

清科观察：31 家 VC/PE 参与新三板定向增资 跨市套利有机可循

2012-09-17 清科研究中心 罗玉

2012 年 9 月 7 日，“新三板”正式扩容，新增上海张江、武汉东湖、天津滨海三个园区，自此，主办券商可在中关村园区及以上三个园区范围内挑选企业推介挂牌。场外市场是合格投资人的市场，挂牌企业寻求的投资人更多的是产业资本和股权投资企业，新三板主要投资者是机构投资者，机构投资者大部分是 VC/PE 机构。当前 VC/PE 市场竞争日臻白热化，新三板扩容无疑为机构提供了更多选择。

新三板扩容 VC/PE 分享多方利好

1) 优质项目来源得以扩充

新三板企业绝大部分是拥有自主知识产权的高科技创新型企业，属于 VC/PE 机构捕捉的关键领域，通过新三板平台，机构更容易发现和了解适合自身投资策略的企业，降低广撒网找寻项目的成本。以此次扩容的武汉东湖高新区为例，目前东湖高新区集中了湖北省三成左右高新技术企业，其新三板上市门槛是：注册资金超过 500 万元、有连续两年盈利记录标准。目前，武汉进入新三板后备的企业就已超过 200 家。

VC/PE 投资新三板企业主要有两种方式：

- 提前“潜伏”，投资拟在新三板挂牌企业。
- 参与新三板挂牌企业定向增资、股权转让。

截止到目前，共有 136 家公司在新三板挂牌，其中共有 31 家 VC/PE 机构参与过新三板企业定向增资，涉及定增企业共 24 家，投资总额 3.98 亿元，定向增资平均市盈率 19.64 倍。其中，启迪创投、上海天一、东方汇富等新三板投资较为活跃，此外，中科招商、天堂硅谷、德同资本等也均开展过投资。

表 1 VC/PE 机构参与新三板定向增资情况（截止到 2012 年 8 月底）

VC/PE 机构	参与定向 增资次数	投资金额（元）	参与定向增资所 占股权（%）①	定向增资企业平 均市盈率（倍）②
北京中关村发展集团股份有限公司	4	21,953,850	17.42%	16.70
启迪创业投资管理（北京）有限公司	4	20,614,935	11.06%	30.93
上海天一投资咨询发展有限公司	4	29,315,288	9.41%	25.00
东方汇富创业投资管理有限公司	3	14,620,000	5.88%	17.00
北京金慧丰投资管理有限公司	2	6,080,000	6.69%	17.30
北京中海投资管理公司	2	23,401,996	48.40%	20.00
上海鼎晶投资中心（普通合伙）	2	1,032,400	0.78%	17.00
深圳市银桦投资管理有限公司	2	10,758,577	8.87%	16.59
浙江熔岩投资管理有限公司	2	4,983,057	6.93%	18.30
北京北油中海资产管理有限公司	1	19,733,196	7.05%	17.17
北京鼎问财富投资管理有限公司	1	15,120,000	5.40%	17.17

北京厚生投资管理中心（有限合伙）	1	25,341,416	10.74%	13.00
北京惠农投资管理中心（有限合伙）	1	4,217,898	0.88%	11.00
北京金石农业投资基金管理中心（有限合伙）	1	3,600,000	0.75%	11.00
北京朗玛峰创业投资管理有限公司	1	2,200,000	3.36%	22.35
北京银河鼎发创业投资有限公司	1	4,725,000	2.73%	11.85
成都创业投资管理有限公司	1	8,000,000	4.51%	-
德同资本管理有限公司	1	31,602,420	4.07%	25.00
河北凤博股权投资基金管理有限责任公司	1	3,760,000	4.18%	26.00
江苏长丰信达创业投资有限公司	1	9,000,000	1.67%	31.00
江苏东昊创业投资有限责任公司	1	14,000,000	6.22%	30.00
金信祥泰创业投资（北京）有限公司	1	4,200,000	1.76%	-
卡贝基金资本	1	9,000,000	2.54%	27.00
启迪创业投资管理（北京）有限公司	1	8,120,000	1.33%	15.15
青岛华仁投资管理有限公司	1	7,200,000	0.93%	25.00
上海复星创富投资管理有限公司	1	36,022,350	5.88%	15.15
上海天一投资咨询发展有限公司	1	6,000,000	2.43%	-
苏州高新投创业投资集团有限公司	1	467,648	0.31%	25.00
温商创业投资有限公司	1	20,000,000	5.47%	-
新天际创展（北京）投资管理有限公司	1	3,600,000	5.49%	22.35
浙江天堂硅谷股权投资管理集团有限公司	1	10,000,000	11.11%	21.66
中富投资集团	1	3,000,000	0.63%	11.00
中科招商创业投资管理有限公司	1	16,800,000	6.00%	17.17
总计	49	398,470,031	-	19.64

来源：清科研究中心 2012.09

www.zdbchina.com

注：①若 VC/PE 参与多次定向增资，此处为其多次定向增资所占股权之和。

②若 VC/PE 参与多家公司多次定向增资，此处为定向增资公司市盈率的平均值。

2) 投资风险相对较低

- **新三板企业规范性较好。**高新技术园区的企业均是具有良好成长性的创新型企业，各园区对于挂牌企业资质进行过严格审核，企业在新三板挂牌前也进行过主办券商尽职调查、监管机构审核等流程，因此企业规范性相对较好。
- **外部监管规范投融资行为。**新三板制度的确立，使得挂牌公司的股权投融资行为被纳入交易系统，并且可以接受主办券商的督导和证券业协会的监督，对于投资方、被投资企业双方而言，一定程度上能够降低不确定性和投融资风险。

3) 多元化退出新机遇

进入 2012 年以来，作为 VC/PE 退出主要方式的 IPO 内外交困，新三板扩容，更多的企业有机会在新三板挂牌，VC/PE 将获得“新三板”以及“转板上市”两个不同层面的退出机会，对 VC/PE 退出无疑是一大利好。

- **新三板股权转让退出。**VC/PE 所投资的早期企业，在财务、法律方面可能无法满足主板、中小板和创业板的上市要求，新三板扩容后，更多的企业可以在此融资，VC/PE 得以退出，缓解项目上市压力。
- **转板上市退出。**新三板向来有中小板、创业板上市“孵化器”、“蓄水池”之称，尽管监管层尚未明确转板“绿色通道”，但进入新三板历练的企业在公司治理、财务等各方面不断规范，逐步向 IPO 标准靠拢，寄望新三板企业曲线登陆资本市场，通过跨市场套利也是目前众多机构热衷新三板的重要原因。自新三板成立以来，由新三板挂牌转板到中小板和创业板的公司共有 6 家，其中北陆药业、世纪瑞尔、紫光华宇三家企业曾获得过多家 VC/PE 投资。

新三板挂牌较主板成本较低

企业挂牌新三板费用较低，降低了企业融资成本。根据清科研究中心数据统计，中国大陆平均每家企业 IPO 发行费用约在 5000 万元人民币以上，占到其平均融资额约 6.0%，其中承销及保荐费用占比最高，其次是审计、律师和信息披露等费用。目前新三板企业定向增资平均融资额约在 2000 万元-5000 万元人民币，企业申请在新三板挂牌费用主要包括律师费用、审计费用、评估费用、券商挂牌推荐费用，挂牌费用一般在 150 万-300 万左右，且很多园区均出台了园区内企业在新三板挂牌的鼓励和支持政策，可覆盖部分成本，综合来看，企业在新三板挂牌成本较低。

表 2 新三板与主板挂牌成本比较

	主板	新三板
发行/挂牌费	5,000 万元人民币以上	150 万-300 万人民币
占融资额比例	约 6.0%	-
主要费用构成	承销及保荐费用 审计费用 律师费用 信息披露费用等	律师费用 审计费用 评估费用 券商挂牌推荐费用等

来源：清科研究中心 2012.09

www.zdbchina.com

风险挑战并存 VC/PE 需谨慎评估

企业持续盈利能力待考察。新三板挂牌企业多为财务、法律方面尚不满足主板上市要求的初创期企业，业绩不稳定，未来持续经营能力有待考证。未来企业是在弱市中流于平庸，还是龙门一跃，需要考验 VC/PE 鉴别能力。

机构需防范高价追捧、非理性竞争。随着新三板扩容，企业更容易挂牌交易，谈判时容易自抬身价，新三板企业初始融资或定向增资市盈率有不断攀高趋势，截止到 8 月底，VC/PE 参与新三板挂牌企业定向增资平均市盈率为 19.64 倍，最高的达到了 39 倍。不少 VC/PE 对于新三板企业未来转板抱有美好的预期，若以投机心理高价格追捧新三板项目，将失去新三板投资原有的机遇。



流动性风险存隐忧。由于新三板缺乏第三方价格发现功能，流动性成为一大考验，2011 年新三板平均换手率只有 2.93%。2012 年以来，新三板挂牌的 100 多家公司成交金额仅 3.75 亿元。新三板试点扩容首批公司首日大幅上涨后，次日出现零成交。虽然新三板为 VC/PE 机构提供了新的退出路径，但由于其局限性使然，交易的企业类型比较单一，无法满足不同类型投资者的投资策略和风险偏好，VC/PE 机构退出并不顺利。未来制度方面是否会适度消除流动性限制，降低投资者进入门槛仍需等待。

关于清科

清科集团成立于 1999 年，是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构，主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务及直接投资。

服务介绍：

清科研究中心于 2001 年创立，研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品**清科数据库**（Zdatabase）是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库，为众多有限合伙人、VC/PE 投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

清科互动平台是目前国内影响力最大的投资人及企业家交流平台，每年参会人数总和逾万人次，拥有国内最强的投资人关系网络。旗下会议论坛品牌包括中国创业投资暨私募股权投资论坛、中国有限合伙人峰会、中国高成长企业家峰会及创业投资俱乐部。

清科资本是清科集团旗下的投资银行业务，为中国高成长企业提供全方位融资、并购和重组方案，每年协助 20 多家企业完成资金募集和并购，交易金额超过 2 亿美元。行业涵盖互联网、通信、教育、健康医疗、消费、零售及服务行业等方面。

清科创投是清科集团于 2006 年募集成立的创业投资基金，专注于投资具有高增长潜质的中国企业，主要采取联合投资的方式和国内外著名创投机构投资于中后期企业，以领投或联合领投的方式投资于早期的创业企业。

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_15832

