

创投风向

# PE借壳退出:遇好壳靠缘分

□本报记者 任明杰

在IPO迟迟未能开闸的情况下,自今年7月以来,A股市场掀起一股借壳热潮,潜伏其中的PE无疑起到了推波助澜的作用。但业内人士表示,虽然借壳浪潮风起云涌,但综合各方面因素,借壳将难以成为PE退出渠道的主流。

## PE助推借壳热潮

借壳热潮的兴起是没有办法的办法。”广发证券一位投行人士对中国证券报记者表示。而在IPO迟迟未能开闸的情况下,A股市场自7月以来迎来一波借壳热潮。

7月23日,香梨股份公告称,拟向预估值为27.92亿元的昌源水务全体股东非公开发行3.16亿股股份购买昌源水务100%股权,昌源水务将实现借壳上市;7月25日,鑫富药业公告称,公司拟作价17.5亿元,以发行股份的方式购买合肥亿帆生物医药有限公司100%股权和合肥亿帆药业有限公司100%股权,公司将被合肥亿帆生物医药有限公司和合股亿帆药业有限公司借壳。

到了8月,借壳市场更是风起云涌,一时间借壳传闻不断:陕汽集团拟借壳博通股份,神州信息拟借壳\*ST太光,济川药业拟借壳洪城股份,长城影视拟借壳江苏宏宝,中钢设备拟借壳中钢吉炭,景峰制药拟借壳\*ST天一,华夏视觉和汉华易

美拟借壳\*ST远东,晨光稀土拟借壳银润投资……

最近的一则广受关注的天楹环保借壳\*ST科健。9月16日,\*ST科健发布重大资产重组方案,公司以非公开发行的股份,购买严圣军等17名交易方合计持有的天楹环保100%股份并募集配套资金。方案显示,\*ST科健发行股份不超过3.78亿股,价格为4.76元/股,股权预估值为18.1亿元。

时机并参与其中,不仅能加速借壳上市进程,还有机会分享企业上市后的溢价。”

同时,自2012年11月浙江世宝上市以来,A股IPO便一直停滞,这导致拟IPO企业背后的股权投资机构退出渠道严重受阻。而张琦认为,面临存续期限等问题而退出需求迫切的PE机构必然会在被投企业借壳上市过程中起到主导作用,以期尽快实现退出目的。

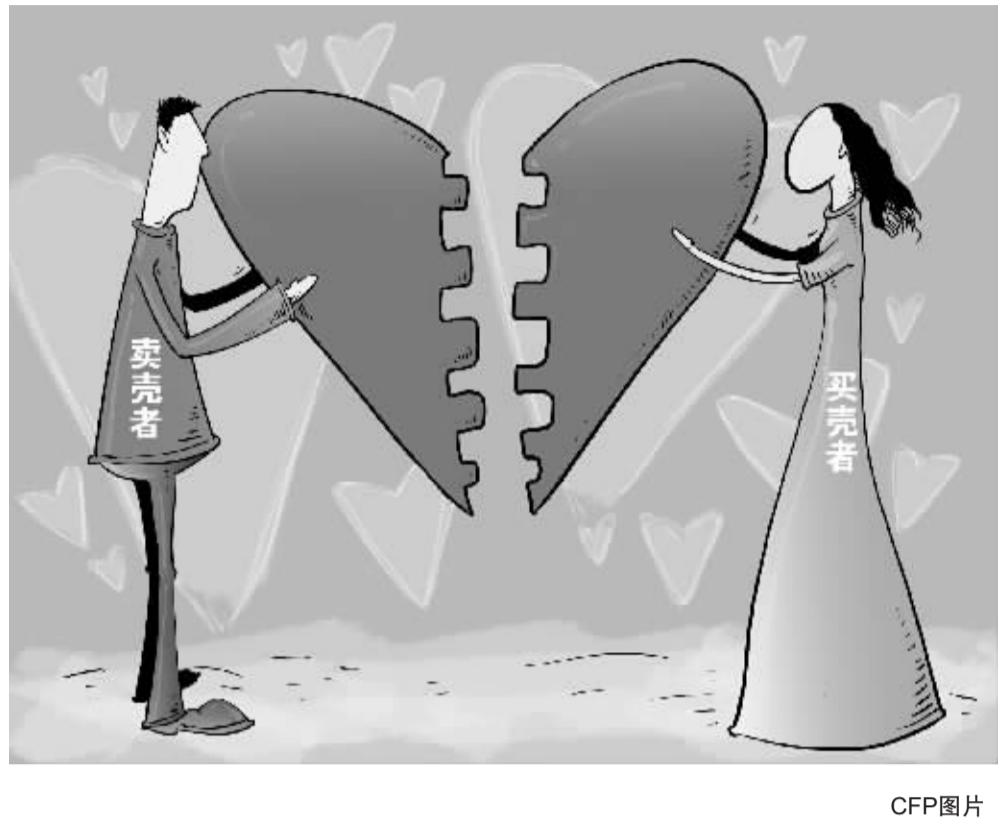
## 借壳难成PE退出主流

IPO迟迟未能开闸的情况下,不仅积压了大批的排队企业,众多PE也深陷其中。资料显示,截至8月底,IPO排队企业共计746家。而在746家排队企业中,共有633笔VC/PE资金投入其中。深创投、IDG资本、红杉中国、优势资本投入的笔数最多,分别为47、14、14、11笔。

而在IPO退出渠道遇阻,借壳热潮又风起云涌的情况下,借壳会不会成为未来一段时间PE退出的主渠道不禁引起人联想。

借壳更大程度上是一种缘分。”前述投行人士对中国证券报记者表示,找到合适的壳资源往往是可遇而不可求的。”

而张琦也表示,首先,目前A股市场壳资源毕竟有限,好壳更是难得,因此壳费高达几亿元。高昂的收购费用不是每家借壳方都能负担得起,因此很多借壳方不得不通过多种渠道融资完成收购。此时,PE瞄准



CFP图片

求的企业,而目前不论是我国还是美国、香港等发达资本市场对于借壳上市的要求都在逐步趋同于IPO,借壳门槛正在不断提高,因此借壳上市对于达不到IPO标准的企业而言也是不小的挑战;再次,借壳上市之所以最近比较集中是因为境内IPO停滞,多数企业背后都有PE机构,机构为了解决退出需求不得不转向其他渠道,等IPO之

门再次打开之时,有依赖IPO退出传统的PE机构还是会转向IPO。

所以,综合各种因素,借壳不会成为PE退出渠道的主流。”

但是,张琦认为,在IPO迟迟未能开闸的情况下,在未来一段时间,借壳毕竟是一种重要的退出方式,借壳属于反向并购,属于并购中的一种。由于IPO退出渠道受阻,才迫使PE机构不断丰富退出方式,所以才造就今年不论是借壳上市退出

还是并购退出比重的提高。借壳上市的增加必然进一步提升并购方式在PE退出渠道中的分量。”

另外,有分析认为,在IPO这一退出渠道受阻的情况下,PE退出渠道也将越来越多元化,并购、股权转让、回购等退出方式的比重将逐步增加。另外,PE二级市场份额转让、设立新基金接手老基金项目等方式也被诸多PE机构使用。”

## 前沿扫描

## 众筹模式入乡随俗

□本报记者 殷鹏

“众筹”是近年来兴起的一种创业融资模式,即通过网络面向公众筹集资金,融资方以相应的产品或服务作为回报,禁止股权、债券、分红、利息形式的交易。目前全球众筹网站的盈利模式几乎都是抽取成功项目总集资额的部分比例作为佣金。如美国著名众筹网站Kickstarter收费比例是融资金额的5%,另一家著名众筹网站IndieGoGo收费比例是4%。

在国内的众筹类网站中,有些采取免佣金模式,他们这样做的理由是,项目支持者通常不希望自己的钱被拿去付佣金,因此会直接联系项目发起人,为其打款,这样一来众筹平台就失去了存在的价值。此外,借助免佣金模式可以吸引更多的创业者,将市场做大。

目前,中国的众筹网站尚处于起步阶段,国内融资规模最大的众筹网站单笔融资金额仅在百万元左右,远远达不到美国Kickstarter动辄千万美元的单笔融资规模。2012年全年,Kickstarter的筹资总额高达3.2亿美元。

众筹模式为更多小本经营或创作的人提供了可能,在国内开设的众筹平台上,创业者将产品原型或创意进行展示并发起募资活动。各种创想可谓五花八门,有人想制作小提琴,有人想出书,有人希望拍摄微电影关注社会财富。当然,也不乏一些高富帅的传统行业在这类新兴的互联网模式中寻求商机。例如在“众筹网”上挂出的最新项目是,众筹制造——泸州老窖原浆年份酒认购”,主打年份酒收藏路线,每套价格28688元。该项目注明须在11月9日16点26分之前,达到769万元的目标才算项目成功。

作为互联网金融的一种重要形态,众筹模式激发了草根的力量,存在巨大的发展空间,但由于国内信用体系和法律法规的不完善,众筹模式的中国之路面临考验。清华大学五道口金融学院常务副院长廖理日前做客清华五道口金融家大讲堂时,详细解释了美国应对“众筹”模式发展的态度。

廖理认为,2009年出现的Kickstarter,众筹,对创意产业的推动非常之大。10万多个创意的项目在这个网站上融资,成功率达到了40%多,这非常让人吃惊,有的项目甚至超过了10万人投资,在没有监管的情况下几乎成为非法集资的典型,这一状况引起美国证监会主席的警觉。

随着“众筹”一词在谷歌上的搜索量上升,监管当局意识到问题所在,所以在2011年出台了《创业板融资法案》,并与2012年正式生效,其中第三章的名称就叫众筹,它对于融资方、投资方、平台做了严格限制。这反映美国的监管和立法体系应对新事物、新革命的灵活性,值得中国借鉴。

## 周金涛: 将“周期逆袭”进行到底

上接01版

加上中国在三季度已经实现经济反弹,不大可能在QE退出初期就出现大规模的资本流出冲击,反而,出口的回升能够很好对冲QE退出对中国的冲击。事实上,更值得担忧的是美国进入加息周期后的冲击,但至少2014年上半年还难以看到。

关于去杠杆化,站在经济周期的角度看,其波动往往体现在经济体系杠杆率的调整,其与经济周期之间的关系,应该是前者决定后者,而后者或加剧前者的波动。从这一角度看,去杠杆化是一个伪命题,不会因为杠杆率高就必然需要去杠杆。去杠杆是经济衰退的必然现象,在经济周期复苏甚至向好时,经济体是没有动力也没有必要去杠杆。当然,在经济复苏初期,确实存在产能过剩的部门,如钢铁需要去杠杆,由于产品价格弹性较弱,盈利状况改善有限,高杠杆化运作难以支撑。而有些部门如机械、医药、文教等行业的资产负债率则在提升。总体来说,加杠杆是顺周期现象。

**中国证券报:**投资策略方面,周期股前三季度涨幅已经不小,下一步是否该倾向选择成长股?

**周金涛:**关于周期逆袭,基于我们对世界短周期共振的判断,我们曾推荐过上游行业、外需相关行业,但本质上应关注转型的逻辑,因而我们提出所谓的不二选择,即传统产业的核心——金融、地产。逆袭的内核是传统产业转型,而中国产业转型的关键是传统产业。现在看来,作为改革的先锋,金融的重要性正在超越地产。展望2014年,增长预计前高后低,而资本市场更有可能是关注传统产业的整合,所以,逆袭不是个短期问题,它指引的是中期方向。

## 大股东钱紧 做局坑“土豪”

上接01版

在操作层面上,各方会做些相关规划,比如减持次数、接盘价格、相关信息的释放等。对公司大股东而言,最理想的状态是,在减持前能有一波看好的行情,把股价拉到一定价位。大部分上市公司大股东减持前都会提前数月与买家接触,一般倾向于选择一位买家,这样的话,在维持交易量持续放大的同时,既能保持股价平稳,也能保障股东顺利减持。

针对老陈的遭遇,上述券商人士分析,整个环节中,老陈完全处于外围,既不是接盘者,也不是卖家,更不是中介。对于减持次数、接盘价格、相关信息的释放等规划完全不知情。其实就是被大股东忽悠,先把股价拉上去的抬轿子资金。”据该人士判断,老陈参与的那次调研,估计也是中介预先安排好的步骤之一,就是想吸引更多抬轿资金。

针对老陈的遭遇,上述券商人士指出,一是卖方节奏明显超出预期,估计是在大宗交易平台卖出的同时,也在二级市场抛售。步调不一致,股价肯定扛不住。二是接盘人的接盘能力存在问题,接盘太差很容易砸出跌停,一旦趋势走坏,跟风资金肯定离场。

不过,上述券商人士估计,即使股价跌到目前的程度,接盘方仍有利可图。一般接盘方的资金都带有杠杆,通过套利模式获利。也就是说只要有个点的差价收益,最终的整体获利情况都可能有数倍的收益。一般来说,以当天成交量的1:1来接盘,大致可

以保证次日全部抛出。比如用两千元自有资金,放大10倍杠杆,可以做成两亿元的大宗交易买卖;而有两个点的差价收益,就可以保证最终整体收益率近20%。

## 大小非减持度钱紧

从9月的市场情况来看,老陈的遭遇并不罕见。

最近几周的资本市场,再度呈现季末钱紧效应。华南一家国有大型银行公司信贷部负责人告诉中国证券报记者,近期虽然实体经济转好,企业对资金的需求增加,但是由于今年总行对放贷额度控制非常严格,而又临近年末,额度更加紧张,新增贷款已明显降低,排队等额度、等放款的企业大幅增加。

这一情况可从公开市场得到印证,本月前三周,四大行当月人民币存款负增长逾2020亿元;而Shibor周一利率、2周利率、1个月利率均有不同程度上涨。上述人士预计,由于严控信贷额度,银行惜贷情况估计可能持续到年底。

这就迫使一些急需资金的企业人士通过其他渠道募集资金。Wind数据显示,9月以来沪深两市有近300家公司重要股东减持,合计减持总市值高达148.5亿元,结合增持数据,9月净减持额接近134亿元。值得注意的是,今年8月同期,两市大小非净减持额仅为27.36亿元;去年9月,两市大小非减持额为23.77亿元。

对于大小非减持猛增的情况,业内人士分析,从近期并购市场、企业新增投资项目,以及创业板中小板股价奇高的情况来看,部分大股东套现意愿非常强烈。

## 互联网“大佬”布局民营银行

## 网络银行呼之欲出

□李宝富

目前,民间各路资本对成立民营银行跃跃欲试,尤其是阿里巴巴、苏宁、腾讯、百度等互联网“土豪”们。据消息称,各互联网龙头企业已向监管部门递交了银行牌照申请,“阿里银行”、“苏宁银行”、“京东银行”、“腾讯银行”等互联网银行似已呼之欲出”。

近年来,阿里巴巴不断尝试互联网和金融的结合,从小额贷款到余额宝理财服务,阿里巴巴正不断向传统银行发起挑战。2013年8月初,由央行牵头,央行、银监会、证监会、保监会、工信部、公安部、法制办等七部委组成的“互联网金融发展与监管研究小组”对阿里金融进行调研,据传阿里金融已向监管层申请银行牌照。尽管阿里巴巴开设网络银行一事尚未落地,但阿里开办网络银行,其强大的平台优势无疑备受业界瞩目,大量的客户以及庞大的数据将成为其最大的优势。此外,阿里互联网的创新能力以及市场反应能力对其业务发展提供了有利条件。

除独立申请银行牌照外,9月16日,阿里巴巴和中国民生银行签署战略合作框架协议,双方在传统的资金清算与结算、信用

卡业务、理财业务、直销银行业务、互联网终端金融、IT科技等诸多方面启动全面战略合作。此次合作不会影响阿里巴巴申请网络银行牌照,对于阿里而言,和民生银行合作,可以补足阿里在金融产品设计和银行运作、风险管理这方面的短板,为将来正式进入民营银行业做准备。

苏宁、京东作为另外两大电商巨头,在申请互联网银行牌照方面也在紧锣密鼓推进。8月23日,苏宁云商发布公告称,公司正积极开展银行业务的相关申报工作。作为发起设立银行的配套准备工作,苏宁云商此前已向相关工商部门申请了苏宁银行股份有限公司的名称预核准。9月12日,“苏宁银行”名称已获工商总局核准。此外,京东也正在加速跨界进军金融业的步伐,目前京东拟在上海设立的小额贷款公司,已经通过上海市金融办的审批,后续流程正在办理。自2012年,京东就和多家银行合作启动供应链金融业务,目前已累计向合作伙伴提供数十亿元的贷款。在“阿里银行”、“苏宁银行”之后,“京东银行”或将紧随其后。

除“电商系”互联网企业外,腾讯、百度等互联网巨头也加紧在金融业布局。百度

已在今年第二季度递交了申请,目前已经取得贷款业务资质。在上海设立的百度小额贷款公司目前正在筹备中,注册资本金2亿元。服务对象优先考虑百度推广的老客户,重点扶持小微企业。除小额贷款公司外,今年7月,百度旗下的支付工具百付宝获得了第三方支付牌照,百度将支付收入囊中,百度金融也于8月底低调上线。腾讯作为第一家市值过千亿美元的中国互联网公司,其业务布局已经不局限于IT领域。目前,腾讯提交的申请经营民营银行方案已获广东省政府同意,并上报银监会。

设立互联网银行并非互联网巨头们的专利,中关村银行作为服务于中关村国家自主创新示范区的科技银行,未来定位偏向网络银行,将主要为中关村区内的创业企业和小微企业提供各类融资服务。目前,中关村银行正在开展包括工商注册在内的各项申请银行牌照的前期准备工作,预计将在年内正式向监管层申请银行牌照,并有望在众多民营银行申请人中率先获批。中关村银行将由中关村互联网金融协会的部分成员单位发起和运作,同时还多家民营企业和民营资本参与其中。

## 破解现金流

## 票据池资金管理平台的妙用

□陈洋

近年来,票据业务发展迅猛,据不完全统计,约有超过30%的不同规模企业以银行承兑汇票作为主要结算工具,票据的重要性日益凸显。然而,客户持有的银行承兑汇票目前只能以到期托收、贴现、背书转让、票据质押等常规方式实现流转,容易受到交易对手、市场利率影响,且交易周期比较长。近期,随着化解上述问题的票据池智能云资金管理平台的问世,传统票据业务向信息化迈进了一步。

之前调研时见到一家贸易企业持有

不少银行承兑汇票,而2013年下半年贴现利率较高,造成企业手握较多银行承兑汇票,资金却非常紧张的情况。前段时间,企业打算进口一批原料,需要办理人民币进口开证业务,遇到担保问题,致使资金难以周转。”北京九恒星科技股份有限公司董事副总经理陶建宇谈到目前传统票据业务时列举了上述案例。

他认为,票据业务作为重要的支付手段和融资手段,在大型企业集团广泛使用,起到了准现金的作用,虽然近几年电子票据发展得如火如荼,然而全面替代传统纸质票据尚需时日。而纸质票据存在报关查

验难、信息实物匹配难、集团管控难、集团内票据共享难等问题却不容忽视。

九恒星近期推出的票据池智能云资金管理平台则是结合银行网点优势和IT企业信息系统建设的优势,通过统一的一套系统联通银行和集团企业的相应票据业务,解决上述问题的智能云资金管理平台。其中,银行分支网点解决存票和取票问题,其他所有业务都可以通过集团票据池智能云资金管理平台直接办理。集团可以随时获取票据信息和中统计信息,并对业务办理过程进行有效管控。此外,集团内各单位之间可以共享票据池额度,并可进行内部计价。

## 中国平安人寿投资连结保险(团险)投资单位价格公告

投资账户名称	评估日期 9月12日		评估日期 9月26日		投资账户设立日
	买入价	卖出价	买入价	卖出价	
稳健投资账户	1.8523	1.8160	1.8552	1.8189	2001年3月31日
平衡投资账户	2.8201	2.7649	2.8360	2.7804	2001年3月31日
进取投资账户	4.1410	4.0598	4.1950	4.1127	2001年3月31日

下次评估日期为2013年10月10日

以上数据由中国平安人寿保险股份有限公司提供

## 中国平安人寿投资连结保险投资单位价格公告

投资账户名称	9月18日		9月23日	
--------	-------	--	-------	--