

“做市”新三板 首批公司估值或“跳涨”

业内人士认为做市商需提升定价能力

□本报记者 顾鑫 实习记者 郑生竹

新三板做市转让方式启动在即。根据股转系统安排,初步确定于2014年8月25日实施做市转让方式。近期,全国股份转让系统公司统筹协调首批参与做市的挂牌公司和主办券商,积极推进关于做市业务的各项准备工作。截至目前,技术层面、制度层面和市场层面的准备都已基本就绪。

业内人士认为,随着做市转让方式的实施,首批“尝鲜”的新三板挂牌企业估值可能会出现大幅提升,做市商盈利不能寄望于“坐庄”,而是要实实在在提升定价能力,精选有成长性的标的并给出合理估值。

首批公司指标“够硬”

根据统计,已有66家主办券商获得做市业务备案,做市业务正式实施之日将有43家挂牌公司采取做市转让方式,涉及42家做市商。这些做市商前期在制度、人员、技术系统等方面进行了充分准备,完成了做市业务申请、技术系统测试、做市交易单元和做市账户开通、初始股票获取等系列流程,做好了参与通关测试并首批参与做市的准备。

股转系统介绍,从各方面指标看,首批申请采取做市转让方式的挂牌公司在规模、质量、财务状况等方面总体较好。43家挂牌公司2013年平均总资产2.32亿元,较挂牌公司均值高出47.8%;平均净资产1.16亿元,较挂牌公司均值高出92%;平均净利润2034.23万元,较挂牌公司均值高出154%。其中资产规模最大的为中海阳,总资产达17.91亿元,净资产达6.74亿元;资产规模最小的为联合永道,总资产为1184.47万元,净资产618.74万元。净利润最高的蓝山科技2013年净利润为6930.66万元。

值得关注的是,首批参与做市的挂

估值水平有望“跳涨”

对于做市转让方式启动以后相关公司估值水平的变化,有市场人士预期,与之前协议转让的价格相比,相关公司的股价可能出现“跳涨”,原因主要有两个方面:一是市场初期热情较高,二是券商本身需要有一个盈利空间,三是首批公司的质地很好。

“因为做市商实施的是双边报价,所以它最能体现企业的合理估值。我个人认为,随着交易的活跃,公司股价会逐渐走向一个合理区间。”新三板挂牌公司联飞翔有关负责人说。

“未来的估值预计会比现在要上升30%,这是我的一个大胆推测,这是一个新制度的开始,市场人气很高,当然我们也在观察未来可能出现的变化,并随时调整我们的投资策略。”一位投资机构的负责人说。

业内人士称,根据国外成熟市场经验,做市商主要有如下功能:一是价值发现,做市商通过专业估值促使股票价格更趋近于其实际价值。二是增强流动性,做市商以自有资金与股票进行交易,为市场提供流动性。三是稳定市场,做市商通过股票双向报价和交易平抑价格波动,增强市场稳定性。

根据新三板市场规则,对于拟通过做市转让方式进行交易的挂牌公司股

牌企业中还有两家2013年度净利润为负的公司彩讯科技和金泰得。这一方面反映了全国股份转让系统的包容性,另一方面也表明全国股份转让系统正在形成有别于交易所市场的全新市场估值方式和投资选股方式。

首批参与做市的43家挂牌公司的所属行业中,制造业和信息技术业公司数量最多,分别为17家和15家,占首批企业的39%和35%。这一比例与挂牌公司总体行业分布情况基本一致(目前全国股份转让系统挂牌公司中,制造业占比为46.9%,信息技术业占比为33.7%)。

从首批参与做市业务的挂牌企业看,主办券商对企业的选择已呈现出明显的差异化特征,部分挂牌公司受到主办券商追捧。首批参与做市的挂牌公司做市商数量平均为2.6家。其中,做市商数量最多的星和众工和中海阳则各有5家券商为其做市。也有挂牌企业因不足两名做市商而未能赶上首批做市业务的“头班车”。

票,持有一定数量的初始库存股,是做市商从事做市业务的前提和必备条件。挂牌时采取做市转让方式的股票,初始做市商应当取得合计不低于挂牌公司总股本5%或100万股(以孰低为准)、每家做市商不低于10万股的做市库存股票。其他情形下加入的做市商,在做市前应当取得不低于10万股的做市库存股票。

对于做市商获取库存股的成本相对较低,有挂牌企业人士称,看起来这是企业和券商之间的矛盾,但其实这不是主要问题。“做市以后券商还要提供报价服务,因此不能单纯地从投资者的角度来衡量库存股的价格。从企业角度来看,做市有以下几个好处:一个是活跃流动性,二是反映企业的合理估值,三是提高企业的知名度。”

申万有关负责人则表示,做市对企业会起到一定的推动作用,做市方式预计会提升挂牌公司二级市场交易的活跃度,无论对老股东的良性退出还是对其他投资机构新鲜血液的进入,都是一个非常好的途径与渠道。通过做市的方式还可以让更多的金融机构在股转系统里面关注企业的发展,这对企业不论是实体经营还是品牌的推动,都是一个非常好的方式。

对经营业绩的影响。

湘财证券则是目前披露中报的新三板公司中盈利能力最为突出的一家。公司上半年实现净利润1.97亿元,同比增长203.77%。上半年公司自营业务实现营业收入1.23亿元,成为拉动业绩增长的主要动力。同时,公司经纪业务股票、基金和债券交易总金额8673.34亿元,比去年同期增长30.71%。6月末,公司受托资产管理规模共计298.5亿元,较期初增长27.8%。

新产业上半年的净利润也在亿元以上,达到1.07亿元,同比增长98.21%。公司专业从事研发、生产及销售系列“全自动化学发光免疫分析仪器及配套试剂”,6月底已和五大洲的123个代理商建立了合作关系。

从事私募股权投资的九鼎投资上半年实现净利润4274.65万元,同比增长361.41%。截至6月30日,公司总资产为103.72亿元,净资产为69.75亿元。

医疗金融行业整体向好

从目前登陆新三板的公司行业划分来看,主要集中在信息技术、工业、材料等领域。如果从上半年业绩增长公司的占比来看,金融、医疗保健、材料等行业的业绩表现相对较好。



IC图片 制图/王力

做市商定价能力待考验

做市转让方式启动以后,关于新三板市场的诸多美好预期是否能够成为现实?业内人士认为,关键变量是做市商的定价水平,如果做市商确实提供了公允、合理的报价,那么新三板市场将能够得到投资者的追捧,流动性的提升会水到渠成。

申万分析师桂浩明表示,真正意义上的做市商,是通过专业的研究,给相关证券提出合理的价格波动区间,并且进行相应的买卖交易活动,以维持其必要的流动性,让投资者了解这个股票,也为公司的发展提供支持。好的做市商不会把做市的股票价格抬得很高,也不会让其跌得很惨,更不会试图通过做市交易而大赚其中的差价,它的目的就是为企业合理定价服务,为投资者理性投资服务。能够做到这一点的做市商,正是现在我们所需要的,也是中国资本市场发展过程中所不可或缺的一支力量。

根据市场规则,做市商每次提交做市申报应当同时包含买入价格与卖出价格,且相对买卖价差不得超过5%。相对买卖价差计算公式为:相对买卖价差=(卖出价格-买入价格)÷卖出价格×100%。与国际上其他市场相对比,这一相对买卖价差并不低,考虑到了做市商的积极性。不

过,桂浩明指出,所谓做市商,并非机构在某个证券上“坐庄”,自买自卖操纵股价以达到低位买进、拉到高位后出货的目的。参与做市的券商是否会因此而开辟出新的巨大利润增长点、获得超额收益,至少现在看来还是不那么现实的。

业内人士指出,如果做市商的定价能力不足,报价不为投资者所认可,就可能会出现流动性“陷阱”。一是券商下调报价,直至有投资者认可,但券商这么做肯定亏钱;二是券商不下调报价,这意味着交易双方继续处于僵持状态,券商要赚钱只是奢望。

市场预期,随着做市转让方式的实施,券商新三板业务的竞争格局将会发生变化,定价能力真正强的做市商将会脱颖而出。实际上,主办券商的做市业务已经开始呈现出差异化特征。数据显示,首批参与做市的42家做市商平均做市股票数量为2.6只,而排名前三的券商上海证券、东方证券和申银万国,则分别达9只、7只和7只。这一排名与主办券商推荐业务排名并不一致。这表明,随着全国股份转让系统业务链条的拓展,主办券商正结合自身优势确定业务重点,逐步推进差异化竞争格局。

做市商制度是新三板基石

□程晓明

从2006年1月23日新三板推出,我们就认为,新三板必将成为中国的纳斯达克。在过去的8年,这一观点逐渐成为共识,梦想成为理想。

2014年8月25日,观点、共识、理想、梦想,这一切将成为现实,因为新三板市场将实行做市商制度,新三板成为中国纳斯达克的梦想离现实越来越近,圆新三板的梦,是为了圆中国梦。

做市商制度上世纪70年代起源于美国场外市场。为了解决挂牌公司质量比场内市场上市公司差、市场吸引力不够导致交易清淡的问题,经纪人从被动等待客户的交易委托,转为积极、主动参与交易以刺激、带动其客户交易。经纪人对某只股票提供双向报价,由投资者选择交易方向即买还是卖,以此证明其成交价、报价、定价的客观、公正,经纪人成为做市商。做市商制度的产生,初衷是为了提高市场流动性,但随着制度的演化、改进,做市商的首要功能就不再是提供流动性,而是对上市公司估值定价。结果,大量高科技、新经济包括互联网、初创、小微等一般投资者看不懂的企业就都被有做市商的场外市场所吸引而来。而场外市场的典范——纳斯达克市场,其服务企业的定位也从起初的达不到场内、主板市场上市条件的差企业,变为普通投资者看不懂的企业,主要是高科技企业。正是这一转变,纳斯达克市场超越纽约证券交易所,成为全球最大、最有活力的交易所。

为什么要如此强调做市商的估值功能?

首先,从证券市场的运行逻辑角度看,我们现在都在讨论新股发行(准确讲是公司上市选拔)制度改革,从核准制改为注册制。何为注册制?注册制的核心是什么?我认为,就是三点:一是,放开上市节奏,给更多企业机会,给投资者更多选择,充分竞争,对公司上市的财务指标要求放宽,尤其对高科技、创新企业。二是,上市条件不是企业来上市、去上市的条件,而是公司上市后能保持上市资格、状态的条件,即能不被强制退市的条件。一个企业上市后能不被退市,为什么不让它上市呢?三是,一个上市公司是否应该、必须退市,应该由投资者来判断、决定,所以最好的退市标准不是财务指标,比如利润,而是交易价格、交易量,交易价格反映了投资者对上市公司未来信心的强弱,而交易量反映了投资者兴趣的大小。总之,公司上市后的交易价格才是最好的退市标准。真正的上市条件,因此,股价的准确就成为证券市场建设的核心!

股价是投资者博弈形成的,投资者直接对上市信息披露进行分析,做出股票买卖决策,并形成股票价格,这就是主板、场内市场股价形成逻辑。因此,主板、场内市场上市企业的定位,就是传统行业、成熟、规模大等普通投资者对其估值定价比较容易、看得懂的企业,而非“好企业”。但是,对于普通投资者看不懂的高科技、创新企业,上市公司信息披露就不够了,需要做市商替他们来分析公司价值,并通过双向报价将公司价值直接告诉普通投资者,引导市场对高科技公司形成合理、准确定价。所以,交易制度的本质,其实是股价形成逻辑,主板的指令驱动、竞价交易只是表象,本质是普通投资者直接根据上市公司信息披露自主、直接定价,而场外市场、纳斯达克、新三板的做市商制度,本质是做市商引导投资者定价。

新三板的功能是支持企业创新。创新需要钱,更需要共担风险的钱,需要资本即股权融资而不是银行贷款、企业债之类的债权融资。而股权融资的难点在于定价,因为公司股价价值理论上等于公司未来盈利的贴现值,但未来说不清,导致企业与投资方入股价格很难谈拢。目前普遍的解决办法是签对赌协议,但这样就将风险几乎全放在融资方,而非投融资双方共担,这就失去了股权融资的本质特征。正确的解决办法是让企业上市,所谓“上市”,不是IPO,而是公司的股份在一个交易所活跃的交易,成为股票,根据股票交易价格打一定折扣作为融资价格、新股发行价格,投融资双方就都能接受。新三板到目前为止交易不活跃,还不是“上市”,但随着交易的活跃,新三板挂牌就是“上市”。

创新的过程就是不断失败、反复、最终有可能成功的过程。企业需要资本,需要持续不断的股权融资,而且企业必须有这个预期,只要创新的方向正确,哪怕会经历多次失败,证券市场也会根据公司未来可能的成功来给公司一个合理、准确的估值。这样公司未来就能够持续不断的以合理价格进行股权融资。如果事先没有这样的预期、信心,即使事后公司得到了这样的支持,企业也不敢冒险创新。

从投资者的角度看,要让他们愿意、敢于持续不断的积极参与上市公司的融资,前提是他们能够获得合理的投资收益,关键仍然是股价的准确。

中国梦,在经济领域,就是两条,企业做创新梦,资本市场帮他们圆梦。

其次,从证券市场的根本定位角度看,金融业包括银行、证券、保险,对于金融业的功能,人们通常理解为资金的融通。银行业,传统、主要功能是资金使用权的买卖,货币市场,是对资金的时间成本、机会成本进行定价,给钱定价。而证券市场,是对企业的盈利能力定价,根本上是给企业家定价,给人定价。在对企业家准确定价的基础上,为其配置与其价值、价格相当的资源,资本是表现形式,背后其实是资金、管理、技术资源。将证券业与银行业统称为金融业,结果很容易将证券业变成银行业的补充、替代,导致证券市场发展落后,制约了企业创新能力的提高,影响了国家创新战略的实施。

实行做市商制度后,新三板将成为中国的纳斯达克。8月25日,不是结束,只是开始!(作者系太平洋证券副总裁、中关村新三板学院院长)

□本报记者 于萍

Wind数据显示,截至8月21日,共有498家新三板公司披露了半年报。在有可比数据的492家公司中,有298家公司业绩同比回升,占比约为六成。从行业表现看,金融、医疗保健、材料等行业的新三板公司业绩表现相对较好。

60家公司营收规模过亿

统计显示,在298家业绩增长的新三板公司中,有143家公司上半年业绩翻番。一些新三板公司的规模也稳步扩张,共有60家公司上半年的营收规模过亿元。

目前披露中报的新三板公司中,南菱汽车上半年的营业收入排在首位。公司上半年实现营收22.36亿元,同比增长52.97%;实现净利润2163.58万元,同比增长0.94%。公司主营业务为汽车销售、汽车维修、汽车配件销售以及汽车保险代理业务,上半年毛利率同比下降了6.92%,主要是由于理赔类维修收入毛利率下降致使维修收入整体毛利下降,但其他类业务的毛利率均有所上升。公司通过提升保险续保及事故车回厂,提升理赔类维修收入水平,降低因理赔维修毛利率下降

部分新三板公司中报业绩					
证券代码	证券名称	营业收入(万元)	营收同比增速(%)	净利润(万元)	净利同比增速(%)
430399.OC	湘财证券	53065.15	42.25	19718.49	203.77
830838.OC	新产业	23729.61	60.16	10707.90	98.21
430005.OC	原子高科	31016.01	19.45	5234.63	30.04
830777.OC	金达莱	13996.72	37.38	4424.03	84.64
830815.OC	蓝山科技	26625.95	46.79	4413.13	33.02
430719.OC	九鼎投资	13123.00	11.30	4274.65	361.41
830822.OC	海容冷链	35988.58	17.17	3843.09	55.44
830837.OC	古城香业	12075.86	5.61	3058.56	9.77

数据来源:Wind 制表:于萍

目前披露中报的4家金融类新三板公司上半年业绩均实现增长。除九鼎投资、湘财证券的净利润大幅增加外,财安金融、联讯证券上半年的净利润也分别同比增长了149.64%和5.793%。

22家医疗保健类新三板公司上半年业绩表现也较为抢眼。九生堂、先大药业等公司的净利润同比增幅均在80%以上。主要从事放射性同位素制品生产的原子高科上半年净利润达到5234.63万元,同比增长了三成。

在59家披露中报的材料类新三板公司中,有44家上半年业绩增长。红豆杉、太湖股份、久

日化学、奥凯立等11家公司的盈利规模均超过千万元。其中,红豆杉上半年实现净利润3057.60万元,同比增长3.79%。主要从事绝绿材料生产的太湖股份上半年净利润为2017.39万元,增幅达到89.05%。公司称,收入的增加与风电市场转暖及公司生产能力扩大有关。

相比之下,新三板中能源、公用事业等行业的公司实现业绩增长的占比不高。4家披露中报的公用事业类新三板公司中仅1家业绩增长,能源类公司交出“喜报”的占比也仅为三成。