



新三板 PE 行业，由好时代进入坏时代了吗？

2016 年 2 月 4 日

袁季（分析师、首席研究官）

黄莞（研究助理）

电话：020-88836102

020-88836112

执业编号：A1310512070003

邮箱：yuanj@gzgzhs.com.cn

huanguan@gzgzhs.com.cn



【导语】



这是最好的时代，这是最坏的时代；这是光明的季节，这是黑暗的季节；这是希望之春，这是失望之冬——狄更斯《双城记》

关注新三板的您，一定知道，2015 年是新三板 PE 板块的“黄金时代”，挂牌的 PE 机构已达 25 家，数量占比不足新三板挂牌企业总数百分之一，但融资规模达三百亿。

而发展最好的时代，也有最坏的时候。PE 们融资后的资金投向引人注目，而这种“挂牌 PE 一业独大、新 PE 扎堆抢滩登陆”的局面在 2015 年 12 月份被暂停了。

回顾新三板 PE 板块，到底 PE 们有多火？凭什么模式火起来的？为什么火着火着被暂停了？到底暂停是好是坏？PE 们进入了坏时代了吗？请听广证恒生为您解读。

一、新三板 PE 板块的 2015 年

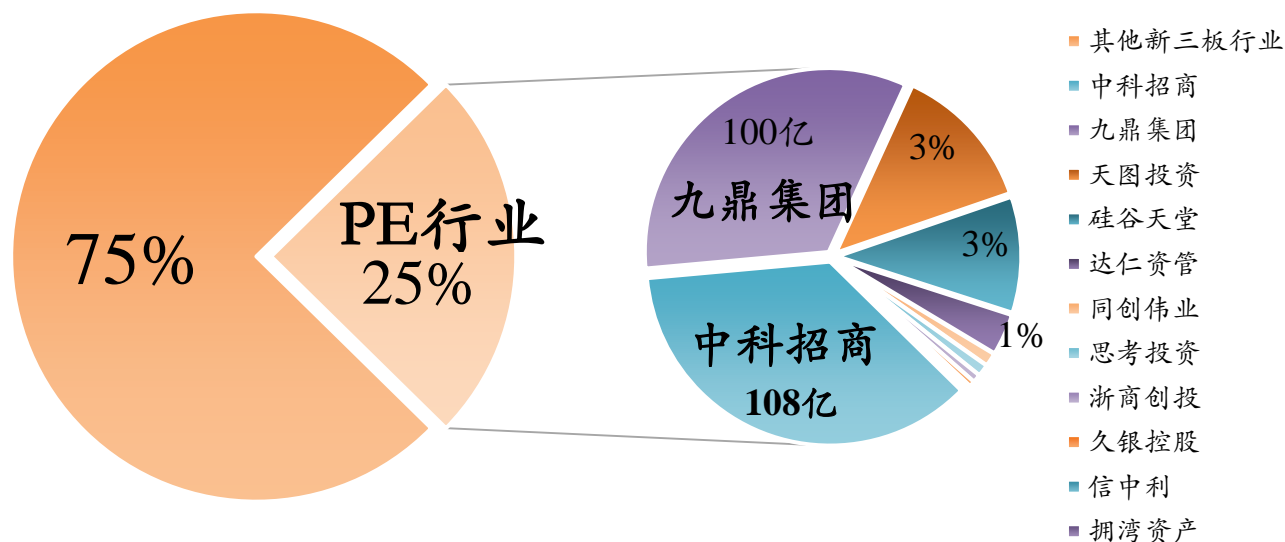
1、融资忙，11 家 PE 融走市场 25% 的资金

2015 年新三板完成的定向增发为 1216.45 亿元，而 PE 板块里产生的 20 次定增，就募集

了 300.59 亿元，占到整个市场约 25%，体量之巨，不可小觑，这仅仅来自于 11 家 PE 公司。就已完成的单次定增看，历时 6 个月，九鼎集团的 100 亿定增，成为了新三板史上“单次定增之最”。而“2015 新科定增王”却不是它，而是定增了 4 次、募集了 108 亿的中科招商。2015 年，前十大定增实施中 PE 占 6 席，私募定增已向百亿级别挺进。年内最大的主板定增实施是包钢股份的 298 亿，如果把新三板定增第一放到主板可以排第 6，倘若按此类比，各 PE 机构在三板上的融资规模已达主板级。

而对比 A 股，新三板的定增流程更加便捷，因此 PE 们定增速度相当快，例如天图投资 11 月 14 日完成 26.83 亿的定增，马不停蹄，一个月后的 12 月 23 日完成第二笔定增，两者相差不到 10 天。

图表 1 PE 板块定增超 300 亿元，占到 2015 年新三板定增 1216 亿元的近 25%



资料来源：Wind，广证恒生

2、业绩红，市盈率领跑新三板

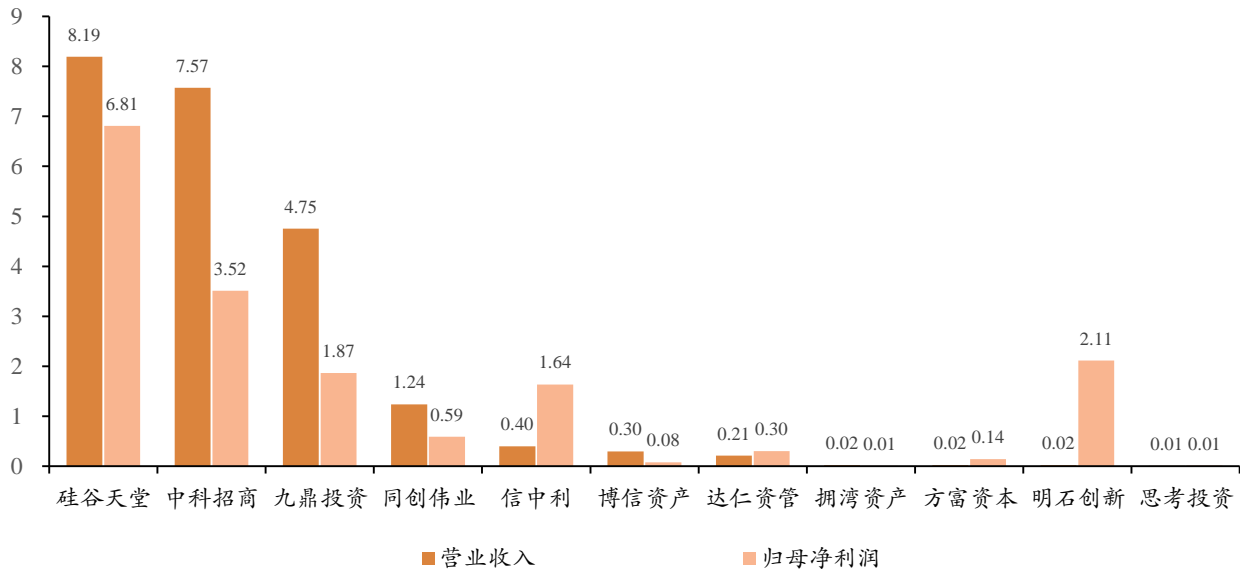
根据新三板 PE 板块中已经发布 2015 年中报的 11 家，5 家实现营收增长，分别是九鼎投资、中科招商、同创伟业、达仁资管和硅谷天堂。

根据 2015 年中报数据，硅谷天堂成为目前来说最赚钱的 PE，以营业收入（8.19 亿元）、归母净利润（6.81 亿元）夺冠。而中科招商和九鼎集团也拿出了不错的业绩，分别以 7.57 亿元和 4.75 亿元的营业收入领跑。同创伟业虽然比“前三甲”稍逊一筹，但与去年同期相比营业收入增长 169%。而剩下的 7 家“有点心塞”，业绩相比平淡。

从市盈率指标看，这 11 家 PE 们的加权平均市盈率 (TTM, 2015 年中报, 市值加权平均) 高达 181 倍, 领跑整个新三板市场平均市盈率 47.27 倍 (TTM, 2015 年中报, 市值加权平均)。



图表 2 这 11 家 PE 企业表现不俗，硅谷天堂领跑（2015 年中报，单位：亿元）



资料来源：Wind，广证恒生

图表 3 新三板 PE 企业经营情况（取自 2015 年中报，剔除无数据企业）

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)	营业收入同比 (%)	归母净利润(亿元)	归母净利润同比 (%)	市盈率(TTM, 2015 年中报)
833044.OC	硅谷天堂	8.19	693.85	6.81	21046.83	52.09
832168.OC	中科招商	7.57	65.63	3.52	85.13	82.64
430719.OC	九鼎集团	4.75	179.04	1.87	304.28	207.84
832793.OC	同创伟业	1.24	169.39	0.59	298.73	137.56
833858.OC	信中利	0.40		1.64		198.63
834395.OC	博信资产	0.30		0.08		
831639.OC	达仁资管	0.21	140.9722	0.30	518.50	190.92
834606.OC	拥湾资产	0.02		0.01		
833962.OC	方富资本	0.02		0.14		
832924.OC	明石创新	0.02	-16.6216	2.11	5427.40	



831896.OC	思考投资	0.01	-83.6359	0.01	-49.53	40.29
-----------	------	------	----------	------	--------	-------

资料来源：Wind，广证恒生

3、市值高，挂牌数量占 0.1%的 PE 贡献了约 17%的市值

拿到 2015 年初和年末的两份市值排行榜，笔者发现，年初市值排行榜 TOP10 中只有九鼎集团一家 PE，而年末已经有 6 家 PE 冲进市值排行榜 TOP10，而这 6 家上榜企业市值高达 2565.14 亿元，占新三板市场总市值的 16.73%，也就是挂牌总数 0.1%的企业占据了约 17%的市值。其中九鼎集团（原九鼎投资）、中科招商、硅谷天堂稳坐前三把交椅。

年初市值排行榜前十 (2015 年 1 月 1 日统计)				年末市值排行榜前十 (2015 年 12 月 31 日统计)			
排名	证券代码	证券简称	市值(亿元)	排名	证券代码	证券简称	市值(亿元)
1	430719.OC	九鼎集团	195.54	1	430719.OC	九鼎集团	1024.65
2	831550.OC	成大生物	99.00	2	832168.OC	中科招商	432.24
3	830838.OC	新产业	74.20	3	833044.OC	硅谷天堂	428.44
4	430002.OC	中科软	46.47	4	832970.OC	东海证券	184.70
5	830931.OC	仁会生物	35.87	5	833858.OC	信中利	180.54
6	430618.OC	凯立德	35.56	6	834089.OC	浙商创投	169.71
7	830899.OC	联讯证券	32.42	7	830838.OC	新产业	148.16
8	831090.OC	锡成新材	31.12	8	833979.OC	天图投资	144.86
9	430017.OC	星昊医药	30.90	9	832898.OC	天地壹号	127.10
10	830777.OC	金达莱	28.32	10	834793.OC	华强文化	116.00

资料来源：Wind，广证恒生

二、新三板+PE 四大模式



新三板PE四种商业模式



九鼎集团：投资快准狠，大资管帝国

中科招商：融资+举牌

同伟创业：布局小而美，拼项目利润率

硅谷天堂：PE+上市公司，并购新模式



目前PE公司还无法登陆主板市场进行融资，而资金问题又是其心腹大患，新三板的融资功能可以很好地解决这一问题。新三板让PE们找到了合适的发展模式。笔者通过归纳总结发现目前新三板PE们主要有四种发展模式：

➤ 九鼎集团：快准狠逆袭主板，大资管帝国雏形初成

作为PE中首家拥抱新三板的，也是最成功的，九鼎集团（原九鼎投资）无疑是行业标杆。尽管是老牌私募股权机构，九鼎集团的抱负和格局却并不保守，它恰到好处地抓住了新三板这一战略风口，解决自身融资需求。2015年通过定增拿到100亿，迅速进军基金、控股证券、拿下期货、收购保险，拿下多块金融牌照，打造大资管帝国。

而它显然把目光放得更远，2015年5月迅速出资41.5亿元收购中江集团，间接手握A股上市公司中江地产，成为首家控股主板上市公司的新三板企业，也是国内PE机构首次控股主板上市公司，九鼎集团刷新市场对PE机构的世界观。

➤ 中科招商：家大业大，举牌不断

2015年的关键词之一就是“举牌”，而举牌的对象成了A股上市公司们，既有险资宝能系举牌万科，也有中科招商斥资40亿举牌16家上市公司。

中科招商是何许人？中科招商管理资金庞大，投资队伍庞大。2015年中报显示，仅上半年投资项目11家，金额2.46亿元。公司所投资的企业不但覆盖了各种行业，更是不断布局文化消费、健康医药、节能环保等重点行业。今年的动作也很活跃，108亿的四轮融资、90亿元的拟募集公司债以及4亿美金的海外投资。

想必大家对中科招商在去年A股深度回调期举牌上市公司记忆犹新。这也是中科招商战

略部署的一部分，公司迅速出手的16家，多属于小盘股，市值中低，主营业务分散，但与中科招商库存项目在产业上吻合度高，模式以及前景被中科招商长期看好。而举牌背后是一招“布局产业集群”的棋子，借控股上市公司，形成产业集群，从而实现扩大家业。因此，中科招商走的是“融资+举牌”的路子。

➤ 同创伟业：布局有方，以直投收益支撑公司利润

不同于中科招商和九鼎投资的全覆盖布局，同创伟业的布局是“小而美”——先缩小，聚焦国家重点支持的七大新兴产业，再选美，找新兴行业的领军企业；最后再找投球手，即投资企业的管理团队。同创伟业一直致力于新兴产业的“全产业链”投资，敢于大量布局企业早期投资。从2015年年中报看，同创伟业共投资了150个早期项目，以最高项目收益率打响行业名头。

➤ 硅谷天堂：不走寻常路，创“PE+上市公司”新模式

“PE+上市公司”并购新模式是，PE充当GP（普通合伙人）与上市公司/上市公司大股东/其关联公司，一起做并购基金的发起人，成立有限合伙制并购基金。2015年3月硅谷天堂携手亿童文教，一开新三板“PE+上市（挂牌）公司”并购的先例。而并购这条矿脉，也为硅谷天堂带来了2015年上半年业绩大涨210倍的好成绩。目前，硅谷天堂形成了“产业整合并购、创业投资、资本管理”三大业务并进的基础架构。

三、2016年，构建新的生态环境

好和坏从来都是相对的。好的时代太快到来，也可能带来坏的症状。

2015年，与新三板结合的创新模式重塑了PE业。市场能热，却不能过热。

在2015年12月25日证监会新闻发布会上，证监会副主席方星海针对私募机构的原话：“2015年以来，私募基金管理机构在新三板市场上频繁融资，融资金额和投向引起了社会广泛关注和质疑，需要加强对此类私募基金管理机构的监管。暂停私募基金管理机构在全国股转系统挂牌和融资之后，将对前期融资的使用情况开展调研。”

而彼时，仍有20多家PE正在排队挂牌新三板。

暂停新PE的进入，下一步是调查融资较大的公司，标准则是1亿元以上的融资规模。而大多数的PE们融资就超过1亿元。

那么如何看待这一次的“冰封”呢？到底是好是坏？



我们先回看此次证监会暂停的原文——证监会 12 月 25 日答记者问的原文。

再次重申，新三板应该是中小微企业的新三板！根据股转系统的官方定义，新三板以“小

2、问：有媒体报道，监管机构叫停私募股权投资机构挂牌新三板，请问是否属实？若属实能否介绍详细情况？

答：《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》（国发〔2013〕49号）明确全国中小企业股份转让系统是经国务院批准，依据证券法设立的全国性证券交易场所，主要为创新型、创业型、成长型中小微企业直接融资服务。

今年以来，在全国股转系统挂牌的私募基金管理机构频繁融资，融资金额和投向引起了社会的广泛关注和质疑。因此，迫切需要加强对此类私募基金管理机构的监管，暂停私募基金管理机构在全国股转系统挂牌和融资，并对前期融资的使用情况开展调研。

额、快速、按需”的融资机制为中小微企业提供资本市场服务，也就是说，无疑，PE 已经成为新三板上非常重要的板块，然而新三板还有大量有直接融资需求的创新型、创业型、成长型中小微企业。

没有无缘无故的风，也没有无缘无故的冰封。显然，PE 们在新三板频繁融资，挂牌数量激增，引起市场和监管部门的关注。

不仅是现有的私募公司监管收紧，私募公司的新注册也面临收紧。如 1 月 9 日北京工商局发文，暂停在京私募公司的登记注册。

1 月 15 日，证监会发布了《证监会 2015 年私募基金检查执法情况通报》，通报显示当前私募基金领域存在着登记备案信息失真、资金募集行为违规等五类的违法违规问题，甚至涉嫌了非法集资犯罪。

那我们可以得出，证监会这次暂停，旨在遏制私募基金风险事件的高发态势。

进一步说，证监会的暂停挂牌的言下之意是？

规范，规范，再规范。PE 们的挂牌和融资需要“规范”。

【点评】

此次的暂停，是给了新三板市场一段冷静思考的时间。我们得以回顾新三板的应有面貌是什么，同时也给了 PE 们一次回归理性的机会，PE 们的健康发展要和新三板“为创新型、创业型、成长型中小微企业服务”的定位一致。暂停并不等于永久停止，发现问题就暂停治理，等解决了再开放市场，这未尝不是一件好事。

特别感谢：邓玲、倪庚

新三板团队介绍：



在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了周报、月报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官，新三板研究团队长）：从事策略研究逾十年，在趋势判断、资产配置和组合构建方面具有丰富经验，研究突出有效性、前瞻性和及时性，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的 100 位证券分析师”称号、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。

赵巧敏（新三板研究副团队长，高端装备行业负责人）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，6 年行业研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景。曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。

肖超（教育行业研究负责人，高级分析师）：荷兰代尔夫特理工大学硕士，5 年证券研究经验，2013 年获中国证券报“金牛分析师”行业第一名，对行业发展及公司研究有独到心得与积累。

陈晓敏（新三板医药生物研究员）：西北大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，在 SCI、EI 期刊发表多篇论文。3 年知名管理咨询公司医药行业研究经验，参与某原料药龙头企业“十三五”战略规划项目。

温朝会（新三板 TMT 研究员）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板研究员）：英国杜伦大学金融硕士，负责微信公众号“新三板研究极客”政策、市场等领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

林全（新三板环保行业研究员）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理以及航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88836112



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。