

把握新三板的双重机会

新三板的投资逻辑，一方面是重视系统性的整体红利带来的溢价；另一方面，在外部环境并不明朗的情况下，要谨慎精选，并不是所有的公司都会同等地分享到中国资本市场改革升级带来的红利。

文 | 付立春



在已实施的新《证券法》中，新三板市场的法律地位得以确认和提高。《证券法》第96条规定：“证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所为证券集中交易提供场所和设施，组织和监督证券交易，实行自律管理，依法登记，取得法人资格。”其中，国务院批准的其他全国性证券交易场所，特指的就是新三板。

新三板的市场性质明确成为场内公开和集中，与交易所无异。这就从根本上和顶层设计上，解决了新三板的“定位”这一核心问题。至此，中国的资本市场体系就形成了国务院批准设立的、证监会统一监管的全国性证券交易场所（公开市场），包括了上海证券交易所、深圳证券交易所和全国股转系统，而非公开市场则指的是区域性股权交易中心。非公开市场只能进行证券的非公开发行和转让，而公开市场在此基础上还可以公开发行证券并进行证券交易。

融资：精选层 + 公开发行

自2019年四季度以来，密集连续发布的一系列改革措施，正式开启了新三板的二次创业。而增设精选层是此次改革的主线和焦点。在新的分层管理办法中，增设了精选层，优化了基础层的和创新层的制度，完善了层级调整机制，丰富了差异化的制度安排。目前基础层定位是满足基本挂牌条件的中小企业，创新层初具规模尚处于高速成长期的企业，而精选层则是公众化水平较高的优质企业。从基础层到精选层，融资交易功能不断增强，投资者数量和类型也不断增加；同时，监管标准更加严格，对企业的财务状况和公众化水平要求逐步提高。

如何进入精选层？那就需要创新层的企业进行公开发行。公开发行，企业首先需要满足

按照新的股票交易规则，新三板已经计划以分层为抓手，提供差异化的交易机制，促进价格发现功能，以改善市场流动性。

市值和财务的四套标准之一：标准一是面向已有稳定高效盈利模式的盈利性公司，最低是2亿元市值；标准二是面向盈利模式清晰、业务快速发展的成长型公司，4亿元市值；标准三是具有一定研发能力且研发成果已初步实现业务收入的研发型企业，8亿元市值的要求；标准四则是市场认可度高、研发创新能力强的创新型企业，最低15亿元市值要求。

除了众所周知的上述财务标准，其实企业公开发行还有股权分散度指标和负面清单等硬性的要求。其中公众性要求方面，要求发行对象不少于100人、股份不少于100万股、股本总额不少于3000万元、股东人数不少于200人、公众股东持股比例不低于25%等。公司最近三年财务会计文件无虚假记载，发行人及其控股股东实际控制人不存在贪污贿赂、侵占财产等刑事犯罪，不存在欺诈发行、重大信披违法或涉及国家安全等方面的重大违法行为，而且还要求最近12个月内未受到证监会的行政处罚。

企业进入精选层要经历什么过程呢？需要七道程序：第一，确认自身符合相关条件；第二，聘请中介机构进行辅导并经派出机构验收通过；第三，履行内部审议程序，制作提交相关文件；第四，全国股转公司审查；第五，中国证监会核准；第六，发行承销；第七，在精选层挂牌。

投资：降门槛 + 促交易

新三板投资者门槛大幅下降。按照新的投资者适当性管理办法，新三板投资者资金门槛从500万元大幅下降。目前根据风险匹配的原则，新三板为各层次设置了差异化的接入标准。对于基础层，个人投资者、法人机构、合伙企业的证券资产要求在200万元以上，创新层需要150万元，而精选层只需要100万元。

其中，证券资产包括了基金份额、理财产品、贵金属资产等。而且允许线上办理交易权限开通，开通当日即可交易，投资者参与新三板市场更为便利。

新三板交易更加高效。按照新的股票交易规则，新三板已经计划以分层为抓手，提供差异化的交易机制，促进价格发现功能，以改善市场流动性。

基础层采用集合竞价或做市，集合竞价撮合频率由1天1次提至1天5次；创新层也是集合竞价或做市，集合竞价撮合频率由1小时1次提至每10分钟1次，一天25次；精选层则不同，采用开收盘集合竞价+盘中连续竞价。

新三板精选层连续竞价股票价格涨跌幅设定为30%，但成交首日不设涨跌幅限制；增设了基准价格上下5%的动态申报有效价格范围；设定了临时停牌机制，当股票成交价格较开盘价首次上涨或下跌达到30%、60%时，实行临时停牌，每次停牌10分钟。

多元化的价格稳定机制在保证合理价格发现效率的基础上，有限防范股价的非理性大幅波动，如连续竞价的盘中动态申报有效价格范围通过限制不合理的高买低卖行为有效防范市场操纵，涨跌幅限制避免投资者非理性跟风操作蒙受过大损失，从而保护投资者合法权益。

个人投资者迅猛增加

新三板合格投资者开户数量迅猛增长。根据报道，全国股转系统近期开始加大力度推进券商营业部新三板合格投资者开户事宜，并向券商设置了具体开户的硬性指标。股转系统对没有完成任务的主办券商，将采取措施并在职业评价中予以扣分。

据统计，2019年年末新三板合格投资者数量为23.3万人，2020年3月底这一数量为25.4

万人，一季度增长仅2万多人。而随着相关政策执行力度加大，2020年二季度以来，新三板合格投资者开户数量迅猛增加，仅3月底到4月21日不到一个月的时间内，开户数就增加到51万人，截至4月底新三板已开户的合格投资者数量已超过了60万人。

至于选择哪一家新三板公司、以什么样的价格买入，对专业性的要求还是非常高的，需要对行业、公司进行深入的理解甚至充分的尽调，注意风险点，认识到各方面的不确定性因素。

新三板合格投资者开户数量有望继续增长。根据全国股转公司向主办券商下发的文件显示，各个券商的新三板投资者开户率在5月31日之前应达到30%以上，在6月30日前应达到40%以上。目前大部分券商还有潜力，新三板合格投资者数量快速增长的趋势将可能延续。

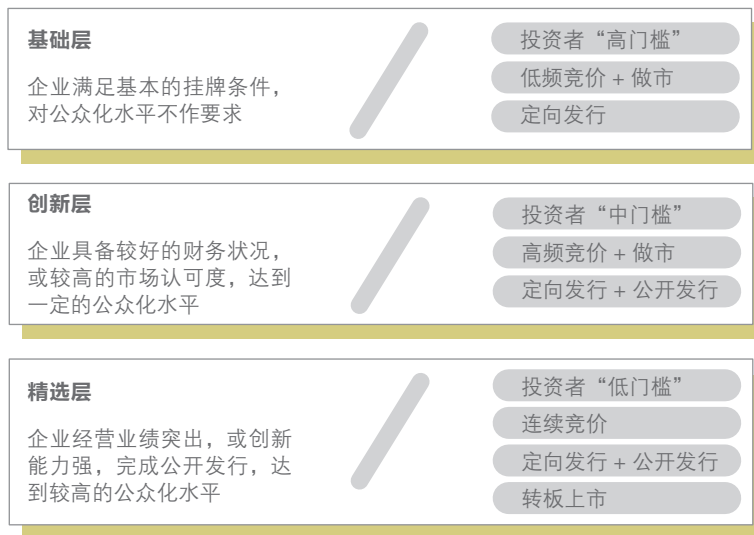
与此同时，新三板的机构参与度相对有限。保险、社保等大额资金进入新三板仍有较大困难。公募基金方面，虽然证监会发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》后，南方基金、博时基金、招商基金、富国基金、汇添富基金等多家基金公司进行了申报，但基金数量较少、基金规模有限，且混合型基金投资新三板的比例较低。私募基金的积极性相对较高，在之前新三板投资当中的占比更高，但新增的私募数量较小、规模有限。受之前新三板上一轮行情的影响，新三板专项的资管计划和信托产品的募集难度也不低。

打新抢购与不确定性风险

打新抢购与不确定性风险

从2019年10月25日新三板改革启动以来，新三板的行情跑赢大盘。分阶段看，主要经历了四轮上涨：第一轮是从改革发布到2019年11月中旬，改革启动到发布第一批规则带动市场量价齐升；第二轮上涨是从2019年年底到2020年春节，《投资者适当性管理办法》、《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转

完善市场分层的思路



> 资料来源：根据公开资料整理

让系统挂牌股票指引（征求意见稿）》等一系列规则发布，催化了市场量价齐升；第三轮上涨伴随节后市场的反弹而出现；目前新三板市场正经历第四轮上涨，受益于新三板公开发行首例等重大推进。新三板市场活跃度大幅提高，在转板和转板预期的头部企业身上体现得更为突出和集中。

不过，新三板精选层仍有估值修复的空间。从已经披露的拟精选层企业的估值情况来看，距离创业板和科创板仍有比较大的差距。企业从创新层进入精选层，势必会有相当的转板红利释放。特别是首批可能入选的 20~30 家精选层企业，上市首日预计可能平均有 50% 左右的涨幅。

目前新三板精选层打新的中签概率远高于科创板、创业板等，网上申购几乎能 100% 中签。

新三板精选层初期，虽然打新会占用资金，但仍不失为一个确定性的套利机会。网上申购需要注意的是先到先得的原则。如果资金量大，要增加打新额度也可申请网下打新资格。

投资者既要拥抱新三板市场巨大的改革红利，也要提高自己的专业投资能力和风险识别能力。对企业的持续经营能力和规范运作等，以及市场整体的不确定性都需要进行一定把控。

新三板市场重回相对活跃的状态很难得，但是目前仍要关注市场中存在两方面“错配”的可能。一方面，目前还未进入创新层，甚至还没有公告精选层意向的优质企业，其价格可能还没有充分体现企业价值；另一方面，企业进入精选层仍面临较多不确定性，但目前部分企业价值高估，需对其风险充分考虑。

新三板的投资逻辑，既要重视系统性的整体红利带来的溢价，也要在外部环境并不明朗的情况下，要谨慎精选，并不是所有的公司都会同等地分享到中国资本市场改革升级带来的红利。

从全国股转公司累计受理的前 10 家公司来看，龙泰家居、同享科技、流金岁月、蓝山科技、艾融软件、球冠电缆、晨越建管、国源科技、颖泰生物、观典防务，2019 年平均营收规模 10.5 亿元，平均归母净利润规模 7489.4 万元。这些企业行业、规模、估值等差异很大，最新市值从 4.3 亿到 91 亿元不等，市盈率区间从 14 倍到 52 倍。

至于选择哪一家新三板公司、以什么样的价格买入，对专业性的要求还是非常高的，需要对行业、公司进行深入的理解甚至充分的尽调，注意风险点，认识到各方面的不确定性因素。遵循专业投资者的专业精神，谨慎选出一些有潜力的好公司，做好风险的识别和控制，这样才会收获更多。☑

（作者系东北证券研究总监，仅代表个人观点）