

挂牌融资潮涌

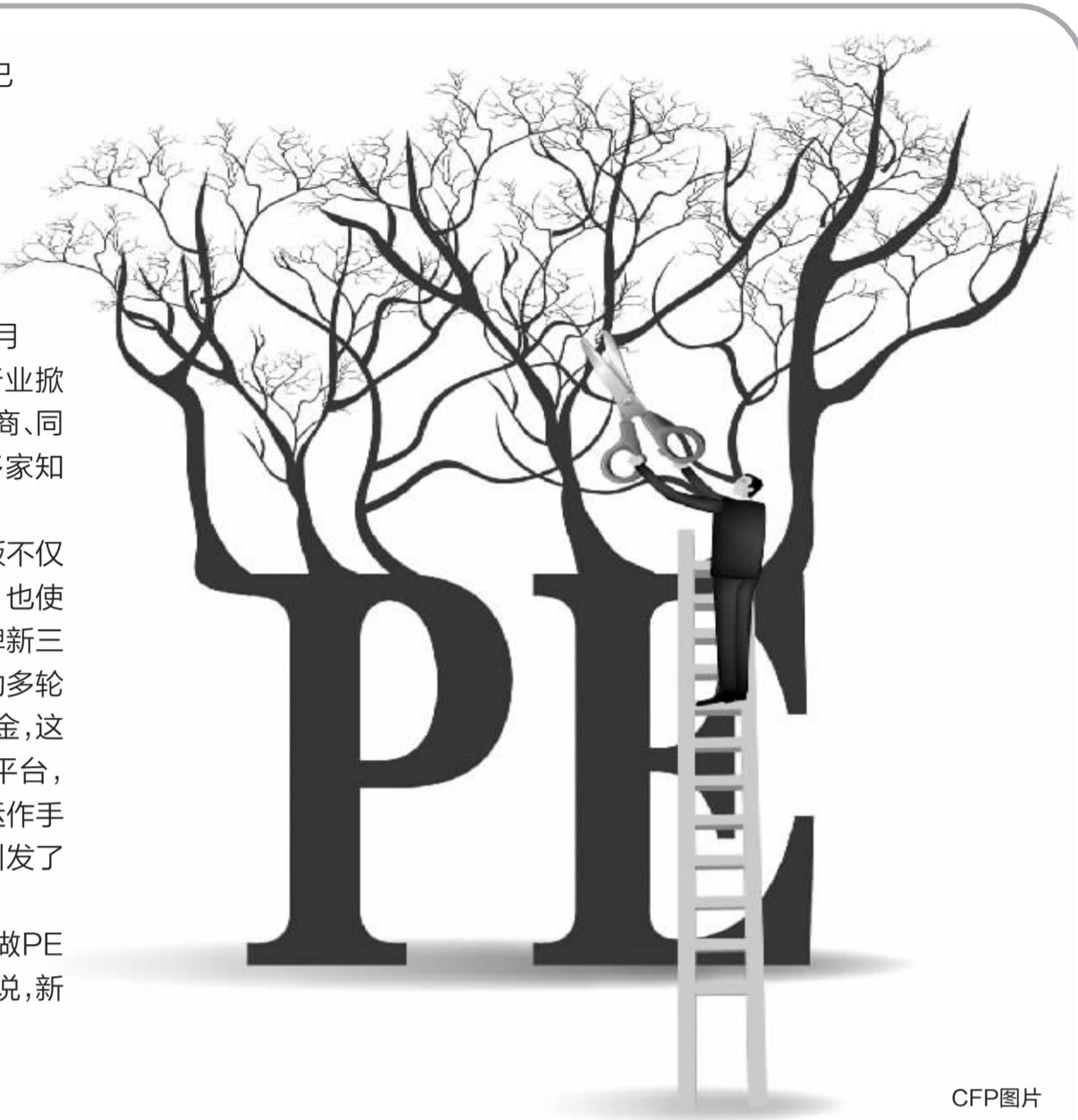
新三板重构PE江湖

□本报记者 刘夏村

“你看，这么多知名PE都已经挂牌了，成为一个潮流。”在北京东三环的办公室里，这位管理规模近百亿的PE董事长张华（化名）坦言，希望自己的PE公司能够尽快在新三板挂牌。正如张华所言，自去年4月九鼎投资登陆新三板后，PE行业掀起挂牌新三板的热潮，中科招商、同创伟业、信中利、硅谷天堂等多家知名PE相继挂牌。

更让张华关注的是，新三板不仅为PE公司打开新的业务蓝海，也使得PE行业开始分化。借助挂牌新三板后的融资便利，一些PE启动多轮融资，短时间内募集巨额资金，这些手握重金的PE或转型金控平台，或发力二级市场，改变原有的运作手法和行业格局，但巨额融资也引发了过度融资等争议。

“要知道，以前大家都是做PE的，现在却是百花齐放。”张华说，新三板正在重构PE江湖。



CFP图片

扎堆挂牌新三板融资

天星资本是PE挂牌新三板潮流的最新案例。上周，这家“PE新贵”公布《全国股份转让系统公司同意挂牌的函》。在同日公布的《公开转让说明书》中，天星资本表示：“公司目前仍处于快速成长阶段，成立时间比较短，公司自身融资渠道需要进一步拓宽，资金成本较高。在本次挂牌后，公司的资本规模、融资能力将得到改善，对公司生产规模的扩张、业务的拓展起到支撑作用，有利于提升公司整体的竞争实力。”

在诸多业内人士看来，解决融资问题是PE机构发放挂牌新三板的一个最直接的原因。投中研究院认为，从PE机构自身来说，一方面基金前期投资项目退出困难，投资者信心不足，影响到募资；另一方面，随着PE机构管理基金规模越来越大以及拓展并购基金、收购牌照业务等新业务的拓展，这些本身会造成一个很大的资金缺口；再者，由于多数基金未经完整周期，机构投资者难对其进行有效评估。从投资机构来看，目前我国机构投资者不成熟，各种限制如政策、管理人员考核机制、管理人员任期等阻碍了机构投资者对PE的资产配置。

中国证券报记者了解到，相比此前PE机构需

要耗费大量精力四处路演吸引资金，挂牌后PE通过定向增发就能较为便捷获得大量资金。例如最早登陆新三板的九鼎投资，在2014年4月挂牌时采用“挂牌即定增”的模式募集资金35.37亿元，又于同年8月进行规模为22.5亿元的第二次增资；今年5月份，九鼎投资更是宣布以单价15—25元向不超过35家投资者发行5亿新股，募集资金75亿到125亿元，11月2日，九鼎投资发布公告表示完成这笔规模为100亿元的资金募集。更值得关注的是，就在第二天，九鼎投资控股的新三板挂牌企业优博创发布最高300亿元的融资公告，称“将依托股东和管理团队历史积累的资产管理经验和资源，聚焦于不良资产收购和处置、债权及夹层产品投资、互联网金融和母基金等业务领域”，加快推动公司主营业务转型。12月15日，优博创发布公告表示，已经将公司名称变更为“九信资产”。

另外一家挂牌较早的PE中科招商，在2014年挂牌时通过定增募集近50亿元资金后，于今年上半年又进行三轮定增，融资规模达到90.37亿元。9月初，中科招商再次发布公告，表示将在条件成熟时以27元/股的价格启动再融资，融资规模不超过300亿元。就在市场为之哗然的时候，11月3日，中

科招商再次发布公告，表示将发行合计90亿元的公司债券。

在张华看来，通过挂牌新三板以自有资金的形式募集，不仅资金成本低，募集速度快，而且投资更为灵活。他说，如果以基金的形式募集，产品到期后就必须退出，有可能会错失最优的退出时机，但如果是以公众公司自有资金的形式投资，投资期较为灵活，有利于取得更好的投资业绩。

此外，投中研究院认为，PE挂牌新三板潮起的原因还包括以下几方面原因，其一是LP退出诉求强烈。由于IPO发行缓慢，PE机构所募基金面临到期所投项目却无法按时退出；同时，多数本土PE机构面临LP份额流动性问题，难以通过PE二级市场转让，亟须建立新的LP份额流动转让机制。中国证券报记者了解到，此前一些PE在挂牌后，将LP所持有基金份额悉数转换为持有挂牌公司的股份权益，如此一来这些投资人就变成PE公司的股东，可以通过减持股权的方式获利退出。其二是借助挂牌新三板搭建完善的激励机制巩固投资团队的稳定性，提升PE机构的品牌形象和影响力，可以利用新三板对信息披露的要求倒逼公司改善治理结构。其三是PE主板上市更为不易。

开拓PE业务新蓝海

对于张华而言，新三板的魅力还在于其拥有大量创新成长型公司。他说，登陆新三板有助于其公司进一步拓展对这些公司的投融资业务。

事实上，新三板已成为PE的重要业务领域。近期，清科研究中心发布报告表示，今年前11个月，私募股权投资机构新募基金数量达到1,975只，是2014年全年募资案例数的4.41倍，共募集868.98亿美元，是2014年全年募资额的1.38倍。2015年前11月的PE投资依然以成长资本为主，2,587起投资案例中有2,251起案例的投资策略为成长资本，占比达到87.0%，其中有30%为新三板投资。清科研究中心认为，新三板和定增市场火热

助推PE投资额攀升。与此同时，新三板亦给了PE机构退出的新选择。清科研究中心数据显示，2015年前11月，中国私募股权投资市场共计实现退出1,353笔，其中新三板退出案例数达到551笔，IPO退出案例247笔。

随着相关机制的完善和政策逐步落地，一些PE公司已经将新三板视为新的业务蓝海。例如，老牌PE信中利已大力拓展新三板业务，硅谷天堂则根据“PE+上市公司”模式开辟“PE+新三板”业务。凭借新三板业务快速崛起的天星资本在其《公开转让说明书》中表示，加快推进对新三板企业的股权投资业务布局，进一步巩固公司

作为“新三板投资领军机构”的优势地位，力争在2015年底公司投资企业家数达到800家左右，2016年公司投资企业家数达到1500家左右。天星资本表示：“公司致力于以新三板为切入点，从已挂牌及拟挂牌企业的股权投资业务入手，将业务逐步拓展至创业板、中小板、主板等多层次资本市场。”

天星资本合伙人、首席风控官蔡志明对中国证券报记者表示，高度市场化的新三板对投资者的专业性提出更高要求，打开了股权投资的增值空间。同时，新三板拥有大量创业创新型公司，获得新三板中的优秀资源有助于并购业务的拓展。

被重构的PE江湖

实际上，新三板不仅打开了PE的业务蓝海，更是在重构着PE江湖，行业的分化与洗牌由此拉开序幕。

张华认为，随着越来越多的VC/PE公司登陆新三板，股权投资行业以往较为私密的管理规模、利润率等业绩指标将透明化，有助于行业的规范发展，也将使业绩优秀的机构脱颖而出。他说：“投资机构只有一项核心业绩指标，即投资回报率。随着信息披露透明，业绩好的公司会越做越大，这将导致VC/PE行业的洗牌，甚至黑马逆袭。”

更让张华关注的是，从已有的新三板挂牌VC/PE机构的经验来看，一旦挂牌，公司的融资规模将大幅扩大，发展速度显著加快，发展模式与战略布局也发生了重大改变，进而加速了PE行业的分化。

九鼎投资便是一个典型案例。去年4月登陆新三板后，九鼎投资已累计融资过百亿元。凭借着强大的资本实力，这家PE公司在短短一年多的时间里，设立九泰基金进军公募基金领域，设立北京黑

马自强投资有限公司进军个人风投领域，收购天源证券51%的股权进军证券行业，收购华海期货100%股权进入期货领域，收购中捷保险经纪股份公司100%股权进军保险领域，更值得关注的是，今年5月九鼎投资出资41.5亿元收购中江集团100%的股权，从而持有A股上市公司中江地产约72%的股权，并最终实现PE业务的间接上市。12月22日晚间，九鼎投资发布公告，拟将中江地产名称变更为九鼎投资。

转型金控平台正是PE挂牌新三板后的一个发展方向。除了九鼎投资外，刚刚挂牌不久的天星资本亦表示，将依托新三板投资业务，采取并购、控股、参股等形式，逐步取得银行、保险、证券、基金、信托、期货、租赁等金融牌照。

中科招商则是另外一种发展模式。这家老牌PE登陆新三板“手握重金”后，开始大举进入A股二级市场，特别是在股灾期间接连举牌16家A股上市公司，引发市场瞩目。中科招商董事长单祥双对媒体表示，中科招商要打造上市公司集群，举牌不

会停，未来五年中科招商投资的上市公司远远不只有50家，上百家甚至更多。单祥双对于中科招商的规划是打造资本的中科招商、产业的中科招商、平台的中科招商、网络的中科招商和国际的中科招商，届时，中科招商已不仅仅是一家PE机构而是一个集线上线下、国内国际、人才、产业、市场资源于一身的开放生态圈。中科招商通过参控股一批上市公司，使其成为中科招商将来实施产业整合及投资的新平台，而上市公司进行PE投资比传统PE投资拥有更大的优势，包括专业优势、资源优势、上下游产业优势、市场优势，最终把上市公司集群构成产业链的中科招商。

“你看，以前九鼎是做PE的，但现在PE业务成了它的孙公司；以前中科招商也是做PE的，但现在开始在二级市场大举围猎。”张华感慨，“如果没有新三板，PE行业就没有如此大的变化”。

张华清楚地认识到，PE的江湖已然生变。他坦言，公司已经在调研新业务了，挂牌新三板后，公司在坚持原有业务的基础上向公募基金等领域布局。

政策红利将推动新三板升温

□本报记者 刘夏村

通过分层将不同资质的企业区分开来有利于改善市场的流动性，可以使企业估值得到挖掘，为整个市场带来鲶鱼效应，起到优胜劣汰的作用。而流动性的增强也是竞价交易、转板制度推出的基础。

加快布局

对于明年新三板的投资策略，纪云涛认为，2015年的大波动是对挂牌公司和投资者的双重洗礼，但波动不改新三板中长期螺旋式上升的主旋律。对于2016年新三板的投资策略，应“抱紧优质标的，等待政策东风”。一方面挂牌优质企业数量不断增多，寻找真成长股会带来超乎想象的超额收益；另一方面制度红利带来的系统性机会将惠及整个市场，其中分层、转板或将成为新三板市场永续的投资主题。而无论是挖掘个股还是借政策之东风，优质企业总能获得更多关注，抱紧优质标的的同时等待政策的东风，会是两全其美的选择。

中泰证券认为，现阶段是布局新三板优质品种的最好时机。首先，新三板顺应国内股权类投资爆发大趋势，并蕴含了大量并购可能性；其次，市场已经储备大量可选品种。预计明年有8000—10000家挂牌公司，优质企业积极挂牌，同时主管部门规范市场创造有利环境；再次，估值处于相对低位。目前新三板做市板块相对2014年估值水平约为创业板的40%，合理地反映了流动性差异。随着分层、做市商、交易规则等相关制度建设不断完善，优质公司估值有望提升；最后，政策推进可期。确立新三板发展框架，分层标准现行，2016年可预期做市商制度、投资者范围、交易制度等政策得到推进。

前11月PE市场持续火热

□本报记者 刘夏村

其中新三板退出案例数达到551笔，占比40.7%；IPO退出案例共247笔，主要来自于今年上半年，上海证券交易所成为今年前11月最主要的退出市场，占比达到35.6%，其次为深圳创业板和香港主板，分别占比30.0%和17.0%。

青睐互联网、金融行业

据清科研究中心统计，今年以来新募集的1975只基金主要为五大类基金类型。其中，成长基金在基金数量和总募集金额方面均占有绝对优势，占市场比重分别为76.3%和70.8%，这中间包括200余只新三板基金和定增基金。并购基金前11月共完成募集184只，共募集金额79.88亿美元，募集数量是去年同期的3倍，募集金额则分别占比59.8%。

房地产基金前11个月共募集到位179只，披露募资金额的150只基金共募集94.29亿美元，募集金额同比有小幅下降。值得一提的是，今年以来先后出台多项PPP融资模式的相关政策、指导意见及试点方案，同时，“一带一路”战略也开始逐渐落地实施，作为吸纳社会资本助力基础设施建设的重要融资方式，基础设施基金成长迅速，今年前11月私募股权基金平均募资额呈收缩趋势。

在投资方面，尽管受到中国经济下滑和二级市场动荡的影响，但总体来看PE机构依然保持较高的投资热情。清科集团私募通数据显示，2015年1至11月共发生投资案例达到2587例，已经达到2014年全年投资案例数的2.74倍。就投资总额来看，前11月共投资610.01亿美元，较2014年增长13.5%，投资规模保持高位稳定增长。就平均投资额来看，2015年前11月PE平均投资额为2,485.77万美元，相比于2014年的6255.03万美元，平均投资规模收缩明显，投资阶段偏向早期化。

在退出方面，尽管A股市场的跌宕起伏及IPO的暂停对机构退出造成一定影响，但新三板的火热也给了国内股权投资机构新的选择和方向。根据清科集团私募通数据，2015年前11月，中国私募股权投资市场共计实现退出1,353笔，