

流动性枯竭警报频响

新三板产业链利益方各寻生路

□本报记者 黄丽

新三板基金面临亏损 新产品认购遇冷

今年以来，伴随着新三板的突然火爆，相关产业链各方的利益群体应运而生，从上游的辅助挂牌机构、置身其中的投资机构到下游的新三板产品渠道商，整条产业链逐渐兴起。在近期的流动性收缩过程中，这些利益相关方都面临着不同的生存困境，但一个共同特点是，他们都在各自寻找未来的出路。

身处利益链条最末端的新三板基金最先感觉到市场的肃杀之气。在今年三月行情最火爆的时候，曾有一大批新三板基金成立，很多企业在高点借机增发，引来各路公募、信托等机构争相竞逐。随即便是二级市场漫长的调整，当时已经有一部分基金跌破净值。“很多基金都去买定增了，谁知道市场低迷成这样，再加上A股也很惨，定增也破发了。”一位新三板专户投资经理对中国证券报记者说。

以股价破发程度较大的楼兰股份为例，上半年多次定增的楼兰股份增发价随着市场水涨船高，该公司曾于4月初成功发行932.76万股，发行价格为13.401元/股，募集资金1.25亿元。但自从增发后，楼兰股份已很少有成交，其最近发生交易的时间在6月25日，成交价为1.4元，截至目前，认购432.8万股的上海景富投资管理有限公司-景富五期基金已浮亏5194万元。

新三板的财富效应急剧下降使得普通投资者纷纷避而远之。该专户投资经理对记者表示，三四月份，曾有很多资金都主动寻过来想做新三板专户，一度出现名额要靠抢的盛况，但最近都没有再发新产品，“6月份也有些公司开始募集新基金，但我估计认购情况应该不怎么样。短期内，很难有增量资金进来，很多投资者都在观望。”

一家股权众筹平台市场部负责人告诉中国证券报记者，在新三板出现明显

的流动性失速前，其所在平台重点主推项目就是各种新三板基金，主打个人小额认购与跟投。“之前认购都非常火爆，某拟挂牌新三板的LED企业上线不到三小时就可以完成千万融资，但是最近新三板的基金上得比较少了，感觉投资者认购的情绪不是很高。”据该负责人透露，最近一些规模较大的财富管理公司均已经暂停接受新三板基金，“目前在做一些普通的股权项目，新三板基金等市场好起来再看吧。”

另一家顺应新三板浪潮而生的新三板大额股权分发平台也在近期扩大分销产品范围，“受到市场影响，最近新三板的产品出现一些投资人逾期甚至放弃认购的情况。”在该平台的创始人口中，其产品范围已经从专注于新三板变成整个资本市场，“不仅限于新三板，主板、创业板，甚至是战略新兴板，只要有机会的我们就做。”

即使是相对专业的机构投资者也没有预料到行情会急转直下得如此迅速。截至7月23日，新三板挂牌企业总数为2837家，超越沪深两市上市企业数量，总股本达到1426.61亿股，流通股有532.46亿股。然而，新三板全市场7月23日成交额仅为4.16亿元，这一数字约为当日沪深A股成交总额13980.4亿元的万分之三。这一数字基本与今年二月底行情启动前的水平相当，有机构投资者无奈表示，“一夜回到‘解放前’”。对他们而言，预想的一些退路已断，现在要重新开始寻觅新的退出方式。

“我们确实早就预计到了新三板的流动性风险，但市场比想象中更严重，被A股大波动给带下来了。现在新三板有2800多家企业，但每天交易量很小，最近平均就四五亿元，做市转让方式里都有好多股票没有成交量。”上海一位掌管着9亿元产品的新三板投资经理对中国证券报记者表示。事实上，早在4月底时，该投资经理就多次强调新三板的流动性风

险这一问题，但当时还是不断有资金持续涌入新三板。尽管该投资经理一直维持谨慎态度，仓位不高，但也受到下跌的极大影响，净值出现一些损失。“做市转让的股票没有交易量，就是因为很多基金都去买定增了。这几个月新三板的定增太夸张，抽血太严重。”

根据投中研究院统计，2015年上半年，新三板完成发行的企业数量总计742家，平均每月增长率达37.4%，定向募集资金总额总计317.5亿元，是2014年全年募集资金总额132.1亿元的2.4倍。上半年从1月份的14.9亿元增长到6月份的95.6亿元，增长幅度达542%，平均每月增长率66.7%。

“定增项目太多对市场的流动性影响很大，基金的钱都被抽光了，没有子弹了。”一位曾在某大型券商场外市场部负责新三板业务的业内人士告诉记者，他准备逆势发行一只新三板基金，现在的二级市场显然是不理性的，好的拟挂牌项目也很难找，所以准备投一些A轮融资项目，伴随企业一起成长。“以前希望通

过做市退出，现在觉得不太可行，因为做市股最近也不行了。现在的想法有几种，第一种方案是通过B轮C轮退出；第二种是被上市公司并购；第三种是介绍上市，在香港，从创业板转到主板就是这种做法，新三板未来如果要打通多层次资本市场，很有可能模仿这种方式，但估计很难成为常态；第四种就是在境内外资本市场重新IPO。”

上述上海的新三板投资经理的想法也发生了变化，原本他寄希望于依靠二级市场的流动性退出，但现在看起来比较困难。“因为从现在这个局面来看，非常难讲还有没有整体性的机会。其实，投资新三板大家就是看政策预期，三月份那么火就是因为有政策预期，但股转系统现在很多说法都不确定。我们当时投新三板，图的就是政策红利，如果红利没有了，很多东西就不确定了。全市场的流动性很重要。如果三板后面出现改善，流动性就没问题；但如果无法改善，要退出就只能等着企业转板或者IPO。”

挂牌机构作壁上观 费用持续上升

出人意料的是，尽管投资者情绪已经转冷，但对于处于行业上游的挂牌机构而言，二级市场和场外资金的冷淡似乎并无任何影响。据中国证券报记者了解到，挂牌业务依旧火爆，壳资源依然一票难求，排队的企业仍然数不胜数。全国股转系统7月17日公布的审查进度表显示，目前尚未等到股转系统出具新增股份函的企业还有353家。

“想挂牌的企业还是很多，我们最近还是很忙，对于有没有增量，我们也不是很关心，毕竟要把存量处理完就已经要花很长时间。”华商律师事务所律师谭广良向中国证券报记者表示，目前有企业找过来想挂牌，他们都要先给那些老板打预防针，从尽职调查开始到正式挂牌可能要做好6到8个月的时间准备。

谭广良透露，最近律所和券商都涨价了。一方面确实挂牌企业太多，价格就水涨船高；另一方面则是因为，反馈意见中增加很多新的内容，工作量比之前大一些，“以前律师做一家差不多是20万

的费用，现在涨到25万到30万元之间了。”

此外，主办券商的挂牌收费也大幅上涨。据了解，在深圳、上海等一线城市的挂牌费用均在100万元至120万元之间，而在一些二三城市挂牌费用均价在120万元以上，有些改制繁琐的项目甚至要价到200万元。

借壳之风也没有停止，甚至愈演愈烈，壳资源价格越抬越高。“两个月前我手里在做的一家企业原本想把壳用1000多万元卖掉，看到挂牌情况火爆，他们又不卖了，说放在手里再捂一捂，过两年可能更值钱。果然，这几天就涨到2000万元了。”

“我问过一些企业，挂牌费用几乎每周都在涨。”据上述上海的新三板投资经理分析，现在A股的IPO和再融资都停掉了，至少在半年之内，这对新三板而言是一个机遇，“很多公司都是抱着先到新三板挂一个的想法，不行再转到市场IPO。”

7月2日，股转公司监事长邓映翎在北京举行的新三板与中小企业发展论坛

上透露，今年年底将试点允许新三板挂牌企业转到创业板。挂牌企业如果在新三板孵化成长，达到成熟企业要求更多的流动性，可以转到创业板，转到上交所战略新兴板，这给很多准备到新三板挂牌的企业极大的信心。

谭广良介绍，这一轮流动性风波确实使部分准备挂牌的企业望而却步，但坚定地想挂牌的企业还是很多。“其实有些企业本身就对挂牌比较犹豫，市场转冷正好把他们洗出去了，那些坚定地想挂牌的企业目的有很多，有些并不完全是冲着融资来的。”在做挂牌业务时，谭广良发现，很多拟挂牌企业是不缺钱的，虽然规模可能并不大，但主营业务很有竞争力，盈利水平很高，现金流也很好。有些是看准新三板的发展趋势，有些老板则是希望通过上市变成公众公司，加强美誉度和市场竞争力。“也有一些是企业发展确实需要融资，挂牌的时候成功进行定增融资的企业现在也不少，尤其是资质不错的企业，还是有很多资金愿意买单。”

众筹平台三板富李保华：新三板将是VIE回归主要载体

□本报记者 黄丽

一边是包括360、陌陌等20多家中概股宣布私有化并预备回归，一边是超过千家VIE架构的公司跃跃欲试，准备拆掉VIE回归上市。对于拆掉VIE后的资本路径，新三板大额股权众筹平台三板富创始人李保华在接受中国证券报记者时表示，在主板市场容量有限和IPO暂停的状况下，融资功能突出、机制灵活的新三板在现阶段将是快速批量迎接VIE架构回归的主要载体。

VIE回新三板时间成本更低

长期以来，A股市场很难寻觅到纯粹的互联网企业的踪影，李保华认为，一个极其现实的原因便是大量有融资需求的科技创新企业盈利并不高、甚至为负。“尽管未来‘高富帅’的形象可期，但是现在可能还是‘一穷二白’。对于这样的企业来说，主板的上市条件一直是难以逾越的壁垒。”

李保华表示，新三板定位为较早期的中小

企业提供融资平台，主要功能是融资，要打造中国的纳斯达克，必须要吸引大量、优质的创新型企业，而这些公司多数都是VIE架构。“这符合VIE架构公司目前的生存状况，因为其中多数公司目前仍旧亏损，仍需融资。”如果这些企业在短时间内拆掉VIE架构并在新三板上挂牌融资，将会有效改善创业企业过早被并购或者“C轮死”的结局。

李保华认为，在现阶段，新三板将是快速批量迎接VIE架构回归的主要载体。目前，国内准备拆VIE的企业有1000多家，这些企业都是国内非常优秀并且得到外资VC投资过。“维基百科拆VIE只用了不到6个月的时间，三板富联合恒泰华盛参与的百姓网甚至只用一个月，这两家公司都会在今年下半年挂牌新三板。对于一些成长性公司而言，时间就是生命。一个渴望上市的企业就像二十出头的大姑娘，过了这个时间段，韶华就不在了。”

李保华介绍，如果是VIE回主板，即便是正常的流程也要等上好几年，而现在IPO暂停的状况下，时间可能会更久。历史数据显示，以往

8次IPO暂停时长短至3个月，长则达到了18个月。对于排队IPO的公司来说，时间成本太高，耗不起。“现在只有新三板的大门是正常敞开的。”

VIE股权认购受追捧

尽管近期新三板基金备受冷落，但VIE股认购却很受追捧。

李保华介绍，公司起初主要做新三板基金分发业务，完成海航华日、配天智造两个项目。“我们执行的是高净值策略，参与分发的新三板基金是百万起投，拆VIE则是200万元起。”

近期，李保华也切入当下最热的拆VIE领域，参与多个拆VIE项目的股权分发，其中一个项目是百姓网。7月21日，百姓网已经完成22亿元人民币的E轮融资，估值超过7亿美元。据了解，百姓网在今年5月底已完成拆除VIE架构，按照计划将于8月底提交公开转让说明书，最快于10月登陆新三板。“目前百姓网已完成拆除VIE，预计最快10月份就回归国内新三板上市，投资方包括百度和恒泰华盛。三板富参与的

是恒泰华盛的份额，金额为1000万人民币。”李保华说。

“目前公司还有两个拆VIE项目正在进行，认购非常踊跃。”李保华称，其中某个项目在移动端上线的当晚，已有超过200人下单预约，该项目100万元起投，起点并不低。到了第二天中午十二点前，3亿元的额度就已被认购完毕，其中最大一笔预约单高达5000万元。“这个项目非常优质，在国内互联网公司中能排进前十，所以即使后期的认购提高到1000万元一份，还是有很多投资者排队认购。”

上海一位新三板基金投资经理称，尽管拆VIE的企业数量众多，但优质企业十分稀缺，对于标的的选择仍需谨慎，建议从业务和盈利两个方向进行挑选。一方面，企业的业务模式要能够代表行业未来五到十年的发展方向；另一方面，即使是互联网企业，盈利模式仍然很重要，纯粹讲用户量的故事没有意义，用户愿意买单才是关键，所以收入和利润也是重要衡量指标。

机构称新三板投资价值显露

□本报记者 黄丽

经历过7月初的暴涨暴跌后，近期新三板指数均呈现企稳态势。上周，新三板前4个交易日以小斜率缓速下跌，上周五指数出现微幅回暖，三板做市微涨0.69%，收报1422.9点；三板成指上涨0.83%，收报1464.99点。本周以来，指数继续呈现缓慢上扬的倾向。7月23日，三板做市上涨0.17%，收报1443.35点，三板成指微涨0.9%，收报1485.47点。

从指数来看，新三板进入了缓行通道，但交投依旧没有出现回暖迹象，成交量继续下降。有机构人士认为，近期新三板交投热度下降是因为遭遇了主动监管与主板流动性诱发的“双杀”，但目前投资价值已经显露。

交投热度尚未回升

7月23日，新三板共有500只股票出现成交，成交数量达到7998.01万股，成交金额为4.16亿元。其中做市转让成交1721.7万股，成交金额为1.6亿元，协议转让成交6276.31万股，成交金额为2.56亿元，8只股票的成交额突破1000万元，市场的活跃度较之前没有回升。个股涨跌幅有所扩大，9只股票涨幅超100%。

据Wind资讯统计，23日，华图教育的成交额最大，达到7882.85万元。紧随其后的海航华日的成交额为2755.15万元。排在第三位的久美股份的成交额为2675万元。与之相比，风帆电镀、振华股份和安阳机床成交额相对较小，分别为0.33亿元、0.30亿元和0.21亿元。

从新三板股票的市场表现来看，有9只股票涨幅超过100%，同兴股份、恒浴灯饰和绿环环保涨幅居前，分别上涨854.78%、325%和316.89%；与之相比，大力电工、海航华日和美诺福跌幅居前，分别下跌68%、46.99%和44.44%。

从上周开始，新三板就基本维持交投冷淡的状态。上周新三板市场共成交2.68亿股，比前一周减少58.25%；总共成交22.22亿元，较前一周下降45.97%。其中，协议转让企业和做市转让企业分别成交1.51亿股和1.17亿股，协议转让环比下降35.3%，做市转让环比下降71.39%；协议转让企业和做市转让企业分别成交11.33亿元和10.9亿元，协议转让环比下降1.33%，做市转让环比下降63.25%。

从个股来看，上周，华图教育和中科招商是仅有的两只成交金额突破亿元的个股，分别达到2.93亿元、1.06亿元，且均为协议转让个股。做市股中，维福特、凯立德、先临三维、金达莱成交金额相对居前。

投资价值或已显露

对于新三板近期遭遇的寒流，据上海证券分析，究其原因，一方面，从4月份起，监管部门便已意识到参与新三板投资资金过多的问题，相继加强监管，主动挤泡沫；另一方面，A股市场的寒流，也带动新三板市场新一轮的下跌，处于成长期的新三板市场也意外遭遇主动监管与流动性诱发的“双杀”。上海证券认为，随着A股市场的回暖，机构与企业的增持、相关制度建设的完善，以及市场分层、转板、增加做市商数量等政策的落地，新三板走出低谷是大概率事件。

值得注意的是，有积极信号透露出市场对新三板的信心正在逐渐恢复。一是新增挂牌企业数量。在新三板表现较差的6月底，一周新增挂牌企业数量一度回落至24家，但近期却一直呈现增长的态势，尤其在上周，挂牌数量突然大幅增加。二是成交均价明显回升。数据显示，过去一段时间，新三板成交均价处于持续下降的通道中，但上周，成交均价较前一周增长29.42%，达到8.29元，其中做市方式成交均价为9.32元，较前一周增长28.45%，协议方式成交均价稍低，为7.48元，不过增长更加明显，增幅达到52.51%。

自7月22日开始，新三板挂牌数量正式超越A股。有机构认为，随着挂牌企业分化加剧，新三板分层已经迫在眉睫。根据2014年年报，在各项指标的对比中，新三板排名前100的挂牌企业平均值较排名后100的企业平均值已出现巨大差异，其中营业收入、净资产总额、市值以及股东户数的相差倍数分别达到273倍、225倍、189倍和207倍。与此同时，挂牌企业整体质量的分化也逐渐明显，截至7月22日，新三板连续两年符合创业板IPO条件的挂牌企业由2015年4月7日的598家增加至725家；而新三板连续两年营业收入不到1000万元且净利润不到100万元的数量也由4月7日的128家增加至184家。

中信证券认为，新三板分层政策的推出不仅是必须的，而且是可行的。从内部原因来看，市场分层有助于为规模较大的优质企业提供一个更为良好的流动性培育环境，从而对其他企业形成良好的示范效应；从外部原因来看，沪深交易所对优秀企业的追逐战已经打响，迫使新三板必须为不同成长阶段的企业提供差异化的融资、交易安排来挽留甚至吸引更多优秀企业登陆新三板。



CFP图片