

# 不只是“打新” 精选层投资机会“一箩筐”

□本报记者 吴科任



全国股转公司精选层项目审查工作人员在办公。

本报记者 吴科任 摄

新三板精选层开板进入冲刺阶段，多家公司已启动发行事项。在此背景下，全国股转公司主办的“新三板精选层公开发行与投资价值前瞻云峰会”6月23日举行，来自监管、公募、券商、私募等部门或机构代表详解公开发行需把握的要点、精选层下的投资机会及其策略。

机构人士认为，参与精选层投资分享改革红利，需要认清风险，合理匹配资金，适度布局和高效投资。

## 跨市场估值差的机遇

华夏基金研究发展部副总裁李曾介绍，原先公募旗下三板产品属于“三类股东”，很多公司申请IPO之前对“三类股东”进行清除，在新三板投、在A股退的路径难以成行。现在政策允许公募基金投资精选层股票，而精选层挂牌满一年后符合证监会和交易所规定的基本上市条件企业可以直接转板去沪深交易所，无需证监会核准。这使得公募基金“在新三板投、在A股退”的模式成为可能，跨市场的估值差机会吸引力较大。

李曾表示，跨市场精选成长股可以控制流动性风险敞口，价值兑现可以“从头吃到尾”，在低估值板块投，在高估值板块退。精选层辅导公司估值明显低于科创板、创业板。精选层辅导公司的市盈率(TTM)主要集中在10~20倍、20~30倍两个区间，合计占比达70.7%，而科创板公司的市盈率(TTM)主要在30倍以上，30倍以下仅占比9%。创业板企业的估值集中在30~60倍，分布较为平均。

过往，新三板公司要实现“A股梦”，多选择摘牌后IPO，或者被上市公司并购，或者借壳上市。“2017年至2020年6月5日，共有107家新三板公司(含曾经挂牌)实现了在A股上市，占同期在A股上市的企业总数的12.7%；在科创板上市的新三板公司24家，占科创板上市公司总量的22.6%。”开源证券中小企业服务部负责人彭海介绍，新三板成为主板、创业板、科创板重要的蓄水池。

截至6月20日，在首批6只可投新三板的公募基金中，华夏基金、富国基金、万家基金、招商基金旗下产品已经成立，募集总规模67亿元。其中，富国基金旗下新三板基金——富国积极成长一年定开混合将以战略投资者身份

参与准精选层公司颖泰生物的战略配售，拟认购3000万元；富国基金以战略投资者身份参与艾融软件的发行，拟认购3000万元。

鼎资本董事长张驰直言：“目前是投资新三板的黄金时段。过去五年，新三板市场过于低迷，跌得太深。即使经历一轮反弹，大量新三板创新层企业的估值只是A股同行业、同规模企业的一半甚至更低。”

## 探讨投资策略

安信证券新三板首席分析师诸海滨表示，参与精选层投资可赚取三个阶段的收益，投资者可根据个人风险偏好进行选择。一是前期参与公开发行，赚取相对较低风险的“打新”收益。二是中期用时间换取企业成长带来的收益。三是企业转板预期明确后，其在精选层和A股市场的估值差会迅速收窄。

诸海滨称，对于转板预期明确且成长性好的公司而言，其在精选层的估值或随着时间临近和确定性增强逐步与沪深市场可比公司接轨；对于成长性好但转板暂时存在困难的公司，估值或与A股可比公司存在一定折价；对于成长性一般且转板不确定性较大的公司，估值相对或更低。

北京南山投资创始人周运南认为，个人投资者参与精选层投资可以从短中长期确定策略。“短期看，6月23日起精选层开始网下打新的正式询价，7月1日将开启网上打新。新三板投资者可以参与首批30多家精选层企业的打新。新手也可以此练习手。”

周运南指出，从中短期看，可重点关注宣布拟上精选层但近期回调较深的企业，或者临近辅导验收的企业，或从基础层刚进创新层的企业等；从中长期看，在精选层正式挂牌后，投资者重点可放在精选层中挖掘准转板概念股；

从长期看(投资周期3年以上)，重点放在基础层具备高成长性的“小而美”潜力企业，陪同企业成长，从基础层到创新层，再到精选层甚至转板上市。

力鼎资本创始合伙人、CEO高凤勇认为，精选层首批企业的表现会起到引领作用，新三板的估值体系将重塑。投资者应该关注新三板创新层和基础层的机会。

## 布局优质公司

对于如何选择投资标的，与会嘉宾看法不一。李曾表示，华夏成长精选6个月定期开放混合型发起式证券投资基金将采用定性分析和定量分析相结合的方式，通过基金管理人开发的选股模型确定备选股票库。新三板精选层股票备选股的量化标准有四个。

具体看，上年收入不低于1亿元；上年的净利润不低于3000万元；最近20个交易日平均市值不低于5亿元；公司近一年经营活动产生的现金流净额为正或者最近两年累计研发投入合计超过5000万元或者最近20个交易日平均市值不低于15亿元。“盈利方面，超过50%的新三板精选层辅导公司净利润在5000万元以下，但从盈利质量看，ROE超过20%的公司占比达到31%，高于科创板和创业板企业。”

李曾认为，精选新兴细分行业的成长股是投资的核心理念，包括TMT、生物医药、新能源产业链、新兴消费、高端装备制造等。

诸海滨建议投资者学会认知公司，发现价值，衡量成长性。精选层涉及不同行业、不同规模的新三板优质公司，需要在充分了解企业的前提下，进行战略投资布局。

张驰认为，投资的核心是企业的价值，需要详细研究企业，研究行业，不能盲目，要“投资熟悉的产业及企业。”

## 深耕PVC上游细分领域

# 佳先股份拟募资扩充产能

□本报记者 吴科任

佳先股份日前启动精选层公开发行工作，定价方式为询价，发行底价为7.5元/股，采取余额包销方式，未采取战略配售。募集资金主要用于扩大产能，项目总投资为3.24亿元。项目建成并达产后，公司DBM和SBM两个产品的年产能将分别达到7000吨和1000吨。佳先股份表示，2018年和2019年公司产能利用处于饱和状态，对新增产能具备消化能力，“不存在过度扩张的经营风险”。

东财Choice数据显示，佳先股份停牌前报13.52元/股，总市值为8.65亿元，滚动市盈率为24倍，而A股市场化学原料及化学制品制造业的滚动市盈率中值为25倍。值得一提的是，上述发行底价刚好为公司最近一次(2015年11月)的定增价格。

## 市场竞争力较强

佳先股份的主营业务为生产、销售环保热稳定剂助剂，主要产品( $\beta$ -二酮化合物)为DBM和SBM。DBM和SBM最终应用于PVC产品领域，如PVC异型材、PVC管材管件、电线电缆、注塑制品、食品包装、医疗制品、玩具等。

招股书显示，DBM和SBM通过与硬脂酸盐类热稳定剂复配，能够起到改善PVC的初期着色、抑制锌烧、提高热稳定性和光稳定性的作用。据不完全统计，目前市场上DBM、SBM年产能合计约为1.5万吨，佳先股份的产能为0.36万吨，产能占比约24%。

2017年~2019年(报告期)，佳先股份的产能利用率分别为98.22%、102.00%和103.57%，产销率分别为106.44%、99.10%和103.57%。

佳先股份的市场竞争力较强。招股书显示，在产品质量、性能等方面，市场上同类DBM产品通常粒径较单一，主要为20目，而佳先股份DBM产品粒径除20目外，还可以提供40目、粉末粒径的产品。产品粒径越小，在热稳定剂体系中分散

更均匀，色相相对更好。

佳先股份是我国化工行业《二苯甲酰甲烷》《硬脂酰苯甲酰甲烷》标准的主要起草单位，在行业中拥有一定的话语权。公司已取得37项专利。其中，发明专利6项，实用新型专利31项，专利数量在国内同业中居前。

公司被评为高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业，且是国家火炬计划“硬脂酰苯甲酰甲烷”“二苯甲酰甲烷”项目承担单位、国家科技型中小企业技术创新基金承担单位、安徽省精特新中小企业、安徽省创新型企业等。

佳先股份属地方国企。公司股东户数为248户。其中，自然人股东220户，法人等机构股东28户。蚌埠集团旗下蚌埠能集团直接持有公司2340万股股份，占总股本的36.58%，系公司控股股东；蚌埠集团直接持有0.82%股份，蚌埠集团旗下中城创投持有9.78%股份；三者合计持有47.18%股份，蚌埠国资委为公司实控人。另外，董监高股东合计持股2.08%，其余员工持股6.55%；海通齐东持有8.73%；其余股东持有35.46%。

## 毛利率逐年提高

报告期内，佳先股份营业收入分别为1.28亿元、1.45亿元和1.56亿元，归母净利润分别为1629.62万元、2530万元和3570.62万元。其中，收入占八成以上的DBM毛利率分别为28.87%、31.78%和38.44%，SBM毛利率分别为35.07%、37.24%和42.76%。

公司介绍，提升毛利率的驱动力来自价格和成本两方面。比如，DBM平均销售单价较2018年上涨3.53%，单位销售成本下降6.57%，单位销售成本下降主要是因为部分主要原材料采购价格下降及母液回收能力提升等因素影响。

报告期内，佳先股份向境外销售金额分别为4757.73万元、5521.13万元和5530.19万元，对应占主营业务收入的比例分别为37.29%、38.49%和35.70%。其中，欧洲、南美洲、东南亚、东亚四个地区外销占比高。

关于疫情对海外业务的影响，公司称，1~4月外销售收入为260.24万美元，与上年同期相比基本持平，订单签订与合同履行处于正常水平。同时，外销客户销售回款良好，采用O/A结算方式的销售业务均已投保出口信用保险。但是，海外疫情后续发展情况不明朗，对公司境外客户的影响难以量化评估。若海外疫情得不到有效控制，预计会对公司外销业务产生相应影响。

2017年6月，佳先股份与当地政府签订了《退市进园协议》，相关工作正在按照相关计划有序推进，最迟于2020年底前完成“退市进园”搬迁工作。“在确保新址试生产逐步展开的同时，现址生产平稳过渡，实现产品供应不中断，安全生产有保障。”佳先股份回复挂牌委审议时表示，已累计收到搬迁补偿款4800.40万元，可以覆盖公司的搬迁费用。

## 新增产能如何消化

招股书显示，扣除发行费用后，佳先股份本次募集资金拟投入到年产7000吨DBM及1000吨SBM生产项目(退市进园项目)，研发中心建设项目、补流及偿还银行贷款项目，总投资额合计为4.16亿元。其中，拟投入募集资金1.92亿元。

佳先股份表示，在蚌埠精细化工高新技术产业园区建设全新的DBM及SBM生产基地，采用先进、成熟的生产工艺，通过关键技术自主创新和资源的整合，建成业内先进的热稳定剂助剂生产基地。

在首轮问询和新三板挂牌委审议时，扩产项目均被问及，要求公司说明本次扩产的必要性，对新增产能的消化能力，当前市场需求情况下募投项目投产后产能是否能得到充分利用，是否存在过度扩产的经营风险。

佳先股份表示，公司将采取有效措施消化新增产能：进一步巩固和深化与现有客户的合作；采取区域代理商制度进一步开拓海外市场；利用价格手段满足价格敏感型客户的需求；提高研发能力，提升产品质量等。

## 精选层发行承销已到冲刺阶段

□本报记者 吴科任

6月23日，在新三板精选层公开发行与投资价值前瞻云峰会上，全国股转公司中介业务部副总监陈霞指出，精选层发行承销已经到了最后冲刺阶段，投资者将逐渐从理论进入实战状态。两家新三板公司精选层申请挂牌当日启动询价。

## 差异化安排

新三板发行承销充分借鉴境内外资本市场股票发行承销制度的有益经验，结合中小企业的特性以及全国股转公司多年来服务中小企业积累的经验，在定价、申购、配售、信息披露等方面作出针对性的具体安排。以定价方式为例，新三板提供直接定价、竞价和询价三种方式，灵活多样。

陈霞介绍，直接定价方式发行成本低、程序简便，适合二级市场交易活跃、行业与经营模式成熟，可比公众公司多的发行人。竞价方式市场化程度高、利益输送风险小，适合二级市场交易较为活跃，可比公众公司少的发行人。询价方式能够借助专业投资者，对股票进行合理定价，适合二级市场交易不活跃或涉及新材料、新能源、新产业等需要进一步合理估值的发行人。发行人和主承销商可以根据自身基本情况、股票交易活跃度、融资需求、市场环境等自主选择合理定价方式。

陈霞表示，建立以机构投资者为参与主体的市场化询价、定价和配售机制，新三板公开发行将网下初始发行比例设置为60%~80%。同时，充分考虑网上投资者的认购意愿，设置双向回拨机制，网上投资者认购不

足的，可以向网下回拨；网上投资者有效认购倍数超过15倍，不超过50倍的，应当从网下向网上回拨本次公开发行数量的5%，超过50倍的，应当回拨本次公开发行数量的10%。

陈霞提醒，精选层初期采用全额缴付申购资金的方式。

## 全流程监管

全国股转公司建立规范有效的利益输送风险防控机制，强化发行承销过程的全流程监管，对发行人、承销商及其他市场参与主体的行为予以规范。同时，通过强化信息披露与投资风险揭示、设置强制中止发行红线等制度，加强投资者保护，维护市场稳定运行。

监管安排包括六个方面：明确了对发行人、证券公司、证券服务机构、投资者等采取自律监管措施和纪律处分的主要情形；发行承销过程中涉嫌违法违规或存在异常情形的，全国股转公司可以要求发行人和承销商暂停、暂缓或中止发行，并对相关事项进行调查处理；参与登记业务的发行人、投资者、结算参与人等主体违反《承销实施细则》的，中国结算视情节轻重可采取相应的自律管理措施，并按照相关规定计入诚信档案；网上投资者因申购资金不足导致申购无效的，六个月内不得参与全国股转系统股票公开发行网上申购；全国股转公司发现承销商或网下投资者存在中国证券业协会发布的相关规则所述违规行为的，及时将有关情况通报中国证券业协会；全国股转公司发现发行承销过程中相关主体涉嫌违反法律法规和中国证监会相关规定的，及时向中国证监会报告。

## 方大股份专注快递物流包装解决方案

□本报记者 吴勇

6月22日，方大股份披露向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌公开发行意向书。公司拟募资1.68亿元，主要用于可变信息标签生产线建设项目。

## 扩大产能

方大股份主要从事快递物流包装的生产、销售以及胶黏材料研发，是一家集研发、生产与销售为一体的高新技术企业，专注于提供快递物流包装应用材料个性化产品解决方案。公司产品主要包括背胶袋、可变信息标签、防水袋、气泡袋，客户群体包括苏宁、天天快递、京东、顺丰、日本凸版、UPS、Fedex、DHL等企业。

近年来，全球快递物流行业发展迅猛，对快递物流应用材料的需求日益攀升。据Pitney Bowes发布的“包裹运输指数”，全球13个主要国家和地区快递物流包裹量从2014年的430亿件增长至2018年的870亿件，增长104%。预计到2025年全球包裹总量将达到2000亿件。

根据2019年中国快递发展指数报告，我国快递服务企业业务量从2010年的23.4亿件增长至2019年的635.20亿件，年复合增长率为44.31%。根据快递业“十三五”发展规划，预计2020年快递业务量将达到700亿件，年均增长速度达27.6%。

受益于庞大的市场需求，方大股份近三年业绩保持增长。招股说明书显示，2017年至2019年，公司营收分别为2.16亿元、2.72亿元、2.42亿元，净利润分别为2606.79万元、3428.07万元、2862.2万元。

背胶袋属于公司传统的核心产品。2017年至2019年，公司背胶袋销售收入分别为1.37亿元、1.43亿元、1.24亿元，占营业收入比例分别为64.22%、52.84%、51.65%。

2017年至2019年，公司可变信息标签销售收入分别为4324.65万元、8832.42万元、8367.07万元，占主营业务收入比例分别为20.28%、32.59%、34.73%，呈上升趋势。

公司此次拟募资1.68亿元，主要用于可变信息标签生产线建设项目。方大股份表示，国内快递服务企业集中度相对较高，对于可变信息标签的年度采购需求量较高。为节约管理成本，快递服务企业进行标签采购招标时，对供应商产能通常有较高要求，公司现有产能难以满足下游大客户的采购需求。

目前，方大股份可变信息标签产能为3330万平米。项目达产后，可变信息标签

生产能力将提升至20000万平米，产能将扩张至目前的6倍多。

## 内外销毛利率差异大

2017年至2019年，方大股份收入以外销为主，境外销售占主营业务收入比例分别为80.82%、73.01%和69.60%，主营业务毛利率分别为27.51%、23.86%、27.81%。内销与外销的毛利率差异较大。招股说明书显示，内销毛利率分别为9.38%、14.03%、16.34%，外销毛利率分别为29.43%、27.49%、32.82%。

背胶袋毛利率外销低于内销。方大股份表示，背胶袋在国际上使用范围较为广泛，同时需要与境外大型同行公司竞争。同时，外销业务征退税差计入主营业务成本核算，进一步缩减了外销背胶袋的毛利空间。

国内可变信息标签市场相对充分。同时，公司对顺丰、天天、苏宁、京东等知名企业的议价能力较弱。此外，内销可变信息标签单位成本高于外销。

## 回复问询函

方大股份近日回复了全国股转公司的问询，涉及行政处罚、环境保护、业绩下滑、毛利率等方面的问题。

2019年方大股份营业收入为2.42亿元，同比下滑11.19%；归属于公司股东的净利润为2862.2万元，同比下滑16.51%。全国股转公司要求公司说明，主要产品的应用与国内外快递业发展趋势之间的关系，针对收入下滑正在采取或拟采取的改善措施及预计效果。

方大股份表示，部分美国客户暂停合作等因素造成来自美国市场的销售收人大幅下降。公司将继续保持稳健的经营策略，坚持生产工序垂直化整合，研发自制热熔胶等主要原材料，在保证产品质量的前提下，最大化体现成本优势。

对于生产经营产生的废气、废水、固体废弃物、噪声等污染物问题，全国股转公司要求公司补充说明募投项目投产后的污染物排放是否会超过上述标准，是否存在被处罚的风险。公司表示，正在办理河北方大包装股份有限公司可变信息标签生产线项目建设项目主要污染物总量指标确认书。如果需要购买污染排放权，公司将根据政府的要求进行办理。

## 北京产权交易所挂牌项目信息表