中概股回归新形式：中星微溢价21倍回归 百亿借道综艺股份

■ 饶守春 报道

昔日中概股中星微子公司中星技术溢价21倍、估值超百亿借壳综艺股份的交易草案一经抛出，便毫无意外地受到外界极大关注。不仅仅是因为其远高于其母公司斯时私有化的估值，更因为其备受业界质疑的天价业绩承诺。

据5月3日晚间综艺股份发布的有关公告称，公司拟以支付现金及发行股份的方式，总计作价101亿元收购中星技术100%股权。与此同时，中星技术更作出2016-2018年三年总计18.2亿元的业绩承诺，利润增长率分别高达163.18%、61.34%及64.21%。

虽然综艺股份在答复给上交所有关问询函时表示，给出这一业绩承诺是基于行业与公司目前发展的判断，且作出了业绩无法完成后的补偿措施，但仍无法令外界消疑。

溢价21倍回归A股

中星微作为2005年第一家在美国纳斯达克上市的具有自主知识产权的中国芯片设计企业，虽然此次借综艺股份之壳上市的仅是其分拆的安防资产——子公司中星技术，但仍将构成中概股回归案例。

然而值得注意的是，仅是中星微其中一块业务的中星技术估值便高达百亿元，与中星微私有化退市时的作价，及公司净资产相比出现了巨大溢价。

中星微在2015年底完成私有化退市时，其整体对应的人民币估值仅有29.34亿元，仅仅不到一年时间，其分拆的部分资产回归A股时的估值便已经是其斯时整体估值的近4倍。此外，中星技术2015年净资产账面价值仅为4.7亿元，预估增值96.3亿元，增值率2055.57%，溢价高达近21倍。

由此，上交所对这一估值等问题下发了监管问询函。对此，综艺股份解释称，造成这一差异的主要原因为中美股市之间存在较大差异，并表示在分众传媒、完美世界等中概股回归时，增值率均出现了大幅上调。但记者梳理发现，相比于中星技术21倍的溢价，其余中概股增值率大多集中在9-15倍左右。

但综艺股份表示，截至去年底，中星技术市盈率与扣非后市盈率跟同行业多家相比，仍处于较低水平。其中，行业内市盈率及扣非后市盈率分别为108.06倍和131.81倍，中星技术这两项则仅为36.10倍和69.30倍。

华东地区某安防行业分析师表示，“以行业情况来看，溢价的确有点高估，因为这一行的资源有明显的向龙头企业集中趋势，小型企业未来机会并不非常好。”

北京一投行人士则表示，与正常IPO时的20-40倍市盈率不同，中概股回归的市盈率一般在10倍左右，且由于估值方法多采用未来收益法，因此不能单纯以账面资产来计算估值。

综艺股份一工作人员亦对记者称，公司本次交易方式为一次性支付现金，同时将进行股权支付。对于其它有关本次交易的详细情况，一切以公告为准。

对于为何未将旗下芯片业务证券化，中星微表示该业务仍处于培育阶段，并未实现产业化，由此业绩长期亏损，不利于注入上市公司中。

完成业绩承诺成疑

“根据本次中星技术的估值溢价率来看，肯定是作出了相应的业绩承诺的，因为现在对一个企业的估值多采用收益法，也就是业绩承诺越高，估值也相应越高。”上文投行人士说。

诚如其言。综艺股份的交易草案中，中星技术对其未来三年的业绩作出了盈利预测。其中，2016-2018年将分别实现不低于3.46亿元、5.58亿元和9.16亿元的归属于母公司股东的净利润。这一承诺与前一年相比，其预计利润增长率将分别高达163.18%、61.34%和64.21%。而在2015年度，该项数据也仅为68.51%。

综艺股份对此表示，作出如此高的业绩承诺的主要原因，在于从整个安防行业仍处于高速发展阶段及中星技术自身技术层面，且对并购标的未能完成业绩承诺作出了回购股份的盈利补偿要求。

“标的资产是目前国内既掌握SVAC国家标准同时又具备完整产业链的优秀安防监控企业，提供具有核心技术优势的‘产品+解决方案+运营’的安防产业服务。”综艺股份解释。

但华北某券商安防行业分析师对记者表示，目前外界对中星微的印象更多在其芯片业务，安防业务在行业内并不突出，从营收来看属于小型企业。

“而且在行业里，早就形成了海康威视一家独大，大华股份等多强追赶的局面。由于安防行业这几年渗透的比较完全，国内市场增长速度已经明显下降，行业营收增长率一般在(百分之)十几，盈利增长率则为20%。”上述分析师表示。

由此他认为，尽管安防行业中的小型公司市盈率确实普遍更高，但对于行业而言，未来主要市场将集中于国际领域，中星技术年均90%以上的净利润增长率因此需要打个问号。

而根据《中国安防》刊发的《2015年中国视频监控市场发展特点及未来展望》显示，行业未来三年增速将有所下降至14%，且市场集中度进一步提升，“一超（海康威视）多强（大华股份等三家）”竞争格局愈加凸显，小型企业会面临更加艰难的生存境地。

新规生效 1901家空壳私募成为第一批出局者

■ 何静怡

5.1假后，近2000家“膝下无子”的私募果然消失了。

根据基金业协会公示的信息，近日，备案私募机构数量从四月底的26056家猛然减少至24155家。这意味着，2月5日新规生效后，苟活了一年的1901家“空壳”私募已经遭到清理，成为第一批出局者。

过去几年，私募基金管理人登记数量出现井喷，一些机构登记备案后开展的都是“挂羊头卖狗肉”的业务，不少机构根本没有实际的办公场地和人员，完全是个空壳，有的还干起了P2P的生意，最后卷钱跑路。从私募的名字来看，神马典当啊、新能源啊、航空啊简直是要集齐各行各业，还有传家堡、得胜鼓、甲骨文、大象等这种杀马特字眼也是层出不穷。新规之后，保壳每一步都是烧钱，成本大大增加，“壳”对于这部分私募基金管理人来说已经是烫手山芋，还是扔了拉倒。

此前基金业协会的已经做过初步统计，约有2000家左右的私募公司在5月1日之后存在被注销的可能。好买基金研究中心也测算，截止3月底已备案的私募管理人共有25901家，3月份“消失”的管理人仅有79家多为主动退出，而四月份大幅“消失“的这批私募管理人应多为被动注销，这也与此前基金业协会公示的数据相符，被注销的私募管理人占比约7%，整体影响不大。

事实上，基金业协会在节前就友善的发布了通知，我要开始打扫卫生了。同时，协会也考虑到前面大家一头雾水耽搁了老长时间，针对今年2月5日前已登记满12个月，且在2016年5月1日前已补提法律意见书或提交首只私募基金产品备案申请的私募基金管理人，给予顺延办理时间的方便，8月1号之前搞定就行。

对于真正想干事的私募来说，真是感动的泪流满面。上海一家显示为“相关申请正在办理”的私募内部人士就透露，公司早在两年前就成立，目前已发行13个产品，规模达78亿。只是这些产品都走的是通道，所以并未单独在自己名下备案。新规出来以后，公司内部积极地准备备案事宜，一开始跟很多私募一样完全摸不着北，直到4月上旬才好不容易凑齐材料提交了申请，而这个时候正是众私募集中上架之时，堵在半路上动弹不得。基金业协会公示的信息也显示，这批在5月1日前补提法律意见书的私募基金管理人有500余家，提交首只私募基金产品备案申请的私募基金管理也有600余家。

目前多家私募处于“相关申请正在办理”中，与一些弃壳而去的机构不同它们正努力在“保壳”之路上前进。记者统计发现，这类机构多数已经发行过产品，只是未在协会完成产品登记备案。如成立于2013年的上海金懿投资管理有限公司，其内部人士也明确表示已经发行过数只产品，会按照规定提交需要的材料，上海茂典等私募也可在三方平台可查询到产品信息。

话虽如此，目前买壳卖壳的现象也并未消失。虽然基金业协会反复强调私募机构没有必要进行“保壳”，对在规定期限内没有展业的机构进行注销登记，不属于自律处分，也不影响该机构在未来需要时重新申请登记。知情人士透露，毕竟新成立一家私募需要耗费更多精力，壳买卖也许还会活跃一阵，目前“壳”的报价基本在10-20万之间。虽说除了北京上海等私募扎堆的一线城市工商注册暂时关闭了，多数三四线小城市并不受影响，但有的私募就是喜欢北上广，据说还要看风水，这也是没有办法了。

农村电网改造 上市设备商抢市场

■ 欧阳凯

两网”（国家电网和南方电网）在近日正式启动农村电网改造工程。记者获悉，南方电网计划在“十三五”期间投资1300亿元用于农网改造升级，国家电网则计划总投资5222亿元，到2020年实现公司经营区内农村地区稳定可靠的供电服务全覆盖，“两网”合计投资达6522亿元。

本轮农网改造升级是继1998年、2010年后的第三次农网改造升级，总投资远远超过前两次农网改造升级投资总和。

南方电网公司计划部副主任郑外生表示，“十三五”期间，南方电网将优先安排280亿元用于南方五省区7600个小城镇、中心村农网改造和农村机井通电工程，并在2016年、2017年两年内优先完成。据南方电网方面消息，目前，首批3万多个农网建设改造项目已全面开工。

国家能源局副局长刘琦在出席国网电视电话会议时指出，今明两年，按照国务院部署，国家电网公司仅完成小城镇、中心村农网改造升级和平原地区机井通电两项工程投资就将达1353亿元，而农网改造升级工程总投资将超过1750亿元。此前国家能源局公布《新一轮农村电网改造升级技术原则》中，要求统一建设标准，确保工程质量，应用新技术、新产品、新工艺，提高装备水平。

国泰君安的研报指出，当前电力体制改革改革方针出台后，电网投资重点转向配网自动化建设、电网智能化建设、售电用电侧建设，而农村电网主网存在网架薄弱、主变容量不足、互联互带能力较差、设备老化等问题，因此随着电网逐步从电源端到输变端再到配网侧的演变，农网改造将持续创造增量成长空间。

记者整理发现，农网改造所需设备大部分是“一二次设备”。一次设备是指主系统上所使用的设备，如发电机、变压器、断路器、电力电缆和输电线路等；二次设备则是指对一次设备进行控制、保护、监察和测量的设备，如测量仪表、继电器、自动控制设备、计算机、信号设备、控制电缆及提供这些设备能源的一些供电装置(如蓄电池等)。可以说，包括置信电气在内的相关上市公司达十几家，有望直接受益。

在接受记者采访时表示，从配网设备的层面来看，中低电压等级的变压器、箱式变电站等一次设备作为配网的主要组成设备，在采购规模上将会有较大幅度的增长。

不过，“从目前来看，预计招标、中标需要一个过程，而中标后交货、确认收入也往往需要几个季度，因此对相关上市公司而言，最快也要到明年才能看到业绩的反映”，上述分析师表示。

新三板分层方案获通过 下半年有望迎投资热潮

■ 左永刚

5月5日，记者从一位接近监管层的知情人士处获悉，证监会已于5月4日通过新三板分层方案。

“预计新三板分层不会推迟。”上述接近监管层的人士称。另一位知情人士也向记者表示“新三板分层不会推迟”。实际上，按照去年11月份发布的《全国股转系统挂牌公司分层方案(征求意见稿)》的工作安排，今年5月份实施分层。对此，证监会以及全国股转系统也多次公开确认。

新三板市场内部分层是继2014年8月25日实施做市商制度以后，又一里程碑式的制度创新。然而，近期，临近新三板内部分层方案公布，市场交投相对平淡，与2014年做市商制度推出前交投活跃形成反差。

近日，新三板市场每日交易量维持在10亿元以下，鲜有超过10亿元的单日交易量。5月5日，三板做市指数收报1230.16点，下跌0.25%，连续第三个交易日下跌。

“改善流动性是一个系统性的长远过程，需要逐步改变，不可能一步到位。”民生证券新三板研究团队向记者表示，目前，新三板投资人的最大群体——私募基金普遍处于仓位

被强制“锁定”的“被套”状态，如果没有新的资金进入，很难盘活流动性的尴尬局面。这与上一波做市商红利发生时投资者轻装上阵的情况大不相同。

根据Wind不完全统计，自2015年以来至4月19日，剔除券商后，共有5034家机构（私募产品）参与了2070家新三板企业的定增配售。然而，在2015年私募大举进军新三板后，这些投资于新三板概念的私募基金收益率状况普遍不太乐观。目前新三板市场上，有相当一部分私募基金处于亏损状态，或者保持空仓运营。

民生证券新三板研究团队认为，目前投资者在新三板市场上面临的最大压力还是在流动性束缚所带来的被动“锁仓”上。这对于追求资本流通过程中价值增值的投资人而言，影响巨大。新三板目前的流动性，已经令资本的“运动属性”受到极大的束缚，不敢“轻举妄动”成为当前机构投资者的真实写照，这又进一步压抑了潜在的市场流动性，形成恶性循环。

受流动性影响，2016年，新三板私募的火爆状况明显降温，据不完全统计，新三板私募基金产品2016第一季度共成立384个，仅为去年第二季度的三分之一。

当前，市场上对新三板私募产品的到期情况众说纷纭，一些谨慎的投资者担忧下半年可能会迎来一波到期潮而对市场形成压力。对此，民生证券新三板研究团队相对乐观，并指出新三板私募产品到期潮应该在2017年下半年来临。

民生证券新三板研究团队认为，5月份新三板分层正式启动之后，将逐渐释放对市场的正面影响，创新层的流动性是否能达到市场预期还需要一定时间的“测试期”，“测试期”很多投资者可能依旧持有观望态度。新三板的投资热潮预计在今年下半年缓慢到来。

按照2015年11月份证监会发布的《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》的部署，未来新三板将引导公募基金投资新三板。未来引入公募基金入场后来，有望全面改善新三板市场流动性。

上市公司投资理财金额达万亿 几家欢喜几家愁

■ 梅双

A股2015年年报披露已落幕，上市公司加码投资理财的戏码仍在上演。投资理财成为部分上市公司支撑业绩的强大支柱，甚至是公司扭亏的“救命稻草”，但也有不少公司也因投资不慎而业绩变脸。

纵观2015年年报数据，上市公司证券投资及购买理财产品的金额已达万亿元。记者以过去的2015年全年为时间限度查阅Wind金融终端数据发现，共有625家上市公司宣布投资理财产品，投入金额共计约为5482亿元。另外，2015年A股上市公司共有456家公司披露了证券投资情况，投入金额共计约为5307亿元。

456家公司忙炒股

根据记者统计，456家披露证券投资情况的上市公司中，投资规模位居前列的主要集中在证券、保险等行业。此外，包括佛山照明、新湖中宝、泛海控股、雅戈尔在内的19家公司持股市值达50亿元。18家公司持股数量超过10只，持股数量居前的有江苏舜天持股56只、佛山照明37只、雅戈尔37只。

记者注意到，一些上市公司去年主营业务低迷，盈利主要靠证券投资来支撑。除炒股外，上市公司证券投资的方式还包括投资债

券、基金及非上市公司股权等。以杉杉股份为例，公司年报显示2015年净利润6.65亿元，同比增长90.81%，其中九成以上来自于出售宁波银行的股票。

经历了去年股市的大起大落，上市公司炒股水平和收益情况也参差不齐。深圳惠程、上海莱士和城投控股等公司就尝到了证券投资的甜头。根据深圳惠程年报，公司去年净利润1.28亿元，而公司2014年亏损8885万元，去年不仅大幅扭亏，且实现超过亿元的净利润。查阅公司年报发现，深圳惠程报告期内买入股票10.94亿元，卖出12.09亿元，共实现证券投资收益1.15亿元。

不仅如此，深圳惠程上半年通过爆炒某公司股票赚了超8000万元，在第三季度市场暴跌近乎空仓，几乎毫发无损，第四季度买入ST股及时在年底退出，其精准的节奏把握堪称“股神”。

不过“股神”毕竟是少数派，兰州黄河、九牧王等公司证券投资收益就不甚理想。业内人士表示，上市公司有闲置资金，在不影响主业的情况下，部分用于债券等低风险产品投资也未尝不可，但是如果专门用于炒股则风险较大。

5家公司认购金额过百亿

购买理财产品是上市公司更为喜闻乐见的投资方式。去年共有625家上市公司宣布投资理财产品，涉及金额共计约为5482亿元。其中，购买理财产品数量达20个以上的有17家公司，恒生电子以189个理财产品居理财产品数榜首。

在认购金额方面，上市公司也不惜重金，25家公司认购金额达30亿元以上，其中双汇发展、新湖中宝、三元股份、兖州煤业、天海投资等5家公司认购金额过百亿元。

据了解，上市公司购买理财产品的方式主要有三种：第一种是利用自有闲置资金；第二种是闲置的募集资金；第三种则是前两种的结合。上市公司投资的银行理财产品主要包括银行理财、券商资管计划、信托产品等。从公告来看，一些热衷理财的公司甚至在数月内购入数十个理财产品，产品期限从9天到170天不等。

购买理财产品同样也是上市公司利润的重要来源。同达创业年报显示，公司2015年实现营收9989.77万元，同比降22.06%；归属于上市公司股东的净利润6813.76万元，上年同期为亏损336.48万元，公司实现扭亏为盈。同达创业表示，报告期内，公司收回了财通基金富春46号资产管理计划本金及收益，为公司2015年度利润的主要来源。

同达创业也于近期再次计划投资购买理财产品，分别以2500万元和4000万元用于委托财通基金-首信2号资产管理计划和保本型人民币理财产品。

值得注意的是，一些上市不久的公司也加入了理财大军。如今年2月份上市的南方传媒4月7日公告称，为提高闲置募集资金使用效率，合理利用闲置募集资金，近日，公司以闲置募集资金5亿元，购买银行理财产品。

上海地区一位投行人士告诉记者，在目前大部分资产收益率下行的趋势下，部分上市公司与其投资回报率低的实业生产，不如投资理财还能获得稳定且可观的收益。因此，对于暂时不需要扩大生产、现金流充裕的公司而言，利用闲置资金购买理财产品成了一个不错的投资方式。而如果利用募集资金理财则不可取，公司有“圈钱”的嫌疑，另外，上市公司过于热衷理财而疏远主业对公司长远发展不利。