

新三板“高烧”波及创业板公司并购模式

□本报记者 任明杰

随着新三板市场的火爆，挂牌企业的估值快速飙升，部分原先可能被上市公司并购的中小企业转而选择登陆新三板。新三板估值的飙升也使上市公司的并购成本水涨船高。对于估值高企的创业板公司而言，通过并购低估值企业提升自身盈利能力，降低市盈率，然后进入下一轮循环的并购模式受到一定“干扰”。

同时，新三板公司也由A股公司的“并购标的池”，开始主动出击抢占并购市场。业内人士指出，目前新三板公司估值高企，但受制于企业总体实力，料难以大规模复制创业板公司的并购模式，总体上难以形成新一轮并购热潮。



CFP图片

并购成本水涨船高

企业在经历了2014年并购市场空前火爆之后，长城证券并购部总经理尹中余认为，尽管并购市场依旧火爆，但不像以前那么“好玩”了。“由于新三板市场火爆，我们的并购业务受到很大干扰，手头的几个项目本来双方都已经谈好，标的公司的实际控制人也认可了被并购，但因为新三板公司估值不断升高，很多企业都转而想上新三板挂牌。作为中介机构，撑死也就是给并购标的10-20倍的估值，但现在新三板公司的平均市盈率已突破60倍。”

根据全国中小企业股份转让系统披露的数据以及投中集团旗下数据产品CV-Source统计，截至2015年4月30日，新三板市场挂牌公司总股本1058.51万股，环比上涨15.16%，总市值11166.43亿元，环比上涨16.05%，整体市场平均市盈率达到60.90倍，环比上涨7.69%，相比1月份的36.64倍提升了66.21%。

与尹中余所言一致，东兴证券场外市场部副总裁黄宽告诉中国证券报记者，在办理业务的过程中，发现很多选择登陆新三板的企业原本都是打算被并购。“相对于被并购，新三板给出的估值更高，‘禽择良木而栖’，这也很正常。”

新三板公司的高估值很大程度上改变了“新三板是A股上市公司并购标的池”的观念。据中国证券报记者不完全统计，截至去年底，在13家被并购的新三板企业中，有9家企业被A股上市公司并购，包括东江环保收购新三板企业新冠亿碳，通鼎光电收购新三板企业瑞翼信息51%股权，东方国信收购新三板企业屹通信息100%股权等诸多案例。

2015年以来，随着新三板公司估值屡创新高，上市公司并购新三板企业的案例已是凤毛麟角。“新三板估值这么高，上市公司再从新三板并购企业成本太高，加上越来越多的中小企业选择登陆新三板，这给上市公司的并购造成很大影响，特别是对创业板公司而言。”尹中余指出。

并购对创业板公司扩张其重要性不言而喻。中信建投基金经理王琦指出，再融资的便利可以使上市公司以相对较低的价格并购带来的业绩增长，也很大程度上释放了创业板公司高估值的风险。据Wind数据统计，2014年，创业板421家公司合计实现营业收入3431.46亿元，较上年同期增长27.03%；合计实现净利润393.53亿元，较上年同期增长22.71%。营业收入和净利润增速均创近三年新高。另外，2014年创业板上市公司净利润增长率近三年来首次接近营业

收入增长率，实现了净利和营收的同步增长。这似乎也印证了创业板公司高估值的合理性。

不过，创业板公司“高估值-并购-高估值”的模式也存在一定风险。“目前优质并购标的争相上新三板，新三板市场的高估值也大幅提高了创业板公司的并购成本。”尹中余称。

随着并购对业绩的增厚效应逐渐下降，创业板公司在通过并购进行外延式扩张的同时，内生性增长仍有待提高。2015年一季度，创业板净利增速为8.38%，较2014年四季度的34.45%大幅下滑，同比2014年一季度的17.99%下滑明显。从影响因素来看，营收下滑、毛利率回落、费用率攀升都拖累了创业板的净利增速。以毛利率为例，创业板的毛利率连续六个季度下滑，销售净利率也创近三年新低。

另外，如果注册制得以推行，上市流程大幅缩短，大量企业将选择上市而非被并购，这将从供给方面给创业板的并购造成重大影响。

政策利好有望提振 2015年并购市场

□本报记者 任明杰

2015年一季度，国内并购市场交易案例数和规模均在2014年到达历史最高点后，开始呈现回落的态势。不过，业内人士指出，利好政策的频频出台有望重新激活并购市场，对2015年的并购市场起到支撑和提振作用。

并购市场冲高回落

据清科统计数据，2015年第一季度中国并购市场共完成交易357起，同比下降4.0%，环比下跌41.6%；披露金额的交易共计341起，涉及金额达176.63亿美元，同比下降24.4%，环比跌幅为34.4%，交易案例数和规模均在2014年到达历史最高点后，开始呈现回落的态势。具体来看，2015年第一季度中国并购市场国内并购发生303起，完成交易金额达125.10亿美元；海外并购完成40起，涉及交易金额45.46亿美元。

同时，被市场寄予厚望的海外并购也未能挽救这一颓势，中国企业海外并购在度过2014年的热潮过后，2015年出现了小幅回落。2015年第一季度海外并购共完成40起案例，较2014年同期的47起案例下跌14.9%，环比下降2.4%，海外并购的热情有所降低；海外并购涉及金额45.46亿美元，同比减少41.9%，环比下滑15.8%。

作为2015年中国并购市场三大主题之一的新三板市场，受限于企业普遍缺乏整合能力等因素影响，并购市场总体规模有限。同时，由于新三板估值不断提升，越来越多原先选择被并购中小企业转而登陆新三板，一定程度上对并购市场起到了降温的作用。

利好政策频频出台

利好政策的频频出台有望重新激活并购市场，对2015年的国内并购市场起到支撑作用。

利好政策对并购市场的促进作用在2014年便体现得尤为明显。2014年，中国并购市场呈现出“循序渐进、逐渐增多”的态势。第一季度，完成并购交易372起，占比19.3%，涉及交易金额233.70亿美元，占比19.7%；第二季度完成交易434起，占比22.5%，涉及交易金额287.13亿美元，占比24.2%；第三季度的并购交易数为512起，占交易总量的26.5%，涉及交易金额394.78亿美元，达到各季度的峰值，占总额的33.3%；第四季度案例数在全年各季度中位居首位，案例数达611起，占总完成数量的31.7%，其中披露金额的588起案例涉及交易额269.27亿美元，占比22.7%。

清科指出，这与2014年中国并购市场逐步迎来利好相关。《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》2014年3月24日发布，这一重磅级政策从行政审批、交易机制、金融支持、支付手段、产业引导等方面进行梳理革新，全面推进并购重组市场化改革。同年7月11日，中国证监会就修订《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》向社会公开征求意见，提出将大幅取消对上市公司重大购买、出售、置换资产的审批，进一步催生了兼并重组市场活跃度的走高，特别是上市公司的兼并重组。

2015年以来，并购市场的利好政策仍然不断。2015年1月，财政部、国家税务总局发出通知，对兼并重组过程中享受企业所得税递延处理特殊政策的条件进行调整。其中，企业进行股权转让和资产收购时，对被收购股权或资产比例的要求由原来的不低于75%降低为不低于50%；具有100%控股关系的母子企业之间按账面值划转股权或资产，也可适用递延纳税政策，使更多企业兼并重组可以适用特殊性税务处理政策。4月24日，证监会例行新闻发布会上，公告了对《第十三条、第四十三条的适用意见——证券期货法律适用意见第12号》的修订，将发行股份购买资产中的募集资金比例由25%提升至100%。

新三板市场并购活跃

投资者来说，超过10倍市盈率的价格就很難接受。

不过，到了2012年，创业板通道开始拥堵起来，特别是当年11月份IPO暂停，并购也开始重新活跃起来，并在2013年开启了“中国并购市场元年”。“自2012年后，新华医疗又并购了四五家标的企业。”尹中余称。

目前新三板市场发审很大程度上已经“市场化”。据全国中小企业股份转让系统的数据，截至5月28日，在审企业共751家，且2个月的审核周期相对较短，通道拥堵现象难以出现。

对于新三板市场能否接力创业板的“高估值-并购-高估值”的逻辑，并形成新的并购热潮，有业内人士认为，在一定程度上，这一逻辑是成立的。

这从2015年新三板火爆的定增市场便可见一斑。根据投中研究院统计，从定增预披露情况来看，2015年3月就有333家企业推出首发预案，环比增长50%，超过2014全年预披露企业数量，预计募集金额达到169.49亿元，环比2月83.09亿元增长103.98%，过渡到4月份后整体市场趋于平

稳。而从定增完成情况来看，呈现稳步上升态势，3月完成企业数量97家，环比增长86%，定向募集金额49.42亿元，环比增长257.6%；4月完成企业数量115家，环比增长18.56%，定向募集金额54.34亿元，环比增长9.96%。

同时，新三板定增相比主板存在不少优势，整体融资效率甚至高于主板市场。一是定增小额融资可以豁免核准，二是一次核准、多次发行的再融资制度可减少审批的次数。企业股东人数低于200人挂牌企业定增申报周期不超过两周，股东人数超200人企业审核周期也较短，基本不到一个月就能得到相关批复。

定增的便利也使新三板的并购活跃起来，“定增+现金”成为一种流行模式。以新三板“移动互联网第一概念股”的点点客为例，在2014年7月和9月，公司两度抛出定增方案，今年1月又公布了比前两次融资额之和更大的融资方案，以“定增+现金”的方式收购微巴信息100%股权。交易对价为8000万元，其中以14元/股价格向交易对象发行416.91万股股票，并以现金2163万支付剩余

对价。3月11日，点点客复牌，当日收盘价暴涨95.66%。

事实上，在点点客之前，新三板已有主动并购案例，九鼎投资收购天源证券、沃捷传媒收购科伦比亚等。不过，之前的案例均不涉及定增。随着做市企业交易活跃和估值不断提升，定增逐渐成为新三板公司并购的时髦玩法。“登陆新三板后，中小企业具备了一定的资金实力，进行外延式并购的能力相应加强。同时，新三板估值的高企也使新三板企业并购的成本大大降低，这给很多新三板企业提供了进行外延式并购的动力。我们注意到，春节之后登陆新三板的企业实力明显增强，以前很多上市公司子公司分拆到海外市场，而现在出现了海外上市公司到新三板挂牌的新潮流，这都在很大程度上提升了新三板公司的并购能力。”黄宽表示。

但总体而言，尹中余认为，创业板的“高估值-并购-高估值”的模式在新三板上还难以成立。“新三板公司普遍规模较小，总体上缺乏并购整合能力。当然，有的新三板公司确实通过并购实现了外延式扩张，但大多数新三板公司缺乏这个能力。”

建立合理估值体系

深圳市龙岗区政府出资，力合天使创投管理的龙岗力合天使创业投资基金，以及西安经济开发区成立的5000万元天使投资基金。另外，明星天使投资人成为一道靓丽的景象，任泉和黄晓明、李冰冰共同创立明星风投公司Star VC，成立一个月便收到3000多个投

资项目。“资本市场的估值存在很多泡沫，但最可怕的并不是泡沫，优秀的企业理应享受高估值。但整体估值体系混乱，这就很麻烦。目前中国资本市场亟须建立合理的估值体系，完善资本市场的定价功能。”尹中余表示，“要做到这一点，最重要的是要完善资本市场的淘汰机制。”

在度过2013年的“并购元年”之后，中国并购市场2014年再次呈现爆发性增长，交易数量与金额双双破历史纪录。清科研究中心最新数据显示，2014年中国并购市场共完成交易1929起，较2013年的1232起增长56.6%；披露金额的并购案例总计1815起，涉及交易金额共1184.90亿美元，同比增长27.1%；平均并购金额为6528.35万美元。

对于国内并购市场的前景，尹中余表示，中国的产业结构调整势在必行，很多企业家都知道，小打小闹成不了气候，并购成为企业转型做强的重要途径。另一方面，对于估值太高的公司，通过并购还能释放风险。

“全民VC时代”的投资热情，也在助推一级市场企业估值大幅提升。