



成功 IPO “转板” 的三板前辈，日子变好了吗？

2016 年 3 月 1 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.cnhuanguan@gzgzhs.com.cn

【导语】

上周四，广证恒生发布了专题文章《流动性已到“冰点”，99 家新三板企业选择离开!》谈到了新三板现在十分沉重的一个话题：市场流动性又到了寒冬，越来越多的明星企业想要离开新三板！而在短短三个工作日内，又增加了 4 家新三板企业开始接受 IPO 辅导，累计企业达到 103 家。

其实在这之前，已经出现了 11 起新三板企业成功上市的例子。这些曾经的新三板企业，在成功“转板”后，他们在 A 股上都过得如何呢？企业的估值、融资规模和股票的流动性得到了多大程度的改善？让我们来看看这 11 家成功“转板”的企业在 A 股和新三板时的状况对比。

一、11 家成功“转板”企业概览

大家经常谈到的转板一般有两类。

第一类是通过 IPO “转板”上市，挂牌公司向中国证监会申请首次公开发行股票并上市前，向全国股转系统申请暂停股份转让，如果中国证监会核准挂牌公司首次公开发行股票申请，全国股转系统将终止其股票挂牌，随后企业股票便可在 A 股中进行交易。但此类“转板”并非真正意义上的转板制度。

第二类则是新三板直接对接 A 股，新三板企业无需经过 IPO 的阶段，直接进入 A 股市场进行交易，这是真正意义上的转板制度。某些资本市场已经实行了转板制度，例如美国的纳斯达克和台湾的兴柜市场。

如今在新三板中已成功实现“转板”的 11 家企业都是通过第一类成功实现上市。仍未有一家企业是通过第二种方式实现真正的转板。



图表 1 11 家成功“转板”企业概览

新三板证券代码	证券简称	挂牌日期	摘牌日期	挂牌时间长度（年）	所属行业
430007.OC	久其软件	2006/9/7	2009/7/29	2.9	信息技术
430006.OC	北陆药业	2006/8/28	2009/9/29	3.1	医疗保健
430001.OC	世纪瑞尔	2006/1/23	2010/12/6	4.9	信息技术
430023.OC	佳讯飞鸿	2007/10/26	2011/4/20	3.5	信息技术
430008.OC	紫光华宇	2006/8/30	2011/9/28	5.1	信息技术
430012.OC	博晖创新	2007/2/16	2012/5/10	5.2	医疗保健
430045.OC	东土科技	2009/2/18	2012/8/29	3.5	信息技术
430030.OC	安控科技	2008/8/20	2014/1/9	5.4	信息技术
430049.OC	双杰电气	2009/2/18	2015/4/20	6.2	工业
430040.OC	康斯特	2008/12/26	2015/4/22	6.3	信息技术
430018.OC	合纵科技	2007/9/19	2015/6/1	7.7	工业

数据来源：广证恒生，Wind

11 家成功“转板”的新三板企业分别为久其软件、北陆药业、世纪瑞尔、佳讯飞鸿、紫光华宇（已更名为“华宇软件”）、博晖创新、东土科技、安控科技、双杰电气、康斯特以及合纵科技。

上述企业均是在 2009 年或之前就已经在新三板上挂牌，属于最早一批的新三板企业。在这段时间仅有北京中关村科技园的企业能挂牌新三板，因此这 11 家企业全是所属行业均为高新技术产业，其中有 7 家企业是属于信息技术行业，2 家属于医疗保健业，2 家属于工业（电气设备）。

统计发现他们在新三板的挂牌时间平均有 4.9 年。其中久其软件时间最短，但也在新三板挂牌了将近 3 年，而和新三板感情最深的莫过于合纵科技，总共在新三板中挂牌了 7.7 年。

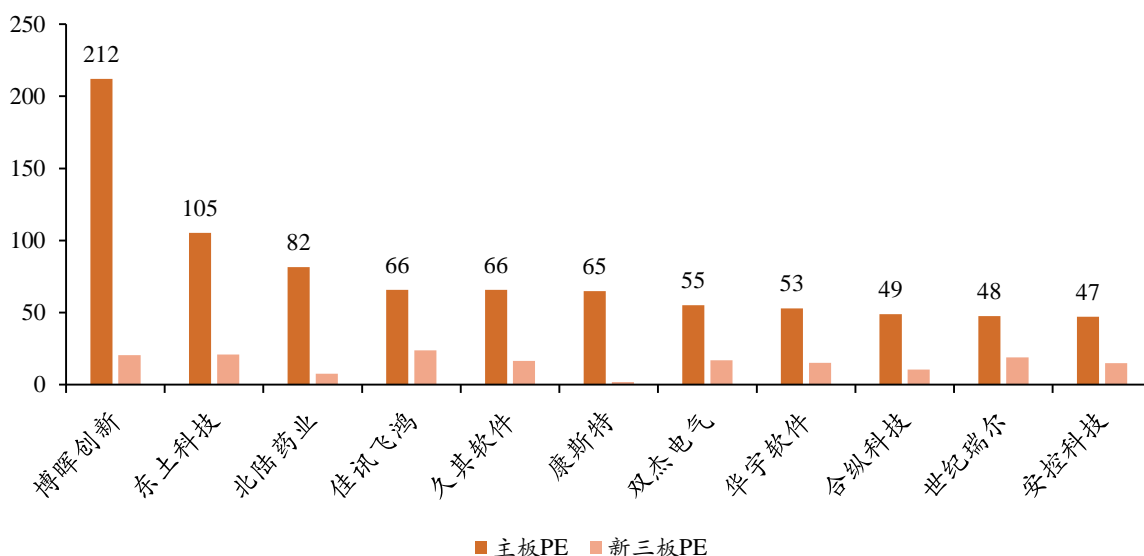
二、“转板”后估值水平显著上升

PE（即市盈率）是反应企业估值水平最直观的指标。我们采用了企业在“转板”前最后一个成交日的 PE 作为企业在新三板上的估值水平，采用企业在 2016 年 2 月 29 日的 PE 作为在 A 股的估值水平，并进行了对比。

其中 PE 变化幅度最大的是康斯特。康斯特在新三板最后一个成交日的 PE 仅为 1.74，如今在 A 股中 2016 年 2 月 29 日的估值为 64.8，是当时在新三板时估值的 37.2 倍。从图表二中可看出 11 家企业在 A 股的最新 PE 比在挂牌新三板时上升了许多。



图2 “转板”企业的PE上升幅度巨大



数据来源：广证恒生，Wind

随着PE的显著上升，企业的总市值也是水涨船高。康斯特的总市值涨幅最大，从0.18亿元涨至29.05亿元，涨了150多倍。而涨幅最小的世纪瑞尔也达到了原本在新三板时市值的5.42倍。现在总市值最高的是华宇软件，达到了110.15亿元。可以看出，A股市场的估价明显比新三板市场的要高出不少。

此处我们暂定不考虑不同时间点中国资本市场整体估值水平的变化。

图3 11家成功“转板”企业市值对比

证券代码	证券简称	于A股2016-02-29总市值(亿元)	于新三板摘牌时总市值(亿元)	倍数
002279.SZ	久其软件	91.19	6.86	13.29
300016.SZ	北陆药业	71.52	2.80	25.55
300150.SZ	世纪瑞尔	54.11	9.99	5.42
300213.SZ	佳讯飞鸿	54.63	6.17	8.85
300271.SZ	华宇软件	110.15	6.11	18.04
300318.SZ	博晖创新	55.11	5.38	10.25
300353.SZ	东土科技	63.50	5.21	12.18
300370.SZ	安控科技	37.85	5.28	7.17
300444.SZ	双杰电气	49.76	9.03	5.51
300445.SZ	康斯特	29.05	0.18	158.22
300477.SZ	合纵科技	41.65	5.42	7.68

数据来源：广证恒生，Wind

三、11家“转板”企业融资能力大幅提升

上述企业在“转板”前有5家公司在新三板上进行过融资，其中融资总金额最高的是世纪瑞尔，但也仅募集到了8700万元的资金。

而在转到A股之后，企业的融资能力明显得到了大幅的提升。11家企业中上市以来募集



总金额最低的是康斯特，为 1.84 亿元；募集总金额最高的是久其软件，为 15.35 亿元。而不管是康斯特还是久其软件在新三板挂牌的时间里，并未进行过融资。

图表 3 11 家成功“转板”企业募集总金额对比

证券代码	证券简称	上市以来募集总金额（百万）	新三板募集资金总额（百万）
002279.SZ	久其软件	1535.10	0.00
300016.SZ	北陆药业	553.62	66.63
300150.SZ	世纪瑞尔	1154.65	87.00
300213.SZ	佳讯飞鸿	582.00	0.00
300271.SZ	华宇软件	863.08	31.85
300318.SZ	博晖创新	1046.40	0.00
300353.SZ	东土科技	922.05	0.00
300370.SZ	安控科技	502.28	0.00
300444.SZ	双杰电气	418.32	72.00
300445.SZ	康斯特	184.82	0.00
300477.SZ	合纵科技	275.86	30.00

数据来源：广证恒生，Wind

2015 年以来新三板的融资问题已经得到了很大程度的改善。2015 年新三板有 1875 家企业发起了 2490 起定增，实际募集约 1217 亿元的资金，其中单笔额度最大的融资为九鼎投资发起的 100 亿定增。这 11 家优秀企业中许多是在 2012 年前就成功“转板”上市的，在新三板的融资金额不高很大程度上受到当时新三板市场环境的影响。

四、A 股流动性要优于新三板

流动性是当下所有新三板人最关注的问题之一。高流动性可以让企业的估值更加准确，投资者在考虑投资的时候也不需要过于担忧退出问题。在这一方面，A 股市场的流动性大幅优于新三板。

这 11 家企业在新三板期间的日均换手率基本上都处于 1%左右的水平，而上市后的日均换手率均得到了及大幅度的提升。合纵科技是 11 家企业中最晚“转板”至 A 股的企业，其换手率的改善最为明显，从 0.49%上升至 12.59%。

日均成交额的提升也非常明显。在新三板挂牌时期，11 家企业的日均成交额均在十万元级别左右，最高的是东土科技，日均成交 351.15 万元。11 家企业在“转板”后至今的日均成交额大多达到了亿元级别，最差的佳讯飞鸿也有 5651.08 万元。



图表 4 11 家企业“转板”前后换手率及日均成交额对比

证券代码	证券简称	上市期间日均 换手率(%)	新三板期间日 均换手率(%)	上市期间日均成 交额(万元)	新三板期间日均 成交额(万元)
002279.SZ	久其软件	5.22	0.75	10449.68	83.82
300016.SZ	北陆药业	3.14	0.26	8127.31	16.50
300150.SZ	世纪瑞尔	3.66	1.16	8609.25	132.02
300213.SZ	佳讯飞鸿	3.86	0.18	5651.08	29.40
300271.SZ	华宇软件	4.43	0.83	10753.52	148.81
300318.SZ	博晖创新	5.66	1.33	7978.34	109.45
300353.SZ	东土科技	10.05	1.53	14596.43	351.15
300370.SZ	安控科技	8.61	1.64	12157.64	63.93
300444.SZ	双杰电气	14.18	1.27	27485.09	133.85
300445.SZ	康斯特	9.64	5.96	11180.09	59.54
300477.SZ	合纵科技	12.59	0.49	13890.99	84.05

数据来源：广证恒生，Wind

五、“转板”虽好，所需成本可不小

从 11 家已经“转板”的企业的估值、融资能力和股票流动性的改善程度来看，“转板”为企业带来的好处是巨大的。高估值，高额融资，高流动性可以帮助企业在资本市场加速发展，也难怪如此多优秀的新三板企业希望前往 A 股发展。

但通过 IPO 通道“转板”上市所需要的时间成本可不小。11 家企业中从 IPO 申请日到正式上市的日期的时间跨度平均为 2.19 年。其中合纵科技早在 2010 年 3 月 25 日就提交了 IPO 申请，但直至 2015 年 6 月 10 日才正式上市，前后总计花费了 5.19 年的时间。

除了时间成本外，处于 IPO 排队的企业不能进行诸如融资或者并购等可能改变企业原来股权架构的资本运作，这可能会让企业错失良好的发展时机，也是不得不考虑的机会成本。

注册制预期让许多企业认为 IPO 排队时间或将会缩短，上市速度或将加快。但就在 2016 年 2 月 26 日，证监会发言人邓舸在答记者问中说道：“注册制改革是我国资本市场改革的方向，改革的制度设计必须充分考虑我国市场的环境和条件，这一工作需要一个较长的时间过程。”

“转板”虽好，可是时间成本和机会成本也是企业需要考虑的问题。

数据支持：付珞珈，陆彬彬



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。团队已推出了日报、周报、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，5年策略研究经验，1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（新三板研究教育行业负责人，高级分析师）：荷兰代尔夫特理工大学硕士，曾就职比利时IMEC研究所。2013年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，对TMT、电子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：huanguan@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。