

# 加强监管非打压市场 新三板处罚体系建设将加快

证券时报记者 程丹

“高烧”过后,新三板市场开始慢慢降温。全国中小企业股份转让系统有限责任公司(简称“全国股转公司”)公布的最新数据显示,新三板市场指数和成交额双双回落。其中,市场成交额已多个交易日未破10亿元。

市场人士将原因归结于制度改革预期的落空,以及管理层对新三板违法违规行为的警惕。对此,全国股转公司机构业务部总监贾忠磊认为,加强市场监管是为了发展市场、壮大市场,而不是为了打压市场,塑造良好的市场秩序才能够实现新三板市场的长治久安。他同时透露,新三板市场分层制度将在今年推出,此外,全国股转公司还将加快自律监管体系和处罚体系的建设,进一步加大市场公开透明程度。

## 改革预期落空 市场交投降温

相比于3月份日成交额时常突破

30亿元的情况,近期的新三板市场表现趋于理性。自4月中下旬以来,新三板市场日成交额逐步下滑,近期更是连续多个交易日成交额不足10亿元,前期的狂热炒作已经开始降温。

一家券商的新三板业务部门负责人指出,这与市场此前预期的制度改革落空有关。不少投资者前期奔赴新三板,很大的一个原因在于对市场制度改革抱有憧憬,他们认为投资门槛下调、分层管理实施、竞价交易机制推出和建立新三板与创业板的转板机制等一系列政策都将于今年落地。

不过,随着市场的持续火爆,监管层所透露出的信号与市场预期有所差别。全国股转公司总经理谢庚近期在参加一个内部活动时指出,目前还没有推出竞价交易和降低投资门槛的考虑。他认为,当前的主要矛盾不在于投资门槛,而是产品供给,即实际可交易股票供给不足,因此目前没有马上降低投资门槛的需求。同时,竞价交易要求一定的股权分散度和股份数量,但这两项条件目前都不具备。

全国股转公司大力鼓励企业参与做市交易的态度,也可以佐证上述判断。贾忠磊昨日在参加中国金融论坛时指出,大力发展和推广做市业务,推出做市商制度,是新三板市场的重大创新,这一创新改善了做市股票的流动性。

不过,与市场交投回落形成对比的是定增的持续火爆。据统计,今年前4个月新三板市场定增次数达到331次,总金额为132.49亿元,定增次数及融资金额均呈逐月增加趋势。其中,仅4月份就发生定增115次,融资金额达54.34亿元。各机构中,广发证券、齐鲁证券、光大证券参与的定增次数分列前三。

## 自律监管及处罚体系建设将加快

上述券商新三板业务部门负责人表示,另一个导致交投热度降温的原因在于,监管层对新三板违法违规行为的警惕,以及市场自身估值的回落。

从“中山市广安居”等账户违规行为被采取监管措施,到做市龙头中海阳被

调查,近一个月来,管理层频频对新三板市场违法违规行为出手。在证监会2015证监法网专项执法行动”的第二批案件中,新三板市场的10个相关案件受到关注,贾忠磊表示,全国股转公司向中国证监会移送的这批案件,旨在加强市场监管,目的是为了发展市场、壮大市场,而不是为了打压市场,只有加大对违法违规行为处置力度,形成良好的市场秩序,新三板才能长久健康的发展。

贾忠磊强调,全国股转公司还将加快自律监管体系和处罚体系的建设,进一步加大市场公开透明程度。

截至5月12日,新三板市场挂牌企业数已达到2395家。贾忠磊表示,今年新三板将重点推动分层管理机制。2000多家企业之间差别大,用统一的制度安排不现实,要通过差异化的制度安排满足各类挂牌公司的需求。

此外,贾忠磊表示,全国股转公司还将加快推出优先股、私募债等新的融资工具,确立资产证券化的业务规则,提升市场融资能力,完善协议转让方式,进一步壮大机构投资者队伍。

## 净利超营收近三十倍 “非典型”PE登陆新三板

证券时报记者 胡志毅

4月30日,全国股转系统已公示了明石创新投资集团(下称“明石创新”)的相关申报文件。如无意外,明石创新将成为第五家挂牌新三板的PE机构。不过,在众多的PE机构中,明石创新显得有点“非典型”。

## “非典型”PE

与传统的PE机构不同,明石创新的净利润大部分来自于自有资金股权投资收益,而非管理费收入。这一点体现在财务报表上,就出现了明石创新2014年度净利润远远超过营业收入的情况。

申报文件显示,明石创新2014年实现营业收入仅为472万,净利润却达到了1.32亿元,为营业收入的27.9倍。2014年后半年,万达集团等多位股东以所持股权增资明石创新。明石创新通过受让股权的方式取得万达集团合计20.25%的股权,这部分实际认缴出资金额达到36.7亿元。事实上,上一年度,明石创新还处于亏损状态,而正是通过投资万达集团,明石创新在2014年成功扭亏为盈。

不过,此万达集团非彼万达集团。位于山东东营的万达集团主营业务为全钢载重子午线轮胎、全钢工程子午线轮胎、特种电缆、电磁线、MBS塑料抗等基础性工业产品的研发、生产和销售。2014年度,万达集团实现营业收入326.52亿元,净利润为19.26亿元。

从这点来看,明石创新更像是一家投资公司,而不是投资管理公司。”

深圳一大型私募合伙人告诉证券时报新三板论坛。

明石创新表示,公司主营业务为私募股权投资基金管理业务和自有资金股权投资业务等。而从实际情况来看,明石创新明显偏重于自有资金股权投资业务。对此,明石创新称,公司直投的主要策略是以直接投资方式参股朝阳产业中的核心企业,开展产业内和产业间资源整合,以产业发展带动资本增值,主要布局先进制造、国防军工、节能环保等领域。

## 70亿融资计划

除经营风格特殊外,另一值得注意的是,明石创新在新三板挂牌的同时发布了总额为70亿元的融资计划。

明石创新在申报文件中提及,未来公司拟继续战略性收购2至3家类似万达集团经营规模并稳定增长的大型集团公司。尽管并未就募集资金用途作出说明,不过就申报文件披露的信息来看,明石创新更多可能将募集资金上述用途。

作为一家PE机构,明石创新共管理着8只私募股权投资基金,基金认缴总规模约为68亿元,其中实缴金额约为5.4亿元。截至目前,明石创新管理的基金累计投资项目共22个,累计投资金额约为5.41亿元。其中已经完全实现退出的项目为5个,累计投资金额为1.53亿元,累计退出金额为2.82亿元。IRR(内部收益率)最高的项目是投资德力股份IPO退出,IRR为101.97%,最低的项目IRR为9.05%。

# 威门药业成立新三板首只医药并购基金

证券时报记者 古志宽

新三板首家医药并购基金即将破茧。5月12日晚间,苗药做市标的公司威门药业(430369)披露公告称,公司近日与中钰资本管理(北京)有限公司签署了共同发起设立威门中钰健康产业并购基金(有限合伙)的框架协议。该基金规模为6亿元,存续期为2+3年,基金投资方向为与威门药业战略发展规划相关的医药医疗细分领域,包括中成药、化学制

药、生物制药以及大健康相关产品医疗器械、医疗服务等。

证券时报新三板论坛中钰资本人士处了解到,该并购基金为新三板公司中出现的首只医药并购基金。

资料显示,威门药业主要从事现代中药的研发、生产和销售,重点开发具有民族特色的苗药系列产品。目前,威门药业的主导产品为热淋清颗粒,目前已成为支撑公司业绩的最重要单品。

2012年至2014年,威门药业营

业收入分别为1.91亿元、2.29亿元和2.60亿元,毛利率均稳定在60%以上。其中,2012年和2013年热淋清颗粒同期的销售收入分别为1.81亿元、2.17亿元。2014年具体产品销售未披露,尚无公开信息,营收占比都超过95%。

此外,证券时报新三板论坛还发现,除了此次与中钰资本合作外,另有4家创投基金出现在威门药业十大股东之中。其中,九鼎系两家基金九鼎医药和金泽九鼎是公司第二和第三大股东,分别

持有1000万股和419万股,持股比例合计超过26%。

更值得关注的是,中钰资本此前刚刚收购了另外一家新三板公司华欣远达(430118)。根据公开信息,中钰资本目前已经进入华欣远达的董事会。除此外,威门药业成立首只新三板医药并购基金外,中钰资本还成立了新三板中钰1号基金,并已投资了天一生物(831942)等公司。另据中钰资本方面透露,华欣远达后续更名后,将注入相关优质资产。

# 国瑞置业:屹立“京津冀”风口 市值或严重低估

## ——国瑞置业(2329.HK)投资价值分析报告

### 投资要点:

■国瑞置业(2329.HK)成立于90年代,专注于房产开发及运营,目前业务包括物业开发、物业投资、一级土地建设及开发服务,以及物业管理和相关服务,已形成以环渤海及大珠三角为核心的全国战略布局。2014年7月7日,国瑞置业于香港联交所主板上市,为港股通成分股之一。

■国瑞置业拥有大量低成本的优质土地资源,掌握北京市中心稀缺资源,同时稳定的一级土地开发项目是传统房地产开发业务的有力补充。北京祈年大街西侧47.43万平方米的土地,预计2015年完成部分一级土地开发。另外,优质的投资物业也为公司带来了持续而稳定的收入。总建筑面积为14万平方米的北京国瑞中心,正紧锣密鼓进行,预计2016年竣工。一级开发项目的完成及投资物业的投入运营,预计将大幅增厚公司未来的收益。

■随着《京津冀协同发展规划纲要》(以下简称“《纲要》”)的出台,公司站到“京津冀”风口,享受廊坊永清作为环首都经济圈重点发展区域带来的价值红利,距首都第二机场仅15公里的永清国瑞生态城项目,将带给公司巨大的升值潜力。

■从估值的角度考虑,国瑞置业目前的市盈率仅为10.48倍,远低于北京地区同等规模的A股上市公司(我们选取了新华联、信达地产、华远地产三家企业做对比,这三家房地产企业平均市盈率为28.04倍)的估值水平。随着“沪港通”政策的实施,预计港股和A股同类公司的估值差价将越来越小。我们认为,无论从业绩成长性的角度还是估值回归角度分析,国瑞置业市值均处于严重低估状态,未来有望迎来逆转,给予公司买入评级。

## 专注于精品住宅及城市中心区域 综合体项目的房地产开发商和运营商

国瑞置业成立于1994年,作为一个跨区域发展的大型房地产开发商和运营商,国瑞置业专注于精品住宅及城市中心区域综合体项目的开发,年开发能力超300万平方米,同时选择性地保留大量自主开发且具有战略价值的优质商业物业的所有权,作为公司持续稳定的租金收入来源。此外,公司承建一级土地开发项目,以取得潜在的物业开发土地储备供应。2011年至2014年,公司实现了稳定快速发展,在收入复合年增长率达44.4%的同时保持了优异的信用指标和低负债率。2014年7月7日,国瑞置业于香港联交所主板上市,为港股通成分股之一。

公司目前已形成以北京和珠江三角洲地区为中心,辐射全国主要经济增长区域的战略布局。在北京、廊坊、海口、佛山、沈阳、郑州、西安、汕头等十个中心城市打造口碑项目,其中,88万平方米北京国瑞城、150万平方米沈阳国瑞城、100万平方米海口海阔天空国瑞城等超大型项目,显示了企业雄厚的开发实力与运作经验。

近日,随着中共中央政治局会议审议通过《纲要》,今年第二

季度投资的重大抓手“京津冀”有望再次成为市场追捧的热点,掌握北京市中心稀缺资源及京津冀大量优质土地储备的国瑞置业蓄势待发。

## 手握北京二环内稀缺土地资源 祈年大街宝藏待挖掘

作为在中国从事房地产业务超过20年的开发商和运营商,国瑞拥有丰富的行业经验和敏锐的投资眼光,同时积极参与一级土地开发和“旧日改造”项目,从而获得了大量位置优越,成本低廉的优质土地储备。目前公司在京津冀地区、珠江三角洲地区和海南国际旅游岛的重点地区拥有大量低成本优质土地储备。数据显示,截至2014年12月31日,国瑞拥有建筑面积约769.4万平方米的土地储备,每平方米土地成本低至约人民币1,536.5元。

大量低成本的土地储备成为国瑞置业的一大核心竞争优势,更重要的是公司手握北京市中心的稀缺土地资源,据称,公司目前在的所有竣工项目均位于天安门广场方圆1-5公里范围内,开发的88万平方米国瑞城、51万平方米富贵园等受到投资者和消费者的热烈追捧。

稳定的一级土地开发项目是传统房地产开发业务的有利补充,规划建筑面积47.43万平方米祈年大街西侧的土地,作为天安门一公里内最大的一级土地开发项目,受到社会各界的广泛关注,回顾以往业绩,国瑞作为北京市国土资源局直接授权获得一级土地开发资质的房地产开发商,在北京承接过的北京富贵园、北京国瑞城以及北京哈德门均为政府的重点危旧房改造项目,取得的优异成绩有目共睹,仅2013年北京哈德门及祈年大街西项目其中五块土地之一的一级土地开发项目就为公司增加16.7亿元收入,公司预期于2015年期间将完成祈年大街部分地块的一级土地开发,有望体现在2015年业绩中。

## 优质的投资物业 为公司带来了持续而稳定的收入

翻阅公开资料,国瑞置业已竣工建筑面积309.57万平方米及拥有在建、待建项目总面积约701.38万平方米。其中,投资物业总建筑面积达76.02万平方米,北京地区占比高达43%。

预计未来公司将持续提高自持核心商业地产比例。一方面,公司自持核心商业地产具有较高的投资价值,为公司带来持续而稳定的租金收入;自持的北京国瑞购物中心为北京二环内第二大购物中心;在建的14万平方米北京国瑞中心将成为连接金融街及中央商务区的核心地带;建筑面积为26万平方米的佛山·南堤湾项目将打造成为佛山市内一个集合商业、文化、娱乐、休闲、居住等元素为一体的地标建筑;以上投资物业项目均具有巨大的升值潜力。另一方面,经营性物业贷款利率较低,为公司提供了良好的融资平台。最重要的是,优质的

核心商业地产在为配套住宅提供购物、娱乐、休闲等一站式便捷服务的同时,也拉动住宅价格上行,有助于公司业绩的提升。

## 京津冀交运一体化加速 国瑞永清斥巨资造城

《纲要》的出台,为市场注入新的活力,据财政部测算,京津冀一体化在未来6年需要投入42万亿元,这意味着在2020年前,京津冀地区及相关产业将迎来每年7万亿元的投资机会,未来有望撬动百万亿元资本。考虑到在京津冀一体化建设中,交运一体化在前期投入较大且是区域规划性协同发展的先行前提,故交运一体化成为规划中指出要率先取得突破的重点领域之一。

其中,定位为“综合性大型国际枢纽机场”的首都新机场,工程投资已接近800亿元。为向新机场提供产业配套,并推进新机场发展,北京市投资逾840亿元,打造占地面积约300平方公里的北京新航城,而廊坊永清作为新航城“五城六镇”的主要载体,未来数年将有望成为国际化的高端产业新城。

出于对京津冀一体化前景的看好,国瑞置业已将河北廊坊定位为对公司未来发展重点区域。目前公司拥有769.4万平方米的土地储备,其中在永清的土地储备达到186.69万平方米,为公司总土地储备的24.26%。永清国瑞生态城拥有得天独厚的地理位置优势,距首都第二机场仅15公里,与北京相距40公里,与天津相距50公里,享受千亿空港价值的辐射。与此同时,京台高速即将全线开通,届时国瑞生态城抵达北京南三环仅需30分钟,国瑞生态城将成为北京置业外溢直接承接板块。

永清国瑞生态城位置

资料来源:网络

除了优越的交通环境,永清也因其无可比拟的生态优势,被誉为“京南绿色生态家园”。国瑞生态城联合国际顶尖设计团队,贝尔高林(规划设计)、美国道林(景观设计)、美国WY(建筑设计)携手巨献北京城中都市绿洲,打造世界级资源容身的稀世庄园、百万全配套瞰景高层、158-168㎡的南加州自然景观院墅、220-280㎡地中海设计的双拼、独栋产品,并建有以永定河为轴心的大型生态采摘园,规划大型商业街及高标准学校,致力打造一站式全配套生活圈,成为永清乃至京南第一生态大盘。截至2014年12月31日止,国瑞生态城的已签约销售总额约为人民币7.11亿元,已签约销售总面积约为63,687平方米,该项目预计于2018年第三季度全面完工。

我们认为,随着《纲要》的出台,公司站在“京津冀”风口,享受廊坊永清作为环首都经济圈重点发展区域,带来的巨大升值潜力。

## PPP模式打造产业新城

国瑞置业现探索执行目前政府力推的PPP模式,在政府率先投资的前提下,更大程度运用公司资本,打造产业新城。

在上一阶段的城镇化建设过程中,众多地方政府主导的新城新区发展陷入进退两难的窘境,而推行城镇化的巨额资金压力更是让很多地方政府债台高筑。2014年10月初发布的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》明确了地方政府融资的两个新方向,一是自发自还的地方债,另一个就是PPP。

PPP作为化解存量债务以及今后城镇化基础设施和市政公用事业建设的重要融资渠道,被各界寄予厚望。在这样的背景下,许多房地产开发商纷纷跟进,发布了与各个地方政府的PPP战略。

国瑞置业计划在未来关注一二线城市周边及珠三角区域,将业务发展与国家城镇化方向相契合,探索采用PPP模式建设产业新城的业务模式,进一步拓宽公司原有地产开发的业务。

## 投资建议:建议“买入”

作为一个跨区域发展的大型房地产开发商和运营商,国瑞置业掌控北京市中心的稀缺资源,布局环渤海及大珠三角核心区域,加快新业务布局,整体业务向好。

从行业角度看,2015年政府对房产实施以宽松为主的宏观调控政策,且政策利好已传导到成交层面,预计2015年房地产市场较2014年会出现回暖。此外,2015年,国瑞置业将根据市场情况灵活调整房产销售政策,在新政策下库存消化有望加快。我们认为,根据公司目前的土地储备及在手项目进度,房产开发预计保持稳定速度平稳增长。

再者,2015年年初制定的与政府联手,以PPP模式打造产业新城的战略规划,正紧锣密鼓进行,未来有望涉足新业务,市场空间广阔。

从估值的角度考虑,国瑞置业目前的市盈率仅为10.48倍,远低于类似规模,且同属北京地区的A股上市公司(我们选取了新华联、信达地产、华远地产三家企业做对比,这三家房地产企业平均市盈率为28.04倍)的估值水平。随着“沪港通”政策的实施,预计港股和A股同类公司的估值差价将越来越小,我们认为,无论从业绩成长性的角度还是估值回归角度分析,国瑞置业估值均处于严重低估状态,未来有望迎来逆转,给予公司买入评级。

公司名称	市值	PE(TTM)
国瑞置业(2329.HK)	126.3亿港元	10.48
信达地产(600657)	133.98亿人民币	17.4
华远地产(600240)	131.96亿人民币	20.9
新华联(000620)	192.51亿人民币	45.82
三家公司平均市值		28.04

数据来源:万得(怀新投资)(CIS)