



## 解密新三板 PE 成绩单：这 22 家 PE 年营收 99 亿，其中 8 家有望创新层

2016 年 4 月 17 日

袁季(分析师，首席研究官)

电话：020-88836102  
执业编号：A1310512070003  
邮箱：[yuanj@gzgzhs.com.cn](mailto:yuanj@gzgzhs.com.cn)



### 【导语】

2015 年，新三板上“最闪亮的星群”非 PE 板块莫属。经历了挂牌热、定增热，再到年末证监会暂停 PE 挂牌和融资，PE 板块的起落都牵动了无数人的眼光。

新三板上的 PE 企业约有 26 家，目前已披露 2015 年年报的有 22 家（截至到 4 月 17 日），他们的整体营收是 99 亿，平均每家营收 4.5 亿。99 亿的收入都是从哪些地方赚到的？项目收益率是否如传说中的那么高呢？新三板研究极客研究 22 家 PE 的成绩单，发现了一些有趣的事实。

## 一、22 家 PE 企业成绩单：总体成长性和盈利性良好

### 1、年入 99 亿，8 家进入潜在创新层名单

已经披露年报的 22 家新三板 PE 企业，15 年合计实现营业收入 98.75 亿，相比 14 年的 38.61 亿营收，增长约 1.5 倍。其中营业收入前三甲分别是九鼎集团的 25.26 亿，中科招商的 24.3 亿和硅谷天堂的 16.4 亿。

18 家实现营收增长，其中营业收入增长率超过 100% 的多达 12 家，占比 54.5%，菁英时代更是以 3963.27% 营收增长率拔得头筹。

8 家进入潜在创新层名单，分别是九鼎集团、硅谷天堂、信中利、同创伟业、久银控股、思考投资、浙商创投、天图投资。

从归母净利润来看，17 家实现净利润的增长，13 家净利润增长率破百。中科招商、硅谷天堂、九鼎集团、信中利和天图投资领跑净利润前五名，其中“状元”中科招商净利润达到 11.25 亿，堪称“最赚钱”PE，前十名的净利润都在 8000 万以上。

总体来看，由于 2015 年国内私募股权投资市场的火热和政策的利好，PE 企业总体上取得



了不俗的成绩，体现了良好的成长性和盈利性。

图表 1 PE 企业总体表现不俗，中科招商以 11.25 亿净利润领跑

证券代码	证券简称	15 年营收 (万元)	营业收入 增长率(%)	15 年归母净 利 (万元)	归母净利 增长率(%)	市盈率 (TTM) (截至 4.16)
832168.OC	中科招商	242994.78	158.78	112483.38	211.24	26.75
833044.OC	硅谷天堂	164037.30	341.78	75923.34	424.83	58.38
430719.OC	九鼎集团	252555.78	266.93	58085.44	66.47	176.38
833858.OC	信中利	80262.18	240.21	53833.47	498.71	33.54
833979.OC	天图投资	65232.64	237.34	45481.51	485.03	22.89
833880.OC	中城投资	86210.11	-8.28	23279.47	7.05	0.00
832793.OC	同创伟业	21975.14	109.87	8401.27	118.42	104.75
831639.OC	达仁资管	4212.04	76.96	8199.72	548.76	88.52
833998.OC	久银控股	14765.17	177.28	8103.67	181.53	0.00
834089.OC	浙商创投	15318.88	49.46	8009.61	49.23	132.89
833899.OC	菁英时代	7519.43	3963.27	5915.98	4448.84	84.61
833565.OC	协和资产	5088.16	22.95	3758.31	135.75	11.80
831896.OC	思考投资	8134.71	489.04	3694.43	834.38	19.33
833962.OC	方富资本	4578.79	138.79	2722.06	404.53	71.68
833502.OC	联创投资	5207.19	36.90	2174.08	25.97	0.00
833732.OC	合晟资产	2855.09	370.85	1434.29	200.22	0.70
834502.OC	富海银涛	2706.78	-28.90	1137.30	-33.03	0.00
833838.OC	美世创投	727.74	-6.38	912.55	-32.65	1003.57



833689.OC	架桥资本	2053.45	23.99	421.33	-40.34	371.17
835075.OC	清源投资	2732.97	11.16	336.21	126.78	0.00
834606.OC	拥湾资产	247.50	-82.50	297.01	-65.64	0.00
834401.OC	激创投资	697.25	114.39	-171.15	-188.49	-501.60

资料来源：Wind，广证恒生

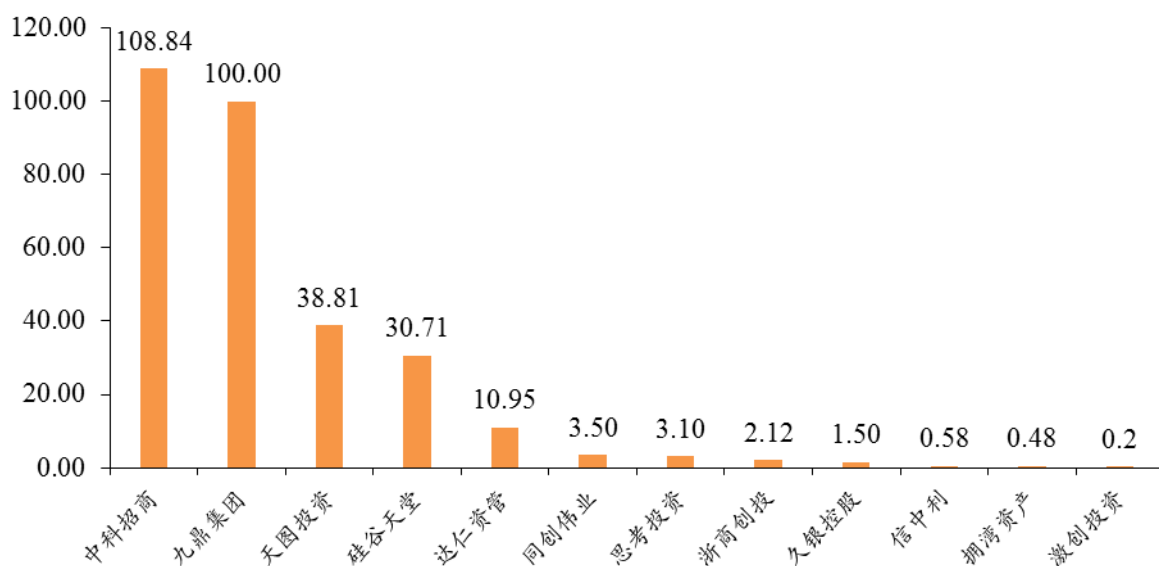
## 2、融资规模媲美主板

去年整个新三板上的定增总额为 1216.45 亿元，已披露年报的 22 家 PE 企业中，有 12 家去年完成了定增，共募集资金 300.79 亿元，占据了 24.73%。也就是说，12 家 PE 企业的融资总额占到市场总融资额的 1/4。

从规模来看，PE 企业的定增已经向百亿级迈进，强大的融资能力是其他企业无法望其项背的。实施 4 次定增，共募资 108 亿的中科招商成功夺得 2015 年“定增王”桂冠。PE “老大哥”九鼎集团以 100 亿创下了新三板单次定增金额最高的记录。而主板去年最大的定增实施是包钢股份的 298 亿，如果把新三板定增第一的中科招商放到主板可以排第 6，倘若按此类比，各 PE 机构在三板上的融资规模已达主板级。

从实施定增的企业来看，则存在“内部分化”的现象。从下图可以看出，PE 板块绝大部分的定增来自于中科招商、九鼎集团、天图投资、硅谷天堂、达仁资管、同创伟业等几家规模大、实力强的老牌 PE 企业。仅定增前三甲就已经占据募资总额的 82.33%。

图表 2 中科、九鼎现百亿级定增，12 家企业融资总额占市场总额的 24.73%

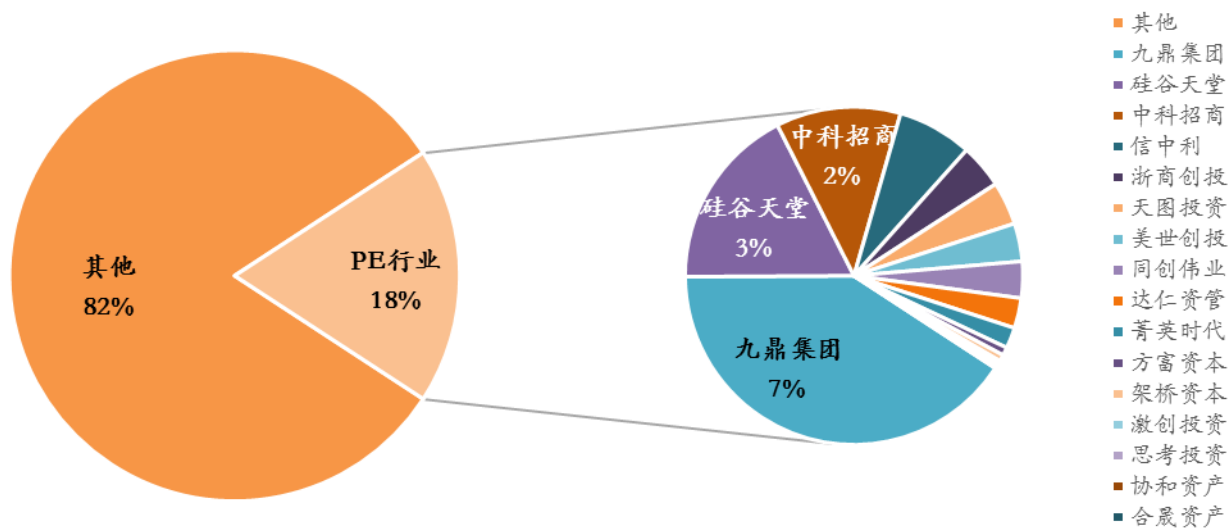


资料来源：Wind，广证恒生

### 3、16 家 PE 企业贡献新三板总市值的 18.4%，包揽新三板市值前三甲

截至 4 月 16 日，已披露年报的 22 家 PE 企业市值合计已经达到 2517.17 亿元（剔除 6 家无数据），占新三板市场总市值的 18.4%。其中九鼎集团以 1024.5 亿市值遥遥领先，与硅谷天堂、中科招商成为 PE 板块“三巨头”。

图表 3 16 家 PE 企业占市场总市值 18.4%，九鼎集团 1024.5 亿遥遥领先



资料来源：Wind，广证恒生

新三板研究极客对截至 4 月 16 日，新三板上市值前 10 名的企业进行排名，九鼎集团、硅谷天堂、中科招商包揽了前三名的宝座，另外，信中联也跻身前十，排名第九。市值前十名的企业中 PE 占据 4 席。

图表 4. 新三板市值前 10 名的企业中 PE 企业占据 4 席，包揽前三位

排名	证券代码	证券简称	总市值 (亿元) (截至 4.16)
1	430719.OC	九鼎集团	1024.50
2	833044.OC	硅谷天堂	443.21
3	832168.OC	中科招商	300.85
4	835337.OC	华龙证券	243.76
5	833868.OC	南京证券	217.71
6	834338.OC	恒大淘宝	198.37



7	430127.0C	英雄互娱	191.28
8	830838.0C	新产业	185.20
9	833858.0C	信中利	180.54
10	832970.0C	东海证券	172.85

数据来源：Wind，广证恒生

## 二、漂亮成绩单从何而来？

PE 企业给我们带来了一份漂亮的成绩单，高收入、高增长、高定增、高市值，PE 们如何做到的呢？

### 1、业务模式不同，收入结构也不尽相同

新三板研究极客选取了 2015 年净利润排名前十的 10 家 PE 企业，根据年报的信息，对他们的主要收入来源进行了梳理，看看结果是否符合你的猜想呢？

图表 5. 业务模式不同，各个 PE 的收入构成也不尽相同

金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比	金额 (万元)	占比 (%)
<b>No.1 中科招商</b>							
公允价值变动收益		投资管理业务收入		投资收益			
184653.17	75.99%	45852.3	18.87%	12489.3	5.14%		
<b>No.2 硅谷天堂</b>							
投资收益		超额业绩收入		投资管理业务收入		顾问费收入	
133942.62	81.65%	12615.25	7.69%	9215.00	5.62%	7323.99	4.46%
<b>No.3 九鼎集团</b>							
其他业务收入		投资收益		投资管理业务收入		手续费及佣金收入	
90388.82	35.79%	80515.37	31.88%	63926.86	25.31%	11549.35	4.57%
<b>No.4 信中利</b>							
公允价值变动收益		投资收益		咨询业务收入		投资管理业务收入	
66344.64	82.66%	9584.02	11.94%	3781.70	4.71%	523.84	0.65%
<b>No.5 天图投资</b>							
公允价值变动收益		投资收益		管理费收入			
56708.12	86.93	7967.39	12.22	557.13	0.85		
<b>No.6 中城投资</b>							
投资管理业务收入		顾问费收入					
76130.80	88.3%	4804.90	5.57%				
<b>No.7 同创伟业</b>							
投资管理业务收入		投资收益					
19764.25	89.94%	2786.59	12.68%				



No.8 达仁资管						
顾问费收入		管理人报酬收入		利息收入		
3363.71	81.8%	631.11	15.35%	114.14	2.78%	
No.9 久银控股						
顾问费收入		业绩报酬收入		基金管理费收入		
7443.46	50.41%	1445.95	37.45%	1445.95	9.79%	
No.10 浙商创投						
项目投资收益		基金管理费收入		其他服务费收入		
7408.23	48.36	4618.47	30.15	3183.36	20.78	

数据来源：Wind，广证恒生

由于业务模式不同，各个PE的收入构成也不尽相同。总的来说，PE公司的收入来源主要由基金管理费，公允价值变动收益和投资收益，顾问费及咨询费等几个模块构成。其中，公允价值变动收益和投资收益主要来自公司自有资金的直投项目。

从收入的主要来源来看，我们可以把上述PE分成两类，一类是以公允价值变动及投资收益为主，一类是以投资管理顾问服务为主体的。

**一类是公允价值变动及投资收益占主体。**典型代表是前五位的中科招商、硅谷天堂、九鼎集团、信中利、天图投资。与去年相比，这几家企业都出现了管理费收入比重下降，直投项目收益占比上升的趋势。

以中科招商为例，其15年的公允价值变动收益占到总收入的75.99%，主要是由于公司阳光举牌，所持有的上市公司股票市值上涨所致。与之相似，信中利的公允价值变动收益也达到82.66%，比2014年增长461.31%，得益于自有资金投资项目增多。

**一类是投资管理顾问服务收入占主体。**像中城投资、同创伟业、浙商创投，主要依赖于其基金管理费收入，同创伟业的基金管理费占到主营收入的89.94%。而达仁资管和久银控股，收入主要来源于投资顾问费，其中达仁资管的投资顾问收入也是占到主营收入的81.8%。

## 2、项目收益可观，6家代表企业平均退出IRR 31.87%

从退出渠道来看，PE的退出渠道不断多元化。IPO、新三板挂牌、并购、股权转让、管理层收购、资产重组等是PE最主要的退出方式。其中，随着新三板发展速度加快，挂牌企业数量增长，新三板已经成为PE非常重视的退出渠道。

图表6. 6家代表企业的平均退出IRR为31.87%

公司名称	在管项目数量	投资金额 (亿元)	退出项目数量 (成 立至2016.1)	退出金额 (亿元)	退出IRR (%)
中科招商	201	166.8	32	30.6	27.2
九鼎集团	199	152.4	42	50.9	33.2
同创伟业	153	39.8	29	18	36
硅谷天堂	111	60.6	73	70.1	31.1
信中利	77	17.5	5	2.1	26.5
架桥资本	40	4	5	1.4	37.2



数据来源：国金证券《年度其他金融行业研究：收益改革，私募股权投资迎来黄金发展期》，广证恒生

从退出项目的数量来看，成功退出项目最多的是硅谷天堂，达到 73 个，退出金额总计 70.1 亿。九鼎集团和中科招商分别以 42 和 32 个退出项目紧随其后。

从内部收益率（IRR）角度，退出 IRR 最高的是架桥资本的 37.2%。上述 6 家企业的平均 IRR 为 31.87%，IRR 波动范围在 25%—40%之间。总体上收益率都较为可观。

### 3、“新三板+PE”的模式找对路子，为 PE 带来新的支持

PE 板块之所以能够在 2015 年取得漂亮的成绩单，更深层的原因是新三板为它们提供了成长的土壤，新三板+PE 模式的完美结合，使 PE 较好地避开以往的短板。

新三板为 PE 企业提供了两个方面的主要支持。

**第一个是资金，挂牌新三板为 PE 企业拓宽了融资渠道。**PE 企业通过成立基金进行募资，通常会有基金周期的限制，目前市场上人民币基金的募集多以“3+2”、“5+2”为主，时间较短。而挂牌新三板后，作为公司进行融资，可以获得长期资本进行业务拓展，打破基金周期的限制。前文统计的 PE 们定增规模达到百亿，足以看出新三板为 PE 企业发展壮大所做的资金支持。

**第二个是退出渠道。**由于国内 IPO 发行缓慢，PE 机构很多前期基金面临到期却无法按时退出的窘境，LP 流动性需求迫切。挂牌新三板后，LP 通过定增将基金份额置换为公司股权，提前获得流动性，为 LP 退出开辟了新通道。

#### 【结语】

新三板研究极客在 2 月 4 日撰文提到，2015 年，与新三板结合的创新模式重塑了 PE 业。如今，PE 板块大多年报已出，从年报中我们再次印证，2015 年 PE 的高位增长，离不开新三板这个平台的支持。

然而，2016 年，新三板 PE 板块目前正面临着挂牌和融资的暂停。

证监会治理和规范趋严下的 PE 板块，如何面对后续的融资和退出问题？16 年还能保持高位增长吗？

关注新三板的你怎么看？欢迎留言，跟我们聊聊你的看法吧！

#### 【相关文章】

1、新三板 PE 行业，由好时代进入坏时代了吗？

数据支持：黄斯恬、邓玲



廣證恒生  
GUANGZHENG HANG SENG

证券研究报告  
专题研究

---



### 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。团队已推出了周报、月报、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，6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（教育行业研究负责人，高级分析师）：**荷兰代尔夫特理工大学硕士，5年证券研究经验，2013年获中国证券报“金牛分析师”行业第一名，对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与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：[huangguan@gzgzhs.com.cn](mailto:huangguan@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。