

# 新三板2017年七大猜想

□本报记者 张玉洁

2016年,新三板进入万家时代。当年新增挂牌企业超过5000家,远超2015年的3586家;平均单月挂牌420家。其中,8月挂牌983家企业,创下历史纪录。

进入2017年,新三板的政策和投资机会备受市场关注。一些投资者和研究人士对中国证券报记者表示,私募参与做市、推出大宗交易制度、完善退市制度、挂牌难度提升以及创新层红利等政策细则落地的可能性较大,而新三板转板制度和降低投资者门槛等政策短期内难有明显进展;兼具扶贫和拟IPO概念企业的投资逻辑仍被看好。

## 1 私募做市试点有望落地

2016年9月,全国股转系统发布《私募机构全国股转系统做市业务试点评审方案》(简称《方案》)。私募做市试点业务正式启动,首批试点机构数量不超过10家。之后将在总结试点效果的基础上评估进一步扩大试点的可行性。2016年12月13日,股转系统称,根据《方案》,深创投等10家私募机构将进入下一阶段的现场验收环节。这标志着相关私募机构参与做市业务试点进入实质性操作阶段。多位市场人士对中国证券报记者表示,首批私募参与做市落地的预期基本“笃定”。

投中研究院分析师鲍威认为,10家人入围私募机构均在业内具有较大影响力和较高知名度。私募机构参与做市,有助于缓解做市机构供需不平衡的局面,提高流动性。私募机构本身既是新三板的投资机构,也是新三板的做市服务机构,其在做市

时将考虑更多的协同。新三板私募做市试点推行,有利于健全市场制度,是改善流动性的重要举措。2017年或将有更多配套制度推出,改善新三板的做市环境。

不过,从目前公布的投资规模看,首批10家私募带来的资金增量预计在几十亿元的水平,对市场流动性改善有限。

本次入围的一家私募机构高管指出,私募参与做市对市场流动性改善有限。但私募长于对初创期企业估值,对企业估值将更加精确。

新三板资深投资人胡炜表示,引入私募做市试点短期内难以影响二级市场大势,这项政策积极意义在于试点成功之后能否扩围。“若试点成功,不排除会有扩围。当大量的私募参与做市时,对市场产生很大的影响。”

## 2 大宗交易制度料适时出台

进入2017年,新三板市场流动性压力持续加大,不仅有来自新老股东的解禁压力,而且,2015年成立的最早一批新三板基金也陆续到了清盘期。在目前市场流动性较弱和股价频繁暴涨暴跌的局面下,市场人士认为,大宗交易制度有望在今年上半年推出。

东北证券新三板研究中心总监付立春认为,在退出压力大增的情况下,引入大宗交易制度成为了监管层的首选。通过这种方式,可以对大量大额资管计划退出起到承接作用,避免其砸盘,冲击脆弱的二级市场。

付立春同时指出,在大宗交易制度下,大宗交易的成交量和成交金额不纳入实时行情和指数的进行计算。因此,大宗交易制度的引入可以起到稳定市场的作用,将投资基金和大股东的减持对市场的冲击降至最低。

胡炜认为,推出大宗交易有必要且预计不会有太多障碍。大宗交易有一定的市场需求,推出大宗交易制度能够减少市场暴涨暴跌。主板大宗交易大多折价在5%以内,新三板推出大宗交易后,预计实际成交中将有较大的折扣,这将对于一些资金方逢低布局优质公司提供机会。

## 3 挂牌节奏可能趋缓

12月19日,新三板进入万家时代。挂牌公司从8000家到9000家仅用了30个工作日,而从9000家到10000家耗时超过3个月。“监管层有意放慢挂牌速度,提高挂牌门槛,更加看重挂牌企业的质量。”有券商新三板负责人对中国证券报记者表示。

投中研究院认为,下一步新三板市场将着重质的提高。监管层有意通过调节挂牌节奏、完善退市机制,控制挂牌企业数量。政策方面,股转系统将建立挂牌准入的负面清单,重点支持国家战略新兴产业,限制产能过剩以及淘汰类行业企业。

随着对挂牌企业监管趋严、券商业务风险提升以及人工成本增加,主办券商推荐挂牌费用将随之上涨。

同时,主板券商将越来越谨慎。部分主办券商已提高了内部立项审核标准,包括对拟挂牌企业的收入、净利润、规模、行业等进行了事前筛查,以提高主办券商推荐挂牌的成功率。另一方面,新三板市场交投低迷状态尚难以根本改善的情况下,流动性不足的矛盾依旧较为突出,融资功能弱化,这也使得一批企业对新三板望而却步。企业挂牌积极性下降,从而影响挂牌节奏。

## 4 退市将常态化

此前由于挂牌门槛偏低,随着新三板的大扩容,企业质量参差不齐。部分挂牌企业规范意识较差,将难以适应后续的监管规则。严格化的信息披露要求和高压式的监管甚至成为了这些企业的负担。2016年10月,全国股转系统发布《挂牌公司股票终止挂牌实施细则》后,新三板企业摘牌速度明显加快。实施细则对终止挂牌规定进行了细化,并对强制摘牌和自主摘牌两种不同终止挂牌类型提出了具体要求。

投中研究院分析师鲍威认为,资本市场要

## 5 差异化制度供给料增加

对于新三板的分层制度,全国股转公司副总经理陶强此前表示,2017年将以市场分层为抓手,加大制度供给,为不同公司的不同发展阶段提供与其发展相适应的制度供给,使新三板既能包容早期创业企业,又能满足发展壮大企业的需求。股转系统在2017年将以市场分层为基点,深化新三板差异化管理服务,妥善处理好标准化服务与个性化需求的问题。

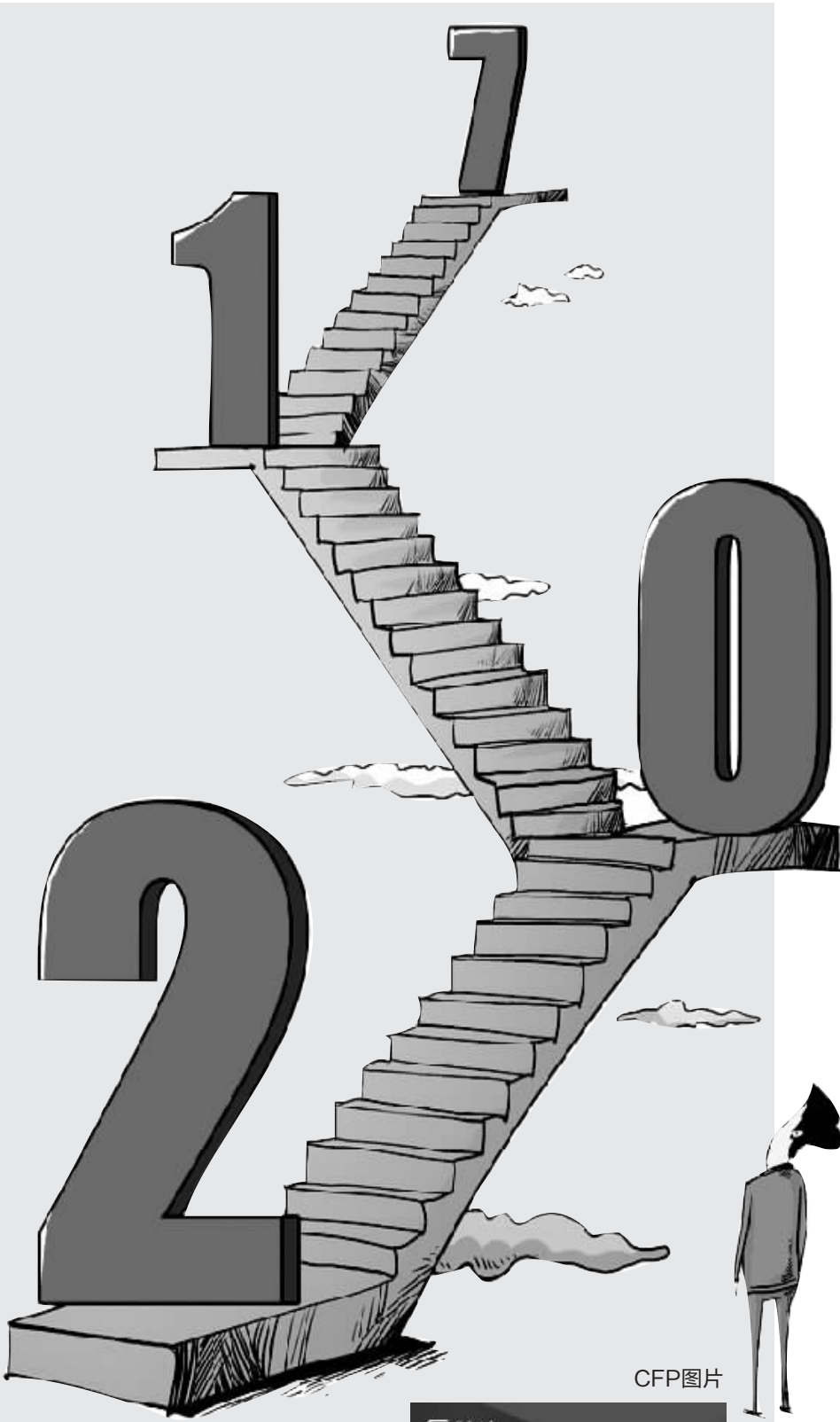
自2016年6月推出分层制度后,新三板目前有952家创新层公司。不过,相比基础层公司,创新层公司的估值并不占优势。

随着调整分层日期临近,创新层的身份也有“贬值”的风险。洪三板董事合伙人曹水水表示,洪三板的测算数据显示,如果基础层企业保持2016年中报业绩增速,2017年5月份进行创新层名单调

整时,粗略估算将有954家基础层企业符合创新层标准。这个数字比目前创新层企业数量还要多两家。2017年调整分层名单时,创新层公司将接近或突破2000家成为不少业内人士的共识。

中科沃土董事长朱为绎认为,第一波创新层政策预计在上半年推出,主要包括董秘资格考试和发行制度(包括突破35人定增、挂牌同时进入创新层的制度等)。

其中,定增突破35人限制被各方所关注。作为非上市公司公众公司,根据规定,新三板挂牌公司定向发行对象不得超过35名。而且,发行股票导致股东累计超过200人,以及股东人数超过200人的新三板挂牌公司定向增发,还需经过证监会批准。这使得新三板再融资审核时间过长、通过难度加大,由此加大了企业在资本市场的融资难度。



CFP图片



## 6 正反向并购将更频繁

联讯证券认为,随着挂牌企业数量的增多,上市公司参、控股挂牌企业将逐渐增多。上市公司分拆子公司挂牌新三板,能够降低融资时间和成本,提升整体估值,实现投资收益。参股新三板挂牌企业不但能够获取安全边际较高的投资收益,还可与挂牌企业实现战略合作,拓展业务领域。对于上市公司而言,参、控股新三板企业能够获得实质性的益处。因此,2017年,此类案例将不断增加,挂牌企业与上市公司的关系将更加紧密。

2017年,新三板并购市场将延续活跃势头。新三板公司积极寻求被上市公司收购,或主动并购上市公司。从长远来看,新三板作为上市公司并购池的角色不会动摇,且由于得到更加规范的运作,成功率会逐渐提升,更多重量级并购案例将不再只是仅仅刺激股价,而是企业的真实需要。

1月3日晚间,驴妈妈旅游网母公司景域文化发布公告称,拟向全国中小企业股份转让系统申请股票终止挂牌。对于主动终止挂牌的原因,景域文化表示,上举是为了公司战略发展需要以及下一步更大更远资本运作服务。景域文化挂牌期间累计融资规模达到11.8亿元。从资本退出的角度来看,景域文化主动终止挂牌不排除被上市公司并购的可能,或者另寻上市地点。

此外,九鼎投资收购中江地产、和君商学并购汇冠股份、信中利间接收购深圳惠程等新三板公司反向收购A股上市公司案例的出现,或将逐渐改变新三板的传统形象地位。部分新三板企业通过快速成长,已经具备了较为雄厚的资金实力,收购上市公司不仅仅是获得投资收益,更重要的是实现了企业的战略布局。

## 7 局部牛市可期

尽管新三板市场整体看亮点不多,但仍有多条主线值得关注,新三板将进入局部牛市,包括IPO、扶贫等概念。

新三板资深投资人胡炜认为,目前新三板企业供给数量爆发式增长,而市场参与者并没有同步跟上。在不降低投资者门槛的局面下,流动性因局短期内难有大的改善。因此,2017年新三板投资难有系统性的机会,行业前景不乐观、业绩表现不佳、没有IPO预期的企业可能探底,可能会有大量仙股出现。

胡炜认为,2017年,三个板块机会较为明确:首先是闯关创新层的机会。距离2017年调整分层不到4个月的时间,预计部分离创新层标准差距不大的公司将努力冲击创新层。这将带来投资机会,比如提高市值或者是增加做市商。另外,部分保创新层公司也存在一定机会。其次,2017年上半年将有不少新三板基金产品到期及限售股解禁,部分全年暴跌的个股存在短线机会。第三,对于IPO概念公司,应精选估值低、市值小、成长性良好的标的,同时着重关注公司的规范性。

## 新三板定增持续低迷

□本报记者 戴小河

新三板定增市场持续低迷,仅2016年第三季度就有40家企业定增终止,同时定增破发案例频现,部分企业定增款尚未打进公司账户,股价已经跌破定增价格。

### 投资者参与热情降温

盛景网联新三板研究院院长杨青告诉中国证券报记者,综合2016年前三季度的数据来看,2016年上半年共有107家投资机构参与挂牌企业定增,投资额39.14亿元。其中,第三季度对应数据为74家,投资额约31.06亿元。“相比挂牌企业数量激增,定增市场降温明显。面对不断扩大的融资缺口,机构投资者参与积极性却在下滑。”杨青认为,这反映出构投资者总体上正从新三板定增市场撤退。

广证恒生总经理袁季通过对定增案例认购投资者数量的统计发现,2015年,该数字平均为9.53个;定增案例投资者平均数量最少的月份为2015年10月,为8.39个投资者,最多的是2月份,有13个投资者,主要以低额认购的个人投资者为主。

从2016年二季度末开始,企业管理层认购定增股份呈上扬趋势。“外部投资者参与定增不积极与内部认购的升温,也反映出新三板市场的一大投资成本在于信息不对称。”投中研究院研究员史苏宁表示。

对比认购对象数量和募资总额可发现在2015年9月-11月的融资高峰期,平均认购对象数较少;融资市场较平淡时,平均认购对象数则偏多。认购对象少、实际融资金额大的主要原因是投资者大额认购较多,而认购对象多、实际融资规模小则意味着平均每个认购对象投入的资金量较少。这在一定程度上反映了市场平淡时投资者谨慎的态度。

袁季告诉中国证券报记者,2015年1月-9月,针对新三板市场的资产管理类金融产品共认购515次,认购总金额达到79.12亿元。2016年认购次数下降到246次,认购总金额下降到34.76亿元,同比下降56.06%。此外,2016年私募基金认购金额也有所减少,2016私募基金认购总金额为27.98亿元,同比下降9.25%。

### 定增终止频现

从二级市场看,交易价格不断走低,一些新三板企业定增尚未完成就处于破发的尴尬境地。

以赢鼎教育为例,截至1月3日收盘,公司挂牌价报收8.45元/股。而公司定增股票发行价格为350.4元/股。经分红送股之后,根据权益分派情况,本次股票发行的价格调整为20元/股。定增价格呈深度破发状态。

对于PE机构而言,动辄几十亿元、上百亿元的定增盛况不再。统计数据表明,2016年以来,仅两家PE机构成功实现再融资。以博信资产为例,公司原计划融资3亿元,最终仅募资1.53亿元,较原计划大幅折扣近半。近日完成定增的金色传媒募集资金亦大幅缩水,从原计划的2.365亿元大幅压缩至7000万元,缩水超过七成。

随着新三板定增市场持续低迷,不少公司无奈选择放弃,仅2016年第三季度就有40家新三板企业定增终止。

紫晶股份表示,基于长期发展战略的考虑,本次发行方案需调整。经与投资者协商,决定终止本次股票发行。

度典传媒公告称,目前公司未与任何投资人就上述议案及发行方案达成投资协议,结合目前市场环境的变化,决定终止此次发行。公司此前公告,拟发行股票不超过100万股,股票发行价格不高于45元/股,募集资金总额不超过4500万元。

由于定增价格大幅倒挂,特辰科技在调整股票发行方案之后,最终也选择了终止发行。公司称,由于证券市场发生变化,经与中介机构商议,决定终止发行。公司2015年完成了3次定增股票发行。公司此前公告称,目前市场发展空间巨大,融资需求强烈,拟再次进行股票发行,谋求更大发展。股票发行价格从调整前的50元/股大幅下调至4.5元-6元/股,发行数量为不超过4000万股,预计募集资金总额约为3000万元-20000万元。

业内人士表示,要破解投融资难的困局,必须解决如何定价的问题。上海一位PE人士则表示,“从估值水平看,目前新三板企业并不便宜,有的甚至达到三四十倍。”如果企业有足够的成长性,估值水平高一些也可以接受,但缺乏能够给出个性化合理定价的中介机构。