

逾半数浮亏 最惨劣后净值亏八成

# 新三板资管产品业绩冰火两重天

□本报记者 黄丽 张莉

短短一年间,新三板出现翻天覆地的变化。去年此时,新三板开始狂飙猛进,各路资本争相进驻“中国纳斯达克”,但今天,随着部分早期募集产品步入退出期,新三板“财富梦想”的真实面貌才渐渐浮出水面。根据公开披露的净值统计,新三板产品业绩可以用“冰火两重天”来形容,全市场仅有9只产品成功翻倍,超过半数新三板资管产品目前仍是浮亏,还有少数新三板概念产品的劣后级净值已被砍去81%。

“需要注意的是,就算有浮盈也不代表能获利了结,投资者需要的是真金白银,如果卖不出去,这些都只是账面数字。”深圳一位新三板产品投资经理说。据中国证券报记者了解,今年二、三季度将迎来新三板产品退出期的小高峰,许多机构已经提前留意各种退出机会,在新资金增援几乎无望的情况下,创新层将是今年最重要的机会。

## 掘金多失利 首尾净值相差巨大

自2013年底新三板扩容以来,各路打着新三板旗号的资管产品进入投资者视野。去年三四月,随着A股市场走出一场波澜壮阔的牛市行情,新三板也扶摇直上,相关概念产品募集势头十分火热,一时间大量资金涌入新三板。时隔一年,三板成指和三板做市指数涨幅分别达到29.5%、20.4%,带着“掘金中国纳斯达克”梦想进军新三板的产品收益情况究竟如何?中国证券报记者根据公开净值统计,截至3月1日,投资新三板业绩最好的产品净值达到3.98元,但这是极少数,新三板概念的资管产品平均净值已经跌破1元,更有一些采用优先-劣后分级处理的产品,由于带杠杠属性,净值已经跌得惨不忍睹。

目前市场新三板基金的管理机构主要包括私募、券商资管、公募专户及子公司等三大类。上海一位公募基金子公司新三板业务负责人介绍,市场上的新三板产品主要有四个投资方向,二级市场上主要通过协议转让、做市转让来进行,也可通过定增等一级半市场,或者在PE/VC阶段介入拟挂牌公司股权,还可以通过FOF基金投资。

格上理财研究员王萌萌分析,新三板资管产品净值差异巨大是因为不同的管理人投资能力及资源、投资策略、估值方式差异、布局时间均有不同。“大部分新三板基金的投资范围既包括拟挂牌企业股权,也包括已挂牌企业股票。这一投资范围决定了不同的投资策略和不同的估值方式,均会影响基金运作期净值展示和投资者的最终实际收益。”

一些发展潜力大的优质企业,投资者进入时估值越低,最终收益越高。从普通PE、股改完成、挂牌后做市、挂牌后定增、做市稳定,甚至到IPO期间,企业的估值都在不断上行。“从我们参与过多只新三板产品的运营经验来看,新三板产品的估值方式与二级市场阳光私募基金有很大差异。对于拟挂牌企业股权,通常以成本估值,直到实际退出获取收益后才会实际展现到净值上;以协议转让方式交易的股票,以成本、或最近一次转让价格估值;对做市企业

## 资金倾斜创新层 壳交易供求现拐点

新三板分层制度的落地时间渐行渐近,新三板市场的投资机构仍在悄然布局市场,并将注意力转移到一批可能进入创新层的挂牌企业,大量资金涌向准创新层标的。分层制度的预期强化,让多数机构的取向更为明确,意图在这些准创新层中寻找到有潜力获得数倍回报的“大牛股”。

“现在对三板项目的挑选,基本是按照已经公布的创新层标准来进行,如果有可能分到创新层的企业,就会考虑投资,主要是创新层的产品销售会更容易被投资者接受,加上未来创新层交易活跃,流动性状况有所改善,对机构来说比较容易退出,相应的估值也会很高。”深圳某新三板投资机构负责人表示,目前市场资金对“准创新层”标的的新三板公司关注度较高,虽然估值抬升了,但这些优质企业还是会有很多投资机构争抢,投资的一致性比较突出。

“新三板创新层的标准已经公布,实际上就意味着给新三板的企业做了分化池,资金自然会选择更为优质的个股上去,资金趋势走向一致也是理所当然。”熟悉新三板投资的人士分析,当前很多有能力冲击创新层的投资资金,最终目标还是“赌”创新层转板的利好,或者被A股公司收购,这是因为创新层企业质地优良、业绩稳定,创新层本身已经起



CFP图片

## Wind资讯数据显示,截至2016年3月1日,包括券商集合理财优先份额在内,可获得净值数据的新三板产品共有1403只,其中绝大多数都是私募基金,基金子公司产品数量最少,且仅有6只产品公布净值情况。

Wind资讯数据显示,截至2016年3月1日,包括券商集合理财优先份额在内,可获得净值数据的新三板产品共有1403只,其中绝大多数都是私募基金,基金子公司产品数量最少,且仅有6只产品公布净值情况。

新三板概念的券商集合理财产品中,截至目前收益最高的产品是浙商金惠先锋1号,该产品成立于2015年2月5日,主要投资于在全国中小企业股份转让系统挂牌、公司内部治理良好的高新技术产品公司,不主动投资于二级市场股票,最新复权单位净值为1.39元。从历史表现来看,该产品净值在去年股市异常波动前一度飙升至2.27元,但也难挡市场整体下行的风险,浮盈回吐后盈余38.82%。与此同时,还有74只券商集合理财产品跌破净值,领跌的主要是各产品的劣后份额,例如渤海汇金11号B级、渤海汇金10号B级最新净值仅有0.19元、0.22元,亏损幅度达到80%左右,这些都是在2015年4月底发行的激进份额,值得注意的是,其募集说明中表示,新三板的投资比例仅占两成左右。此外,广发新三板衡锐1号B、渤海证券汇金12号B也损失惨重,浮亏

## 浮盈兑现难 机构提前寻觅退途

股票则以最新交易价格估值。”王萌萌表示,若基金投资策略为重点投资于拟挂牌企业股权,可能投资期内净值会一直不动,但经过一定的投资运作时期,一旦有项目退出,很大概率会迅速拉高产品净值。像景林、鼎锋、理成等优秀投资机构发行的新三板基金,基本都是这种情况。目前展示净值较高的产品中,大部分都是因重点参与单一挂牌企业定增,整体拉高了现阶段净值表现。但这种投资机会并非经常性的,投资业绩不具有可复制性。

值得注意的是,即便成功保住净值,机构也并不轻松。“我们现在浮盈接近80%,明年产品才到期,但现在就已经开始焦虑了,每天都在寻找退出机会。就算有浮盈也不代表能获利了结,投资者需要的是真金白银,如果卖不出去,这些都只是账面数字。”深圳一位新三板产品投资经理表示,自2015年4月份以来,新三板的流动性就逐渐陷入冰点,手里拿着大量的股票,有浮盈却没有交易量,卖

## 一道删选程序。

不过,上述投资机构同时表示,由于目前机构对新三板准创新层企业的争抢激烈,主要是一些急于退出、产品周期较短的机构,而新三板企业的估价其实也已经水涨船高。对于没有及时买入这种优质标的的机构来说,买入成本非常高,“除非是此前定增融资低价拿到的股份,或者较价格上涨前在二级市场买入,否则现在对创新层企业的争抢,对于投资机构而言,并非是一个安全边际较高的选择。”

据了解,自去年分层制度相关方案出台之后,不少投资机构开始向市场推出以冲击创新层为概念的新三板投资产品,引发一波投资行情。从这类新三板产品情况来看,多数产品的规模约在3000万元左右,且投资周期多数为一年。“有些以创新层投资为主的理财产品,实际上和挂牌公司大股东签订过对赌协议,若交易价格不达预期,大股东将以回购的方式确保产品退出。对于挂牌企业而言,则是相当于引入一批借贷资金以维持企业运营,这种操作方式在这两年非常普遍。”

由于分层制度落地时间的临近,机构资金加速布局一批准创新层企业,令此前市场“两极分化”的状态更为明显。有券商机构人士分析,在分层制

度超过60%。

私募新三板产品是新三板中的机构主力,业绩分化较明显。目前看来,共有9只产品成功实现翻倍。收益最高的产品为中盟泰新三板7号,该产品成立于去年股市异常波动期间,如今净值已经达到3.98元,理成风景1号、智果奋斗新三板1期净值也均超过3元,浮盈十分惊人。但整体来看,新三板私募产品的平均净值仅为0.97元,1162只产品中65%的产品跌破净值,表现最差的新三板概念私募产品是泰石麦哲伦,但它也并非只投资新三板,还投资了A股和固定收益产品,该产品于2015年4月成立,预计受到市场下跌影响较大。表现较差的泉正1号、卓润1期也是类似情况。

已经公布业绩的基金子公司新三板产品表现相对稳定,净值均徘徊在1元左右。“一方面是因为公募系相对比较稳健,有些产品是在市场高位时发行的,投资经理没敢很快建仓,直到现在手里还有很多现金;另一方面,有些产品投资于还未挂牌的前端企业,无法预计估值,净值基本就在1元左右。”上述基金子公司新三板业务负责人分析。

不出去。“我已经等不到创新层企业IPO了,今年流动性也没有改善,很明显新增资金都已经不愿意进来了。如果产品到期,股票还是没有卖出去,那就只能贱卖;如果贱卖还是卖不出去,那就只能和投资者商量展期了。”

据中国证券报记者了解,今年二三季度将迎来新三板产品退出期的小高峰,明年才是机构变现退出的真正高峰期,但受限于新三板稀缺的流动性,大部分机构已经提前寻觅退出途径。王萌萌表示,很多期限为三年的产品,真正的投资期其实只有一年左右,剩下的时间就是等待退出的机会。

“目前看来,即将推出的创新层可能是最好的‘下车’机会。”上述沪上新三板业务负责人表示,创新层推出后,预计监管制度和市场资源都会优先给创新层,资金也会更加青睐,创新层的流动性将明显优于基础层,对于手握“重兵”的机构而言,无疑是很好的机会。

落地后,大量未进入创新层、无法融资、运营困难的企业都有可能沦为“空壳”企业。届时,市场上的新三板“壳”将会大幅增加,壳资源供过于求,从而改变此前壳交易市场行情暴涨的局面,壳价格也将出现猛跌。

某新三板企业中介人士反映,近期新三板市场的壳价格出现明显的松动迹象,从此前爆炒期间的3000万元高价逐步下跌,并回归至2000万元以下的价位,且整体交易市场处于“卖壳需求减少、壳企业有价无市”的状态。“一方面壳资源的供给量增加,导致壳资源价值出现缩水的情况;另一方面也是监管对借壳上市企业的审核趋严,持有壳成本也在攀升,降低了企业的借壳动力。”有机构甚至预测,在分层制落地后,新三板壳交易市场将会消失。

券商分析人士认为,随着分层制度的落地以及相关配套的退市安排出台,新三板僵尸企业将面临退市的可能性,不少垃圾股的存续周期将会缩短,壳价值的炒作和寻租空间也会大大缩减。民生证券新三板研究团队称,未来将可能从新三板信息披露违法违规、操纵市场、对倒交易等违规行为以及财务造假等角度,来考虑制定新三板强制摘牌的细则。

## 交投低迷

## 新三板流动性困局待解

□本报记者 张莉

近两周以来,新三板市场持续低迷,交投活跃度大幅下行,流动性大降。券商人士分析,分层预期的变化导致当前市场交易热度大幅下降,加上做市商内控趋严和交易策略改变,市场整体迎来调整期。

在市场流动性困局尚未解决的情况下,不少新三板企业也开始萌生“退意”,优质企业选择申请IPO来进行市场转移。在业内看来,新三板市场景气度始终低迷,令企业对新三板的预期不断降低,而不得不选择其他出路。

### 市场交投持续低迷

节后以来,新三板市场行情低迷,挂牌企业数量也出现放缓迹象,加上交易量持续萎缩,场内观望气氛浓烈。数据统计显示,截至2月26日,新三板2月份新增挂牌企业数量仅183家。相比于前三个月平均576家挂牌数量明显下降,并创下2015年6月底以来的新低。从成交量来看,上周新三板合计成交4.92亿股,成交金额为26.99亿元,市场整体成交量不及主板市场单个股票成交量,交易量始终保持低位徘徊。

华泰证券认为,近期新三板的成交大幅下降,主要由于分层预期变化导致的交易热度削弱、做市商内控和交易策略或将进入调整窗口期以及市场整体的风险偏好出现松动所致。一方面,分层标准三做市限期已过,交易意愿被削弱,导致成交活跃度的下滑;另一方面,监管部门的措施从严,收窄了做市套利空间。此外,不少新三板基金今年将开始进入退出周期,这类流动性冲击将影响市场的风险偏好。

不过也有分析人士认为,不必

对新三板市场行情的低迷走势过度悲观。安信证券新三板研究负责人诸海滨称,当前市场的流动性问题主要和主板与新三板市场的估值联动,以及市场新增资金与高速增长挂牌企业数量之间的不匹配等因素相关。这种流动性现状是一种自然的调整,市场各方参与者也不必过于悲观。

### 市场观望情绪浓厚

值得注意的是,由于当前市场行情的持续走弱,新三板对企业的吸引力也开始降低。据业内统计,截至2月24日,新三板一共有99家企业拟申请IPO辅导或已申请IPO辅导,仅2016年至今就高达48家,增量远远大于2015年,不少知名的优质企业均在申请辅导的名单之列。

在分析人士看来,近期优质企业申请IPO需求加大,与市场流动性堪忧、转板政策有较大关系,由于市场流动性长期低迷,新三板的融资功能和定价功能也受到影响,新三板企业的融资问题并没有得到解决,令这些企业萌生退意。

与此同时,不少企业通过并购合并的方式实现退市,也成为新三板企业实现市场转移的重要出路。据统计,2015年,新三板挂牌公司被收购的交易数目达到198起,交易总金额达170.79亿元,数目和总金额均超过2012到2014年3年的总数目。

民生证券新三板研究员伍艳艳表示,近期市场观望情绪较多,不过,部分企业只是选择暂停新三板的交易,并不是完全退市,企业大多在期待分层制度之后的政策红利,新三板其实在制度空间上弹性很大,企业也不会完全退出,市场交易不够活跃,大多与企业还处于限售期有关。

## 市场逐步完善 新三板壳价值缩水

□本报记者 张莉

过去一年,无论新三板行情表现如何,新三板企业壳资源的交易总是热闹非凡,而壳价格也一度被炒高。不过近期随着市场改革预期的强化,以及对借壳登陆新三板的监管趋严,新三板的壳价值也出现了大幅缩水的情况。

业内人士分析,今年新三板市场分层制度的落地以及配套的退市制度均有望出现,这在一定程度上会大大降低和消除垃圾股票“壳资源”的价值,未来新三板壳交易的市场可能会消失。

### 新三板“壳”价下调

尽管新三板市场挂牌门槛降低,成本较少,但三板企业壳交易的市场在过去一年的发展却令众人感到不可思议,壳价格的爆炒也成为市场关注的焦点。券商人士分析,之所以借壳火爆,一方面在于新三板审核时间较长,很多企业担心错过发展时间,而选择借壳加速上市;另一方面也有一些存在财务瑕疵的企业希望通过借壳这类方式绕开股转系统的挂牌审核;加上赌转板和企业进入创新层的预期,市场借壳需求强烈。

不过,由于近期新三板市场行情持续冷清,此前火爆的壳交易市场风向也开始出现明显变化。新三板相关机构人士反映,近期壳价格出现明显的松动迹象,此前壳价格翻涨了一倍左右,最高炒到3000万元左右,如今壳资源供给增加,壳价又回调到2000万元以下的价位,下跌幅度达到30%左右。新三板壳价格下调导致市场出现有价无市的情况。

与此同时,监管审核条件的改变,让不少企业的借壳动力也开始逐步消减。据股转公司方面透露,目前平均新三板挂牌审查时间为38个工作日,接下来股转公司还将

明确和管控各审查环节时限,提高审查效率。

分析人士认为,除了审核效率提高之外,当前监管部门对借壳上市的限制要求加强也成为壳交易市场冷清的主要原因。股转系统有关人士多次表示将对借壳行为加强审查,对于借壳公司也许审查是否具备挂牌条件。此外,借壳后需要一段时间后才能实现再融资,借壳上市的企业需要支付一定资金成本,成本攀升也成为企业考虑的问题。

### 成本虚增现象有望改善

实际上,随着新三板市场的制度改革加速推进,以及分层制的落地在即,新三板壳交易的市场也将面临拐点,不少投资人士判断,此前火爆的壳交易可能会在新的制度环境下逐渐减少甚至消失。

国信证券相关人士分析,当分层制度落地后,大量未进入创新层、无法融资、运营困难的企业,都会面临退市的问题,届时市场的壳资源供过于求,而创新层壳壳的可能性不大,导致新三板壳价值资源的大幅缩水,甚至出现毫无市场的局面。

上述机构人士同时认为,随着新三板市场的制度环境逐步完善,分层制度的落地也会配套完善的退市安排,届时新三板僵尸企业都会面临摘牌退市的情况。退市制度的完善将从根本上消除市场借壳寻租的空间,防止市场出现“劣币驱逐良币”的现象,有助于投资者给予其合理的市场化定价。

股转系统副总经理隋强此前公开表示,未来新三板市场将建立常态化市场化退市机制,实现市场优胜劣汰功能。他透露,未来退市细则将允许企业自主申请终止挂牌,也将明确强制摘牌的标准,并探索建立异议股东股份回购机制和相关责任主体问责和赔偿机制。