

清科观察：“新三板”市盈率日渐攀升 投资已挂牌企业 VC/PE 多数浮亏

2012-10-24 清科研究中心 张琦

2012 年 8 月，“新三板扩容”正式获国务院批准，上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术开发区和天津滨海高新区在我国几十个国家级高新区中脱颖而出，成为继中关村科技园区之后的“新三板”试点园区，筹备多年的“新三板扩容”工作终于瓜熟蒂落。值此时机，清科研究中心推出了《2012 年“新三板扩容”投资机会专题研究报告》，特就我国目前“新三板”发展现状、“新三板扩容”后新增试点园区筹备情况、涉猎“新三板”VC/PE 机构的投资及回报状况，以及有望进入“新三板扩容”第二批试点的园区进行了详细的梳理，并针对我国“新三板”市场相关制度改革提出了业内的看法和建议。

7 家“新三板”原挂牌企业成功 IPO VC/PE 实现跨市套利

“新三板扩容”为手握重金、目光敏锐的 VC/PE 机构带来新的投资机遇。“新三板”的挂牌条件较其他高层次的资本市场为低，尤其是对盈利水平的限制尤为宽松，因此，不能否认“新三板”企业的整体运营水平尚难以与主板、中小板、创业板企业匹敌。对于 VC/PE 机构而言，畅通的退出通道是其关注的重点，而成功实现退出的关键在于被投企业具有良好的成长性与发展空间。“新三板”企业现阶段的盈利水平尽管不能尽如人意，但是厚积薄发、盈利增速、规模扩张却足以让投资者欣慰。目前，由于好项目稀缺，VC/PE 机构间对于优秀企业的争夺十分激烈，“新三板”的崛起，为 VC/PE 机构提供了更多选择。

此外，与普通“非公开流通股份”不同，“新三板”企业在挂牌之初，已经经历过改制、审批等流程，企业的股权架构清晰，并且在券商、会计师事务所和律师事务所的协助下完成了规定的信息披露流程，因此，“新三板”企业的起点高于普通企业，从而具有较高的 IPO 预期。加之创业板的推出，较低的挂牌门槛使部分“新三板”企业距离 IPO 只有一步之遥，因此，机构投资者对于“新三板”企业的 IPO 的期望值也随之增加。加上今年成功登陆创业板 IPO 的“博晖创新”和“东土科技”，截至目前，“新三板”已有 7 家企业先后成功在中小板和创业板上市进行公开融资。因此对于 VC/PE 机构而言，“新三板”企业可以构成其种子项目的资源，通过“新三板扩容”实现机构的盈利提升是具有可行性的。

表 1 原新三板挂牌企业已完成 IPO 情况（截至 2012 年 9 月 20 日）

序号	原新三板 股份代码	公司名称	IPO 时间	IPO 市场	股票代码
1	430007	久其软件	2009-8-11	中小板	002279
2	430006	北陆药业	2009-10-30	创业板	300016
3	430001	世纪瑞尔	2010-12-22	创业板	300150
4	430023	佳讯飞鸿	2011-5-5	创业板	300213
5	430008	紫光华宇	2011-10-26	创业板	300271
6	430012	博晖创新	2012-5-15	创业板	300318
7	430045	东土科技	2012-9-11	创业板	300353

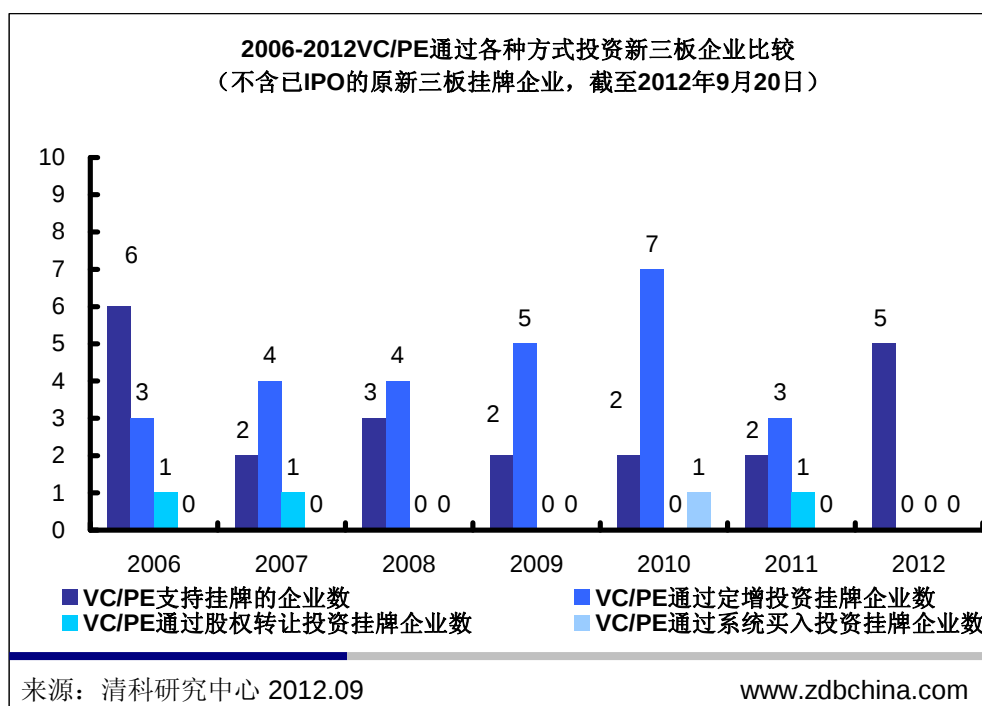
来源：清科研究中心 2012.09

www.zdbchina.com

多途径布局“新三板” VC/PE 广泛挖掘投资机会

清科研究中心观测到，已有多家机构关注到了“新三板”企业未来发展机遇，先行一步在企业挂牌前后通过企业增资、股权转让等多种方式，对优秀挂牌企业进行了投资。

图 1 2006-2012VC/PE 通过各种方式投资新三板企业状况比较（不含已 IPO 的原新三板挂牌企业，截至 2012 年 9 月 20 日）



17 家企业挂牌前获投资 “新三板扩容”园区企业受青睐

据清科研究中心统计，截至 2012 年 9 月 20 日，在“新三板”挂牌的 137 家企业中，有 17 家在挂牌前就获得过 VC/PE 支持。值得注意的是，“新三板扩容”后挂牌的 6 家新增试点园区的企业中，上海张江高新技术产业开发区的“新眼光”、武汉东湖新技术开发区的“武大科技”和天津滨海高新技术产业开发区的“久日化学”三家企业均在挂牌前获得过 VC/PE 机构的投资，且“新眼光”和“久日化学”背后的 VC/PE 机构均是在“新三板扩容”前突击入股，这些突击入股的机构中不乏上海永宣、深圳创新投、同创伟业、达晨创投、启迪创投等知名创投机构，可见投资机构们也在“新三板扩容”之际纷纷着手布局，以期“新三板”改革后交投活跃以便退出，或者培育企业主板、创业板上市从而实现跨市套利。

表 2 支持企业新三板挂牌的 VC/PE 前十名（按投资金额排名）

序号	机构名称	案例名称	投资时间	投资金额(元)
1	天津创业投资管理有限公司	久日化学	2012-7-25	32,086,087
2	南方工业资产管理有限责任公司	石晶光电	2002-10-31	25,000,000
3	深圳市同创伟业创业投资有限公司	久日化学	2012-5-20	24,015,680
4	启迪创业投资管理（北京）有限公司	煦联得	2010-11-19	15,999,755
		德鑫物联	2010-3-15	
5	深圳市达晨创业投资集团有限公司	武大科技	2008-9-12	15,000,040
6	北京淳信资本管理有限公司	卡联科技	2011-12-22	15,000,000
7	上海永宣创业投资管理有限公司		2012-1-12	15,000,000
8	上海联和投资有限公司	博朗环境	2006-12-15	11,500,000
9	深圳市创新投资集团有限公司	久日化学	2011-1-18	10,008,000
10	盈富泰克创业投资有限公司	海鑫科金	2004-3-10	8,000,000

来源：清科研究中心 2012.09

www.zdbchina.com

2011-2012 年集中投资“新三板” 42 家 VC/PE 意欲分享扩容利好

截至 2012 年 9 月 20 日,通过定向增发、股权转让或是系统买入方式投资“新三板”已挂牌企业的 VC/PE 机构已达 42 家,涉及企业 30 家,投资总额约为 4.97 亿。其中,天一投资、凤博投资、启迪创投、中关村发展集团表现均较为活跃。另外,VC/PE 机构投资已挂牌“新三板”企业时间段也多集中在 2011-2012 年,意在分享扩容利好。

表 3 投资新三板已挂牌企业最活跃的 VC/PE 前七名（截至 2012 年 9 月 20 日）

序号	机构名称	案例名称	投资时间	投资金额(元)
1	上海天一投资咨询发展有限公司	现代农装	2008-3-4	17,676,000
		指南针	2007-11-15	10,641,560
		合纵科技	2008-4-14	6,000,000
		联飞翔	2011-1-6	997,728
2	启迪创业投资管理（北京）有限公司	海鑫科金	2012-2-24	8,120,000
		联飞翔	2010-3-16	8,014,935
		诺斯兰德	2011-2-16	12,600,000
		绿创设备	2011-8-17	8,910,000
3	河北凤博股权投资基金管理有限责任公司	赛亿科技	2012-9-12	4,000,000
		道隆软件	2012-8-22	3,760,000
		凯英信业	2011-11-29	6,000,000
4	北京中关村发展集团股份有限公司	九恒星	2011-9-26	4,961,250
		天一众合	2012-7-19	4,992,600
5	北京中海投资管理公司	北科光大	2011-10-10	8,399,996
		中海纪元	2012-2-7	15,002,000
6	上海汇山富投资管理有限公司	京鹏科技	2012-6-7	18,000,000
		中讯四方	2011-11-1	1,000,000



7	北京金慧丰投资管理有限公司	首都在线	2011-9-28	3,080,000
		中讯四方	2011-11-1	3,000,000

来源：清科研究中心 2012.09

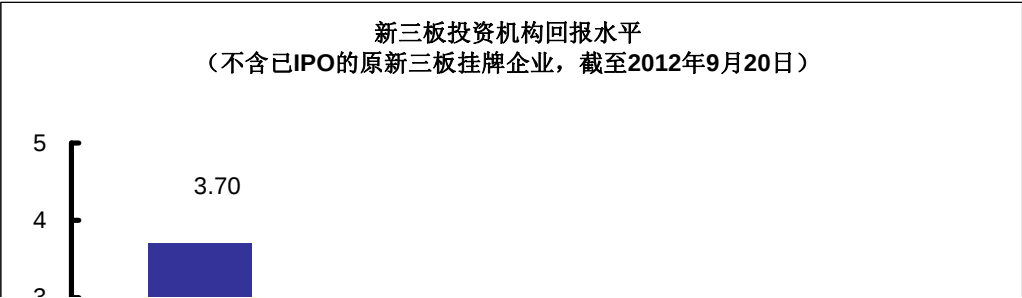
www.zdbchina.com

“新三板”市盈率日渐攀升 投资已挂牌企业 VC/PE 多数浮亏

清科研究中心就投资于“新三板”企业的 VC/PE 机构、天使投资人及 LP 的投资周期、回报倍数及 IRR 进行统计分析发现，企业挂牌“新三板”前便已入股的机构平均投资周期为 3.70 年，平均回报倍数为 2.47 倍，平均 IRR 为 56.8%，相比而言，企业挂牌后通过定向增发、股权转让及系统买入投资的机构平均回报倍数及平均 IRR 仅分别为 0.96 倍、-11.9%，这主要是因为，企业挂牌后市值已形成一定溢价，机构投资成本较企业挂牌前上涨，据清科研究中心统计，“新三板”目前平均市盈率已达 21.55 倍，接近主板、中小板水平，再加上挂牌后投资至今周期较短、交投不活跃、部分企业股票成交价格短期下挫，因此机构回报水平较低乃至浮亏。

与创业板相仿，“新三板”企业的主要吸引力也在于成长性、创新性，其投资价值较难被准确量化。随着“新三板”日益受到投资机构关注，其定向增发的市盈率同样有不断攀高的趋势，历史年份中 15.00 倍左右的市盈率已经较为罕见，而如今大多数企业的增资市盈率早已悄然提高到 20.00 至 50.00 倍之间。2012 年赛亿科技定增市盈率达到 45.00 倍，创造了“新三板”定向增发市盈率最高纪录；2010 年初，“联飞翔”定向增发的市盈率为 22.86 倍，而时隔半年再进行二次增资时，市盈率已高达 39.00 倍；除此之外，“中海阳”的市盈率为 31.00 倍，而“建工华创”市盈率则达到 38.00 倍。

图 2 新三板投资机构回报水平（不含已 IPO 的原新三板挂牌企业，截至 2012 年 9 月 20 日）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15792

