市引发美科技企业上市风潮

北京时间 11 月 7 日，Twitter（TWTR）纽交所上市，这是自 Facebook 在 2012 年 5 月份上市以来，最受瞩目的互联网公司 IPO 交易。按计划，Twitter 发行 7000 万股股票，还将向承销商授予 1050 万股的超额配售选择权，这使得 Twitter 募集的资金超过 18 亿美元，在美国科技企业首次公开招股中位居第 5，领先于谷歌。

Twitter 开盘即报 45.1 美元，较 26 美元的发行价上涨 73%。当日盘中交易中，Twitter 股价最高为 50.09 美元，最低为 44 美元，收盘报于 44.9 美元，较发行价 26 美元大涨 72.69%。按总股本 6.95 亿股（含期权和限制性股票）计算，Twitter 的收盘市值达 312 亿美元。

自从 Twitter 上市以来，Square、Box.com 和 Seamless 等一批科技企业的名字见诸报端，声称它们计划在明年公开上市。虽然这些公司并没有把 IPO 前景寄托在 Twitter 的公开上市上，但 Twitter 上市可能已经影响了它们对市场的判断。科技企业 Twitter 上市的成功显示投资市场对这些公司有强烈的需求。因此在这个时间点公开上市也很有吸引力。

2013 年是科技公司 IPO 的强劲之年，截止 2013 年 11 月初，美国已经有 28 家科技公司完成 IPO，今年一整年美国科技公司 IPO 数或达到或超过 2012 年的 31 家。

搭建科技金融桥梁 助推产业经济升级

——首届中国科技金融促进高峰论坛在深隆重召开

文·中国科技金融促进会

2013 年 10 月 12 日 -13 日，由中国科技金融促进会主办，中国科学技术发展战略研究院、科技部火炬高技术产业开发中心、深圳证券交易所、深圳市科技创新委员会、中国社会科学院金融研究所支付清算研究中心、腾讯公司支持，深圳市科技企业孵化器协会承办的首届中国科技金融促进高峰论坛暨互联网技术与金融创新发展大会在深圳隆重召开。该次论坛以“推动科技与金融双向加速迎接经济与产业巨变浪潮”为主题，以社会化、公益化为前提和理念，为科技嫁接金融支点，为金融提供科技支撑，共有 500 名科技金融业界骨干精英共聚一堂，重点研讨科技金融宏观动态，促进科技部门、国家高新技术产业开发区、科技企业孵化器与各类金融投资机构之间的交流合作，充分展示科技金融新产品、新服务、新模式等。

中国科技金融促进会理事长、中国科学技术发展战略研究院常务副院长王元在开幕式上致词。在主题论坛单元 2“新科技浪潮背景下的产业趋势与金融趋势”上，深圳证券交易所总经理宋丽萍发表演讲表示，今年以来，为适应创新驱动发展战略的新要求，面对科技金融加快发展的新机遇，开始考虑把“科技型中小企业成长路图计划”升级到“2.0 版本”；从今后发展趋势看，互联网金融能走到哪一步，仍然需要靠实践来回答，现在我们所能做的最好的事情，应该是为它的发展提供足够的空间；包括《证券法》的修订，也有必要考虑到“众筹”等互联网金融模式的特点。

同时，3D 制造技术科技金融服务共同体在主题论坛单元 3 揭牌，该共同体旨在通过科技金融双向加速机制，搭建行业协作载体，通过投资银行、载体孵化、多层次资本支持等新的服务方式，促进 3D 打印产业发展。

同时，本次论坛还以当前席卷全球的互联网科技对金融创新的强大驱动力为核心议题，举办了专题论坛一“‘技术与模式’——互联网科技与金融创新发展路径展望”；在实施创新驱动发展战略的大背景下，探讨和分享风险投资行业信息尤为重要，举办了专题论坛三“全国风险投资行业信息与趋势分析交流会”；专题论坛四“区域化科技金融服务平台搭建与创新模式示范”主要探讨了区域化科技金融服务平台的运作模式与先进经验，前海管理局投资促进处主任陶鹏等作了专门演讲；为增加科技金融业界的宏观分析能力，专题论坛五“宏观经济政策及科技创新财税金融政策解读”邀请了中国科技金融促进会理事、科技部条财司科技金融处处长沈文京讲解了全国科技金融的政策趋势，野村证券前首席经济学家、博道投资总裁、著名证券市场分析师孙明春，中国社科院金融所金融市场研究室主任、著名宏观经济分析师尹中立等专家就中国经济与资本市场发展趋势作了精彩演讲；在专题论坛六“金融 IT 软硬件、金融云计算技术发展及案例解析”上，深圳超算中心云计算部黄晓慧博士作了精彩发言并与现场观众进行互动。

“政策解读、思想交锋、资源分享、多元协作”等多重元素成为此次峰会的亮点，吸引了来自政府与机构领导、知名科技企业家、投资机构行业精英、新兴金融角色、产业领域专家、社会主流媒体代表等 700 余人出席论坛。

科技型中小企业成长路线图计划升级“2.0 版本”

实施创新驱动发展战略，需要与之适应的金融支持体系，发展科技金融是建立这个体系的重要切入点、着力点，这已经成为越来越多的共识。目前我们处在一个科技与金融双向加速的窗口期”。在这个窗口期，科技与金融结合的空间更加广阔，科技金融实践的新机制、新业态、新产品日益丰富多彩。

文·宋丽萍 深交所（深圳）

深交所总经理宋丽萍

早在 2004 年，深交所就与科技部火炬中心合作推出了“科技型中小企业成长路线图计划”，以培育高新园区内的科技型中小企业上市资源为主要目的。在各界的大力支持和积极参与下，这个计划坚持了十年，内容不断拓展，结出了丰硕成果，有力地支持了中小企业板、创业板的建设和发展。回过头看，尽管那个时候还没有“科技金融”的概念，但“路线图”的实施，可以算是依托资本市场，科技金融一次较为系统、深入的实践。今年以来，为适应创新驱动发展战略的新要求，面对科技金融加快发展的新机遇，我们开始考虑把“科技型中小企业成长路图计划”升级到“2.0 版本”。目前，“2.0 版本”的详细方案还在沟通、论证中。

一是实体经济基础条件更加成熟，科技金融具备加快发展的机遇。

通过对高新园区和上市公司的调研，我们深切地感受到，我国科技创新的巨大潜能正在加速释放出来，创新型企业的整体实力、平均实力都更加雄厚，新兴产业的群发突破发展势头已经显现，这从需求方面为科技金融发展提供了强大的内生驱动力量。此外，也许更重要的是，创新创业精神正在社会中，尤其是青年人中扎根，而培育这种精神正是科技金融的目标所向，发展所依。9 月份，中央电视台播出了一部纪录片《指尖上的商机》，在移动互联技术的开发和应用中，看到包括年轻大学生在内，那些创新创业者所展现的智慧、坚韧，令人感动，也让我们对科技创新、科技金融发展有了更加具体、更加真切的信心。

二是科技金融的服务需求更加个性化、多元化，服务的供给应该更加精细化，更有包容性。在纵向上，处在不同成长阶段、产业链不同环节的企业，它们所需要的金融服务是有区别的，如创业阶段的企业急需的是资金支持，而已经上市的企业可能更看重高效率的并购平台；横向上，在不同行业里，企业的需求也是有差别的，满足需求的方式也是有不同侧重的。例如，在节能环保行业，证券化产品的适用性较好，而在医药行业这个产品可能并不合适。正是看到企业金融服务需求多元化、个性化发展的趋势，去年以来，深交所开始尝试按不同行业，组织企业的交流培训活动，如上半年的医药行业企业并购专题交流和培训活动，就很有针对性，受到了企业的欢迎。此外，我们也在打造“中小企业之家”，希望为企业和企业家提供一个

深入交流的平台。

三是科技金融服务的产品线在延伸，平台在增加，市场空间在扩大，但需要通过合力形成良性循环。

在一定程度上，科技金融正在演变为一个相对独立的生产性服务行业。在产品线上，包括银行、证券、保险，以及新业态金融在内，可以纳入科技金融范畴的信贷产品、股权类产品、固定收益类产品、证券化产品等日渐丰富，并购、知识产权交易等新的服务也有了很大的拓展；在平台建设上，包括交易所市场、场外市场、创投市场，以及具有投融资功能的各种孵化器等在内，提供科技金融服务的平台越来越多。和其他产业一样，市场容量的扩大会促进分工，而分工和专业化又反过来会促进市场潜在空间的充分释放。但是，要形成良性循环，在分工的基础上进行合作也是非常重要的。例如，企业信用信息平台，对扩大科技金融的企业覆盖面，提高风险定价能力，都是非常重要的基础设施，应该成为科技金融发展的一个重点。从目前的实践情况看，各方面都在想办法，但还没有形成合力，“信息孤岛”现象仍然存在。

四是用科技手段解决金融难题的前景广阔，互联网金融为科技金融深化发展提供了契机。

互联网金融的发展，用新的科技手段，创造了金融交易中数据、信息处理的新方法、新模式，让传统的金融交易成本更低，也会催生新的交易方式和风险管理手段。依托互联网金融的发展，金融供给能力得以提高，包容性得以增强，可以动员更多的金融资源，覆盖住更多、更分散、更多样化的金融服务需求。在科技金融发展中，这些一直都是需要解决的突出问题，互联网金融能够提供一些很好的解决方案。关于互联网金融发展，当前用“方兴未艾”来形容是恰当的。深交所也在积极地观察和实践，除了考虑用大数据技术解决我们在市场培育、市场监管中遇的问题外，在 9 月 18 日深交所也迎来了阿里巴巴的两只小额贷款资产证券化产品的挂牌，在交易所的产品线上实现了与互联网金融业界的第一次合作。从今后发展趋势看，互联网金融能走到哪一步，仍然需要靠实践来回答，现在我们所能做的最好的事情，应该是为它的发展提供足够的空间。包括《证券法》的修订，也有必要考虑到“众筹”等互联网金融模式的特点。

五是发展科技金融在当前面临更加突出的风险问题，切实提高风险配置和风险管理能力十分重要。

科技创新及其产业化应用的整体而言，它与高成长、高收益是对应的；就个体的科技创新及其产业化进程而言，它首先是与高风险和不确定性对应的。这是一对矛盾，随着创新活动增加，创新水平提高，矛盾也会表现得更明显。一个典型的例证是，即使在美国的网络泡沫高峰，创业最容易的 2000 年，创业的小公司最终能成功的，不过 2%−3%，绝大部分夭折了。类似美国的这种情况，在我国创新十分活跃的移动互联的发展中，已经能够看到了。创新是一个试错的过程，试错是有成本的，金融服务一方面要增强对创新试错的包容性，另一方面也需要积极提高风险配置和风险管理能力，降低试错成本，用好有限的金融资源。对资本市场来说，这是深化科技金融服务必须解决好的问题。相信这也是大家面临的共同问题。

IPO 注册制首次写入中央文件 “股改”成看得见的未来

“注册制”首次明文写入中央文件，意味着我国市场发行体制通过不断完善，由核准制过渡到注册制，已经是有方向、有目标、有共识的改革内容。

文·上海证券报

股票发行注册制改革已经成为“看得见的未来”。11 月 15 日公布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(下称《决定》)，明确提出“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革。”

按照现行《证券法》、《公司法》等法律规定，我国股票发行审核采取核准制做法。而事实上，近一个时期以来，监管部门一直在着力研究注册制改革有关问题，此次“注册制”首次明文写入中央文件，意味着我国市场发行体制通过不断完善，由核准制过渡到注册制，已经是有方向、有目标、有共识的改革内容。

业内资深专家认为，资本市场作为重要的要素市场，其改革发展是经济整体改革过程中重要的一环，健全多层次资本市场、发行注册制改革都是“使市场在资源配置中起决定性作用”综合改革的内容之一，其目的在于提高市场运行效率，更好发挥市场配置资源的基础性作用。

相比核准制，成熟市场较多采用的注册制发审方式，具有限制较少、体现市场化选择、审核效率较高等特点，但从当前法定核准制发审方式到发行注册制，是一个渐进的过程，将贯穿在市场各个层面的配套改革当中。从成熟市场运行实际来看，注册制强调以信息披露为中心，也并非简单备案。

“市场化”是注册制改革基本精神

“《决定》是涉及全方位改革的纲领性文件，其整体思路在于让市场的无形之手扮演配置资源的决定性作用，资本市场的相关改革措施，也是沿着这一思路展开。”

经济学家、万博经济研究院院长滕泰表示，《决定》将对未来十年经济、金融体制改革产生深远影响，资本市场是重要的要素市场，其改革必将贯穿和服务于改革全局，健全多层次资本市场、推进股票发行注册制改革是未来十年我国资本市场总体改革和演进的方向，无法在一朝一夕间完成，而这些改革举措的基本精神就在于促进“市场化”作用的发挥。

“中国是全球储蓄最充裕的国家，要改变目前资金价格高昂，金融抑制实体经济发展的局面，必须更好发挥资本市场的作用，通过直接融资渠道完善使

更多储蓄资金合理进入实体经济领域，我理解注册制改革的本意也在于此。”他说。

事实上，近一个阶段以来，证券监管部门一直在着力研究注册制改革有关问题，资深专家认为，此次“注册制”首次明文写入中央文件，意味着我国市场发行体制通过不断完善，由核准制过渡到注册制，已经是有方向、有目标、有共识的改革内容。

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新认为，推进股票发行注册制改革首次写入中央文件，将对我国资本市场带来重大影响。我国市场“新兴加转轨”的特征明显，在改革发展过程中，股票发行须行政之手干预既是我国股票发行市场的客观现实，也是进一步发挥市场机制、提高运行效率的障碍。“要完善和提升资本市场配置资源的功能，注册制改革没有退路。虽然注册制的真正实施还有待很多因素配套，但注册制改革给资本市场带来的影响已可以预期。”

从核准制到注册制仍需多方面配套

按照现行《证券法》、《公司法》，我国股票发行审核采取核准制的安排。注册制则是在市场化程度较高的成熟股票市场所普遍采用的一种发行制度。证券监管部门公布股票发行的必要条件，达到所公布条件要求的企业可发行股票。

“股票公开发行注册制的成功实施对于各种条件的要求都比较高，并非所有境外成熟市场都采取注册制的方式，发审制度必须与市场的发展阶段相适应，才能够发挥科学、高效的作用。”资深专家表示。

他认为，相较而言注册制具有三方面制度优势，包括仅进行形式审查，限制较少；充分信披即可获准发行，体现市场选择；审核程序简化，效率较高。但实施注册制是否能够成功，还需综合考虑制度、市场环境等多方面因素。

中国政法大学资本研究中心主任刘纪鹏称，并不主张从核准制一步过渡到注册制，“太快变成注册制也并不适合中国市场”。他表示，美国作为注册制市场的范本，实施注册制是有前提的，包括强大的诉讼文化、理性的机构投资者居多、事后惩罚严格等，而这些我国市场都未完全具备。

上述资深专家表示，发行审核引入注册制，其根本目的在于最大程度地满足不同类型公司的融资需求和相应投资者的投资需求。注册制要成功落地，需要各方面因素达到一定水平，包括：市场化程度较高、市场运作比较规范、有较完善的法律法规作为保障、发行人和承销商等中介机构有较强的自律能力、投资者需具备比较成熟的投资理念、管理层的市场化监管手段比较成熟等。

注册制并非简单备案

股票发行注册制虽已明确写入《决定》，但部分市场人士对何为注册制却也存在一定程度的误读。此前证监会新闻发言人回应媒体询问时曾明确表示，无论核准制还是注册制，都须坚持以信息披露为中心，确保企业真实、准确、完整、及时地披露相关信息。

投行人士介绍，与核准制市场需要发行批文不同，注册制市场发行人的权利自然取得，无需政府特别授权，但无论是核准制，还是注册制，企业的上市文件在公开发行前都需要经过相关部门的审查。同时，同为实施注册制的市场，其具体做法也有不同。“事实上，即使是实行注册制的市场，对新股公开发行的审查也是非常严格和细致的，并非像有些意见认为的仅是简单备案。”

如美国市场主要依据“披露原则”进行审核，由美国证监会通过“意见书”反馈的方式，要求企业在招股说明书中公布所有投资者感兴趣的信息；日本市场则对企业呈报材料的真实性、充分性和完整性同时提出要求，对于财务真实与企业状况核查的要求也十分严格。

燕京华侨大学校长、经济学家华生认为，推进股票发行注册制改革写入《决定》，表明我国在股票这一直接融资领域的改革力度将会是空前的，但也应当依据我国市场现实，明确何为符合我国市场特点的“注册制”，“在制度设计上，要有大智慧，否则将对证券市场带来很大冲击。”

董登新也表示，股票发行由核准制向注册制过渡，并不意味着发行标准的降低和监管的放松。相反，注册制将对事后监管提出更高的要求，需要以更加严格的监管维护市场健康运行。这要求证监会的监管重心进一步后移，将主要精力放在查处市场违法违规行为、打击证券市场犯罪、维护市场“三公”等方面。而投资者也必须学会用脚投票，这样才能真正还权于市场。

附：三中全会科技金融领域改革一览表

11 月 15 日，中共十八界三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》播发。其中公布了多项有关科技金融方面的内容，前瞻产业研究院整理如下：

多渠道推动股权融资

政策原文：完善金融市场体系。扩大金融业对内对外开放，在加强监管前提下，允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构。推进政策性金融机构改革。健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。完善保险经济补偿机制，建立巨灾保险制度。发展普

惠金融。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品。

改善科技型中小企业融资条件

政策原文：加强知识产权运用和保护，健全技术创新激励机制，探索建立知识产权法院。打破行政主导和部门分割，建立主要由市场决定技术创新项目和经费分配、评价成果的机制。发展技术市场，健全技术转移机制，改善科技型中小企业融资条件，完善风险投资机制，创新商业模式，促进科技成果资本化、产业化。

放开企业投资审批

政策原文：深化投资体制改革，确立企业投资主体地位。企业投资项目，除关系国家安全和生态安全、涉及全国重大生产力布局、战略性资源开发和重大公共利益等项目外，一律由企业依法依规自主决策，政府不再审批。强化节能节地节水、环境、技术、安全等市场准入标准，建立健全防范和化解产能过剩长效机制。

允许社会资本参与网络出版

政策原文：鼓励非公有制文化企业发展，降低社会资本进入门槛，允许参与对外出版、网络出版，允许以控股形式参与国有影视制作机构、文艺院团改制经营。支持各种形式小微文化企业发展。

优先发展科技类行业协会

政策原文：激发社会组织活力。正确处理政府和社会关系，加快实施政社分开，推进社会组织明确权责、依法自治、发挥作用。适合由社会组织提供的公共服务和解决的事项，交由社会组织承担。支持和发展志愿服务组织。限期实现行业协会商会与行政机关真正脱钩，重点

培育和优先发展行业协会商会类、科技类、公益慈善类、城乡社区服务类社会组织，成立时直接依法申请登记。加强对社会组织和在华境外非政府组织的管理，引导它们依法开展活动。

加快完善互联网管理领导体制

政策原文：坚持积极利用、科学发展、依法管理、确保安全的方针，加大依法管理网络力度，加快完善互联网管理领导体制，确保国家网络和信息安全。

杭州银行南京软件大道支行 破解科技企业融资难

文·秦宵喊 王捷 孙校干 王涛 中国网

南京再添科技金融专营机构

近年来，南京新能源、新材料、生物医药、新一代信息技术和软件、高端装备制造等战略性新兴产业发展态势迅猛。一方面是科技企业快速发展对融资有较高需求，一方面是受传统的金融体制和机制的限制，企业需求的资金无法与科技企业的增速匹配。尤其是初创型科技企业往往实力有限，固定资产较少，公司自有资金在产品研发过程中已所剩无几，即使企业拥有较突出的业绩表现，也常常无法通过银行的常规审核，获得资金支持。8 月 28 日，杭州银行南京软件大道支行开业，南京再添面向科技企业的金融专营机构，使南京的科技型企业在解决融资问题时多了一份选择。

顺应发展要求，催生科技金融服务

建立以技术创新为基础的经济增长模式，是转变经济发展方式的要求，也是应对宏观经济环境变化的客观选择。南京市委市政府高度重视科技创新，明确提出“把科技创新作为核心驱动力来抓，发挥人才科技资源优势，做科技创新文章”，并先后制定出台了科技创新 20 条、1+8 政策体系，推动科技创新与产业发展相融合，增强企业在科技创新中的主体地位，用科技创新提升产业竞争力、提升劳动生产率，激活创新要素。可见，在经济结构战略性调整的大趋势下，在信贷紧缩、中小企业融资难的大背景下，研究科技金融服务驱动型产业和企业，是科技部门和金融机构的必然选择，“科技金融”也由此应运而生。

在“科技金融”的探索实践中，杭州银行可谓走在同业前列。早在 2009 年，杭州银行就在杭州成立了科技支行，专门以服务科技型中小企业为定位，重点为高新技术企业、创投企业和大学生创业企业等提供金融服务。截至到 2013 年 6 月末，全行科技金融企业贷款余额超过 100 亿元，服务企业客户数达到 1500 余户，杭州银行的“科技金融”经营模式取得了巨大成功，已成为杭州经济发展的一张“金名片”。

发展科技金融，专营科技金融业务

为进一步推广杭州银行科技金融服务的成功经验，2011 年，杭州银行总行批准南京分行为科技金融试点分行。南京分行遵循总行“转变发展方式，推进差异化经营”的理念，立足南京经济实际，着力推进科技金融服务等特色业务，先后开展了金融支持万千百工程项目推介会、印刷行业对接会、银企座谈会、签署银企战略合作协议等平台载体活动，完成了五大科技产业园的实际调研。南京分行的快速反应和深入园区的实际行动，有效拉近了银企距离，顺利实现了和科技型企业的对接，这为南京分行的科技金融业务开创了良好的开端。凭借在科技金融领域的出色表现，杭州银行南京分行一举摘得“2012 南京商业·金融品牌价值榜”上“最佳小微企业融资银

杭州银行标志性设计

行”和“最佳科技金融服务奖”两个奖项。

为把科技金融工作推向深入，向全市科技型中小企业提供更好的金融服务，杭州银行南京分行多次召开了科技金融服务工作专题会议，根据前期对南京科技型企业的深入调研，结合实际，并在南京市金融办的大力支持下，南京分行决定成立科技金融业务的专营机构，即杭州银行南京软件大道支行。软件大道支行成立后，通过银行与政府的紧密合作，构筑起聚合“政府、担保公司、投资机构、园区”，即“银政、银保、银投、银园”四位一体的综合金融服务模式，通过贴近科技型中小企业需求，创新科技金融服务产品，丰富科技金融服务手段，深化科技金融服务力度，完善科技金融信贷管理模式，持续为科技型中小企业提供优质服务。

科技银行，金融产品量身定做

针对科技企业特点，杭州银行的科技金融产品为企业量身定做。和一般企业不同，小型科技型企业总体面临技术含量虽高，而抵押担保难，融资渠道窄的难题。对此，杭州银行除传统的抵质押和担保产品外，针对不同类型的科技型企业开发了一系列创新产品。最大特点就是轻抵押担保、重企业自身价值。“做别家银行做不了的事，或还没有做过的事，既有效支持了企业的发展，高效灵活的金融服务也获得了客户的赞赏，”杭州银行南京分行李家永行长说，“如对有订单但苦于资金缺乏的科技企业，推出了订单贷；对于生产过程长，库存压力大的科技型企业，推出存货质押贷款；对于技术先进，持有各类专利资产，但自有资金跟不上业务快速发展的企业，推出了知识产权质押贷款等等。”

杭州银行对科技金融执行单独的授信模式。区别于以企业现状判断贷款可行性的传统信贷审核办法，杭州银行以投资者眼光判断企业，着重分析企业团队结构和能力、核心技术的成熟度和市场竞争力、产品的市场认同度、企业成长阶段和融资匹配性、担保条件等五个方面，实行单独的授信审批标准。另外科技金融具有很强的专业性，这也需要相关的岗位人才进行匹配。据了解，杭州银行总行对科技金融专营机构提供人力资源支持，确保科技型中小企业授信审批的专业性；而由技术专家、政策专家、信贷专家、投资专家等组成联合信贷评审委员会也参与信贷评审，真正支持一批行业技术前沿、具备广阔前景的科技企业。

对于科技企业来讲，最关心的问题莫过于贷款利率。据了解，杭州银行对于科技企业执行单独的利率定价政策；同时由于杭州银行南京软件大道支行是南京市金融办准入的“科技银行”，在利率上政府还会对科技型企业贷款给予一定的财政贴息。此外，针对风险较高的科技企业，杭州银行也进行了适度创新，将风险容忍度放宽，保障科技型企业能够真正享受到“低门槛、低利率、高效率”的信贷支持。

可以预见，依托杭州银行新成立的软件大道支行，科技型中小企业将有效缓解融资难的困境，进一步发挥在促进全市经济转型升级、提升整体经济实力中的重要作用；杭州银行软件大道支行“银政、银保、银投、银园”四位一体运行机制的建立，不仅是其金融业务的创新和业务流程的再造，更是将金融政策落实到了企业的经营实际中，势必会加速科技型企业的发展速度，促进科技型企业实现跨越发展。

天津市科技金融促进会领导访问深圳市科技金融服务中心

2013 年 10 月 15 日上午，天津市科技金融促进会执行副会长李平率团访问了深圳市科技金融服务中心。市科技金融服务中心朱志伟主任向李平会长一行介绍了中心成立的背景、发展现状和下一步发展思路，重点介绍了中心成立一年多来在科技金融服务“平台 + 体系”、市区联动、创办全国首个“科技金融联盟”等方面所开展的工作，还介绍了创投广场及其入驻机构如“融资城”、“融资辅导营”等。双方表示要进一步加强交流合作，共同促进天津、深圳两地的科技金融结合工作。

科技金融创新产品推介会暨项目对接会在光明新区成功举办

进一步促进科技金融结合工作，帮助光明新区的中小科技企业融资牵线搭桥，创造企业项目与金融、创投机构直接交流的机会，10 月 24 日下午，由深圳市科技金融服务中心携手光明新区经济服务局共同主办、招商局光明科技园承办、深圳高新区创投广场协办的科技金融创新产品推介会暨项目对接会在光明新区会展中心成功举办，光明新区及招商局光明科技园的 40 多家企业代表参加了会议。

市科技金融服务中心、光明新区经济服务局和招商局光明科技园有关领导出席了活动并致辞。力合天使、招商证券、浦发银行、商弈投资及融资城等金融、创投机构先后推介了各自的创新产品和服务。有为化学、粤网节能技术、乔乔机器人、革瑞威科技等四家来自招商局光明科技园的企业代表在会上进行了项目融资路演，并与金融、创投机构进行了互动交流。会后，参会的科技企业与金融、创投机构进一步深入沟通、洽谈，活动取得了良好的效果，受到了参会企业的广泛好评。

广东省科技厅发展规划处领导调研市科技金融服务中心

2013 年 11 月 13 日上午，广东省科技厅发展规划处处长郑海涛到深圳市科技金融服务中心进行工作调研，市科技创新委员会政策法规处处长朱素萍陪同调研。

郑海涛处长一行首先参观了创投广场及其入驻机构，随后听取了市科技金融服务中心朱志伟主任汇报中心成立一年多以来在科技金融服务体系建设方面所做的工作，对中心搭建科技金融服务“体系 + 平台”、市区联动、创办全国首个“科技金融联盟”工作给予肯定，并进一步了解中心在科技金融服务体系建设中所遇到的困难和问题。座谈中，郑海涛处长还就如何完善科技金融服务体系和下一步工作思路与大家进行了深入交流。

280 家企业终止 IPO 审查 创业板是重灾区

截止 10 月 31 日，IPO 候审企业数量为 754 家，终止审查企业数量上升为 280 家，为去年全年终止审查企业总数的 4.4 倍。

文 · 肖青

根据证监会最新公布的数据，截止到 10 月 31 日，已经有 280 家企业退出 IPO 排队的队伍，处于“终止审核”状态，为去年全年终止审查企业总数 64 家的 4 倍多，也创下有史以来的最多撤单纪录。在这 280 家公司中，137 家为拟在创业板上市企业，143 家拟在主板、中小板上市。

IPO 咨询机构前瞻投资顾问（专为企业提供上市前细分市场研究和募投项目可行性研究）还统计发现，截止 10 月 31 日，IPO 候审企业数量为 754 家，其中 179 家拟登陆上交所主板，310 家拟登陆深交所主板，265 家拟登陆深交所创业板。从审核进度来看，290 家企业为初审状态，335 家企业为落实反馈意见，40 家企业进入预披露阶段，过会待发企业为 85 家。

137 家企业无缘创业板

由于创业板有明确的业绩门槛，在财务核查行动的“大扫荡”下，创业板成为了重灾区，今年内已有 137 家拟创业板企业与 A 股擦肩而过。

对于此轮终止审查的高潮，前瞻投资顾问分析认为，原因有二：首先是财务核查行动的大范围侵袭，让一些业绩不达标的企业知难而退。其次是候审队列太长，短时间内市场很难消化，部分企业的 IPO 融资需求较为迫切，只能寻求其他渠道融资。

当然，还有个别原因，比如拟上市企业审时度势，对当前的资本市场整体环境比较悲观，所以撤回申请伺机而动。又比如一些企业，可能是受券商等中介的影响而选择撤回的，等等。

从过去 10 个月的撤退时间来看，终止审查高峰主要集中在财务核查紧锣密鼓进行的上半年。如创业板的 137 家撤单企业中，134 家撤单发生在上半年。而沪深主板、中小板中 143 起撤单有 135 起发生在上半年。

从撤退企业的行业分布来看，文化、农业、电子信息等行业受灾较为严重，一方面是由于这类行业存在业绩波动较大的共性特点，在财务核查中不占有核查优势；另一方面，这些行业是近年 IPO 申报的集中阶段，因为申报的企业多，所以“中箭”的几率更大也在情理之中。

IPO 失意企业转道其他融资路径

IPO 闭关已超过一年，对于这些 IPO 排队企业来说，“苦等”的时间消耗自然意味着不菲的成本，不少企业另谋出路，转战新三板、发行债券、谋求并购重组成为它们重新选择的融资渠道。

137 家企业无缘创业板

9-10 月新增 16 家初审企业

并购：今年以来并购重组已成为私募股权投资和创投机构主要的退出方式，不少 IPO 终审企业也转道并购重组，通过被并购的方式，实现融资、PE 退出以及券商解套的目的。投中统计，今年三季度中国并购市场宣布交易案例数量大幅增长，交易 1267 起，环比上升 32%；交易规模增至 712.34 亿美元，环比上升 16%。

借壳：从已披露的公开消息来看，今年从 A 股排队候审大军中撤离的长城影视、神州信息、景峰制药，以及去年 IPO 被否的海澜之家，均在近期通过借壳的形式实现间接上市。不仅如此，越来越多的 IPO 失意企业将融资触角伸向借壳，借壳交易活跃度呈现骤升态势。

新三板：据了解，今年以来在新三板的挂牌企业数增速加快。截至 10 月 27 日，新三板挂牌企业数为 326 家，其中，126 家企业在今年挂牌。企业应根据自身条件取舍融资渠道，如果企业股本规模不是很大又急于融资，则不妨先到新三板挂牌。

债务融资：债务融资成了较好选择。据悉，已在上交所排队的券商，国泰君安当前已通过短期融资券、公司债、次级债等多种债务融资方式募集到了 305 亿元资金。

需要注意的是，在这 IPO 暂停的一年内，一方面是拟上市公司备受融资煎熬的苦楚，另一方面确实上市公司再融资的狂欢盛宴。在拟上市公司的并购、借壳等融资路径中，上市公司也凭借优质的上市资源，成为不可或缺的参与主体。

据重庆商报数据中心统计，2012 年 11 月 2 日以来，A 股市场已有招商证券等 446 家上市公司发布涉及增发、配股事项的再融资预案，拟募资总额高达 7452.3 亿元；而报喜鸟等 197 家上市公司则在此期间实施了再融资，实际募得资金 2582.33 亿元。如果加上 A 股上市公司在最近一年间通过债券市场募得的 1.44 万亿元资金，A 股上市公司在 IPO 暂停的这一年中计划或者已实际募得资金约 2.45 万亿。相比之下，2012 年 156 家新上市公司的首发募资金额不过 995.05 亿元。

9–10 月新增 16 家初审企业 多家系“回炉”

尽管终止审查创下了历史新高，但仍无法阻挡企业的上市冲动。据前瞻投资顾问统计，今年 9–10 月份，IPO 新增的初审企业有 16 家。

其中，创业板新增候审企业 5 家，分别是深圳市新产业生物医学工程、湖北华舟重工应急装备、成都佳发安泰科技、鹏鹞环保、天津利安隆新材料。

上交所主板新增候审企业 8 家，分

A 股 IPO 候审情况（单位：家，截至 10 月 31 日）

	初审中	落实反馈意见	预披露	过会待发	中止审查	终止审查
主板	96	53	15	11	4	143
中小板	114	145	20	31	0	
创业板	80	137	5	43	0	137
总计	290	335	40	85	4	137

别是白银有色集团、华安证券、新华文轩出版传媒、上海来伊份、北京海鑫科金高科技、四川金象赛瑞化工、顾家家居、至纯洁净系统。

深交所主板新增候审企业 3 家，分别是上海城地建设、深圳市汇顶科技、天津桂发祥十八街麻花食品。

值得一起的是，鹏鹞环保和至纯科技 2 家企业都不是新面孔，因为他们都曾在半年内终止审查过，卷土重来的气势，令外界颇为侧目。尤其是鹏鹞环保，于今年 5 月财务核查风暴收尾阶段进入初审环节，拟登陆上交所主板，9 月 24 日退出主板拟 IPO 队伍，10 月 24 日重新出现在候审队列，重启 IPO，转战创业板。

至纯洁净系统则是 6 月退出创业板拟 IPO 队伍的，10 月再度排队主板等待上市。此次转板，其所属行业从“工业自动化”变为“其他专用设备制造业、建筑装饰和其他建筑业”。

并且，去年曾因“蜜饯门”而被否决的来伊份再次卷土重来，与上次申报不同的是，此番来伊份改变了上市地点，瞄准上交所主板，而非深交所中小板，且保荐机构更换为中信建投证券，律师事务所也做了调整，会计师事务所则未变。

迪信通 IPO 终止 手机连锁企业前途难料

继深圳恒波之后，又一家手机连锁企业北京迪信通也与 IPO 失之交臂。其中，持续盈利能力是手机连锁企业对接资本市场普遍面临的难题。

文 · 肖青

根据证监会 9 月 15 日公布的 IPO 企业申报信息表，老牌手机连锁企业北京迪信通的 IPO 申请显示为“终止审查”状态。

对于终止 IPO 申请的原因，迪信通内部人士在接受媒体采访时称：“我们是由于战略调整主动撤回，不是被终止。公司目前在进行重大战略调整，尚需一个月左右可以落地，所以目前没法给您更详尽的信息。”

IPO 咨询机构前瞻投资顾问（专为企业提供上市前细分市场研究和募投项目可行性研究）发现，早在 2007 年，就曾有传言称迪信通正运作 H 股上市，但随后迪信通将上市地点转向 A 股。然而，直至 5 年之后才跻身 IPO 排队名单之中，拟登陆中小板上市。距其进入名单又过去近一年半后，迪信通却声称主动撤回 IPO 申请，“手机卖场第一股”再次搁浅。

迪信通 D.PHONE

持续盈利能力是 IPO 第一道坎

迪信通自称是“中国最大手机专业连锁企业”，成立于 1993 年，经过十几年的创业与发展，已经发展成为覆盖华北、华东、华中、华南和西北、东北、西南等地区，拥有 2000 多个连锁直营店。

1999 年，迪信通开始了全国连锁的经营模式，并率先提出了“大卖场”的经营模式。在短短的三年时间内，迪信通的店面已经基本覆盖全国省会城市，并且所到之处都刮起一阵价格与促销的旋风。

2003 年开始，迪信通先后与诺基亚、摩托罗拉、索尼爱立信、联想等国内外知名手机厂商实现了产品直供。产品直供就意味着在手机零售价格上占有优势，也是区域性手机卖场无法比拟的核心优势。

然而，在国美、苏宁圈地加速和运营商、电商抢夺市场的夹缝中，迪信通试图通过上市寻求做大规模之路并不平坦，其中最大的问题，莫过于持续盈利能力，更为外界解读为其 IPO 难以逾越的一道“坎”。

业内人士认为，像迪信通这类手机连锁企业，其生存模式以增开门店、扩大规模，提高手机产品销售数量实现利润，因此持续盈利能力成为迪信通跨不过去的一道坎。转型求变成为其谋求生存不多的选择之一。

不仅如此，媒体去年 12 月还披露，迪信通还因销售不合格手机配件登上质监部门的黑榜。据中国网财经记者不完全统计，2006–2012 年，迪信通因销售的手机或配件不合格或存安全隐患，被媒体曝光了 6 次，品牌已经遭遇信任危机。此外，迪信通的加盟连锁也曾屡次被消费者投诉，被指乱象丛生。这或许也是公司持续盈利能力面临考验的一大诱因。

传统手机业面临挑战 利润走低

在运营商和电商的双重挤压下，传统手机连锁卖场正寻求突围，而上市融资无疑是解决突围的重要手段之一。

实际上，在迪信通之前，其同行深圳恒波连锁也于 2011 年与 A 股首发上市失之交臂。近年来，也有不少手机连锁企业都在努力向“手机卖场第一股”发起攻击，可惜至今都无功而返。

拥有 14 年产业研究基础的 IPO 咨询机构前瞻投资顾问认为，随着电子消

费形势的改变，传统的手机业态正面临着巨大的挑战，产业整合与转型已渗透到手机行业的各个细分领域。从资本市场上讲，传统生产模式下，利润率越来越低，投资的想象空间不大。

迪信通北京公司总经理齐峰介绍，五年前，迪信通在北京地区的净利润率是 5%，而现在的净利润率只能维持在 1.5−2.5% 之间。来自苏宁电器的一份调查则显示，2001−2008 年，手机产品在国美、苏宁等家电卖场的年销售增长率都在 30% 左右，但 2008 年以来，由于 2G 手机市场趋于饱和，手机产品销量增长趋势已经明显放缓。

手机产品需求增速放缓、销售市场遭各路对手夹击，这不仅是迪信通面临的问题，所有传统手机制造企业，在新一轮的科技变革面前，都将迎来一次彻底的洗礼。

目前，国内手机实体渠道有三种，一种是运营商的自有渠道，比如移动营业厅；另一种是家电连锁，比如国美、苏宁；还有一种就是社会化的手机连锁店和单店，如迪信通、大地通信等。目前社会化手机连锁，由于受线上销售的挑战和市场挤压，以及来自同行的竞争，正面临生存压力。

转型压力大 积极布局移动互联网

传统手机市场的趋势是网上销售增长、运营商渠道销售增长、社会渠道在下降。为了缓解行业下行及转型升级带来的压力，迪信通也在转型突围，包括 2009 年以来逐步走向“手机销售与其他 3C 产品结合、传统连锁店面和电子商务结合”的商业模式。但到目前为止，3C 并没成为迪信通的强项，无论产业规模还是资本实力都与国美和苏宁这样的“大鳄”差距悬殊，这种模式能否取得成功尚需观察。

2012 年初，迪信通又开始启动移动互联网和电子商务项目，目前，已有 5 个产品，分别是迪风市场、迪云、基于 LBS 的推送、手机电商、智能软件大礼包。对此，迪信通内部高管解读称，“产品不同，决定其产业整合能力不同，而且与移动互联网有强大的契合，因此，这一块业务有很大的附加值。”

在进入移动互联网领域的同时，迪信通还在 9 月中旬宣布全面引入可穿戴设备，在卖场推出相关配件及智能终端产品品类。

前瞻投资顾问认为，因为物业成本和劳动力成本的持续攀升，手机连锁渠道企业作为传统业态，转型难度较大。虽然目前迪信通正筹备加入首批虚拟运营商牌照的争夺，向基础电信业进军，但业界对此并不看好，原因是虚拟运营商的平均用户占有率仅 3%，投资回报的周期较长，同时，运营商的基础业务已经难以增长，通过进入运营商的展售，黄金期已过。

IPO 现史上最长暂停期 借壳上市意外爆棚

IPO 空窗一年，企业融资路径遭堵，壳公司变成香饽饽，借壳上市正在成为大量拟上市企业谋求上市融资的另选通道。

文 · 肖青

在10 月 31 日的百度新闻里搜索“借壳上市”，《福能集团电力资产成功借壳上市》、《上海游族借壳上市 梅花伞38亿天价并购》、《申万拟借壳宏源 800 亿巨头将诞生》等消息不胫而走。

这些只是近期 A 股借壳热潮中的一隅。各类拟上市公司四处寻找壳资源，各类上市公司争先停牌重组，各类借壳上市事件此起彼伏。

IPO 咨询机构前瞻投资顾问（专为企业提供上市前细分市场研究和募投项目可行性研究）发现，自 2012 年 11 月 2 日浙江世宝登陆中小板 IPO 至今，A 股市场 IPO 窗口持续关闭已长达一年之久，创下 A 股历史最长记录。IPO 的暂停封锁了拟上市企业的融资通道，他们不得不寻求其他方式，借壳上市成为较好的渠道之一。

借壳上市与 IPO 的比较

借壳上市是拟上市公司通过一定途径获得某家上市公司的控制权，再将优质资产注入上市公司以达到间接上市目的的资本运作手段。通常，拟上市公司为了降低借壳成本，提高借壳效率，都会选择盈利水平微薄甚至亏损、股权结构单一的上市公司作为壳资源。

借壳之所以这么火爆，是因为它与 IPO 相比的确有一些优势。IPO 咨询机构前瞻投资顾问认为，二者的区别主要有三个：

首先，从上市成本上来说，IPO 需要企业进行改制、审核、发行路演、信息披露等需要，尤其是审核环节，监管层的要求很高，耗时很长，整个上市周期约需一年到一年半，给企业造成的负担较重。但借壳不同，手续简便，无论是时间成本，还是资金成本，只要买卖双方谈判即可，来自外界尤其是监管层的限制较少，企业能掌握更多主动权。

其次，从实际融资效果来看，IPO 能同步实现发行和融资两个功能，但借壳通常需要先买壳，待壳公司业绩转好后才较适合再融资。在这一点上，借壳相对处于劣势，不过在现有的 IPO 审核节奏下，发审环节和发行环节都有很大不确定性，企业融资的时间成本非常高，反而能突显借壳的优势。

第三，从操作风险上来说，虽然两者都存在一定风险，但 IPO 属于高风险、高收益行为，借壳则相对低风险、低收益。IPO 程序复杂，耗时更长，中间任何一个环节出了问题都有可能推倒重来，给企业造成很大压力，而这种压力一旦扛过去了，发行后的收益也是很大的，

“壳费”水涨船高

一方面来自募资，另一方面来自上市后公司软实力的提升，尤其是品牌影响力。而借壳行为，企业能在一定程度上掌握进度和时机，能有效控制风险。

也正因为如此，借壳上市更多是被急需资金的中小型快速发展的企业所利用。前瞻投资顾问认为，每个公司都有不同的特点，借壳和 IPO 的优劣势都不是绝对的。拟上市企业要做的，是根据自身的条件、股东目标、融资紧迫性等，选择一种最可行、最有利、最有效的方式实现上市目的。

借壳门槛抬高

14 家公司借壳造富 增值率高达 33 倍

市场获知公司借壳上市消息的渠道，通常是上市公司发布的构成借壳的重大重组事项公告。据证券时报的报道显示，截止 10 月底，今年以来累计有 14 家上市公司发布过此类公告，其中，借壳资产约一半都属于 TMT 领域，其他则散乱分布在公用事业、医药、稀土、装修装饰等行业。

该报道称，这些拟注入资产规模参差，但评估收购价均不菲，都有不同程度的增值。据统计，除香梨股份、银润投资以外，12 家公司拟借壳资产评估价值的增值率都超过 200%，借壳梅花伞的游族信息增值率甚至高达 3281.05%，借壳远东股份的华夏视觉、汉华易美的增值率也近 16 倍。

同时，IPO 咨询机构前瞻投资顾问还发现，在这 14 家借壳上市的公司中，有多家企业曾在最近两年试图 IPO 却无功而返，包括在今年 5 月 31 日被质疑业绩不稳定而终止审查的长城影视、今年 6 月底正式终止上市计划的神州信息、今年 7 月发布环保核查披露 IPO 意愿随后却意外借壳的景峰制药，以及去年曾申报 IPO 却因为独立性欠缺而被否决的海澜之家。

很多公司因为各种原因不得不面对 IPO 闯关失败的现实，但上述拟上市企业却在短短的几个月内决意通过借壳行动曲折上市，且借壳资产评估价值的增值率都普遍超过 2 倍以上，行动之快、效率之高着实令市场惊诧。

前瞻投资顾问认为，无论是沪深两市主板，还是中小板以及创业板，拟上市公司排队压队现象都非常突出。而 IPO 重启期限不能确定，而且以何种方式重启也还是未知数。截至 10 月 24 日，沪深两市 IPO 在审企业队伍仍维持在 754 家的规模，而借壳上市正在成为大量拟上市企业谋求上市融资的另选通道。

与此同时，从政策层面来看，目前，国家调整落后产能和盘活存量资金的需求非常迫切，为此也出台了不少政令。显然，借壳上市能让问题重重的上市公司获得重生的机会，为资本市场注入新鲜血液。

壳资源有限 借壳上市难成大众化融资路径

尽管如此，在近千家拟上市企业队列里，能够成功借壳造富的公司毕竟还是少数，IPO 排队企业谋求借壳上市，并非易事。这一方面受到 A 股壳资源有限的制约，另一方面从市场和中小投资者的角度来说，借壳上市一旦成为常态，势必有脱离正常轨道的风险，为此，来自监管层面的压力自然是无法回避的。

壳资源奇货可居 价格攀高

由于 IPO 融资路径被堵，近千家公司实现证券化的诉求异常迫切，壳公司变成香饽饽。券商人士透露，现在基本上一家业绩差的壳公司，都有五家以上的借壳方在谈。为此，“壳费”水涨船高，普遍都到了 4 亿元以上。

同时，从 10 月 8 日开始实行的并购重组审核分道制也推高了壳资源的价值，尤其是汽车、钢铁、医药等九个行业并且符合三标准的公司，因为分道制，能进入豁免或快速审核通道，相对来说，壳价值更高。

深谙资本市场运作规律的 IPO 咨询机构前瞻投资顾问认为，壳的市值将直接决定重组后新股东的持股比例，因此，找壳第一指标通常是市值。壳越小，借壳后新股东持股比例越大，后续增资扩股融资空间也大。显然，拟上市公司必须根据自己资产估值大小和利润高低去找壳。

而据 Wind 统计，整个 A 股 2467 家公司中，市值 10 亿以下的公司只有 16 个，其中 10 家处于亏损或微利阶段。市值 10–15 亿的公司有 214 个，约四成处于亏损或者微利状态。

除了市值大小，前瞻投资顾问还建议拟借壳企业，评估一下壳公司的负债情况、股本大小和股东构成情况也非常有必要，但这些问题，专业性比较强，通常比较隐蔽，一般是投行或借壳的咨询机构在负责，于是，找到一家优质的

今年发布构成借壳的重大重组事项的 14 家上市公司（数据统计：证券时报）

壳方 - 上市公司	借壳方 - 拟上市公司	拟注入资产评估价（亿元）	增值率（%）
中创信测	信威通信	278.55	529.2
凯诺科技	海澜之家	130	408
梅花伞	游族信息	38.67	3281
*ST 联华	山西天然气	35.19	276.84
*ST 天一	景峰制药	35.02	474.16
*ST 太光	神州信息	30.17	243.73
联合化工	合力泰	28	723.53
香梨股份	昌源水务	27.92	46.11
远东股份	华夏视觉、汉华易美	24.9	1569.54
*ST 成霖	宝鹰股份	24.87	283.33
江苏宏宝	长城影视	22.91	381.06
鑫富药业	亿帆生物	17.5	660.84
银润投资	晨光稀土	13.11	105.81
新 南 洋	昂立科技	5.82	388.91

借壳上市

借壳中介，也是拟上市企业在借壳之前必须做好的功课。

但整体而言，A股壳资源毕竟有限，从资本市场的长远发展来说，加快IPO上市进度，完善退市制度，拓宽融资渠道，才是解决广大中小企业资金缺口的关键。

海内外借壳门槛不断提升

中国借壳上市的有关规定，根据不同时间环节而适用，现行借壳上市的监管标准贯穿于上市公司并购重组法规体系之中，而不是针对拟借壳上市主体而专门制定相关的规则。

值得关注的是，2012年沪、深交易所修订的《股票上市规则》，明确了对通过借壳恢复上市的不支持。其中第一条就是，新增“暂停上市公司申请恢复上市的条件”，要求公司在暂停上市期间主营业务没有发生重大变化，并具有可持续的盈利能力。

但由于规则并没有明确指出什么是“主营业务没有发生重大变化”，所以还是有很多企业打借壳的擦边球。长远来看，这种现象不会持续太久，随着监管体制的不断完善，借壳上市也会更加合法、合理、合规化。也就是说，尽管多数企业希望通过借壳上市绕道实现证券化，但限于各类政策法规的制约，这一“曲线救国”的方式或将受到严峻的“阻击”。

与此同时，境外市场对借壳上市的门槛也一再被抬高。其中，香港联交所2004年规定，上市发行人控制权易手之后12个月内收购资产的限制延长到24个月。2011年，美国三家主要证券交易市场集体追加了多项借壳上市要求。也就是说，中国企业借壳上市正变得越来越难。

中小股民不愿埋单 反对泡沫溢价

对于投行、机构投资者、股东，以及借壳的买卖双方来说，借壳上市自然是利大于弊，但之于市场和普通投资者，借壳的风险确是无法回避的重要问题。

中小投资者认为，借壳上市的公开性不如IPO，社会监督远未到位，暗箱操作不透明，容易滋生内幕交易、市场操纵甚至腐败。同时，借壳后股价暴涨，也容易纵容广大投资者由此产生投机垃圾股不劳而获的暴富心理。

当然，也有人担心，借壳方入主后同样可能掏空上市公司，借壳上市可能只是在市场形成更大的烂壳，长此以往，借壳上市恐让市场背负更重的壳负担。

对此，前瞻投资顾问认为，监管上的不透明、不规范是能够从制度层面、执行层面逐渐趋于完善的，但解决市场漏洞的根源，还在于所有的市场参与者的严洁自律。尤其对于拟上市企业来说，借助一定的资本运作的确能让公司迅速壮大起来，但资本市场是一个公开、公正、公平的公众平台，出于公司的长远发展考虑，勿逞一时之快，勿心存侥幸，踏实、稳健的经营才是长远之道。

互联网金融众多领域谁最具投资潜力

未来一两年互联网金融热度将超过云计算、移动终端。互联网金融众多细分市场：网络银行、网络保险、网络证券市场、网络基 金市场、网络借贷市场等谁更具投资潜力？

一、网络银行市场投资前景

1、网络银行业务开展现状

（1）网络银数量和业务量不断增加

目前我国基本银行都有自己的网络银行业务。随着各银行对网上银行业务的大范围推广以及人们对于网上银行认知程度的加深，我国网上银行年交易额从 2003 年仅仅二十几亿增长到 2012 年的 820 万亿元。随着电子商务、互联网金融及网络经济的走强，网银交易规模仍保持平稳的增长态势。

（2）业务种类逐渐丰富，形成自有品牌

十年间，我国商业银行紧跟时代潮流，不断研究市场的需求，不少银行业务种类丰富、服务品种繁多，并开始形成了自己独有的品牌。比如招商银行的“一网通”，中国建设银行的“e 路通”。

2、新一代互联网银行发展方向

未来互联网银行发展的思路在于基于互联网思想的金融，是 IT 技术与金融的深度融合，新一代互联网银行发展方向主要体现在以下两个方面：

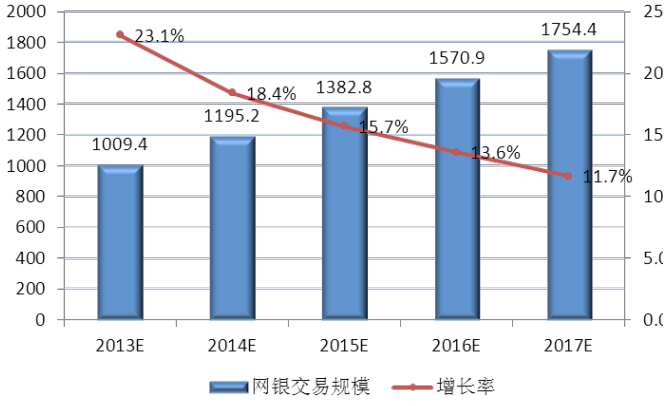
1）将互联网特性引入银行，将微博、微信等社交平台应用于银行业务，达到交易平台与交互平台一体化、服务平台与营销平台一体化。

2）体验银行，互联网时代最明显的特征是主动权掌握在消费者手里，客户体验也随之变得越来越重要，银行需要打破地域、时间的限制，能够支持多样化的接入要求，实现各类渠道间的整合协同，各类渠道均能及时感知客户要求，给予一致的协同响应。

3、网络银行市场容量预测

未来五年，网银交易规模虽然仍将保持增长，但增速料将持续下滑，预测 2013 年中国网络银行交易规模为 1009 万亿元，到 2017 年将超过 1700 亿元。

图表 1:2013-2017 年网络银行市场容量预测（单位：亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院整理

二、网络保险市场投资前景

1、互联网与保险投资并购分析

（1）泛华收购保网

时间 :2010 年 7 月

收购方式：泛华保险服务集团以

8400 万人民币收购保网股份 65.1% 的股权，后者全资拥有中国领先的在线保险服务提供商深圳保网电子商务有限公司。

收购目的：“泛华保网”将通过建设最大的保险产品平台、最大的保险交易平台和最大的保险服务平台，构建中国最大的保险网上商城。

具体内容：

泛华保险服务集团拥有国内金融服务中介行业最大的销售及服务网络，是亚洲保险中介行业第一家在美国纳斯达克上市的企业。保网是目前中国最大的集交易、社区、门户为一体的保险电子商务公司，是中国保险行业唯一一家“国家级高新技术企业”。此次双方携手，标志泛华保险服务集团正式进军保险电子商务领域。

2012 年 1 月 1 日，新版保网正式上线。该平台集合了国内多家保险公司的保险产品，支持价格、服务、理赔等信息的在线查询和综合比较，覆盖车险、旅游险、意外险、健康险等多样化的保险产品。

（2）阿里巴巴、中国平安和腾讯等合资成立互联网保险公司

时间 :2013 年初

注册资本 :10 亿元

股权分布：阿里巴巴集团持股比例为 19.9%，成为其最大股东。腾讯控股和中国平安分别持股 15%，携程持股 5%，其余股东多主要网络科技公司和投资公司，包括优孚控股、日讯网络科技、日讯互联网、加德信投资、远强投资等。

具体内容：

众安在线的定位是“服务互联网”。众安在线不只是通过互联网销售既有的保险产品，而是通过产品创新，为互联网的经营者、参与者和用户提供一系列整体解决方案，化解和管理互联网经济的各种风险，为互联网行业的顺畅、安全、高效运行提供保障和服务。众安在线的目标客户包括所有互联网经济的参与方，如互联网平台、互联网服务提供商、电子商务商家、网络购物消费者、社交网络参与者等公司和个人客户。

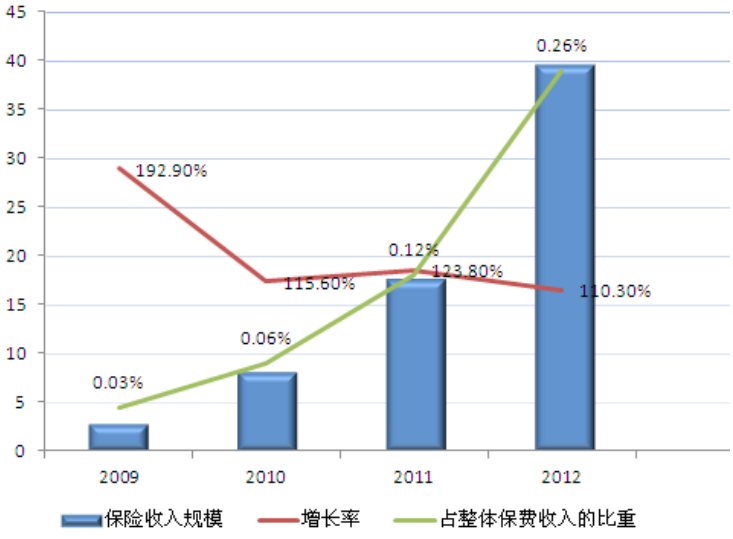
2、网络保险交易市场规模

保险网络销售无疑是近两年增速最快的渠道，很多公司网销保费多翻番，最高的增速甚至超过 400%。2012 年中国保险电子商务市场在线保费收入规模达到 39.6 亿元，较 2011 年增长 123.8%，占中国保险市场整体保费收入 0.26%。

3、网络保险市场投资前景预测

网络保险市场未来五年仍将保持增长趋势，但增速料将有所下滑，但渗透率将明显提升。预计，2017 年中国保险电子商务市场在线保费收入规模将达到 1087 亿，渗透率将达到 3.64%。

图表 2: 2009-2012 年网络保险网上支付交易额及其增长率（单位：亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院整理

三、网络证券市场投资前景

1、网络证券业务开展现状

目前中国网络证券市场仍处于起步阶段。中国结算公司于 2013 年 3 月 25 日发布了《证券账户非现场开户实施暂行办法》；2013 年 6 月 27 日，中国结算组织国泰君安证券、国信证券、宏源证券和齐鲁证券等四家证券公司开展了数字证书认证业务试点，预计不久将在券商全面铺开。

2、网络证券市场投资前景预测

中国股市投资者群体庞大，中小散户多。从深圳证券交易所披露的深市投资者特点来看，近年，投资者绝对数量一直在上升，个人投资者在户数方面占主体地位。2007 至 2012 年，个人投资者交易金额占比仍较高，超过八成以上。从资金周转率（投资者交易金额为其投入资金的倍数）来看，个人投资者的资金周转率处于较高水平，个人交易频度远高于机构。2011 年个人投资者资金周转率为 6.35，高于机构投资者资金周转率水平 4 倍以上。因此，网络证券市场的发展空间有强大的需求作支撑，前景可观。

四、网络基金市场投资前景

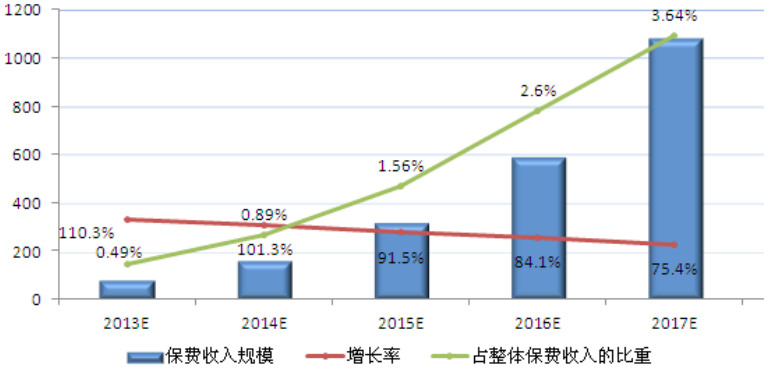
1、互联网与基金投资并购分析

目前，除了淘宝之外，苏宁易购、京东等电子商务公司也对基金销售业务表示出一定兴趣。未来基金销售的电子商务平台或有多个，而平台之间的整合并购活动也将因此产生。不过，到目前为止，互联网与基金投资并购仍缺乏实际操作的空间。

2、网络基金交易市场规模分析

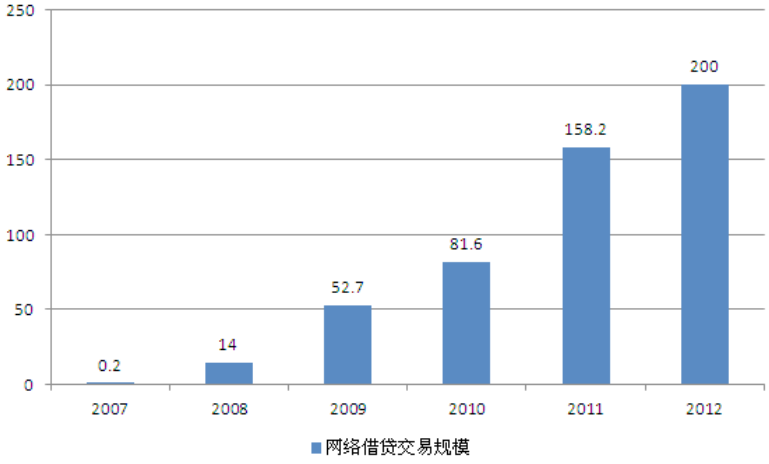
2011 年中国基金销售市场整体电商

图表 3: 2013-2017 年网络保险市场容量预测（单位：亿元，%）



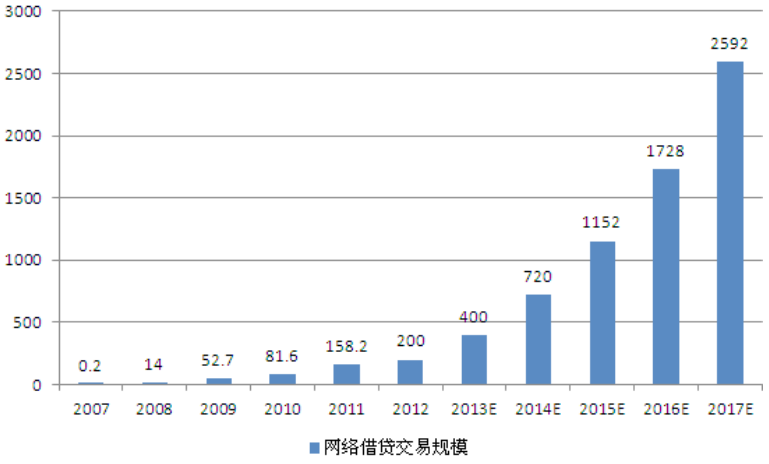
资料来源：前瞻产业研究院整理

图表 4: 2007-2012 年国内网络借贷交易规模变化情况（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院整理

图表 5: 2013-2017 年中国网络借贷交易规模预测（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院整理

网络基金

化水平达到 30.8%，通过线上渠道销售的基金规模为 4144 亿元。其中，从各不同的销售渠道来看，电商化水平差距显著，券商（包括天相投顾）渠道的电商化水平最高，达到 82.9%；通过证券公司交易软件实现的销售规模为 640.6 亿元；其次是商业银行渠道，电商化水平为 43.5%，通过网上银行实现的销售规模为 3271.6 亿元；最后是基金公司直销渠道电商化水平最低，仅为 4.5%，通过网上直销渠道实现的交易额为 231.8 亿元。

3、网络基金市场投资前景预测

基金公司直销方面由于难以吸引更多个人投资者选择网上直销渠道，未来几年网络市场发展速度将比较缓慢。商业银行代销方面，随着网上银行的逐步普及和银行网上交易系统的不断创新升级，将会有越来越多的投资者选择网上银行渠道购买基金产品，网络交易市场发展空间较大，规模扩大速度将较快。证券公司代销方面，由于目前通过券商渠道中基金销售电商化水平已经较高，未来几年电商化水平提升空间有限。

五、网络借贷市场投资前景分析

1、网络借贷行业发展规模分析

从 2007 年到 2012 年，网络借贷经历了井喷式的发展，行业交易规模从 2007 年的 0.2 亿元增长到 2011 年的 158.2 亿元，2012 年行业交易规模达到 200 亿元左右。

2、网络借贷行业经营效益分析

（1）网络借贷行业投资成本

P2P 网络借贷的投资成本主要来自于平台系统的建设和日常的维护、对平台不良贷款进行资本垫付、对平台的坏账进行赔付、相应的风险控制费用（包括贷款前的审核和贷款后的跟踪）、不良贷款的追讨费用，这些是网络借贷行业投资的主要成本。

（2）网络借贷行业利润水平

事实上，网络借贷行业目前仍然处于推广阶段，费用收取非常有限，很多平台为了推广扩大用户规模甚至对服务进行免费，所以，出了阿里小贷实现了一定的盈利外，其他平台目前都处于亏损状态或盈亏平衡状态。

（3）网络借贷行业赔付分析

P2P 平台为了确保投资者能够放心在平台上进行放贷，一般都会设置特定的赔付机制。根据借款的不同，赔付机制也有所不同。根据借款的特点，可以将借款分为信用借款、担保借款和抵押

借款。

信用借款，如借款人到期还款出现困难，逾期一定时间后由平台向投资者垫付本金向投资者赔付；担保借款，如借款人到期还款出现困难，由担保人垫付本息向投资者赔付；抵押借款，如借款人到期还款出现困难，借款到期日当天由平台垫付本金和利息向投资者赔付。

3、网络借贷市场投资前景预测

前瞻产业研究院预计整个 P2P 网贷平台 1000 家的规模很快可以达到。网络借贷市场未来发展的重点是优秀 P2P 网贷平台的培育，主要发展模式是网络联保贷款模式。2012 年整个网络借贷行业的成交量达 200 亿元；2017 年，成交规模预计在 2500 亿元以上。

六、移动互联网金融应用软件投资前景

2012 年中国金融业 IT 投资规模为 1066.6 亿元，同比增长 7.0%，增速较 2011 年下降 2.1 个百分点。

在产品投资类别方面，硬件依旧是 2012 年金融行业用户投资购买最重要的产品类别，约达 497.8 亿元，占整体 IT 应用市场的 46.7%；其次是 IT 服务，投资规模约达 387.6 亿元，占整体 IT 应用市场的 36.3%；2012 年金融行业用户对软件产品的投资购买需求规模约达 181.2 亿元，在整体 IT 应用市场中的比重为 17.0%。

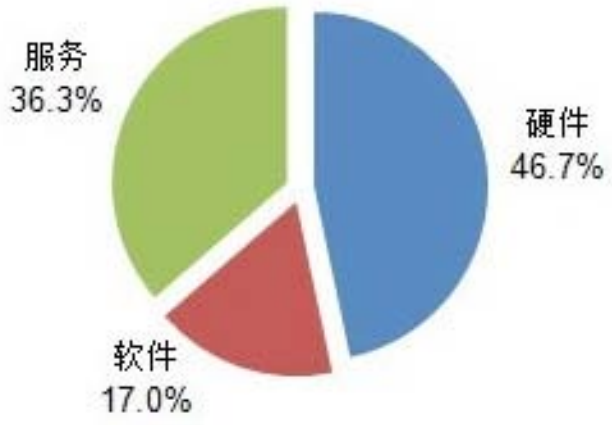
未来两年内，预计金融信息化行业软件产品市场规模逐年提高，由 2012 年的 182.6 亿元提高至 2014 年的 226.6 亿元，2014 年在整个软件行业中的规模占比上升至 17.9%。

（该文由前瞻产业研究院分析师罗娟整理）

图表 6: 2010-2012 年中国金融业 IT 应用市场规模与增长（单位：亿元，%）

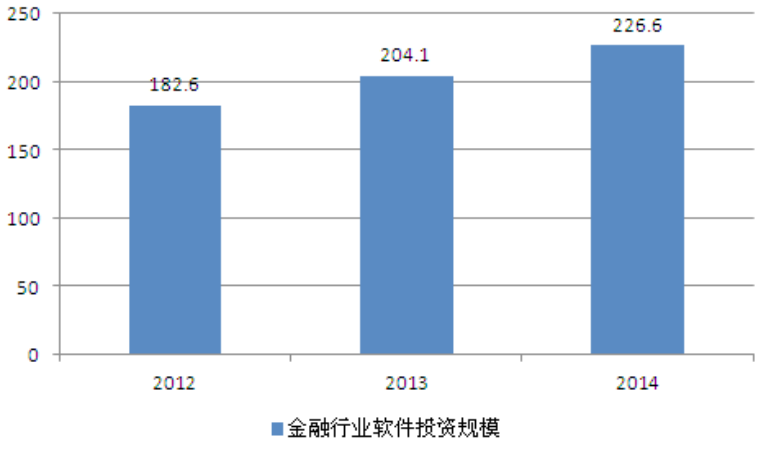
资料来源：前瞻产业研究院整理

图表 7: 2012 年中国金融业 IT 应用市场产品结构（单位：%）



资料来源：前瞻产业研究院整理

图表 8: 2012-2014 年中国金融信息化行业软件产品市场规模（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院整理

警惕互联网金融行业的潜在风险

互联网金融的发展是大势所趋，然而就像证券化革命引发了次贷危机一样，如果不重视行业发展蕴藏中的潜在风险，互联网金融泡沫或将出现。

文·张明 FT 中文网

中国的互联网金融行业发展得如火如荼

近几年来，中国的互联网金融行业发展得如火如荼。国内已经大致出现支付（例如支付宝）、融资（例如人人贷）和理财（例如余额宝）三种互联网金融模式。近期，百度与华夏基金合作的百发基金更是令市场高度瞩目。一是预期收益率高（年化 8%），二是允许投资者随时赎回，三是作为产品发行者的百度具有很高的市场号召力，以至于首期 10 亿人民币产品，在发行当天很快就销售告罄，甚至还引发了网络瘫痪。

诚然，互联网金融的发展是全球大势所趋，也必将在中国获得蓬勃的发展。然而，正如当年的 IT 革命引发了 .COM 泡沫，当年的证券化革命引发了次贷危机一样，如果在一个新生的金融创新发展初期，不充分重视该行业发展蕴藏的潜在风险，并采用有效的方式进行治理，造成市场主体一窝蜂而上，以至于形成了互联网金融泡沫，那么这最终将阻碍该行业的可持续发展。

本文将主要从互联网理财与互联网融资的角度出发，分析中国互联网金融行业存在的潜在风险。首先，笔者将剖析互联网金融产品所面临的与传统金融产品类似的风险；其次，笔者将梳理互联网金融产品独有的风险。

互联网金融面临传统四大风险

与传统的金融产品相比，互联网金融产品也面临如下几个重要风险：

第一是信用违约风险，即互联网理财产品能否实现其承诺的投资收益率。例如，阿里巴巴的余额宝当前的收益率低于 5%，且余额宝的性质是货币市场基金。但百度百发的预期收益率高达 8%，这就不由得让我们想问，百发最终投资的基础资产是什么？在全球经济增长低迷、中国经济潜在增速下降、国内制造业存在普遍产能过剩、国内服务业开放不足、影子银行体系风险逐渐显现的背景下，如何实现 8% 的高收益？除了给企业做过桥贷款、以及给房地产开发商与地方融资平台融资外，还有哪些高收益率的投资渠道？

第二是期限错配风险，即互联网理财产品投资资产是期限较长的，而负债是期限很短的，一旦负债到期不能按时滚动，就可能发生流动性风险。当然，金融机构的一大功能就是将短期资金转化为长期资金，因此金融机构都会面临不同程度的期限错配，而其中的关键是错配的程度。联想到百度百发给出的承诺是允许投资者随时赎回，这无疑最大程度地加剧了流动性风险。既要允许随

时赎回，还能给出 8% 的预期收益率，这当然令缺乏经验的投资者欢欣鼓舞，但也会令富有经验的投资者疑虑重重。

第三是最后贷款人风险。如前所述，尽管商业银行也面临期限错配风险、商业银行发行的理财产品也面临信用违约风险与期限错配风险，但与互联网金融相比的一个重要区别是，商业银行最终能够获得央行提供的最后贷款人支持。当然，这一支持是有很大代价的，例如商业银行必须缴纳 20% 的法定存款准备金、自有资本充足率必须高于 8%、必须满足监管机构关于风险拨备与流动性比率的要求等。相比之下，互联网金融目前面临监管缺失的格局，因此运营成本较低，但如果缺乏最后贷款人保护，那么一旦互联网金融产品违约，最终谁来买单？互联网金融企业有能力构筑强大的自主性风险防御体系吗？

互联网金融面临五大独特风险

除上述传统风险外，中国互联网金融产品还面临一系列独特风险，以下笔者将按照重要性由高至低的排序来依次梳理这些风险：

其一是法律风险。目前互联网金融行业尚处于无门槛、无标准、无监管的三无状态。这导致部分互联网金融产品（尤其是理财产品）游走于合法与非法之间的灰色区域，稍有不慎就可能触碰到“非法吸收公众存款”或“非法集资”的高压线。例如，前段时间湖北省的天力贷在运行半年后被挤兑、停止运转后，就是被以非法吸收公众存款而立案的。由于缺乏门槛与标准，导致当前中国互联网金融领域鱼龙混杂，从业者心态浮躁、一拥而上，一旦形成互联网金融泡沫，并出现较大幅度违约的格局，就很容易导致中国政府过早收紧对互联网金融的控制，从而抑制行业的可持续发展。中国的互联网金融业应避免重蹈当年信托业、证券业发展初期的乱象。

其二是增大了央行进行货币信贷调控的难度。一方面，互联网金融创新使得央行的传统货币政策中间目标面临一系列挑战。例如，虚拟货币（例如 Q 币）是否应该计入 M1？再如，由于互联网金融企业不受法定存款准备金体系的约束，这实际上导致了货币乘数的放大。又如，如何来看待传统货币与虚拟货币之间的互动与转化？另一方面，互联网金融的发展也削弱了中央政府信贷政策的效果。例如，如果房地产开发商传统融资渠道被收紧，那么很可能会考虑到通过互联网金融来融资。事实上，最近一年来中国互联网理财产品的大发展，其宏观背景就与中国政府收紧了对影子银行体系的监控，导致地方融资平台、房地产开发商等市场主体不得不寻找新的融资来源有关。

其三是个人信用信息被滥用的风险。首先，由互联网金融企业通过数据挖掘与数据分析，获得个人与企业的信用信息，并将之用于信用评级的主要依据，此举是否合理合法？其次，通过上述渠道获得的信息，能否真正全面准确地衡量被评级主体的信用风险，这里面是否存在着选择性偏误与系统性偏差？

其四是信息不对称与信息透明度问题。如前所述，目前互联网金融行业处于监管缺失的状态。那么，谁来验证最终借款人提供资料的真实性？有无独立第三方能够对此进行风险管控？如何防范互联网金融企业自身的监守自盗行为？毕竟，有关调查显示，目前在互联网 P2P 类公司中，有专业的风险控制团队的仅占两成左右。

其五是技术风险。与传统商业银行有着独立性很强的通信网络不同，互联网金融企业处于开放式的网络通信系统中，TCP/IP 协议自身的安全性面临较大非议，而当前的密钥管理与加密技术也不完善，这就导致互联网金融体系很容易遭受计算机病毒以及网络黑客的攻击。目前考虑到互联网金融账户被盗风险较大，阻碍了不少人参与互联网金融，这其中绝非没有专业的金融或 IT 人士。因此，互联网企业必须对自身的交易系统、数据系统等进行持续的高投入以保障安全，而这无疑会加大互联网金融企业的运行成本，削弱其相对于传统金融行业的成本优势。

面对众多风险该怎么办？

综上所述，既然中国互联网金融企业在起步阶段就面临如此之多的风险，那么是否就应该以此为由放慢甚至扼杀这一宝贵的金融创新呢？答案自然是否定的。有关各方应该在充分考虑潜在风险的基础上，推动互联网金融的稳步、可持续发展。笔者提出的相关建议包括：第一，应充分加强行业自律。用行业准入来替代政府审批，通过加强行业协会的作用，有助于规范行业的发展，并避免政府的过度介入。目前的中关村互联网金融行业协会，以及互联网金融千人会等，都是有益的尝试；第二，应该加强投资者教育，充分向投资者提示投资互联网金融产品可能面临的风险，且这一风险显著高于投资类似的传统金融产品的风险；第三，应该加强网络安全管理，从更高层次上来防范黑客攻击导致的系统瘫痪；第四，监管机构应该构建灵活的、富有针对性与弹性的监管体系，既要弥补监管缺位，又要避免过度监管。

中国互联网金融面临监管困境

在“2013 中国互联网大会”上，互联网金融成为焦点。中国人民银行副行长刘士余指出，发展互联网金融，应注意防范风险，两个底线不穿：一是非法吸收公共存款，二是非法集资。这番话折射出中国互联网金融业的监管困境。

文 · 罗娟

2013 年，随着人人贷、余额宝、财付通、融 360 等新型金融产品接连面世，“互联网金融”概念开始风靡全国。作为一个新兴事物，尤其是所涉及的是敏感的金融领域，监管问题也成了互联网金融的难题。

一、互联网金融行业三种监管模式

目前中国主要有以下 3 种监管模式：

第一类监管是审慎监管。审慎监管分为针对单个金融机构安全和稳健的监管（微观审慎监管）、针对金融系统安全和稳健以及金融系统和实体经济相互作用的监管（宏观审慎监管）。目前，审慎监管主要包括资本充足率监管、流动性监管、杠杆率监管、贷款集中度监管、交易对手信用风险监管、保险公司偿付能力监管等。审慎监管的出发点是，金融机构破产或遭受流动性危机会产生负外部性，进而危及交易对手、存款人等利益相关者甚至实体经济。

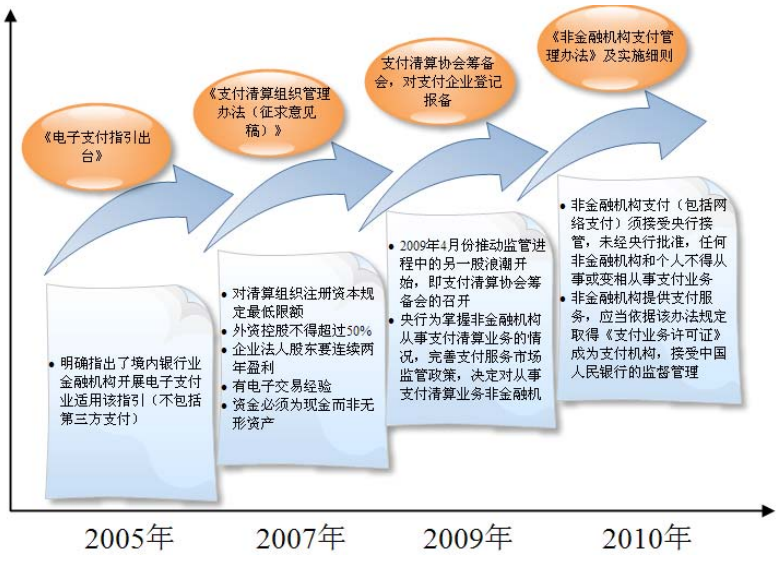
第二类监管是金融市场和行为监管。包括对金融产品、市场机制（比如支付清算系统和交易所等）和市场参与者行为的监管，尽管也能提高单个金融机构或金融系统的安全和稳健，但主要目的是使金融交易更安全、公平和有效。金融危机后，金融市场和行为监管方面的改革主要针对信用证券化、场外衍生品、信用评级机构和金融高管薪酬。

第三类监管是金融消费者保护。金融消费者保护主要是保障金融消费者在金融交易中的权益。主要背景是消费者主权理论以及信息不对称下金融机构对消费者权益的侵害。

二、互联网金融行业监管政策

目前互联网金融主要包括三种类型：

图表 1: 第三方支付监管政策演进



资料来源：前瞻产业研究院整理

一是银行利用互联网技术来延展支付业务类型；二是第三方支付和基于第三方支付衍生出的网络金融平台；三是网络借贷。前两种已存在监管：银行利用互联网技术提升服务，仍然属于银行的经营行为，这必然会落在监管范围之内；而对于第三方支付和电商小贷，人民银行也已经颁发牌照，尽管目前尚未纳入银监会或人民银行系统监管，但已由地方金融办牵头。

相比之下，网络借贷平台现阶段则仍处于监管的灰色地带：一方面，交易分散化和金额规模小等特征，导致其监管成本十分高昂，可操作性不大；另一方面，网络借贷平台的合法地位尚有待相关法律予以清晰界定。在此之前，无法可依下的监管很难进行，更多的需要通过行业自律来促进其规范、稳健发展。

1、第三方支付监管政策

第三方支付监管政策演变经历了四个阶段，影响力较大的几次政策变动如下所示，特别是 2010 年的《非金融机构支付管理办法》，标志着第三方支付正式进入监管行列。

下表是第三方支付从 2004 年到 2012 年的主要法律法规，其中最新发布的是 2012 年 9 月关于预付卡管理方面的。

2、网络借贷

2011 年 8 月，《关于人人贷（P2P）有关风险提示的通知》提到，人人贷中

图表 2:2004-2012 年中国第三方支付相关法律法规一览

时间	部门	名称
2004.8	商务部	《中华人民共和国电子签名法》
2005.4	中国电子商务协会	《网上交易平台服务自律规范》
2005.6	中国人民银行	《支付清算组织管理办法》
2005.1	中国人民银行	《电子支付指引（第一号）》
2007.3	商务部	《关于网上交易的指导意见（暂行）》
2008.4	商务部	《电子商务模式规范》和《网络购物服务规范》
2009.11	商务部	《关于加快流通领域电子商务发展的意见》
2010.2	商务部、中国商业联合会	《预付费消费卡发行和服务要求》
2010.6	国家工商总局	《网络商品交易及有关服务行为管理暂行办法》
2010.6	中国人民银行	《非金融机构支付服务管理办法》
2010.9	中国人民银行	《非金融机构支付服务管理办法实施细则》（征求意见稿）
2011.5	中国人民银行、监察部、财政部等	《关于规范商业预付款管理的意见》
2011.6	中国人民银行	《支付机构反洗钱和反恐怖融资管理办法》（征求意见稿）
2011.10	中国人民银行	《支付机构预付卡业务管理办法（征求意见稿）》
2011.11	中国人民银行	《支付机构客户备付金存管暂行办法（征求意见稿）》
2011.12	中国人民银行	《银行卡收单业务管理办法》
2012.1	中国人民银行	《支付机构互联网支付业务管理办法（征求意见稿）》
2012.9	中国人民银行	《支付机构预付卡业务管理办法》

资料来源：前瞻产业研究院整理

介服务存在影响宏观调控效果、易演变为非法金融机构、业务风险难控、不实宣传影响银行体系整体声誉、缺乏明确的法律法规界定、信用风险较高贷款质量劣、开展房地产二次抵押业务存在风险隐患等七大问题和风险。银监会要求银监分局和各家银行采取措施，做好风险预警监测与

三、互联网金融监管困境

以 P2P（点对点信贷）面临的监管困境为例。对于这一业务，目前显然监管责任不清。如果将开展 P2P 业务的企业定性为金融企业，显然它们没有银监会发放的牌照。如果说它们是互联网企业，很多业务根本又不在互联网上发生，工信部也很难向对待其他互联网公司一样来监管它们。而工商部门受限于地域限制，对于业务网络化的企业也束手无策。由于尚没有特别大的违约事件发生，加上 P2P 对个人及微小企业融资作出的贡献，监管层并没有急于将 P2P 定性为非法，让这类企业迅速壮大。

正因为没有明确的监管，P2P 也没有一个行业规范。P2P 企业没有必要也没有动力对外披露详细的运作信息。即使一些企业披露信息，也没有政府部门对其核查，公众也无从考证其披露的信息是否真实。这也是当前业内 P2P 数据缺失以及已披露数据的可信度不高的主要原因。

最后，不能排除部分 P2P 企业暗箱操作的可能性。熟悉这类的人都知道，几乎所有 P2P 企业招揽出资人的业务，都是一种变相的吸存揽储行为，一旦 P2P 企业出现哪怕一笔虚构借款人的行为，实质上就已经构成了非法集资或集资诈骗。此时，一旦监管者介入，那么不但这家企业的这笔业务会被叫停，整个 P2P 行业可能都会受到牵连。

互联网金融监管这是一个世界性的难题，大多数人都希望有监管，但是如何监管，哪个部门监管，还需要大量的调查和研究。

四、互联网金融监管趋势前瞻

在互联网金融模式下，因为金融市场运行完全互联网化，金融机构的中介作用弱化，金融机构破产或遭受流动性危机而产生的负外部性自然也变小，针对现有金融机构（比如商业银行、证券公司和保险公司）的审慎监管也将随之淡化。互联网金融模式下的监管形态将以行为监管、金融消费者保护为主。（本文由前瞻产业研究院分析师罗娟整理）

“双 11”揭示互联网金融趋势

文·中国安邦集团研究总部

11 月 11 日是俗称的“光棍节”，也是阿里集团打造的“中国消费者日”。据阿里官方公布的数据，“双 11”这一天，天猫、淘宝成交额共计 350.19 亿，相当于 10 月全国日均消费的一半（今年 10 月，全国社会消费品零售总额 21491 亿，日均 693 亿），较去年的 191 亿增长 83%。再加上其他平台的贡献，京东 100 亿（11 月 1 日至 12 日），易迅 11 亿（11 月 4 日至 11 日），阿里所引领的“双 11”热潮，成为了刺激消费的最佳代名词。

从“双 11”所创造的一连串炫目的数字里，我们可以观察到未来互联网金融发展的一些趋势。近年来，互联网金融已成为继电商之后的又一高热领域。各方期待，金融业触网之后，将可获得与电商同样的爆炸式增长。

最直观的表现是理财产品在“双 11”的业绩。作为今年首次登陆“双 11”的掌柜，基金的业绩相当不错。据阿里官方的数据，“双 11”基金理财产品的支付宝总成交额 9.08 亿元，其中，国华人寿总成交额 5.31 亿，易方达基金总成交额 2.11 亿，生命人寿总成交额 1.01 亿，是“双 11”中互联网金融获利最丰的明星。从整个销售成果看，无论是基金还是保险，收益预期相对确定的产品销量远高于同类理财产品，显示出投资者网购理财产品的偏好——有收益预期的，才是好的。有基金营销人士不无感慨，“对于旗下有相对确定收益基金产品的公司，我们目前是羡慕嫉妒恨。”相信这一经验将被很快用于互联网金融产品的设计。

其次是理财产品网售中暴露出的一些问题。据统计，易方达聚盈分级债券型发起式基金 A 类份额（聚盈 A）是淘宝平台上人气最高的基金，截至 11 日晚 22 时，收藏量达到 77781 次，但最终销量（2.11 亿）不及另一款国华人寿华瑞 2 号（4.62 亿）——这与支付渠道的设定不无关系。据介绍，保险类产品可通过余额宝内的资金购买，而基金类产品在不能通过余额宝支付的同时，如通过借记卡快捷支付，多设有 1 万 – 3 万元的限额，相对繁琐的交易程序让不少投资者调降了购买计划。这一对比表明，消费者对于用户体验的要求很高，繁琐的交易程序将抬高交易成本，进而减少购买兴趣。归根结底，互联网金融是一款互联网产品，这是传统金融机构试水时最需要注意的——要转变思维，以产品经理的眼光去看待。

第三是互联网的马太效应。此次“双 11”，电商格局发生新的变化。据统计，“双

11”0时－12时，流量排名前三的电商网站依次为天猫、京东、易迅，占整体比例为64.9%、15.9%、2.2%，与当前国内电商市场份额排名基本一致。数据显示，今年三季度，在中国B2C市场，天猫市场份额为49.2%，京东18.3%，易迅5.5%，苏宁易购4.7%——“双11”流量与国内电商市场格局均呈现出明显的分化。这种“赢家通吃”的特性对互联网金融同样尤其重要，有志于试水互联网的金融机构，需要尽早入场，形成先发优势。老大吃肉，老二喝汤，到老三只剩下点残羹冷炙，这种市场份额的分配规律，不仅存在于电商市场，对互联网金融也是一样的。比如说，余额宝已经把余额理财这项业务做到了556亿的规模，在产品并没有多大创新余地时，其他机构能够分到的蛋糕相当有限。

最后是从互联网转向移动互联网的趋势。在“双11”成交的350.19亿中，有53.5亿来自手机淘宝，是去年的5.6倍（9.6亿）；手机淘宝单日成交笔数达3590万笔，占整体的21%；支付宝实现手机支付笔数4518万笔，占整体的24.03%；支付宝手机支付额突破113亿，是目前全球移动支付的最高纪录。相比之下，去年手机淘宝交易笔数只占整体的5%，移动电商正在疯狂崛起。互联网金融也需要看到这股转移的趋势，需要及时调整思维，将更多的注意力放在移动端，把握住未来的趋势。在移动平台上，巨头们的垄断还未固化，还有颠覆行业格局的机会。

“双11”带来了新一轮的全民消费热潮，对互联网金融的发展也有诸多启示。随着更多机构，尤其是传统金融机构试水这一领域，互联网金融有望像过去几年的电商那样，迎来爆发式增长。

互联网金融热点事件背后的经济秘密

文·刘吉伟

发力互联网金融 “三马”众安线上卖“骉牌”保险

2013 年 11 月 6 日，国内首家网络保险公司众安在线正式上线。众安在线财产保险股份有限公司在千呼万唤中终于通过保监会审核批，一对互联网冤家加上保险界大佬，三马做起了互联网保险生意。众安保险注册资金 10 亿元，注册地在上海外滩金融试验区。业务范围包含与互联网交易直接相关的企业 / 家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保证保险等。我们且称它为“骉牌”保险。

“骉牌”保险颠覆传统保险营销模式

目前，我国财产保险的销售渠道主要由三大块组成，第一是直接销售渠道：包括销售人员、电话销售及互联网销售等；第二是保险代理渠道：包括保险营销员、专业保险代理公司和诸如银行汽车经销商旅行社等兼业代理机构；第三是代表投保人利益的保险经纪渠道。

据悉，“众安在线”完全通过互联网进行销售和理赔，不在线下另设分支机构。在产品开发上，专注于与互联网交易直接相关的企业以及家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用证保险，避开传统车险业务。另外，骉牌保险的目标客户群体是互联网经济参与方，包括互联网平台、电子商务商家、互联网服务提供商、网络购物消费者以及社交网络参与者等公司和个人客户。

互联网保险市场逐年扩大

互联网保险虽不等同于保险网络营销，但从逐年上涨的电商渠道交易额来看，这种交易方式无疑将成为保险行业的“第四驾”马车。

据前瞻产业研究院《2013-2017 年中国互联网金融行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示：互联网销售是近两年增速最快的渠道，许多公司网销保费多翻番，最高的增速甚至超过 400%。2012 年中国保险电子商务市场在线保费收入规模达到 39.6 亿元，较 2011 年增长 123.8%，占中国保险市场整体保费收入 0.26%。

目前，已有中国平安、泰康人寿、天平车险、昆仑健康等 10 家保险公司已经在淘宝网上开设了官方旗舰店。

除了与第三方互联网平台合作外，

保险公司也积极自建网销平台。已有 27 家寿险公司在其官方网站上设有网上商城，可以实现官网直接购买，有 8 家财险公司可以实现车险官网直接投保。而对于最初级的保单信息查询和保险卡单激活等功能，几乎每家保险公司的官方网站都能实现。

互联网保险专注互联网 规避行业风险

据前瞻产业研究院《2013-2017 年中国财产保险行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示：我国财产保险中，机动车辆保险长期占据了绝对领先的优势，保费收入占比长期在 70% 以上。实际上，我国财产保险的快速发展主要得益于车险的快速发展。

车险如此重要，为何众安不卖车险？前瞻产业研究院分析认为，汽车保险的政策、经营管理两大风险或是制约众安进入的主要原因。此外众安诞生的目的是开拓新市场，经营自己开发的产品，而不是冲击其线下财险业务。

首先，汽车保险历来受国家政策的影响加大。近年来相继出台了一系列相关法律法规并制定相关政策来规范汽车保险市场，如 2006 年国家推出的交强险政策、2010 年的车辆理赔政策、2011 年 9 月保监会推出的商业车险费率改革政策等。2009 年之前，车险行业连年亏损，与国家政策存在较大关系。

目前来看，国家对车险市场逐渐规范，车险法律法规日益建立健全，将会对汽车保险企业经营业绩产生一定的影响。一旦对行业不利的政策因素出现，汽车保险行业将会面临较大的风险。

其次，汽车保险在经营管理上也面临费率厘定风险、单证风险、应收保费风险以及车险理赔风险。这些显然都不符合众安保险以服务互联网为支点设计经营模式、产品研发的定位。

长征电气收编第三方支付进军互联网金融

长征电气 11 月 12 日至 13 日连续发布公告，拟以 3000 万元收购第三方支付公司北京国华汇银科技股份有限公司 100% 股权，并将投入 3.5 亿元对其增资、推动其手机支付业务和建设全国性收单平台。

长征电气计划以国华汇银为切入点，全面进军互联网金融，成为一家囊括第三方支付结算、P2P 网络借贷、金融理财产品代销的互联网金融企业。据悉国华汇银股东全部权益的评估价值为 2800 万元，交易价为 3000 万。

第三方支付成为进军互联网金融跳板

长征电气称，随着互联网及支付行业的发展，第三方支付行业市场前景较为广阔，本次交易完成后将为公司提供新的利润增长点。据前瞻产业研究院《2013-2017 年中国第三方支付产业市场前瞻与投资战略规划分析报告》数据显示：2010 年以来，第三方支付市场的交易规模保持 50% 以上的年均增速迅速扩大，并在 2012 年成功突破 12 万亿元的基础，达到 12.9 万亿元；2013 年上半年达到 6.9 万亿。

资料显示，国华汇银成立于 2009 年 6 月，注册资本 3000 万元，是一家专业第三方支付机构，持有人民银行颁发的《支付业务许可证》，是消费终端支付方案解决商和积分礼品卡提供商，且与北京银联商务有限公司签署了合作协议，进行通讯支付（NFC）、银行卡收单等方面的合作。

前瞻产业研究院认为近年来第三方支付市场交易规模迅速扩张引爆了互联网金融的发展。具体来看主要由三点原因：

一是业务得到官方认可，第三方支付牌照的陆续发放，线上线下细分市场的龙头企业以及地方支付企业均已获得官方认可，各支付企业随之进行撒网布局，或纵向深挖，或横向拓展，市场扩张速度也有所加快；

二是移动支付的推动，移动支付成为近两年来电子商务的热点，也成为网上支付巨头和电信巨头争夺的新蛋糕，其市场交易规模的扩张有效推动了第三方支付市场总体规模的增长；

三是线下支付市场的推动，经过近三年的市场培育，线下支付市场中便利终端的接受度明显提高，其交易规模扩张显著，也在一定程度上促进了第三方支付市场的发展。

长征电气全面进军互联网金融

按照长征电气的计划，其将在开拓互联网和移动支付业务基础上，通过收购、参股等方式，全方位进军互联网金融领域。目前公司董事会已通过调整战略规划，进军互联网金融的规划。

公司将逐步开展支付结算、线上P2P和小额贷款、金融理财产品的线上代销三大业务，而收购第三方支付公司，则为其向互联网金融转型提供了可能。根据计划，加上股权收购，其此次拟投入资金共计达到3.5亿元。

民生电商

目前第三方支付在网购、航空、游戏等细分领域已经趋于饱和，并且支付宝、财付通等巨头已经坐稳市场，因此其他企业选择互联网金融这一刚起步的领域。尤其是第三季度在余额宝对金融行业的刺激作用促使大批金融机构纷纷与第三方支付企业寻求合作。其中一些与金融机构合作密切的第三方支付公司，优势已经开始显现，也为未来企业的发展奠定基础。

附件：2013 中国互联网金融十大事件

一、2013 年 6 月 17 日 余额宝正式上线

支付宝联合天弘基金推出余额宝。互联网和基金融合创新的理财产品一经推出，便成为互联网金融一项杀手级应用。上线 3 个月，余额宝资金规模达到556.53 亿，为用户带去 3.62 亿元收益。

二、2013 年 7 月 新浪、百度获第三方支付牌照

央行发放新一批第三方公司的支付牌照，包括新浪、百度在内的 27 家公司上榜。国内拥有第三方支付牌照的互联网公司达到七家。拿到支付牌照之后，新浪微博的商业化进程也越发令人期待。7 月底，收购银联在线而获得支付牌照的京东商城也成立金融集团，宣布进军互联网金融。

三、2013 年 8 月 1 日 媒体报道 7 大佬投资成立民生电商

董文标、刘永好、郭广昌、史玉柱、卢志强、张宏伟等七位大佬，联合投资30 亿元人民币资本金，在深圳前海成立民生电子商务有限责任公司。公司定位是将民生银行产业链金融电商化。今年 10 月，民生电商董事长尹龙透露，民生电商将在供应链上帮助小微企业融资，并通过线上平台帮助其将商品销售给高端人群。

四、2013 年 8 月 -10 月 央行调研互联网金融

以央行副行长刘士余挂帅的调研组，

宣布将建设以大数据为基础的新型互联网金融产业

频频走访上海、杭州、深圳等地，考察平安陆金所、阿里巴巴和腾讯等互联网金融企业，为年底向国务院汇报做准备。央行调研凸显了监管机构和决策层对互联网金融发展的重视与信心。

五、2013 年 9 月 首个互联网金融基地落户北京

北京市石景山区召开新闻发布会，试点区互联网金融产业基地。石景山区还宣布将建设以大数据为基础的新型互联网金融产业园区，为北京未来金融产业的发展提供新的舞台。

六、2013 年 10 月 10 日 阿里控股天弘基金带火互联网金融股

天弘基金主要股东内蒙君正发布公告称，支付宝母公司浙江阿里巴巴电子商务有限公司拟出资 11.8 亿元认购天弘基金，完成后将以 51% 的持股成为其第一大股东。该消息刺激了互联网金融板块整体走强，涨幅一度超过 7%。

七、2013 年 10 月 24 日 国内首部深度剖析互联网金融著作《互联网金融》新书发布

《互联网金融》一书由软交所副总裁罗明雄、海淀金融办主任唐颖、国培机构董事长刘勇合著，全国人大财经委副主任委员、清华大学五道口金融学院院长吴晓灵女士作序，阿里巴巴等机构多位业内资深人士联袂推荐。该书深刻剖析了第三方支付、P2P 网贷、大数据金融、众筹、信息化金融机构、互联网金融门户等哪种互联网金融模式将会带来下一个“黄金十年”。

八、2013 年 10 月 百度正式进军互联网金融

10 月 28 日，首款理财产品“百发”上线，10 亿元额度 4 小时即告售罄；三天后上线的第二款产品“百赚”继续保持热销势头。百度理财产品受热捧有望激发市场“正面效应”，吸引更多基金公司与互联网公司联手做大互联网金融市场蛋糕。

九、2013 年 11 月 三马卖保险开业

2013 年 2 月，保监会网站发布批文，批准中国平安、阿里巴巴、腾讯等 9 家公司发起筹建众安在线财产保险股份有限公司，进行专业网络财产保险公司试点。注册资本为 10 亿元，注册地点位于上海。2013 年 11 月 6 日，国内首家网络保险公司众安在线正式上线。

十、2013 年 11 月 12 日 CIFC 中国互联网金融联盟成立

在首届中国互联网金融大会上，成立了中国互联网金融理事会暨 CIFC 中国互联网金融联盟。大会还发布《2013 中国互联网金融领军榜》，盘点互联网金融领域的年度领军人物与品牌，梳理出了本年度互联网金融创新亮点及行业典范。为积极推动互联网金融产业健康有序发展，联盟特发布了《互联网金融北京宣言》。

互联网与金融融合模式探析

互联网与金融融合的模式有哪些呢，是传统金融企业将产品移到互联网上，还是电商跨界互联网金融领域进行圈地抢夺市场？本文主要探讨互联网金融行业主体融合路径以及互联网金融融合的模式。

文·前瞻产业研究院

一、互联网金融行业主体融合路径

1、互联网与金融战略投资路径

金融机构引进战略投资者，可以借此根据互联网金融的特性，改进、优化现有运营管理模式。这种引入大型互联网企业作为战略投资者，成为一线金融机构的现实选择。这要求金融机构内部成立专门的组织，一方面对内研究如何使各项运营管理、业务开拓、网点布局逐步与互联网融合，一方面与外部对接，寻找推进互联网金融业务快速发展的合作伙伴和方式。

2、互联网与金融合资融合路径

互联网企业与金融机构合资也是另外一大路径。如阿里巴巴、中国平安和腾讯公司共同筹划联手设立众安在线财产保险公司，推进互联网与金的融合进程。该合资企业由互联网企业和多个金融机构联合设立，其将不设任何实体分支机构，完全通过互联网进行销售和理赔。该模式是国内首家在线保险公司。其产品研发特点：避开了传统的车险业务，专攻责任险、保证险这两大非车险品种，其市场潜力大、专业程度高，注重产品的研发和信用。

3、互联网与金融业务合作路径

业务合作也是金融机构和互联网企业合作的模式之一。

如电子商务与银行信息化——这两个一度平行发展的行业，近来不断发生碰撞并产生交集。互联网企业携带着数据及电子商务优势，依靠与银行合作，已深入支付结算和信贷这两项银行核心业务；证券、基金、保险、银行等金融机构纷纷进驻电商销售产品。业务合作成为金融机构和互联网企业合作的基本模式。

4、互联网与金融独立开发路径

金融机构独立推出电商业务，以及互联网企业撇开银行系统直接做贷款业务都有不少案例。

如华泰证券建立独立的股票服务网站“涨乐”，华创证券也在近期低调推出网上商城，可直接通过证券账户里的资金进行支付；国泰君安、海通证券目前已启动了网上商城战略。其中，海通证券拟将电子商务独立设置部门，该部门将负责公司的电子商务化战略，核心是为客户构建电子商务服务平台。

另外除证券公司外，拥有庞大资金和公信力的商业银行为了直接获取客户的一手信息，增加客户黏合度，巩固并拓展银行与客户之间存、贷、汇等业务关系，也高调挺进电商、移动支付等非

传统银行业务领域。

二、互联网金融细分市场融合模式

1、互联网与银行融合

◆ 国内

建设银行自建了电子商务平台“善融商务”，其为企业和个人提供在线购买各类生产与生活用品的同时，还提供个人购房贷款与一般贷款的在线申请服务等。交通银行则通过第三方电子商务平台“交博汇”，在为个人在线购物提供支付服务的同时，还为企业提供融资及理财服务等。此外，还有众多的银行通过与阿里巴巴或支付宝等机构合作，为电子商务平台提供在线融资、在线支付或者无线支付等服务。

◆ 国外

由于网上银行成本低、服务快捷，发达国家 85% 的银行已开始网络金融服务业务，花旗、汇丰、樱花等全球大型银行集团都有自己的网络金融部门。

除传统金融机构推出的网上银行业务外，美国还出现了专门从事金融业务的互联网公司，SFB、Telebanc、Net.B@nk 等。1999 年 Telebanc 有 32 亿美元总资产，存款额超过 16 亿美元，客户超过 8 万。上市的 Net.B@nk 总资产 3.8 亿美元，总市值 7.2 亿美元，拥有 4 万多客户。2000 年 7 月 3 日，西班牙 Uno-E 公司同爱尔兰互联网银行第一集团正式签约，组建业务范围覆盖全球的第一家互联网金融服务企业 Uno First Group。

2、互联网与保险融合

◆ 国内

中国人寿设立了网上商城，提供汽车保险、意外保障、家庭保障以及少儿保险等内多种产品的网上交易。阿里巴巴、平安保险等机构合作的众安在线财产保险公司通过了保监会的审批。与此同时，还有众多的保险机构与专业化的中介平台（如中民保险网）合作，在其平台上销售与保险相关的产品与服务。

◆ 国外

美国国民第一证券银行首创通过互联网销售保单业务。现美国已有 50% 的网络用户，通过互联网查询机动车辆保险费率，有 30% 的用户倾向于网上投诉。英国于 2000 年建立“屏幕交易”网站，提供 7 家本地保险商的汽车和旅游产品，用户数量以年均 7% 的速度递增。

3、互联网与券商融合

◆ 搭建网络平台

案例：方正证券旗下网店入驻天猫商城，方正证券“泉友会旗舰店”主要定位为业务展示及服务产品销售；齐鲁证券进驻“淘宝网”，并命名为“齐鲁证券融易品牌店”；其他券商网上商城，比如国泰君安、华泰证券，华泰证券的“涨乐网”与国泰君安的网上商城类似，不仅可以网上开户，还可以投资基金产品、信托产品；华创证券网上商城，上架商品仅有为数不多的几款金融产品，其余都被服饰、化妆品、珠宝数码等占据，其中也不乏奢侈品牌。

◆ 开展移动终端

越来越多的投资者通过这些移动终端来随时随地进行投资和接受理财服务。而移动互联的私密、及时、方便特性也注定了移动终端将是投资者接触证券公司最方便的途径。以美国网络经纪商 TDAmeritrade 为例，1998 年该公司日均交易 1.8 万笔交易，而到 2012 年日均交易达到了 36 万笔，是 1998 年的 20 倍。行业统计数据显示，通过移动交易终端

泉友会旗舰店

下单数量已经占据证券公司非现场交易的 15% 以上，在日韩等移动网络发展较快的国家更是达到了 30% 以上。可以想见，伴随移动互联网技术的进步和应用普及，这一比例在全球范围内还将继续提高。

国内案例：中投证券、国信证券、国泰君安证券、华泰证券、中信证券、光大证券等一大批知名券商早已先后发布了新一代手机证券软件。

◆ 业务网络化

中国证券业协会公布了《证券公司开立客户账户规范》（简称《规范》）非现场开户分为两部分，一是见证形式开户，二是网络非现场开户。前者早已开展，而后者的关键在于需要向客户发放数字证书，由中证登建立相关技术系统，从而让券商开展相关服务。接下来相关部门发布的《数字证书认证管理暂行办法（征求意见稿）》，规定了“数字证书应当在确认市场参与者身份真实性基础上，采取临柜、见证以及本公司认可的其他方式进行发放”。也就是说，投资者还是需要与营业部工作人员进行临柜或非营业部见证。不过，征求意见稿中的“以及本公司认可的其他方式进行发放”为未来彻底网络化发放方式留出空间。

政策一出台，随即引来各家券商积极响应。招商证券、中信建投、华泰证券率先在官方网站的首页显著位置，推出网上开户快速通道。

互联网金融的第一次死亡：数银在线走向破产

是“在线贷款超市”商业模式问题？还是运营能力问题？数银在线烧了四年钱，他要死了。

文·《环球企业家》杂志

位于杭州的数字银行在线（下称数银在线）在创办四年、烧掉近亿投入后，走向了破产的边缘。数银在线从出生之际受到政府的高度重视，陆续引入数轮资本，被誉为互联网金融的强大创新者，到如今的窘境，其间经历了怎样的故事？

凄惨维持

注册于杭州的数银在线从 2008 年开始进入研发阶段，2009 年正式上线运营，目前共拥有 49 项专利技术。其核心模式是集成银行的信贷产品，使得客户能够通过数银在线平台比较并申请贷款，其主要人群包括自然人及小企业。

上线初始，数银在线即得到了杭州市委及浙江省委的大力支持，并成为首家获得银监会核发牌照的互联网金融企业，还是国内唯一一家引入央行个人身份认证系统的互联网金融企业。

数银在线在国内互联网金融企业独树一帜的点还在于，它成功地与超过 25 家银行，包括建行、农行等建立了业务合作关系，也有超过 50 家担保机构与其建立了关联。这亦彰显了其强大的社会联系。

2010 年，数银在线获得了首轮 5000

万元投资，引入浙银资本占股 10%，对公司的整体估值达到 5 亿元。美国《福布斯》杂志亦将其评为中国最具潜力的 50 家小企业之一。

但发展四年以来，数银在线一直没能获得持续的发展的能力，一直需要不断输血。不过，第二轮融资仅融资到 2400 万，其估值或已大大降低。

目前的数银在线正在进行重组，数银在线董事长周行方透露目前正在和 9 家国内外的投资者接触，“虽然我们现在处于重组阶段，但是我们的核心成员目前都还在公司”。

盈利模式难以为继?

在数银在线的发展历史中，盈利模式始终是一个核心问题，成为数银在线的“阿喀琉斯之锺”。数银在线的模式是为贷款客户提供“1+3+3”的一站式服务，即为 1 个客户配备 3 个终身制经理（客户经理、贷审经理、跟单经理），并为客户推荐 3 家以上的银行，促进原来的“卖方市场”向“买方市场”转移。

“数银在线每天都会给银行提供大量的客户，通过跟单经理可以掌握大量的价格信息，这就使它面对银行和贷款者时具有了信息优势。由此，数银在线可以获得更大规模的客户，而获得大规模客户以后，就可以提高与银行的谈判能力” 周行方表示。

除此之外，数银在线还可以帮助银行信贷经理提高审核速度。如果按照现在的审核速度，银行信贷经理一天大概可以审核 6 至 7 个贷款者，而数银在线可以通过前期的信息审核和贷款需求配对可以帮助信贷经理一天审核 20 个左右的贷款者。

根据周行方给出的数据，数银在线自上线运营以来，排除掉测试贷款需求后大概有 130 亿至 140 亿的贷款需求，最后银行贷出去的有 50 亿至 60 亿的规模。

这一模式虽然理论上可行，但在现实中却面临重重阻碍。“与大银行合作，话语权非常小。”一位不愿意透露姓名的互联网金融网站总裁称，“虽然能够一时靠领导牵线见上一次面，但体量不在一个层级。”

周行方称自己的数银在线为金融服务行业的“携程”，但是携程的盈利主要从盈利返还、差价销售和在线广告中获取，而数银在线希望是收取银行大约 2% 的“信息服务费”。然而一个现实是，数银在线对银行和消费者都无法收取任何费用。

不过，曾经与马云一起创办中国黄页的周更倾向于互联网企业的模式，“淘宝当年也是一直在烧钱来招揽客户”。

“互联网做到一年超过 20 亿的交易量，但却无法收取任何费用，这样的量又有什么意义呢？”前述互联网金融公司总裁表示，“互联网金融公司跟传统的互联网企业不一样的就在于，必须从一开始就找到清晰可行的商业模式，不是先做客户再找盈利点。普通的互联网公司到年交易量 10 亿就该达到盈利平衡点了。”

周行方称，数银在线本来在去年就应该可以盈利，但是现在却面临重组的情况。不过，其无法给出具体的收入来源。

而数银在线所谓“在线贷款超市”的商业模式究竟是模式本身的缺陷导致无法持续还是数银在线自身的运营能力问题，目前仍无定论。

中小企业融资方式创新

文·罗娟

据有关资料介绍，北京市工商联对全市的私营企业进行的一次调查表明，在制约企业发展的各项因素当中，信贷困难以 34% 的比例高居首位。中小企业如何解决这一难题呢？本文希望通过对各种成熟融资方式、创新融资方式的解析为中小企业融资给予参考。

1、中小企业直接融资方式

由于证券市场门槛高，创业投资体制不健全，公司债发行存在准入障碍等原因，因此，大多数中小企业难以通过资本市场公开筹集资金。随着中小企业的不断发展，除了企业自有资金以外，银行贷款仍是其资金的主要来源，股票或债券等融资方式所占比重依然很小。

（1）债权融资

在我国债券市场中，国债和金融债占据了大部分，2011 年各类债券发行中，金融债、国债两类债券发行量均超过万亿元水平，全年发行数量分别为 23090.30 亿元、15417.59 亿元，而其他债券品种发行量则均在万亿规模以下，其他多种债券占比很小，结构严重失衡。

2007 年，我国试点发行中小企业集合债，允许中小企业集合发行债券，使得中小企业获得了进入债券市场的新通道，并迅速成为中小企业债券融资的有效途径。企业融资虽然有所增长，但仍处于低水平。近几年，我国企业债发行规模快速增长，其在债券总规模中的占比也有所上升，但仍处于较低水平。但短期融资券的产生，将可能在未来改变我国债券结构失衡的问题，2011 年短期融资券发行量达 10137.30 亿元。

（2）股权融资

我国资本市场正处于发展阶段，中小企业大多处在创业期和成长期，企业发行股票的严格的限制条件使中小企业很难达到上市门槛。目前在主板市场上上市的企业几乎都是大中型企业。

2004 年，深证证券交易所开通中小企业版，为中小企业通过证券市场融资开辟了一条通道。但由于上市条件、上市程序等与主板基本相同，并不能真正解决有限的上市资源与庞大的上市需求之间的矛盾。

2009 年 10 月 23 日创业板正式开板，在创业板市场上市的公司大多从事高科技业务，具有较高的成长性，但往往成立时间较短规模较小，业绩也不突出，但有很大的成长空间。创业板市场最大的特点就是进入门槛低，有助于有潜力的中小企业获得融资机会。

（3）其他融资方式

除股权融资和债权融资外，我国中小企业还通过票据融资、金融租赁、典当融资等其他融资方式进行资金筹集，由于我国开展此类业务的金融机构较少，

加上认识上的局限，这些融资方式在中小企业融资中发挥的作用还非常有限。

根据 ChinaVenture 投中集团旗下金融数据产品 CVSource 统计，2011 年全年，创业投资（VC）案例 976 起，投资总额 89.47 亿美元，相比 2010 年分别增长 15.9% 和 50.4%，继 2008–2009 年因全球金融危机影响而出现下滑后，我国创投市场规模已连续两年增长，2011 年披露投资案例数量和投资规模均达到新的历史高峰。创业投资已逐渐成为推动创新型中小企业“转方式、调结构”的重要力量。不过，虽然近年来创业投资在我国有较快的发展，但是，由于现有创业投资公司规模小、资金实力极为有限、缺乏中小企业产权交易市场的外部支持、投资“退出”机制不畅等因素的制约，风险投资暂时也无法在中小企业融资中发挥更大的作用。

2、中小企业间接融资方式

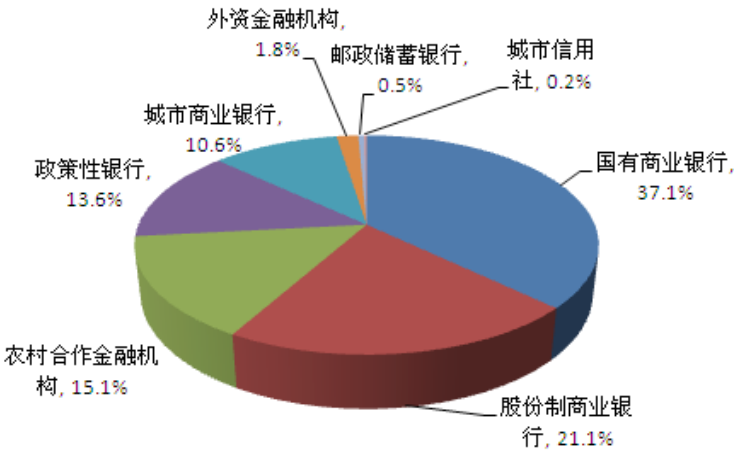
我国银行信贷超过全社会融资总额的 70% 以上，尤其以商业银行贷款为主要融资方式，直接融资及其他融资渠道的资金只有 20% 左右，其中股票融资占不到 3%。由此可见，我国中小企业大多靠自有资金及银行贷款等间接融资方式进行融资。

（1）以银行贷款为主要融资方式

在相关政策的督促下，我国各大国有商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行等主要银行业金融机构纷纷设立了小企业金融服务专营机构，并根据各自特点开发了颇具特色的中小企业信贷产品和服务，为中小企业贷款提供专业有效的服务。

根据 2009 年中小企业贷款情况，各类金融机构中小企业贷款（含企业票据直接贴现）余额占全部中小企业贷款余额的比重依次为：国有商业银行（37.1%）、股份制商业银行（21.1%）、农村合作金融机构（15.1%）、政策性银行（13.6%）、城市商业银行（10.6%）、外资金融机构（1.8%）、邮政储蓄银行（0.5%）和城市信用社（0.1%）。国有商业银行、股份制商业银行和政策性银行占比共计 73.3%，占据了中小企业贷款市场的主要份额。

图表：金融机构中小企业贷款市场份额（单位：%）



资料来源：前瞻产业研究院整理

（2）以中小金融机构为主要融资机构

据统计，截至 2009 年底，我国国有大型商业银行资产占全国银行业金融机构资产的 51%，其中，中小企业贷款占其企业贷款的 45%；股份制商业银行资产占比为 14.1%，中小企业贷款占其企业贷款的 50% 左右；100 多家城市商业银行资产占比为 6.6%，中小企业贷款占其企业贷款的 70% 多；农村合作金融机构资产占比为 11.5%，中小企业贷款占其企业贷款的 95% 以上。

3、中小企业创新融资产品

目前成熟的融资方式远远不能满足中小企业的融资需求，因此，中小企业需要进行融资产品创新，可以从以下几方面开拓融资渠道 :1）融资外包，利用外包服务商的专业优势实现效率提升和成本节约；2）企业互助基金，中小企业共同出资建立一个专用资金账户，把闲散资金集中起来为资金出现暂时短缺的企业提供支持和帮助；3）私募融资，私募作为一种新的融资方式，发展空间巨大，可以满足不同企业的融资需求；4）资产证券化，中小企业通过资产证券化，可以解决自身信用水平低的问题，同时也能够有效降低企业的融资风险和成本。

钱从哪里来？电子商务融资的五种途径

文·梅挺 天下网商

钱从哪里来？这是许多电商经理人关心的问题。传统的融资渠道主要有银行、小贷公司、民间借贷等，但电商常常因为资质不达标、利率太高等原因望而却步，新兴的渠道主要有网贷平台、电商平台等，但目前规模不大。本文客观比较了各种渠道的资金成本、借贷难易等，以供参考。

一、B2B 是电商融资的重点领域

在电商领域，B2C 平台的电商融资客户数量虽然多，但资金额度并不大。从供应链角度来说，B2B 的融资需求才是占绝大多数的。这也是产业金融的集中体现。举个例子来说，纺织服装行业，从最初的棉花，再到纺纱，织布、印染、制衣，最终到代理商、卖家，直至消费者。在这一过程中，直到代理商环节前的交易量，基本上占整个供应链的 80% 以上，而且其中至少有 75% 的交易有融资需求，可以这样说，B2B 才是电商融资的重点领域。

再来看下数据，截止到 2013 年 6 月，我国 B2B 电子商务市场交易规模达 3.4 万亿元，同比增长 15.25%，增速同比上升，约占同期电子商务交易总额的近 80%。对于大多数人低调而陌生的 B2B 电子商务，有着 5 家上市公司，为中国电子商务市场贡献了大部分的业绩。而其中中小企业 B2B 交易占比超过 60%。这从一定程度上说明中小企业才是 B2B 的主流客户群体。

同时，从融资的角度来说，二八定律是存在的，大企业和中小微企业分别占信贷余额的 80% 和 20%，大企业不差钱，融资渠道广泛，方式多样，额度高，利息低。而中小企业，尤其是小微企业受困于无抵押无担保无信用，融资渠道狭窄，资金困局难解，导致经营障碍。随着市场竞争的日益激烈，电商成本的不断上升，在未来，将逐渐影响到 B2B 电子商务的进一步发展。

对于中小企业来说，资金短缺是经

类别	传统银行	小贷公司	民间借贷	网贷平台	电商贷款
放贷主体	银行	小贷公司	放贷人	投资人	银行、电商平台
授信模式	纯信用、抵押、质押、担保等	纯信用、抵押等	信用、抵押，中间人担保	信用、抵押，平台担保	纯信用、供应链融资
贷款额度	300-500 万	100 万以下	1-50 万左右	30 万以下	100 万以下
综合费率	基准利率上浮	年化 18-30%	年化 20%以上	年化 15-20%	年化 15-20%
时长周期	单笔使用，不可循环	单笔使用，不可循环	单笔使用，不可循环	单笔使用，不可循环	循环使用，随机随还
下款速度	7-30 天	3-20 天	1-3 天	1-20 天	3-20 天
操作渠道	实地	实地	实地	互联网	互联网

常出现的问题。尤其是近几年来，经济环境不佳，市场银根紧缩，营业利润逐渐降低，而借贷成本却不断攀升。在这种情况下，电商平台提供的融资渠道成为我们新的机会。

二、电商融资五种途径优劣势分析

对比下，银行、小额贷款公司、民间借贷、P2P 网贷平台和电商贷款的优劣：

再考虑到电商小微企业规模、资质、信用等方面的业务情况，我们可以发现：

1、银行贷款

银行传统信用贷款要求的资质条件与中小企业的实际相矛盾，多数网商难以符合。对于银行的抵押、质押、担保、联保等融资模式，轻资产的网商也同样难以满足。此外，网商的借贷频率高、资金周转快，而银行贷款多是单笔授信、单笔使用，不可循环，并且审批时间长，下款速度慢。整体来说，银行传统信贷模式已不能适应网商经营的需要。同时，银行考虑到资金安全问题，贷款主要投放给大中型企业，小企业仅占 20% 左右，微型企业更加困难。

2、小贷公司

一方面，国内 3000 多家小贷公司的贷款规模远远不能满足小微企业的融资需求，并且受政策所限，除浙江、重庆等少部分地区外，大多数小贷公司的融资比例仍为 50%，制约了小贷公司的业务发展，相应的对小微企业的资金支持也受到限制。另一方面，小贷公司考虑到自身的业务风险，对贷款条件也有一定的要求，而且贷款利息不低，以上海地区为例，一般如汽车抵押、红本抵押等有抵押品的贷款，月费率在 1.5% 以上，纯信用贷款月息超过 2%，并且对客户要求高，条件严，获贷客户少之又少，部分贷款利息已达到高利贷的下限。小贷公司的贷款，多数还是需要依靠抵押、担保的，对网商而言，作为临时周转资金尚可，长期使用难以负担。且多数网商，无实力背景，缺乏必要的抵押品和担保人。

3、民间借贷

除去亲朋好友的免息借款外，一般民间借贷是不需要抵押品的，但有可能需要中间人担保。年化利息在 20-30% 之间，短期借款甚至高达年化 80% 以上，在沿海地区如浙江、福建等地，一度出现 30% 的月利率借款，比高利贷还高。

以如此高额成本的资金运营，几乎没有可能存在盈利空间。如非确实必要，网商还是不借为宜。

4、网贷平台

这两年，兴起的 P2P 网贷平台，通过互联网，为不少人和企业解决了资金问题。作为贷款人的网商，需要注意三点，其一，P2P 行业鱼龙混杂，混乱是事实，选择优质的 P2P 平台，不仅能够快速的获得贷款，也有利于信用等级的积累，借款额度的提升。其二，发标利息，需要经过严格测算，目前多数 P2P 平台上动辄年化 20%、30% 的利息，并不是大多数网商能够承受的。其三，注重信用，及时还贷。在网贷平台上，投资人和贷款人之间并不认识，投资人难以判断贷款人的资信，投资人放贷给贷款人，除了考虑此项贷款业务是否经过平台担保本金外，也会关注贷款人在平台上的信用记录。信用等级越高，即使利息相对较低，也能够获得足够的投资人投标。

5、电商融资

目前的电商平台贷款模式主要有与银行、网贷公司等的合作模式，如慧聪、生意宝、敦煌网等，以担保公司为平台内的客户贷款进行担保。另外，还有以自有资金成立小贷公司直接对平台内客户放贷，如阿里巴巴。既解决了客户融资问题，又盘活了闲置资金。不过，从多数电商平台融资案例来看，基本体现以下四个特质：首先，申贷人必须是电商平台内的客户；其次，授信以客户在平台上的信用资质和交易记录为基础；再次，对小微企业客户，会进行财务资料收集以及必要的贷前调查，甚至现场调查；最后，从贷款利息的角度来看，相较同类银行贷款产品，有所上浮。还有，申贷、审批、下款、支用、还贷等业务流程，基本上都能够通过互联网完成，省时省力，快捷高效。

电商融资，为广大网商们提供了一条新的资金渠道。但无论是纯信用贷款还是供应链融资，都要求网商保持良好的信用资质和交易记录，这是风险控制的基础，是所有融资业务的核心。同时，随着金融市场的逐渐开放和利率市场化的推进，相信在未来，电商平台能够与越来越多的与非银行金融机构合作，创新融资模式，获取更多更低成本的资金，为网商们提供融资服务，从而促进整个电子商务行业的发展。

力合金融
LEAGUER FINANCIAL

诚信 专业 服务 创新

科技金融，智领未来

力合金融，借力于有科技特色的金融创新，致力于有金融助力的科企成长!

力合担保

力合华睿基金

力合租赁

力合金融
LEAGUER FINANCIAL

管理咨询

力合科技小贷

力合投资

打造“投、融、增值服务”一体化的科技金融平台

力合金融致力于为中小微及科技企业提供多层次、多元化、全方位的金融服务，把握融资与投资两大主线，向科技企业提供融资担保、科技小额贷款、融资租赁、创业投资、管理咨询等综合金融产品。

深圳清华大学研究院科技金融板块载体
力推“知识产权”质押贷款产品

力合金融作为深圳清华大学研究院下属企业，依托清华科技专家委员会的专业支持，以科技型中小微企业所拥有的知识产权为质押物，为企业提供无形资产质押贷款担保、小额贷款等服务。其中，力合担保是南山区科技局指定合作机构。

深圳力合金融控股股份有限公司

- 深圳市力合智通融资担保股份有限公司
- 深圳市力合科技小额贷款有限公司
- 力合金融控股（香港）有限公司
  - 中国联合租赁有限公司
    - 上海力合融资租赁有限公司
- 深圳市力合华睿股权投资基金管理公司
- 深圳力合融通投资有限公司
- 深圳大顺天秤管理咨询有限公司
- 金融服务

地址：深圳市南山区科技园南十二路28号康佳研发大厦8楼　邮编：518057
电话：0755-86577888　传真：0755-86577888-8001　http://www.leaguerf.com

小额贷款公司品牌建设情况排行榜

小额贷款公司品牌建设主要体现在以下五个方面，其具体衡量以及相应代表小额贷款公司情况如下分析：（以下排名由中国小额信贷机构联席会在“第三届中国小额信贷机构联席会年会”上发布，且均不分先后）

◆ 产品设计情况

·产品设计方面表现突出的代表性公司如图 1

·产品设计能力衡量指标：

1）社会与经济效益（30%）：机构在推动小微金融行业规范、持续发展上成绩显著；贷款余额达到相当规模，利润保持持续较高增长，具备良好发展潜力。

2）创新性（50%）：机构在经营思想理念、治理企业方法、管理、模式、产品设计上有突破和创新。

3）示范性和影响力（20%）：机构对中国小微金融行业有突出贡献，平均贷款利率较低，在小微金融领域有广泛的知名度和较高的媒体报道率。

◆ 创新贡献度

·最具创新贡献度的代表性公司如图 2

·衡量指标

1）社会与经济效益（20%）方面：机构在推动小微金融行业规范、持续发展上成绩显著；贷款余额达到相当规模，利润保持持续较高增长，具备良好发展潜力。

图表 1:2012 年中国微小金融最佳产品设计的小额贷款公司

序号	公司名称
1	大通国开村镇银行有限责任公司
2	青海西宁农村商业银行股份有限公司
3	昆明市五华区和谐小额贷款股份有限责任公司
4	保山市隆阳区昕成小额贷款有限公司
5	佛山市禅城集成小额贷款有限公司
6	广州市花都万穗小额贷款股份有限公司
7	上海浦东新区金浦小额贷款有限公司
8	上海松江永信小额贷款股份有限公司
9	大庆市让胡路区国富天利小额贷款有限责任公司
10	江苏金农股份有限公司沈阳市和平区瀚华小额贷款有限公司

资料来源：前瞻产业研究院整理

图表 2:2012 年中国微小金融最佳创新贡献的小额贷款公司

序号	公司名称
1	杭州市余杭区理想小额贷款股份有限公司
2	南京市白下区高新技术产业园科技小额贷款有限公司
3	东丰县恒源小额贷款有限责任公司
4	乌鲁木齐市华春小额贷款股份有限公司
5	昆明市西山区保利通小额贷款有限公司
6	龙马兴达小额贷款股份有限公司
7	衡阳市蒸湘区湘银小额贷款有限公司
8	慈溪金汇小额贷款股份有限公司
9	富阳市浙丰小额贷款有限公司
10	上海浦东新区银泰小额贷款股份有限公司
11	上海长宁长诚小额贷款股份有限公司
12	上海奉贤新发展小额贷款股份有限公司
13	肇源县惠生小额贷款有限公司
14	沈阳市沈北新区华泰小额贷款有限责任公司
15	赤峰市元宝山区安信永小额贷款有限公司

资料来源：前瞻产业研究院整理

2）创新性（60%）方面：机构在经营思想理念、治理企业方法、管理、模式、产品设计上有突破和创新。

3）示范性和影响力（20%）方面：机构对中国小微金融行业有突出贡献，平均贷款利率较低，在小微金融领域有广泛的知名度和较高的媒体报道率。

◆ 发展潜力

·最具发展潜力的代表性公司如图 3

·衡量指标

1）社会与经济效益（60%）方面：机构在推动小微金融行业规范、持续发展上成绩显著；贷款余额达到相当规模，利润保持持续较高增长，成长迅速，具备良好发展潜力。

2）创新性（20%）方面：机构在经营思想理念、治理企业方法、管理、模式、产品设计上有突破和创新。

3）示范性和影响力（20%）方面：机构对中国小微金融行业有突出贡献，平均贷款利率较低，在小微金融领域有广泛的知名度和较高的媒体报道率。

◆ 社会责任情况

·最具社会责任的代表性公司如图 4

·衡量指标

1）社会与经济效益（40%）方面：机构在推动小微金融行业规范、持续发展上成绩显著；贷款余额达到相当规模，利润保持持续较高增长，具备良好发展潜力。

2）创新性（20%）方面：机构在经营思想理念、治理企业方法、管理、模式、产品设计上有突破和创新。

3）示范性和影响力（40%）方面：机构对中国小微金融行业有突出贡献，平均贷款利率较低，在小微金融领域有广泛的知名度和较高的媒体报道率。

图表 3:2012 年中国微小金融最具发展潜力的小额贷款公司

序号	公司名称
1	乌鲁木齐丰汇小额贷款有限公司
2	宁夏宏川小额贷款有限公司
3	大通国开村镇银行有限责任公司
4	成都市武侯惠信小额贷款有限责任公司
5	永兴县银都小额贷款有限责任公司
6	宜昌市夷陵区三峡小额贷款股份有限公司
7	腾冲恒益小额贷款有限公司
8	洛阳市洛龙区天财小额贷款有限公司
9	宁波市北仑金石小额贷款股份有限公司
10	宁海县华信小额贷款股份有限公司
11	苏州市平江区鑫鑫农村小额贷款有限公司
12	上海松江御圣小额贷款股份有限公司
13	上海闵行九星小额贷款股份有限公司
14	哈尔滨市道里区均信小额贷款股份公司
15	大连高新园区融泰小额贷款有限公司
16	杭锦后旗河套小额贷款有限责任公司

资料来源：前瞻产业研究院整理

图表 4:2012 年中国微小金融最具社会责任的小额贷款公司

序号	公司名称
1	巴里坤县丰和汇小额贷款有限责任公司
2	吴忠市永诺小额贷款有限公司
3	大通县农村信用合作联社
4	青海西宁农村商业银行股份有限公司
5	勐海县迪盛小额贷款有限责任公司
6	成都市金控小额贷款股份有限公司
7	海口海控小额贷款有限公司
8	富登小额贷款公司南宁市广银小额贷款股份有限公司
9	广德德善小额贷款有限公司
10	宁波海曙永鑫小额贷款股份有限公司
11	上海杨浦盛瑞德小额贷款股份有限公司
12	哈尔滨银行林口县古城林业小额贷款有限责任公司
13	康平县中和农信小额贷款有限责任公司
14	内蒙古精储小额贷款有限责任公司

资料来源：前瞻产业研究院整理

新三板扩容方案或正式公布 中小企业翘首以待

建设多层次资本市场有望成为三中全会关注内容之一。作为实现这一目标的重要举措，在方案已经上报国务院数月之后，新三板扩围方案近期有望正式公布。

文·陈少华

据媒体报道，经过广泛论证之后，此次扩围方案有望明确，扩围范围将跳出园区范畴扩至全国所有符合条件的企业。此外，市场人士表示，呼吁已久的转板机制有望理顺，在方案中正式发布。

对于新三板扩围时机，监管层人士近期分析指出，随着三中全会召开的临近，与经济领域相关的两大思路值得关注，一是需要转变政府职能，简政放权，二是充分发挥民间资本作用，激活市场活力。这背后是我国经济高速增长多年后，粗放式增长方式不可持续，调结构迫在眉睫。

转板机制理顺在即

市场人士指出，在新三板市场发展已经得到市场共识的情况下，此次发布的方案还有望理顺转板机制。

多年来，数家新三板挂牌公司已经成功实现上市。但这并非真正意义上的转板，为此曾有公司呼吁搭建转板机制，打通多层次资本市场。对于这一呼吁，全国股转系统总经理谢庚曾公开解读，我国市场实施发行与上市分离，证监会有关部门负责股票的发行审核，交易所负责上市审核，将来在场外市场挂牌的公司，由于已经过证监会公开转让的核准，如果具备任何一个交易所上市的条件，无需重新进行发行审核，可以直接向该交易所递交上市申请上市。前提是这家公司全面具备了交易所在规范性、盈利、股权分散程度等方面的条件。如果未达到这些条件的，也可直接去证监会申请公开发行并上市。

这一思路早已上报证监会并研究多时，有望为正式发布的新三板扩围方案引用。不过，为了避免部分企业试图监管套利、将新三板视为“绿色通道”，市场人士指出，最终的方案将对挂牌时限作出限制，挂牌满一定年限后方可转板。

此外，转板后企业如需公开发行股份的话，还必须要经过证监会的发行核准。

投行人士表示，转板制度出台是完善资本市场制度设计关键的一步，给企业提供了各种可能性。在制度完善落实后，新三板市场交易采取公开的方式，并具备证券市场的一些基本功能，包括发行、交易、并购等，加之正在酝酿的优先股和债权融资功能，这意味着这一市场能够为企业提供全面服务，企业是否需要转板需根据实际情况而定，不能为了转板而转板。

谢庚：新三板将推出优先股试点 关注中小企业融资诉求

全国中小企业股份转让系统有限责任公司总经理谢庚在 11 月 1 日举行的中国金融年度论坛上表示，未来“新三板”将推出债券产品和优先股试点，进一步满足中小企业的融资诉求。此外，他预测，

将来新三板上的并购题材会十分丰富。许多企业要通过并购重组实现强强联合、优势互补，“新三板”也将进一步完善服务进行匹配需求。

谢庚指出，创立“新三板”有助于我国建立风险包容性强的金融体系与多层次的资本市场体系，后者是实现创新驱动发展、促进中小企业发展的必然要求。我国以间接融资为主，而直接融资具有更强的风险包容性。但目前的直接融资手段无法满足中小企业的融资需求，因此在传统的证券交易所之外又建立了专门服务于中小企业的“新三板”。

针对“新三板”企业转板问题，谢庚表示，今年年初发布的《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》中已允许符合条件的新三板挂牌企业直接向沪深交易所申请上市。“现在就等交易所制定条件和程序——什么样的公司能直接上市、走什么程序”。

谢庚表示，“新三板”针对中小企业的融资特点，设计了诸多个性化制度与服务。比如在市场准入方面，场内市场有财务指标的要求，而“新三板”只有5个非财务指标，其余留给投资人判断。

谢庚介绍，接下来“新三板”将推出三个平台，包括竞价平台、测试商平台和在中关村园区试点的协议交易平台。“希望能够通过创新提高整个市场的运行和监管效率，使得这个市场真正能够契合中小企业的特点和需求，”谢庚说。

全线备战

虽然方案尚未正式发布，但各路市场机构已全线备战。

从全国股转系统来说，各项制度已准备多时。年初已经正式发布系列制度规则，在原中关村代办系统试点经验的基础上，对市场交易制度进行了创新。在保留协议转让方式的基础上，规定可并行实施竞争性传统做市商制度。挂牌公司股份可采用协议方式、做市方式、竞价方式等进行转让，并可转换转让方式。优化协议转让方式，提供集合竞价转让服务。同时，降低单笔报价委托最低股数，采用多边净额担保交收模式，并完善市场定向融资功能，放宽股票限售规定。

尽管有关规则已为市场发展预留了足够交易制度空间，但全国股转系统消息显示，市场正式运行之后，市场交易平台将由协会管理的代办系统变更为独立运行的全国中小企业股转系统，同时需要更新技术系统给予支持。目前，全国股转系统公司及相关单位正在全力开发技术系统，系统开发完成后还需经过测试等环节，预计四季度才能实现技术系统的新老切换。目前准备工作顺利推进，系统搭建工作有望在年底完成，与扩围等工作正好无缝衔接。

各地政府及证监会派出机构在下半年力推新三板工作，一些辖区内没有新三板试点园区的省份证监局多次召集拟上市企业，鼓励其转战新三板。

从准备挂牌企业及投行角度来看，一些试点园区外企业更是透露早在9月就已有首批非试点园区企业上报申报材料，正在等待扩围正式启动。投行人士透露，此前已接到通知开始接受新三板企业的挂牌申报。

权威人士预计，目前新三板扩围已万事俱备，只欠正式开闸，待方案发布后新三板挂牌节奏将快速跟上，市场新制度配套运行，试点多时的新三板有望顺利衔接走上正轨。

专业咨询机构解码新三板

许多企业在挂牌新三板之前难免遇到各种困难和不解，甚至有些手足无措，聘请专业的新三板咨询机构，对企业的长期战略发展进行科学规划和积极引导，具有积极作用。

文·肖青

新三板是专门面向高成长的科技型、创新型非上市股份公司进行股份转让和融资的交易平台，是我国多层次资本市场体系的一部分，对于规模小、风险大、融资难的中小科技型企业具有重要意义。

什么样的公司适合新三板?

深谙资本市场运作规律并成功参与多家新三板公司挂牌的专业咨询机构前瞻投顾总结认为，虽然新三板的准入门槛很低，但并不意味着所有的公司都适合在新三板挂牌，必须结合企业自身的发展战略规划，深刻认知新三板的特点和市场地位，才能真正发挥新三板的挂牌价值。

目前而言，在满足新三板基本准入条件、暂时不符合主板和创业板上市条件之外，如下几类公司可能更适合在新三板挂牌：

■第一类：初创期小企业

他们通常处于成长早期，规模小，风险大，离上市门槛还很远，也不容易获得创投资金，但产品研发已经取得一定的成果，也开始了小规模生产，并获得一定的市场认可，然而，囊中羞涩，无法进一步扩大规模提高利润率。

这类企业通过挂牌新三板，能通过定向增资募集到扩产所需的小额资金，从而进一步打开公司的经营局面，实现盈利。如果条件较好的企业，还能通过新三板的公众平台，吸引更多创投资金的眼光，为后续发展打下坚实的根基。

■第二类：具备一定盈利能力却面临发展瓶颈的企业

他们通常经历过三五年的发展，形成了自己的生产规模，有相对稳定的市场地位，有一定的盈利能力，但面临企业发展上的瓶颈期，比如内部管理、研发实力、市场覆盖面等难以获得一个质的提升，而企业又不满足于现状，希望能快速成长起来。

这类企业的发展诉求非常强烈，这种诉求一方面源自资金，一方面源自战略转型。进入新三板市场后，一方面可以通过募资实现规模化扩张，扩大市场份额，另一方面可以利用新三板的规范化平台摆脱野蛮生长时期留下的顽疾，让公司迈向新的成长阶段。

■第三类，未来 2-3 年有上市计划的企业

预计未来 2–3 年即可符合上市条件、需要熟悉并适应资本市场的拟上市企业。

新三板是中国多层次资本市场的一

专业咨询机构在新三板挂牌中的角色价值

部分，和主板、创业板一样，同时接受证监会的监管，公司挂牌后，能提前规范公司的财务、业务、公司治理等问题，一旦条件成熟，即可伺机转板。而且，随着转板机制的逐步完善，新三板公司未来 IPO 有望享受“绿色”通道。

■第四类：致力于开拓战略新兴产业的冒险型企业

他们从事的行业具有良好的发展前景，公司掌舵人也希望公司能在未来有所成就，并敢于开拓创新，敢于冒险。

如果你的企业属于国家“十二五产业规划”鼓励发展的行业，尤其是从事战略性新兴产业，且具有核心竞争力、创新能力强的中小企业，无论是新三板还是 A 股，市场都很欢迎。因为市场给予这类企业的关注度、市场预期都较高，投资机构的参与热情也高，对企业的成长具有良好的激励作用。

■第五类：暂时不需要融大额资金的企业

企业发展较为稳定，也具有较强的盈利能力，但由于行业属性等原因，可能暂时的资金需求量不是特别大，但又希望借助资本市场的平台，提升公司的品牌价值，以谋求进一步发展的机会。

要知道，在主板或创业板 IPO，无论企业有没有募投的项目，都必须发行 25% 或 10% 的社会公众股，但有些企业它根本就不需要那么多资金。因此，有少数公司上市后，一方面让几个亿甚至几十亿的资金趴在银行账号上不动，另一方面还得承担舆论的压力。在这一点上，新三板更为灵活，挂牌公司如果不需要钱，可以实施存量挂牌，获得交流的途径或者是其他的功能，如果需要钱，完全可以通过挂牌和定向发行实现融资。

当然，还有些企业，自身特点难以支持一个交投活跃的市场，或者企业对股份流动性没有特别的偏好，也适合进入新三板市场，比如中小金融机构。

相对而言，新三板对于上述五类企业可能更能发挥其市场效应，为企业未来的发展提供更好的发展空间。

上新三板对企业有什么好处?

大多数企业一般只把上市当做发展过程的里程碑，而对上新三板的优势认识不足。由于新三板全国扩容在即，届时，挂牌新三板就不再是北京、上海、武汉、天津高新区企业的专利了。为了帮助广大中小企业更好地认识上新三板的好处，专业新三板咨询机构前瞻投顾总结如下：

■好处一：提高企业的综合融资能力

第一，新三板企业可以通过定向发行股票、公司债、可转债或中小企业私募债等方式，进行直接融资。这是新三板最大的功能。

第二，可以间接提供企业的综合融资能力。这表现在两方面，一方面是提高企业股权融资能力：中小型科技企业的普遍特点是缺乏抵押、担保品，股权价值难以量化且变现较为困难，因此普遍存在银行贷款困难，授信不足的情况。挂牌新三板后，企业可以有效地提升企业的银行授信：（1）提升信用水平。（2）股权质押贷款更容易。

另一方面是提高企业债务融资能力：中小板、创业板门槛高、成本大、风险大；PE&VC 机构倾向于投资一些成熟项目，无法满足大部分中小企业资金需要；企业通过 PE&VC 融资需出让较多股权，市盈率也偏低。挂牌新三板后，企业可通过定向增资来进行融资，且融资市盈率较高。

中海阳能源集团股份有限公司

以中海阳能源集团股份有限公司为例，该公司2010年6月定向增资募集1.125亿元。2010年11月再进行定向增资，募集资金2.12亿元。此后，公司又凭借新三板的挂牌优势，频频申请银行抵押贷款，在充裕的资金支持下，中海阳飞速发展。

■好处二：反映股份价值，提高股份流动性

新三板作为全国统一场外市场，通过市场价格反映公司股份的价值，一方面使得股东持有股份的价值得到充分反映，另一方面解决了投资者的退出渠道问题。目前新三板能实现股份流动性的基本条件有：新三板账户与深交所账户合并，即持有深交所账户即可进入新三板进行交易；电子化报盘，即投资者可通过主办券商的客户终端自动报盘；主办券商客户终端行情显示。投资者可以在各大主办券商遍布全国的营业网店或通过行情软件方便地查看报价、成交等信息。

以北京凯英信业科技股份有限公司为例，2012年1月，凯英信业定向增资1650万股，其中1250万股收购北京中电亿商网络技术有限责任公司的100%的股权。通过挂牌新三板，凯英信业的股权估值大大提升，不仅获得了流动性溢价，估值水平较挂牌前有明显提升，还更容易受到风投、PE等股权投资机构的关注，进一步提升估值。

■好处三：规范运作，为后续资本运作打下基础

通过在新三板挂牌，促使挂牌公司建立完善的法人治理结构和合理的信息披露制度，为公司后续资本运作打下基础。

比如：成功从三板转入IPO的久其软件于2009年8月11日在中小板发行上市；北陆药业于2009年10月30日在创业板发行上市；世纪瑞尔于2010年11月8日通过发行审核，并于2010年12月22日在深圳证券交易所创业板发行上市。

又如，北京双杰电气股份有限公司过去重技术、轻管理，管理理念、治理结构、规范意识滞后。在券商辅导、持续督导下，健全了股东会、董事会、监事会，形成制衡机制，还聘请了独立董事，制定关联交易、内控体系等管理制度，企业规范治理水平大幅提升。

■好处四：增加企业品牌价值

在全国性的市场中挂牌，有众多关注的目光，可以很好地宣传企业，提高公司的知名度，有利于拓展业务、公司发展。

比如：2008年在新三板挂牌的京鹏科技，2009年即得到了投资机构的广泛关注，同年还荣获“中关村最值得PE关注企业”证书。2010年，数十家投资机构先后主动联系公司洽谈合作。总体上，大幅提升了企业形象和认知度，为市场拓展奠定了基础。

再如以技术人才为发展核心、市场化程度高的中航百慕新材料技术工程股份有限公司，挂牌新三板后，采取股权

面临发展瓶颈的企业

激励，吸引大批优秀员工入股，核心团队对公司未来充满信心，人员稳定，业绩稳定增长。

除了上述 4 大优势以外，新三板还能为企业创造更多衍生价值和无形资产。比如，地方政府和高新区为了吸引企业挂牌，会对拟挂牌公司提供高额补助，基本可以实现“零成本”挂牌；转板机制一旦确定，公司可优先享受登陆主板、创业板的“绿色通道”；有利于完善公司的资本结构，促进公司规范发展，等等。

挂牌新三板相比 IPO 的优势

多层次资本市场中的创业板与新三板系统，都是服务于创新性、科技型中小企业。这两个市场的服务对象上虽然有交叉，但也有差异。按生命周期来划分，企业可分为初创期、成长期和成熟期。创业板面向成长后期、接近成熟期的中小企业，新三板针对初创后期、有产品、有一定盈利模式、接近于成长初期的中小企业。

■ 1、门槛更低

以创业板为例，在盈利要求上有两套标准，符合其一即可：（1）最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长；（2）最近一年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%。另要求发行人应当主要经营一种业务。相对主板而言另有两项特殊要求：自主创新能力、成长。

而新三板没有盈利要求，仅要求企业设立满三年，属于经认定的国家股份转让试点园区内的企业，主营业务突出，具有持续经营记录，公司治理结构健全，运作规范，就可以申请在新三板挂牌。门槛低带来的另一个优势就是挂牌成功率更高。

■ 2、申报流程更简单

在主板和创业板 IPO，实行的是核准制，即需要券商保荐、3 年督导，须经中国证监会核准受行业监管。单就 IPO 审核阶段来说，就要经历受理材料、分发材料、见面会、问核、反馈会、落实反馈意见、预先披露、初审会、发审会、落实发审委意见、封卷、会后事项审核、核准发行的一系列复杂流程。

而新三板实行的是备案制，由全国股份转让系统备案，中国证监会出具核准批文即可。从具体操作流程来看，完成股改、选择券商、召开股东会之后先进行项目立项，就可进行尽职调查及材料制作，经券商内核后即可递交监管部门审核备案，确认备案后即可完成项目挂牌。

■ 3、速度更快

新三板从股改开始，直到完成挂牌，整体时间也才 5-7 个月。可是 IPO 的申报，先不算前期的筹备和规范化治理时间，仅从申请上市到被批准，至少要等三个月，而这还是市场运行正常的情况下。要知道，现在 IPO 堰塞湖已经排到

了 700 余家，审核需要排队，拿发行批文也得排队，目前在会里候审的企业中，等候时间超过一年的，大有人在。

■ 4、交易方式更灵活

目前，主板和创业板的上市公司采用的是集中交易，价格优先，时间优先，上市企业相对较为被动。而在新三板挂牌交易，可灵活运用协议交易、做市交易、竞价交易等多种方式，企业掌握更多主动权。

■ 5、信披要求更低

主板和创业板对信息披露机制要求非常严格，最基本的要求是披露年报、中报、季报和所有临时报告。新三板公司股份挂牌前，至少应当披露股份报价转让说明书；挂牌后，挂牌公司至少应当披露年度报告、半年度报告和临时报告，减少了季报和临时事项的披露，注重控制信息披露成本对企业的影响。相对而言，上市公司在公众视野中的暴露面更大，企业在信息披露上承担的舆论压力也更大。

专业咨询机构在新三板挂牌中的角色价值

伴随新三板扩容全国而来的，是各大中介机构的厉兵秣马，是全国范围内创新型民营中小企业的疯狂逐浪。

新三板是企业正式迈入资本市场的第一道门槛，然而，许多企业在挂牌新三板之前难免遇到各种困难和不解，甚至有些手足无措，聘请专业的新三板咨询机构，对企业的长期战略发展进行科学规划和积极引导，都有着十分积极的作用。

然而，相比于传统的企业管理咨询公司，或者券商、律所、会所等中介机构，针对拟挂牌新三板的企业而进行的专业咨询工作，又具有怎样的价值？在企业战略发展规划中又扮演着怎样的角色呢？

■ 1、撰写《公开转让说明书》核心章节

“业务与技术”、“发展目标及风险因素”是企业挂牌新三板所需材料《公开转让说明书》的核心章节，需要本着客观、中立的立场，以细分产业发展现状及趋势为指导方向，用权威、科学的数据来分析、陈述企业的具体情况。

“企业业务与技术”章节：阐述企业产品或服务的技术含量及市场竞争力、企业所处细分行业的基本情况，面临的竞争状况，知识产权和核心技术情况，主要供应商及客户情况等，着重挖掘并呈现企业的核心商业价值。

“企业发展目标及风险因素”章节：基于前期尽职调查对企业现状的把握，结合细分产业发展主线，协助企业对未来发展做出合理规划，并有效揭示企业可能面临的风险。

前瞻基于长期的产业研究经验、资本运作经验，以及 300 余家企业融资上市的辅导基础，为拟挂牌新三板的企业准备材料也是驾轻就熟、水到渠成的，而这部分工作也是前瞻作为新三板专业咨询机构的核心价值。

■ 2、新三板挂牌融资解决方案

大多数在新三板挂牌的公司都是冲着其融资功能而去的，如何实现融资目标，如何让募集资金价值最大化，聘请专业咨询机构就新三板的融资工作进行全程性、一体化辅导，相信更能助力企业战略目标的早日实现。

前瞻熟悉中国资本市场运作规律，并深刻洞悉政府部门的监管思路，能够

专业咨询机构在新三板挂牌中的角色价值

充分把握市场动态，可为企业在申请新三板挂牌交易过程中提供总体方案设计，帮助企业顺利融资，并提高融资效率。包括挂牌前的尽职调查、挂牌可行性诊断、战略投资者引入；挂牌阶段的中介机构推荐与组织协调、申报材料的准备；挂牌后的定向增发、信息披露、转板中小板 / 创业板等。

■ 3、协助企业规范化运作

申请新三板挂牌，要求公司治理机制健全，合法规范经营；股权明晰，股票发行和转让行为合法合规。而国内民营企业为完成前期的原始资本积累，往往较少在意管理决策系统的科学性、全面性，导致内部管理上的不规范。而企业要成为一家公众公司，就必须按照资本市场的规则进行规范化治理，这是企业能否成功挂牌的先决条件。

具体包括：制定整合与改制方案，并协助组织实施；财务及税务制度规范；历史沿革及法律问题处理；股份制改造方案的拟定及推进等。

前瞻拥有一大批精通相关法律、财务知识的专业咨询人才，并且在与律所、会所的合作中积累了丰富的经验，可以为企业进行诊断咨询，协助企业规范运作，顺利推进新三板挂牌。

■ 4、中介机构引入与组织协调

尽管新三板挂牌程序没有 A 股 IPO 复杂，但如何实现与中介机构的专业对接，如何做好内外沟通，如何协调好各部门、各机构之间的关系，仅靠企业董秘或总经理是不够的，还需要专门的咨询机构全力协助，以提高挂牌效率，节约挂牌成本。

这些具体工作包括引入中介机构，做好企业与中介的专业衔接；协助企业进行必要的政府公关，争取获得更佳的政治环境；有效监督和协调各中介机构的工作，以此保证企业利益的最大化。

■ 5、引入投资机构，协助企业进行股权融资

企业在发展壮大过程中融资需求较大，但许多中小企业缺乏融资所需的专业会计、金融、法律、评估知识或实际操作经验，对融资服务缺乏清晰的认识和了解。因此需要专业的咨询机构在全面了解企业情况的基础上，对其进行全程跟踪和辅导服务。

前瞻能为企业提供投资价值分析、商业模式咨询、融资计划书的撰写、组织投资机构路演、融资谈判等，全力推进企业在新三板的挂牌和融资。

■ 6、尽职调查，协助主办券商完成向监管部门的备案审核工作

尽职调查是企业申请新三板挂牌的关键步骤，通过尽职调查的开展，形成相关的报告材料，是决定企业能否顺利通过监管机构审核的关键。因此，专业、高效的尽职调查工作对企业成功挂牌非常重要。

前瞻团队能以 IPO 的尽调规格，利用专业的尽职调查经验，主动协调，积极配合主办券商，完成企业的尽职调查工作。调查内容主要包括公司财务状况、公司持续盈利能力状况、公司治理状况、公司合法合规事项等。

结合逾 300 个 IPO 咨询项目操作经验、上千个细分市场研究经验、多年的融资咨询经验、深厚的产业研究和咨询背景、过硬的专业服务技能、遍布全国的中介及 PE&VC 资源，前瞻将在未来继续发挥优势，集聚资源，开拓进取，助力更多的企业插上资本的双翼展翅翱翔。

新三板创新机制探索

挂牌股票转让制度的改革是目前新三板市场的最大亮点，特别是做市商制度的实行，极大地满足了市场的期待。

文 · 肖青

自6月20日国务院决定将新三板试点扩大至全国以后，市场对新三板扩容后的交易制度、监管制度、管理制度、转板制度的各种猜测一直不绝于耳。事实上，与其说是猜测，还不如说是期待，因为一旦扩容至全国，新三板市场所需要承载的压力就会陡增，这与市场对新三板的期待显然是成正比的。

做市商制度：有效发现企业价值

于2012年5月举行的证券行业创新大会上首次提出新三板“探索做市商机制”；2013年2月，《全国中小企业股份转让系统业务规则》中“做市商”制度被正式提出。

总体来看，挂牌股票转让制度的改革是目前新三板市场的最大亮点，特别是做市商制度的实行，极大地满足了市场的期待。

做市商制度，是指在证券市场上，由具备一定实力和信誉的证券经营法人作为特许交易商，不断地向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格，即双向报价，并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金和证券与投资者进行证券交易。

西部证券场外市场分公司总经理程晓明近期曾多次向媒体谈及对该项制度创新的看法，他表示，做市商制度重要之处在于能解决科技型中小企业的定价问题。由于在“新三板”挂牌的多为科技型中小企业，这类企业大多依靠股权融资，通过企业的高增长让投资者分享收益。但由于高科技成长型企业难以定价，一般投资者很难判断其价值，因而投融资双方对企业的估值存在一定偏差。而做市商制度依靠公开、有序、竞争性的报价驱动机制，实行双向叫价，能保证证券交易的规范和效率，为市场提供即时性和流动性。

总体来说，做市商制度能让挂牌新三板的企业通过交易价格来决定融资价格，有效发现科技型中小企业的价值。

从新三板未来的发展看，政府层面希望将其打造为中国的“纳斯达克”。如果做市商制度能够随着全国扩容正式实施，并配套相关的上市制度及退市、淘汰机制，那么，新三板的活跃度和流动性一定会有质的提升。

“在全国股转系统风险总体可控前提下，通过进一步扩大股份交易试点范围、降低投资门槛、建立双向转板机制、推行做市商制度等举措，将不断提升股转系统股份转让的交易活跃度，确保股

新三板未来——纳斯达克

转系统独特的融资功能的实现。”业界人士称。

股权质押：扩大新三板融资功能

有券商透露，新三板正在酝酿多项制度创新，其中就包括新近列入议程的股票质押融资业务。

股票质押融资并不是新鲜事物，它类似于主板市场的股票质押式回购，可以为新三板公司控股股东、实际控制人提供更多的融资手段。控股股东将公司股票质押获得的资金，可以用于对公司的资本投入，也可以用做其他用途。

事实上，只要企业股份通过挂牌实现标准化和可流动之后，就已经具备了向银行申请质押股票融资的条件。目前在北京中关村，已经有不少银行为新三板挂牌企业提供此项业务。但新三板交易所方面希望更进一步，推动代办券商参与到此项业务中来，即新三板企业的大股东或实际控制人将持有的公司股票质押给券商，从券商融入资金用于对公司追加投资，或者用做其他用途。

如果该制度得以实施，将是新三板扩大其融资功能的创新举措。众所周知，目前新三板面临的最大问题就是成交清淡、融资功能匮乏。市场需要这样的制度创新，以消除企业的顾虑，吸引更多的人参与进来。

转板机制：实现场内外市场无缝对接

转板是指在股转系统挂牌的公司，去 A 股挂牌可以享受优待条件；降低挂牌门槛；转到主板、创业板上市将有绿色通道。

去年 8 月，监管层首次提出，新三板将引入转板制度，挂牌企业达到一定标准即可转板，经过公开发行审核和新股发行上市两个程序后，即可成为上市公司，但该机制至今未得到落实。

现在企业登陆主板和创业板，最难的问题就是排队。目前在审的企业多达 700 余家，如果新三板企业转板时得排在这些企业后面，那么转板的吸引力将大打折扣。

截至目前，新三板仅 8 家企业成功登陆到创业板和中小板，相较于 300 余个挂牌公司的基数，转板难度还是很大的。而且，这 8 家成功登陆中小板创业板的公司并非真正意义上的转板。

转板制度的实行，有其必要性。尤其是在现阶段 IPO 进展缓慢、让部分企业在新三板挂牌以实现分流已经成为证券监管机构的一种可行选择的情况下，制定一套合理的转板制度，让部分在新三板挂牌的企业能够转板或者看到其在将来能够转板的希望，已经成为一种迫切要求。

创新定向发行制度

据业内人士透露，“新三板挂牌企业除了股权融资以外，还可以做债权融资，因为对一些处于高速成长期的企业来说，与股权融资比较而言，发债更划算，因为可以锁定成本。”同时，新三板的定向发行制度还有两个特点，即小额发行豁免和储架发行，这是交易所不具备的，是股转系统的发行制度创新。

小额发行豁免是指小额证券的发行人由于其发行的证券所涉数额小，或公开发行的特征有限，对投资者和公众利益影响范围可控，为了便利资本的形成，证券监管机构特别准予该类证券发行免于依据证券法进行注册或核准的法律制度。

PE 杜绝“同质化” 投资看好“燕型团队”

受访人：松禾资本管理公司董事长 / 总经理 / 创始合伙人罗飞
采访 :ChinaVenture 投资中国网资深编辑 周志远
撰文 :ChinaVenture 投资中国网记者 张美梅

2007 年，深港产学研创投机构设立私募基金，将投资人和管理人分开，松禾资本管理公司应运而生。也从最初的 20 多人成长为如今 40 多人的团队。

目前，松禾资本有 90% 的成长期项目资金和 10% 的企业早期项目投资的两类基金，正在运作的包括一个规模 15 亿的成长基金和 1 亿的早期基金。主要投资移动互联网、清洁技术、新制造、新消费等等。

据罗飞透露，“早期基金投资规模一般在 500 万 – 1000 万之间，股权希望占 20%。对成长期企业的投资估值预期不超过 10 倍。”

松禾资本管理公司董事长 / 总经理 / 创始合伙人罗飞在谈到投资人和企业的关系时幽默的表述为：“男怕入错行、女怕嫁错郎。作为投资人就是怕嫁错郎，因为投钱给企业就等于嫁到企业。”

罗飞称，“选择投资企业时，我们最看好“燕型团队”的企业，同时严格把控投资风险，每个基金都要培养一个到两个明星项目，这是我们的目标。”

松禾资本管理公司董事长 / 总经理 / 创始合伙人罗飞

投资看好“燕型团队” 选人是关键

在 PE 行业，业内人士普遍认为，投资是投人。企业的项目是否有巨大的市场空间和自身的成长空间。企业本身的定位和商业模式是否具有创新性，是否能实现可持续的发展。企业家本身的素质和整个团队的协作能力等等，都是投资人必须考虑的因素。

罗飞最看重的就是第三条标准。所有的一切人是关键。“我们投资主要从企业带头人和整个团队角度考虑，投资看好燕型团队企业。”

所谓，“燕型团队”是“三角形”飞行。他认为，“燕群为什么能飞的稳而远，和带头人有很大的关系。领头雁怎么带这个团队，和后面的成员怎么呼应，在自身能力发挥最大化的同时，能够看到团队成员间的差异，并协调好，这和企业的发展道理相同。”

企业带头人和团队必然是投资人衡量企业发展的重要标准。除此之外，每个企业都有独到的投资道。除了人的因素外，项目、市场等也是不得不考虑的因素。

佳品网 COO 与罗飞是老相识，据罗飞透露，佳品网 COO 之前在一家服装电商做 CTO，有丰富的运营管理经验，其次，佳品网的供货渠道畅通，第三，看重国内奢侈品消费市场的发展。所以在 2010 年的一轮投资后，在今年年初，松禾资本第二轮注资佳品网。

松禾资本在项目选择上是精挑细选，非常“挑食”。为何有如此稳健谨慎的投资态度，罗飞自己表述为，“男怕入错行，女怕嫁错郎。”

“投资什么企业，要看个人的投资原则和投资偏好。从原则上来讲，团队和带头人有欠缺的企业绝不会投资。我们把钱给到企业，这个婆家兴旺与否要看这个郎，所以这郎绝对不能选错。”

企业在发展的不同阶段应该有自身不同的定位和目标，公司由小做大，企业规模由小变大，市场份额由少变多，这都需要企业家和团队的精心协作。

而在罗飞看来，“投资人给企业资金支持外，只能在企业做大时助一臂之力，因为投资人不能给企业定位和目标，这都需要靠企业家和企业自身的发展。”

PE 杜绝“同质化” 找好各自定位

针对成熟项目激烈鏖战的 PE 阵营里，突然又挤入了许多 VC 队伍，不少业内人士因此抱怨项目源发掘困难，企业要价提高，行业内竞争加剧，认为 VC“搅局”PE。

对此，罗飞认为，PE 同质化是行业

500 万元

松禾资本团队在 2000 年投资了荣信股份，当时荣信股份收入只有 500 万元，直到 2007 年荣信股份才上市。

内的危险信号，同质化只能共输，差异化才能共赢。从行业长期的良好生态来讲，应该有各自的定位。

他表示，差异化的时候有 3 家，同质化就可能有 30 家参与竞争。

PE 喜欢后期投资，追求短平快。目前，中小企业融资难，对 PE 来说应该是个利好消息。记者采访时了解到，松禾资本就提出要将投资阶段相对提前。

对此罗飞表示，松禾的投资相对提前，还是想尽早去培育和扶持“明星项目”。目前出现了“倒挂”的现象。

他认为，二级市场 PE 大幅调整，私募市场的 PE 调整不多。资金的紧缺也是针对过于传统，无差异，或者盈利不足的企业。那些有一定规模、盈利，有一定市场影响的企业，还是比较受私募市场的追捧，所以对投资来说影响不大。

最后，他表示，“企业在早期、中期、后期都需要资金。如果我们的同行能找到自己合理的差异性定位的话，这个行业就能良好的发展。”

培养“明星项目” 喜欢高附加值投资领域

松禾资本团队在 2000 年投资了荣信股份，当时荣信股份收入只有 500 万元，直到 2007 年荣信股份才上市，但是到目前为止，投资股东仍然持有荣信股份股权。

荣信股份是个电力设备公司，是用电力改进来实现节能的公司，属于清洁技术的一部分。罗飞表示，清洁技术分两类，一类是新能源，另一个是节能环保。

松禾资本今年募集的一期 15 亿基金 5 月份刚刚到账，将重点投资清洁技术、新制造、消费升级等领域。预计是用两年的时间投完 15 亿，早期的项目则以清洁技术和移动互联网投资为主。

罗飞也比较看重新制造的投资机会，他认为新制造业既是对传统技术的提升，同时投资风险也比较低。

自 2007 年至今，国民技术、长城陶瓷、骆驼电池、迪威视讯、西陇化工等企业已经上市。其中不乏国民技术这样的“明星项目”。

国民技术是松禾资本 2008 年的一期基金投资的项目，在技术创新方面非常有特色，主要涉及加密芯片方面技术，在同行业内属于领先水平，同时，将加密技术用在了行业拓展上。罗飞称，“我希望每期基金都能培养一到两个明星项目。”

另外，一些国外的投资机构也纷纷看好新技术等高附加值的投资领域。松禾资本也喜欢投资附加值高的领域。罗飞所说的附加值，包括通过规模优势，技术创新优势，商业模式优势等来实现较高的附加值。

罗飞接受采访时称，松禾资本的项目流程，第一是找项目，第二是筛选项目。在风险把控上，第一步是投资总监和投资经理去看项目。第二，责任合伙人参与到项目团队。责任合伙人和项目小组直接到项目。第三，关键合伙人要去到现场。步步审核做到培养明星项目。

PE 标杆机构黑石集团业务平台发展研究

文·郑知行 清科研究中心

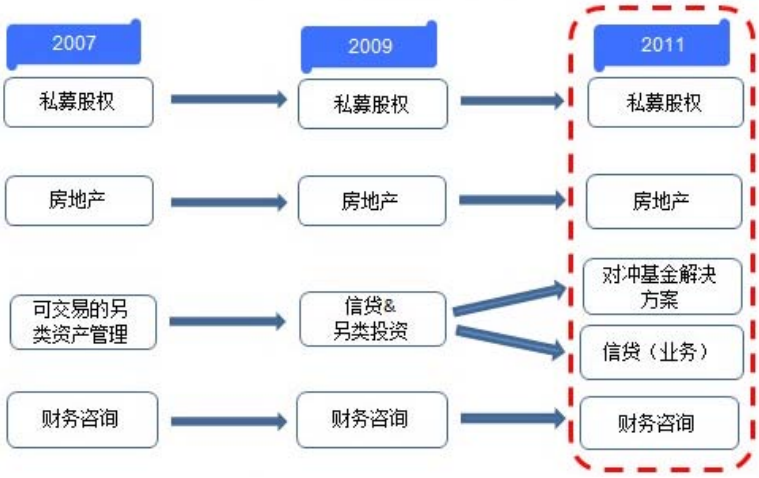
黑石集团成立于 1985 年，创始人为 PeterG.Peterson 和 StephenA. Schwarzman，总部设在美国纽约。经过 20 余年的发展壮大，截至 2013 年 6 月 30 日，黑石集团管理资产已达 2，295.71 亿美元，为全球最大另类资产管理公司之一。其另类资产管理业务包括私募股权基金、房地产基金、对冲基金母基金、信贷基金、贷款抵押债券(CLO)、担保债务凭证工具(CDO)、独立管理账户。此外，黑石也提供财务咨询服务，包括财务咨询、战略咨询、架构重组咨询、基金募集服务。2007 年 6 月，黑石集团在纽约证券交易所上市，成为首个在公开市场募集资金的“私募”公司。

旗下业务板块设置

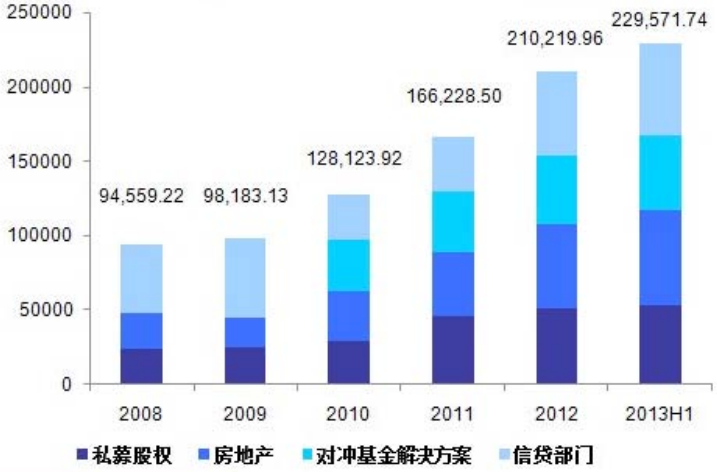
黑石集团目前共有两大业务板块——另类资产管理板块和财务咨询板块。这两大板块下设立了五个业务平台 :1）私募股权平台 2）房地产平台 3）对冲基金解决方案平台 4）信贷平台 5）财务咨询平台。

其中私募股权平台、房地产平台、财务咨询平台较为稳定，对冲基金解决方案平台和信贷平台则是由原有的可交易的另类资产管理平台发展而来。

图表 1: 黑石集团业务平台发展轨迹



图表 2: 黑石集团管理资产规模历年趋势图（单位 : 百万美元）



（注 : 2008、2009 年信贷部门管理资产包括了对冲基金管理规模。）

管理资本量与基金回报率

截至 2013 年 6 月 30 日，黑石集团的管理资产总额已接近 2，300.00 亿美元。自 2010 年起，黑石集团管理资本量的增速都在 25.0% 以上。以房地产部门的管理资本量扩张地最为迅猛。其中，房地产部门的房地产亚洲基金已于 2013 年 6 月成功完成募集，承诺资金总额超过 10.00 亿美元。信贷部门则由于其灵活性与高收益的特点，近年来也有较快的发展。而传统的股权投资部门由于近两年没有设立新基金，其管理资本量增幅较小。

LP 资本已投资额则反映出黑石每年的投资额度，由于黑石基金采取承诺出资制，LP 实际出资要延迟至投资发生时。由图中趋势可以看出，在 2009 年以前，私募股权投资是黑石第一大投资部门，但自 2010 年起，房地产部门的投资额度逐年加大、信贷部门投资也渐成规模，而传统业务私募股权部门的投资从投资额到占比都呈现逐年缩减趋势。直观上，LP 资本已投资额可有效反映出市场各板块投资机会的多寡以及黑石集团整体战略布局的侧重。另一方面，各平台投资活跃度也能间接作用于未来的募资活动上。

从投资回报来看，截至 2013 年 6 月 30 日，私募股权部门几支核心基金的平均净内部收益率为 15.0%，全球房地产机会基金的平均净 IRR 略高于股权投资部门，而房地产欧元基金则受二期基金净 IRR 为负的影响，平均整体 IRR 只有 9.0%。信贷部门的夹层基金与援助贷款平均净 IRR 均高于整体水平，夹层基金的净 IRR 更是达到 20.0%。

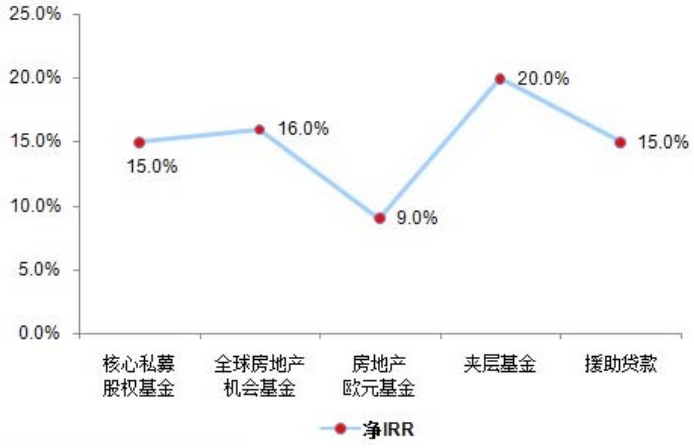
收入构成

受金融危机影响，2008 年黑石集团

图表 3: 黑石集团各业务部门历年 LP 资本投资额（单位 : 百万美元）

注 : 2008、2009 年信贷部门管理资产包括了对冲基金管理规模。

图表 4: 黑石集团主要投资平台净内部收益率



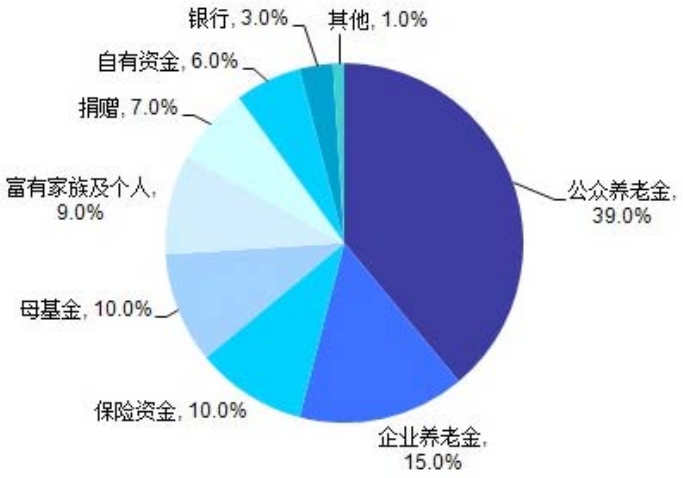
图表 5: 黑石集团历年收入情况（单位 : 百万美元）

业绩佣金出现亏损，在 2009 年扭亏为盈，随后一路走高，在 2013 年上半年中，业绩佣金收入超过管理费收入，这得益于房地产部门业绩佣金的大幅提升。

出资人 LP 类型分布

黑石最大的 LP 为养老金，公众养老金与企业养老金的出资额一般可占所有 LP 出资额的半数以上。保险资金、母基金、富有家族及个人的出资额一般各在 10.0% 左右，其他 LP 通常为捐赠基金、自有资金、银行等。

图表 6: 黑石基金投资人 LP 类型分布



全民 PE 后遗症：优惠滋生乱象 “空壳”机构乘虚而入

文 · 黄莹颖 张莉 中国证券报

PE 全民狂欢之后，留下了一地狼藉。数年前，在造富神话的诱惑下，温州、鄂尔多斯等多地先后出台优惠政策吸引 PE 机构进驻，谋求打造所谓的“PE 之都”。

时过境迁，拔苗助长的后果正在逐次呈现，看似优惠的政策滋生了一批没有项目和投资经验的空壳机构和借道进行灰色利益分配的所谓 PE 机构。在行业转冷的背景下，一个又一个的“PE 之都”纷纷人走楼空，既没有对当地经济产生实际贡献，还大大扰乱整个行业秩序。

众多机构撤离 “PE 之都”名不副实

“对不起，你所拨打的电话是空号……”在 PE 最为火热的 2010、2011 年，中国证券报记者曾在各种场合与 PE 人士交换名片，近日，当中国证券报记者再次拨打名片上的联系方式时，却发现已有近两成左右的电话处于失效状态。

据深圳一家资深 PE 机构人士透露，一些 PE 已经开始停止做项目，LP（有限合伙人）手中的项目也在想尽办法尽快出售，公司只剩下一具空壳。此类“僵尸”PE 目前已经占据整个行业的三成左右。数据显示，今年三季度创投及私募股权投资市场共披露募资完成基金仅为 41 只，募资完成金额 96.5 亿美元，与去年同期 78 只基金相比锐减近一半。

一些“PE 之都”遭遇的困境更加严

重。温州一银行信贷部负责人表示，“帮助一位客户找融资渠道，原本客户手中一笔千万元的私募股权投资，现在却发现无法找到任何一家 PE 机构愿意接手。不仅如此，当地不少 PE 已经不再追求原先的高回报，而是希望尽快将手中的项目转手出去，以摆脱自身困境。”

上述负责人描述的 PE 生存状态，如今正在成为行业普遍的现象。另据温州本地媒体报道，2012 年之后，温州本土新的 PE 机构没有增加，老的那一批不再找新的项目，外地的 PE 机构也不再来温州展业。对于温州 PE 行业残酷的现实，PE 人士用了“蒸发”、“完全不见了”等词汇来描述。

温州 PE 行业的遭遇并不是孤例，今年以来有关各地 PE 乱象的案例频频爆发。据私募股权领域的资深人士透露，目前 PE 行业已经有不少大股东开始撤离，众多 PE 业务难以为继。达晨创投执行合伙人及总裁肖冰表示，现在行业处于最困难、最严冬的时候，很多同行日子比较难过，是行业大洗牌的时候，压力很大。“去年 9 月到现在，1 年多时间 IPO 没有开闸时间表，这对我们的影响非常大，IPO 是回报最高的退出途径，但是被堵住了。”

“在我看来，以民间借贷为主的温州当地实际上并没有真正意义上的 PE 机构。”深圳市创业投资同业公会秘书长王守仁认为，目前一些地方纯粹缺乏实际的创新项目，却盲目地进行招商引资，将私募机构吸引进来，实际上扰乱了市场秩序。

优惠政策遍地开花 “空壳”机构乘虚而入

在最为疯狂的 2010 年、2011 年，中国证券报记者曾在 PE“重镇”——深圳频繁的见到各地组团的招商引资会，而各地对于 PE 机构开出的“价码”也是令人眼花缭乱。

不少地方版的 PE 优惠政策，往往打着减免税收的旗号，以吸引一批批 PE 机构的进驻。以温州为例，此前温州曾出台的《关于促进温州股权投资业发展的意见（试行）》规定，股权投资企业投资于温州市的企业或项目，由财政部门按项目推出或获得收益后形成的所得税地方分享部分的 60% 给予一次性奖励，奖励金额最高不超过 300 万元；新引进的市外股权投资管理企业，其受托管资金超过 10 亿元（含）且资金所属股权投资企业纳税地在温州市的，自设立起 3 年内，报经地税部门批准后，可免征房产税；对符合条件的股权投资企业、股权投资管理企业因业务发展需要新购置自用办公用房（不包括附属和配套用房），以办公用途部分建筑面积的一定比例计算，按购房价格的 1.5% 给予一次性补贴，最高补贴金额不超过 150 万元；对租赁自用办公用房的，给予一定比例面积连续 3 年的租房补贴，总额不超过 100 万元；股权投资企业、股权投资管理企业的高

级管理人员，经市人力社保部门认定符合条件的，可享受温州市关于人才引进、人才奖励、配偶就业、子女教育、医疗保障等方面的相关政策。

对于地方政府而言，股权投资基金越来越成为拓宽企业融资渠道、促进当地产业升级、招商引资的重要金融组成成分。长期以来，为了吸引 PE 落地，各地加大力度推出各类优惠政策，并纷纷打出建设 PE 之都的目标，以期在当地形成适合 PE 机构的金融环境。

梳理多地优惠政策来看，税收、财政的优惠力度相对较大，这也在一定程度上成为吸引机构进驻的重要内容。以深圳为例，当地政府从 2010 年开始先后颁布促进和支持股权投资基金业发展的规定和办法，与此同时，在国务院支持前海深港合作区发展的 22 条文中，也明确提出鼓励股权投资基金的设立和发展。上述政策均规定给予在深圳及前海地区设立股权投资基金，在股权投资收益、项目所得等方面给予个人所得税、营业税的减免，对于投资中小高新技术企业的投资，按照相关规定给予按照 70% 投资额来抵扣应纳税所得额。

而在被业界视为 PE 建设热土的嘉兴南湖，其优惠政策力度也颇具吸引力。比如，给予落地 PE 机构按照相关条件给予 70% 的发展奖励；对于投资高新技术项目的机构，也按照 70% 投资额来抵扣应纳税所得额；若发生权益性投资损失，可以在税前扣除。除上述城市之外，包括新疆、东莞等地也推出大幅度优惠措施，部分规定提出股权投资企业可以按照对当地经济的贡献度获赠高额的奖励资金以及来自政府的经费扶持。

除了税收等优惠之外，各地还在落户奖励、办公住房、人才等多方面提出扶持措施，为进驻机构提供便利。比如深圳前海、广东东莞均提出对于不同注册资本条件的股权投资机构给予 500 万至 1500 万元不等的落户奖励。新疆专门出台政策鼓励区外股权投资类企业迁入。嘉兴南湖规定可减免机构办公用房置办时应缴纳的房产税、城镇土地使用税、水利建设专项资金，并给出购房及租房款按照一定比例进行所得税抵扣。在人才鼓励方面，佛山南海特别设立“南海特定基金”为股权投资企业骨干成员提供个人所得税留成奖励，在户口、医疗、社保、子女入学等方面的优惠待遇。

在大批优惠政策的引导下，全国各地一度掀起 PE 投资的热潮。据私募人士透分析，由于政策引导的效应，PE 机构募集热情空前高涨，投资案例和投资金额相比过去都出现飞跃式增长，有些地方设立门槛较低，一些没有股权投资经验的投资人，甚至“空壳”PE、借道 PE 进行灰色利益分配等的别有用心者也开始进入。

滋生乱象 部分 PE 沦为另类融资平台

不过，名目繁多的优惠政策也滋生了非法集资、扰乱 PE 行业的现象。2011 年天津活立木股权投资基金管理合伙企业等公司以 PE 名义进行非法吸收公众存款案成为此轮 PE 狂潮下的泡沫点。非法集资事件爆发之后，天津滨海新区开始加强对区内注册基金的整顿与管理，并出台严格的管理办法以控制此前政策放松造成的行业混乱。

国家税务总局税收科学研究所研究员魏志梅曾撰文称，按照国家税收政策规定“先征后返”属于变相减免税，但不少地方将留成的 40% 部分（合 8 个百分点）再返还投资者，实际税率只有 12% 了。

对合伙制基金的股息红利所得，按照规定应当统一作为“其他所得”纳入应税所得征税，但不少地方政府也越权予以免收。

不少业内人士建议，各地频出优惠政策，部分可能与现行的法律法规有冲突，需要监管部门针对类似优惠政策进行统一整顿清理。而对于 PE 机构而言，也许理清各地优惠政策进行内容判断，以便保证地方的优惠政策不会由于上层监管的质疑而最终无法实施。

而在更多从事 PE 的资深人士看来，各地陆续推出的优惠政策实际上也是助推此轮 PE 野蛮生长的重要驱动因素。据了解，不少地方以招商引资为名，将建设 PE 之城作为口号，陆续推出针对合伙制 PE 的地方性减免税政策，既加速了各地 PE 机构在全国的流动，也催生了更多门槛低但无实质项目的“打酱油”PE 和为了特殊利益安排的 PE……

有私募人士认为，各地鼓励 PE，仍是地方政府出于政绩考量的因素而打造的形象工程。地方热衷打造“金融中心”、“PE 高地”，将 PE 的规模和数量作为本地金融产业发展的重要指标，而忽略当地的金融现实条件、经济发展程度、产业特点和金融环境等诸多因素。太多的优惠政策盲目将 PE 引进来，却最终无法对当地经济产生实际贡献，同时也滋生了大批没有任何项目和投资经验的空壳机构产生，这样的政策指导无疑会扰乱整个行业秩序。

“政策不断导向资金投成熟后期的项目，这实际上违背了 PE 本身的功能，也不会为科技型、中小微型、创新型企业注入活力。很多地方政府将 PE 投资单纯作为融资工具，打造 PE 之城的说法，很多都是非常盲目的。”王守仁说。

即使是一些成熟的 PE 机构对此也是一肚子苦水。基石资本合伙人陈延立认为，目前不少地方的确在推出不少优惠政策，也吸引了一批机构入驻，但是很多地方却出现了最后优惠条件无法兑现、难以落地的情况。“很多政策实际上对 PE 机构也追加了种种限制条件，比如项目的平价转让要求承接人要交税才能转让，很多政策实施的细则实际上给正常的商业活动带来障碍。”

不少私募机构抱怨，一些地方的尚未进行合理风险评估的项目，最后却让 PE 机构来“买单”，根本谈不上优惠，只是将 PE 视为套取各方资金的另类融资平台、拉动 GDP 的新抓手。

医疗器械风险投资热点领域与利润区间分析

文·张媛

政策、人口老龄化、消费升级推动医疗器械发展

我国医疗器械行业起步较晚，但发展较快，是一个快速扩容的新兴市场。据国家统计局统计数据，2012 年我国医疗器械行业规模以上企业收入已达 1565 亿元，年均复合增速超 20%。从总量看，我国器械收入仅占药品市场规模约 10%，和发达国家器械与药品 1 ： 1 的市场空间相比，潜在扩容规模巨大。在国内有利政策、人口老龄化以及消费升级等三大因素的推动下，医疗器械行业呈现出快速增长的态势。

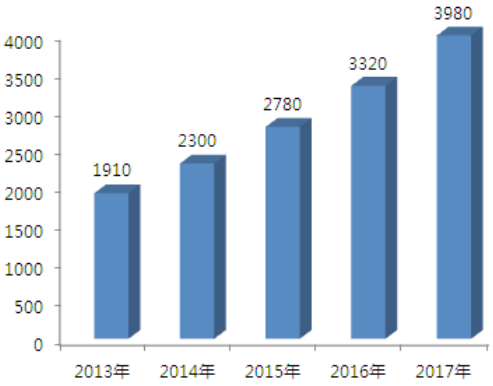
政策推动：国家逐步贯彻落实新医改措施的政策，相继公布了医药行业“十二五”规划、医疗器械科技“十二五”规划，其中对于提高医保覆盖率和完善医药卫生体系给予重点关注。这将极大地推动基层医疗体制的建设，刺激中低端医疗器械市场需求。

人口老龄化：国家统计局数据显示，截至 2012 年年底，全国 60 岁以上老年人口数量达到 1.94 亿，占总人口数的 14.3%。老龄化进程的加快，刺激了家用医疗器械及医疗设备需求的快速增长。

消费升级：伴随着经济的发展，我国人民家庭收入的逐年提升，具有比较强的保健意识，舍得为健康投资，对医疗器械的需求日益提高，预计未来将有大幅增长。

在新医改的推动和市场需求的拉动下，2013 年医疗器械行业的销售收入预计将达到 1900 亿元左右，2013−2017 年均增长率达到 20% 以上，到 2017 年我国医疗器械行业销售收入或将达到 400 亿元左右。

图表 1:2013-2017 年中国医疗器械行业销售收入预测（单位：亿元）



资料来源：前瞻产业研究院

细分领域各领风骚

医疗器械制造涉及多个细分行业，包括：医疗诊断、监护及治疗设备制造业，口腔科用设备及器具制造业，实验室及医用消毒设备和器具制造业，医疗、外科及兽医用器械制造业，机械治疗及病

房护理设备制造业，假肢、人工器官及植（介）入器械制造业以及其他医疗设备及器械制造业。行业呈现出多、小、散、跨度大的特点，行业集中度提升和行业整合是大势所趋。

各细分行业利润水平

2009–2012 年，我国医疗器械制造业各细分行业的销售利润率保持在 13%–40% 之间，说明各细分行业的产品销售获利能力较强，获利情况较稳定。其中，假肢、人工器官及植（介）入器械制造业的销售利润率均高于 30%，反映出该细分领域的利润水平最高。

图表 2:2009-2012 年中国医疗器械制造业各细分行业销售利润率分析（单位 :%）

细分行业	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
医疗诊断、监护及治疗设备制造业	21.96	20.48	20.13	20.98
口腔科用设备及器具制造业	22.01	13.97	17.14	14.79
实验室及医用消毒设备和器具制造业	17.48	13.85	16.38	16.72
医疗、外科及兽医用器械制造业	12.18	14.55	16.15	16.46
机械治疗及病房护理设备制造业	14.00	13.90	14.22	15.95
假肢、人工器官及植（介）入器械制造业	31.94	38.75	39.87	34.57
其他医疗设备及器械制造业	25.10	19.80	15.81	15.71

资料来源：前瞻产业研究院整理

◆并购市场空前活跃

据统计，2012 年医疗器械是最受私募和创投关注的细分行业。从投资案例数量上看，医疗器械的交易数量是 2011 年的 2.58 倍，交易金额是 2011 年的 3 倍，占全部医疗健康产业交易金额的比例从 2011 年的 2.46% 上升到 17.51%。其中，针对中低端医疗器械的研发、生产和销售领域的投资不在少数，值得关注的投资领域还包括医学诊断方案提供、医学诊断设备以及专科医疗器械（如口腔，眼科）等。可以说，我国医疗器械市场的上升空间依旧，其潜在能量更有待在未来继续多角度地挖掘显现。

公开数据显示，2013 年上半年，生物技术 / 医疗健康行业发生了 39 起并购。其中美敦力 8.16 亿美元并购康辉、3.61 亿港元入股先健科技，史赛克 59 亿港元收购创生，价格都超过市场预期。进入 7 月，医疗设备研发制造厂商迈瑞美国对超声技术开发企业 ZONARE 全部股权的收购，交易金额达 1.05 亿美元；8 月，中国医药宣布吸收合并天方药业，对价达 26.84 亿元。

与新药研发周期越来越长的情况相比，医疗器械行业开发周期短、投资回报快、风险系数低，更易受到投资者的青睐。因此 PE/VC 乐于对成长期的医疗器械企业进行投资，一些创新的、有特色的医疗器械品种将成为创投青睐的对象。面对 IPO 迟迟未能开闸，通过被已上市企业并购的方式实现退出是一种双赢的选择，从时间成本考虑，PE/VC 并购退出获得收益并不低。

前瞻产业研究院分析认为，从医疗器械行业的发展趋势以及融资特点来看，并购已然是中小企业实现快速发展的主流方式。但目前国内医疗器械行业存在技术含量低、产品同质化严重、低价竞争现象频发等问题，如企业想通过并购方式壮大自我，则需要提升产品的技术含量，找到产品的亮点，用专利产品来制衡竞争对手，以此达到打开市场的目的。

医疗器械企业并购发展格局选择

在中国医疗器械市场并购浪潮的到来之际，中国医疗器械企业通常有两种

图表 3:2012-2013 年我国医疗器械行业风险投资情况

投资方	受资方	投资时间	运营主体所在地	投资类型	投资轮次
富达亚洲	迈迪顶峰	2012 年 1 月	北京	VC- 扩张期	A 轮
上海创投	EDDA	2012 年 2 月	美国	VC- 初创期	未披露
润者资本	浩特生物	2012 年 2 月	广州	PE- 成长期	B 轮
立达资本	麦迪斯科技	2012 年 4 月	北京	PE- 成长期	A 轮
华平投资	时代天使生物	2012 年 5 月	上海	PE- 成长期	B 轮
软银中国	爱视科技	2012 年 6 月	深圳	VC- 扩张期	B 轮
英联投资	南京微创内窥镜有限公司	2013 年 1 月	南京	PE- 成长期	A 轮
千骥创投	上海澳华光电内窥镜有限公司	2013 年 3 月	上海	PE- 成长期	A 轮

资料来源：前瞻产业研究院整理

图表 4: 我国医疗器械行业风险投资热点领域及部分成功案例

细分领域	成功案例
植入器械	上海微创、常州康辉、先健科技
体外诊断	科美东雅、华瑞同康
医学影像设备	北京天惠华、蓝韵
治疗类设备	瑞尔通激光科技、迈德医疗、上海伽玛星、珠海和佳集团

资料来源：前瞻产业研究院整理

并购发展格局选择：

1）专注细分市场，通过并购成为细分市场龙头：如微创医疗、康辉医疗、创生医疗、九安医疗、阳普医疗、新华医疗专注于细分市场，通过并购成为细分领域的佼佼者。

2）多元化发展，并购成为行业巨头：如迈瑞医疗、威高股份、鱼跃医疗、乐普医疗已经通过并购走向多元化，成为医疗行业的领跑者。

◆ 跨国公司与本土龙头企业的合作已成风潮

全国有 1.2 万家医疗器械厂商，但是能够具有自主知识产权，年销售额超过亿元规模的却不到 50 家，从中挑选合适的并购或者合资对象并不容易，但并购几乎没有阻力。2004 年，飞利浦与东软集团成立了合资的医疗公司；2007 年，美敦力收购山东威高医疗设备公司 15% 的股份；迈瑞国际 2007 年收购了美国的 Datescope 医疗监护仪业务，一跃成为全球第三大监护仪提供商；金科威在病人监护仪市场的销售网络和高效成本控制系统，在并购之后成为飞利浦的医疗监护仪系统的一部分，使其中国市场保持年 10% 的市场增长；GE 医疗还和国内医疗企业新华医疗建立了战略合作关系等等。

跨国公司的战略着眼点并不仅限于中国，通过和本土企业合作、并购，有效地降低生产成本，中国正成为新兴市场乃至全球市场的一个生产基地。

我国医疗器械行业集中度总体偏低，呈现小而散的状态，与美欧日发达国家医疗器械产业结构相比仍有较大差距。近年来，随着经济的快速发展及市场需求的规模释放，医疗器械制造企业的兼并重组加速，前十大企业规模快速增长，

但在行业中的比例仍呈下降趋势，行业集中度处于较低水平。

从技术创新与规模效益的角度来看，行业集中度提升和行业整合是大势所趋。从美国的经验来看，领先的医疗器械企业很多是靠创新产品占据市场先机，持续研发投入一直都是领先企业成长的助推器。而只有大规模的企业才能投入巨资进行研发，维持企业的竞争优势。从规模效益的角度来看，同类产品之间的并购整合可以共享渠道，产生规模效益，增强企业竞争力和提高行业进入壁垒。因此，未来行业内大规模兼并整合在所难免。

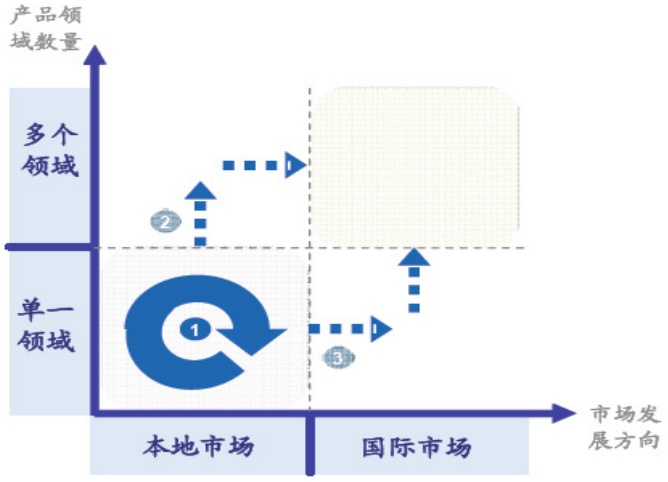
借鉴国际领先企业的并购发展史上的趋势，我国企业的兼并与重组整合发展方向可分为短期和中长期趋势：

1）短期趋势：对同类产品的资源整合，力图形成经济规模和协同效应来增强竞争优势和提高行业进入壁垒，这在医疗器械行业尤其明显，主要原因在于销售渠道扩展的困难以及研发的高成本；

2）中长期趋势：在企业发展到一定规模，在市场占有率和品牌都有些优势的情况下，通过并购在其他领域有优势的相对较小规模企业来拓宽自己的产品线，如乐普医疗通过收购金卫帆进入血管造影机领域，是想利用其在心脏专科领域强大的销售渠道进行产业链延伸。

对于具有一定规模并且有志于发展全球市场的企业，可以通过并购国外企业拓展国际市场。我国已经有一些细分行业龙头已经跨过单一产品领域、单一本地市场的位置，进入到多产品领域、甚至已经进入国际竞争的舞台，比如迈瑞公司于 2008 年收购 Datascope 成为全球监护领域第三大制造商，鸿鹄之志可见一斑。

图表 5: 我国医疗器械企业兼并与重组整合方向



资料来源：前瞻产业研究院整理

行业重点投资方式

我国医疗器械行业需要正视国内外医疗器械中高端产品的现实差距，并寻找到恰当的突破点和立足点。国内医疗器械研发机构和企业可以针对进口医疗器械中高端产品的市场、技术优势，首先在衍生价值开发、集成应用以及特殊专用设备的开发等方面立足。把握世界医疗器械发展的前沿，突破新兴医疗器械产品的关键技术，建立产学研、医工贸紧密联合的创新体制。同时，重视复制和发展医疗器械前沿研究和创新成果，积极争取在新型医疗器械关键新技术方面取得突破，以提升中国开发新型高端产品的能力。

上海自贸区挂牌满月 PE 政策红利尚需等待

与众多企业、金融机构在自贸区“跑马圈地”的出发点一样，国内 PE 机构也在第一时间登陆自贸区，以谋求在自贸区内享受更多优惠、便利的投资条件及政策。

文 · 李淼

至 10 月底，中国（上海）自由贸易试验区正式运行已满一个月，各项政策措施陆续出台。上海市市长杨雄表示，自贸区进展非常顺利，创新运行的框架基本建立，区内四方面金融改革的措施也会审时度势逐步推出。

金融改革将更关注制度创新

2013 年 9 月 27 日，国务院批准并印发《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》；9 月 29 日，中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌成立，随之针对各服务领域的各项开放措施也在翘首企盼中一一面世。

根据最新公布的总体方案来看，上海自贸区服务业的开放措施涵盖了金融服务、航运服务、商贸服务、专业服务、文化服务及社会服务 6 大领域，银行业、电信增值业务、演出经纪、教育机构、文化娱乐等以往对外封闭的业务将向注册于自贸区内的企业开放，外资、民企有望迎来新的商机。

上海自贸区总体方案曾提出，在风险可控前提下，可在试验区内对资本项目可兑换、金融市场利率市场化、人民币跨境使用、外汇管理体制改革等方面创造条件进行先行先试，探索面向国际的外汇管理改革试点。但是，目前上海自贸区的金融改革方案细则仍未公布。

对于自贸区的实施细则，杨雄表示，上海自贸区创新运行的框架已基本建立，未来还有进一步改革措施推出和实施。国务院批准自贸区整体方案后，所涉及的多数举措已推出，如负面清单、外商投资等由审批改为备案制、海关监管方式改革等。“金融是为实体经济服务的，为自贸试验区的投资、贸易便利化服务的，所以更应该关注制度创新。”

PE 抢滩上海自贸区

以金融改革为核心的上海自贸区不仅吸引了银行、保险等金融机构参与其中，一些嗅觉灵敏的 PE 机构亦不甘落后。随着上海自贸区挂牌成立，首批入驻上海自贸区的 25 家企业名单也浮出水面，其中包括了 2 家中资 PE 机构：弘毅投资和硅谷天堂。

此前，弘毅投资总裁赵令欢曾表示，“弘毅投资一直以来都专注于汇集全球资源投入中国企业的基本策略。成为上海自贸区的首批企业，将有利于我们的跨境投资、跨境交易业务发展。”一直以来，弘毅投资都积极参与到国家创新示范区之中，早前在前海深港现代服务业合作区获批时，弘毅投资也是首批入驻，并表态要与前海合作打造股权投资中心，将前海打造成亚洲 PE 的聚集地。而硅谷天堂则以参股金融服务公司的方式参与自贸区，与盛富投资、山水控股一起出现在上海泛亚金融信息服务有限公司的股东名单中。

清科研究中心认为，与众多企业、

金融机构在自贸区“跑马圈地”的出发点一样，国内 PE 机构也在第一时间登陆自贸区，以谋求在自贸区内享受更多优惠、便利的投资条件及政策。自贸区将有利于境外 LP 的引进和境外股权投资基金的设立。根据自贸区总体方案的披露，将在自贸区内探索建立负面清单管理模式，借鉴国际通行规则，对外商投资试行准入前国民待遇，改革外商投资管理模式。这对于国内有意向引进境外 LP 进入的机构来讲无疑是大利好。

同时，总体方案中还提出要构筑对外投资服务促进体系，改革境外投资管理方式，对境外投资一般项目实行备案制。对于许多大型 PE 而言，自贸区将成为先行开展境外投资的有效平台。

期待中的政策红利“有得有失”

目前，更多的投资机构仍在翘首期盼自贸区政策细则的出台。实际上，大家关注的焦点集中在税收优惠和资本项目可兑换上，希望借助自贸区人民币资本自由兑换，找到美元人民币自由结汇投资境内外企业股权新路径，由此带来更宽松的 PE 监管制度与外资 PE 投资范围。

然而，目前已确认的，区内 PE 基金在参与跨境并购方面，将得不到特殊税收优惠。自贸区规划方案中曾提出的“拟对注册在试验区内、符合条件的、从事境外股权投资的项目公司，参照技术先进性服务业按 15% 征收企业所得税”的相关条款，基于其不具备“政策可复制性”，且实施时机不成熟，目前难以被列入自贸区现有 PE 相关管理政策。

而自贸区内资本项目可兑换的实现也可能会低于预期。相关人士透露，目前入驻自贸区的 PE 机构，只能享有上海浦东新区相关的 PE 扶持政策，包括符合条件的 PE 高管享有等值 40% 个人所得税款的补贴，对注册资本 10 亿元（含）以上的 PE 给予 1500 万元落户补贴，对 PE 机构总部购买自用办公用房，按房价总额的 1.5% 给予补贴等。短期内，区内 PE 基金无法实现资金自由兑换。拥有一定外汇结汇额度的上海 QFLP（合格境外有限合伙人制度）与 QDLP（合格境内有限合伙人制度）的试点境外基金，也不允许将部分额度转入自贸区实现自由兑换。

此外，目前的政策细则只规定了外资进入政策的放宽，但对 PE 领域更关注的退出渠道，还没有相应的规定推出。

上海自贸区极大地拓宽了 PE 投资的领域和空间，简化了审批、交易的手续，有利于境外投资的开展。目前看来，对于自贸区的金融创新带来更为宽松的 PE 监管制度与投资范围等政策红利，可能还需要等待。

外资 PE 垂涎三尺

国内的 PE 机构想要借上海自贸区的平台走出去，开拓海外市场；而海外的资金也在觊觎中国市场，欲乘上海自贸区之东风，分得中国投资市场的一杯羹。

据《财经国家周刊》记者调查，目前已经有近 3 家境外机构正在筹备进驻自贸区，其中一家是总部在美国的亚洲经纪公司，另外两家总部在香港。这 3 家公司都将在上海设立针对中国投资者的人民币私募股权基金。

里昂证券（亚洲）董事长兼首席执行长斯隆此前在接受媒体采访时说：“中国政府对引入外国（投资）企业、提升私募股权业的专业水平持开放态度，我们热切希望能在中国开展业务。”

以色列总领事安亚杰访问深圳高新区创投广场

2013 年 11 月 20 日下午，以色列驻广州总领事安亚杰一行访问深圳高新区创投广场。深圳高新区服务中心朱志伟主任向安亚杰总领事介绍了深圳高新区概况及创投广场建设情况，双方还围绕政府对高科技企业发展所提供的有关政策以及投融资服务等进行了深入交流。

安亚杰总领事希望双方在技术转移、风险投资等方面扩大交流与合作，并欢迎更多的中国企业到以色列投资研发。

“企业内部控制与税收筹划”在创投广场顺利举办

11 月 22 日下午，由深圳市高新区项目融资辅导营主办，深圳华堂会计事务所协办的“企业内部控制与税收筹划”在创投广场顺利举办。项目融资辅导营在孵化期的 41 家企业的负责人出席该次活动。

企业要持续健康地发展，必须建立有效的内部控制体系，企业采购、销售到财务等各环节的缺陷和漏洞都有可能导致企业经营失败，或者冲击资本市场的正常秩序。为了帮助项目融资辅导营内的企业学习掌握和运用内部控制及风险管理框架，建立健全有效的内部管理，同时，帮助科技型中小企业进一步深入领悟新企业所得税法及税收筹划，有效优化收入和支出结构，改善企业财务运营效率，项目融资辅导营特特邀专家团队，帮助会员企业搭建系统的管理思维。

深圳华堂会计事务所郭卫军老师在活动中指出企业的内控体系涉及的面比较广，只有建立系统性的才能让机制和构架有效运转，任何断层的监控都是不科学的。刘洪柏老师主要针对高新技术类型的企业，从税收优惠的的调整与政策衔接上进行剖析，并通过案例与企业分享在新税法和新会计准则下的纳税筹划。

在活动现场，出席的企业通过提问的方式与讲座老师进行热烈互动，企业在活动结束后表示本次活动收获颇丰，并将根据老师的指点进行企业的初步诊断和优化。

龙岗创业投资服务广场工作简讯

深圳安嵘光电产品有限公司召开现场座谈交流会

10 月 17 日下午，中科为集团、安信证券、浦发银行、龙岗创业投资服务广场等相关工作人员一行前往深圳安嵘光电产品有限公司(以下简称安嵘光电) 调研。主要目的是了解企业需求，探讨合作机会。

安嵘光电成立于 2009 年，是最早在中国专业研发生产高亮度、高光效光学级 LED 照明平面灯的 LED 导光板，是导光板和 LED 照明灯具的生产厂家。

目前安嵘光电面临的主要困难是资金缺口大、贷款难，生产销售持续下降，希望能够与机构、银行等有合作机会，加快企业的发展。

此次调研的企业给出了一些解决方案。中科为集团项目规划师诸华军根据企业的发展现状，梳理出企业可准备的政府政策申报项目，如龙岗区研发补贴、发改委的购进设备补贴、以及经促局的贴息项目等政策；同时建议企业目前可以重点申请国家高新技术企业领军人才住房补贴，并着手做好深圳市后备人才的认证。安信证券营销总监李小羊也为企业介绍新三板上市业务，建议企业通过借力资本市场，改善治理结构和管理水平。针对企业如何选择合适的银行进行合作的问题，浦发银行潘建辉行长建议企业选择最适合企业自身发展的贷款方式，甄选出一家可与企业一同成长的银行。（信息员：鄞诗芹）

深圳市丽得富新能源材料科技有限公司召开座谈会

10 月 23 日下午 , 深圳市龙岗创业投资服务广场成员和中科为知识产权代理有限公司诸华军前往深圳市丽得富新能源材料科技有限公司（以下简称丽得富）进行企业调研。调研目的是了解丽得富内部情况、产业行情以及财务等信息，有针对性的提供扶持政策，探讨合作机会。

深圳市丽得富新能源材料科技公司是一家主要研发生产聚合物锂电池国内空白材料的企业，公司位于深圳市龙岗区坪地街道坪西社区深惠路坪地段 1001 号通产丽星科技产业园 2 栋。

中科为知识产权代理有限公司负责人诸华军先生认为，丽得富已达到申请国家高新技术企业的门槛，但在国家高新技术企业认定的条件中：具有大学专科以上学历的科技人员应占企业当年职工总数的 30% 以上，公司在这一条件上还不符合要求，科技人员需要再增加 5 位。诸华军建议从现在开始多引进几位科技人员，且今年国家高新技术企业的申请期限已过，丽得富公司可以先准备好相关资料，明年再进行高新企业的申请工作。同时，诸华军为丽得富公司负责人沈道富详细介绍了适合公司申请的一系列扶持政策，如在深圳市中小企业服务中心备案后，就可以申请到深圳市的小微企业扶持资金；科创委的产学研资助等项目等。（信息员：罗文凯）

FORWARD 前瞻
Professional · Integrity · Quality · Service
深圳市前瞻投资顾问有限公司

专业 · 实战 · 高效
IPO咨询专线：0755-3322 0366
官方网址：www.qianzhan.com.cn

15年的品牌和品质保障　100余家券商、律所、会所、PE&VC的战略合作伙伴联盟
300余个企业上市辅导成功案例　1000余个细分产业研究经验
全力打造中国领先的IPO上市咨询服务机构
为拟上市企业的招股说明书提供“业务与技术”、“募集资金运用”两大核心章节的研究工作

IPO冲刺路上 前瞻与您同行

前瞻IPO咨询核心服务内容

细分市场调研

聚焦招股书之“业务与技术”章节，深入分析企业所处行业市场现状、竞争格局、未来发展前景，深度挖掘企业竞争优势及投资亮点。

募投项目可行性研究

聚焦招股书之“募集资金运用”章节，充分论证募投项目的可行性、必要性，深度分析募投项目的市场前景及与企业现有管理能力、销售能力等的匹配性，确保募投项目满足“备案”和上市审核的双重要求。

战略发展规划

结合细分市场发展前景及募投项目的设计，调整和完善企业未来3-5年发展规划，确保企业的持续盈利能力。

前瞻与拟上市企业的关联映射作用

前瞻工作内容		招股书内容		近两年IPO被否原因及概率
▪ 细分市场研究	》	▪ “业务与技术”章节	》	▪ 行业前景不明朗，被否概率18%
▪ 募投项目可行性研究	》	▪ “募集资金运用”章节	》	▪ 募集资金运用不合理，被否概率12.5%
▪ 战略发展规划	》	▪ “业务发展规划”章节	》	▪ 盈利能力及成长性，被否概率20%

扫描二维码了解更多

企业决策·投融资项目对接·品牌宣传的优质平台

高端定位/选题前瞻/报道客观

放眼全球
瞩目中国

VIEW THE WORLD AND CONCENTRATE ON CHINA

专业性·实用性·权威性·国际性

主管单位：
深圳市科技创新委员会
深圳市高新技术产业园区管理委员会

主办单位：
深圳市高新技术产业园区服务中心
深圳市科技金融服务中心

承办单位：
深圳市高新区创投广场