



## 新三板掀起并购热潮 估值难达共识成突出问题

■ 本报记者 朱虹

随着新三板市场的并购活动愈演愈烈,因估值难达共识而致并购搁浅的案例也越来越多。对此,专家指出,不能用主板A股的估值方法看待新三板企业的价值,更应看重企业未来成长性。同时专家也预测,未来三年新三板并购将成为资本市场的一大热点。

### 新三板市场掀起并购风

近期新三板市场并购较为火爆,各类资本纷纷涌入。有百度系、腾讯系、阿里系的抢滩布局;有A股上市公司的动作频频;甚至还有创新层公司并购基础层公司的现象。业内人士指出,在A股借壳收紧的大势下,未来新三板公司尤其是创新层公司之间将刮起一阵并购风,而且,新三板市场的并购风将持续很长一段时间。

《中国企业报》评价研究院执行院长郭昀对记者表示,新三板市场的并购已经出现了一波热潮,最近到广东、湖北调研时发现,并购基金交易十分活跃。因为新三板挂牌企业、A股上市公司以及券商都有动力参与并购。首先,新三板长时间以来流动性较差,而新三板上市公司对于主板市场来说相当于一个并购池,很多项目在在里面储备;其次,上市公司通过并购新三板企业可带动其价值的提升;此外,国内券商通过并购新三板企业走向A股市场。

万联证券业务董事王启林对记者表示,随着新三板市场逐步发展,上市公司对新三板市场的关注度一

直在持续升温。无论是整体并购、参与定增、控股,还是参股,上市公司通过多种途径布局新三板市场。作为主办券商,万联证券也促成了新三板企业在挂牌过程中和A股上市公司接触,通过企业向A股上市公司增发、上市公司参股该企业,为新三板企业股东增加了亮丽的背景色彩。

“新三板市场并购其实也有先例,2015年年底君实生物横向收购新三板的众合医药,重点放在了资源整合,而非曲线挂牌。”王启林表示。

### 估值难达共识 成并购难题

不过也有业内人士指出,相对于市场的火热,新三板并购还存在着一些问题,例如在估值方面难以达成共识。2016年由于估值难以达成共识造成并购搁浅的案例,包括日海通讯并购建通测绘、南方汇通并购康环环保,交易双方因为主要对估值等意见不一致、价格没有谈拢,交易以失败告终。

一家新三板企业内部人士也对记者表示,往往在并购谈判过程中,A股上市公司较为强势,导致双方难以在估值等关键问题上达成共识。

对此,郭昀表示,资本市场一个很突出的问题就是估值乱象,新三板市场并购存在的主要问题也是价值重估。新三板市场内的挂牌企业中,成长期企业居多。对于处于初创或者成长初期的企业,绝大部分价值都来源于未来的新增投资。这部分价值评估极具挑战性,因为历史信息很难提供确切的结果,而增长性的资产

往往具有更大的波动性。因此,不能用主板A股的估值方法看待新三板的价值。

王启林表示,券商对新三板企业估值还是看重企业未来成长性,最基本的估值方式就是企业未来三年至五年的收入和利润的预期,再设计一个合理永续增长率,最后通过数学算法得出企业价值。针对不同类型的企业有不同的算法,例如传统企业主要通过市盈率估值,对比行业平均市盈率水平进行判断。对于新兴行业,尤其是互联网、大数据等行业,企业的现金流、收入、利润等还不能体现其真实的价值,很多机构尝试更创新的估值方法,给予企业价值客观的判断。

中国国际科促会新三板研究中心副主任兼首席研究员布娜新表示,例如A股TMT(电信、媒体和科技整合起来的)行业估值较高,估值大概在67倍左右,而新三板TMT板块相比被低估,估值在57倍左右。而且除去几家估值较高的企业,大部分新三板企业估值更低。此外,与创新层公司相比,基础层公司的估值相对较低,在一些投资者眼中更加“物美价廉”。

### 新三板市场并购将提速

新三板并购活动呈逐年递增的趋势。

2014年之前,挂牌公司的并购案例寥寥。2014年全年,新三板并购重组公告只有35个,统计有交易金额的数据总计14.91亿元。2015年新三板并购重组迎来“春天”。据统计,股转公司2015年全年发布的资产重组公

告达704个,统计已公布交易金额总计是424.63亿元。新三板在线统计显示,自2016年1月1日至2016年6月30日,新三板挂牌公司公告的资产重组事项共计949次,已经完成或正在进行中的并购重组事项共计494项,相关交易涉及金额约332.63亿元。

除了让控股企业挂牌新三板外,发起及参与认购新三板产业基金也是A股公司参与新三板投资的一个重要途径。

天津松江日前发布公告称,公司与北京天星资本投资管理股份有限公司签署合作框架协议,双方拟共同设立新三板产业投资基金,总规模为20亿元。此前,盛大矿业也公告宣布,拟出资8000万元,认购新三板股权投资基金“羽时互联网1号”的优先级份额。有类似投资布局的还有冠农股份、渝三峡、金证股份等公司。

郭昀指出,预计未来三年新三板并购将是资本市场的一大热点。

对此,王启林也表示,公司在上半年与新三板挂牌的企业联合发行了一只基金,进行产业内的整合、收购。他建议,新三板的企业如果短期内没有希望进入创新层的话,就要通过资本运作向创新层靠近。此外,对于企业来说,市值应该是终极追求,因为市值大的企业,资本支付能力强,在产业竞争上也具有别人无可比拟的优势。

布娜新表示,新三板在8月份已突破了8000家挂牌公司,成绩斐然。作为中国特色的多层次资本市场的重要组成部分,新三板还是A股的“后花园”,今后上市公司并购新三板企业将会提速。

## 《中国企业报》评价研究院执行院长郭昀: 新三板创值分级系统 帮助投资者发现企业价值



郭昀

■ 本报记者 朱虹

近两年来新三板市场发展迅猛,截至目前市场内企业已超过8000家,即将到达1万家。在增量面前,投资者眼花缭乱,频现选择难题。投资者如何以最低的成本分析判断谁是投有所值的企业?为此,《中国企业报》记者专访了“中国新三板创值分级系统”的研究者——《中国企业报》评价研究院执行院长郭昀博士。

### 建立价值评价平台才能使挂牌企业彰显价值

《中国企业报》:“中国新三板创值分级系统”怎样帮助投资者发现新三板企业价值,降低投资人分析成本?

郭昀:尽管新三板推出了分层制等若干创新制度激活市场,但这些制度完善的是市场环境,是激活挂牌企业的外因。真正激活挂牌企业的内因是:挂牌企业必须适应资本市场,按资本市场的需求创造价值;投资者从经营中获得内在价值,从市场中获得市场增值。只有建立价值发现、评价的平台,才能使挂牌企业彰显价值,使投资者实施价值投资,实现持续的投融资对接。为此,研究院开发了“中国新三板创值分级系统”,以价值创造的核心标志——创值能力为分级依据,按创值能力强弱将新三板非金融的6719个挂牌企业分为10等级,以甲a、甲b、甲c、甲d、甲e为价值创造能力极强、很强、强、较强、微强的标识,以乙a、乙b、乙c、乙d、乙e为价值创造能力微弱、较弱、弱、很弱、极弱的标识,从而一目了然让市场识别,让投资者认识挂牌企业当期的价值创造能力,然后通过成长性、风险性等分析把握其未来走向。

### 以价值创造能力为核心依据

《中国企业报》:分级是以什么标准进行的?

郭昀:一般来说,分级就是依据受评客体的实际统计数据计算综合得分,且以此划分为一定等级,以便使用者鉴别。我们认为价值识别成为投资者与挂牌企业对接的关键。因此,以价值创造能力为分级的核心依据,即依据价值创造的创值能力计算得分,且划分为一定等级以便识别。这种分级方法称之为创值分级。

《中国企业报》:分级以什么为核算基础?

郭昀:“中国新三板创值分级系统”以经济增加值为价值核算基础。经济增加值是真正的净增值收益,不仅是评价当期业绩的最真实指标,而且是评估未来价值最核心的指标,其持续性构成了当前运作价值的核心,其成长性构成了未来增长价值。所以,我们以经济增加值为价值的基础。其次,以创值能力为分级标准。价值的基础是经济增加值,但决定价值的是创造经济增加值的能力,因此,以净投入的经营资产与净产出的经营性经济增加值为基础,构建了创值能力评价体系。最后,以定序测量为分级尺度。定序测量,也称顺序测量或等级测量,它是划分测量对象属性的值。定序测量不仅能够将事物的属性或特征以某种逻辑顺序划分为不同的类别,而且可以反映事物属性或特征在顺序、等级等方面的差异。

### 创值分级具有多重作用

《中国企业报》:分级有哪些直接作用?

郭昀:分级的直接作用:首先是识别当期创值业绩。指标比较清晰、干净,不掺杂质,可识别投入的效率。例如某企业仅以2015年的绝对量看,很多榜单把它名列前茅,而用创值能力的比例指标看,就会发现效率出现问题,特别是经营循环比即应付和应收的循环比出现负数,存在业绩不稳定的风险。该企业2016年上半年年报披露也显示,利润下滑了72%以上,现金流负1亿元,资本金也呈现极大的不足。第二个直接作用是识别真正的管理能力。由于创值能力指数可以细分为:创值能力指数=经营资产收入率×(1-营业收入运营成本率-营业收入资本成本率)。因此,经营资产收入率、营业收入运营成本率、营业收入资本成本率直接与企业的经营管理密切相连。指标高低体现出经营管理精益程度。

《中国企业报》:分级还有哪些延伸作用?

郭昀:分级的延伸作用为奠定估值的途径。估值是对未来价值的估算。未来预测的原则是:通过已知推算未知,通过现在预测未来。因此,创值分级系统可以基于已知企业创值能力估算未来的价值,可以做估值判断。从而为新三板企业融资、流动奠定坚实的基础。

主 编: 孙宝静