

大手笔逆势投资 创投押宝 IPO 重启

■ 本报记者 陈青松

IPO 重启信号的不断释放，再次激活了 PE 机构敏感的神经。

从去年至今，在 IPO 暂停的 8 个多月里，曾经光芒四射的 PE 逐渐失去光环。在苦等 IPO 开闸的同时，不少“沉不住气”的 PE 选择将所持企业股权卖给上市公司、产业资本或同行之后黯然离去，放弃了回报丰厚的 IPO 退出渠道。

而现在，这一切正在发生变化。7 月底 8 月初，这是一年中最热的时候。然而对 VC/PE 来说，这也意味着热血沸腾的日子到来。

尽管官方还未最终确定 IPO 重启的日期，但都对这个开闸时间区间较为认可。这一预期使得已经“休闲”了一段时间的 PE 再次忙碌起来。

创投机构开始大手笔投资

6 月下旬，深圳达晨系（达晨创投、达晨创投和达晨创投）三家有限合伙的股权投资企业，以 7537.29 万元的总价，购得原属于知名财务管理软件公司用友软件所持参股的公司北京瑞友科技 18.7252% 的股权。

在 IPO 尚未重启，诸多 PE 机构仍在观望的时候，达晨系此举颇为惹眼。

据记者了解，达晨系投资北京瑞友科技，按照股权对价，这起投资案接盘价合 12 倍市盈率。在当下的投资市场，12 倍的市盈率引起业内的关注。

按常理，在每年发生数百起投资的 VC/PE 市场，达晨系对北京瑞友的投资并无特殊之处。不过，《中国企业报》记者通过采访业内专家，还是发现了这起投资案例的与众不同。

在证监会披露的“创业板发行监管部首次公开发行股票申报企业基本信息情况表”中，北京瑞友科技赫然在列。

截至 2013 年 7 月 18 日，北京瑞友科技的 IPO 申报状态为“落实反馈意见”中。

近日，一位曾参与投资呷哺呷哺的风险投资人李经理（化名）在接受《中国企业报》记者采访时表示，在 2010 年股权投资达到最顶峰的时候，市盈率也就是十三四倍。现在二三年过去了，资本市场低迷，再加上 IPO 受阻，投资环境发生了巨大变化，市盈率与高峰时完全不能同日而语。

“据我了解，近两年各家风投机构



IPO 重启预期使得已经“休闲”了一段时间的 PE 再次忙碌起来。 王利博制图

对项目的选择非常谨慎。12 倍的市盈率确实显得比较高。”李经理称。

除了达晨系高价接盘北京瑞友科技，记者还了解到，6 月初，一直在冲刺 IPO 的八马茶业从 IDG 资本、天图资本、同伟创业创投、天玑星投资等 4 大风投机构获得融资，以出让 15% 股权得到风投 1.5 亿元注资。

此前投资一直低迷

《中国企业报》记者进一步了解到，达晨系投资北京瑞友科技选择在 IPO 重启的时间节点，颇具深意。

李经理对记者分析，“自去年年底 A 股市场 IPO 关闸以来，股权投资市场就呈下行趋势。主要原因一是 IPO 退出通道被堵，二是其它退出方式的回报率与 IPO 相比，确实比较低。”

公开资料显示，2013 年上半年中国 VC/PE 市场共发生投资 516 起，同比下降 45.2%；投资总额 99.15 亿美元，同比下降 20.9%。在退出方面，中国创业投资市场共发生 38 笔退出交易，退出笔数同比下降 70.5%，环比下降 67.5%。

而在海外上市方面，数据也不容乐观。

清科研究中心分析师张琦向《中国企业报》记者表示，2013 年上半年，中国企业海外上市活跃度继续降低，仅有 13 家企业在海外 2 个资本市场上市，合计融资 43.94 亿美元，环比呈现较大跌幅，同比上市数量减少近半。

记者发现，退出通道受阻的后果直接反映在投资回报上。

由于退出方式并购占据主导地位，其次是境外 IPO、股权转让、管理层收购和回购，平均账面回报倍数仅

地贵，钱多 雅戈尔去了又来！

■ 本报记者 李金玲

雅戈尔(600177)到底是怎样一家公司？很少有人能够说得清。

近年来，这家以服装为主业的企业，对于多元化投资的狂热，已经接近疯狂，甚至不惜付出惨重的代价。

近期，雅戈尔宣布与杭州市国土资源局解除土地合同，退还申花板块的土地，损失掉了此前缴纳的 4.84 亿元保证金，而这笔钱相当于其 2012 年全部衬衣销售利润的一半。

而更令业界震惊的是，刚刚退地的雅戈尔又宣布以接近 3 亿元的价格竞得一处新地块，继续在房地产领域增加投资。种种举动让这家公司再次引发高度关注。

退地后再购得新地块

雅戈尔退出的两块地是 2010 年杭州市的“地王”项目之一。雅戈尔高管讲述内情称，“公司拿地不久就遭遇宏观调控，市场受到影响，后来政府层面有一些变化，希望再交滞纳金，加上滞纳金楼面价达 2.1 万元/平方米—2.2 万元/平方米。”如此拖下来企业处于更为困难的境地。

有分析认为，更多的是雅戈尔方面在土地交易金上支付不及时导致。

2010 年 12 月 3 日，雅戈尔与杭州市国土资源局签订土地出让合同，约定第一期土地出让款合计 12.1 亿元，但 2011 年雅戈尔年报显示，截至当年 12 月 31 日，只支付了 7.91 亿元。雅戈尔 2012 年中报又披露，向“杭州市国土资源局”支付了 12.1 亿元土地预付

近年来，这家以服装为主业的企业，对于多元化投资的狂热，已经接近疯狂，甚至不惜付出惨重的代价。

款。

然而，真相未了，刚刚退地不久的雅戈尔则宣布以接近 3 亿元的价格竞得一处新地块。对竞拍的具体操作等问题，《中国企业报》记者通过多种方式联系雅戈尔相关部门，但截至发稿时，公司仍未给出答复。

不过，对于雅戈尔此举，也有专家表示理解。中投顾问轻工业研究员熊晓坤对《中国企业报》记者表示，雅戈尔依旧看好房地产的发展态势，希望房地产依旧可以成为企业业绩的三大支柱之一。

净利润不断下滑

上述退地风波令 4.84 亿巨款打了水漂，相当于雅戈尔 2012 年近 16 亿元净利润的三成。

公开资料显示，雅戈尔总利润

已经再次亮起“红灯”，2012 年度公司归属母公司股东的净利润已滑落至 15.99 亿元，回到 2008 年水平。而在今年一季度，该利润指标仅达 2.59 亿元，同比大幅减少 83.79%。今年一季度服装板块归属母公司股东净利润不足 2.1 亿元，同比减少 20.75%。

据悉，雅戈尔及主要高管已多次表态，“将逐步缩减金融投资的规模，而进一步加大对品牌服装的投入力度。”时隔 5 年，雅戈尔再度尝试战略转型。

然而，随着 2012 年年报和 2013

有 1.64 倍。

“正常情况下，通过 IPO 退出的单个项目，回报高的能达 10 倍以上，最少也在 5 倍以上。因此，投资界一直有一种说法，投资十个项目，只要成功三家以上便可赚钱。”李经理向《中国企业报》记者分析。

各方因素之下，我国多数创投机构生存艰难，部分机构颗粒无收，不得不取消原定的投资计划。

李经理向记者进一步分析称，IPO 一直是中国 VC/PE 市场的主要退出方式，如果不能通过 IPO 实现退出还会引起负面的连锁反应，即如果有限合伙人拿不到回报，下一步的募资难度就会加大，未来的投资无疑会落空。

据统计，上半年我国创投市场共新募集基金 51 只。新募基金数同比下降 64.3%，环比下降 53.2%；新增资本量同比下降 87.9%，环比下降 67.1%。

或为押宝 IPO 重启

根据证监会最新公布的数据显示，沪深两市在审的 IPO 企业共 693 家，状态为“已通过发审会”的企业有 83 家。即 IPO 开闸后首批发行的企业将会在已过会的这 83 家企业里产生，除去涉及被处罚保荐机构的 21 家公司，符合优先发行上市条件的 IPO 公司为 62 家，其中过半数有创投机构的参与。

上述曾参与投资呷哺呷哺的风险投资人李经理认为，IPO 才是创投机构实现利益最大化的最理想方式。IPO 重启将给未来创投机构退出带来重大利好。“对无数创投机构而言，这不仅具有投资向好的象征意义，更具有利益方面的实际意义。”

创投人士普遍认为，IPO 重启对创投机构来说是久旱逢甘霖，是一次打翻身仗的大好机遇，各家创投都在积极准备迎接 IPO 的重启。

李经理认为，“虽然有政策明确规定，但达晨方面仍以高价接盘，其押宝 IPO 重启后的高回报心态可见一斑。”

达晨创投官网显示，达晨创投成立于 2000 年 4 月，是国内第一批按市场化运作设立的内资创业投资机构。目前，达晨创投管理资金 115 亿元人民币，投资企业累计 180 多家，其中 28 家企业成功 IPO，9 家企业通过企业并购或回购退出。

测算发现，达晨创投通过 IPO 方式退出的比例占整个退出比例的 76%。

年一季报的披露，市场愈发意识到，若对之前激进的投资行为全盘“买单”，雅戈尔还有很长一段路要走——2012 年，公司持有的可供出售的金融资产进一步缩水 7.37 亿元，减持的凌云股份、海利得、精工科技等股权，确认投资损失超过 2.14 亿元。

未来发展路线仍不清晰

雅戈尔模式遭业界批判质疑，未来发展路线将有怎样调整，回归还是继续偏离主业？记者通过多种方式联系雅戈尔相关部门，但截至发稿时，公司仍未给出正面答复。

天津财经大学经济学院教授丛屹认为，前几年企业家过分关注短期收益，使得虚拟经济发展过热，企业忽略了投资所带来的长期风险。这类型企业损失的不仅仅是金融投资的本金，还有发展实业的良机。

事实上，雅戈尔在 2012 年宣布收缩股权投资战线、折返服装制造大本营之时，服装行业本身其实已今非昔比。一位服装业高管向《中国企业报》记者坦言，近几年，随着越来越多的服装品牌上市，新品牌后来居上，迅速抢占市场份额。相对来说，令雅戈尔回归之路更加坎坷的是，整个服装行业正在经历一轮空前困难的去库存周期。

业界



险资追捧基建债权 风险甄别遇考验

■ 本报记者 王莹

保险公司纷纷发起设立一批基建债权投资计划。

最新数据显示，目前有 9 家保险资产管理公司发起 114 项基建债权投资计划，备案金额已超过 350 亿元，平均项目期限为 7 年多，这些基建债权投资计划固定收益率普遍在 5% 以上。

专家指出，在“盘活存量”政策指引下，投资基建债权投资计划是险资参与实体经济重要方式，预计下半年险资在该领域投资仍会加大。

基建债权计划受青睐

2013 年 2 月 20 日，华泰资产管理有限公司成功发行了华泰—国投煤炭项目债权投资计划，发行规模 15 亿元人民币，投资期限为 7 年。

2013 年 4 月 25 日，太平洋资产管理公司成功发起设立“太平洋—浙江金丽温高速公路债权投资计划”。该投资计划于 3 月 29 日经保监会指定的保险资产管理产品注册登记中心注册，募集资金 20 亿元，投资于浙江金丽温高速公路项目，期限 3 年；偿债主体为浙江金丽温高速公路有限公司，浙江省交通投资集团有限公司提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

业内人士分析，伴随城镇化进程推进，基础设施项目亟须资金，保险机构较低的融资利率恰好满足这些项目的需求，投资公路、铁路、核电、风电、火电、水电、水利和煤炭等行业的基建债权投资计划已成为一种风向。

除此之外，一些挂钩保险产品相继推出，例如，“泰康财富智选—基础设施全能保险计划”，太平人寿“太平盛世金享—南水一号全能保险计划”等，这些产品的投资账户直接挂钩相关基建项目。

“基础设施投资收益稳定，适合保险资金久期较长资产配置。投资计划期限以 5 到 10 年为主，投资收益率一般在 6% 到 8% 之间，在投资环境不佳的市场环境下，是个不错的投资渠道。”泰康人寿资产管理有限公司内部人士梁涛（化名）向《中国企业报》记者表示，“另类投资可改善保险公司投资结构和投资收益，所占比重还有提高空间，是保险公司下半年重点投资方向。”

险资投资渠道放宽效应显现

2012 年 6 月份，保监会推出一系列险资投资新政，其中专门拟定《关于调整基础设施债权投资计划有关规定的通知》征求意见稿。征求意见稿中，扩大了险资可投资的基金债权计划项目范围，偿债主体中新增“中央大型企业（集团）直接控股的企业，以及省级政府国有资产监督管理部门履行出资人职责的企业”，并调低了偿债主体主营业务利润率、净资产收益率等指标要求，意味着纳入险资可投资范围的基建项目增加。

“资本市场不好，而债权计划收益率普遍高于同期存款利率、国债收益率，一般能保证 6% 以上。在其他投资渠道还未进入实质投资阶段，债权计划不失为保险资金一个很好的投资品种。”梁涛指出，“险资投资渠道放宽带来的效应已显现。截至今年 6 月末，公司另类投资账户收益率达 6% 以上，债券账户收益仅有 4%。”

保监会统计显示，截至 5 月底，险资股票和证券投资基金占比为 12.22%。同期，其他投资占比为 11.75%，已开始与股票基金投资平分秋色。

但值得注意的是，由于很多地方基建项目带有公益性和半公益性质，项目还款来源多依靠地方政府财政性资金，因此，保险机构通过上述合作获得的收益并不高。

“保险机构之所以热衷参与，看重的是在帮助地方政府解决资金燃眉之急后，未来能与各地合作发展养老地产，参与地方社保资金及公积金运营，涉足小微金融业务等。”梁涛表示。

项目风险甄别能力考验险企

不过，由于之前出现过地方融资平台违约事件，业内人士不免担心一些保险债权计划是否也会存在此类风险，从而成为凶猛增长之地方债务的接盘者。

一位保险资管业人士担忧说，“随着优质基础资产和项目的减少以及债权计划创设门槛的降低，未来债权计划发行量大幅增加的可能性加大，这在一定程度上会加大平台风险向保险资金转移的可能性，整个债权计划类产品的信用风险水平会比此前更高。”

此外，一位大型资产管理公司风险控制部负责人还说，不少偿债主体由其母公司提供担保，这种担保的有效性让人怀疑。他认为，要寻找那些背景实力雄厚、银行愿意提供担保的项目，“要认真考察资金安全性、投资收益比等综合因素。”

保监会副主席陈文辉表示，随着险资参与基础设施建设项目增多，在业内确实产生地方融资平台风险或拖累保险业的忧虑，因此在监管方面要求险资投资看得见摸得着的项目，通过调整认可资产比例控制险资投资风险。

“目前保险公司投资较多的是国家重点扶持的基建债权项目，只要经济正常发展，风险很小，基本在可控范围内，但随着保险资金投资地方项目的增多，保险机构自身需要较以前有更强的专业能力和风险评估能力。”梁涛认为，保险公司在挑选的过程中一定要对项目资质进行全方位的考量，这尤其对于风控能力较弱的中小保险公司而言，确实是一个不小的考验。