

聚焦 FOCUS 创业板成长性(上)

355家创业板公司共募资2098亿元,其中超募1321亿元,超募比例1.7倍;发生并购事件325起,涉及164家公司

三年超募并购路 写就非凡创富志

真正的大牛股将诞生在真正的全流通时代,基于这样的思路和设想来思考创业板的成长是件有意义的事。

创业板开板三周年,10月30日开启全流通新时代之旅。过去三年,创业板的成长性唯有财富效应可以涵盖。谁会直上天堂?谁会直落地狱?想要直上天堂的公司,除了外部机构和市场的呵护外,更多需自身业绩支撑。然而,三年来尚未出现明显的代表性公司。机构认为,这个现象或在未来两到三年出现,真正的大牛股将诞生,前提则是真正意义上的全流通——经受大非解禁的考验,让更多的具备价值投资理念的机构进入。

然而,在市盈率由2009年的82.36倍降到31.27倍之际,解禁“逃亡论者”四处弥漫。在逃逸者身穿马甲,被逃逸者清白何在?答案散落在万千数据里,这里藏着隐秘的信号。

孙金钿 王祺

创业板是一本创富志。开板3年来,已有上市公司355家,平均每3天就有一家创业板新股上市。截至10月底,创业板的流通市值达到3121亿元,总市值8300亿元,接近中小板的三分之一。从市值排名看,目前总市值超过百亿元的有三家,其中碧水源的市值最高,达到206亿元,市值最小的明家科技只有6亿元。从地域分布看,除青海、广西、西藏、宁夏以外的全国27个省市自治区均有创业板公司上市,其中拥有创业板上市公司数最多的三个省份(市)分别为广东(76家)、北京(63家)和江苏(42家),总计占到上市公司总数的48.17%。行业分布上,信息技术类公司134家,占比接近四成,体现了创业板高科技企业云集的特点。

超募与并购并行

谈到创富效应,投资者首先想到的是一夜之间成亿万富翁的原始股东们。不错,创业板三年来造就了上千个亿万富翁。但是,创业板的创富效应不单单只有股东,还包括上市公司本身。在全球企业普遍面临资金链紧张的情况下,创业板公司凭借超募资金,不仅度过了难关,而且四处出击,通过并购等手段发展壮大,开启创富之旅。

公司创富的前提是超募。355家创业板上市公司共募集资金2098.37亿元,其中超募1321.21亿元,超募比例为1.7倍。新股发行制度改革以来,创业板和中小板的高比例超募成为股市一种特有现象。在拥有大量超募资金后,公司的创富之旅就开始了。手段主要为并购,基于三方面原因:一是受到监管层必须合理安排超募资金使用的硬性要求;二是即使溢价收购,上市公司与并购公司仍有较大的估值差距,上市公司乐意低成本收购;三是现金并购大多不需要监管层审批,这进一步降低了并购的难度和时间。统计显示,截至目前,创业板共发生325起并购(收购)事件,涉及164家公司。从并购形式看,主要有两种:一是横向并购,利用超募资金进行同业并购,主要用于做大做强主营业务规模,增强竞争力;二是纵向并购,利用超募资金整合上下游产业链,有利于降低公司的原材料成本、提升产品毛利率。不管哪种并购,上市公司的有效外延式扩张无疑提升了公司业绩,降低了创业板估值水平。

创富之旅新特征

从已发生并购行为的164家样本来看,创业板公司的创富之旅有以下几个明显特征:

一是易发生在集中度相对较低的行业。可进一步归纳为三个“新”。新产品:并购丰富产品线,这是最普遍的横向收购形式;新客户:加强项目获取能力,在下游客户比较集中的行业如电信、钢铁、银行等较明显;新市场:通过收购来实现地域上的扩张,这种情况容易发生在原先厂商地域性较强,地方保护势力明显的行业,此时上市公司可以利用自己充裕的资金和强有力的品牌优势,以较低的成本获取进入新市场。

二是易发生在细分市场增长出现瓶颈的企业。如做中高档包装印刷用纸的万顺股份,下游两大产品需求领域:烟草3%-4%的增长,酒类10%左右的增速,需求增长有限,公司在2010年收购江苏中基、江明中基两家公司,进入铝箔包装市场,下游市场需求得到有效拓展。总体来看,原



有的下游需求受限是上市公司进行并购整合的初衷,但这样的公司较难把握,每家上市公司都会在它的招股说明书上自己的下游空间非常广,且第三方提供的数据也令人怀疑。

三是易发生纵向并购的行业。公司纵向并购是为了满足产业链上下游资源整合需求,典型的并购案例有:天龙光电收购上海杰姆斯电子材料有限公司68%股权,布局上游耗材领域;奥飞动漫收购广东嘉佳卡通影视有限公司60%股权,强化公司在播出环节的竞争力。上市公司用资金进行上下游并购主要还是出自成本的考虑,通过纵向并购,公司在扩大生产经营规模的同时,能节约原材料成本(上游),或者通过渠道更加接近用户市场(下游)。

一方面手握巨额超募资金,另一方面外部资金成本居高不下,创业板公司在近三年遇到了创富发展的最佳机遇,而深入分析创富公司的特征,可享受创业板并购整合外生性成长带来的收益。(作者系国泰君安证券研究员)

三年来,创业板共249家VC/PE机构实现463笔IPO退出,平均回报率9.15倍

风投退出:创业板减持“飞刀”

宋一宁

如果说,大股东解禁压力已经成为创业板头顶上的利剑,那么上市后风险投资机构的巨量IPO退出的杀伤力无异于“飞刀”。数据显示,创业板成立3年以来,共有249家VC/PE机构实现了463笔IPO退出,总计获得账面退出回报609.1亿元,平均账面回报率为9.15倍。其中,顺网科技为沃美投资带来了高达258倍的账面回报率,居创业板所有IPO退出案例之首。

从创业板的创富效果来看,3年以来发布限售股解禁减持公告的上市公司共有90家,合计减持限售股6.59亿股,约合金额123.29亿元。根据Wind数据,创业板第一家发布限售股减持公

告是银江股份,发布日期为2011年11月3日,共涉及300万股。银江股份属于创业板首批28只上市的股票之一,其风险投资者“蓝山投资有限公司”成为第一家公告退出的风险投资机构。据估算,355家上市企业中有205家在上市前获得创投或私募股权机构的资金支持,占比达57.7%,接近六成。如果以“投资”、“资产”等作为风险投资机构的关键词代表,那么创业板3年以来减持套现解禁股的风险投资机构有79家,合计减持了4.02亿股,套现金额68.9亿元,分别占抛售解禁股股数和金额的61%与55.88%。

风险投资是一个动态循环的过程,风险投资者以自身的相关产业或行业的专业知识与实践经验积极主动地参与所

项目的发展、成长,当风险企业发展到一定阶段以后,风险资本将从风险企业中退出,然后进入下一个风险项目。一般来讲,公开上市、收购兼并、清算破产是三类主要的退出渠道。而在这三类渠道中,公开上市因其退出时的收益最大,成为了风险投资最为理想的退出路径。扩大上述“关键词”确定的风投范围,根据投中集团的统计数据,创业板成立3年以来,共有249家VC/PE机构实现了463笔IPO退出,总计获得账面退出回报609.1亿元,平均账面回报率为9.15倍。其中,顺网科技为沃美投资带来了高达258倍的账面回报率,居创业板所有IPO退出案例之首。而深创投共有19个项目在创业板上市,成为在创业板上市项目最多的风投机



构,平均账面回报率为12.33倍。可见,如此高的回报率诱惑以及风投自身的运作方式,上市之后退出套现是必然的。(作者系方正证券研究员)

解禁“逃亡论”存误导 业绩支撑是关键

孙金钿 王祺

“大非”解禁是悬在创业板头上的一把利剑,且投资者对解禁的存有明显的心理恐惧。我们不妨从创业板小非解禁和2009年IPO重启后中小板大非解禁的角度来看看“大非”解禁之“危”与“机”。

创业板在一周岁的时候曾面临着“小非”集中解禁的考验,首批28家创业板公司中,除宝德股份所有股东承诺3年限售外,其余27家公司共有解禁股数近12亿股,市值超过300亿元,超过流通股市值。当时小非迫不及待地大逃亡。解禁首周,有超过10亿元市值的股票通过大宗交易套现,平均每个交易日有10次左右的大宗交易。然而二级市场的创业板股价并没有跌,指数反而从10月初的900多点上升到年底且至今仍是最高点的1239.6点,这很大部分归功于创业板公司表现出的良好

的业绩成长性。当年创业板取得21.59%的净利润同比增长,首批28家公司的净利润增速更高达27.17%。这些公司也得到了机构的青睐。小非解禁为机构提供了良好的买入契机,28家公司机构持股数从2010年中报时的263家上升到年报时的393家,持有股本数也从1.26亿股上升到2.74亿股。

投资者对创业板的大非减持特别关注。事实上,中小板大非减持一直在进行。2009年IPO重启后,中小板从桂林三金到齐心文具已有27家公司在今年下半年过了限售期。截至目前,只有10家出现了大非减持,抛售股票共计1383.35万股,其中有1165.67万股通过大宗交易套现市值约2.35亿元。且除宇顺电子外,其他公司减持的大非均非公司大股东或实际控制人。从减持对象看,大股东对资金的需求会比小非弱一些,特别

是在市场不太好的情况下减持意愿更弱。而从上市公司的业绩角度讲,上市募投的项目在上市两三年后逐步释放产能,业绩状况会表现得比较好。

我们认为,解禁“逃亡论”其实具有较大误导性。18世纪英国失去美国殖民地后,当时有位作家哀叹英国沦落到与撒丁王国差不多。但他忽略了一个重要事实:工业革命即将造就英国的最伟大世纪。中小板自2004年设立以来已经涌现出像苏宁电器等具有代表性的成长性公司。创业板开板3年来,目前暂未出现让人一提及创业板就能迅速联想到的代表性公司。我们认为这个时限可能出现在未来的两到三年,真正的大牛股也将诞生。而牛股诞生的前提则是真正意义上的全流通——经受大非解禁的考验,让更多的具备价值投资理念的机构进入。这是一个最好的时代,这是一个最坏的时代,有的人直上天堂,有的人直落地狱。”创业板市场想



创业板市值最大六行业

要直上天堂的公司,除了外部机构和市场的呵护外,更多的则是自身良好业绩的支撑。

我们只想说,目前相比2011年,看似中小盘估值仍然偏高,又面临大非解

禁的心理考验,但是绩优企业的业绩增速将大过估值回落速度,未来绩优蓝筹股将在这里诞生,优秀的公司和股票背后有隐秘的信息支撑,选股将会是有效率的。(作者系国泰君安证券研究员)

数据来源:证券时报网络数据部 本版制图:翟超