

“三大门派”逐鹿新三板

□本报记者 曹乘瑜



CFP图片

新三板投资井喷

“遍地是黄金！现在买新三板，就和前两个月买指数一样。不用挑，只等着涨就是了。”有机构人士对新三板的描述令投资者水先生怦然心动，新三板挂牌公司有望从1800家增加到3000家，并推出分层制度，流动性将大幅提升。从2014年8月推出做市商制度到现在，做市的标的公司股价普遍提升40%。进入2015年以来，新三板市场步入快速增长期，无论是成交金额还是挂牌速度都明显提升。个股表现更是大放异彩，今年1月1800多只股票中共有20只个股实现股价翻倍。

水先生发现，几乎同时，新三板的资管产品已经是琳琅满目，各类机构正纷纷杀人。自宝盈基金之后，华夏基金、兴业全球基金、前海开源基金、国寿安保基金、财通基金、九泰基金、红土创新基金、招商基金8家公募基金公司也已经通过专户或者子公司发行新三板资管产品。其中，除华夏外7家的产品均在12月底和1月份密集发行。可以说，公募基金正在全力进军新三板。据报道，目前还有上投摩根基金、长安基金也正在筹备新三板产品。而九泰和南方基金

等还在筹备新三板公募产品。业内人士预计，随着公募投资新三板的指引出炉，下半年公募进军新三板的“洪峰”将到来。

此外，二级市场私募机构中，也已有不少“闷声布局”者，而且不乏知名“大佬”。去年10月，鼎锋资产总经理李霖君以一篇“得新三板者得天下”引发微信圈疯传。鼎锋人士透露，其第一期新三板产品去年上半年就已经开始发行，目前已经快建仓完毕。此外，蒋锦志的景林投资、李华轮的朱雀投资、程义全的理成投资、李泽刚的和聚投资等已发行或正在筹备新三板产品。朱雀和理成均在上个月发行1期产品，后者已经在募集2期。

而一级市场的PE/VC们所成立相关的产品虽然较为隐秘，但是投资热度并不低。清科投资研究员姬利透露，大机构一般不会为了新三板专设基金，但投资领域都会覆盖。

券商资管则入驻更早，早在2014年年中，已有不少券商直投公司设立新三板投资基金，试图针对新三板实现投资、挂牌、报价和转板一条龙服务。当

时，已有大型券商中的申银万国证券、中信、国泰君安、广发等先后设立专门的新三板基金，平安证券、华龙证券等中小券商也设立专门的新三板基金，发力新三板股权投资。

发力最晚的当属信托。近期，中建投新三板投资基金集合信托计划1号（鼎锋资产）发行。根据此前中国证券报报道，一些信托公司已经就新三板业务在公司内部展开培训，更有信托公司相关业务已进入实操阶段，其业务路径亦浮出水面。一位不愿具名的资深信托经理透露，华东某信托公司目前已和山东一家在新三板挂牌的公司开展业务。虽然已发行的信托产品不多，不过，业内人士认为，信托不缺客户和资金，未来仍然是新三板资管大户。

这些资管机构中，大部分采取“试水”的态度，已设立的产品在3千万-5千万元的规模，但也有少数部分全力以赴进军新三板，大有“吃定”新三板的气概。例如鼎锋资产新三板资管规模已达10亿元，有着PE背景的九泰基金的首期产品就达到1.5亿元，并且已经开始筹备2期。

“三大门派”各有招法

基金总经理邵钢曾在媒体采访中表示，可以利用创投行业资源首先筛选优秀的创投公司参投的新三板公司。此外，将利用创投资资源提供的“老板朋友圈”，更加高效地、有针对性地对一家新三板公司进行调研。

“跨界派”是二级市场成长股投资和一级半定增健将们。从抢驻新三板的机构背景来看，相当一部分机构曾以二级市场投资成长股而闻名，如鼎锋资产、和聚投资、兴业全球基金等等。这些在二级市场中叱咤风云的机构同样表示，新三板成长性更重要，在结合PE投资理念的同时，其在二级市场上的成长股投资经验也将移植到新三板投资上。

鼎锋资产合伙人陈正旭对记者表示，目前鼎锋资产在新三板仍然延续二级市场投资的“能力圈”投资原则，即看的是最熟悉的行业，如生物健康产业、TMT和高端制造业等。“对我们来说，不过是原来看年利润在3000万元以上的公司，现在看1500万元左右的公司。”陈正旭说。

财通基金的专户以定增闻名，在新三板资管方面，他们仍然打出的是定增牌。财通基金研究部副总监、投资经理向禹辰表示，制度红利虽然可以期待，但更看重公司本身的成长性，已做好没有制度红利也能赚钱的打算。因此，在新三板上，投资策略仍然以定增为主，将整合各种核心资源，因此无论从接触新三板公司的渠道，还是研究新三板公司的质地，再到产业链验证新三板上市公司的发展前景，仍然有很大的优势。

“抢筹派”——看好流动性企图火速占位。更多资管机构则把新三板看作是一块大肥肉，而试图“火速”占位。如公募中的前海开源、国寿安保基金等，私募中的朱雀投资、理成投资等都是传统二级市场的知名投资机构。

盲目入场或吃亏

“三大门派”，究竟谁更有优势，业内存在着较大争论。首当其冲的是对“普涨行情”存疑，也带来了对抢筹派的质疑。

大部分机构认为，制度红利必然将带来新三板流动性的改善。某较早成立新三板资管产品的人士表示，近1-2年新三板系统性机会为主，从当前时点来看，如果购买短期的新三板产品，确实很难分辨哪类机构的产品更好，“现在买新三板，确实如同2014年11月买指数。”

该人士认为，如果购买三年期或更长期限的产品，则需要考察投资机构的项目储备和投研背景。他建议投资者考虑更长期限的产品，因为对于成长性企业来说，一年期变化可能不大，“一年就退出可能只是在博流动性差价”，而三年后企业可能有较大变化，享受到的边际溢价更多。“想想看，正常的PE退出都要6-7年时间。”该人士说。

可是，也有观点认为，即使是近1-2年，普涨可能也不存在，盲目入场抢筹会吃亏。

上述天风证券人士表示，制度红利不会带来新三板企业的普涨，反而会导致新三板分化更为严重。实际上，去年做市商制度推出以来，129只被做市标

这类机构对新三板的制度红利带来的系统性机会颇为看重。短期内，做市商扩围、分层制度和竞价交易的推出、转板机制的落地以及公募等机构的大规模入场，都将大幅提高新三板市场的流动性。国寿安保基金专户负责人胡文彪曾表示，新三板投资机会来自于两大方面，一是来自于制度改善下的系统性机会，二是价值挖掘带来的个股性机会。短期内将是制度红利带来的机会，这也是一块毫不费力就能吃到的“蛋糕”。

有业内人士透露，自从2014年8月推出做市商制度以来，平均来看，被做市的标的估值水平提升40%。预计2015年挂牌企业数量将大幅跃升，有望突破3000家。而根据证监会前期发布的政策，明确鼓励支持投资咨询机构参与挂牌推荐、公募基金入市、PE等机构做市等，预计随着做市商的增加，做市标的也将迅速增加。

由于更看重流动性溢价带来的红利，因此抢发产品成为头等大事。这些机构的产品策略往往是小规模、短周期和高频率的产品发行策略，以尽快建仓，拿到低价位的筹码，同时采用“做市标的+竞价交易标的”的策略来作为投资策略。

“火速占位”策略下，这些机构的人才队伍也在火速组建。不过，这些公司向记者表示，“横插一杠”不能说明实力不精。很多公司背靠大集团，旗下金融牌照齐全、实力雄厚，组建团队并不难，而且，丰富的集团资源更受新三板企业欢迎，“比如我们集团内部有比较多的客户资源，这些新三板企业日后想要进行融资、并购重组，我们集团完全可以满足。”

对此，在2014年做市企业数量上排行第三的天风证券认为，集团资源优势也是比较明显的优势，对于力量弱小的早期企业来说，确实有这方面的需求。

存活，意味着没有退出渠道。

其次，即使投资重点已转移至新三板，在人才储备上，也不一定能迅速“成体系”。

“二级市场上，一个明星基金经理可能就能拯救一家公司，因为一个人可以管理20亿元的资金规模，但是在新三板，一个人管1亿已经不容易了。”该人士解释道，新三板没有卖方服务，上市公司的公开资料并不全面，因此调研颇费精力，必须一家一家地去看，有大量的、细致的案头工作要做。而新三板的公司较小，一个项目的投资规模往往仅有500万元到1000万元，因此，1亿的资金规模可能得投20个项目，投20个项目可能需要看100个项目，因此无论是投资理念，还是人力成本，还是盈利模式，新三板与主板都完全不一样。“对传统市场的投资机构来说，盈利模式是靠资管规模，但是在新三板，则是靠所投资企业的成长性。”

上述天风证券人士和陈正旭认为，新三板的投资思路，既不是一级市场的，也不是二级市场的，必须把两个市场的投资思路结合起来。陈正旭表示，新三板得采用“一级半的打法”，毕竟新三板有流动性和估值，而一级市场则没有交易所可以将股权转让，如果纯按PE思路，可能会错过流动性带来的溢价提升。”

首只新三板信托产品发行

信托公司欲“借力发力”

□本报记者 刘夏村

中建投信托近日发行国内第一只投资于新三板的集合信托产品。随着扩容以及交易机制的完善，新三板的投资价值开始受到资管机构的关注。中国证券报记者了解到，目前至少有4家信托公司在积极布局此项业务，并已进入实操阶段。

业内人士认为，新三板有望成为信托今年业务转型的一个突破口，但信托公司小团队业务开展模式及激励考核制度是一大障碍。从目前情况看，一些信托公司开展此项业务，看重的并不仅仅是新三板本身。

“信托+投顾”模式

中建投信托发行的新三板信托产品采取“信托+投顾”的产品模式。具体而言，中建投信托作为受托人成立一只集合信托计划，投向已挂牌新三板股权、定增、优先股、可转债等，其中，知名PE机构“鼎锋资产”担任投顾。

中建投信托副总经理余海对中国证券报记者透露，该产品将主要投资于新三板的定向增发，并通过三种模式进行退出：一是在2015年有望出台的竞价交易机制，二是转板，三是通过引进战略投资者进行并购。

余海说，该产品将分散投资于不同的新三板挂牌企业，因此根据不同标的的选择不同的退出方式，但值得注意的是，该产品在收益分配方面，只要有一个项目实现退出，就分配一次收益。中国证券报记者了解到，目前至少有四家信托公司在积极布局此项业务，并已进入实操阶段。

普益财富对2015年集合信托市场进行展望时表示，新三板是近几年中国资本市场上的重头戏，无论是政策支持力度还是挂牌公司质量，都预

示着这个市场近几年有较大的投资机会，并将成为信托公司在2015年的业务转型突破口之一。

结合自身发展定位

不过，接受采访的多位信托业内人士认为，目前存在的一些困难使得信托公司开展新三板业务动力不足。其中，除了新三板市场本身所面临的种种不确定性外，信托公司自身的激励机制亦是一块“绊脚石”。目前，多数信托公司的业务部门多实行一种类似“承包制”的考核激励机制，而目前新三板产品的规模难以做大，所以即便费率较高，对于业务团队的吸引力也有限。

中国证券报记者了解到，目前一些正在布局新三板业务的信托公司，其将此项业务与自身发展定位相结合，看重的并不仅仅是新三板本身。余海对中国证券报记者表示，从新三板业务中盈利并不是公司开展这一业务的最大目的。中建投信托主要定位在财富管理机构和私募投行，所以拓展新三板业务，其目的有二：一是从资金端考虑，为客户提供更多投资产品；二是通过这一业务，为相关企业提供包括并购在内的更多金融服务。

另外一家银行系信托公司则利用其银行母公司的优势开拓新三板业务，并使之与母公司的战略发展紧密相连。该信托公司一位不愿具名的负责人对中国证券报记者表示：“公司目前正在筹划发行新三板信托计划，投资项目主要来源于母公司银行，毕竟商业银行的项目储备较多，且对标的实际情况更为了解。”他透露，在开展业务时，信托公司将为相关新三板企业提供股权融资服务，银行提供债券融资服务，从而实现母公司为中小企业提供全方位金融服务的经营目标。

思考投资岳志斌：

希望成为新三板指数成分股

□本报记者 曹乘瑜

三板会是趋势吗？对私募行业有什么好处？

岳志斌：登陆新三板对公司来说好处很多。但对阳光私募基金行业来说，能够在新三板挂牌，是对阳光私募基金行业的正名，有一种正面的社会效应和提升整个行业效应。据我所知，阳光私募基金公司挂牌新三板不会只

有思考投资一家，深圳、上海都已经有多家私募基金管理人正在打算做准备。

不会考虑转板

中国证券报：为什么不担心股权被稀释？

岳志斌：思考投资刚成立时，我持有800万股，占比80%，但是只有两个股东，势单力薄，产品发行缓慢。后来股东增加到15个，注册资本金从1000万元增加到3650万元，在我的股权被稀释的过程中，公司管理的产品规模不断增加、业内口碑不断提升，这都是不断引进股东的贡献。未来我希望自己持有的股权比例能稀释到5%左右，通过股权安排能够引进30到50名私募基金经理，在全国建立地级市层面的财富管理团队和盈利中心，同时注册资本达到2亿元，那时公司的盈利能力行业实力将大大提升。

此外，思考投资也希望通过对稀释股权或者是和其他资管机构，私募基金管理人换股的方式形成战略合作关系，构建私募基金行业生态链，把思考投资打造成一个有多种投资风格的私募基金经理共同维护和运营管理的平台，拓展公司业务线和业务链。

中国证券报：未来是否会考虑转板？

岳志斌：会考虑做市商或者竞价方式，但是肯定不会考虑转板，更愿意在新三板分层级后继续留在新三板，并希望我们未来能成为新三板指数成分标的股。因为新三板的发展空间会远超其他市场板块，是一个真正的市场化运作、又纳入统一监管的资本市场，包容度高、机制更灵活，发展愿景更广阔。

中国证券报：阳光私募登陆新