



投中观点：2016 年新三板专题研究报告

2017 年 1 月

投中信息
CVINFO

目录

第一章 新三板发展概述.....	1
1.1 新三板市场的融资功能.....	1
1.2 新三板市场政策环境分析.....	2
第二章 新三板市场环境分析.....	5
2.1 新三板市场总体概况.....	5
2.2 新三板挂牌企业行业分布.....	6
2.3 新三板挂牌企业地区分布.....	7
第三章 新三板市场投融资情况.....	9
3.1 新三板市场交易流动性情况.....	9
3.2 各机构纷纷抢滩新三板业务.....	9
3.3 新三板市场并购重组活跃.....	14
3.4 新三板市场定增融资情况.....	15
第四章 新三板做市业务情况.....	19
4.1 券商做市.....	19
4.1.1 券商做市指标.....	19
4.1.2 券商做市现状.....	20
4.2 私募做市.....	21
4.2.1 私募做市试点启动.....	21
4.2.2 新三板做市业务变化.....	22
第五章 新三板市场回顾与展望.....	24
5.1 新三板发展回顾.....	24
5.2 新三板发展趋势分析.....	24
5.2.1 新三板政策环境趋势.....	24
5.2.2 新三板市场投资趋势.....	25
5.2.3 新三板退出通道趋势.....	26

第一章 新三板发展概述

1.1 新三板市场的融资功能

新三板市场起源于 2001 年的代办股份转让系统，最早承接两网公司（STAQ、NET 系统挂牌公司）和退市公司，称为“旧三板”。2006 年初，为了给更多的高科技成长型企业提供股份流动的机会，在国务院的领导和支持下，北京中关村科技园区非上市股份有限公司代办股份报价转让系统正式推出，被称为“新三板”。到 2013 年由于 IPO 停发，为了解决中小企业的融资需求，发展多层次资本市场，全国中小企业股份转让系统得到快速发展，开始崭露头角，2014 年则逐渐频繁地被提起。

新三板针对的主要是初创型、成长型企业。相比与主板及创业板市场严苛的审查条件及长时间的排队等待，新三板宽松的挂牌条件成为吸引公司的重要因素。由于新三板的出现，大量优质中小企业可以实现快速挂牌交易，其发展阶段所面临的资金困境也由于大量 VC/PE 机构的关注而得到解决。根据 2013 年底颁发的《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》，股份有限公司申请股票在全国股份转让系统挂牌，需满足下列条件：（一）依法设立且存续满两年。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，存续时间可以从有限责任公司成立之日起计算；（二）业务明确，具有持续经营能力；（三）公司治理机制健全，合法规范经营；（四）股权明晰，股票发行和转让行为合法合规；（五）主办券商推荐并持续督导；（六）全国股份转让系统公司要求的其他条件。即在新三板准入条件上，不设财务门槛，尚未盈利的公司也可申请挂牌。

新三板的推出，不仅是支持高新技术产业的政策落实，且已成为我国多层次资本市场的重要补充，新三板挂牌的门槛低，效率较快，挂牌费用相对较少，能够为企业提供更快的融资途径，而大部分初创期企业对融资的需求强烈。挂牌企业在专业机构的指导下均已完成股份公司改制，同时，新三板对挂牌公司的信息披露要求比照上市公司进行设置，有利于促进企业的规范管理和健康发展，增强企业的发展动力。另外，对于投资新三板挂牌公司的股权投资基金来说，新三板成为一种新的退出方式，越来越多的私募股权基金开始布局新三板业务。

1.2 新三板市场政策环境分析

新三板转板试点稳步推进，转板可期待

2016年3月17日，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》发布，其中指出“积极培育公开透明、健康发展的资本市场，提高直接融资比重，降低杠杆率。创造条件实施股票发行注册制，发展多层次股权融资市场，深化创业板、新三板改革，规范发展区域性股权市场，建立健全转板机制和退出机制”。2016年4月1日，证监会召开新闻发布会，指出“全国股转系统挂牌公司转板到证券交易所市场的相关制度正在研究中”。2016年10月10日，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，提出“加快完善全国中小企业股份转让系统，健全小额、快速、灵活、多元的投融资体制。研究全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板创业板相关制度。规范发展服务中小微企业的区域性股权市场。支持区域性股权市场运营模式和服务方式创新，强化融资功能。”2016年11月16日，深交所副总经理金立扬在深圳举行高交会“十三五规划及供给侧改革”主题论坛上表示，创业板目前发展速度不够快，面临着深化改革的要求，深交所将优化创业板上市条件，推动新三板向创业板转板。2016年12月19日，国务院在《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出“研究推出全国股份转让系统挂牌公司向创业板转板试点”。在一系列政策红利中，不难看出管理层对新三板转板制度酝酿颇久，目前在政策层面做了较多的铺垫，未来转板预期可期待。

新三板分层落地实施，基础层公司面临考验

2016年5月27日，全国中小企业股份转让系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》，对新三板市场创新层的分层标准、维持标准、层级划分及调整等内容作出了明确规定。在共计7639家挂牌公司中，最终有953家公司入围创新层。并规定于每年5月最后一个交易周的首个转让日调整挂牌公司所属层级。基础层的挂牌公司，符合创新层条件的，调整进入创新层；不符合创新层维持条件的挂牌公司，调整进入基础层。分层后，流动性将集中在创新层，基础层公司将面临更为严峻的考验。

私募机构获准参与做市业务，活跃交易市场

近年来，证监会拟完善新三板做市转让业务规则，引入非券商机构参与做市业务，2016年9月14日，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》，私募做市试点业务正式启动。2016年12月13日全国股转系统宣布深圳市创新投资集团有

限公司、山东省高新技术创业投资有限公司和广东中科招商创业投资管理有限责任公司等 10 家私募机构入围私募机构做市业务试点，过往的做市制度会形成券商垄断的局面，可能会引起交易监管难度大、市场透明度低以及操纵市场的行为等问题。私募机构参与做市可以打破券商垄断的局面，丰富做市机构的类型，增加新三板做市商的数量，提高了做市商之间的竞争力，活跃交易市场。而充满活力的资本市场，能为上市企业和投资者带来不断的动力，并促进经济的发展。此外，私募机构投资专业度更强，可发挥其对企业价值挖掘的特长，起到稳定市场的作用。

新三板严监管时代到来，推出摘牌制度

2016 年 6 月 8 日，为进一步规范主办券商推荐业务，明确主办券商内核职责及工作要求，全面提高主办券商推荐业务及内核工作质量，股转系统发布了《全国中小企业股份转让系统主办券商内核工作指引（试行）》，将其作为新三板主办券商内核工作新规。2016 年 6 月 29 日，全国股转系统发布《全国股转系统欢迎社会各界对挂牌公司进行有效监督和举报》，其中指出“为了能更好实现对申请挂牌公司和挂牌公司的监督，全国股转系统欢迎社会各界对企业的违法违规行为或信息披露不实、遗漏等提供有效的举报线索和证据材料”，显示出其对信息披露的进一步要求。2016 年 6 月 30 日，全国股转系统发布公告，对两家未按时披露 2015 年年报的挂牌公司实施强制摘牌，这是股转系统首次对挂牌企业实行强制摘牌。2016 年 9 月 9 日，全国股转系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌业务问答——关于挂牌条件适用若干问题的解答（二）》，明确了对挂牌准入负面清单管理的具体要求，规定存在负面清单情形之一的公司不符合挂牌准入要求。2016 年 10 月 21 日，全国中小企业股份转让系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则（征求意见稿）》，对主动终止挂牌和强制终止挂牌两种情形做出具体规定，规定了 11 条强制摘牌的条件，企业如果被发现存在未能披露定期报告、信息披露不可信、重大违法、欺诈挂牌、多次违法违规、持续经营能力存疑、公司治理不健全、无主办券商督导、强制解散、宣告破产和兜底条款等情形之一的，将面临无情的退市。终止挂牌制度再次完善了新三板市场的筛选能力，部分相对较差企业会逐渐淘汰，优化了市场资源配置，提高了市场效率，有利于提升挂牌企业整体质量。在一系列的政策制度下，未来新三板企业将面临越来越严格的监管，这倒逼企业进一步规范公司治理，严格按照相关要求信息进行披露。

类金融企业挂牌被喊停，支持实体企业

2015 年以来，新三板市场上频繁出现各类金融企业融资余额、募集资金投向存疑等问题。2016 年 1 月 19 日，股转系统业务人员在相关业务群中通知各主办券商，“所有类金融机构全部暂停办理挂牌手续，无论项目处于何种状态。”先是从北京、上海等多地工商局叫停投资类和金融类公司的注册，再到 PE 挂牌新三板被叫停，后又扩充至所有非金融类企业新三板挂牌暂停。2016 年 5 月 27 日，股转系统发布《关于金融类企业挂牌融资有关事项的通知》中，在现行挂牌条件的基础上，对私募基金管理机构新增 8 个方面的挂牌条件，对私募机构，符合新增挂牌条件，正常受理。对其它具有金融属性企业，在相关监管政策明确前，暂不受理。这样一来，不仅使得诸多拟挂牌的类金融企业被按下“暂停键”，还驱使已挂牌的类金融对照通知新增的挂牌条件进行整改和自查。这些监管政策有助于规范金融类企业融资，支持实体企业融资。

董秘资格管理办法试行，创新层规范性提升

2016 年 9 月 8 日，全国中小企业股份转让系统发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司董事会秘书任职及资格管理办法（试行）》，除了对董事会秘书资格管理、应尽职责、不得任董秘情形、聘任公告、资格考试等方面进行规范规定外，还指出“进入创新层的挂牌公司应当按照《分层管理办法》和《董秘管理办法》的规定，设立董事会秘书。董事会秘书应当在规定时间内取得资格证书，董事会秘书资格考试相关安排将另行通知”。随着新三板制度的完善，对公司规范性要求提升，监管也日趋严格。

总体来说，虽然 2016 年证监会和股转系统频频发声支持新三板，从强化监管、实施分层、引入私募做市等方面出发逐步激活新三板的活力。但新三板市场仍旧面临流动性不足的核心痛点，步入 2017 年，政府亟需在以下几点支持新三板的发展：（一）解决公募基金等长期资金投资新三板的政策障碍，目前新三板的流动性不好，需要研究公募基金的大体量资金进入市场的产品设计等问题；（二）降低投资者门槛，新三板流动性不足，风险高于主板和中小创业板，在市场发展的初期需要设置一定的门槛。但目前新三板已经步入万家时代，市场容量较大，且已经实现创新层和基础层的分层，降低对创新层企业的投资者门槛，可以引进新资金并增强新三板市场的流动性。（三）对创新层交易机制进行优化与改革，其中包括优化协议转让、推出盘后大宗交易等。

第二章 新三板市场环境分析

2.1 新三板市场总体概况

2009 年 7 月，中关村报价转让试点办法正式实施。到 2012 年 8 月新三板新增三家试点园区，2013 年底，国务院继续颁布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，新三板挂牌企业试点迅速扩大至全国范围。同时由于 2012 年 11 月至 2014 年 1 月间 IPO 停发，为了解决中小企业的融资需求，发展多层次资本市场，新三板市场得以得到快速发展，2014 年新三板市场全面扩容，截止到 2016 年 12 月 31 日，新三板市场挂牌企业总数为 10163 家。其中，基础层挂牌企业为 9211 家，创新层挂牌企业为 952 家。2016 年 6 月 24 日，股转系统公司正式发布创新层挂牌公司的名单，宣布 953 家企业进入创新层，2016 年 12 月 2 日，世纪空间（835225.OC）发布《关于公司股票在全国中小企业股份转让系统终止挂牌的公告》，公告称公司股东大会已审议通过关于申请在全国股转系统终止挂牌的议案，2016 年 12 月 5 日，世纪空间正式在新三板终止挂牌，成为新三板创新层首家退市的企业，由此截止到 2016 年底，新三板创新层企业数量减少为 952 家，值得注意的是，世纪空间此前发布了 IPO 上市辅导的提示性公告。新三板挂牌企业中采取协议转让的挂牌企业数为 8509，采取做市转让的挂牌企业数为 1654 家。

新三板	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
挂牌公司数	200	356	1572	5129	10163
总市值（亿元）	336.10	553.06	4591.42	24584.42	40558.11
股票平均市盈率（倍）	20.69	21.44	35.27	47.23	28.71
创业板	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
上市公司数	355	355	406	492	570
总市值（亿元）	8731.20	15091.98	21850.95	55916.25	52254.50
股票平均市盈率（倍）	32.01	55.21	64.51	109.01	73.21
中小板	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
上市公司数	701	701	732	776	822
总市值（亿元）	28804.03	37163.74	51058.20	103950.47	98113.97
股票平均市盈率（倍）	25.42	34.07	41.06	68.06	50.35

数据来源：NEEQ/深圳证券交易所，投中研究院整理

表 1：2012-2016 年新三板市场概况

2012-2016年新三板市场概况

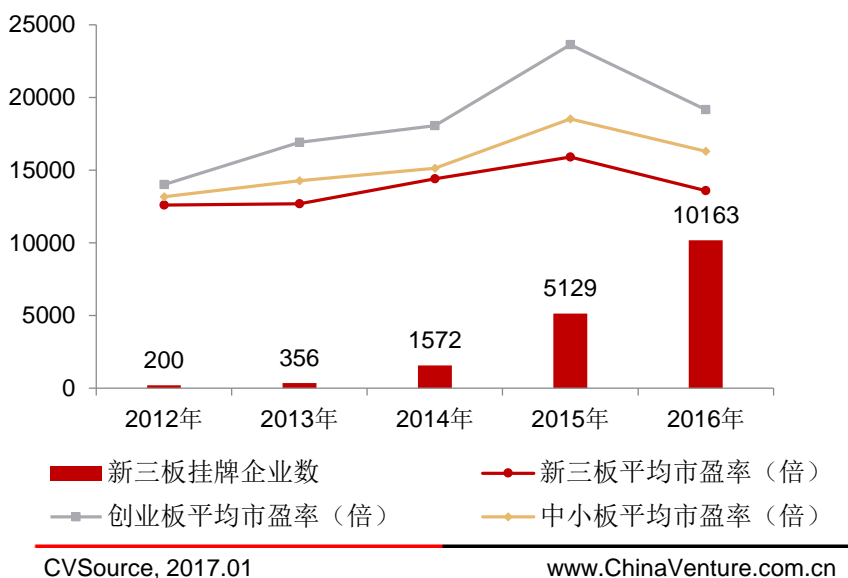


图 1：2012-2016 年新三板市场概况

在资本市场特别是二级市场中，流动性是价值的重要体现，当前新三板的平均市盈率较创业板和中小板企业的市盈率较低，主要是因为新三板市场的流动性较差，企业估值较低。但同时应该注意到在高于创业板的分层标准下，部分创新层公司在成长性和盈利性方面均好于上市公司，流动性是压制其估值的主要原因。未来待政策红利和资本流向创新层后，创新层的流动性将有望得到改善，从而降低公司的估值折价，新三板估值体系将得以完善。

2.2 新三板挂牌企业行业分布

2016 年，新三板市场新增 5034 家挂牌企业，根据全国中小企业股份转让系统披露以及投中信息旗下数据终端 CVSource 统计，按照 CVSource 一级行业分布来看，2016 年新增挂牌企业中有 1355 家属于制造业，占比 26.92%。其次 IT、医疗健康和互联网相关行业在新三板市场中表现也尤为显眼。

2016年新三板挂牌企业行业分布统计

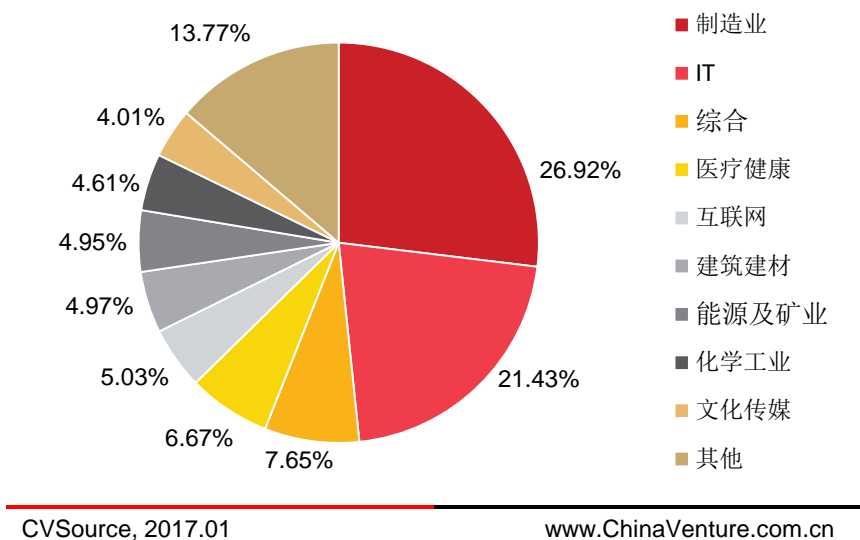


图2：2016年新三板挂牌企业行业分布统计

2.3 新三板挂牌企业地区分布

2016年新三板新挂牌企业地区分布统计

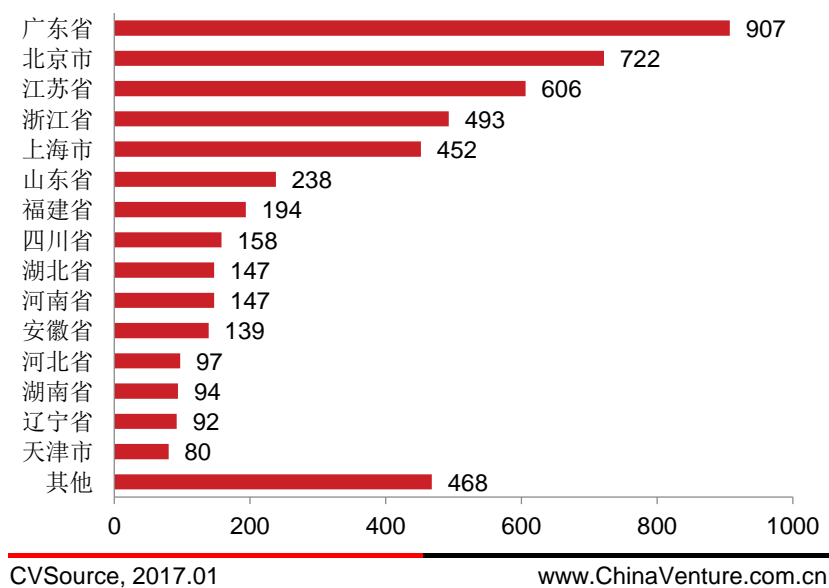


图3：2016年新三板挂牌企业地区分布统计

新三板挂牌企业的数量和地区发达程度存在密切的关系，根据全国中小企业股份转让系统披露以及投中信息旗下数据产品 CVSource 统计，2016 年新增挂牌企业从地域分布来看，经济发达地区企业挂牌依然活跃，广东省以 907 家新增挂牌企业占据榜首，占比 18%。广东、北京、江苏、浙江和上海等地构成新三板挂牌企业的主要分布地，一方面得益于发

达地区的经济发展程度较高，创业氛围较浓，政府也更为积极的推动创业投资的发展；另一方面，国内创投机构的集聚效应比较凸显。

2016年9月9日，证监会发布《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》，其中提出“对注册地在贫困地区的企业申请在全国中小企业股份转让系统挂牌的，实行‘专人对接、专项审核’，适用‘即报即审、审过即挂’政策，减免挂牌初费。”并且对贫困地区首次公开发行股票、发行债券、并购重组等开辟绿色通道。在“扶贫”新政推出之后，新三板扶贫概念股受到市场的关注。

第三章 新三板市场投融资情况

3.1 新三板市场交易流动性情况

新三板自设立以来，支持鼓励创新型、创业型和成长型中小微企业在新三板挂牌，通过发行普通股、优先股、债券等方式实现直接融资，对申请企业在所有制、地域和盈利等方面不做限制性要求，体现出较大的包容性。根据中小企业股转系统公司官方数据显示，虽然新三板挂牌公司远超沪、深交易所的上市公司总数，但仅有 30% 的挂牌企业曾发生过交易，日均交易企业数量常少于 200 家。

总市值 (亿元)	总股本	成交数量 (亿股)	成交金额 (亿元)	成交笔数 (万笔)	成交均价 (元)
40558.11	35851.55	363.63	1912.29	308.83	5.26

数据来源：NEEQ，投中研究院整理

表 2：2016 年全国股份转让系统股票成交统计

截止到 2016 年 12 月 31 日，新三板市场的总市值为 40558.11 亿元，总股本为 5851.55 亿股，2016 年新三板市场成交金额仅为 1912.29 亿元，交易量明显不足。新三板市场存在的问题在于，流动性不足且分化严重，全国股转系统公司亟需完善发行制度与交易制度，促进市场的流动性。2016 年在分层制度实施后，退市制度及一系列政策的扶持持续为新三板流动性问题分忧，市场风险偏好持续走弱，但新三板市场交易持续低迷。主要原因在于：一方面，创新层的公司数量较多，但目前创新层的投资门槛使得其规模和投资群体并不匹配；另一方面，目前，创新层企业在交易及融资等活动中并未获得政策倾斜，缺乏对投资者的吸引力。

3.2 各机构纷纷抢滩新三板业务

在大众创新、万众创业的时代背景下，新三板坚持“坚定服务好创新、创业、成长、科技型中小企业”的根本宗旨，在制度创新尤其是包容性方面对创新创业形成了积极的引导作用。从创业企业角度出发，新三板为股权投资企业提供了融资的平台和空间，为创新型企业开辟了新的股权融资渠道；从投资机构角度出发，新三板大体量的市场特性为创业投资机构提供了丰富的投资标的，同时也为其提供了退出渠道。

截至 2016 年底，新三板市场扩容迅速，已经进入万家时代，且在分层制度实施后，市场又推出多维利好的信号，虽然新三板市场交易持续低迷，但仍有不少看好新三板主题的

投资机构纷纷抢滩布局新三板业务，当前新三板主题的投资机构大致可分为券商直投子公司、公募基金管理机构和 PE/VC 等三种。

机构类型	机构名称	基金名称	投资案例
券商直投	鲁证新天使投资有限公司	山东中泰天使创业投资基金企业（有限合伙）、莱芜中泰股权投资基金（有限合伙）、莱芜中泰安盈创业投资基金（有限合伙）、齐鲁齐鑫 1 号新三板投资基金	上海合全药业股份有限公司（832159.OC）、易点天下网络科技股份有限公司（430270.OC）、北京友宝在线科技股份有限公司（836053.OC）、阿尔特汽车技术股份有限公司（836019.OC）、北京影谱科技股份有限公司（836488.OC）、神州优车股份有限公司（838006.OC）等
	申银万国创新资本管理有限公司	五矿信托申万创新三板投资一期集合资金信托计划、申万创新彰益一号新三板投资基金、爱建·申万创新资本新三板投资集合资金信托计划等	厦门三优光电股份有限公司（831055.OC）
	上海东方证券创新投资有限公司	东证创新-精选成长证券投资基金、东证创新 1 号新三板投资基金、东证创新-菁华新三板 4 号投资基金等	金大智能技术股份有限公司（831003.OC）、上海益盟软件技术股份有限公司（832950.OC）、北京沃捷文化传媒股份有限公司（430174.OC）
公募基金	九泰基金管理有限公司	九泰基金-新三板 16 号资产管理计划、九泰基金-新三板 5 号资产管理计划	浙江晨泰科技股份有限公司（834948.OC）、杭州蓝天园林生态科技股份有限公司（832136.OC）、上海合全药业股份有限公司（832159.OC）
	宝盈基金管理有限公司	宝盈新三板盈丰 10 号特定多客户资产管理计划	北京友宝在线科技股份有限公司（836053.OC）等
PE/VC	天星资本	北京天星盛世投资中心（有限合伙）、北京天星广泽投资中心（有限合伙）、北京天星浩博投资中心（有限合伙）、天星资本创盈 5 号新三板股权投资私募基金等	北京天润康隆科技发展有限公司（430342.OC）、福建神州电子股份有限公司（832451.OC）、安徽恒瑞新能源股份有限公司（830807.OC）等
	景林投资	长安资产景林新三板投资专项资产管理计划、长安资产景林定增创新资产管理计划等	湖南中通电气股份有限公司（832519.OC）、北京聚宝网络科技有限公司（北京聚宝网络科技有限公司.OC）、上海盛世大联保险代理股份有限公司（831566.OC）
	鼎锋资产	鼎锋兴源新三板 1 号投资基金、深圳鼎锋明道新三板叁投资基金合伙企业（有限合伙）等	北京金日创科技股份有限公司（430247.OC）、北京诺思兰德生物技术股份有限公司（430047.OC）

投中研究院整理

表 3：投资机构参与新三板业务介绍

券商直投子公司参与新三板

目前，券商参与新三板业务主要有三个方面：一是投行业务，但新三板企业挂牌费用较少；二是直投业务，主要投资于挂牌企业的定向增发；三是做市商业务，可以依靠股份转让经纪业务、双向报价赚取差价等赚取收入。

券商直投子公司参与新三板投资有其独特的优势，一方面，证券公司作为主办券商，在新三板企业的登记挂牌过程中担任中介辅导机构的重要角色，负责挂牌公司的改制、挂牌公司的规范、申请材料的制作与内核、挂牌申请及后续的持续督导等工作。通过项目主办及持续督导，为后续定增项目筛选提供了帮助。另一方面，券商直投子公司可利用母公司做市商的优势地位，发挥券商直投的专业挖掘能力。

鲁证新天使投资在券商直投新三板业务中具备较强的代表性。鲁证新天使投资成立于 2014 年 8 月 26 日，是中泰证券（原齐鲁证券）新三板直投基金平台。该公司目前共管理 3 支基金和 1 支资产管理计划，基金管理规模为 10 亿元左右。

根据公开数据显示，中泰证券股份有限公司参与推荐新三板挂牌企业的数量为 445 家，参与做市转让企业的数量 292 家，在券商新三板业务综合排名第二位，新三板研究团队也位列 2016 年新财富排名第二名。

鲁证新天使投资充分发挥了中泰证券新三板业务链的协同优势，根据新三板市场流动性不足的现状以及自身的特点，总结了一套行之有效的精品投资策略，紧紧围绕投资标的的成长性，重点投资于新三板市场中符合 IPO 或并购条件的优质标的，拓宽了项目退出通道，在新三板市场整体低迷的情况下，取得了不俗的成绩。

鲁证新天使投资的上海合全药业股份有限公司（832159.OC）、易点天下网络科技股份有限公司（430270.OC）、北京友宝在线科技股份有限公司（836053.OC）、阿尔特汽车技术股份有限公司（836019.OC）、北京影谱科技股份有限公司（836488.OC）、神州优车股份有限公司（838006.OC）等优质企业皆为本行业的标杆，均具备了 IPO 或并购的条件。上述企业大多数已经正式启动了 IPO 或并购的进程，在新三板市场总体低迷的情况下，依然保持了较高的流动性。

公募基金管理公司参与新三板

《证券投资基金法》规定公募基金资产的可投资范围包括“（1）上市交易的股票、债

券；（2）国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”。新三板的挂牌公司是非上市公司，新三板挂牌企业股票属于公募基金投资标的中的“其他证券及其衍生品种”。虽然 2015 年 11 月 20 日，证监会发布《中国证监会关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》，对公募基金参与新三板投资进行了政策指引，指出“研究制定公募基金证券投资基金投资挂牌证券的指引，支持封闭式公募基金以及混合型公募基金投资全国股转系统挂牌证券”。但值得关注的是，目前公募基金公司直接投资新三板的政策还未放开。公募基金投资新三板仍主要是通过基金子公司或专户产品的形式。主要是由于以下几点：

（1）公募基金的投资门槛一般以 1000 元为起点，而新三板设置了 500 万元的投资者门槛，公募基金变相降低了新三板的投资者标准，新三板与 A 股市场不同，对于投资者的经验和风险承受能力都有较高的要求。（2）公募基金对三板市场的估值体系不熟悉，目前三板流动性不足，且对交易没有设置涨跌幅限制，容易造成少量资金引起股票价格的剧烈波动。

九泰基金是九鼎系下的公募基金管理公司，成立于 2014 年 7 月，是全国首家 PE 投资机构发起设立的公募基金管理公司，公司自成立以来在新三板业务上积极布局，重点关注五大行业：医药大健康、TMT、消费、环保与新能源新材料和先进制造业。目前正在新三板投资了 20 多亿元。九泰基金的控股公司九鼎本身是做 PE 投资，九泰基金可以充分利用 PE 资源优势来发力新三板市场。

私募股权机构参与新三板

新三板企业挂牌前的增资为股权机构提供了进入的投资机会，挂牌后的非公开增发融资又为股权投资提供了多次投资机会。2016 年 12 月 13 日，全国股转系统引入非券商机构参与做市业务，宣布深圳市创新投资集团有限公司、山东省高新技术创业投资有限公司和广东中科招商创业投资管理有限责任公司等 10 家私募机构入围私募机构做市业务试点，由此，做市业务也成为未来私募股权机构的重要业务之一。具体来说，私募股权和创业投资机构参与新三板业务主要形式有：

一方面，在企业挂牌新三板前投资，由于新三板挂牌企业和拟挂牌新三板的企业都处于成长期，且企业在挂牌时，已经通过合格中介机构的初步筛选，质量高于一般的早期项目，因此常常受到投资机构的青睐，尤其是新三板市场分层后，创新层企业的质量、信息披露的透明度都得到明显提高，新三板市场成为比较适合投资者介入的股权市场。另一方

面，以参与新三板挂牌企业的定增或协议转让为主，新三板丰富的挂牌企业资源为股权投资基金提供了广泛的投资标的，有利降低投资机构的项目开发成本。同时由于新三板不限制增发次数以及可以一次申请多次发行的灵活制度，使得机构参与新三板定向增资的热情高涨。目前，景林资产、鼎锋资产、天星资本等股权投资经验较为丰富的机构重点围绕新三板业务进行挂牌前企业和挂牌后企业的股权投资。

目前投资机构在募资时常采用以私募基金子公司及证券公司资产管理计划（简称资产管理计划）、契约型私募基金的方式投资新三板，对于他们投资拟挂牌公司股权，股转系统规定的主要操作方向有：

1、资产管理计划或契约型私募基金所投资的公司申请挂牌时，主办券商在《公开转让说明书》中将资产管理计划或契约型私募基金列示为股东，并在《公开转让说明书》充分披露资产管理计划或契约型私募基金与其管理人和管理人名下其他产品的关系。同时，主办券商就如下几方面事项进行核查并发表明确意见：一是该资产管理计划或契约型私募基金是否依法设立、规范运作并已履行相关备案或者批准手续；二是该资产管理计划或契约型私募基金的资金来源及其合法合规性；三是投资范围是否符合合同约定，以及投资的合规性；四是资产管理计划或契约型私募基金权益人是否为拟挂牌公司控股股东、实际控制人或董监高。

2、资产管理计划或契约型私募基金所投资的公司通过挂牌备案审查，办理股份初始登记时，挂牌业务部负责核对《股票初始登记申请表》涉及股东信息与《公开转让说明书》中披露信息的一致性。

3、中国结算发行人业务部核对股份登记信息与披露信息的一致性后，将股份直接登记在资产管理计划或契约型私募基金名下。

另外，关于资产管理计划和契约型基金的多数投资者问题，股转系统公司表示：根据《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过200人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》（证监会公告【2013】54号），“以私募股权基金、资产管理计划以及其他金融计划进行持股的，如果该金融计划是依据相关法律法规设立并规范运作，且已经接受证券监督管理机构监管的，可不进行股份还原或转为直接持股。”因此，股转系统规定对于依法设立、规范运作、且已经在中国基金业协会登记备案并接受证券监督管理机构监管的基金子公司资产管理计划、证券公司资产管理计划、契约型私募基金，他们所投资的拟挂牌公司股权在挂牌审查时可不进行股份还原，但要做好相关信息披露工作。

3.3 新三板市场并购重组活跃

新三板市场的规模在不断扩大，但市场成交量却持续低迷，新三板市场面临流动性不足和融资难的核心痛点。在这种情形下，新三板市场的并购重组逐渐活跃起来，成为资本市场的亮点，为企业的持续融资发展和转型升级提供了重要渠道。

目前新三板市场的并购主要有以下几种形式：上市公司并购新三板挂牌企业，新三板挂牌企业之间的产业并购以及新三板挂牌公司并购上市公司或其他标的。新三板企业成为并购的标的池，主要原因在于：（1）从政策上来看，新三板市场并购重组制度日益完善，政策较倾向于支持新三板企业的并购重组，且并购重组相对于主板市场上来说更便利。（2）新三板市场成为越来越多上市公司的优选标的池，是因为挂牌公司的财务指标，治理结构、历史沿革相对来说更为透明和规范，且新三板企业的成长性较好，价值往往被低估。（3）采取做市商制度的挂牌企业，估值定价比较合理。同时分层制度出现后，新三板市场的并购表现出后分层时代，创新层企业的并购被重点关注，虽然分层制度未改善新三板整体的流通性，但会影响投资者的投资决策，驱使投资者在较好的投资区间内再择优投资，未来待政策红利倾向于创新层后，新三板市场结构将会出现两极化，创新层企业的并购成为重点。

下表是 2016 年部分上市公司已完成对新三板挂牌企业的并购案例。

并购方	证券代码	被并购方	证券代码	并购时间	并购金额 (亿元)	并购股份
北京城建	600266.SH	世纪空间	835225.OC	2016.01	0.97	4.94%
超图软件	300036.SZ	国图信息	834724.OC	2016.01	4.68	100%
宝胜股份	600973.SH	日新传导	830804.OC	2016.01	1.62	100%
艾比森	300389.SZ	华奥传媒	837505.OC	2016.01	0.12	4.98%
万顺股份	300057.SZ	众智同辉	832361.OC	2016.04	0.25	20%
广电运通	002152.SZ	汇通金融	833631.OC	2016.05	1.67	51%
全志科技	300458.SZ	东芯通信	430670.OC	2016.05	1.68	63.33%
神州信息	000555.SZ	华苏科技	831180.OC	2016.05	11.52	96.03%
雷科防务	002413.SZ	奇维科技	430608.OC	2016.05	8.95	100%
众业达	002441.SZ	工控网	430063.OC	2016.06	2.1	70%
国瓷材料	300285.SZ	泓源光电	430711.OC	2016.06	1.22	100%
天际股份	002759.SZ	新泰材料	833259.OC	2016.06	27	100%
兴民智通	002355.SZ	九五智驾	430725.OC	2016.09	2.46	58.23%

创业软件	300451.SZ	创源环境	834269.OC	2016.09	0.29	47.5%
新天科技	300259.SZ	万特电气	430391.OC	2016.10	1.05	52.5%
海默科技	300084.SZ	思坦仪器	832801.OC	2016.10	2.22	27.82%
拓邦股份	002139.SZ	合信达	831848.OC	2016.10	1.2	100%
南洋股份	002212.SZ	天融信	834032.OC	2016.11	57	100%
天赐材料	002709.SZ	容汇锂业	837358.OC	2016.12	0.48	30%

数据来源：NEEQ / CVSource，投中研究院整理

表 4：2016 年上市公司新三板并购案例

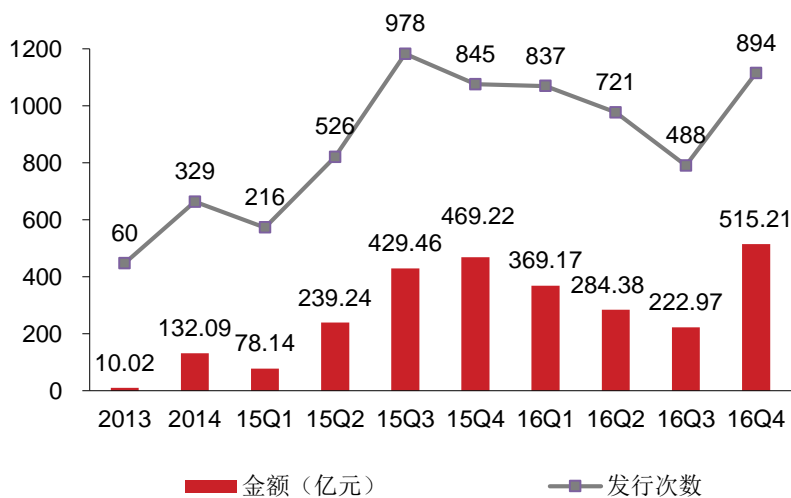
当前在新三板企业的并购过程中，还表现出两种主要的特征，一是产业资本并购新三板企业，二是国有企业并购新三板企业。

新三板不仅成为上市公司竞相收购的标的，也逐渐吸引了众多国资企业的目光。这主要是因为各地方政府对国有企业改革的助推。（一）新三板挂牌数量较多，其中不乏大量新兴行业的企业，并且很多公司都具备自身的核心技术和创新发展优势，能较充分满足国资企业的需求，且新三板公司估值水平相对较低。（二）新三板进入门槛较低，只要满足新三板的挂牌要求，均可以在新三板实现挂牌，随着新三板资本市场功能的逐渐完善，新三板市场不仅能为挂牌企业提供股权公开转让、融资、资产重组等服务，还具备提升企业知名度、规范公司治理等功能。（三）新三板和上市公司严格且繁杂的要约收购规则不同，没有对收购人持有标的公司股份多少的限制。

3.4 新三板市场定增融资情况

2015 年新三板募集资金总额 1216.17 亿元，当时已经超过创业板约 60 亿元，而且单笔融资额也屡创新高，然而 2016 年在主板、创业板定增融资金额均实现增长的情况下，新三板定增市场几乎停滞不前，年初开始就愈发低迷。2016 年前三季度，定增数量和定增规模持续下降，与 2015 年呈现相反的态势。但随着年末私募做市推出，定增市场升温，2016 年第四季度定增发行 894 次，规模达 515.21 亿元，实现了全年最高。

2013-2016年新三板挂牌企业定增规模统计



NEEQ, CVSource, 2017.01

www.ChinaVenture.com.cn

图 4：2013-2016 年新三板挂牌企业定增规模统计

2016 年共计 2669 家企业发行股票 2940 次，完成股票发行 294.61 亿股，全年累计募集资金 1390.87 亿元。而新三板 2016 年末企业共计 10163 家，说明有近 7 成企业没有融到资金。

12 月 27 日，华龙证券发布股票发行情况报告书已经完成了近百亿元的融资，这是 16 年新三板上最大的单笔融资。华龙证券本次股份发行的实际数量为 36.87 亿股，发行价格为每股 2.61 元，实际募资总额达 96.22 亿元。本次发行后，甘肃省国资委通过甘肃金控集团及其实际控制的甘肃公航旅、甘肃国投、甘肃电投、酒钢集团、读者传媒、新业资产、西北永新、陇神戎发持有华龙证券总股本的 35.69%，为华龙证券实际控制人。

企业简称	所属层	CV 行业	募集金额 (亿元)
华龙证券	基础层	金融	96.2
亚锦科技	基础层	制造业	54.0
首航直升	创新层	综合	32.0
易建科技	创新层	IT	31.3
英雄互娱	基础层	互联网	23.0
体育之窗	创新层	体育及人力资源	22.4
颖泰生物	创新层	化学工业	22.1

皖江金租	基础层	金融	19.5
百合网	基础层	互联网	19.0
永安期货	创新层	金融	17.5

数据来源：NEEQ / CVSource，投中研究院整理

表 5: 2016 年新三板企业定增 TOP10

VC/PE 机构参与市场定增统计

据统计，2016 年新三板企业定增获 VC/PE 支持共 425 家，获得融资约 213.82 亿元，占总募资金额约 15.37%。其中，12 月定增获 VC/PE 支持 115 家，获得融资约 86.98 亿元，占当月募资金额约 21.83%。年末 VC/PE 参与定增持续活跃，86.98 亿的 VC/PE 投资占总额的 40.68%。年底已经推出私募基金试点做市业务，另一方面，目前新三板融资还不允许外资参与，QFII 和 RQFII 参与政策也将很快推出。

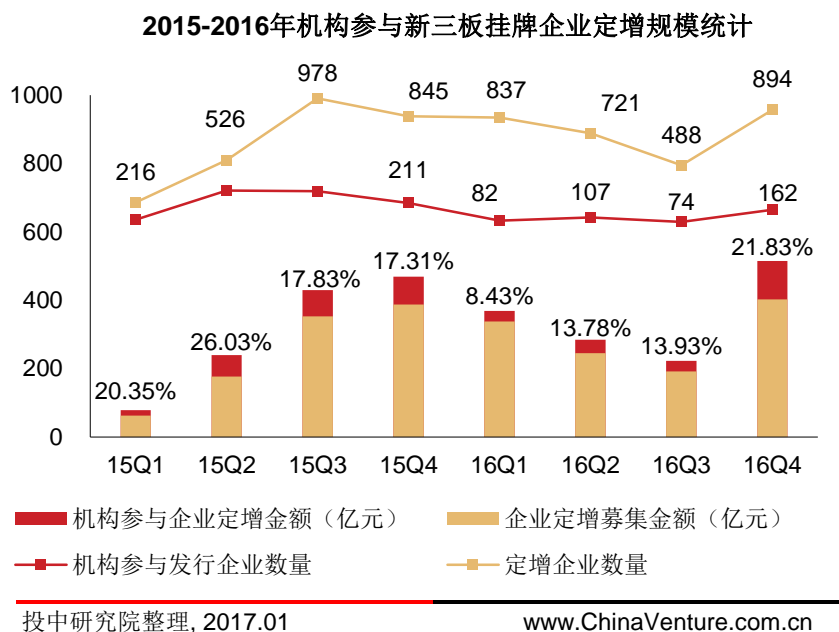


图 5: 2015 年至 2016 年机构参与新三板挂牌企业定增规模统计

2016 年 VC/PE 机构参与募资前十大企业当中，6 家来自创新层，分层制度使创新层企业受到 VC/PE 明显关注，创新层价值也得到体现；其中，华龙证券以 23.4 亿元的 VC/PE 募资金额排在 VC/PE 参与定增首位，西部超导（831628.OC）以 74,341 万元的 VC/PE 募资金额排在 VC/PE 参与定增第二位。其中甘肃省国有资产投资集团有限公司参与投资华龙

证券 9.8 亿元，为国有独资企业投资，其余 12 家 VC/PE 投资 13.6 亿元；西部超导此次共募资 8.5 亿元，VC/PE 投资 7.43 亿元，其中陕西省成长性企业引导基金管理有限公司参与投资 6.12 亿元，排名前两名的 VC/PE 投资实则政府引导、社会参与。

企业简称	所属层	CV 行业	投资机构	投资基金	金额（亿元）
华龙证券	基础层	金融	甘肃国投等	三峡金石等	23.4
西部超导	创新层	能源及矿业	武汉融合等	陕西成长基金	7.4
南通三建	基础层	建筑建材	中民创富等	珠海建熠等	6
亚锦科技	创新层	综合	紫马投资等	天星恒久远等	5.9
易建科技	创新层	IT	优势创投等	优势精耕新三板 1 号等	4.6
华强方特	创新层	文化传媒	国富基金等	招商致远壹号基金等	4.1
联创投资	基础层	金融	上海哲仁等	磐石瑞通等	3.8
瑞阳科技	创新层	汽车行业	重庆同禾等	汇石鼎禾等	3.2
有棵树	基础层	综合	方正和生等	天星开元等	3
芯能科技	创新层	化学工业	鼎晖投资等	鼎晖新趋势等	3

数据来源：NEEQ / CVSource，投中研究院整理

表 6：2016 年机构参与新三板企业定增 TOP10

第四章 新三板做市业务情况

2014 年 6 月 5 日，全国股转系统官网公布了《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定（试行）》，8 月 25 日，做市商制度正式上线，新三板可以采取做市转让方式、协议转让方式或竞价转让方式之一进行转让。

而做市商制度是一种以做市商为中介的证券交易制度。做市商向市场提供双向报价，投资者根据报价选择是否与做市商成交，传统做市商制度下，投资者委托不直接配对成交。目前新三板尚未有竞价转让方式，做市商转让和协议转让在满足规定条件情况下，可以互相变更。

作为促进流动、明确价格的重要方式，做市转让一直被视为新三板优质企业的必经之路。完善整个资本市场的融资链条，券商选择那些真正有实力的企业将其送入资本市场，并且持续督导，并对符合一定条件的企业做市转让，如果初始把关不严，也会影响到后续的做市转让，出于这点考虑，券商也会小心推荐企业。这对于提高整个资本市场的公司质量有积极意义。

但是，在竞价转让形式未正式启动之下，即使在去年 8 月全国中小企业股转系统大力推进做市商制度后，当前采取做市转让的新三板挂牌企业依然甚少，根据股转系统显示，截止到 2016 年 12 月 31 日，做市转让挂牌企业只占总挂牌企业数量的 16.3%，而采用协议转让方式的挂牌企业占比却高达 83.7%。

在退市制度等有效监管缺失之下，证券公司等机构缺乏成为做市商的根本动力，本意旨在加大市场流动性的做市商制度亦不可能达到预期目的，未来构建分层级、以及推行竞价形式的新三板市场则更是困难重重。但最近摘牌制度开始推出，随着各项政策红利的释放，未来新三板做市业务将会打破过往的僵局。

4.1 券商做市

4.1.1 券商做市指标

做市商制度推出后，券商可以依靠股份转让经纪业务、双向报价赚取差价及给企业做增发等获得不菲的收入，做市收入将成为券商参与新三板的主要收入来源。而做市商制度出台两年内，做市商业务被券商独揽，截止到 2017 年 1 月 10 日，新三板共有 97 家主办

券商，其中参与做市业务的有 89 家。

能否选取合适的做市企业并对其股票做合理估值决定了券商在做市收入方面的高低。专业能力突出的券商对挂牌企业股值估价准确，可以实现做市商业业务巨大利润；专业估值和操作能力较差的券商，则面临巨大损失。

1、选股方面

做市商多以规模、业绩指标为向导，规模大、业绩优秀的企业成为做市商首选。具体到量化指标，则包括企业基本面、营业收入、净利润、市盈率、资产收益率等指标。其中利润是极为关键的因为，同时盈利与亏损并不是硬性指标，企业成长性也是重要考量方向。未来可以做并购标的的企业尤为受欢迎。

2、估值方面

新三板引入做市商制度的初衷是为企业合理定价，以引导投资者，让其看懂新三板企业。这些企业大多是创新型且处于创业中的中小微企业，如何对早期企业合理估值，将极大考验券商的项目分析和定价能力。

其中，市盈率是一个非常重要的指标。市盈率是很具参考价值的股市指针，投资者通常利用该比例值估量某股票的投资价值，或者用该指标在不同公司的股票之间进行比较，在投资决策中占有重要的地位。做市商会通过自己的专业能力，根据企业的业绩以及二级市场的平均市盈率给挂牌企业一个合理的估值。但券商主要服务对象为成熟型企业，而新三板多为创新型中小型企业，原有的 A 股估值方法并不适合新三板企业，所以在新三板估值上一直存在很大的问题。

4.1.2 券商做市现状

截至 2016 年底，新三板挂牌企业从去年年底的 5129 家激增至 10163 家，数量翻了一番。随着新三板扩容，管理层一方面加强了监管，股转系统依次进行了暂停类金融企业挂牌、上线转让意向平台、发布终止挂牌细则等一系列措施；另一方面分层制度落地、私募做市开始试点，不断增强新三板市场的流动性。在做市方面，广州证券、九州证券等中小券商表现强劲，分别在做市数量和做市企业盈利能力上拔得头筹。不得不说，在新三板企业的市值领域挖掘上，中小券商丝毫不弱于老牌券商。从数据上看，截至 2017 年 1 月 10 日，新三板挂牌企业已达 10216 家，有做市资格的 89 家券商中，包括广州证券、九州证券、天风证券、上海证券等中小券商在做市企业数量、做市企业收入净利润方面占据高位。

具体来看，做市转让股票数量方面，广州证券、中泰证券和兴业证券荣登前三甲，做市转让股票分别为 305、292、287。

排名	做市商	累计做市企业（家）	2017 新增做市企业（家）	做市企业总市值（亿元）
1	广州证券	305	0	2484.46
2	中泰证券	292	0	2094.74
3	兴业证券	287	2	2327.36
4	申万宏源证券	271	5	2158.06
5	上海证券	254	0	2489.76
6	光大证券	243	1	2009.70
7	天风证券	240	0	3422.20
8	九州证券	237	4	2202.61
9	长江证券	235	1	1794.86
10	国泰君安	221	1	2075.08
11	中山证券	211	2	2404.84
12	广发证券	208	2	2334.47
13	联讯证券	192	3	1527.67
14	中信证券	186	0	2513.52
15	招商证券	183	1	1886.37
16	中投证券	180	0	1594.48
17	东莞证券	177	1	1303.90
18	海通证券	175	0	1520.04
19	万联证券	166	0	1166.23
20	东吴证券	165	1	2275.47

数据来源：NEEQ/公开信息，投中研究院整理

表 7：新三板做市商 TOP20

4.2 私募做市

4.2.1 私募做市试点启动

去年全国股转公司公开表示，基金公司子公司、期货公司子公司、私募基金等非券商机构参与推荐挂牌、股票做市的政策有望很快落地。这意味着新三板挂牌过程中的推荐业务、做市业务牌照将全面放开，券商在新三板上吃独食的时代即将过去。它意味着新三板

投行业务牌照的全面下放，对于想要在投行业务上发展的非券商机构意义重大。非券商机构加入后，影响主要有两个，一个是挂牌量肯定会快速增加，二是由于竞争的出现，很可能会降低现有的挂牌费用。

私募机构做市业务试点专业评审工作小组于 2016 年 11 月 15 日-18 日召开评审会议，对 20 家私募机构做市业务试点专业评审申请材料进行集中评审。深圳市创新投资集团有限公司、山东省高新技术产业投资有限公司、广东中科招商创业投资管理有限责任公司、上海复星创富投资管理股份有限公司、敦和资产管理有限公司、江苏毅达股权投资基金管理有限公司、盛世景资产管理集团股份有限公司、朱雀股权投资管理股份有限公司、浙商创投股份有限公司、深圳同创伟业资产管理股份有限公司十家公司排名靠前并将进入下一阶段的现场验收环节。2014 年 12 月，证监会曾发布《关于证券经营机构参与全国股转系统相关业务有关问题的通知》，支持基金管理公司子公司、期货公司子公司、证券投资咨询机构、私募基金管理机构等经证监会备案后，在新三板开展做市业务。在做市商制度推出并实施近两年后，私募基金做市开始被提上日程。2016 年 5 月，证监会新闻发言人张晓军明确表示，拟开展私募基金管理机构参与新三板做市业务试点，由全国股转公司具体办理私募机构参与新三板做市的备案管理工作。随后，全国股转公司副总经理隋强表示，私募基金参与新三板做市计划在年内推出。9 月 12 日股转系统组织召开了私募机构做市部署工作会议，约 40 家私募机构的代表参会。

在 10 家私募机构中，浙商创投、中科招商、同创伟业为新三板已挂牌的私募机构，其他包括盛世景在内的 7 家为非挂牌私募机构。

4.2.2 新三板做市业务变化

截止 2016 年底，市场上共有 89 家做市券商，1654 家做市企业，10163 家挂牌企业。大宗交易制度的缺失给交易双方带来了极大的不便。抛售量大，但做市商资金量有限，只能向下报价承接，导致部分企业股价大幅跳水，严重偏离实际价值，扰乱市场的定价功能。

目前新三板市场只有 89 余家券商是做市商，要服务新三板过万家企业，数量过少，种类太过于单一。美国纳斯达克不到 5000 家企业，就有 500 家做市商，我国新三板做市商扩容迫在眉睫。

私募做市改变了打破了券商做市一家独大的情况。券商以自营模式来做市受到了市场各方诟病。私募做市有望打破券商的垄断，带来增量资金。做市模式也有望创新。相比于

券商而言，PE 机构更擅长为中小企业估值。新三板上的企业定位在成长性企业、中小微企业和创新型企业，这些企业估值方式跟 A 股不太一样，不是按照市盈率、市销率来衡量，有些公司甚至可能没有收入。而 PE 是做股权投资的，天生具有为成长型的企业估值的优势。另外私募是受市场监管程度最低的机构，与券商受监管程度不可同日而语。私募做市后，运用私募的思维逻辑，可以进行一定的创新和优化。

随着新三板交易活跃，资金逐渐进入创新层，做市商结构和数量成为制约资金流动的关键。可以预见，随着基金公司子公司、期货公司子公司、私募基金等非券商机构，2-3 年后，新三板做市商很快可以超过 300 家，呈现多元化的特点，从而打破垄断，解决新三板资金交易瓶颈问题。

第五章 新三板市场回顾与展望

5.1 新三板发展回顾

根据全国中小企业股份转让系统披露以及投中集团旗下数据终端 CVSource 统计，截至 2015 年 12 月 31 日，新三板市场挂牌公司总数 5129 家，相比 2014 年末 1572 家上涨达 226.27%，总股本 2,959.51 亿股，相比 14 年上涨 349.53%，总市值 24,584.42 亿元，上涨 435.44%，整体市场平均市盈率达到 47.23 倍，上涨 33.90%。新三板挂牌所带来的政策扶持、提高股份流动性等诸多益处很大程度上刺激了企业的积极性，在各方的推动下，无论是挂牌企业还、市场平均市盈率还是市场并购规模都在高速增长，新三板处于高速扩张状态，2015 也被称为新三板元年。

到 2016 年，新三板继续保持高速增长趋势，但火热势头过去，理性渐渐回归。2016 年底，新三板挂牌企业已突破万家，在过去的一年中，为规范新三板企业的信披和交易管理，股转系统依次进行了暂停类金融企业挂牌、上线转让意向平台、发布终止挂牌细则等一系列措施，这是因为随着新三板的发展，其不成熟的方面暴露出来，同时监管层也迅速加强监管，规范新三板市场交易，逐步完善新三板作为中小企业股权转让系统的作用。可以说，2016 年是新三板规范过程的一年。

在监管层的不断努力和市场的扩张下，流动性成为了制约新三板进一步发展的最严重的因素。新三板如今已成为国内最大的资本市场，然而市场交易频率却十分低下。流动性差使得投资机构不愿参与新三板投资，优秀三板企业也开始纷纷逃离，如何增强新三板流动性成为 2017 年监管层和市场共同努力的方向。目前，新三板分层制度已经实施，转板通道有望推出，私募做市也正是开始，随着各项政策制度的不断加力，新三板与 A 股间估值水平、流动性等差异将会被缩短。

5.2 新三板发展趋势分析

5.2.1 新三板政策环境趋势

公募基金入市

自去年起，公募基金入市多次被市场人士提及。而证监会也鼓励公募基金在做好公允

估值、流动性风险控制和投资人利益保护等相关机制安排的基础上，进行将投资范围扩大到新三板股票的试点。

推出大宗交易平台

在私募做市试点开展之前，新三板的做市交易制度只能依靠资金实力有限的 89 家券商，这既难以满足挂牌公司股东出售大宗股票的需求，也难以满足投资者以理想的价格购买大宗股票需求。

更重要的是，明年将迎来限售股解禁压力，引入大宗交易制度迫在眉睫。而 2016 年 9 月，股转系统在北上广召开座谈会时透露，其实大宗交易的初稿已经形成，新三板大宗交易平台有望推出。

转板试点有望开始

去年 6 月 16 日，国务院发布了《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，文中重点提到加快推进全国中小企业股份转让系统向创业板转板试点。研究解决特殊股权结构类创业企业在境内上市的制度性障碍，完善资本市场规则。而 2016 年 10 月 10 日的《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及 12 月 19 日的《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》两份文件中，国务院两次提到此制度。

创新层差异化制度

2016 年 6 月 27 日起，全国股转公司正式对新三板实施分层管理，并分别揭示创新层和基础层挂牌公司的证券转让行情和信息披露文件。

在分层之时，股转公司曾表示，分层后针对创新层和基础层挂牌公司采取差异化制度安排。然而，这样的差异化制度市场一直未见到。2017 年创新层配套制度有望陆续推出

5.2.2 新三板市场投资趋势

2017 年新三板会有大量制度红利推出，新三板投资环境也会有较大改善。新三板场内绝大多数企业体量较小，处于中早期发展阶段，其中不少企业属于创始期且尚未盈利的小型企企业。所以新三板的投资思路与偏后期的一级市场成长投资、A 股二级市场等投资思路有较大差异，其核心盈利机会在于公司成长、估值溢价等方面，辅以体制套利空间。就当下市场状况而言，新三板主题的投资机构大致可分为以下几个类别：

一、券商直投。

近些年来，布局多业务、多基金的投资平台已成众多券商直投公司共识。而新三板作为中国资本市场高速发展的新兴市场，券商直投公司也纷纷参与其中。新三板目前汇集了一万多家中小企业，而随着去年分层制度的实施，优秀的企业分离出来，打破了过往鱼龙混杂的局面，创新层企业成为各路投资机构关注对象。而券商作为挂牌公司的督导方以及做市商，拥有无法比拟的先天优势。随着创新层配套制度的完善，新三板投资将成为券商直投公司的重要业务组成部分。

二、新晋 VC

近几年来，围绕新三板主题，有一批新兴创投机构迎风而起，在新三板市场上极为活跃。新三板拥有着大量的高新技术企业，他们商业模式新颖，发展潜力巨大，成为 VC 们的淘金地。很多新三板企业不像 A 股公司具有盈利要求，更多的是成长性投资，而这正是风投机构所擅长的投资方式。对于 VC 而言，新三板既是一个低成本获取项目资源的渠道，又是一个多元化的退出渠道。

三、老牌 PE

投资业务是私募股权机构业务的源头，私募股权机构为了能在企业挂牌新三板后能够有较高估值退出，挑选独特盈利模式的公司尤为重要。目前，市场中私募股权机构普遍做法是在某几个行业内进行分析和考察，在关注企业财务指标以外，对企业管理层的水平也在进行判断。

新三板更像是一个介于 A 股和 PE 之间的市场，且偏向于 PE 市场，与 A 股有很大不同。但新三板市场估值明显受到资本市场影响，会出现很大的波动。而 PE 市场估值相对稳定，波动很小。另外，新三板的信息披露机制接近于 A 股，但又不如 A 股严格，这种机制降低了尽调成本，但这也很难获得比公开信息更多的资料，无法像 PE 尽调一样获得更加深入的信息，否则容易涉及到内幕交易。但随着私募开始参与新三板做市，机构对于企业有更深入了解，同时更多的企业进入新三板，占领了绝大多数未上市企业份额，PE 对于新三板投资比例将会明显增加。

5.2.3 新三板退出通道趋势

据国务院官方网站 2016 年 12 月 19 日发布的关于“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知显示，国务院要求提高企业直接融资比重，包括积极支持符合条件的战略性新

兴产业企业上市或挂牌融资，同时要求研究推出全国股份转让系统挂牌公司向创业板转板试点，建立全国股份转让系统与区域性股权市场合作对接机制。新三板转板再次成为市场关注焦点。但真正有价值的企业在新三板挂牌后，它的市盈率并不低，甚至比创业板、IPO 更高的市盈率。所谓的转板机制对于投资机构而言并不算一个特别期待的退出途径。另外新三板始终坚持作为独立的资本市场，拒绝成为主板和创业板附庸，未来的转板机制即使实现，是否如现在人们所设想的模式，还存在很大的疑问。

另一方面，2016 年，新三板市场出现了并购潮，不仅仅是上市公司并购新三板企业，新三板企业也作为买方并购新三板企业、上市公司或者非上市公司。据统计，2016 年共有 101 家上市公司宣布参与并购 103 家新三板企业，交易已完成 16 家，进行中 78 家，交易失败 9 家。其中 41 家上市公司拟控股收购新三板挂牌公司，包括全资收购 21 家。上市公司参、控股新三板公司的方式主要有两种类型：一是新三板挂牌公司过去原本就是上市公司的控股子公司，甚至是全资子公司，上市公司通过分拆的方式实现子公司独立挂牌；二是新三板挂牌公司过去与上市公司没有关联关系，上市公司通过参与定增、二级市场增持等方式达到参股的结果。很多企业进入新三板是为了转入创业板和主板市场，而万家企业当中真正能够转入主板当中的寥寥无几，并且新三板挂牌企业若要在 A 股上市，需要先从新三板摘牌再重新排队走一遍 IPO 流程，转板渠道并不畅通，相比主板市场上那样经过长期几年 IPO 的排队和券商的辅导，新三板挂牌后将股份注入主板市场也是个不错的选择。随着新三板的快速发展，A 股市场与新三板的交集逐渐增多，越来越多的上市公司通过子公司挂牌、出资参（控）股成为挂牌公司的母公司。上市公司积极布局新三板，是新三板市场地位提高的一种体现，也是多层次资本市场间的一种有机联系。所以，上市公司并购未来较长时间内仍是新三板退出主流渠道。

研究垂询

鲍威为 Allen 分析师

Email : Allenbao@chinaventure.com.cn

刘利 Ashley 分析师

Email : Ashley@chinaventure.com.cn

媒体垂询

李晓雅 Amy Li 媒介主管

Mob : +86-13261024737

Email : Amy.li@chinaventure.com.cn

关于投中研究院

投中研究院隶属于投中信息，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

关于投中信息

投中信息【证券代码：835562】业务始于 2005 年，正式成立于 2008 年，是中国领先的股权投资市场专业服务机构。通过十余年专业领域的深入研究与广泛合作，投中信息积累了深厚的技术基础和人才优势，并凭借优秀的专业能力赢得了中国私募股权基金管理人的长期信任，在行业内拥有大量的数据存量和客户资源。

投中信息旗下涵盖投 In、投 Way、投 Win、投 Wow 四大解决方案。通过全面的产品体系，传递及时、准确的股权交易数据与情报；为企业提供专业的股权投资行业研究与业务实践咨询服务；并为机构出资人提供全面的投资咨询顾问业务，有效进行资产配置；帮助投资机构进行深度品牌管理与营销传播工作。

引用说明

本文由投中信息公开对媒体发布，如蒙引用，请注明：投中信息。并将样刊两份寄至：

地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层 100007 收件人：李晓雅

法律声明

本报告为上海投中信息咨询股份有限公司（以下简称投中信息）制作，数据部分来源于公开资料。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本报告只作为投资参考资料，报告中信息及所表达观点并不作为投资决策依据。

本报告包含的所有内容（包括但不限于文本、数据、图片、图标、LOGO 等）的所有权归属投中信息，受中国及国际版权法的保护。本报告及其任何组成部分（包括但不限于文本、数据、图片等）在用于再造、复制、传播时（无论是否用于商业、盈利、广告等目的），必须保留投中信息 LOGO，并注明出处为“投中研究院”。如果用于商业、盈利、广告等目的，需征得投中信息同意并有书面特别授权，同时需注明出处“投中研究院”。

投中信息官方微信



投中信息移动端产品

上海投中信息咨询股份有限公司

北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层 100007

电话：+86-10-59799690 传真：+86-10-57636090

上海市南京西路 1266 号恒隆广场 1 座 1201 室 200040

电话：+86-21-61919966 传真：+86-21-61919967

深圳福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 8 层 811 室 518048

电话：+86-755-23915872 传真：+86-755-23915872

