

## 新三板创新层“大部队”阵容浮现

来源：上海证券报 作者：覃秘,盛景荃 日期：2016年04月28日

就在2015年年报披露收尾之际,新三板也进入了第二轮分层测试。对照全国股转系统此前发布的征求意见稿《分层方案》标准和挂牌公司已披露的年报数据,一批“准创新层”公司的名单逐渐浮出水面。

就在2015年年报披露收尾之际,新三板也进入了第二轮分层测试。对照全国股转系统此前发布的征求意见稿《分层方案》的标准和挂牌公司已披露的年报数据,一批“准创新层”公司的名单逐渐浮出水面。据东方财富Choice终端统计,截至4月26日,已披露年报的新三板公司中,有828家符合征求意见稿的创新层标准。其中,不少公司成长性突出,业务中新经济特色鲜明,估值也具有一定优势。

“新三板挂牌公司数量已近七千家,整体来看确实是五花八门,质地上也可以说参差不齐,但如果能把最好的那10%选出来,投资潜力一定相当可观。”有接受上证报记者采访的券商新三板研究员表示。据记者了解,包括公募基金在内的不少投资机构正密切关注新三板市场的分层进展,并有意在政策放开后进行配置。有机构表示,虽然新三板流动性不如主板和创业板,但一些公司对商业模式的创新更值得重视,其增长潜力不容忽视。

值得一提的是,日前有消息传出分层标准有所修改:删除了标准一中的股东人数要求,增设了最近一年再融资不低于1000万元的共同标准;此外,就标准三增设了合格投资者不低于一定数量的新门槛。有券商人士分析称,传言中的上述修改更贴近相关标准的设定初衷,彰显了创新层多元灵活、各有侧重的选择风格。不过,据上证报向全国股转系统人士求证,修改后的分层方案虽已上报证监会,但目前尚未得到批复,因此最终标准还难定论。

### 逾800家公司“初选”入围

当前,新三板年报披露已接近尾声,同时,分层标准最终方案的出台也已进入倒计时。据全国股转系统公开信息,截至4月26日,新三板挂牌企业达到6935家,逼近7000家大关。另据东方财富Choice金融终端统计,已有6135家挂牌公司披露年报,占比高达88.5%。

尽管目前修改版的分层标准尚未“一锤定音”,其修改力度大小会影响最终进入创新层的具

体公司数目,但业内人士称,相信不会大幅修改,因此以目前公布的标准去粗略筛选可得出创新层“大部队”的轮廓。

全国股转系统曾对外表示,符合相关指标的新三板公司将在 2015 年年报披露截止日后,由股转系统根据分层标准,自动筛选出符合创新层标准者,并在 5 月正式实施分层。

对照去年 11 月 24 日公布的《全国股转系统挂牌公司分层方案(征求意见稿)》中的三项标准,在已披露 2015 年年报的新三板挂牌公司中,有 828 家企业基本符合了征求意见稿的创新层分层标准,入选率为 11.9%。据统计,在入围“准创新层”的公司中,有 734 家满足了三套分层标准中的一套,有 85 家企业同时满足了两套分层标准和共同标准,同时满足所有三套分层标准和共同标准的企业数量更是凤毛麟角。

在当前市场背景下,新三板的分层被诸多机构认为意义重大。万家基金总经理助理张军在接受上证报记者采访时表示,新三板分层承担了多层次资本市场改革的创新试点的任务;同时,分层也是激发新三板活力的重要基础,目前新三板挂牌企业数接近 7000 家,但参差不齐,分层实施后,预计 7%至 10%的企业可列入创新层,经过这轮筛选,才能为公募基金未来的配置提供基础。

#### 成长性加特色凸显估值优势

在券商人士看来,受流动性等因素的影响,目前新三板市场的交易状况仍算不上活跃,但其整体估值水平较创业板和中小板有较大优势。据券商统计,以截至 4 月 24 日已披露年报的 5462 家新三板公司业绩情况计算,新三板整体市盈率约为 32.77 倍,还不到创业板的一半;新三板的市净率为 3.54 倍,创业板公司的整体市净率则为 6.23 倍。另据东方财富 Choice 终端统计,以 2015 年年报数据为计算依据,目前有 267 家新三板公司的市盈率不到 10 倍,660 家公司的市盈率位于 10 至 20 倍的区间内,528 家公司的市盈率区间在 20 至 30 倍之间。

“考虑到流动性溢价的问题,对于新三板和创业板的市盈率和市净率指标,并不适宜做简单对比,但对于一些同行业的公司来说,还是有一定的参照意义,毕竟从价值投资的角度来看,投资的根本还是在于标的的价值和价格。”有券商人士介绍,以联讯证券为例,其最新市值为 82.53 亿元,对应市盈率为 17.56 倍,在 A 股券商公司中排在中间位置,比很多小券商都要便宜。另如益盟股份,公司是正宗的腾讯概念股,第二大股东腾讯持股比例为 19.3%,以最新股价计算,其总市值 66 亿元,对应市盈率为 20.57 倍。

“新三板公司不能完全参照创业板甚至主板公司的估值,其估值应该更接近一级市场或者一级半市场,从财务数据来看的话,就是公司的业绩波动性会更大。由于规模较小,部分公司的业绩可能一年内增长五倍、八倍,甚至十倍。当然,如果受到某种因素冲击,可能营收一下子就垮了,对应的盈利情况也是一样。”前述券商人士表示。不过,从整体情况来看,新三板公司普遍盈利不错,据统计,已披露年报的新三板公司中,2015 年度营收增速在 10%以上的公司占比达到 58.64%,年度净利润增速在 10%以上的公司占比接近 63%。

多位受访券商人士提出,对新三板公司的投资更要讲究“个性化”。“几千家公司,做什么的都有,这里面就有一些非常有特色的,可能是业务本身很小众,也可能是独特的商业模式,在资本市场上,这些特色都可以得到一定的溢价。”申万宏源场外市场部总经理蒋曙云指出,拥有新经济业态的新三板企业是未来投资的热点,投资机构比较关心的还是创新型、创业型、比较有个性化的一些企业,涉及生物医药、节能环保、智能物流等行业。

期待差异化制度供给激活市场

新三板市场分层的根本目的,就是提供监管、服务等方面的差异化制度供给。其关键是使得该市场体系富有弹性,能适应企业不同发展阶段对资本运营的需要。通过差异化制度安排为不同风险偏好的社会资本的融、投、管、退提供便利、畅通、低成本的平台,让社会资本围绕实体经济的需求运行。

记者了解到,目前市场最关心的仍是差异化监管制度的具体内容。万家基金张军提出,分层必然与差异化监管制度相配套。兴业证券研究所新三板首席分析师纪云涛建议,在创新层推出以后,还需要进一步配套发债、定增、交易等一系列制度才能真正发挥创新层的作用,符合挂牌企业对新三板的预期。新三板挂牌公司点点客董事长黄梦提到,对创新层充满期待,但更期待分层之后的具体措施,“没有措施的话,可能只是多了一个名分。”

据了解,全国股转系统正在筹划相关方案。在 3 月底由全国股转系统联合上证报主办的“新三板创新发展论坛暨首届机构峰会”上,全国股转公司副总经理隋强曾表示,新三板交易制度的完善方案正在制定,将在现有制度框架中进行深入挖掘,具体包括改革协议转让、引入价格竞争、优化做市转让交易、建立健全盘后大宗交易、非交易过户制度等。同时,将积极化解长期资金入市的障碍。不过隋强也提出,不能够为了活跃市场而活跃市场。

另一个值得注意的现象是，在创新层即将推出之际，有少数公司为了冲刺创新层用了一些方法进行紧急“改造”，在达不到第一套和第二套标准的情况下，追求达到第三套标准，即“市值+股本+做市商”的标准，其措施包括与公司成长性并不匹配的高送转，以及强做市值等。

对此，联讯证券曹卫东表示，这从长远来看意义不大，全国股转系统目前还未公布正式方案，正式方案作出调整的可能性很大。即便进入创新层，但标准不是一成不变的，而是有进有出的。隋强此前也曾表示，目前市场对新三板分层的理解存在误区，一些中介机构引导企业“对标”分层标准时有误导嫌疑。

并非进入创新层就能获得机构的认可。万家基金张军表示，公司是按照 PE 投资的理念和方法来开展新三板投资的。在甄选投资标的时，首先同时要考虑标的符合第一套标准和第二套标准的程度，既要考虑企业现时的盈利能力和水平，又要考虑未来几年的经营可持续性和业绩成长性；当然，第三套标准也是形成投资决策的重要依据。除此之外，万家还非常看重企业的治理水平和财务规范程度，这是形成投资决策的重要前提。