

## Companies · finance

“新三板”市场扩容进行时  
张江高科等园区有望入局

◎记者 王颖 ○编辑 全泽源

“新三板”市场(代办股份转让系统)扩容在即。消息人士透露,继北京中关村科技园区之后,上海市张江高新区也将成为进入代办股份转让系统试点的高新区之一,漕河泾、紫竹等本地园区也有可能进入。

据透露,这一批次试点园区的运行办法基本上完全比照中关村科技园区非上市股份有限公司进入股份转让“工作指引”实行。相关消息可能在3月全国“两会”前后公布。

上海地区负责直接管理的部门现在还未正式落实,正在上海市金融办、上海市科委及上海市证监局间游移,悬而未决。据推测,上海市金融办直管的可能性较大。

柜台市场、中小板和创业板市场、主板市场呈现“小上大”的正金字塔结构——这一发达国家资本市场的现状,在国内恰好呈现出完全相反的状态,即主板公司规模和数目最大,柜台市场规模和数目最小。随着柜台市场成为国内资本市场下一阶段的发展重点,这一结构有望逐步得到改善。

今年以来,中国证监会明确提出,将依托“新三板”发展场外交易市场。新三板的改革方向是在中关村科技园区代办股份转让系统的基础上,逐步将试点范围扩大到其他具备条件的国家级高新技术园区。

据媒体报道,近几个月,相关部门的领导紧锣密鼓地奔赴全国各地各个高新技术园区调研。一是征求各方关于场外市场建设的意见,二是了解各地股权交易企业资源储备情况。新三板的市场参与对象是各地高新技术园区。业内人士指

出,新三板试点范围扩大,将为一级市场股权投资领域带来更大的交易机会。

根据前述中关村科技园区试点的“工作指引”,凡存续两年内的股份有限公司,主营业务突出,具有持续经营能力,公司治理结构健全,运作规范,股份发行和转让行为合法合规,并取得公司所在地省级人民政府出具的非上市公司股份挂牌转让试点资格确认函的,均符合申请挂牌的条件。

也有内部人士表示,目前新三板市场与主板和创业板之间转板机制安排还未落实,“产权交易中心可能就能完成类似新三板的功能”,因此在试点范围扩容后,还需着力解决转板机制的问题,同时增加新三板市场流动性,使其能更好地服务挂牌公司,成为财务投资者的良好退出渠道。

## ■相关报道

## “新三板”公司:看上破产重整模式

◎记者 吴琼 ○编辑 全泽源

今年将大力发展“新三板”市场,那么“新三板”(即从主板退市的公司)又将何去何从?分析人士认为,ST东北高折上市的创新模式,如果能在一定范围内推广实践,或许能让新三板企业看到希望的曙光。记者日前采访的一位“新三板”企业的董事长即心怀此想。

2007年,我们耗资约1500万元,收购了一家从主板退市至三板的老国企业不超过50%的股份。当时曾以为从三板市场重回主板市场比较容易,所以打算借这家老国企业的壳,没想到三年过去,仍无法实现上



市构想。”该董事长表示,2009年初,北方一家企业辗转找到我们,开价4000多万元,想收购我们手上的股权,被我们谢绝了。”

问及为何不能上市却不愿高价出手时,该董事长表示,我们还是希望通过重返主板市场来继续运作。但具体操作时碰到一些障碍。第一,由于老国企业此前未解决三分开问题,原国有企业员工的安抚及解决问题令人头痛,困难超过想象。第二,我们打算注入房地产业务,但房地产行业政策多变,这会间接影响上市后的利润增长。当然,我们更担心注入房地产业务后,仍然无法上市,就赔了夫人又折兵。”和多数退市的三板企业一

样,这位董事长将希望寄托在多层次资本市场建设上,且将目光直指破产重整程序。该董事长指出,如果我们能采用破产重整程序,上市的障碍就会减少。毕竟,内地无一家上市公司破产重整失败的案例。这是由受理程序决定的。只有当地省政府对破产重整方案备案后,最高人民法院才会同意;此后,中级法院、高级法院才决定受理破产重整事宜。在政府主管部门的支持下,破产重整工作通常不会有过多障碍。从各利益方分析,破产重整是多赢局面,三安光电就是很好的例子。剥离了上市公司原亏损业务,注放了新股东的新业务,公司原债权人不至于颗粒无收,当地职工的就业

问题也得以解决,二级市场股东旗下资产质量也变得优良。”

据统计,自2007年新企业破产法实施以来,截至2009年12月31日,共有24家A股上市公司、1家B股上市公司选择了破产重整。部分已经实现上市,如S\*ST新太(600728.SH),而\*ST深泰(000034.SZ)和\*ST偏转(000697.SZ)等多家上市公司正式进入破产重整程序。

此外,该董事长表示,在建立多层次资本市场里,对于各类企业是否有差别待遇。比如ST东北高折上市的创新模式,能否在一定程度上应用到一些老的退市企业(从主板退至三板的上市公司)身上?”

## 再获 1.5 亿美元风投 京东商城“暗战”苏宁国美

◎记者 胡薇 ○编辑 全泽源

上周,声名鹊起的电子商务网站京东商城再次获得超过1.5亿美元的巨额风投,这让电子商务市场再度成为关注焦点。京东的最终目标是打造国内综合类的网上商城,而且肯定是要上市的。”京东商城副总裁徐雷日前接受《上海证券报》记者专访时表示。分析人士透露,今年下半年京东有望开始进行IPO的前期准备。

## 为何斥巨资自建物流系统?

这次的融资被拆分成C1和C2两轮,是为了避免股权的稀释。”徐雷介绍说,C1轮7500万美元已经到账,其中50%以上将用于仓储、配送、客服和售后的建设,而C2轮也将于年底前到账。第二轮资金的使用将根据到时候公司的运营情况进行安排,届时公司将会重新估值。”

据介绍,目前京东商城已陆续在全国购置1200亩土地用于打造物流仓储平台,届时将能够支撑数百亿元的销售额。并加快在三线城市布局,今年至少新增30家城市配送站,此外,京东商城全国客服中心今年也将全面扩容,坐席将由此前的150个提升至400个,计划在国内B2C企业中率先实现7x24小时全天候服务。

我们现在在上海嘉定区已购买了261亩的土地,今年6月份将开工建设,预计8个月后将投入使用。”徐雷表示,同时成都在建的规模也将达到98亩。根据规划,京东商城将于今年陆续在北京、上海、成都三个城市兴建单体面积超过10万平方米的超大物流中心,加上广州原有的物流中心,京东商城将在全国拥有4个一级库房。

京东为何放弃传统并且更便宜的租赁,决大规模自行建设物流系统?对此,徐雷表示,一方面是国内目前现有的库房和配送系统已满足不了京东的需求,另一方面也是考虑到将来IPO,公司固定资产的问题。

不仅是用户的快速增长,同时细化的用户需求也对物流系统提出了更高的要求。”徐雷表示,与传统的B2B型物流不同,京东的每个订单可能并

不大,但却会比较分散。另外,结合公司综合类商城的发展目标,日用百货业务的发展将对公司的运营效率提出更高的要求。像目前我们已经在销售的一些化妆品、保健品等都需要恒温恒湿的保存条件。”

而目前在打造的物流中心除了会建有恒温恒湿库之外,还将投入现代化的生产设备建设库房。我们计划采用全自动化的设备,建成后它将是国内B2C领域最先进的物流中心。”

先进的物流配送和售后体系将大大降低成本并提升客户的满意度。但仓储、配送和客服售后的建设需要大量的投入。超过1.5亿美元的资金正好满足了京东的需求。据介绍,像上海的建设京东就投入5-7个亿。不过徐雷表示,根据现在公司的增长速度,整个物流投资在3到4年左右就能收回成本。

当然是从成本摊薄的角度来讲。同时,考虑到现在国内地价的上涨,我们认为现在做的投资,从长远看,风险可控且收益将会很大。”徐雷说。

对于其余50%左右的资金的使用,徐雷表示将会有一些公司自身的考虑。像我们将在成都投资成立自己的研究院,规模将超过300人,主要用于促进信息化水平的发展。”徐雷说,还有一部分准备用于未来可能会出现的价格战。不过是在合理的价格和竞争范围内。”

徐雷表示,此次的融资将足以支撑至少300亿元的销售额,可以保证京东3-5年内的资金需求。

## 如何看待苏宁与国美“攻略”?

值得注意的是,就在京东宣布获得的超过1.5亿美元的风险融资三天前,苏宁电器旗下电子商务平台苏宁易购网正式上线。而国美电器方面也透露消息称,今年3月份,国美电器将打造全新的电子商务交易平台。

我们认为未来三年内不会有实质性的冲突。”面对“钱下巨头”国美、苏宁的线上突破,徐雷似乎并无太大担忧。因为目前国内网购的比例还是太低,现在的重点应是大家共同把蛋糕做大。”徐雷表示,京东从没有想过要从竞争对手中抢客户。

相关统计数据显示,2009年我国网络购物用户规模已达1.08亿人,年增长45.9%。徐雷表示,目前京东610万的注册用户份额还非常小。应该说,中国的用户市场是足以支撑2-3家全国性的综合类网上商城。”徐雷表示,在此基础上,区域性、垂直类的小型电子商务网站依然会拥有自己的空间。

事实上,在此前召开的2010年中国电子商务时代投资峰会”上中国电子商务协会副秘书长孟玉表示,2009年上半年中国网购市场交易规模已经达到了1034亿元,同比增长了94.8%。

业内人士分析认为,未来从厂商角度而言,渠道肯定是复合型而非单一的,很有可能存在三四种渠道并存,这在竞争的同时也带来了合作的可能。

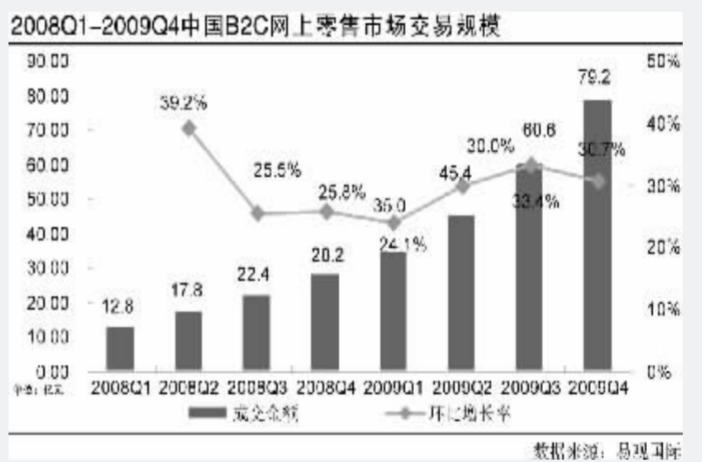
我们永远不会考虑线下发展。”徐雷表示,线上线下的运营其实具有很大的差异性。这就类似于两种社会形态,而对线上来说成本低、效率高是最核心的地方,这也是京东最大的竞争优势。”据徐雷介绍,现在京东的库存周转周期已经达到了11天,与国美、苏宁30天左右的效率相比,拥有很大的优势。

## 筹谋海外上市

京东并不会什么都去做,而只做自己适合的。”徐雷表示,京东最为看重的是低成本运营和供应链的效率。低成本运营不仅能带来快速的发展还将使整个产业链都因此受益,同时在目前毛利率可控的条件下,盈利对京东来说并不是问题。”徐雷指出,虽然截至去年京东尚未盈利,但今年在盈利方面京东会有实质性的改变。

对于公司下一步的目标,他明确表示京东肯定要上市,但现在京东对于上市还没有进行任何前期的准备。”徐雷表示。不过业内分析人士透露,京东可能下半年会开始研究IPO事宜。徐雷认为虽然目前国内电子商务企业符合上市条件的并不多,但2-3年内一定会出现电子商务的上市企业。

此前,京东商城CEO刘强东表示,京东商城会在2010年启动上市计划,从公司目前架构来看,纳斯达克会是首选地。



## 电子商务行业明年或会洗牌

◎记者 胡薇 ○编辑 全泽源

就目前而言,我觉得无论是从用户角度还是厂商或者电子商务本身而言都有很好的发展条件,同时现在政府对这块也比较关注和重视。”徐雷认为这些都是国内电子商务发展的优势。

据了解,商务部在2009年颁布的一份指导意见中曾明确提出,到2015年力争网络购物交易额占社会消费品零售总额的比重提高到5%以上。相较于目前2%左右的规模,发展空间十分巨大。

不过徐雷同时指出,由于电子商务投入较大,企业在发展过程中一定不能太浮躁。我认为电子商务企业最大的风险就在于自身,也就是内部的管理。”他表示,现在国内电子商务企业都在快速增长的阶段,每当用户数量达到一个规模就会对内部的运营效率提出新的要求。

估计从2011年开始就会出现一轮比较大的洗牌,一些‘内功’不强的企业可能会退出市场。”徐雷表示。

## ■资本行家说

PE投资  
推动公司估值溢价

◎领优资本执行总裁 曾令尉 ○编辑 全泽源

有好事者统计,在中小板和创业板企业的上市公司中,有私募股权投资基金(PE)参与投资的企业,上市后的平均市盈率(按盈利性、成长性和A股行业平均市盈率等指标还原)比没有PE参与的公司高10%-15%。

笔者没有去实际统计是否具有这样的差距,而且认为没有两家公司能有完全相同的比较基础,这种比较的可靠性也值得怀疑。但PE投资参与对企业的估值应该是具有积极影响的。

## 价值发现者

首先,私募股权投资基金作为专业的投资机构,其扮演的是价值发现者的角色。

以笔者所在的领优资本为例,我们的投资始终贯穿“基于行业发展判断的企业经营战略重于短期财务指标”和“不做被动投资”的两个基本投资理念。在投资一个项目之前,我们都会对企业所处的行业成长周期、现有的行业规模和未来发展潜力、竞争结构以及行业的关键成功要素、目标企业的核心竞争能力以及其获取行业份额的机会和空间、企业的发展战略以及支撑起发展战略的经营策略的合理性等内容进行深入细致的研究,从而避免战略判断的失误。同时,我们认为投资是一个互利共赢、长期合作的一种资本合作。对于每一个投资项目都要求进行细致的调查,除了企业业务、财务和法务等常规调查外,我们尤其重视的是对企业经营者的信用和人员调查,从来不做未经调查的任何投资。

这种谨慎的操作,对于二级市场的普通股民甚至股票投资基金来说,可能做起来都有难度。而我们接触的其他PE,执行这样严谨的投资程序的也不在少数。因此,有作为价值发现者的PE参与投资的上市公司,其投资价值已经经过一轮梳理,理应获得二级市场投资者更多的认可。

## 帮助企业“洗脑”

其次,PE在投资后能积极协助被投资企业完善公司法人治理和内部管理,引进各项战略资源,从而实实在在地提升企业价值。

完善的法人治理结构对于企业长治久安至关重要,据媒体报道,如果一家欧美企业和一家中资企业经营同样的业务,具有同样的盈利能力,在海外资本市场上,中资企业至少要折价10%,原因就是中国公司的法人治理结构不完善,内部控制风险更大。作为舶来品的“PE”,移植了一套国外完善公司治理的成功经验,要求被投资企业必须按这种规范来做,以保障企业的经营风险和道德风险降到合理的范围。融资企业在融资过程中,经过PE投资经理的一轮“洗脑”,很多企业不仅在形式上满足了公司治理的规范要求,实质上也能按公司治理的要求去执行。因此,有理由相信有PE参与投资的项目,其企业治理是相对健康的。因此,企业未来的成长价值也更有保障。

## “ITAT 骗局”反思

除了前面讲的PE投资在二级市场的估值溢价外,还有几项PE投资的估值溢价值得关注。

在投资界和企业界,可能大家对国际品牌服装会员店集团有限公司(ITAT)骗局案例都不陌生,现在大家都知道了这是一个骗局,但当初为什么会那么多的基金前赴后继地投资,而且这些投资基金不仅在国内甚至在国际上赫赫有名。笔者曾和一家浙江民间风投基金的管理人交流,出身于国际投行的他理所当然地对接上了众多知名基金参与的ITAT,但其管理的是家族资产,投资决策相当谨慎,他亲自到ITAT店调研客流量和交易额,调研结果认为根本不支持ITAT所描述的业绩。他在一家店和工作人员聊天,问其每天的客流量,工作人员坦言,“你看我这个店15个工作人员,今天从上午开门到现在进来的客人总共12个,生意没有做成一笔。”该浙江基金最后其放弃了投资。号称投资界滑铁卢的ITAT失败案例牵扯了众多的基金,大家对此都讳莫如深,为什么这些著名基金不能像该浙江基金一样因谨慎而幸免呢。

在浮躁的投资界,一个项目如果有基金进去,尤其是有著名的基金进去的时候,后面的基金理所当然地认为,前面的人已经经过了慎重的调研,跟投资项目省钱、省事、省力,从而放弃了应有的调研程序。因此,ITAT的失败不会是个案,也不会是最后一个失败的经典。

拆解ITAT投资案例,企业亦可借鉴到很多积极的经验。引进投资基金,尤其是引进作风严谨的投资基金,对企业的后期融资(私募融资)无疑将产生很积极的示范效应。而且投资基金的调研也能协助企业发现和弥补融资企业本身存在的不足,这种不足可能涵盖:对战略方向认识不清或偏差、对战略配比资源(外部资源和内部资源)把握的精准度、法人治理结构和公司内部管理的短板等等。摆正心态,妥善运用,私募融资带给企业的就远远不是一笔资金,而是为企业持续、健康和稳定的发展打下良好的基础。

因此,企业融资不应该仅仅看现在的价格,还应该考虑投资人给企业带来的估值溢价(企业在价值提升、私募融资、债务融资、IPO和再融资、二级市场的股票溢价)。这才是一个双赢的交易。