

2015年3月24日

研究所所长

高上

021-61871688

gaoshang@htfutures.com

新三板攻略

投资要点

- 新三板是冒险的“乐园”，投资的“新大陆”。市值小、流动性低、股价容易操纵、没有涨跌停限制。上市门槛主要是依法设立且存续满两年。
- 更深层的意义是多层次资本市场的建设以及大众创业万众创新转型大背景下融资需要，使得新三板站到了资本市场的风口上。
- 新三板崛起的关键还是“券商做市商制度”，2014年8月，证监会正式允许证券公司和符合条件的非券商机构，使用自有资金参与新三板交易。新三板流动性问题才逐渐得到解决。
- 新三板个人投资者参与需要满足资产在500万元以上。而更常见的投资方式则是借道各种金融机构发行的私募产品。
- 新三板的交易方式有两种，一是投资者买卖双方在场外自由对接，然后委托主办券商办理申报、确认成交并结算；二是买卖双向向主办券商做出定价委托，等待一个认可此价格的买家或卖家出现。
- 期货公司辅导公司新三板挂牌，由于涉及投行、会计、法律、审计等方面的相关人才，目前还不具备相关人才储备。
- 由于归证监会与中国证券业协会管理，期货公司进入新三板行政审批可能形成障碍。期货公司可以以机构投资者身份进入三板市场，以获取投资收益为目的。但风险管控能力要求强。

风险提示

新三板摆脱不了高收益高风险的“双高”规律的制约。每天既有涨几倍，同样也有跌幅达到70-90%的交易，投资风险巨大。

海通期货研究所

上海市浦东新区世纪大道1589

号长泰国际金融大厦25楼

www.htfutures.com

新三板一鸣惊人

对于长期习惯于“抄新抄小”的 A 股投资者来说，新三板是冒险的“乐园”，投资的“新大陆”。市值小、流动性低、股价容易操纵、没有涨跌停限制等等，吸引场外资金源源不断入市，用“钱多人傻”形容当前的新三板或许并不过分。

尽管还只是试点阶段，但新三板一鸣惊人，赚足了资本市场的眼球。新三板股价大涨，带来新三板的基金发行也供不应求。一方面是每天动辄翻倍的股价，做市商热情高涨；另一方面怀揣梦想的投资者蜂拥而至，在他们的眼中，“新三板”就是羊年抢红包的地方。



图 1: 多层次资本市场 资料来源: 海通期货研究所

新三板的正式名称是“全国中小企业股份转让系统”，是经国务院批准设立的全国性证券交易场所。这美国的场外交易市场 OTCBB 类似，最早可以追溯到 2001 年的“股权代办转让系统”。2006 年，中关村科技园区非上市股份有限公司进入代办转让系统进行股份报价转让，因为挂牌企业均为高科技企业而不同于原转让系统内的退市企业及原 STAQ、NET 系统挂牌公司的老三板公司，故被形象地称为“新三板”。通常我们说的一板市场是指主板市场（含中小板），是为大型和中小企业建立的股权融资与转让的平台，二板市场则是指创业板市场，为“两高六新”股权融资与转让平台。相对于一板市场和二板市场而言，三板市场主要为初创企业融资与股权交易而设。三板市场的发展包括老三板市场（以下简称“老三板”）和新三板市场（以下简称“新三板”）两个阶段。老三板即 2001 年 7 月 16 日成立的“代办股份转让系统”；新三板则是在老三板的基础上产生的“中关村科技园区非上市股份公司进入代办转让系统”。目前的新三板包含了中关村、张江高科等多个科技园区。

做市商，新三板的密码武器

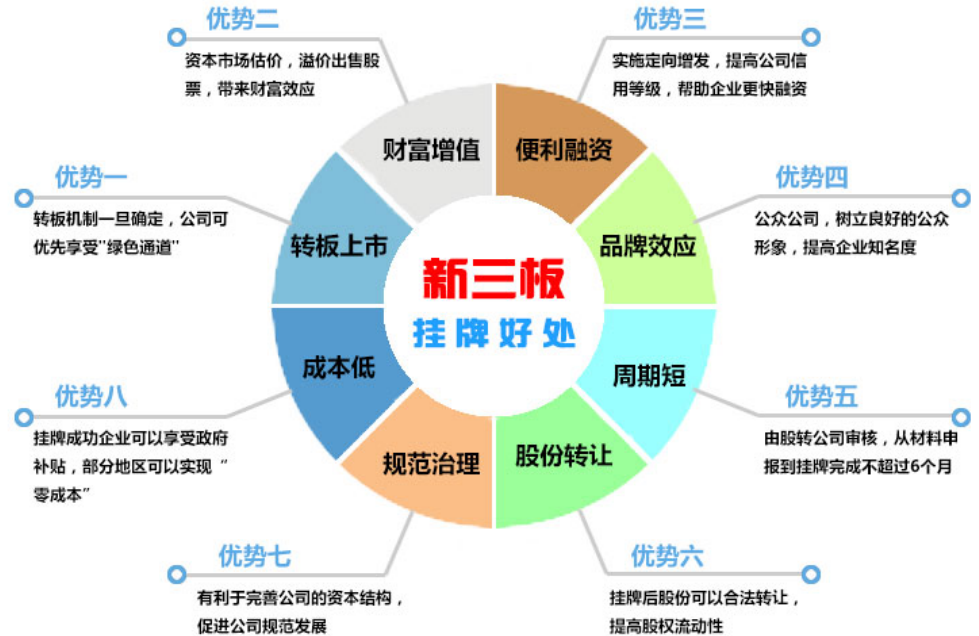


图 2: 新三板的优势 资料来源: 海通期货研究所

然而新三板真正崛起，也就是 2014 年之后的事。随着市场大幅扩容（2014 年底挂牌公司增至 1572 家）、新交易系统上线及做市商交易制度的推出，各路资金参与新三板的热情大增，成交量由 2013 年的 8 亿元增至 2014 年的 130 亿元，2014 年更是产生了 71 只涨幅超过 10 倍的牛股。

新三板崛起的关键还是“券商做市商制度”，铸就了新三板的转折点。2014 年 8 月，证监会正式允许证券公司和符合条件的非券商机构，使用自有资金参与新三板交易，持有新三板挂牌公司股票，通过自营买卖差价获得收益。新三板流动性问题才逐渐得到解决。

随着做市商制度拓宽了投资渠道，场外资金参与新三板的热情开始攀升。以做市股票为例，做市商制度推出初期每日仅有 30 余只股票成交，而今年 2 月每日约有百只股票实现成交。成交金额超千万元的大单频频现身，带动做市股票股价不断上涨。

尤其是部分新三板公司推出重磅的高送转分红方案起到了火上浇油的作用。麟龙股份拟推出 10 转 20 派 1.08 元的分配方案；2 月 11 日金润科技披露 10 转 25 派 10 元的分红方案；仅仅一天之后，金正食品宣布拟推出 10 股转增 90 股的创纪录分配方案。根据不完全统计，目前已披露 2014 年度利润分配方案的近 30 多家新三板公司中，约有半数推出了每 10 股送转超过 10 股的方案，点燃了新三板的火爆行情。

由于没有涨停板限制，在 2015 年最初 2 个月的交易日里，已经有 6 只股票涨幅超过 10 倍，涨幅超过一倍的也已经高达 160 只。相应地，新三板公司市值猛串。3 月 17 日九鼎投资（430719）成为市值最高的新三板公司，总市值已经高达 365 亿元，当日成交金额 3896 万元。成大生物的市值也超过百亿元，达到 125 亿元。而在 2 月 27 日当天，新三板首只百元股——麟龙股份（430515）诞生，3 月 17 日该股收盘价达到 134 元。今年以来，新三板个股以惊人的爆发力吸引了市场目光。如瓷爵士（831441）在 3 月 6 日这一天一举上涨 353.4%，一天上涨 14.03 元。而就在 3 月 4 日，该股最低价还一度触碰 0.01 元。3 月 6 日当天，5 只新三板个股涨幅超过 100%，包括瓷爵士、维恩贝特、冰洋科技、汽牛股份、永继电器，涨幅之巨令人瞩目。

曲线参与，新三板基金遭秒杀

值得关注的是，由于抄新习惯，一个新的市场很快会分化，港股是这样，纳斯达克市场也是这样。A 股市场起步时如此，认股权证、可转债、创业板如此，新三板同样再现规律。在当前经济转型的关键阶段，对于能够衔接 PE 高企的创业板，无疑铸就了新三板的黄金期。如果今年新三板市场挂牌公司到达 3000 家，5%转板的话就有 150 家，这对投资者是个巨大的诱惑。

新三板投资门槛较高。按照目前规则，个人投资者参与需要满足“证券账户资产在 500 万元以上”这一条件。而更常见的投资方式则是借道各种金融机构发行的产品。

2014 年，自从宝盈基金推出第一只新三板产品以来，基金子公司、券商以及私募纷纷涌入这一领域，且新三板产品的发行节奏也在不断提速。据了解，首只新三板产品中宝盈-中证资讯新三板系列 1 期，截至 2 月底浮盈已近 60%。今年以来，此类产品的热销程度呈白热化。据某券商人士透露，该券商联合某基金子公司推出的一款新三板产品，发行之前便已预约满，5000 万元额度瞬间被秒杀。同时，仍有大量高端投资者前来问询。这类私募产品门槛虽达 100 万元，但仍供不应求。

同类产品的募集规模也在不断突破上限，从最初的几千万元到现在的 1 亿元左右。如宝盈基金、前海开源基金、鼎峰资产、理成资产等机构，产品滚动发行速度也越来越快。

随着市场发展，公募基金参与新三板将放开——这可能是普通投资者在现有游戏规则中参与的唯一方式。

这也形成了一种担忧，新三板股票的估值几乎是以直线速度飙升，市场容量和投资者需求形成反差。热门公司的股价涨幅几乎一步到位。有私募认为，新三板股票的做庄成本实在太低，这恐怕也是新三板的风险所在。

坐市商成就了新三板，但坐市商与坐庄存在本质区别。第一、做市商是美国创业板或 OTCBB 市场发展成功的制度方面的设计，有两个作用，一是保持股价一

定的活跃性，抑制一定的投机；二是把价格维持在一定水平上，纽交所有规定，如果股价低于 1 美元就要被摘牌，OTCBB 也有规定，在申板或融资时必须达到几美元，谁来保证他的市值达到几美元呢？做市商一方面平抑股价，太高时一定要做相反操作；另一方面维持活跃度，太低时把它买起来。其次，做市商是明的，是制度允许的，而咱们的庄是暗装，证券市场要打击的。第三、做市商可以赚钱，但不是以盈利为目的，而坐庄的主要目的是赚钱，做市商赚的差价是有控制的，不能任意高，持仓量也有控制，当然从技术手法上两者没有什么区别，都是低买高卖。为了防止价格操纵，美国 NASDAQ 平均每个的股票有 14 个做市商，互相竞争，以求提供最有效公平的价格。国内以后也会采取类似的做法。

股权时代催生新三板

股价的巨幅波动只是新三板的表象，更深层的意义是多层次资本市场的建设以及大众创业万众创新转型大背景下融资需要，使得新三板站到了资本市场的风口上。下一个十年财富增长可望迎来股权时代，其带来巨额回报的可能性高于房地产。新生的新三板会成为资本市场重要的细分领域。

对创业公司来说，能上新三板，便有了资本的平台，市值就是未来的希望。把公司做到 10 亿元市值，企业就张开了想象的翅膀。只要经营预期可持续，平台就会给企业如虎添翼。经济下行的压力越大，资本市场对初创公司越有吸引力，吸引更多投资者就是在大量的初创企业中淘金，这就是新三板最大魅力所在。

由于新三板公司上市门槛非常低，主要是依法设立且存续满两年（有限公司整体改制可以连续计算），给所有企业打开了资本的大门。只要企业觉得能够找准业务战略，做好业务，就可以跨入这扇大门。当然新三板的软肋在退出机制，即转板制度。此次“两会”有相关建议提出，2015 年重点推进创业板、新三板、区域股权交易市场之间的升板和降板制度，以后进一步推动主板与中小板和创业板、中小板与创业板和新三板、甚至跨市场的良性流动，同时，还要为中小板、创业板、新三板构建低成本、高效率的绿色升板通道。退出机制完善呼之欲出，市场仍在静观其变。

新三板新在哪里

第一 机构投资者为主。自然人仅限特定情况才允许投资。第二 实行股份转让限售期。新三板对特定主体持有股份规定限售期，另对挂牌前增资、控股股东及实际控制人转让股份等也分别规定了限售期。第三，设定股份交易最低限额。每次交易要求不得低于 1000 股，投资者证券账户某一股份余额不足 1000 股的，只能一次性委托卖出。第四，交易须主办券商代理。主办券商代为办理报价申报、转让或购买委托、成交确认、清算交收等手续，挂牌公司及投资者在代办系统所进

行的股份交易的相关手续均需经主办券商办理。第五 依托新三板代办交易系统。新三板代办交易系统依托于深圳证券交易所建设，与中小板、创业板等并列于深圳交易所交易系统。第六，投资者委托交易。投资者委托分为意向委托、定价委托和成交确认委托、委托当日有效。意向委托、定价委托和成交确认委托均可撤销，但已经报价系统确认成交的委托不得撤销或变更。第七，分级结算原则。新三板交易制度对股份和资金的结算实行分级结算原则。

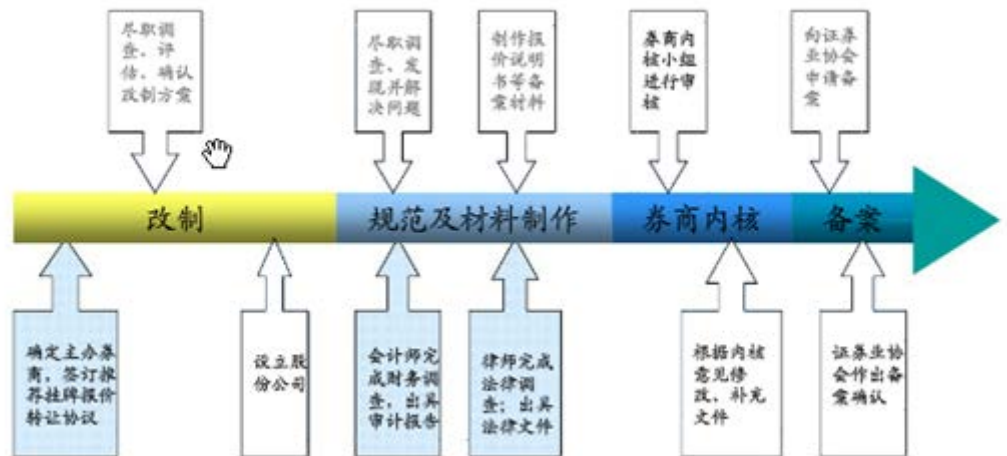


图 3 企业上新三板辅导过程，辅导期 3-6 资料来源：海通期货研究所

新三板交易制度不同于主板。它采取非典型报价驱动机制，而是愿者上钩的被动交易制。新三板的交易方式有两种，一是投资者买卖双方在场外自由对接，协商并确定买卖意向，再回到新三板市场，委托主办券商办理申报、确认成交并结算；二是买卖双向主办券商做出定价委托，委托主办券商按其指定的价格买卖不超过其制定数量的股份，主办券商接到此委托后，并不积极作为，寻找相应的买家或卖家，而是将定价委托申报至股权代办转让系统登记备案，并等待一个认可此价格的买家或卖家出现，对手方如同意此定价且愿意为此交易，仍需委托主办券商做出成交确认委托，一旦该委托由主办券商做出成交确认申请，并在标的股份存在且充足、买方资金充足的情况下，交易才能成立。由此可见，此种机制并非典型的指令驱动机制。

新三板交易制度存在的问题

由于新三板在试点过程中，还存在不少问题。第一，设置交易门槛限制股份流动性。新三板限制了部分投资者进行投资，从而也限制了更多新三板挂牌公司股权金进入交易市场，最终也影响了新三板交易制度的活跃程度。第二，券商作用仍有进一步扩宽的空间。券商的主要功能在代理交易作用，其对于新三板交易并不能发挥进一步作用，诸如进一步引导和发现价格，促成交易等方面作用都十分有限。第三，融资仍然存在一定难度。新三板交易制度由于存在流动性问题，致使不能充分满足挂牌公司的融资需求，希望通过广泛的投资者的快捷融资存在一定

难度。第四，挂牌企业区域范围有限。仅限于中关村高科技园区企业，这样就不能集中吸收全国各类优秀企业。第五，个人投资者参与交易受限，虽然此举旨在减少风险，但也使得广大个人投资者无法分享到新三板挂牌企业的发展成果。第六，非公众公司交易受限 200 人红线，这在一定程度上限制了新三板挂牌公司股份交易的活跃程度。

开户需要具备哪些条件

投资新三板是在深交所股权账户上增加新三板功能即可。机构投资者需要注册资本 500 万元人或实缴出资总额 500 万元的合伙企业。自然人投资者，前一交易日证券类资产市值 500 万元人民币以上。证券类资产包括客户交易结算资金、股票、基金、债券、券商集合理财产品等，信用证券账户资产除外。此外，具有两年以上证券投资经验，或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历。投资经验的起算时点为投资者本人名下账户在全国股份转让系统、上海证券交易所或深圳证券交易所发生首笔股票交易之日。新三板的行情可以通过第三方软件如万得查看。

期货公司进入新三板的可能性

新三板的主要规则，是中国证券业协会在 2009 年 7 月 6 日起实施发布修订的，主要包括《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法（暂行）》（简称试点办法）、《主办券商推荐中关村科技园区非上市股份有限公司股份进入证券公司代办股份转让系统挂牌业务规则》（简称挂牌规则）和《股份进入证券公司代办股份转让系统报价转让的中关村科技园区非上市股份有限公司信息披露规则》（简称信息披露规则）等三个法规。

由于挂牌的是非上市公司，即中关村科技园区等非上市股份有限公司，由证券公司从事推荐非上市公司股份进入代办系统报价转让，代理投资者参与在代办系统挂牌的非上市公司股份的报价转让；其中主办券商须取得中国证券业协会授予的代办系统主办券商业务资格，它负责推荐非上市公司股份进入代办系统挂牌，并负责指导、督促其履行信息披露义务；采用的报价系统是深圳证券交易所提供的代办系统中专门用于为非上市公司股份提供报价和转让服务的技术设施。

新三板挂牌参与各方

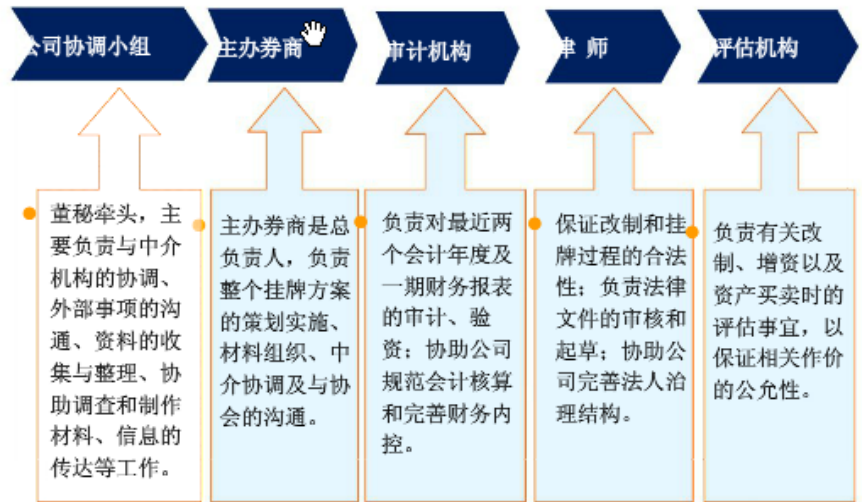


图 4 新三板相关参与方 资料来源：海通期货研究所

期货公司辅导公司新三板挂牌，进入“准投行”业务，由于投行业务较为独立，门槛较高，涉及投行、会计、法律、审计等方面的相关人才，目前期货公司还不具备相关人才储备。

期货公司进入新三板，担任经纪，做主券商代理或坐市商，目前看，政策方面限制较大。新三板市场归证监会与中国证券业协会管理，期货公司归中国期货业协会管理，双边的行政审批可能形成障碍。但不排除未来期货业协会向证监会申请相关资质的审批。

期货公司可以以机构投资者身份进入三板市场，以获取投资收益为目的。尽管没有限制，但投资方面，风险管控能力要求强。需要建立相关的投研队伍，而期货均是以品种为研究标的，缺乏行业与公司研究方面的专业人才，需要招收相应行业研究员，同时向以标的公司为重点的研究逐步转型，这要涉及到公司较大的前期投入。

由于新三板逐渐成型，当前金融改革提速，股权时代已经向我们走来，在大众创业万众创新大背景下，新三板似乎是天时地利人和。由于门槛低，对创业公司容易进入资本大门；而对投资者而言，则是拥抱早期创业公司的机会，对管理层而言，放低直接融资门槛，是解决融资难融资贵的“杀手锏”。然而，新三板或许是大家“只看到贼吃肉，没看见贼挨打”。天下没有免费的午餐，新三板同样摆脱不了高收益高风险的“双高”规律的制约。每天有涨 1-2 倍的，同样，也有一天跌 50% 以上的，甚至 70-90% 的跌幅也较常见，所以，天堂与地狱间，在新三板里或许仅是一步之遥。