

混用A股思维 投研变公关 热衷炒“市值”

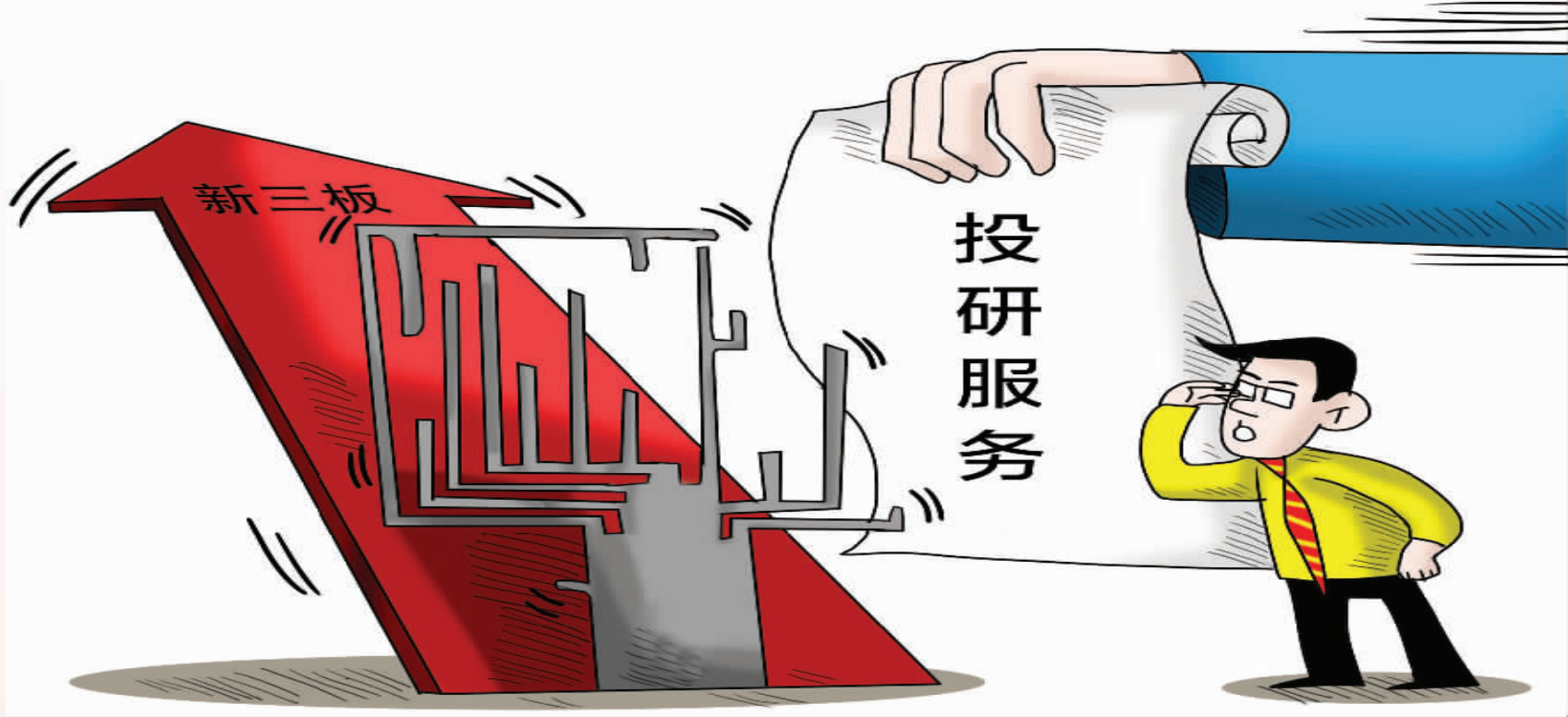
新三板投研滞后 企业陷估值困局

□本报记者 张莉

尽管新三板市场容量不断扩大,但对于投资人而言,由于投研服务的滞后,多数挂牌企业陷入了投资失据、模式混乱、估值难定的困局之中。在券商人士看来,目前针对新三板业务的投研服务,大多盈利模式不清晰、内部激励不足、投入产出效益不对等,造成整个投研市场鱼龙混杂,投研实力严重不足。

据多个熟悉新三板业务的机构人士分析,不少研究机构盲目将A股卖方思维套用到新三板投研之中,或者采用共谋方式操纵市场,搅乱估值体系。另有部分第三方还将投研服务和业务销售挂钩,以培训、路演等形式对挂牌企业过度包装和公关,或者利用“市值管理”概念做投研服务、混淆投资人,令新三板市场运行失序。

在业内看来,新三板投研市场需要进行重构,机构应该形成专业定价能力和投研服务能力,满足市场投资需求。有第三方研究平台负责人认为,当前以券商为主体的投研力量尚无法覆盖全体市场,专业平台可以通过“互联网思维”对传统投研模式进行改造,从而弥补“空白地带”。



CFP图片

成本投入难抵实际产出 券商新三板投研缺口大

近年来,新三板市场快速发展,挂牌企业数量与日俱增,不少寻求潜在投资标的的机构和投资人也将眼光从A股市场转移到新三板市场之上。尽管各方对新三板市场的发展给予了较高的期待,但其投研市场的现状却难言乐观,目前投研服务的严重滞后已然无法匹配规模和容量日渐庞大的新三板市场。

民生证券新三板研究中心进行的新三板生态圈调查问卷显示,新三板卖方研究存在覆盖率太低、主动性不强、满意度不高的特点。在495家调查样本中,高达97%的企业渴望券商提供多形式的研究服务,但仅有不到17%的企业获得了券商研究机构的主动联系。从研报数量来看,2016年年初以来至8月,A股研报有4000份以上,而新三板研报还不到1000份。

业内人士认为,新三板市场的参与主体与主板差异较大,如果套用A股原有的卖方研究思维体系,则无法真正建立挂牌企业完整的估值体系。民生证券管清友认为,目前新三板研究的核心问题在于缺乏成熟的盈利模式。“一方面新三板投资者以私募基金为主,公募投入占比不到6%,难以建立类似A股的分仓佣金模式,而私募给卖方研究付费模式尚未形成规模;另一方面,和A股相比,新三板还是一个年轻的市场,交易十分不活跃。”

在管清友看来,新三板业务模式流程链条相对较长,参与机构较多,且各参与力量较薄弱,导致资源相对分散化,每个连接点的研究并不畅通。“目前新三板研究收入难以覆盖成本,如果按照A股的分仓佣金模式来计算,去年上半年新三板全市场分仓佣

金也只有626万元,养活一家研究机构都难。”他说。

据某综合型券商场外业务部相关负责人反映,目前证券公司内部对做市企业配备的研究员本身就处于极度稀缺的状态,不少研究员的思维模式也是从A股研究转移过来,对三板市场的调研并不充分、专业能力不够,人力和物力方面出现了投入不足的情况。加上新三板公司数量繁杂、业绩波动较大、部分业务模式尚未定型,不少研究机构难以参照A股研究体系根据细分行业为投资者筛选对应标的。

“现在新三板企业基数庞大,需要一定的投研团队实力相匹配,来配合新三板的投行业务。从目前的情况看,机构自身研究能力不足,新三板业务部门和投研部门之间存在隔离墙的问题,在内部架构体系下,很难从研究所

向业务部门输送人才和投研资源。如果需要打通这种连接,既需要公司从总部的层面进行内部协同,补充大量的资金和人力,同时也需要新三板业务方面有一定的利润驱动,来促成这种资源的倾斜。”上述场外业务负责人表示。

此外,新三板投研缺口的出现,和券商机构缺乏内部的激励机制也有一定关系。据广恒恒生证券研究所总经理袁季分析,由于新三板市场整体的波动较大,不少券商研究机构对市场的发展并不是非常看好,并不愿意过多参与。袁季认为,由于商业模式的确立尚需时间,在评估投入和产出时,不少机构因为性价比不高、收费不多、利润较少等原因,对三板投研采取相对保守和谨慎的态度,积极性也并不是很高。

投行公关“傻傻分不清” 伪市值管理风潮渐起

海威资产副总经理卢伟强表示。

为解决企业的估值困境,不少券商及第三方机构纷纷加入新三板投研市场,试图以“投行思维”角度最大限度地挖掘企业价值。不过在实践操作上,大部分针对企业的投行服务却日益演变为替企业包装的公关活动,甚至令投研服务与实际做市业务挂钩,搅乱整个投研市场。

“现在很多第三方机构都开始围绕投资价值做文章,以帮助新三板企业及经营者进入资本市场的名义举办各类培训或路演活动,有些也拉上董秘组成特定的圈子做活动,或者找企业家出资成为这些机构的合伙人,来获得更好的市场曝光率。这些机构做新三板投研服务,名义上是投行思维,本质上却做的是公关服务。”熟悉新三板投研市场的梧桐树创始人刘澍表示,当前新三板投研市场格局未定,不

少市场化机构及创业平台开始介入,希望能够和券商一同参与投研的蓝海市场。从盈利方式上,这些以培训或路演为名义的机构,通过向企业客户收取培训费和管理费,以短期获利方式来获得在市场上的生存。

另有机构内部人士透露,由于做市商不断通过折扣价买入库存股,并以市价出售,造成整个市场投资短期化,而部分做市商投研人员,由于和企业或投资机构有串谋,也会通过参与新三板企业做市业务来换取自身的利益,在项目投资和筛选上,投研人员对标的筛选就带有偏向性。

此外,不少新三板企业负责人虽然不熟悉市场,但却对“市值管理”十分热衷,意图通过资本运作来抬升二级市场股价,获得投资市场认可。而不少以新三板市值管理为内容的第三方机构也应运而生,并向企业收取高额

机构探索投研一体化生态

在业内看来,新三板投研市场发展尚处于初级阶段,其中利益纠葛、制度缺位的情况难以避免。但目前新三板整体发展迅速,投研市场也需要加快进行改造和重构,改变过去估值体系混乱的局面,并通过形成专业定价能力和投研服务能力,来满足市场投资需求,为投资人提供对优秀企业的布局机会。

不少机构认为,由于市场发展的客观需求存在,券商机构将在新三板投研方面加大投入,拓展其发展空间,其业务模式也被要求不断创新。据了解,目前广证恒生新三板研究注重“互联网模式+产研平台”的打法,重点关

注高端装备制造,TMT和生物医药消费三大领域,和主板联通起来持续研究。“未来新三板市场研究的价值和业务空间将会不断扩大,将可以形成和传统卖方研究相差异的新模式。”袁季认为,新三板市场的持续发展会带来金融生态圈和金融机构业务链的重塑,将会有更多的机构呈现闭环式,为企业从中小微企业端到持续成长阶段提供新型的服务。

“从新三板企业来看,很多企业刚刚接触资本市场,并不熟悉资本运作,亟需专业的研究机构进行辅导;从大量的新三板基金来看,受规模限制,没有能力也没有必要投入太多的研究力

第三方“互联网思维”杀入

量,因此,与研究机构的合作无疑是‘上上之策’。”管清友提出,未来将尽快构建新三板投研一体化的体系,建立买方思维的研究模式。“我们比较认同A+X的新型业务模式,即在专职的新三板研究员和兼职的A股研究员联合协作情况下,构建多层次研究体系,打破传统卖方研究的被动模式,深挖研究队伍潜在强大的资源整合能力,建立新型的混合式主动研究模式;同时根据创新层和基础层企业的不同需求,建立传统投研和企业咨询相结合的模式。”

刘澍认为,服务于A股市场的投研模式,目前无法覆盖巨大的新三板

管理费直接用在二级市场的股价操纵,这也在一定程度上造成了新三板市场估值体系的扭曲。

据洪三板董事曹水水分析,将企业带坏的“市场管理”模式主要有几类,包括股票发行时向投资者过高的业绩承诺不能兑现;企业与做市商共谋割普通投资人的“韭菜”;企业在创投机构操纵下,第一轮融资联合知名投资机构背书,然后割做市商在内投资人的“韭菜”;企业大股东重金投入下不断夸大业务或经营业绩,而这是非常典型的股价操纵。曹水水说:“小部分新三板企业,疏于业务而沉醉于市值管理,热衷玩资本,实际上离不开市场上一些市值管理培训机构的助力,它们通过洗脑式地吸引企业家,让企业家以为可以通过市值管理抬升市场股价,而忽略企业真正的内在价值,这其实是非常可怕的。”

市场,传统的分析模型并不适用,新三板的企业更需要深度挖掘,第三方投研大数据平台的出现无疑将弥补市场上出现的投研服务空白。“我们希望通过互联网基因来解决过去存在的商业模式不清的问题。同时传统的大数据搭配人工投研服务,可以帮助投资人迅速筛选出优质项目。”刘澍表示,未来新三板投研大数据平台,将通过“研客众包投研+数据挖掘+分享社群”的模式,为新三板投资人提供专业的投研服务,同时形成综合服务生态平台和综合金融服务平台,以实现互联网平台上新三板投研模式的不断升级。

创新层行情“走俏”

□本报实习记者 任飞

近期,新三板行情也出现一些积极变化,9月12日,新三板做市指数冲上1086点,创新层各类风格行情出现明显分化,创新盈利与创新成长行情走出低谷,投资者开始低吸布局成长性优异的创新层企业股票。

高增速公司数量多于创业板

据新三板半年报数据统计,创新层整体收入保持较高增长,高速增长企业比例超过创业板。数据显示,创新层上半年收入增长28%,净利润增速19%,连续近两年中报收入保持强劲的增长势头。

记者了解到,协议转让、做市转让和创新层三大板块2016年上半年均保持两位数增长,创新层28.03%的收入增速表现突出,仅次于创业板。但从营收增速机构分布上看,创新层处于中高速增长的公司数量和整体占比均高于创业板。

Wind数据显示,创新层中营收增速超100%的公司占比达135家,占比14.2%;而在创业板中,营收增速高于100%的比例为8.52%,数量为45家企业。

此外,创新层企业整体净利润的增速也明显优于做市转让企业。有分析指出,做市转让净利润负增长的原因与信息技术和工业两大行业整体增速出现负增长直接相关。

从行业上看,协议转让中医疗保健、信息技术、工业三大行业出现利润同比负增长。Wind数据统计,信息技术企业净利润同比下降60.35%,从9.8亿元降至3.89亿元;同时,信息技术和工业企业是新三板挂牌数量最多且规模较大的两大行业,做市转让这一比例也无例外,两大行业做市公司数量占比高达59.69%,两大板块净利润增速的下滑直接影响到做市转让整体利润增长水平;反观创新层各行业,净利润水平均呈现正增长,业绩规模占比比较高的信息技术和工业两大行业净利润同比增速

分别为21.22%和15.77%。

高成长性企业“受宠”

目前的新三板市场已进入价值重塑的新常态,在这个时期,成长仍然是首先要考虑的,并且成长的确定性构成了企业景气度高低的重要标准。

从成长的确定性角度看,2015-2016年,资本市场稀缺的出口跨境B2C电商企业集中登陆新三板,在行业景气度持续向上的环境下,资本和产业共振向上推动了相关企业的快速成长。华泰证券认为,对于出口跨境B2C电商领域,2016年是相关企业加速资本化的起点,同时也是从规模到利润的转折点,而广阔的市场潜力将确保行业在2-3年内仍保持这个趋势,并逐年加速。“从市场预期角度看,在新三板上对于该领域的预期并不完备,尚未充分认识到该领域的高成长属性,因此具备很强的市场预期差。”华泰证券分析师说。

与此同时,A股中电子设备行业营收增速表现最好,近两年营收增速均在20%左右。安信证券诸海滨表示,电子行业近几年整体景气度较高,下游旺盛的需求持续推升收入的走高。同时他也坦言:“随着近几年行业竞争愈发激烈,净利润增速水平却在持续走低。”据了解,A股中机械设备行业业绩增速表现相对乏力,近两年营收和净利润均呈现负增长,2016年中报营收同比增长-5.12%,净利润增长-21.54%。反观新三板智能制造,净利润水平近两年一直保持在30%以上的增长水平,表现出良好的成长性。

对于后市,专家表示,新三板行情近期出现了一些积极的信号,短期或将有反弹出现。然而,在政策出台尚不明朗的情况下,市场外部环境并没有得到明显改变,近期走势仅可认为是前期连续阴跌之后的止跌企稳,尚不能轻言见底。新三板市场能否认定行情已经见底,仍有待实质性利好政策密集出台之时方可予以确认。

A股公司并购新三板企业 热度不减

□本报记者 张晓琪

上半年以来,越来越多A股上市公司将触角伸向了新三板,Wind数据统计显示,今年以来共发生68起上市公司并购新三板企业案例,交易作价也不断创下新高。分析人士表示,经济下行背景下,上市公司在谋求新业务转型过程中积极寻找新的业务利润增长点,并购动力充足;新三板市场涵盖多个行业且处于市场价格低点,很容易成为上市公司争抢对象,并购的火热态势有望延续。

新三板成并购标的池

9月8日,长信科技发布公告称,拟以3029.10万元收购新三板企业宏景电子7.29%股权,为上市公司并购新三板企业新增一例。

根据Choice数据,截至9月11日,有上市公司参控股背景的新三板企业多达1269家,占整个新三板企业比例的14.12%;另一方面,涉及参控股新三板的A股上市公司多达381家,占上市公司总数的13%。其中,大富科技、用友网络、蓝色光标、东方电子等上市公司并购新三板企业超过3家,并购新三板企业超过2家及以上的上市公司超过20家。

Wind数据统计显示,今年以来共发生68起上市公司并购新三板企业的案例,交易作价也屡创新高。8月2日,南洋股份发布重大资产重组公告,公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买新三板公司北京天融信科技股份有限公司100%股权,交易作价57亿元,其中股份支付约36.2亿元,现金支付20.8亿元。本次收购也创下了新三板史上最大的上市公司收购挂牌企业的并购重组案例。

根据wind数据统计,上半年68起上市公司并购新三板企业事件中,由券商发起并购事件达33例,占据半壁江山,券商成为参控股新三板企业最多的上市公司群体。据了解,兴业证券参控股新三板企业超过百家,中信证券、广发证券、长江证券等参控股新三板公司均超过50家。用友

网络、大族激光、掌趣科技等上市公司参控股的子公司均超过4家。

某上市公司内部人士表示,经济下行周期下,产能过剩或者行业景气度低的上市公司,希望通过多元化发展分担风险。对于上市公司而言,新三板市场兼具市场涵盖多个行业、新三板企业标的资产价格较低、企业管理上更加规范等多个优点,才会成为上市公司争抢对象。

有助于打造双赢局面

分析人士表示,在新三板市场流动性不佳、普遍缺乏“接盘侠”的背景下,新三板公司挂牌后融资交易普遍不达预期,实际控制人容易对新三板市场信心不足,希望通过并购实现变现或换取A股公司股票,“卖出”成为新三板企业一个新的选择;也有新三板公司内部人士表示,如今新三板的企业估值和股价一直上不来,会导致部分企业创新动力不足,如果能借此获得沪深上市公司的优质资源,将有益于公司未来的发展。

国内一位券商分析师对记者表示,上市公司参股新三板公司主要基于两个方面原因,一是“扮靓”财务报表,为上市公司“输血”。并购具有成长性的新三板企业后,一般会提升企业整体市盈率,继而抬高一级市场评估价值或者二级市场股价;二是基于产业链整合,通过产业链上横向或纵向并购形成互补性模式,或通过并购新兴行业促进公司转型,帮助企业实现外延式增长。该分析师同时指出,管理的规范性也是上市公司看重新三板市场的一个重要原因,通过新三板标的池,企业可以快速寻找到相关标的,通过其信披资料相对清晰地了解企业财务、经营、行业占比等指标,提高企业寻找优秀标的的效率。

业内人士同时指出,上市公司看重的标的一般业绩表现、发展前景都比较不错,但反观新三板市场优秀标的有限,越是优秀的公司并购需求越不迫切,并购热度虽然存在,但能否成事还需看双方最后在估值、利益上能否达成一致意见。