

# PE“淘金”新三板 想说爱你不容易



□本报记者 顾鑫

## 已转板企业 整体业绩向好

□本报实习记者 赵静扬

上周,原在“新三板”市场挂牌5年之久的安控科技,在获得创业板上市批文后,开始启动登陆深交所的各项程序,这也是迄今第8家成功转板的“新三板”公司。尽管转板之路并不平坦,但从目前已转板上市的7家公司业绩和前景来看,大多完成了从“丑小鸭”到“白天鹅”的转变。

### 转板路漫漫

2009年8月,久其软件成功登陆中小板,成为“新三板”市场历史上首只转板沪深交易所上市的公司。之后的3年间,还有6家公司陆续登陆深交所创业板。但总体来看,不管是与“新三板”挂牌公司数量相比,还是与中小板、创业板上市公司总量相比,能够成功转板的公司少之又少。再加上目前并没有关于公司转板上市的特殊安排,“新三板”挂牌公司要想转板沪深交易所,仍然需要经过证监会发审委的层层审核。

根据安控科技公告,公司公开发行股票并在创业板上市的申请已获证监会核准。招股说明书显示,公司此次计划在创业板发行1456万股新股,发行后总股本将增加至5822万股。安控科技成为2014年首家成功转板的“新三板”公司。实际上,公司2011年向证监会申请首次公开发行并拟在创业板上市,但直到今年1月才真正启动发行上市程序。

作为首家转板成功的“新三板”公司,久其软件的资本征程可谓一波三折。资料显示,久其软件于2007年第一次递交IPO申请,但因“没有募集资金的紧迫性”而被否决;一年后,公司第二次IPO并成功过会,但未能获得批文。2009年8月,久其软件正式登陆中小板,而这已经是其第三次冲击IPO。发行价格27元,实际募资4.13亿元,而在上市之前的“新三板”市场,久其软件的成交价最高只有15元,这意味着公司上百名股东一夜之间成为百万富翁。

### 整体业绩向好

证监会此前表示,在“新三板”挂牌的企业,可根据需求选择合适的市场进行转板。“建立便捷高效的转板机制后,企业就可以根据自身发展阶段、股份转让和融资等方面的不同需求,自由选择适合的市场,促进企业持续健康发展,进一步发挥资本市场优化资源配置的作用”。根据“新三板”定增网的统计,在已经成功转板的7家挂牌公司中,世纪瑞尔及北陆药业在“新三板”挂牌期间进行了定向增发,至其转板解禁后,收益率分别达到324%和283%,平均收益率超过300%,年化收益率超过170%。业内人士认为,安控科技转板后,市场表现也值得期待。

尽管受行业整体形势影响,目前已转板上市的7家公司业绩有所分化,但部分机构对7家公司的前景整体看好。以久其软件为例,申银万国研究报告认为,公司重大资产重组的努力表明其开始寻求外延扩张,公司未来三年发展方式从面向政府软件开发走向多元化。此外,由于其停牌期间公告被认定为重点软件企业,享受所得税优惠,因此预计公司2013-2015年收入分别为3.1亿元、3.9亿元及5.0亿元,净利润分别为0.61亿元、0.83亿元及1.02亿元,现价对应2014年市盈率26倍。而其他转板企业如华宇软件、北陆药业、佳讯飞鸿等也被研究机构认为拥有不同程度的投资前景。

受毛利率下滑影响,于2012年9月转板创业板的东土科技业绩增长在2013年三季度受到影响。但上海证券研究报告指出,2013年公司开始针对产品结构与市场进行战略调整,加大了电网、新能源、轨道交通、军工市场和海外市场的开发力度。从2013年上半年公布的数据看,公司海外市场合同签约额同比增长87.63%,海外市场特别是与魏德米勒的合作开始供货,公司前景仍然值得期待。

## 新三板扩容 PE淘金热情高涨

探营活动参与者郭枫是上海一家PE的合伙人,他所在的基金近期刚刚成立不久,主打投资方向就是新三板。“我们以前主投二级市场,但现在新三板正式扩容,我们认为机会更大,便成立了这只基金。”

在郭枫看来,PE之所以这么一致看好新三板的投资机会,主要原因是这是块新的可以开发的处女地。在新三板挂牌的公司经过了改制和主办券商的辅导,公司治理相对更为规范,信息披露更为充分,投资这类公司前期尽职调查的成本比较小。更重要的是,未来新三板的挂牌企业将达到数千家,肯定会有不少好公司在这里诞生。

与郭枫准备参与已挂牌新三板公司的定增有所不同,一同探营的北京一家PE还准备投资拟挂牌企业。该PE合伙人程生告诉记者中国证券报记者,挂牌企业的估值水平与拟挂牌企业相比更高一些,从这个角度看,投资拟挂牌企业更加划算。实际上,参与已挂牌企业的定增

某种程度上是二级市场投资,并不是标准的PE行为。

投中研究院分析师认为,面对新三板扩容的机会,部分机构已经将其作为重要项目源平台。随着越来越多的企业在新三板挂牌,突击入股的现象预计会越来越常见。

以同济医药为例,公司于去年12月份挂牌。2013年4月11日,公司召开股东大会,同意股东李亦武将其在公司的19%股权902.5万元出资转让给武汉现代投资管理中心(有限合伙)。2013年4月27日,公司召开股东大会,一致同意公司注册资本由4750万元变更为5780.76万元。新股东深圳粤信资本股权投资合伙企业(有限合伙)货币出资896.21万元,占本次增资后注册资本的15.5%,新股东武汉科技投资有限公司货币出资134.55万元,占本次增资后注册资本的2.33%。

有PE则直接在公司挂牌前夜通过定增入股。以2013年10月份挂牌的四维

传媒为例,公司于去年9月27日披露公告称,以6.8元/股的价格发行700万股,认购方全部为达晨创投旗下企业。本次定向发行新增股份无限售安排,可一次性进入全国中小企业股份转让系统进行股份转让。

达晨创投合伙人齐慎告诉中国证券报记者,新三板既是PE投资的一个领域,也是实现退出的一个有效通道。“PE投的项目不一定非得上主板或者创业板,在新三板挂牌也能够通过协议转让的方式退出。”

数据显示,2013年12月,中国创业投资暨私募股权投资市场共发生投资案例94起,披露金额案例76起,投资总金额达40.35亿美元,平均投资金额5309.62万美元。12月投资案例数较上月环比上升20.5%,同比增长213.3%。12月投资总额环比上升305.6%,同比增长583.9%。分析人士认为,数据变化的背后是新三板扩容带来的私募股权投资业务的激增。

## 潜力股难寻 道德风险需防范

新三板的投资前景诱人,但现实的情况没有预期的那么乐观。几天探营下来,郭枫感慨,要在其中“淘金”并不容易,真正可以投的项目很少。

“要是看好的公司没有定增需求,要么是有定增需求的公司基本面并没有那么好。”

郭枫举例称,探营过程中他们调研了一家物联网企业,概念很好,行业未来的成长空间也很大,但公司的产品竞争力不强,管理团队的知识结构估计也跟不上市场竞争的需要,当前的看点是利用新购买的技术拓展新业务。“这跟风险投资差不多,未来怎么样很难说。”

PE和券商人士认为,投资新三板公司关键看成长性,新三板市场的定位也是服务于创新型、创业型、成长型中小微企业,其中肯定有好企业,但是挖掘起来有一定难度。

郭枫表示,从估值水平看,新三板并不便宜,因此投的企业必须有足够的

成长性,否则很难挣钱。“这些企业大部分资质较为一般,但估值水平不低,基本在十倍,有的十七八倍,甚至有的三四十倍。”

北京一家券商的并购部总经理告诉中国证券报记者,各家券商现在都在跑马圈地、拼抢新三板企业资源,而新三板市场提出的挂牌企业的门槛很低,申请挂牌的公司可以尚未盈利,只要股权结构清晰、经营合法规范、公司治理健全、业务明确并履行信息披露义务,均可经主办券商推荐申请在全国股份转让系统挂牌。这意味着要找到真正的成长性好的企业要精挑细选,从这个角度看,新三板市场也很适合PE。

东部一家券商场外业务负责人则对中国证券报记者说,新三板类似于美国的纳斯达克,后者的门槛也很低,最终真正成长起来的企业也就10%,估计新三板挂牌企业中真正有投资价值的企业占比不会超过10%,很多企业的经营很不稳定,可能过两三年都有破产的风险。她

还提出担忧,大量企业挂牌,前端的审查难以保证企业的信息披露完全真实,而主办券商也可能受到企业的蒙蔽,道德风险问题需要防范。“将来肯定会有一个大浪淘沙的过程,甚至出现像主板市场一样的财务核查。”

程生告诉中国证券报记者,他们曾经看好一家新三板挂牌企业并打算参与该企业的定增,但是经过实地调研发现,该公司实际的盈利仅是公开披露的十分之一。“谁都可以来新三板挂牌,投资风险太大。”他无奈地说。

齐慎则表示,投资新三板不能有“挣快钱”的心态,必须沉下心来发掘好项目,项目的投资周期也应当长一些,比如7年或者9年。他认为,投资新三板特别考验PE的专业水平,不能套用看待主板企业的思维来看待新三板企业。新三板有的企业当前虽然亏损,但是几年后盈利也许会特别好。“这种企业的估值水平肯定很高,但不能说就没有投资价值。”

## 流动性较差 转板机制待明确

与郭枫、程生较为谨慎的态度有所不同,一同探营的其他一些PE则准备参与定增。其中一位广东的PE人士陈生告诉记者中国证券报记者,他们看好的都是符合创业板上市条件的企业。现在国务院文件已明确提出可以转板,而转板之后的估值溢价是可以期待的。

陈生同时坦承其相对更为乐观的前提,也就是预期未来市场流动性的改善和转板机制的真正建立。他认为,当前新三板的换手率太低,通过协议转让很难产生溢价,而市场最新的细则还提高了投资者门槛。未来做市交易方式真正推行以后,流动性应该会改善。

根据全国中小企业股份转让系统的安排,做市交易的技术准备预计在今年8月份完成,之后做市交易有望逐步得到推广。当前,券商也正在积极筹备做市商制度,前述东部地区券商场外业务负责人告诉记者中国证券报记者,企业挂牌以后,券商从企业获得的费用很少,而现在为了抢资源价格也压得很低,将

来必须靠做市业务赚钱。但做市商到底该怎么做,现在还没有权威,大家基本处在同一起跑线上。

她介绍,做市商需要自己拿出真金白银来买企业的股份,这就需要精准的定价能力,定低了企业不满意,定高了又难挣钱甚至亏钱。“这与写研究报告推荐股票给一个目标价有很大的不同,现有的研究能力还跟不上。预计在券商的能力没有跟上之前,即使做市交易的技术系统已经推出,新三板的流动性也很难出现大幅改善。”

股转系统有关负责人也表示,做市商并不是稳赚不赔,这一制度非常考验券商的研究能力,买多少、以什么价位都需要注意慎重考虑。买得过多而长时间不能出手会占用资金,买入之后股价没有上涨甚至出现下跌,则会面临亏钱的不利局面。

PE人士还一致期待,应尽快推出转板机制,真正打通转板通道。根据《国务院关于全国中小企业股份转让

系统有关问题的决定》,全国股份转让系统的挂牌公司可以直接转板至证券交易所上市,转板上市挂牌公司必须符合《证券法》规定的股票上市条件,在股本总额、股权分散程度、公司规范经营、财务报告真实性等方面达到相应的要求。业内人士指出,转板的道路已经明确,但到底怎么走还不清楚。只有相关细则出台后,转板制度才真正落地。

在当前转板制度没有落地的情况下,一些PE已经想出了应对办法。PE人士介绍,如果投资的项目概念和业绩都很好,通过被上市公司并购退出也可以获得比较高的收益。另外,就是在转板之前突击入股,可以避免之前漫长的等待,当然这对于PE的资源整合能力要求比较高。以即将登陆创业板的安控股份为例,深圳市银桦成长投资企业(有限合伙)等9名投资者就在公司暂停报价转让前,通过代办股份转让系统取得了公司股份。

CFP图片

## 49家新三板企业 具备转板条件

□本报实习记者 赵静扬

业收入为1.4亿元,而创业板要求最近一年营业收入不少于五千万元,净利润不少于五百万元。其中,中科软(430002)2012年营业收入和净利润分别达到约21.25亿元及1.01亿元,在49家企业中两项指标均拔得头筹。而2013年中报显示,中科软的稳定发展依旧。2013年上半年,公司实现营业收入9.38亿元,同比增长25.03%;实现净利润4793.05万元,同比增长21.51%。截至去年6月30日,公司总资产为17.02亿元,净资产达到4.09亿元。有分析认为,在“新三板”扩容以及转板的相关政策明朗后,中科软是最有希望转板的公司之一。

### 49家企业符合转板标准

新规实施之后,按照要求最低的创业板上市相关财务条件,以2010-2012年财务数据为依据,记者对目前在“新三板”挂牌的351家公司进行筛选,初步选出了49家符合创业板首次公开发行条件的公司,占比约14%。

按照创业板发行上市条件,发行人必须达到以下标准:

(一)发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的,持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。

(二)最近两年连续盈利,近两年净利润累计不少于一千万元,且持续增长;或者最近一年盈利,且净利润不少于五百万元,最近一年营业收入不少于五千万元,最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。

(三)最近一期期末净资产不少于两千万元,且不存在未弥补亏损。

(四)发行后股本总额不少于三千万元。

按照上述标准筛选出的49家企业在“新三板”挂牌企业,2012年平均净利润为2302万元,营

### 资料链接

## 已成立或正在筹备的 新三板基金

● 2012年11月,由科技部出资3000万元参股的武汉东湖创新投资有限公司成立。在其创投大会上,国内首只冠以“新三板”命名的股权投资基金,即“武汉·光谷新三板股权投资基金”成立,总规模5亿元人民币,首期基金为2亿元人民币。光谷新三板基金由湖北高投联合申银万国投资及湖北省内外社会资本共同发起,武汉市、东湖高新区创投引导基金共同参与设立。

● 中信证券旗下直投公司金石投资出资500万元专门成立专项基金“青岛金石灏汭投资有限公司”,专投新三板企业。至2013年8月,已有项目接受该基金的投资。

● 2013年10月,华龙证券联合北京金城高新创投成立了“甘肃金城新三板股权投资基金”,总规模为10亿元人民币,首期规模2亿元人民币。基金将主要投资于节能环保、新材料、移动互联网、云计算、生物制药、医疗器械、卫星定位导航及位置服务等高新技术及战略性新兴产业,投资地域以北京、甘肃、湖南为主,辐射全国。

● 平安证券目前正在筹备新三板基金。据悉,基金由其旗下直投子公司平安财智设立,预计募资额度1亿元至2亿元,投资门槛暂定1000万元,主要面向机构投资者和具有风险承受能力的个人投资者发售。据媒体报道,该基金对于企业的投资标准会根据投资标的的不同,更具个性化,比如尚处于亏损阶段的互联网、生物医药类型的企业,也会纳入范围。

(本报实习记者赵静扬整理)