

# “三大门派”逐鹿新三板

□本报记者 曹秉瑜



CFP图片

## 新三板投资井喷

近期资管机构纷纷“杀入”日益做大的新三板。少数先行者优异的业绩刺激着投资者的神经——2014年5月宝盈基金子公司推出的宝盈中证新三板1期资管产品半年获得50%的收益。鼎锋资产去年布局新三板,至今规模已达10亿元;多家公募基金的新三板产品规模也接近或超过1亿元。

资管产品的井喷背后是新三板制度红利。出于对红利效果的不同预期以及背景的不同,资管机构可以分为三大派别,包括有着PE血统的“正统派”、从二级市场成长股或定增市场而来的“跨界派”、看好流动性企图火速占位的“抢筹派”。

“抢筹派”认为,制度红利将带来2015年的系统性机会,较早入市,有望“躺着赚钱”。然而另外两派对此有不同看法。有人认为,新三板投资者较为理性,且企业质量参差不齐,2015年难以出现普涨行情,对成长性的研判更重要。更有观点认为,即使在传统主板市场擅长成长股投资,也不一定能做好新三板投资,这里没有卖方、公开信息少,人力成本高企却不能靠管理费盈利,因此,完全是一个新的战场,弄不好会出现“翻船”。

“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王先生怦然心动,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。

王先生发现,几乎同时,新三板的资管产品已经是琳琅满目,各类机构纷纷杀入。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家公募基金公司已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,已有不少券商直投子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。

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,也不一定能够迅速“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挂牌转让,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”担任投资顾问。

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,目前正在布局新三板业务的信托公司,将其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于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,银行提供债权融资服务,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 曹秉瑜

1月30日,浙江温州私募“思考投资”登陆全国中小企业股份转让系统(俗称新三板),成为第一家进入统一监管的资本市场的阳光私募基金公司。

虽然仅是挂牌新三板,却意味着股权多元化、投资更灵活的阳光私募基金公司领先公募基金公司一步。思考投资总经理岳志斌表示,私募基金投资本身无需公开运作,但在新三板挂牌有助于提升知名度,打开合作渠道,且经营成本并不一定会更高,最重要的是通过规范运作降低各种风险。

### 多家私募准备登陆

中国证券报:思考投资为什么要登陆新三板?

岳志斌:监管层去年底出台文件鼓励证券类经营机构挂牌新三板,九鼎等PE机构已作出表率,温州瑞安的金融办也给予100万元补贴,有了天时、地利的契机。

对我们自身来说,挂牌还有助于提升知名度、降低合作成本。

我们的业务以大宗交易为主,二级市场为辅,更适合去挂牌。因为挂牌新三板的过程中,有诸多约束条件,比如公司财务状况、所管理的产品运行交易情况、净值和规模等,都需要一一披露或抽查。在风控和建立集中交易室等方面,我们引入公募制度。可以说,挂牌新三板的私募基金公司的运作将会更加规范,这种市场背书也有利于提升知名度,为今后产品募集做好铺垫。

同时,很多新三板投资者,可能会是今后的合作伙伴或者基金份额的认购者,例如基金公司、券商和信托公司,他们在投资中对我们做了尽职调查,可以省略掉日后在选择私募基金管理人和投资私募基金产品时的尽职调查,看上去这种提高知名度的成本过高,但其实成本是划算的,也有助于思考投资进入到更多机构总部层面的视野中。

中国证券报:阳光私募登陆新

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股改,为登陆新三板做准备。

### 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够稀释到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和行业实力将大大提升。

此外,思考投资也希望通过稀释股权或者是和其他投资机构,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。

从诸多产品可看出,当前新三板产品可分为三大类:“正统派”、“跨界派”和“抢筹派”。

“正统派”——PE/VC的影子公司们。由于新三板的挂牌企业和拟挂牌企业都处在中早期阶段,因此,有着PE/VC背景的新三板资管机构更受投资者欢迎。多家PE背景的基金公司,在公募领域尚属“新兵”,但是,在新三板领域,却属于“人气王”。

由知名一级市场知名私募昆吾九鼎和北京同创九鼎共同发起成立的九鼎基金,虽然2014年7月才成立,但是近期享受了一把公募界少见的火爆——其首只新三板专户产品“九泰基金—新三板分级1号资产管理计划”仅仅公布销售计划,还没有发行就被预订一空,规模达1.5亿元。另一家PE系基金公司、红土创新基金于2014年6月成立,背后是知名国企PE深创投,首期规模近1亿元的新三板专户也在“秒杀”中。

“正统派”强调自己血统纯正,并且强调“投研能力”。两家基金公司目前都没有公募产品,但是在新三板上的投研实力却相当强劲。九泰基金向外宣称,其投研团队30余人,引入了部分原九鼎投资的投研成员,同时带来了九鼎投资的PE投资理念和方法。红土创新人士则表示,将与深创投共享投研团队成果。

业内人士认为,PE系确实是选择新三板投顾的首选,因为他们对标的了解程度会更充分。新三板标的鱼龙混杂,而PE系更知道如何调研早期公司,采用何种话语体系与早期公司们交谈。“新三板公司的公开资料并不多,也没有卖方市场,必须要靠别的方法才能充分调研。”业内人士透露。

借力PE母公司的资源和项目储备,是“正统派”的主打牌。业内人士透露,PE系项目储备丰富。所谓项目储备,即对拟挂牌公司和已挂牌公司进行考察后,找好潜在标的,建立规模庞大的股票池。红土创新

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5-7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

## 盲目入场或吃亏

的已经出现分化,其中有30多只涨幅较高,但是也有部分标的没有交易。“部分做市商没有投研能力,只是为了业务跑量,因此做市的标的质量不高,导致没有交易量。”该人士说,“预计6、7月份之后,随着新三板的各项制度逐渐推出,分化将更加明显。”

陈正旭同样认为,新三板不会出现“普涨”行情。因为以机构投资者为主的新三板,市场情绪相对理性,“就像美国纳斯达克,好的公司会涨幅很大,差的可能没有交易,预计能享受到制度红利的仍然是好公司”。

上述两位业内人士认为,未来制度化红利确实存在,也会使“早起的鸟儿有虫吃”,但是更需要投研能力。

有新三板资管机构人士甚至认为,以往专注传统主板的机构,即使是擅长成长股投资,也不一定是最佳选择。理由有二:

首先,虽然都是对成长性企业的投资,但两个市场的投资逻辑完全不一样。在二级市场,一只成长股可能一两个月就能把一年的涨幅走完,因此二级市场做成成长股投资,只要能捕捉到市场情绪或找到业绩拐点,标的流动性再好一点,就能抓住行情,而不用关心三年后这家公司还存不存在。但是,在一级市场,首先考虑的,则是标的企业能否存活,如果没法