

报告发布：中国新三板解码

符星华

2015年09月

Zero2IPO Research

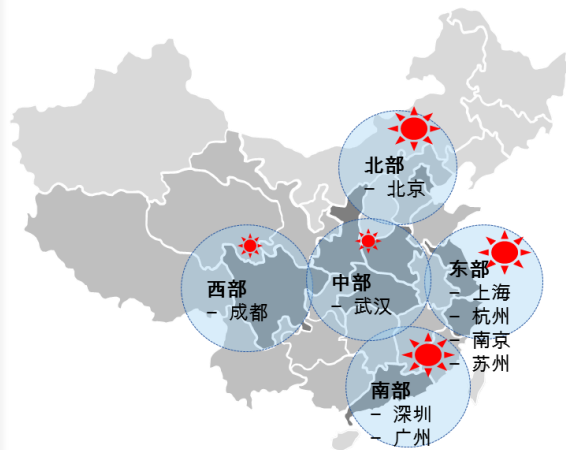
清科研究中心



清科研究中心
Zero2IPO Research



“大众创业，万众创新”

全国“3+2”创业中心



- 创业成本降低和创业环境宽松，刺激大量创业公司出现
- 全国形成北京、上海、深圳为核心，武汉、成都为新势力的创业中心

被投资的企业占比少

		
企业数量	13,952,000	42,000,000
被投资企业数	697,600	35,000
被投占比	5.0%	0.1%

- 我国有4200万家企业，其中被VC/PE基金投资的仅为35000家左右，占比仅为美国的1/50

创业大潮刚刚开始

创业成本降至史上最低



社交/移动平台加速产品普及



早期项目可以更精确估值



产品快速进入市场并获得反馈
Airbnb这样的早期项目能够精确估计出来增长空间

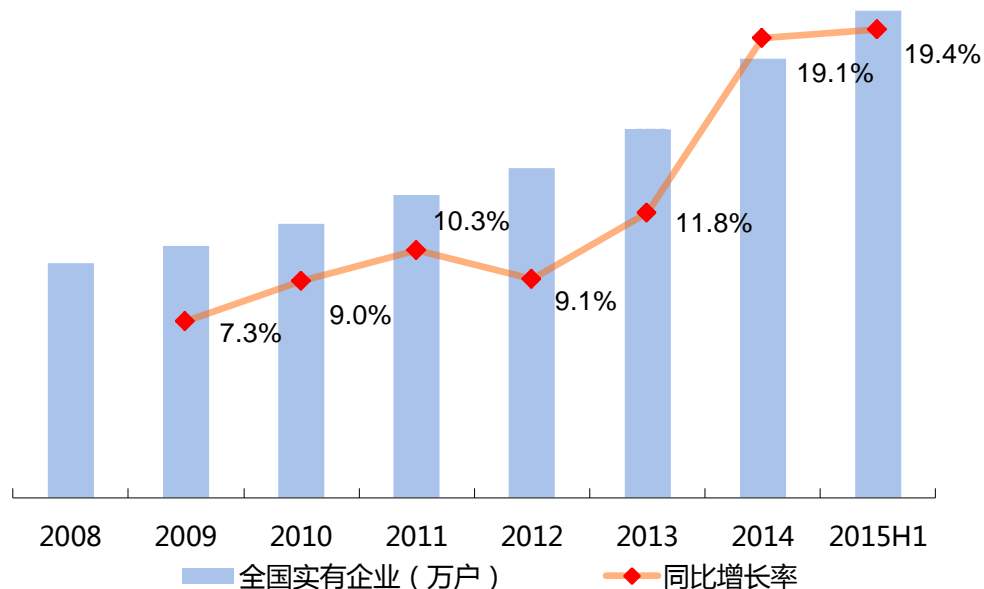
并购浪潮使退出渠道增多



- 创业成本降至史上最低
- 社交/移动平台加速产品普及
- 早期项目可以更精确估值
- 并购浪潮和资本市场开放使退出渠道增多

商事制度改革激发创业活力，全国新登记注册市场主体685.1万户

2008-2015上半年中国实有企业增长情况



关键发现

- 随着商事制度改革深入推进，市场活力持续激发，投资热情进一步高涨，新登记注册企业和个体工商户快速增长，产业结构持续调整优化，服务业发展呈现诸多亮点，从业人员稳步增加；市场竞争秩序状况平稳，案件总量同比继续下降；消费结构调整升级，消费环境持续改善。
- 上半年，全国新登记注册市场主体685.1万户，比上年同期增长15.4%；注册资本（金）12.9万亿元，同比增长38.4%。其中，企业200.1万户，增长19.4%，注册资本（金）12万亿元，增长43.0%。个体工商户472.8万户，增长15.9%，资金数额0.5万亿元，增长29.8%。截至6月底，全国实有各类市场主体7419.6万户，比2014年底增长7.0%，注册资本（金）154.3万亿元，增长19.4%。

多层次资本市场结构正在完善，制度改革迎来历史性机遇

我国多层次资本市场结构正在完善

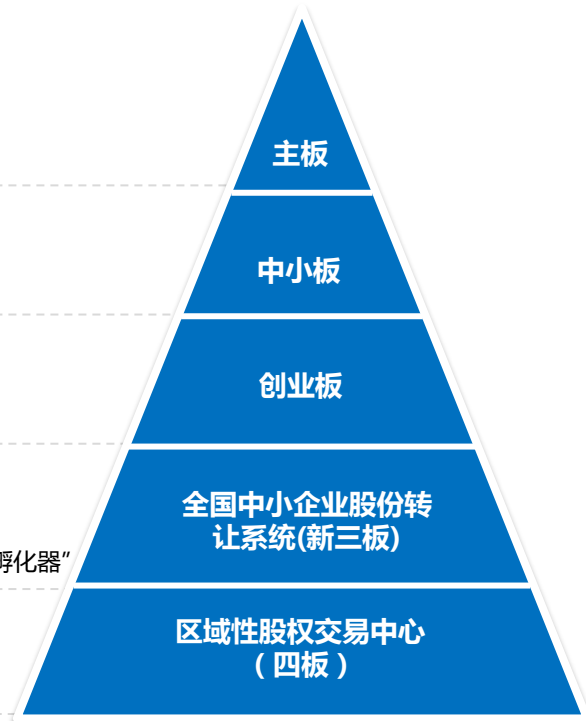
- 1990年12月1日诞生
- 打造蓝筹股市场

- 2004年5月17日设立
- 中小企业发展壮大的摇篮

- 2009年10月23日启动
- 创业创新企业的“助推器”

- 2006年1月于中关村园区试点、
- 2013年1月全国股转系统揭牌
- 全国性场外市场，上市资源“孵化器”

- 2012年8月开启
- 区域性场外市场，
- 服务地方非公众公司



注册制改革

- 发行速度的加快，发行数量的增加
- 对市场上市信心的提振
- 对资本市场估值现状的科学调整
- 对规范化运作要求的提高
- 极大提高创投机构的退出效率

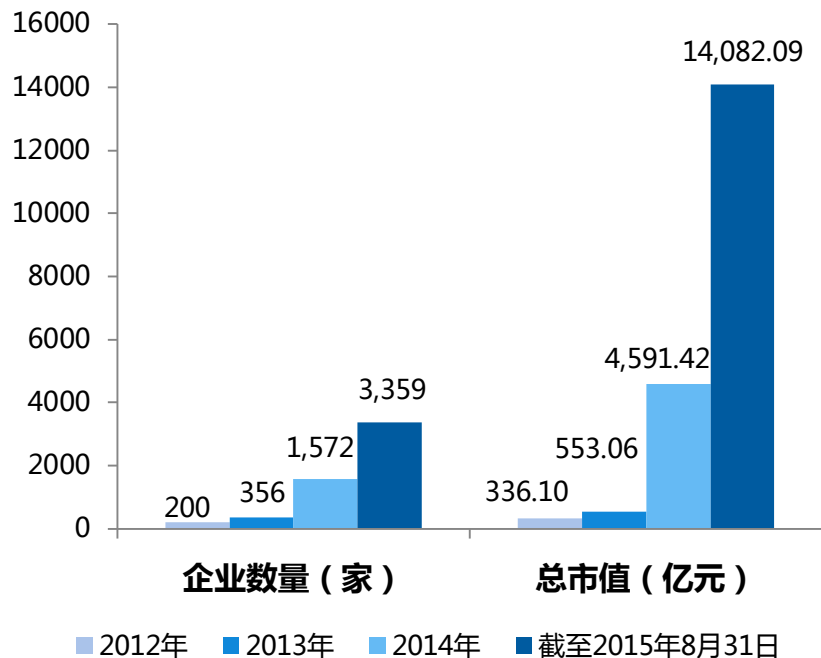
新三板扩容

- 开辟中小企业直接融资新渠道
- 提升品牌价值，促进业务发展
- 对大众创业、创新的巨大鼓舞
- 新三板将成为最大的并购市场

- 新三板是实现资本市场改革、支持创新发展的最佳场所，
- 也是真正能够实现政府所要完成的支持创新、结构调整、产业升级改革目的的市场

新三板发展飞速，企业挂牌数量迅速超越其他资本市场

2012年至今新三板挂牌数量及市值变化情况



- 截至2015年8月底，新三板挂牌企业数量已达3,359家，总量远超主板、中小板及创业板；
- 在市值上，新三板与其他板块还存在较大差距，但其平均市盈率已超越主板，仅次于中小板和创业板

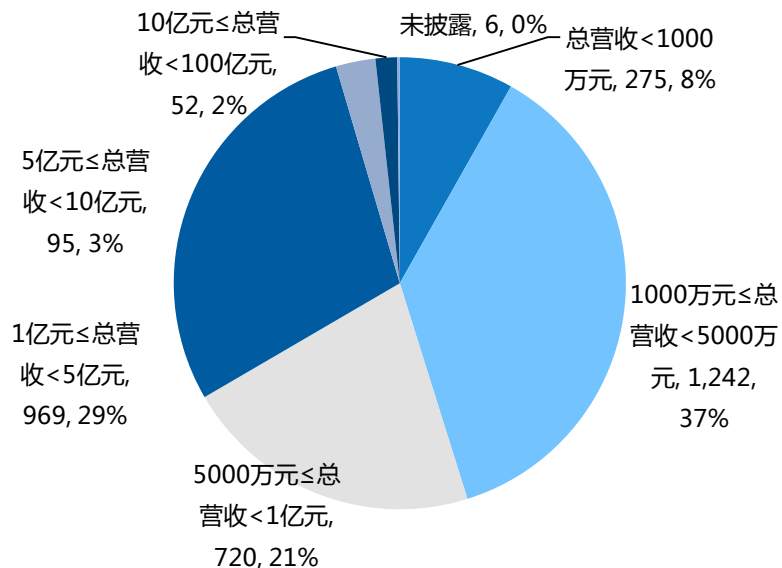
主板、中小板、创业板及新三板发展情况比较

	上市公司 (家)	总市值 (亿元)	总股本 (亿股)	平均市 盈率
上海主板	1,071	262,183	29,481	15.81
深圳主板	478	62,356	5,583	26.09
中小板	767	75,553	4,405	49.89
创业板	484	36,092	1,582	75.17
新三板	3,359	14,082	1,735	41.72

注：截至2015年8月31日

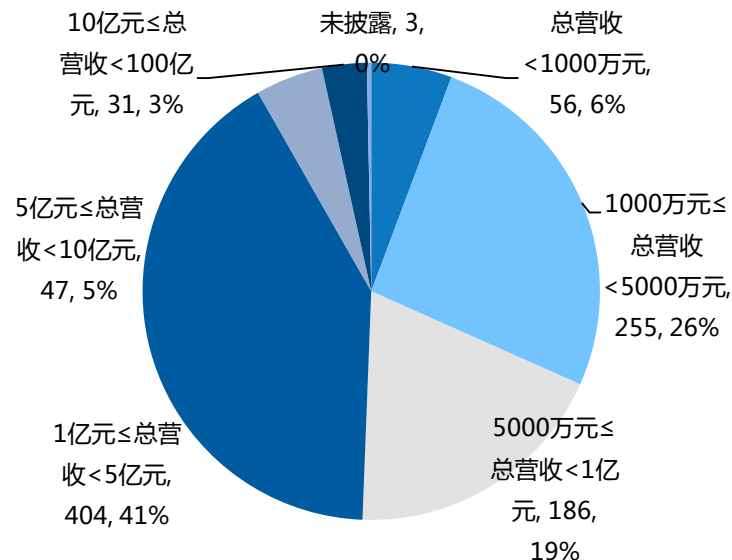
新三板企业体量明显高于预期

新三板挂牌企业上一年度营收分布



VS

VC/PE支持的新三板企业上一年度营收分布

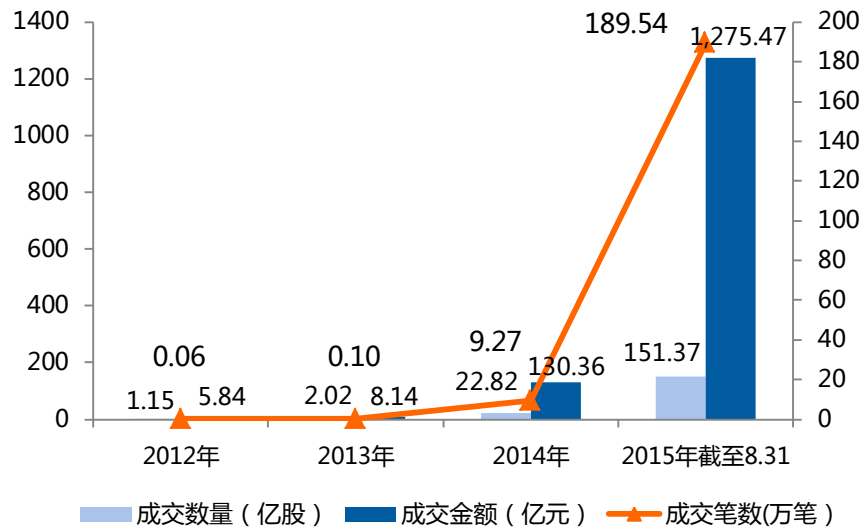
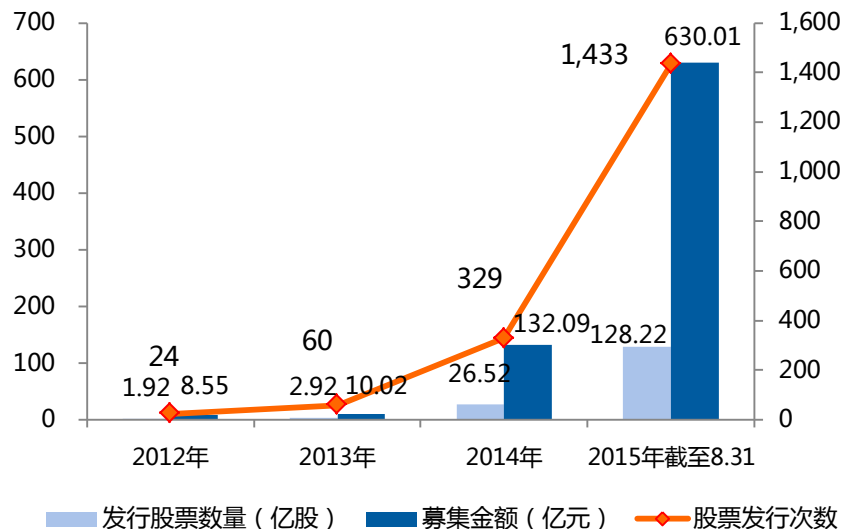


截至2015年8月31日，**新三板全部挂牌企业中上一年度总营收介于1000万到5000万元的企业最多**，占比37%；
而VC/PE支持的新三板企业中总营收介于1亿到5亿元的企业最多，占比41%

进入2015年，新三板挂牌企业股票发行和成交均呈现井喷态势

■ 2015年前八个月，新三板挂牌企业发行股票数量达128.22亿股，募集金额630.01亿元，相比2014年全年，股票发行数量增长了3.83倍，融资额增长了3.77倍；平均发行价格为4.91元/股与去年大致持平

■ 2015年前八个月，新三板挂牌企业股票转让数量达151.37亿股，成交金额1,275.47亿元，成交笔数189.54万笔，相比2014年全年，股票成交数量增长了5.63倍，成交金额增长了8.78倍，成交笔数增长了19.45倍

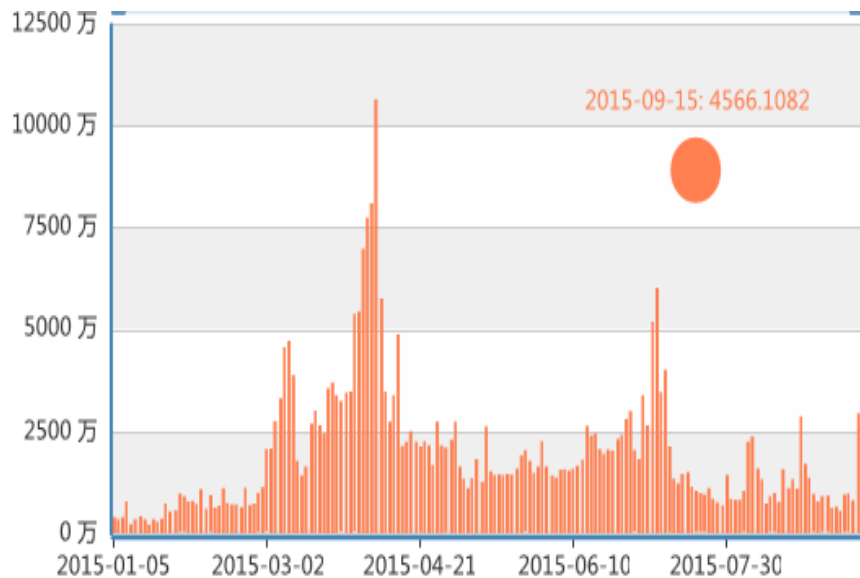


2015年做市指数在经历4月7日峰值后已腰斩，交易量下滑明显

三板做市指数

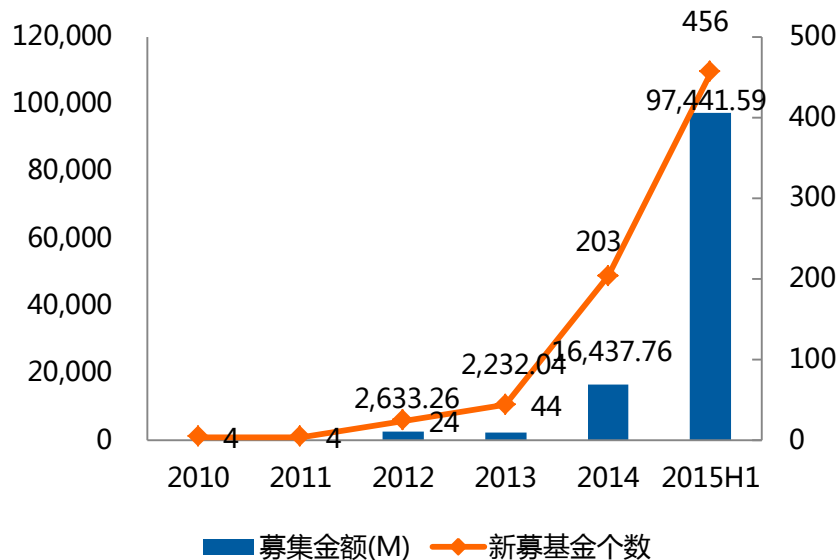


三板做市交易量



2015年新三板基金爆发式增长，投资策略分三大派系

- 2014年是新三板基金的转折年，2015年新三板基金将集中爆发式设立和募资
- 已知募集规模的397支基金募集总金额为974.42亿元人民币，平均募集规模为2.45亿元人民币



VC/PE “传统派”，以投资拟挂牌企业为主

- 由于新三板挂牌企业和拟挂牌企业都处在中早期阶段，因此，VC/PE背景的新三板资管机构受投资者欢迎
- 代表企业：同创伟业、高特佳、东方富海等

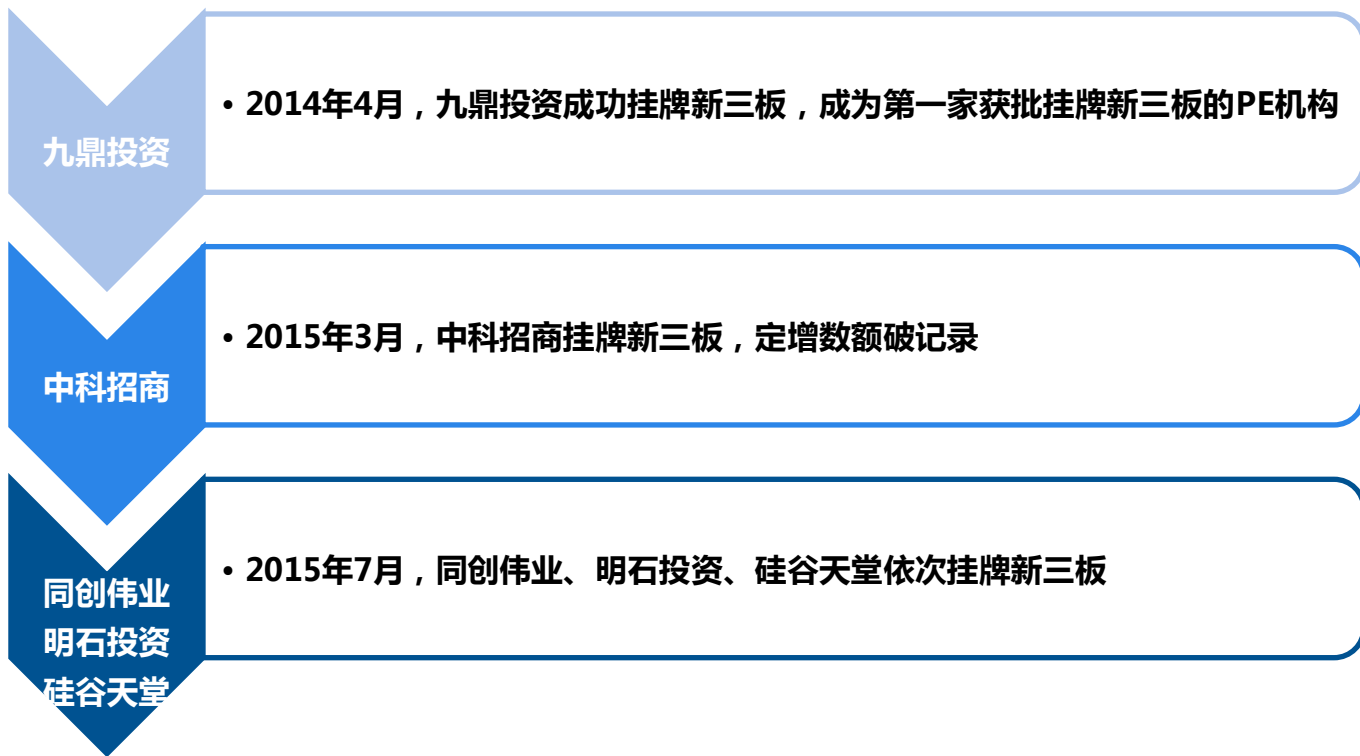
阳光私募“跨界派”，以参与新三板定增为主

- 阳光私募一般先确定项目再募资，整体基金设立和投资以投资项目为基础，效率比较高
- 代表企业：天星资本、鼎锋资产等

券商和公募基金“抢筹派”，背靠集团丰富资源

- 对新三板的制度红利带来的系统性机会颇为看重。公司背靠大集团，旗下金融牌照齐全、实力雄厚，且丰富的集团资源更受新三板企业欢迎
- 代表企业：中信证券，国寿安保基金等

新三板成投资机构新宠，已有五家机构登陆新三板



- 2015年3月，天星资本正式启动新三板挂牌上市程序，9月将正式挂牌，预估市值800亿元
- 信中利、忠诚投资、天图投资、力合清源、浙商创投等私募股权机构也在积极筹备登陆新三板

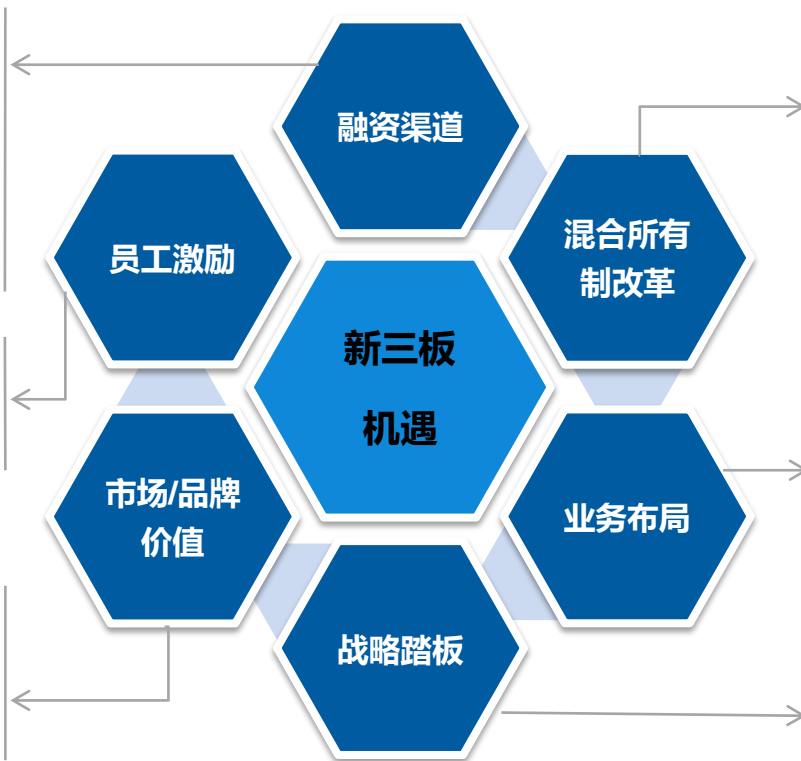
新三板成为众多创新型中小企业的有力支撑

股权融资，对于创新创业型小微企业融资难一直是一个难以解开的结。

- 创新型中小企业天生的基因与传统信贷类融资无法匹配
- 难以从传统的金融机构获得资金支持
- 创新型企业的发展前期投入较大，对于资金的需求非常明显

股权可执行，中小企业对于优秀人才的依赖性极大，可交易的股权对于员工激励具有决定性的作用。无法执行的股权是没有价值的

公众价值，作为非上市公司，管理的规范化和信息的透明化，都可以为公司带来潜在的市场和品牌价值，成为公司成功的重要因素之一



国企混改

- 员工激励
- 市场化运营
- 间接管控
- 国有资产保值增值
- 估值市场化

创新业务布局

- 对于大型集团企业、国有企业整体规模较大，布局创新型业务，原有管控体系不匹配
- 将新业务领域放入市场化进行竞争，间接实现管理
- 利于创新业务背靠集团资源，又能市场化运营

战略布局，发展转型往往依赖充足的资本金实力，新三板能够以资本为基础，帮助企业实现战略规划落地

新三板为挂牌企业资产重组及并购扩张提供了极大便利

- 1 新三板市场制度趋于完善，流动性提升，为并购重组提供价格依据，为企业的资产重组提供了便利
- 2 新三板新兴行业公司数量多，是上市公司谋求外延式扩张或跨界转型的重要标的池
- 3 新三板融资便利，使挂牌公司拥有一定的资金实力筹划外延式并购，并可灵活采用股权置换、定向增发+现金等多种交易方式开始并购活动
- 4 做市股票流动性强，投资者对参与公司融资实施对外并购积极性高
- 5 新三板的转板预期，套利动机加快新三板公司的并购重组步伐

- 2014年至今，新三板并购重组活动日渐活跃，据不完全统计，新三板挂牌公司共发生并购事件94起，涉及金额共计122.72亿元人民币
- 上市公司成为新三板并购重组活动中的重要参与主体
- 新三板挂牌公司开展外延式扩张并购活动也逐渐兴起

“两头在内”时代来临，VIE回归将借助新三板焕发新的活力

- VIE企业主要分布于互联网等新兴行业，大多具有“轻资产”、融资需求强等特点，而新三板定位于中小企业，具有灵活包容的融资机制，可以较低的成本、较短的时间为企业解决融资问题，帮助企业迅速做大做强
- 随着人民币基金和境内资本市场发展壮大，投资在境内、退出在境内的“两头在内”时代正在来临，相比海外资本市场，新三板能给予企业更高的估值以及充足的资金资源支撑，更符合创新、创业企业的成长需求

2009-2010年末拆除VIE架构，为登陆创业板实现2011至2013年三年盈利却遭遇IPO暂停。2013年11月，中搜网络在新三板挂牌，2015年3月23日开启做市商大幕，做市首日股价涨幅14.89%



2015年8月11日挂牌新三板。
2014年成立盛景嘉成母基金，
2015年4月发布国内首只新三板母基金，5月底成立海外VIE架构回归母基金，拟借助新三板快速打通股权投资全产业链

2015年4月30日发布公开转让说明书，8月26日正式挂牌。拟借助新三板谋求向社交媒体、社区游戏化、社区型电子商务及社交型互联网金融业务方向的转型



2015年7月1日宣布已花费6个月时间完成拆除VIE架构，拟于今年年底前正式挂牌新三板，投资方之一为关注VIE回归的盛景嘉成母基金

新三板仍将面临泡沫、流动性危机和长期投资考验等三大挑战

新三板市场供求转变隐含投资泡沫

- 随着挂牌企业数量的急剧攀升，新三板市场面临较大的融资需求，供求关系由“钱找项目”变为“项目找钱”，投资者面临投资机会暴增，但“新三板热”使得挂牌企业股票出现过山车式波动，投资者面临风险也急剧上升

新三板流动性危机仍然待解

- 与挂牌企业创纪录的红火局面形成鲜明对比，新三板二级市场的成交情况十分不稳定：2015年前四个月新三板成交一路高企，但5月以后新三板成交量陡然向下
- 新三板市场的低迷以及流动性的严重不足，在一定程度上影响到了挂牌公司的正常融资，也使得做市商和投资者利益受损，“新三板危机”亟待解决需从政策层面倒逼新三板市场制度改革创新

新三板长期投资仍待考验

- 新三板企业普遍体量较小，抗风险能力不足，近期A股大跌引发新三板大跌，使得投资者对新三板长期投资信心大幅下降
- 2015年9月7日，财政部、国家税务总局、证监会三部委联合发布《关于上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》（财税[2015]101号），对上市公司股息红利差别化个人所得税政策做出调整，对投资者长期持有新三板股票起到一定的积极推动作用，但更加完善的价值投资体系仍需进一步地建立

VC/PE机构面临转型机遇，项目竞争将更加激烈

机遇

- VC/PE机构的融资新渠道
 - **LP份额转股权**，一方面降低退出压力，另一方面转为股东后为投资提供了更多的资金，降低了募资压力
 - 可以直接通过资本市场获得**股权融资**提高资本金实力
- VC/PE机构转型契机
 - 借助新三板挂牌在获得大量资金支持的情况下，利用融得的资金全面布局公募基金、证券、银行等传统金融领域以及第三方支付、P2P等新型金融领域

VC/PE机构要把握新三板机遇以应对未来可能到来的挑战

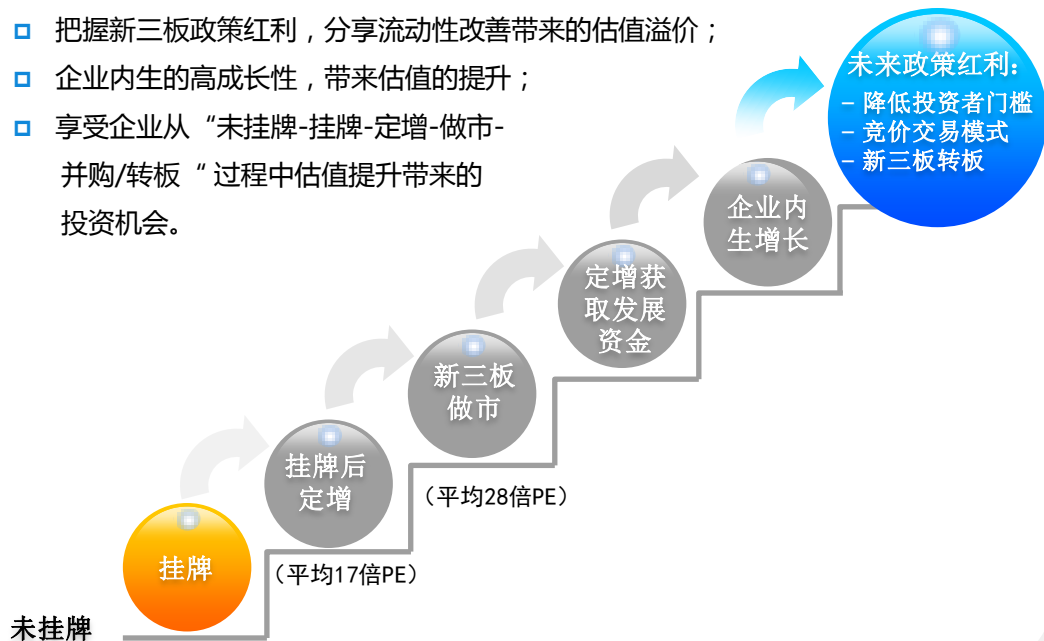
挑战

- 新三板“去VC/PE化”
 - 新三板的活跃也间接成为了VC/PE机构**增加了竞争**，从创新企业的发展阶段来看，进入发展及成熟期后的主要融资渠道依赖VC/PE机构的支持，然而新三板活跃后，企业可以通过新三板面向更多的投资人进行募资，估值水平也可能进一步被放大，因此VC/PE机构的竞争压力陡增

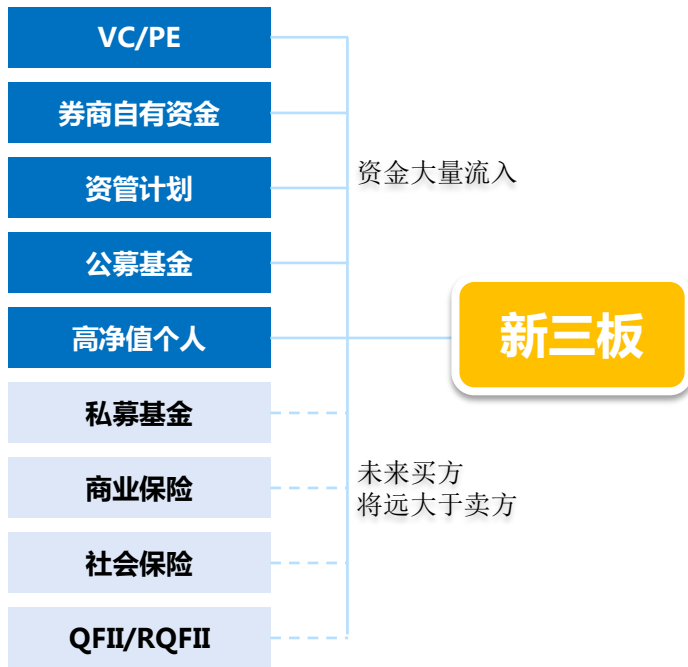
新三板，现在只是刚刚开始

新三板的投资机会与逻辑

- 把握新三板政策红利，分享流动性改善带来的估值溢价；
- 企业内生的高成长性，带来估值的提升；
- 享受企业从“未挂牌-挂牌-定增-做市-并购/转板”过程中估值提升带来的投资机会。



新三板未来更加丰富的资金来源



Zero2IPO Research

清科
研究
中心



私募通微信

Xinghua Fu | 符星华

Managing Director | 董事总经理

手机: +86 13811619933

邮箱: xinghuafu@zero2ipo.com.cn

研究咨询热线 / Service Hotline: 400-600-9460

Email: Research@zero2ipo.com.cn