

## 挂牌企业争抢首批分层门票

## 做市商压低筹码 新三板基金考虑延期

□本报记者 徐文擎 刘夏村

对于想冲击首批创新层的新三板企业来说,1月29日成为最后的时间窗口。根据股转系统去年11月底发布的《征求意见稿》,寻求更多的做市商并至少提前60个转让日开始做市成为相对更容易实现的路径。

中国证券报记者了解到,面对有限的做市商资源,部分挂牌企业甚至抛出以净资产价转让做市股份的“橄榄枝”,使做市商能一路压低筹码价格。不过,受限于做市商额度有限,选择标的门槛也进一步提高。

另一方面,部分新三板基金准备根据新的变化做出调整,由于所投标的中有些企业进入创新层的概率大,这些基金管理人已经在筹谋与投资人修改合同,计划将产品延期,以获得更好的投资回报。

## 全力冲刺

根据股转系统此前公布的分层方案征求意见稿,分为“净利润+净资产收益率+股东人数”、“营业收入复合增长率+营业收入+股本”和“市值+股东权益+做市商家数”三套标准。最近有媒体报道,分层方案可能发生变化,其中,在企业的准入条件上并没有修改,主要对部分条件的时间节点进行了明确,而1月29日成为冲刺创新层企业的最后时间点。在有限的时间内,做大市值和增加做市商数量无疑成为最佳发力点。

Wind统计显示,截至去年1月28日,新三板采用做市转让的挂牌公司家数已经高达1221家,做市券商超过6家的公司为398家,其中联讯证券做市券商家数最多,高达36

家。此外,华强文化、明利股份、九恒星、圣泉集团、联飞翔也拥有超20家券商为其做市。值得注意的是,目前包括高衡力等在内的128家公司拥有5家做市商,离满足第三套标准仅一步之遥。截至1月28日,在新三板挂牌公司中市值超过6亿元的挂牌公司家数已经超过354家。

同时,与企业全力冲击相呼应的是,部分券商也开始对自己的客户进行排查,对还能在最后节点冲刺创新层的企业进行全力的沟通。“目前,我们当然希望能最大程度地挖掘符合条件的企业,以更低的筹码拿到更好的企业,是最理想的结果。”深广地区某家券商新三板业务部门人士表示。Wind数据显示,目前做市转让股票个数超过200家的券商包括广州证券、中泰证券、上海证券和光大证券。另外,20家券商的做市转让股票数在100~200之间。

## 做市商额度有限

但这些开足马力“抢门票”的挂牌公司不得不面对的是,目前做市商资源相对有限。广证恒生在去年12月中旬发布的研报中表示,券商做市的资金都来源于自有资金,估计各家机构投入资金大多位于10亿元以内。但新三板做市企业流通市值达到10亿元以上的就有40家,20亿元以上的有10家,30亿元以上的有6家。目前,已经实际开展做市业务的做市商只有80家。

面对有限的做市商数量和额度,一些挂牌公司甚至开出净资产的价格转让做市股票,以此来吸引做市商。近日,某券商新三板业务人士就透露,在前述消息影响之下,近期不少新三板公司前来协商做市业务,其中一

家公司甚至开出两元的新低价。

“公司老板给自家亲戚的人股价还是十元,给我们只有两元。”前述券商人士说,“不过最终因为我们的做市额度用完,所以这单业务没有做成。”

对于用自家真金白银提供做市服务的券商而言,选择投资标的也有一定门槛。某券商投行部负责人对记者表示,近期寻求做市的企业增多,其公司的投资门槛也相应提高,其中股价是一个重要的衡量因素。另据媒体报道,现在由于寻求做市的挂牌企业多了,做市股票的行情也一再走低,部分做市商甚至明确表示,只会考虑15倍市盈率以下的做市股票。再加上过去年下半年以来的大跌之后,部分做市商考虑到二级市场价格如果上不去,就尽量降低做市股票的成本以减少未来的风险。

部分业内人士担心,上述情形或在短期内对新三板市场产生一定负面影响。由于做市商通常持有做市股票较少,一般按照最少10万股认购,而这并不利于投后管理。如果做市价格过高,做市商会考虑尽早“出货”。由于是以较低价格入股,所以做市商在较短时间内盈利后,就可能不会放太多精力在相应股票的做市价格上。

某券商投行部负责人就透露,一般挂牌公司也不愿意多让做市商入股,通常只能认购十万股。不少券商的想法是,趁现在低价入股,等几个月后再卖出去,以此获得短期收益。

## 部分新三板基金考虑延期

不过,部分投资新三板的私募基金负责人认为,上述情形对新三板投资的影响不大。某上海新三板私募董事长认为,做市商持股

量并不大,即便低价卖出,也不会对市场产生太大影响。另一家私募负责人则表示,就其公司而言,对于新三板标的的选择,主要还是看其基本面和发展趋势。即便做市价格低迷,但如果公司的质地确实好,那么牺牲暂时的流动性也是值得的。

某公募专户新三板资管计划负责人透露,他们投了一些有希望冲击创新层的新三板企业,正在接受券商辅导,对企业未来的利润增长和估值空间很有信心,但考虑到创新层及其配套的政策红利落地与当下尚有一定的时间差,有可能在今年启动产品的延期,延期一年半到两年,以获得更好的投资回报。记者了解到,该资管计划从去年一季度成立以来,截至目前优先级净值在0.9元附近,而劣后净值已损失近半。

上海某大型私募新三板负责人也对记者表示表达了相同的看法,“新三板有一级市场的玩法,也有一级半到二级市场的玩法,不同的投资主体的倾向性不一样。对于真正想获得高收益而不是‘捡残羹冷炙’的投资者来说,需要容忍3年或者更长的投资周期,在有政策红利预期的前提下,延期是用时间换收益。”

九泰基金产业投资部医疗消费行业组执行投资总监符浩认为,市场在静待新三板分层落地,并对分层之后的配套政策红利有一定预期,在缺乏增量资金入场和新的政策变化的情况下,新三板市场将进入一段沉默期。但从长期股权投资的角度,却是一个非常好的投资机遇期,大量优秀的企业不断在新三板涌现,不少优质企业已经具有相当的投资价值。

## 理财端资产配置悄然生变

## 股权类产品抢手 冷清券商忙转型

□本报记者 曹乘瑜

A股市场连续大幅走低,使理财端资产配置悄然发生改变。记者从券商渠道和第三方理财机构获悉,一些证券类私募即席绩优,在客户端仍受到冷遇。2015年股权类产品较高的平均账面回报率,以及越来越多元化的退出渠道,成为投资者当下熨平短期波动的替代选择。这一选择也倒逼资管机构和销售机构转型,寻找股权类产品的项目和客户。

## 股权类产品销量提升

华东地区某大型第三方财富机构的副总裁向中国证券报记者透露,从去年三季度开始,即股市从高点回落时,高端财富人群就已经出现“财产搬家”的现象。“现在已经到了配置高点,主要是配置在五年期的股权产品上。”他说,今年一季度,其股权类产品的销售规模相比去年年中已经增至少60%。据悉,该第三方机构所销售的资管规模在400亿元左右。

业内人士认为,导致“财产搬家”现象如此明显的原因为:

一是对于高净值人群而言,其理财规模较大,在百万或千万元级别。“虽然资产荒下‘现金为王’呼声较高,但其理财需求属于刚性需求,必须要搬家。”上述副总裁说。

其次,股市大幅走低,连续的降准降息,经济企稳的预期以及债券市场供给扩容,导致今年债市投资回报预期将不及往年。“长期来看,一级市场的回报率还是好很多。”清科研究员姬丽表示。清科数据显示,2015年,VC/PE支持中国企业在境内市场上市的平均账面回报率达到3.26倍。即使在2008、2011、2012年的A股熊市中,账面回报也分别达到5.5倍、16.59倍和5.4倍。

三是股权类产品的退出渠道较多。并购重组和即将开闸的注册制带来的IPO增加,多层次的资本市场如新三板、战略新兴板等等,可以成为股权类资管产品退出渠道。根据清科投资的数据,2015年,天使投资的退出渠道中,新三板占52%。

第三方机构格上理财透露,目前其资管产品的销售规模在总量上并没有太大变化,但是结构上发生重大变化,股权类和多策略FOF产品比例有大幅上升。

目前,私募股权类产品的期限一般在五年左右。格上理财研究员张彦认为,投资者是在用长期收益来熨平短期波动。

知名PE九鼎投资透露,当前无风险收益率快速下行,十年期国债利率已经低于3%。基于经济增速放缓、地产行业下行以及刚兑打破的预期,目前投资人在大类资产配置中,对股权投资特别是一级市场的配置意愿明显上升。以九鼎目前正在募集的新一期人民币策略基金为例,该基金募集对象主要面向机构投资人、大型企业集团和高净值客户,目前意向出资的投资者数量和参与热情显著超过上一期旗舰基金募集时的情况。九鼎投资认为,更多资金进入一级市场确实是一种长期趋势。

## “冷清”券商找来PE替

目前以销售二级市场私募产品为主的券商资管平台,目前也被开始搬家的理财需求倒逼着“转型”。

“其实我们内部还是鼓励客户配置证券类私募产品的,因为市场低点下风险释放了大半,正是配置好时机,但是客户还是不买账。即使是去年业绩非常好的私募大佬的产品,现在也不好发了。”南方某大型券商PB业务人士透露。当前销售压力很大,很多正在发行的证券类私募产品档期都已经延长,本来只打算发行半个月的产品,不得已延长到两个月。

可以替代股票策略型产品的证券类私募产品,还有市场中性策略的量化对冲产品,以及布局大宗商品的CTA策略产品,但是都有“硬伤”。前者受期指开仓等限制可参与规模较小,后者因为期货市场本身规模有限,规模也难以做大。

因此,大量客户资金已经“无处可去”。正是因为如此该券商业士透露,为了留住客户,正在打算开发股权类产品,“我们平台上股权类私募不多,但目前正与PE谈合作。”

而PE机构也在力争发行更多产品。九鼎投资透露,其旗舰基金出资人包括安联保险、祥峰集团、中国再保险、百年人寿、步长集团等知名机构和企业集团。会继续设立新的股权基金,在固定收益上也准备设计新的产品。

更多第三方机构也在开发股权类产品的资金。据悉,宜信也在从客户端和项目端进行开拓。

根据清科投资的数据,目前股权投资项目增长较快的,集中在文化、影视等领域。不过,也有业内人士认为,股权投资存在失败的风险,投资者也应当谨慎。据悉,目前投资者偏好单项目投资,以为这样投向明确,掌握的信息更清晰,上述第三方机构副总裁提醒,单项目基金将鸡蛋集中于一个篮子,风险较大。

## 民生加银资管设立新三板专项计划

□本报记者 曹乘瑜

民生加银资产管理公司近日成功发行首只新三板专项资管计划。该资产管理计划通过投资北京国仟共赢基金的LP份额,为拟挂牌新三板的优质“千人计划”创业企业提供资金支持。

由民生加银资产管理公司发行的此项新三板专项资管计划,投资人均为国家“千人计划”专家。“千人计划”是我国为吸引海外高层次人才支持国内高新技术产业发展的人才战略规划。国仟共赢基金成立于2015年下半年,基金首期规模近2亿元,该基金旨在为“千人计划”项下的高层次创业企业提供全方位的金融服务,基金重点投资于科技含量高、创新性强、成长性好的拟挂牌或上市的“千人计划”创业企业,同时,基金可为投资的企业提供后续新三板挂牌、做市及融资顾问等服务,促成投资企业规模和盈利能力的显著增长,并通过新三板、并购及IPO等方式完成退出。目前国仟共赢基金正在申请国家科技部引导基金、中关村创投和石景山政府引导基金等资金。

## 部分股票已回价值区间

希望在基金组合潜在的风险和收益之间进行适当的平衡,追求长期稳定的投资业绩。在挑选个股上,他看重企业的核心竞争力和比较优势,认为上市公司在行业中的核心竞争力或比较优势是决定投资价值的重要依据,也即该上市公司能够提供差异化的产品和服务并获得超额利润的能力,这种能力可能源自特许经营权、资源禀赋、商业模式、技术创新、战略能力或组织管理等单一或融合性的因素,使得其能够超越竞争对手。

他透露,自己主要采用定性和定量相结合的方式来评估上市公司的核心竞争力或比较优势,评估的标准主要涉及以下几个方面:首先,特许经营权:在规定时间内、范围内特别准许经营某个或某类商品或服务的授权。其次,资源禀赋:先天拥有的具备一定异质性的生产或服务要素,既包括有形的资源禀赋,例如自然资源、物业资源

等,也包括无形的资源禀赋,例如品牌、渠道等。第三,商业模式:用以阐明公司的商业逻辑,即如何为客户创造价值并分享价值,商业模式的颠覆式创新已经成为新经济业态下的竞争利器。第四,技术创新:公司通过研发新技术、新工艺、新材料等方式,开发新产品或提供新服务,提升产品或服务的价值,改善用户体验。第五,战略能力:反映公司最高管理层的前瞻性洞察力,动态的战略能力是决定公司长期竞争力的关键因素,反映公司的累积性学识。第六,组织管理:公司对整体生产经营活动进行决策、计划、组织、控制、协调,并对公司员工进行有效激励,以实现组织目标,组织管理水平的高下是决定公司竞争力的直接因素。目前,由张琦担任拟任基金经理的国寿安保核心产业灵活配置混合基金正在发行,投资者可通过各大银行券商购买。

## 国寿安保张琦:莫畏浮云

□本报记者 曹乘瑜

今年以来,A股市场经历一波深幅调整。国寿安保基金投资总监张琦认为,在经历快速下跌后,风险收益比得以改善,部分股票的估值已经回归到中长期的价值区间,可通过特许经营权、商业禀赋等六个要素来判断企业是否具有核心竞争力,从而挑选出优质成长股。

## 着眼农业供给侧改革

保险公司对于农业供给侧的关注正在成为现实。中国证券报记者独家获悉,黑龙江省农产品交易中心正在紧锣密鼓筹备中,保险公司正借此谋求更大布局。筹备中的交易中心董事长安国锋表示,在供给侧改革中,农业领域大有可为。“工业

## 部分股票已回价值区间

张琦认为,宏观层面,供给侧改革明确了决策层允许市场出清的决心,目的在于优化资源配置,调整产业结构。伴随传统经济过剩产能出清的加速,预计2016年的经济增速仍将温和下行。此外,年初以来,汇率市场出现比较大幅的调整,投资者对美联储连续加息和人民币持续贬值的预期有所强化,部分投资者认为未来汇率、利率和流动性之间的协

调难度加大。海外经济及金融市场的动荡,也放大了投资者对境内宏观基本面预期的不确定性。在上述不确定性的共振作用下,股票市场风险偏好有所下降,快速的下跌也使得市场信心遭受一定打击,形成自反馈。

但同时应该看到的是,在经历了快速下

跌后,风险收益比得以改善,部分股票的估值已经回归到中长期的价值区间。此外,改革红利逐步释放以及居民财富再分配的格局未变,经济新动能也在酝酿积聚。产业资本以及具有较强久期负债能力的金融资本,在二级市场日趋活跃,许多受压资产就如同蒙尘珠玉一般,一定在新的经济周期里重新焕发出活力和价值。大浪淘沙,优质成长股的投资价值将得以进一步凸显。

## 六条标准评估企业投资价值

张琦比较崇尚复利法则,力求稳健风格,

## 广发稳健保本拟2月1日提前结束募集

□本报记者 常仙鹤

2016年开年以来,再现深幅震荡行情,保本基金成为资金避险的吸金石。正在渠道发行的广发稳健保本混合基金,每三年为一个保本周期,在发行期认购并持有到期的投资者将获

得全额的保本保证。据悉,广发稳健保本限额50亿元,自发行之日起即获追捧,计划于2月1日提前结束募集。投资者可把握当下机会,通过工行、交行、中信、民生等银行渠道购买,也可以通过广发基金网上直销中心认购。资料显示,广发稳健保本采取多重保本措

施来推动保本和增值目标的实现。首先,广发稳健保本采取恒定比例投资组合保险(CPPI)策略,即成立初期通过投资债券、银行存款、新股申购等固定收益标的积累“安全垫”,再根据“安全垫”的厚度来放大对权益类资产的投资,实现基金资产的稳健增值。其次,广发稳健保本拟任基金经理谭昌杰表示。