



盛世神州基金投资的无锡中隆广场项目图

中国规范化运作的房地产投资基金先行者

www.grandchinafund.com



盛世神州基金管理（北京）股份有限公司

地址：北京市朝阳区朝阳北路237号复星国际中心1906室 邮编：100020 电话：010-5977-0808 传真：010-5977-0828

盛世神州基金西安子公司

地址：西安市未央区凤城一路6号利君V时代A座12604室
邮编：710016 电话：029-8618-1671 传真：029-8618-1671

盛世神州基金上海办事处

地址：上海市黄浦区淮海中路918号久事复兴大厦10号楼C1座
邮编：200020 电话：021-6495-0277

神州会

专家视点
神州动态

本期导读

内部资料 仅限交流 2018年02月刊 总第二十一期

张民耕:2018年中国房地产市场趋势展望

潘石屹谈房地产税

私募基金的除名退伙面面观

盛世神州基金获评“中国房地产基金综合能力优秀企业”



卷首语

2018年中国房地产市场趋势展望



展望2018年，货币方面，金融严监管、去杠杆政策延续，物价存一定上涨压力，外围货币环境变化对人民币汇率的影响仍未消除，内外因素共同决定短期内货币政策不存在放松的基础，而适度的中性调控更符合国内经济结构调整的需要。

政策方面，长效机制建设迎关键期，市场中长期运行环境逐步确立，短期调控不放松稳预期。未来楼市政策仍会延续“房子是用来住的，不是用来炒的”这一明确的主线，坚持调控目标不动摇、力度不放松，保持调控政策的连续性稳定性，把稳定房地产市场、化解泡沫风险作为重中之重，引导好市场预期。

房地产市场总体趋势为成交回落，价格趋稳，新开工、投资中低速增长。

总体来看，本轮周期将持续5年或更长时间。我国房地产市场尚未形成自身周期规律，我国仍处于新房扩张末期，租购并举体系下增量市场将保持相对高位运行。对比美国房地产周期与市场结构变化，长期来看市场规模变化是相对平稳的，需求存在惯性，除非有高强度利空刺激，市场并不会出现断崖式下跌。

随着我国楼市长效机制落地，住房保障等政策调控会更为长期化，租购并举会成为新时代背景下的新格局。

张民耕

目录 Contents

卷首语

P01 张民耕:2018年中国房地产市场趋势展望

投资心得

P29 从投资者的角度看一个企业的财务报表关键的27条

观点

P03 潘石屹谈房地产税

P04 任志强PK钟伟 激辩2018年楼市最热五个议题

休闲空间

P34 春天预防流行疾病 饮食注意事项

宏观政策

P05 银监会4号文《进一步深化整治银行业市场乱象通知》，
8大方面22要点详细梳理

P09 今年房地产信贷“紧上加紧”利率上涨 额度受限

P11 2018年并购重组趋势



行业资讯

P15 金融科技七大发展趋势

P19 私募基金的除名退伙面面观

P24 智能化建筑：17天打造一栋大楼，像造iPhone一样制造建筑



神州动态

P27 盛世神州基金董事长张民耕先生应邀出席第九届地产领袖年会

P27 盛世神州基金李万明总裁应邀赴清华大学做专题讲座

P28 2017年盛世神州基金年终总结及表彰大会圆满结束

P28 盛世神州基金获评“中国房地产基金综合能力优秀企业”

主办单位：神州会

承办单位：行政管理部

主编：左瑛

责任编辑：周晓竹

编辑：韩超



潘石屹 SOHO中国董事长 盛世神州基金顾问委员

潘石屹谈房地产税

文/潘石屹

现在房地产税是最敏感的话题、最牵动人心，就像10年前、15年前最牵动人心的是房价、房奴的问题一样。按照我个人粗浅的理解，房地产税出台一定会影响房价，房屋空置率、房价都会降。

中国的税高，房地产的税收体系基本没有改过，除了20多年前推出的土地增值税以外，所以现在房地产的税收政策有很多不适应行业现状的地方。所以才要改革，推出房地产税，就是要增加持有环节的税，减少建设流通环节的税。房地产税出台符合“房

子是用来住的，不是用来炒的”这个大方向。要让大家知道，持有房子也是有成本的，不要老想着房价一定会涨。

各位领导到现在为止都对房地产税讲话了，我个人的理解是：

一、立法先行，就别试点了。

二、充分授权，就是地方税，地方说了算，让每个城市每个省自己去收。

三、分步实施，就是有条件的就征，没条件的就别征了，征的鸡飞狗跳的也征不上来。该减免的一定要大幅度减免，第一套房

子绝对不能收，第二套房子也不应该征，三套、四套、五套以上房子的人多的是，赶紧去征他们的税。

我认真读了各位领导的讲话，但就是没找到具体时间，但是这个出台时间其实也不重要，只要有权威的文件、权威的人说出来，就会加快房地产税出台，就会影响市场，房价就会降，影响人们对房价的预期。◎

来源：潘石屹微博，已获授权

任志强PK钟伟 激辩2018年楼市最热五个议题

2018年1月27日，“新时代 新思路”第九届中国地产领袖年会举行。在本次会议上，华远集团前董事长、华本企业家俱乐部荣誉理事长任志强对话北京师范大学金融研究院中心主任钟伟，就房地产领域最热的五个议题进行激烈的探讨，为观众奉上一出精彩绝伦的讨论会。



盛世神州基金投资的上海复兴外滩项目图

■ 任志强 ■ 钟伟

一、2018年中国楼市究竟会怎么样？

- 政府对政策的把控将决定2018年楼市，重要节点是2018年全国两会。

- 基于中央政府和地方政府的博弈，2018年楼市调控基本稳定，被迫会有松绑。

二、地产股在2018年走势如何？

- 地产调控将深刻的影响地产股走势。日前，北京共有产权地产流拍，这是市场对政策的反映，政策和市场配合好，地产股就会好。

- 2018年一季度会比较好，尤其内房股。在排行榜上第11到第50名的房企非常有潜力，重点是那些综合运营能力较强、市场认可度更高、不以纯住宅扩张的增长企业。

三、2018年是否会出台房产税，它跟房价有什么关系？如果落地，会在何时？

- 房产税落地绝无可能。

- 中国人其实一直交房产税，新的房产税出台，首先要减少现在缴的一些税费。房产税不仅仅是立法上那么简单，还涉及中国人的实际情况。它跟房价是两回事儿，距离出台还早着呢。

四、中国将进入存量地产时代，在地产管理模式，两位觉得该如何去做这个事情？

- 中国进入存量市场，还有很长时间，新房市场需求仍然巨大。

- 中国房地产市场即将进入分化时代，豪宅

需求，城市更新带来的改善需求，农村人进城购房需求，每个群体的购买能力都不同，要知道房子卖给谁。

五、日前，国土部称：政府将不再是居住用地唯一提供者，那么中国的房价会降吗？

- 房价是由市场决定。
- 房产税是调控房地产的长效机制，这纯属瞎掰。根据过去十年的经历，政府垄断导致了房价上涨。未来供应主体多元化，这会改变垄断格局。不过，在土地用途、年限等方面会出现稀奇古怪的事情，可能会造成一定的混乱。◎

来源：和讯网

银监会4号文《进一步深化整治银行业市场乱象通知》，8大方面22要点详细梳理

2018年1月13日，银监会发布《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（以下简称《通知》），作为附件，同时印发了《进一步深化整治银行业市场乱象的意见》（以下简称《意见》）和《2018年整治银行业市场乱象工作要点》（以下简称《要点》）。

其中，《通知》强调要在全国范围内进一步深化整治银行业市场乱象，切实巩固前期专项治理成果，对2018年深化整治银行业市场乱象提出一些具体的、操作性的工作要求；《意见》共10条，对深化整治银行业市场乱象提出方向性、原则性和指导性的工作要求；《要点》共8个方面22条，明确2018年整治重点。

明确四大总体思路。即“稳”和“进”的关系、短期化和常态化的关系、合规发展和金融创新的关系、防范金融风险和服务实体经济的关系。概括来说：

（1）既要化解重大风险，也要守住不发生系统金融风险的底线，新老划断，

化解存量、遏制增量；

（2）本次下发的文件，既着眼2018年的工作重点，又指出了长期的意见；

（3）鼓励银行业发展那些有利于促进实体经济发展、有利于防范化解风险、有利于维护金融安全稳定的创新业务，对于以套利为主要目的的“伪创新”，坚决予以整治和取缔；

（4）实现金融体系内部、金融和经济的良性循环。

指出八大工作要点。本次《要点》明确指出了2018年整治乱象工作的八大要点，主要包括：

一是公司治理不健全，包括股东与股权、履职与考评、从业资质等三个方面；

二是违反宏观调控政策，包括违反信贷政策和违反房地产行业政策；

三是影子银行和交叉金融产品风险，包括违规开展同业业务、理财业务、表外业务、合作业务等四个要点；

四是侵害金融消费者权益；

五是利益输送，包括向股东输送利益、向关系人员输送利益；

六是违法违规展业，包括未经审批设立机构并展业、违规开展存贷业务、违规开展票据业务、违规掩盖或处置不良资产等四个要点；

七是案件与操作风险；

八是行业廉洁风险。此外，还单独列举了监管履职方面的负面清单；

强调突出三个整治重点。与2017年4月银监会下发的《关于银行业风险防控工作的指导意见》中指出的十大领域的风险相比，2018年的整治乱象工作的八大工作重点有所差异。

《意见》中明确，要突出整治重点：

（1）各银行业金融机构和各级监管机构要抓住服务实体经济这个根本，严查资金脱实向虚在金融体系空转的行为，严查“阳奉阴违”或选择性落实宏观调控政策和监管要求的行为，积极贯彻新发展理念，形成金融和实体经济、金融和房地



盛世神州基金投资的五洲国际郑州项目图



产、金融体系内部的良性循环。

（2）要抓住完善公司治理这个基础，把整治重点放在规范股东行为、加强股权管理、推动“三会一层”依法合规运作等方面。

（3）要抓住影子银行及交叉金融产品风险这个重点，严查同业、理财、表外等业务层层嵌套，业务发展速度与内控和风险管理能力不匹配，违规加杠杆、加链条、监管套利等行为。其中，“违反宏观调控政策”紧紧围绕“金融服务实体经济”，是对历来信贷政策和房地产政策的系统梳理；“公司治理不健全”和“利益输送”是本次强调的整治重点；“影子银行和交叉金融产品风险”是对2017年专项工作的延续和突出问题的梳理。



八大方面22要点全解析

（一）整治“公司治理不健全”的工作要点

银监会2018年重点整治的八个方面，首当其冲的便是“公司治理不健全”。

根据《要点》，在公司治理方面，乱象包括股东与股权、履职与考评、从业资质三个要点，需检查入股资金、股东挪用银行资金进行股权交易和并购活动等多个问题。

《要点》中，银监会列举了股东与股权方面股东资质不符合规定条件等多种乱象，这是当前金融风险的主要成因之一。

去年11月4日，央行官网刊发行长周小川的《守住不发生系统性金融风险的底线》一文就指出，“在公司治理上，国有金融资本管理体制仍未完全理顺，资本对风险的覆盖作用未充分体现，金融机构公司治理仍不健全，股东越位、缺位或者内部人控制现象较普遍，发展战略、风险文化化和激励机制扭曲”。

今年1月5日，银监会印发《商业银行股权管理暂行办法》，在主要股东管理、董事长和董事会秘书职责、限制股东权力等相关方面加强监管，弥补了监管短板。

（二）整治“违反宏观调控政策”的工作要点

对于第二方面“违反宏观调控政策”，银监会则将目光转向了房地产等领域，其要点包括违反信贷政策与违反房地产行业政策。

具体包括，表内外资金违规向失去清偿能力的“僵尸企业”放贷；违规为地方政府提供债务融资，放大政府性债务；直接或变相为房企提供各类表内外土地配资资金，将综合消费贷款、个人经营性贷款、信用卡透支等资金用于购房等。

2017年，在“房子是用来住的，不是用来炒的”主基调下，房地产调控政策逐步加码，不过，银行资金违规流入楼市的现象依旧屡禁不止。

前半年有大行与股份行住房按揭贷款



盛世神州美元基金投资的美国切尔西项目

增速过猛，后半年虽然增幅得到有效控制，不过通过表外违规融资，消费贷违规流入房地产的现象频频发生。

此次《要点》明确指出，直接或变相为房地产企业支付土地购置费用提供各类表内外融资，或以自身信用提供支持或通道等，均为违规做法。业内人士分析认为，2018年地产融资合规性将增强，从而控制居民杠杆过高的情况。

(三) 整治“影子银行和交叉金融产品风险”的工作要点

在影子银行方面，包括违规开展同业、理财、表外、合作业务四个要点，要求不得以信贷资产或资管产品为基础资产，通过特定目的载体以打包、分层、份额化销售等方式，在银行间市场、证券交易所市场以外的场所发行类资产证券化产品，实现资产非洁净出表并减少资本计提等。

对于违规开展同业业务、违规开展理财业务所覆盖的问题，与此前‘三四十’基本一致。”专业人士指出，同业、理财、表外是重点。

华创证券研报则认为，针对同业、理财、表外业务的监管细则目前正在落地过程中，未来或将出台更多针对“交叉金融产品”的监管文件。

(四) 整治“侵害金融消费者权益”的工作要点

在整治金融乱象的工作中，维护金融消费者权益是一个关键问题，对此监管给出的指导意见是“严查乱设机构、乱办业务、违法违规销售、利益输送等行为，加强信息披露和金融产品适当性管理，规范市场竞争秩序，切实保障消费者合法权益，维护公众信心。”在工作药典中，则具体落实到销售和收费两个方面。

(五) 整治“利益输送”的工作要点

本条包括向股东输送利益、向关系人输送利益两个要点：违规为股东的融资行为提供担保、提供表内外资金；存在关系人“吃空饷”问题，给关系人员显失公允的薪酬福利待遇。

1月13日，十九届中纪委第二次全体会议公报中强调，要“巩固发展反腐败斗争压倒性态势……重点查处政治问题和经济问题相互交织形成利益集团的腐败案件，着力解决选人用人、审批监管、资源开发、金融信贷等重点领域和关键环节的腐败问题”。本次《要点》中对于股东、董事和高管人员的整治工作要求，也是对中纪委近期工作精神的落实。

(六) 整治“违法违规展业”的工作要点

本条包括未经审批设立机构并展业、违规开展存贷业务、违规开展票据业务、违规掩盖或处置不良资产四个要点。

“展业”是正常业务的延长或延续，违法违规展业则是突破监管要求的行为，是明确违反当前监管要求的不当行为，有明确的判断标准，较之“治理同业、理财、表外”等问题更有据可循，在2017年“三四十”的治理工作中亦是整改的重点，目前已取得初步成效。4号文给出继续整改的要点，特别是“未经审批设立机构并展业”对当前中小金融机构开展同业、理财、金融市场业务将产生较大影响。

(七) 整治“案件与操作风险”的工作要点

《意见》要求，要督促案发机构及时启动应急处置措施及内部问责机制，严肃处理，严肃问责。要按照“一案三查、上

追两级”的要求，对案发机构和涉案机构依法处罚问责，同时综合使用审慎监管措施，让违法违规的机构和人员都要付出代价，切实维护银行业良好秩序。要坚持以公开为常态、不公开为例外，按照有关规定及时公布处罚情况，切实发挥“处罚一个、震慑一片”的警示作用。

(八) 整治“行业廉洁风险”的工作要点

本条包括业务经营、信息管理两大要点。专业人士指出，行业廉洁亦是操作风险的延续，但是其风险点具有更强的“主观性”和“牟利色彩”，在金融反腐领域行业廉洁风险防范显得尤为重要。

1月13日，第十九届中央纪律检查委员会第二次全体会议公报也首次聚焦金融

信贷反腐问题。公报指出，“要重点查处政治问题和经济问题相互交织形成利益集团的腐败案件，着力解决选人用人、审批监管、资源开发、金融信贷等重点领域和关键环节的腐败问题”。

除了上述八大方面之外，一个隐藏的要点是“针对监管自身的要求”。银监会也提出了监管履职方面的乱象，包括超越法定权限或违反法定程序实施监管行为；对发现的违法违规行为未依法予以处理，或在查处中滥用自由裁量权或选择性执法；在监管工作中隐瞒欺骗、弄虚作假，或有不廉洁行为等。

来源：网络



盛世神州奥兰多Alexan Crossroad项目进入运营阶段



今年房地产信贷料“紧上加紧” 利率上涨 额度受限

近期广州等一线城市的首套个人住房按揭贷款利率上浮，引发市场关注。中国证券报记者调研广州、深圳、北京、杭州、南昌等地获悉，开年以来个人房贷利率持续上涨，并且银行对贷款投放较为审慎。“往年到一季度末贷款额度才会紧张，今年是总行控制额度。我们支行的情况是2、3月份表内都没有新增额度，表外通道也基本被‘砍’得差不多了。银行资金价格水涨船高，信贷投放也‘价高者得’。考虑到房地产调控仍从紧，房地产相关贷款受到的影响很大，预计未来利率可能继续上浮。”华南地区某股份制银行支行行长对中国证券报记者表示。

业内人士认为，资金成本上升叠加非标回表导致银行的资本金压力上升，将促使贷款利率上行，今年个人房贷利率上涨是大概率事件。同时，银行信贷资金可能更多地流向先进制造业、普惠金融、小微企业等领域。在零售业务方面，银行为了提高资产收益率，可能加大信贷资源向信用卡、消费金融等领域投放的力度。

◎多地个人房贷利率上浮

开年后，广州地区四大国有银行宣布，2月1日起首套房的房贷利率上浮10%，二套房则上浮15%。融360网站监测显示，广州地区银行首套房的房贷利率大多上浮5%-15%，

广州市天河区农业银行某支行工作人员对中国证券报记者表示，会优先保证一手房的贷款额度，二手房一般只有月初才有额度。如果与开发商有合作，放款的问题不大。

来自北京地区四大国有银行客服中心的信息显示，目前北京地区四大行首套房的房贷利率均上浮5%。融360网站监测的

北京地区29家银行情况显示，11家银行的首套房房贷利率上浮5%，14家银行上浮10%，江苏银行和平安银行等显示暂无额度；北京地区二套房房贷利率均上浮10%-20%。

其他一线城市方面，融360网站显示，深圳地区的21家银行中，有13家银行首套房房贷利率上浮10%，上浮15%和

20%的银行各有两家。上海地区的30家银行中，有13家银行首套房房贷利率上浮，8家银行维持基准利率。二线城市中，武汉、南京等地银行的首套房房贷利率上浮10%-20%。

交通银行首席经济学家连平预计，一线城市和热门二线城市的房贷利率可能局部上浮15%左右，但不会出现按揭贷款利率大幅上升的情况。由于监管的因素，非刚性需求已无法落地，现在一线和二线城市的购房需求基本上是刚性需求。对于刚性需求，利率不可能无限上涨，还需要控制在合理水平。

◎房地产相关贷款额度紧张

“目前个人房贷利率上浮还可以批贷，而开发贷即便利率上浮，总行也经常不给批。”某国有大行宁波分行相关负责人李亚（化名）表示，今年信贷额度紧张，大部分企业已接受贷款利率上涨的现实。尽管房地产开发企业能接受利率上浮30%甚至更高的水平，但审批非常严。

李亚说：“目前房地产企业的批贷次序是靠后的。只有在银行信贷额度实在有富余时，才可能给它们批贷。”

银监会主席郭树清此前表态称，抑制居民部门杠杆率，继续遏制房地产泡沫化倾向。

多位银行业人士表示，以往银行的非标投资很多流向城投公司与房地产开发企业。在目前从严监管的格局下，回表难度很大。某股份制银行信贷业务主管人员表示：“在非标回表几乎不可能的情况下，将采取减少资产的方式来应对。房地产领域一直是监管部门重点关注的风险领域，今年房地产相关贷款肯定持续收缩。”

连平表示，目前商品房销售和个人购房贷款余额增速均已从高点开始回落。参照以往经验，预计二者都将在2018年达到底部。简单假设这一轮房地产周期的底部值与上一轮差不多，估算2018年新增个人住房贷款约3.3万亿元，较2017年减少8000亿-10000亿元。不过，由于2017年的不少个人房贷可能已批贷但未放贷，预

计2018年一季度个人房贷仍可能以一定的规模投放，并不会马上萎缩。

◎加大支持制造业力度

房地产贷款不再受银行追捧，银行会将信贷资金投向何处？长三角地区多家银行的高管均表示，现在会先看是不是“中国制造2025”的项目或其他先进制造业企业，一些符合政策导向的棚改项目也受到银行青睐。

华创证券的2018年一季度银行信贷官调查显示，62%的信贷官认为一季度制造业信贷需求将较去年四季度上升。大部分信贷官认为，一季度信贷额度偏紧，政府类项目、房地产开发贷款额度减少，按揭贷款投放额基本维持不变，但将增加对制造业投放的力度。某中部城商行信贷官表示，一季度信贷规模不会增加，向中小

企业加大投放力度是趋势。在制造业投放领域，仍偏好高新技术产业或行业龙头。

银监会此前披露的数据显示，2017年前11个月，银行业新增贷款13.3万亿元，贷款增速自2015年以来首次超过同期资产增速。制造业贷款增速较2016年同期上升1.7个百分点，小微企业、保障性安居工程、基础设施行业信贷增速高于贷款平均增速。

中国银行国际金融研究所研究员熊启跃表示，通常银行上半年的信贷额度会较下半年宽松，但从目前市场的整体环境看，信贷额度相对紧张，整体流动性并不是很宽松。未来银行信贷会更多流向国家政策支持的领域；个人贷款方面，汽车贷款和信用卡贷款均有较大提升空间。

来源：中国证券报



2018并购重组趋势分析

导语：回首2017年以来并购重组的审核节奏，从年初放缓到年中提速。监管层频频发声鼓励并购重组发展，表示大幅简化行政审批，鼓励基于产业整合的并购重组，严格重组上市要求，加强并购重组监管从严监管贯穿全年，通过率却成为今年资本市场亮点，由此可见，并购重组步入新的阶段，接下来一起来回顾一下2017年并购重组市场！

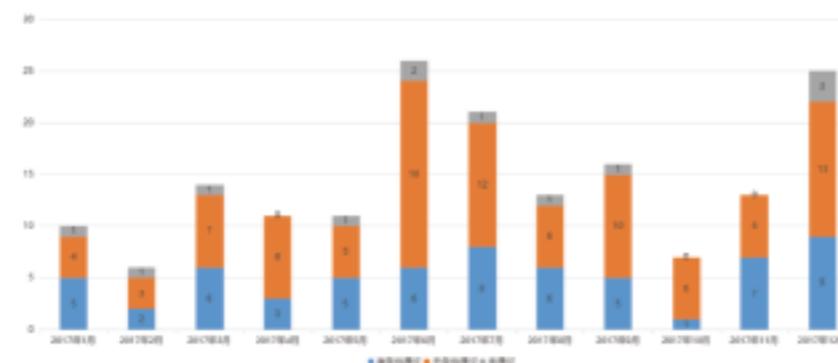
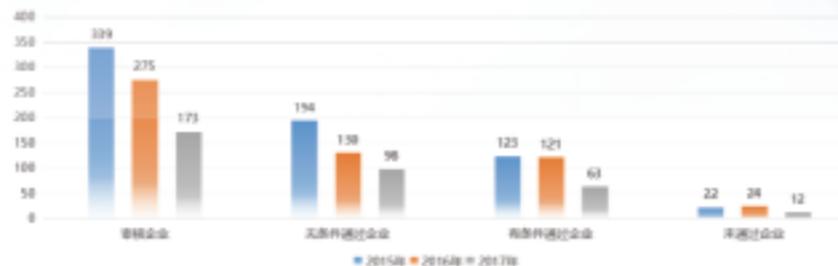
1 并购重组上会情况分析

2016年并购重组委共审核275起并购重组项目，其中通过251单，未通过24单，整体过会率91.27%；2017年并购重组委共审核173单并购重组项目，其中161单获通过、12单未通过，整体过会率93.06%，在通过率方面，并购重组今年过会率高企，表现远好于IPO。

从2016年年底开始，监管的审核尺度收紧，因此2017年上半年审核节奏全面放缓；但2017年6月之后，监管层频频发声鼓励并购重组发展，表示大幅简化行政审批，鼓励基于产业整合的并购重组，严格重组上市要求，加强并购重组监管；2017年下半年并购重组的审核上会数量明显回升。

2 并购重组上会情况分析

2015年的并购热点集中在出版传媒、能源、房地产、医疗健康、信息技术、金融、影视游戏动漫等领域；2016年集中在能源、电子信息、交运物流、批发零售、金融、文化传媒、房地产领域；而2017年最大的变化是房地产行业不再是热点，信息技术、制造业是并购重组中数量占据较多的行业，这与国家政策的调整有很大的关系。



行业	上会数
信息技术	68
工业	31
可选消费	25
材料	13
金融	13
医疗保健	9
日常消费	5
公用事业	4
能源	4
房地产	2

3 并购重组规模TOP10

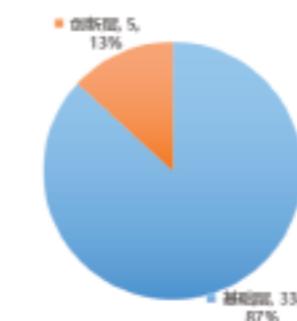
360借壳江南嘉捷是2017年最大的并购重组项目；2017年仅有的2家房地产行业的重组并购就是广宇发展和银亿股份，其他都集中在制造业、能源和医药行业。

4 并购重组企业区域分析

2017年进行并购重组最多的是江苏省企业，有25家，名列第一；其次是广东省企业24家，北京市、浙江省并列第三，各有20家，山东省、上海并列第四，各9家，第五是湖北省6家。

5 新三板企业被并购情况分析

2017年上市公司并购新三板公司案例共有129例，同比增长13.16%；已完成实施的有38例，较2016年的25例相比，同比上涨52%。



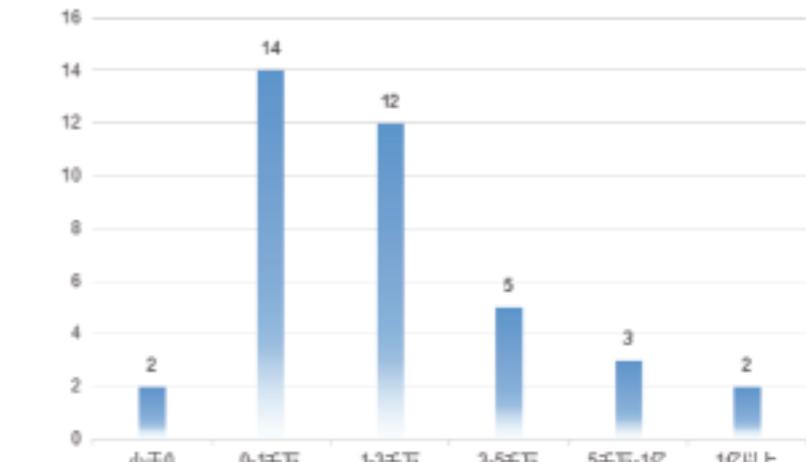
▲从新三板企业从属层级来看，基础层小规模企业更受青睐。

6 独立财务顾问情况分析

从独立财务顾问的上会情况来看，中信建投以19家占据第一，华泰联合、广发证券分别以15家、13家紧随其后。从独立财务顾问交易金额排行来看，华泰联合以总交易金额973.04亿元高居榜首，中信证券、中信建投分别以891.03亿元、589.87亿元紧随其后。

公司名称	重组目的	交易对手	交易价格 (亿元)
江南嘉捷	借壳上市	三六零100%股权	5,841.642.33
国电南瑞	业务转型	国能集团100%股权；国电南瑞57%股权	2,668.003.57
众泰汽车	多元化战略	众泰汽车100%股权	1,160.000.00
恒力股份	横向整合	恒力控股100%股权；恒力炼化100%股权	1,152.900.00
通葡股份 (原名：科迪乳业)	借壳上市	通葡股份55%股权	973.758.80
广宇发展	资产出售	重庆鲁能34.5%股权；首开股份85%股权	911.117.11
新湖中宝	横向整合	新湖中宝100%股权	816.637.50
银亿股份	多元化战略	银亿控股100%股权	798.058.83
中航资本 (原名：中航国际)	横向整合	北飞奥普100%股权	797.917.77
獐子岛	借壳上市	开远集团100%股权	790.908.80

排名	区域	上会数
1	江苏省	25
2	广东省	24
3	北京市	20
3	浙江省	20
4	山东省	9
4	上海市	9
5	湖北省	6

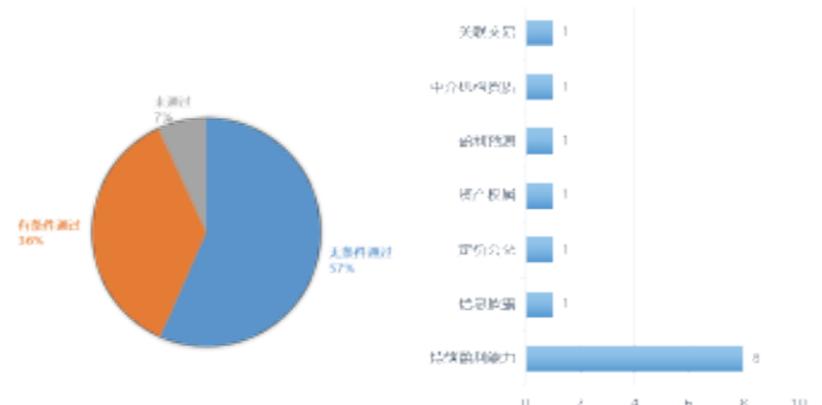


▲被并购新三板公司中74%的企业净利润在3千万以内

排名	独立财务顾问	总交易金额 (亿元)
1	华泰联合证券	973.04
2	中信证券	891.03
3	中信建投	589.87
4	国泰君安	463.79
5	中金公司	308.06
6	国信证券	234.85
7	中天国富证券	191.07
8	海通证券	175.35
9	安信证券	159.17
10	广发证券	152.26

7 并购重组被否情况分析

2017年有12家企业并购重组未获通过，其中，9家主板，2家中小板，1家创业板。持续盈利能力是被否企业中出现最多的问题。



8 监管关注重点分析



9 2017年并购重组政策分析

2.7 证监会出台“最严”再融资新规

5.27 证监会出台减持新规

9.12 证监会出台并购重组信息披露新规

▼ 2017年2月17日，证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》进行了部分修改，主要体现在以下几个方面：

明确定价基准日

明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。

明确发行规模

上市公司申请非公开发行股票的，拟

发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%。其中股本计算的基数包括A股、B股、H股合并计算。

明确发行频率

上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月。

前次募集资金包括首发、增发、配股、非公开发行股票。上市公司发行可转债、优先股和创业板小额快速融资，不适用本条规定。

▼ 2017年5月27日，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，主要体现在以下几个方面：

扩大受限制主体范围

新增特定股东主体，包括首次公开发行前股东、非公开发行股东。

修改减持比例限制

大股东减持或者特定股东采取集中竞价减持的，在任意连续90日内减持总数不得超过公司股份总数的1%，通过大宗交易后减持股份的数量不得超过总股本的

2%。上市公司股东在非公开发行股份解除限售后的12个月内，通过竞价交易减持的数量不得超过其持有该非公开发行股份总数的50%。

新增董监高的预披露要求

从事前、事中、事后全面细化完善大股东和董监高的披露规则。

新增特定股东减持规定

董监高在任期届满前离职的，应在其就任时的确定的任期内和任期届满后6个月内，每年转让的股份不得超过公司总股本的25%；离职半年内，不得转让股份。

大宗交易减持受到全面监管

大股东或股东通过大宗交易减持公司首次公开发行前发行的股份、上市公司非公开发行的股份，在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%；受让方在受让后6个月内，不得转让

所受让的股份。

▼ 2017年9月21日，中国证券监督管理委员会对《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》进行了修订，主要体现在以下几个方面：

简化重组预案信息披露

通过简化重组预案披露内容，减少停牌期间工作量，进一步缩短了上市公司的停牌时间。

限制、打击忽悠式、跟风式重组

为防止控股股东发布重组预案抬高股价，乘机高位减持获利后再终止重组的情况发生，本次修订要求重组预案和重组报告书中应披露：上市公司的控股股东及其一致行动人对本次重组的原则性意见，以及控股股东及其一致行动人、董事、监事、高级管理人员自本次重组复牌之日起

至实施完毕期间的股份减持计划。上市公司披露为无控股股东的，应当比照这一要求，披露第一大股东及持股 5%以上股东的意见及减持计划。同时，新规要求在重组实施情况报告书中应披露减持情况是否与已披露的计划一致。

明确了穿透披露标准，以提高交易透明度

交易对方为合伙企业的，应当穿透披露至最终出资人，同时还应披露合伙人、最终出资人与参与本次交易的其他有关主体的关联关系；交易完成后合伙企业成为上市公司第一大股东或持股 5%以上股东的，应当披露最终出资人的资金来源，合伙企业利润分配、亏损负担及合伙事务执行的有关协议安排，以及本次交易停牌前6个月内及停牌期间合伙人入伙、退伙等变动情况。

10 并购重组趋势分析

产业并购逐步占据主流

多项新政下，忽悠式、跟风式和盲目跨界的并购重组，愈加寸步难行，而产业并购则已经在崛起。2017年以来，以垂直整合，产业整合，为目的的并购重组开始增多，A股市场良性的并购重组环境正在逐步形成。毕竟，在成熟资本市场中，并购重组是公司外延式发展的有效途径，通

过并购重组延伸企业价值链或经营范围，

可以提高企业的行业竞争力，提升盈利能力。

跨界并购新兴行业增多

企业通过对新技术和新产品的外延式并购，形成新的发展动力，传统行业龙头向新兴行业的多元化并购将会是新的发展趋势。

跨境收购显著提升

由发改委颁布的将在2018年3月1日起

施行的《企业境外投资管理办法》中取消了“小路条”制度，即中方投资额3亿美元及以上的境外收购或竞标项目，在对外开展实质性工作之前，将不再需要向发改委报送项目信息报告，这将使海外投资项目前期可以更加快速推进，交易成本也将减少，伴随国家层面“一带一路”战略的确立和推进，境外收购将会显著提升。◆

来源：投资并购风险管理



盛世神州基金投资的西安恒大帝景项目图

金融科技七大发展趋势

[2018年初，中国信息通信研究院主任工程师、金融科技负责人韩涵在“2018中国金融科技产业峰会”上正式发布了《中国金融科技前沿技术发展趋势及应用场景研究报告》，详细讲解了A（人工智能）B（区块链）C（云计算）D（大数据）四大技术发展趋势及在金融行业的落地应用方案，预测了金融科技七大未来发展趋势。](#)

科技悄然改变金融行业生态

[一是互联网金融快速兴起，对传统金融行业带来巨大冲击。首先，互联网技术极大拓展了信息传播的渠道、方式，大幅减小了信息不对称的现象，扩展了金融服务供需双方的客户群。其次，互联网金融](#)

交易双方直接在网上进行互动，打破了时空上的限制，提高了交易效率，减少了中间环节与中间成本的消耗。再者，互联网利用先进的技术实现资源高度实时共享，能够使业务处理逐步实现自助化、自动化与系统化，使交易更加便捷、有效。

[二是大量非金融企业进入金融行业，金融市场主体出现显著变化。一方面大量科技企业借助金融科技发展契机，积极获取金融牌照，跨界提供金融服务，“科技+牌照”成为趋势。另一方面，大量具有TOC服务经验的传统企业，发挥用户应用，科技对于金融的作用被不断强化，创新性的金融解决方案层出不穷，金融科技发展进入新阶段。](#)

大量依托于金融科技的新兴创业企业，成为金融市场的新兴力量，在金融科技领域的技术和商业模式创新成为其核心竞争力。

四大技术落地金融行业

当前，“大智移云”等新兴科技快速演进，人类社会正在从信息化走向数字化和智能化。随着云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术在金融行业的深入应用，科技对于金融的作用被不断强化，创新性的金融解决方案层出不穷，金融科技发展进入新阶段。



盛世神州基金投资的切尔西项目图

其中，云计算技术能够为金融机构提供统一平台，有效整合金融结构的多个信息系统，消除信息孤岛，在充分考虑信息安全、监管合规、数据隔离和中立性等要求的情况下，为机构处理突发业务需求、部署业务快速上线，实现业务创新改革提供有力支持。大数据技术为金融业带来大量数据种类和格式丰富、不同领域的大量数据，而基于大数据的分析能够从中提取有价值的信息，为精确评估、预测以及产品和模式创新、提高经营效率提供了新手段。人工智能能够替代人类重复性工作，提升工作效率与用户体验，并拓展销售与服务能力，广泛运用于客服、智能投顾等

方面。区块链技术能够有效节约金融机构间清算成本，提升交易处理效率，增强数据安全性。

金融科技七大发展趋势

随着，金融与科技的不断融合，金融科技将出现七大发展趋势：

[（一）云计算应用进入深水区，将更加关注安全稳定与风险防控](#)

OpenStack等开源云计算技术。传统计算、网络和存储云方案已经同质化，客户需要的是上层pass甚至saas能力甚至是业务和商业解决方案能力，有互联网金融实际业务经验、有生态合作伙伴的厂商更能得到客户青睐。云这个领域特别强调“吃自己的狗食”。

（二）大数据应用走向跨界融合，标准与规范是未来发展关键

金融行业数据资源丰富，而且业务发展对数据依赖程度高。大数据技术在金融领域的应用起步早、发展快，已经成为金融行业的基础能力。当前，金融行业的大数据应用已经非常普遍和成熟，也取得了

较为显著的应用成效，最大的特点是数据资产化的愈加凸显、有深度的大数据分析变得越来越重要，用户画像和知识图谱成为最重要的技术。2017年知识图谱一下子火起来，除了传统实体知识图谱外，事件图谱（描述动态关系）开始越来越重要，即实时性要求越来越高，时间就是金钱。另外，还有一个关键问题就是合法获取数据，涉及法律、政策、技术、机制等问题，需要各方推动和努力。

（三）人工智能应用加速发展，从计算向感知与认知的高阶演进

人工智能一般分为计算智能、感知智能和认知智能三个层次。从目前人工智能在金融领域的应用趋势来看，计算智能通过与大数据技术的结合应用，已经覆盖营销、风控、支付、投顾、投研、客服各金融应用场景。人工智能最重要就是AI IN ALL，传统金融很多是“知道型”的业务，按规则、经验办事，很多简单重复性工作被证明完全可以被AI取代（例如客服），认知型的业务目前看也可能机器不比人差（例如智能投顾、智能营销）。那么金融业最重要的是如何最大发挥人的价值。一是风险防范，AI算法不一定完全正确需要人在样本特征准备或审核上来补充；二是金融创新，创新是门艺术，目前没有证据表明AI在创新上有啥独到之处，所以人的创新非常重要；三是发挥领域知识的价值，AI目前最大的缺陷就是它是没



有常识是不行的，知识会成为重要的竞争力分水岭，知识图谱、业务规则补充、业务数据标注这些都是产生知识的手段。

（四）区块链从概念走向应用，前景广阔但仍面临多重制约

区块链技术近年来一直受到广泛关注，其技术公开、不可篡改和去中心化的技术属性，拥有在金融领域应用的先天优势，因为本质上区块链就是一种经济模式，主要解决非信任网络的记账问题，如果说其他技术主要是生产力变革，区块链更像是生产关系变革，我们有几个判断：

1. 区块链的技术还没有成熟到金融级，包括金融经常用的联盟链有没有技术问题，还是一个探索的过程，所以会看到并没有大型的金融区块链应用（非数字货币类）上线，尝试很多，普及还早；

2. 因为区块链不仅仅是技术，所以这一轮技术革命中区块链的影响要远大于其他技术，可能会有颠覆性的业务、技术或者企业出现，这个趋势是不可阻挡的，有

人说这可能是价值互联网的春天；

3. 区块链3.0叫去中心化应用就是应用生态将决定最后的赢家。目前公链和私链（或联盟链）都有一些金融应用，但还不成气候，应该胜负未分，这里面大公司不一定有优势，开源力量不可小觑；

4. 政策风险仍然很大，包括最近ICO还有代币发行，有些可能就是伪创新。

（五）监管科技正得到更多关注，将成为金融科技新应用爆发点

国家高度重视金融风险防控和安全监管，十九大报告明确指出要“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”。随着金融科技的广泛应用，金融产业生态发生深刻变革，以互联网金融为代表的金融服务模式创新层出不穷。传统模式下事后的、手动的、基于传统结构性数据的监管范式已不能满足金融科技新业态的监管需求，以降低合规成本、有效防范金融风险为目标的监管科技(REGTECH)正在成为金融科技的重要组成部分。



盛世神州基金投资的美国休斯敦SMC资产包项目图

利用监管科技，一方面金融监管机构

能够更加精准、快捷和高效的完成合规性审核，减少人力支出，实现对金融市场变化的实时把控，进行监管政策和风险防范的动态匹配调整。另一方面金融从业机构能够无缝对接监管政策，及时自测与核查经营行为，完成风险的主动识别与控制，有效降低合规成本，增强合规能力。可以预见，未来1-3年监管科技将依托于监管机构的管理需求和从业结构的合规需求，进入快速发展阶段，成为金融科技应用的爆发点。

（六）行业应用需求不断扩展，将反向驱动金融科技持续创新发展

技术满足需求的同时，也将在需求的驱动下不断发展创新。金融科技应用在推动金融行业转型发展的同时，金融业务发展变革也在不断衍生出新的技术应用需求，将实现对金融科技创新发展的反向驱动。这种驱动可以从发展和监管两条主线

上得到显著体现：

一是发展层面，新技术应用推动金融行业向普惠金融、小微金融和智能金融等方向转型发展，而新金融模式又衍生出在营销、风控和客服等多个领域的一系列新需求，要求新的技术创新来满足。

二是监管层面，互联网与金融的结合带来了一系列创新的金融业务模式，但同时互联网金融业务的快速发展也带来了一系列的监管问题，同样对金融监管提出了新的要求，需要监管科技创新来实现和支持。从未来的发展趋势看，随着金融与科技的结合更加紧密，技术与需求相互驱动作用将更加明显，金融科技的技术创新与应用发展将有望进入更加良性的循环互动阶段。

（七）新一代信息技术形成融合生态，推动金融科技发展进入新阶段

云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术并非彼此孤立，而是相互关

联、相辅相成、相互促进的。大数据是基础设施资源，云计算是基础设施，人工智能依托于云计算和大数据，推动金融科技发展走向智能化时代。区块链为金融业务基础架构和交易机制的变革创造了条件，其实现离不开数据和计算分析能力的支撑。

从未来发展趋势看，云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术，在实际应用过程变得越来越紧密，彼此的技术边界在不断削弱，未来的技术创新将越来越多的集中在技术交叉和融合区域。

尤其是在金融行业的具体应用落地方面，金融云和金融大数据平台一般都是集中一体化建设，人工智能的相关应用也会依托集中化平台来部署实现。新一代信息技术的发展正在形成融合生态，并推动金融科技发展进入新阶段。◎

来源：亿欧网

私募基金的除名退伙面面观

相关法律法规及案例

- 1、《合伙企业法》第四十九条、第五十一至第五十四条
- 2、《中华人民共和国合伙企业法释义》——全国人大常委会法工委

一、除名退伙

除名，简单说是指在合伙企业存续期间，当某一合伙人出现法定事由或者合伙协议约定的事由时，其他合伙人一致同意将该合伙人开除出合伙企业，而使其丧失合伙人资格的情形。因除名会直接引发退伙，因此除名也称除名退伙。考虑到私募股权投资中GP/LP的博弈，除名退伙作为合伙型基金的一种有效退伙形式，对于处理一些潜在纠纷具有重要的意义。

根据合伙人性质的不同，除名退伙又可以分为普通合伙人除名和有限合伙人除名。《合伙企业法》同时还规定了执行事务合伙人的除名，但此除名只是剥夺其作为执行事务合伙人身份，而非剥夺合伙人身份，并不一定引发退伙效果，本文暂不详述。

二、除名退伙的法律效果

《合伙企业法》第四十九条并未直接指明除名退伙的法律效果。但从合伙企业法的章节来看，除名退伙作为退伙的一种形式。因此自除名决议生效之日起，应当产生退伙的法律效果。

退伙后的相关事务可按《合伙企业法》第五十一至第五十四条之规定办理。视合伙协议的约定，除名退伙还可能触发合伙企业“解散清算”等其他法律效果。

如合伙型基金的LPA中一般会列明，如普通合伙人被除名，全体有限合伙人未接纳新的普通合伙人的，合伙企业应当解散。

因除名退伙的法律效果是退伙，因此部分法院法官和实务律师认为，除名退伙无法适用于两人合伙企业，原因为：1、一方退伙会直接引发合伙企业无法达到法

定人数；2、此时，其他合伙人仅为1人，也就是任意一方均能够除名另一方，缺乏有效的制约，不符合立法本意。笔者支持本观点。有兴趣的读者可以移步鉴阅环球律师事务所王武律师在《LPA之“除名退伙”相关法律问题简析》一文中的观点。

三、除名退伙的条件及程序

除名退伙主要规定在《合伙企业法》第四十九条，全文如下：

合伙人有下列情形之一的，经其他合伙人一致同意，可以决议将其除名：

- (一) 未履行出资义务；
- (二) 因故意或者重大过失给合伙企业造成损失；
- (三) 执行合伙事务时有不正当行为；

四、除名退伙的立法意旨

全国人大常委会法工委在《合伙企业法释义》中，对四十九条“除名退伙”进行了非常详实的释义。

除名退伙的设置，是为了保障合伙人的自由意志的重要制度设计，即，我可以选择不与其他合伙人合作而自愿退伙，也应当可以选择不与某一合伙人合作而与其他合伙人一起将其进行除名退伙。但这一立法设计，属于多数合伙人强制剥夺个别合伙人的合伙人资格的行为，运用不当，就有可能产生多数合伙人联合起来排挤少数合伙人的情况，从而损害少数合伙人的利益。因此在整个立法设计当中，除名退伙所设置的实体要件和程序要求是相对严格的，也给被除名方留有救济空间。

首先，是必须出现法定事由或约定事由。

法定事由有三：

- 1、合伙人未履行出资义务。合伙企业由全体合伙人共同出资设立，每一个合伙人都应当按照合伙协议约定的出资方式、出资数额履行出资义务。只有全体合伙人都履行了出资义务，合伙企业才能正常设立和运行。如果某一合伙人未履行出资义务，通常会使其他合伙人失去对其的信任而不愿意再与其进行合作。此时，其他合伙人一致同意而将该合伙人开除出合伙企业，应当是允许的。

合伙人未履行出资义务，包括合伙人自始未履行出资义务，和未按期足额履行出资义务两种情形。有实务律师认为，根

据《合伙企业法》第65条：有限合伙人应当按照合伙协议的约定按期足额缴纳出资；未按期足额缴纳的，应当承担补缴义务，并对其他合伙人承担违约责任，应当可以看出，未按期足额履行出资义务，并不必然导致法定除名退伙情形。笔者支持这一观点。

因此，合伙人未履行出资义务导致的除名退伙，应当包括两种情况：(1) (法定) 自始未按期履行出资义务；(2) (约定) 合伙协议可以约定未按期足额履行出资义务亦属于除名退伙情形。

2、合伙人因故意或者重大过失给合伙企业造成损失。如果某一个合伙人不是因为一般疏忽，而是因为故意或者重大过失给合伙企业造成损失，会影响其他合伙



盛世神州基金投资的北京中昂·邑上原著项目图

人对其的信任，同时也会增加其他合伙人与其继续合作时的风险。这个时候，其他合伙人一致同意将其除名，以避免再因为该合伙人的过错承担更大的损失，是理所当然的。不过，本法律要件看似简单，只要符合故意或重大过失情形即可；但实践中，如合伙协议未明确规定何为“故意”或“重大过失”，何为“造成损失”，想要运用本条将合伙人除名，相对还是很难的。在王道川等与任永利退伙纠纷((2016)京03民终12750号)一案中，从除名方举证的证据来看，被除名合伙人任永利存在有大量的“故意”或“重大过失”的情形，但因其他合伙人无法举证“损失”，因此一审法院北京市朝阳区法院和二审法院北京市三中院均判决认为不符合法定情形，除名决议无效。

3、合伙人执行合伙事务时有不正当行为。在普通合伙中，合伙企业的所有合伙人都有平等执行合伙事务的权利，每个合伙人在执行合伙事务时都要遵守法律的规定和合伙协议的约定，注意维护合伙企业的利益。如果合伙人在执行合伙事务时有不正当的行为，将影响合伙企业的健康运行，并可能损害合伙企业和其他合伙人的利益。将执行合伙事务时有不正当行为的合伙人除名，也应当是允许的。

在有限合伙企业中，一般而言由普通合伙人（或被选为执行事务合伙人的普通合伙人）执行合伙事务，其在执行合伙事务时有不正当行为，会触发除名退伙。笔

者认为，如有限合伙人越权执行合伙事务，应该同样可以适用本条。不过，何为“不正当行为”同样属于一个模糊概念，如能够厘定确定标准，对于防范诉讼风险具有重要的意义。例如合伙人有自营或者与他人合作经营与合伙企业相竞争的业务，是否算“不正当行为”，在曲敬东与朱婕、李广新、李忠强、上海龙优投资管理有限公司合伙协议纠纷（上海市徐汇区人民法院(2016)沪0104民初27074号）、曲敬东诉朱婕合伙协议纠纷（上海市第一中级人民法院(2017)沪01民终6517号）一案中，一审法院徐汇区法院认为，2014年至2016年期间，曲敬东（被除名人）作为股东，与他人共同投资，合作经营公司达数十家。除在该数十家公司名称中使用与本案合伙企业的商号、商标相同的“德丰杰龙升”、“德丰杰龙脉”字样外，该数十家公司的经营范围也与本案合伙企业相同。一审法院认为，合伙企业的合伙人在本企业以外从事与合伙企业经营的业务相同或相近，并与之存在竞争关系的业务，应当认定该合伙人从事与本合伙企业相竞争的业务。曲敬东与他人共同投资，从事与本案合伙企业相同的业务，构成竞业行为。合伙人的竞业行为，违背公平原则，客观上导致合伙企业利润减少，对其他合伙人以及合伙企业权益造成侵害。而二审法院上海一中院认为，曲敬东（被除名人，身份为有限合伙人）虽有存在自营或与他人合作经营与合伙企业业务相冲突的

行为，但其：（1）担任合伙企业北京分部负责人，不属于执行合伙事务；（2）有限合伙人可以自营或与他人合作经营与合伙企业相冲突的业务；因此，二审认为一审法院适用法律错误，改判了一审观点，认定除名决议无效。

约定事由，即发生合伙协议约定的事由。合伙企业的管理和运行，应尊重合伙人的意思自治。除上述三项除名退伙情形外，合伙协议可以对除名退伙的其他情形进行约定；当发生合伙协议约定的除名退伙事由时，经其他合伙人一致同意，可以将某一合伙人除名。本文第六部分详述之。

从上文的若干案例相信可以看出，除名退伙因为涉及到剥夺当事人权益，在实践中的法律适用上是非常严格的。除在退伙情形的认定方面严格外，除名退伙也被设置了严格的退伙程序。

第一个退伙程序，笔者称之为“内部审议程序”，即要求“其他合伙人一致同意”。第二个程序，笔者称之为“外部通知程序”，即要求除名决议必须以书面形式通知，效力自到达被除名人之日起生效。未履行书面通知义务的，将为认定为除名决议无效。

因除名决议是由其他合伙人作出的，被除名人在此过程中处于被动的状态。为防止其他合伙人利用除名退伙的形式排挤某一合伙人，损害合伙人的合法权益，法律给被除名合伙人提供了一定的救济措



施。《合伙企业法》第四十九条第三款规定了被除名人的救济措施，被除名人对除名决议有异议的，可以自接到除名通知之日起三十日内，向人民法院起诉；如果法院判决被除名人胜诉，则除名决议无效，被除名人自判决生效之日起恢复合伙人资格，并可以请求其他合伙人赔偿其因被除名退伙而受到的损失。

值得注意的地方有两点：

1、除名决议异议之诉是独立的诉权，可不被合伙协议约定的仲裁条款所排除。如，上海鼎汇通股权投资管理有限公司诉湖州共恒实业有限公司其他合伙企业纠纷（上海市第一中级人民法院(2016)沪01民终140号）一案中，法院认为，除名决议无效之诉为《合伙企业法》明确规定当事人向法院起诉的诉权保证，当事人不得以“约定仲裁”来进行排除。

2、收到除名通知之日起三十日内必须起诉，三十日为除斥期间。上海上咏资产管理合伙企业与上海上投资产经营有限公司合伙协议纠纷上诉案（上海市第二中级人民法院）[(2017)沪02民终2989号]一

资义务；（2）合伙人的资本构成将导致合伙企业所投资项目无法IPO或无法取得特定业务许可资质；（3）合伙人违反合伙约定，构成重大违约情形，譬如给合伙企业造成定额以上的实际损失、构成重大不利影响、致使合伙目的无法实现等。

在退伙程序方面，为了应对纷繁复杂的私募股权投资领域的需要，实务界亦有不少的创新。譬如，在“其他合伙人一致同意”以外，新增了认定存在法定除名退伙事由或约定除名退伙事由的仲裁[诉讼]程序；将“其他合伙人一致同意”修订为“经GP和一定比例的LP同意”等。

需要讨论的两个问题是：

1、除名的内部审议程序是否可以以约定方式变更

例如，是否可以将除名的内部审议程序由“其他合伙人一致同意”，变更为“GP和一定比例的LP同意”、“GP同意”、“一定比例的LP同意”。

实务中，部分律师认为，《合伙企业法》的修订是在合伙型私募股权投资基金出现以前，所以部分条款实际上对私募股权基金的LPA并不严格适用，实务也有很多对除名程序进行创新的需求，譬如GP和LP适用不同的除名条件等等。

笔者认为，从合同法角度看，核心问题是合伙协议对内部审议程序的约定，在不同于《合伙企业法》规定的“其他合伙人一致同意”（比如将除名条件修改为经80%LP同意即可）时，是否属于《合同



盛世神州基金投资的美国休斯敦SMC资产包项目图

法》第五十二条规定的“违反法律、行政法规的强制性规定”的合同无效情形。

笔者认为，如合同约定对第四十九条构成实质性违反，应当认定约定无效：

(1) 第四十九条第一款明确提出了，除名合伙人，需要“经其他合伙人一致同意”。全国人大常委会法工委的释义也指明了其立法目的就是为了保护少数合伙人的利益。因此笔者倾向于认为第四十九条属于效力性强制性规范，违反效力性强制性规范的合同约定无效。（关于合同无效，读者可查阅笔者另文《合同无效？PE保底业务该何去何从》）

(2) 即使按照合同约定的程序履行了，但被除名人如提起除名决议无效之诉，人民法院以不符合《合伙企业法》规定为由宣判决议无效，属大概率事件。

(3) 如果是标准从严，例如约定在其他合伙人一致同意形成决议前，设置司法仲裁认定的前置程序，笔者认为不违反强制性规定，应属有效。

2、关于“其他合伙人一致同意”，是否可以排除关联方或利益相关方的表决。这一点笔者没有十足的把握，亦没有检索到相关判例。从合同精神来看，如被除名为某一合伙人的关联方，从合理性角度判断，应该要排除该合伙人的投票权，否则将实质性地架空除名退伙制度。

但如果强行认定排除关联方权利，亦与保护少数合伙人利益的立法意旨稍显冲突，确实难以平衡。相比较而言，笔者倾向于支持排除的观点，毕竟制度设计本身，能用才是首要的。可能得等待具体个案来定了，比如是否需要把被除名方对关联方的控制影响考虑在内。

六、其他

除名退伙生效，产生退伙效果，依照合伙企业法第五十一至五十四条。但合伙人的退伙，也是个非常复杂的话题。笔者对之非常关注，将另文述之。

来源：PE实务



孙正义又在美国疯狂砸钱了——这次进入的是建筑业。

软银透露其已领投独角兽 Katerra 的 D 轮，总金额 8.65 亿美金，不仅让该公司 C 轮的 1.6 亿美金一下子相形见绌，也把 Katerra 估值抬升到了 30 亿+美金。

智能化建筑：17天打造一栋大楼，像造iPhone一样制造建筑

Katerra是谁？

Katerra成立于2015年，今年才3岁，三位创始人分别是：Michael Marks、Jim Davidson和 Fritz H. Wolff。董事长兼

创始人Michael Marks曾担任消费电子制造巨头伟创力（Flextronics）的首席执行官，他希望将这种模式覆盖整个美国；第二位是科技投资巨头银湖的创始合伙人之一；第三位是原房产投资公司 The Wolff Co. 执行董事长；

Katerra去年完成项目11个，未来两年已积压13亿美元项目，这些新项目涉及住宅、酒店和学生公寓等。知情人士透露，该公司接触软银前曾计划融4-5亿美金足矣，但软银鼓励其加速全球扩张。软银进

入前，已进入投资机构包括德丰杰（DFJ Growth）、Khosla Ventures、富士康等。

迄今Katerra估值超过十亿美元，在某种程度上是新型浪潮的标准制定者。

其实，欧洲很多住房是以这种方式建造的，瑞典的Lindbergh已经做了这么多年了。但是，卡特拉与传统的美国制造商不同。卡特拉负责建筑从设计到最终施工，可以进一步削减成本。在消费电子产品中，“可制造性设计”是指重新配置设备的形状和功能，使其更便宜地进行标准化建造，某些结构从供应商那里直接购买。

简单讲，Katerra是把建筑作为一个“产品”来打造，建筑的所有结构部件（墙板、窗户甚至家具）全都在Katerra自己生产线上完成，然后运到施工现场，像乐高积木一样拼在一起。

Katerra革新了建筑业的商业模式：在保证房子质量和美观前提下，只需一半时间和成本来完成建筑物，这是因为：

第一，它是历史上第一个从头到尾包办一切的“全栈式”建筑服务，有自己供应链、设计和工厂。这样的商业模式可以帮客户（主要是住宅和商业地产开发商）省去与不同供应商团队合作的麻烦，使后者不再与多家建筑设计公司、工程承包商和其他相关公司打交道。

第二，Katerra有自己IOT网络跟踪所有员工和设备，以及利用SAP平台实时分析比较每个项目数据，这也是商业模式重点，简化一切，提高员工生产力，因为建筑业的最大挑战是人工和建筑材料间的协作问题，也是烧钱的地方，而Katerra利用实时信息和数据来解决这一问题。



建筑的未来方向：自动化、智能化

方向一：“互联网+”催生智能化建筑

在“互联网+”浪潮下，建筑行业出现一个新词——智能建筑。只有两张床大小的迷你卧室，电钮一按自动转换成一间智能办公室；房屋墙体开裂了，涂上纳米“创可贴”，裂缝即强劲弥合等。

随着信息化技术和水平的提升，BIM（建筑信息模型）、大数据、物联网、移动技术、云计算等，都可以打破传统发展模式。而这些技术手段都是通过“互联网”实现，进而作用于建筑行业，提高行业信息化水平，降低成本，提高效率。

嫁接“互联网+”是智能建筑发展的热门趋势。智慧建筑是集现代科学技术之大成的产物，而“互联网+”理念的植入，为“智慧建筑”大厦的构建提供了无限可能。因此，智能建筑是建筑行业未来的必定趋势，从国家层面到各地，均已把智慧建筑纳入智慧城市建設的高度予以重点推广。目前，我国智慧建筑市场产值已超过千亿元，并且正以每年20%–30%的速度增长，未来市场可达数万亿元。

方向二：现代化建筑工业转型3D打印是绝对不能缺席的“狠”角色

除了自动化设备与新一代信息技术，建筑行业转型，还有一个“狠”角色是不能忽略，它就是3D打印。

3D打印进入建筑行业的最初表现形式是建筑模型，此类模型或用来为客户展示房屋样式，或被摆在家当做艺术品欣赏，虽创意十足，但却是3D打印在该行业中最低级的应用。随着技术进步，如今3D打印实体房屋已被证明其可行性，一些3D打印实体房屋也陆续在世界各地出现。

从技术角度讲，用3D打印技术制造一栋实体房屋有两种方式：一是打印出各房屋部件再进行后期组装；二是直接打印出成型房屋，后期仅需按要求安装门窗等即可。

总体而言，由于3D打印结构是一层一层建立起来的，因此，无论上述哪种方式，都允许工程师在建筑材料、建筑结构改造等方面有更多的发挥余地。如果说后期组装是3D打印建筑目前可行的模式，那么，一次性打印实体房屋将是未来主流发展趋势。

第一，传统房屋成品都是通过人工修砌、机械切割等方式制造而出，站在房屋设计者角度，或许会在精度和美观度方面有所偏差，而3D打印机由电脑操控，只要有数据支撑，便可将任何复杂的设计模型快速、精确地制造出来；

第二，3D打印可满足客户个性化、定制化的需求，同时大大降低制造门槛和时间周期；

第三，3D打印可极大节省人力成本及材料成本。由于摒弃钢结构，目前3D打印房屋主要材料来自混凝土、塑料等，部分材料甚至可用回收废料代替。此外，3D打印建筑的高可行度，为科学家“建筑智能化”构想提供了良好基础。

由此我们可以预见，在3D打印技术的引领下，建筑产业由“建造房子”向“制造房子”模式转变已成趋势。但是有一点需要提出，3D打印建筑只是刚刚诞生，还缺少必要的安全和质量的规范。能否替代传统的房屋建筑方式，还有待时间的检验。

苏黎世联邦理工大学研究人员曾操纵几架无人机搭建起一座长7.3米能支撑一个普通成年人体重的绳桥。这些底部安装线轴的无人机能把绳绕在脚手架横竖两根杆的交叉处，还能牵着绳穿梭在脚手架之间，编织成一张网，也可以说是一座绳桥。它们有时单独施工，有时两架无人机一起编织绳桥。

这主要是告诉大家，无人机完全可以独立实现全部的建筑行为，虽然暂时的建筑成果承重能力有限，但这已经足够说明无人机的应用潜力。事实上，无人机最为关注的发展潜能在于其替代部分人类工作的可能性。诸如建造绳桥这种，存在一定危险性和困难性的工程，无人机的存在显然成为了建筑工人的福音。建筑专家认为，能飞行的机器比传统建筑机器有很多优势，尤其是，他们能到达空间任何一点并能飞进或环绕任何已有的物体。

除了无人机，机器人是建筑行业的另一个福音。有了机器人的存在，建筑施工即将进入到新时代。可以先给大家说个机器人在建筑行业的应用案例。在香港维多利亚港湾，香港新世界大厦正拔地而起，但这座大厦的外防护架与传统的竹竿脚手架不同，它采用的是一种全新的能够自动提升的全金属脚手架——由国内企业自主研发、世界首创的建筑施工防护机器人。

这种新型建筑施工防护机器人不仅性能优越、安全可靠、提升迅速，而且操作简单，每层提升两个人就可以搞定，节省了大量人力，这对人工费很高的海外市场来说，仅此节省的就是一笔不小的开支，经济社会效益十分显著。事实上，建筑施工防护机器人已在迪拜、新加坡、澳门及国内等中心城市多个项目成功使用。

在建筑行业，砌砖机器人也是“神”

一样的存在。那些在烈日下工作的砌砖工人非常的辛苦，而随着砌砖机器人的出现，并开始大量投入使用，使他们得到一定程度的解放。

我国智能建筑行业现状

目前我国国内智能建筑发展火热，但智能建筑行业还处于混乱局面。主要体现在以下几个方面：

1、建筑各方配合不默契。配合不同类型的建筑项目有着不同的智能化要求。

2、系统集成商的水平不高。

智能建筑市场主要在建筑领域要有针对性地开发，满足工程各种要求。怎样把好的东西用好，要有设计、规划、施工、监理、验收一整套的流程，在这当中，与系统集成商的水平相关，系统集成商要与建筑领域相关部门很好结合。

3、缺乏原创产品。

我国建筑智能市场正处于成长期，未来行业集中度将逐渐提高。低端市场的竞争将日趋激烈，规模较小不具备核心能力的厂商将会被淘汰；高端市场的增长将超过行业平均水平，但对进入者的资金实力和技术能力都将提出很高的要求。未来本土一些具备较强资本实力和技术能力的企业将能充分分享行业的成长，获得较快的发展。

本文编辑：周晓竹

采编于硅发布、
前瞻产业研究院、百度文库



盛世神州基金董事长张民耕先生应邀出席第九届地产领袖年会

2018年1月27日，2018（第九届）中国地产领袖年会在嘉里大酒店隆重举行。共400多位董事长、总裁出席盛会。本次会议中，从经济学家到实业家、从房地产领袖到创新领域领军人物，近40位实力嘉宾精彩演讲。盛世神州基金董事长张民耕先生应邀出席本次会议，盛世神州基金荣获“最佳海外投资奖”。

行政部 供稿

盛世神州基金李万明总裁应邀赴清华大学做专题讲座



2018年3月18日，盛世神州基金总裁李万明应邀在清华大学为五道口金融学院、清华大学经管学院硕士做了题为“房地产投资基金的发展与创新”的专题讲座。

李总分析了目前房地产基金的形势，指出行业可能的发展方向，并分享了盛世神州基金的发展模式，讲座受到在座学生的高度好评。

行政部 供稿

2017年盛世神州基金年终总结及表彰大会圆满结束



2018年2月2日，盛世神州基金年终总结及表彰大会在京隆重召开。盛世神州基金各部门代表总结了本部门2017年的工作，交流了经验教训，李万明总裁对基金公司的工作做了全面的总结，宣布了表彰优秀个人的决定，张民耕董事长向优秀个人颁发了荣誉证书。张民耕董事长代表董事会做了讲评，分析了房地产及房地产基金当前的形势，指出了基金的战略性发展方向。

行政部 供稿

盛世神州基金获评“中国房地产基金综合能力优秀企业”

中国房地产基金综合能力优秀企业	
企业简称	企业简称
光大安石	信保基金
中城投资	东方瑞晖
盛世神州	泰发基金
乾立基金	熙达汇景
鼎信长城	中融长河
华润资本	弘基
高和资本	东久中国
远洋资本	鼎晖投资

近日，中国房地产TOP10研究组评出了2018中国房地产综合实力百强企业，同日发布了“中国房地产基金综合能力优秀企业”，盛世神州基金荣获殊荣。中国房地产TOP10研究组由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构共同组成。

行政部 供稿



从投资者的角度看一个企业的财务报表关键的27条

好企业的销售成本越少越好

只有把销售成本降到最低，才能够把销售利润升到最高。尽管销售成本就其数字本身并不能告诉我们公司是否具有持久的竞争优势，但它却可以告诉我们公司的毛利润的大小。通过分析企业的利润表就能够看出这个企业是否能够创造利润，是否具有持久竞争力。企业能否盈利仅仅是一方面，还应该分析该企业获得利润的方式，它是否需要大量研发以保持竞争力，是否需要通过财富杠杆以获取利润。通过从利润表中挖掘的这些信息，可以判断出企业的经济增长原动

力，因为利润的来源比利润本身更有意义。

长期盈利的关键指标是毛利率

企业的毛利润是企业的运营收入之根本，只有毛利率高的企业才有可能拥有高的净利润。我们在观察企业是否有持续竞争优势时，可以参考企业的毛利率。毛利率在一定程度上可以反映企业的持续竞争优势如何。如果企业具有持续的竞争优势，其毛利率就处在较高的水平，企业就可以对其产品或服务自由定价，让售价远远高于其产品或服务本身的成本。如果企业缺乏持续竞争优势，其毛利率就处于较低的水平，企业就只

能根据产品或服务的成本来定价，赚取微薄的利润。如果一个公司的毛利率在40%以上，那么该公司大都具有某种持续竞争优势；毛利率在40%以下，其处于高度竞争的行业；如果某一个行业的平均毛利率低于20%，那么该行业一定存在着过度竞争。

特别关注销售费用

企业在运营的过程中都会产生销售费用，销售费用的多少直接影响企业的长期经营业绩。关注时可与收入进行挂钩来考核结构比的合理性，另外，对于固定性的费用可变固定为变动来进行管控。

衡量销售费用及一般管理费用的高低

在公司的运营过程中，销售费用和一般管理费用不容轻视。我们一定要远离那些总是需要高额销售费用和一般管理费用的公司，努力寻找具有低销售费用和一般管理费用的公司。一般来说，这类费用所占的比例越低，公司的投资回报率就会越高。如果一家公司能够将销售费用和一般管理费用占毛利润的比例控制在30%以下，那就是一家值得投资的公司。但这样的公司毕竟是少数，很多具有持续竞争优势的公司其比例也在30%—80%之间，也就是说，如果一家或

一个行业的这类费用比例超过80%，那就可
以放弃投资该家或该类行业了。

远离那些研究和开发费用高的公司

那些必须花费巨额研发开支的公司都有在竞争优势上的缺陷，这使得他们将长期经营前景置于风险中，投资他们并不保险。那些依靠专利权或技术领先而维持竞争优势的企业，其实并没有拥有真正持续的竞争优势，因为一旦过了专利权的保护期限或新技术的出现替代，这些所谓的竞争优势就会消失，如果企业要维持竞争优势，就必须花费大量的资金和精力在研发新技术和新产品

上，也就会导致了净利润减少。

不要忽视折旧费用

折旧费用对公司的经营业绩的影响是很
大的，在考察企业是否具有持续竞争优势的
时候，要重视厂房、机器设备等的折旧费。

不要忽视折旧费用

和同行业的其他公司相比，那些利息支
出占营业收入比例最低的公司，往往是最具
有持续竞争优势的。利息支出是财务成本，
而不是运营成本，其可以作为衡量同一行业
内公司的竞争优势，通常利息支出越少的公
司，其经营状况越好。



盛世神州美元基金部分项目集锦

计算经营指标时不可忽视非经常性损益

在考察企业的经营状况时，一定要排除非经常性项目这些偶然性事件的收益或损失，然后再来计算各种经营指标。毕竟，这样的非经常性损益不可能每年都发生。还要考虑所得税的影响以分析净利率。

没有负债的企业才是真正的好企业

好公司是不需要借钱的。如果一个公司能够在极低的负债率下还拥有比较亮眼的成绩，那么这个公司是值得我们投资的。投资时，一定要选择那些负债率低的公司，也要尽量选择那些业务简单的公司，业务虽然简单，但却做得不简单的公司。

现金流和现金等价物是公司的安全保障

自由现金流是否充沛，是衡量一家企业是否属于伟大的主要标志之一。自由现金流比成长性更重要。对公司而言，通常有三种途径来获取自由现金流：A、发行债券或股票；B、出售部分业务或资产；C、一直保持运营收益现金流大于运营成本现金流出。

债务比例过高意味着高风险负债经营

对于企业来说犹如带刺的玫瑰，玫瑰上有非常多的刺，你怎么能够确信自己就能小心不被刺扎到呢？最好的方法就是，尽量选择没有刺或很少刺的企业，这样，我们的胜算才会大一些。



盛世神州投资的中隆广场项目图

负债率依行业不同而不同

在观察一个企业的负债率的时候，一定要拿它和同时期同行业的其他企业的负债率进行比较，这才是合理的。虽然好的企业负债率都比较低，但不能把不同行业的企业放在一起比较负债率。

并不是所有的负债都是必要的

在选择投资的公司时，如果从财报中发现公司是因为成本过高而导致了高负债率，那么你一定要慎重对待它。毕竟，不懂得节约成本的企业，如何能够产出质优价廉的商品？如果没有质优价廉的商品，如何能够为股东赚取丰厚的回报？

零息债券是一把双刃刀

零息债券是个有用的金融工具，既可以节税，也可为投资者带来收益。但投资风险也是存在的。在购买零息债券时，一定要时刻提防不能按期付现。仔细观察该企业的信

誉如何，不要被企业的表象所欺骗。零息债券就是一把双刃刀，它可以救人也可以伤人，要努力让零息债券成为自己的帮手而不是敌人。

银根紧缩时的投资机会更多

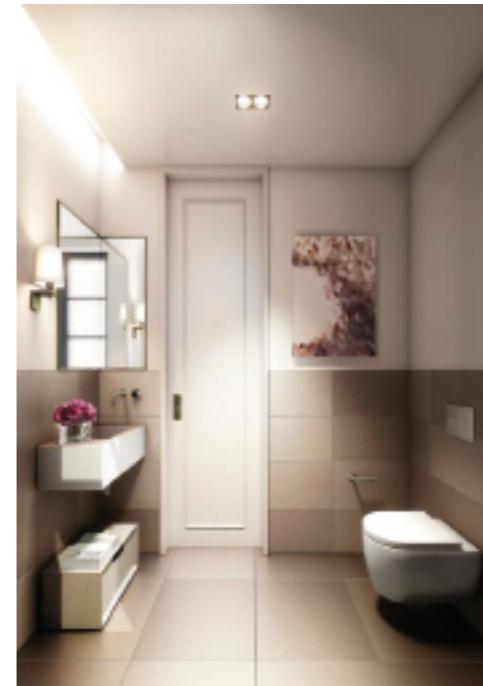
不要把所有鸡蛋放到一个篮子里。保持充沛的资金流，这样，当银根紧缩时，就不会望洋兴叹错过良好的投资机会。

固定资产越少越好

在选择投资的企业时，尽量选择生产那些不需要持续更新产品的企业，这样的企业就不需要投入太多资金在更新生产厂房和机器设备上，相对地就可以为股东们创造出更多的利润，让投资者得到更多的回报。

无形资产属于不可测量的资产

企业的无形资产和有形资产一样重要，投资者在挑选投资的企业时，也要多了解一下企业的声誉如何。很显然，靠10元钱有形



资产产生1元钱利润和靠1元钱有形资产产生1元钱利润的企业当然是不同的，无形资产作祟也。

优秀公司很少有长期贷款

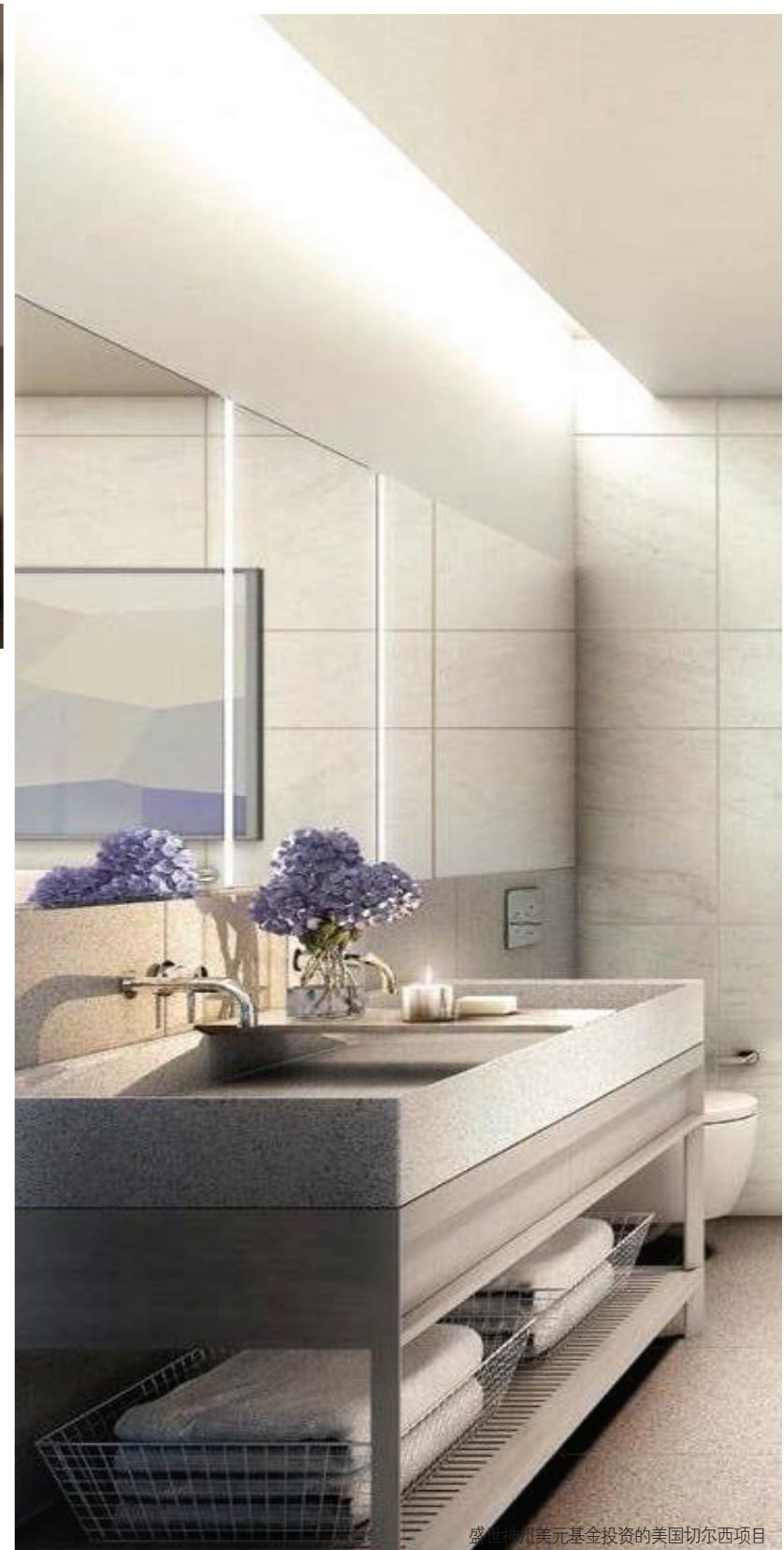
长期贷款对优秀的企业来说是没必要的，但并不是说具有高额长期贷款的公司都不是好公司，要分析考虑负债原因，看是不是杠杆收购缘故。

自由现金流充沛的企业才是好企业

就像如果树林里没有鸟，你捕不到鸟一样，如果企业根本不产生自由现金流，投资者怎么能奢求从中获利呢？获利的只可能是那些利用市场泡沫创造出泡沫的公司而已。只有企业拥有充沛的自由现金流，投资者才能从投资中获得回报。

有雄厚现金实力的企业会越来越好

这样不仅可以让我们的生活安稳一些，也可以避免我们碰到合适的投资机会却没有钱进行投资。



盛世神州美元基金投资的美国切尔西项目



盛世神州基金投资的西安雅荷紫金阳光项目图

**自由现金流代表着真金白银**

投资者在选择企业时要注意：如果一个企业能够不依靠不断的资金投入和外债支援，光靠运营过程中产生的自由现金流就可以维持现有的发展水平，那么就是一个值得投资的好企业，千万不要错过。这样，宏观经济形势就显得不那么重要了。

伟大的公司必须现金流充沛

自由现金流非常重要，在选择投资对象的时候，我们不要被成长率、增长率等数据迷惑，只有充裕的自由现金流才能给予我们投资者真正想要的回报。

有没有利润上交是不一样的

如果企业把大部分利润上交给母公司后，在账面上还有和同行业相同的业绩表现，那么你可以选择投资它。

资金分配实质上是最重要的管理行为

最好的资金分配方式就是把利润返还给股东，这里有两种方式：一是提高股息，多分红；二是回购股票。

现金流不能只看账面数字

不要完全信赖企业的会计账目，会计账目并不能完全体现整个企业的经营全貌。

利用ZF的自由现金流盈利

利用国家货币的升值或贬值，为自己寻

找更多的投资机会。

自由现金流有赖于优秀经理人

对于一个企业来说，持续充沛的自由现金流不仅依赖于所从事的业务，在很大程度上也依赖于企业管理层的英明领导。所有，在选择投资的企业时，关注一下企业经理人的表现，也是非常重要的。

来源 洞见知识库

**春天预防流行疾病 饮食注意事项**

1. 这个时期可以多吃鸡肉，炖鸡汤含有人体所需要的多种氨基酸，能够增强人体对于感冒病毒的抵抗能力。因此，感冒初期喝些鸡汤可有效消除呼吸道中的病毒，促进痊愈。

2. 多吃富含钙、锌元素及维生素的食物，对病毒有一定的抑制作用。

萝卜、梨、猕猴桃、葡萄及各种蘑菇能提高人体的免疫力，适当多食对预防感冒有一定作用。

3. 感冒病人宜食粥、藕粉、面条等稀软的食物。另外，根据病情，风寒型者宜多吃葱、生姜、大蒜等发汗散寒食品；风热型者宜多食有助于散热、清热的食品，如绿豆、萝卜、白菜等。

