



新三板扩容在即 投资界新盈利增长点显现

清科研究中心 张兰

场外交易市场（OTC）^① 向来是国际多层次资本市场框架中的重要组成部分。为了完善我国多层次资本市场的建设，三板市场的推进势在必行。特别是随着 2009 年 10 月创业板的推出，标志着二板市场的出现，使我国资本市场多层次架构雏形已现；不久前召开的全国证券期货监管工作会议上，证监会主席尚福林明确指出，扩大中关村试点范围、建设统一监管的全国性场外市场，成为今年证监会主导工作之首，更是为迄今愈演愈热的“新三板扩容”吹响了号角。“两会”的召开，让市场对于“新三板扩容”正式启动的时间表寄予了极高期待。值此时机，大中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心针对“新三板”所带来的发展机遇作出观测，并将于近期推出《“新三板扩容”投资机会研究专题报告》，对“新三板扩容”为国家级高新区、中介及 VC/PE 机构所带来的价值增长点做出全面剖析，并将对“新三板”扩容后的发展模式与前景进行探索。

十年轮回 三板市场新老更替

2000 年，中国证券业协会牵头，在部分证券公司间设立了代办股份转让系统作为场外交易系统，被称为“三板”，即今天所谓的“老三板”。三板市场的建立，旨在解决主板市场退市公司与 STAQ、NET 系统（即“两网系统”）挂牌公司的股份转让问题。据统计，截止至 2010 年底，“老三板”中共有 42 家退市公司和 8 家两网系统挂牌公司，总计 50 支股票，其代码均以“400”开头。然而由于“老三板”的流动性较差，企业资质参差，交投活跃度欠缺，多年来始终未能做大。

2006 年 1 月 16 日，根据中国证监会的批复，北京中关村科技园区作为第一批试点，建立了代办股份转让系统，使园区内的非上市股份有限公司能够利用该系统进行股份报价转让，即如今众所周知的“新三板”。尽管同样隶属于非上市公司的股份流通的三板市场，“新三板”呈现出与“老三板”截然不同的特征，例如：“新三板”的挂牌企业均为高科技企业，依托于中关村园区的发展，企业资质明显优化；交易对象有所改变，除了通过定向增发等渠道获得股份的自然人股东，以及证券业协会所认定的投资者外，只有机构投资者被允许参与“新三板”股份的交易。

“孵化器”作用显著 “新三板”为中小企业融资另辟蹊径

注：^① 场外交易市场(OTC)代指证券交易所以外的证券交易市场，一般没有集中的统一交易制度和场所，主要利用电话、电子报价系统等手段进行交易，并且以非上市企业的证券交易为主。

与主板、创业板市场相比，“新三板”的挂牌门槛较低，除了主营业务突出、具有持续经营记录、公司治理结构健全、运作规范等必备条件之外，盈利方面几乎不存在限制，因此，“新三板”在某种程度上具有孵化器的特点，能够在中小型高科技企业的创业初期提供资金支持，对于尚在“蹒跚学步”的高新技术企业而言，“新三板”将是理想的融资渠道。

表 1 “新三板”、创业板、主板挂牌条件比较

项目	新三板	创业板	主板
主体资格	非上市公司	依法设立且合法存续的股份有 限公司	依法设立且合法存续的股份 有限公司
经营年限	存续满 2 年 ^②	持续经营时间在 3 年以上	持续经营时间在 3 年以上
盈利要求	具有持续经营能力	最近两年连续盈利，最近两年净 利润累计不少于 1,000.00 万元 且持续增长(或)最近 1 年盈利， 且净利润不少于 500.00 万元， 最近 1 年营业收入不少于 5,000.00 万元，最近 2 年营业收 入增长率均不低于 30.0%	最近三个会计年度净利润均 为正数且累计超过 3,000.00 万元
资产要求	无限制	最近一期末净资产不少于 2,000.00 万元，且不存在未弥补 亏损	最近一期末无形资产（扣除土 地使用权、水面养殖权和采矿 权等后）占净资产的比例不高 于 20.0%
股本要求	无限制	发行后股本总额不少于 3,000.00 万元	发行前股本总额不少于人民 币 3,000.00 万元
主营业务	主营业务突出	最近 2 年内没有发生重大变化	最近 3 年内没有发生重大变化
实际控制人	无限制	最近 2 年内未发生变更	最近 3 年内未发生变更
董事及管理 层	无限制	最近 2 年内没有发生重大变化	最近 3 年内未发生重大变化
成长性及创 新能力	中关村高新技术企业	“两高五新”企业	无限制
投资人	具备相应风险识别和承 担能力的特定投资者	有两年投资经验的投资者	无限制
信息披露之 定期报告	年报和半年报	年报、半年报和季报	年报、半年报和季报
备案或审核	备案制	审核制	审核制

来源：清科研究中心根据公开资料整理 2011.03

www.zdbchina.com

注：^② 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，存续期间可以从有限责任公司成立之日起计算。

高新区群雄逐鹿 各路券商时不我待

由于“新三板扩容”能够为试点园区内企业带来通畅便利的直接融资渠道，因此目前现有的 83 个国家级高新技术园区近半已摩拳擦掌，竞相向所在省市的证监局、金融办递交了试点申请、成立了工作小组，并且陆续对园区内企业出台了相应的优惠政策、对“种子企业”进行挂牌辅导。由于此次扩容目标约为 20 个高新区，因此生产总值、“种子企业”个数均名列前茅的高新区竞争尤为激烈。

对于券商而言，“新三板扩容”也蕴含着新的获利空间。根据《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）》规定，非上市公司申请股份在代办系统挂牌，须委托一家主办券商作为其推荐主办券商，向证券业协会进行推荐。因此，园区企业若想寻求“新三板”上市，则对主办券商的作用极为依赖。

就清科研究中心了解，具有“新三板”主办资格的券商共有 44 家，其中既包括申银万国、国泰君安等传统老牌券商，也包括平安证券、国信证券、华泰联合等在创业板开疆辟土的后起之秀。就近年境内 IPO 的承销数量与金额而言，国内的券商格局已经产生微妙变化，以平安证券、国信证券等为代表的中小型券商，通过承销、保荐深圳中小板和创业板 IPO 的业务而发展得风生水起，风头盖过中金等劲旅。随着中小企业融资业务的不断扩大和完善，境内的券商格局随时面临洗牌。而“新三板扩容”所带来的契机，则有可能进一步加快中小券商向第一梯队迈进的步伐。

表 2 “新三板”主办券商统计

申银万国	国泰君安	国信证券	长江证券	银河证券	渤海证券
海通证券	广发证券	招商证券	光大证券	华泰证券	中信证券
东海证券	国元证券	东方证券	平安证券	中银证券	上海证券
西部证券	中投证券	宏源证券	南京证券	齐鲁证券	山西证券
东北证券	国海证券	东吴证券	中信建投	中原证券	金元证券
华西证券	西南证券	长城证券	华泰联合	浙商证券	大通证券
民生证券	国都证券	信达证券	国盛证券	安信证券	东兴证券
万联证券	国联证券				

来源：清科研究中心根据公开资料整理 2011.03

www.zdbchina.com

新三板是否引入做市商制度，尽管证监会目前尚未对此予以明确答复，但是市场已有“山雨欲来风满楼”之势。做市商制度下，券商可以作为特许交易商，即做市商（Market Maker），将在市场上持续提供双边报价，并在某价格上接受投资者的买卖要求。做市商制度将为市场提供更多流动性，以弥补“新三板”一直以来的流动性匮乏，并且降低市场的波动率。做市商制度一旦确定被采纳，将给券商带来新的发展空间，即通过买卖价格差获取收益。但是同时需要警惕的是，做市商将即时获取买卖双方的大量信息，并且在股份交易时具



有优势，因此对做市商的监管制度至关重要。一旦监管口径过于宽松，做市商的权限很有可能被无限扩大和滥用，扰乱市场正常的交易秩序。

退出渠道或将拓宽 VC/PE 闻风而动

站在“新三板扩容”风口浪尖上，利益驱动的 VC/PE 机构更是先行一步嗅到了新的掘金点。近两年，“久其软件”、“北陆药业”、“世纪瑞尔”3 家三板企业通过 IPO，转投深圳中小板和创业板，得以向公众融资；其中，北京科技风投、盈富泰克退出“北陆药业”，国投高科、启迪创投退出“世纪瑞尔”，更是让几家机构收获颇丰。这三起成功案例，为将来 VC/PE 机构的退出渠道指出了一条崭新道路。因通常情况下，VC/PE 机构注资三板企业的成本较低，一旦被投企业通过 IPO 上市，将带来丰厚退出回报。加之目前的 VC/PE 市场竞争已臻白热化，机构间对于优秀企业的争夺十分激烈，“新三板”企业的涌现，对于资金充裕的私募股权市场而言，不啻为开辟了一片“蓝海”。

根据清科研究中心不完全统计，目前中关村代办股份转让系统内，已有 14 家企业的股东大会通过了决议，将适时启动 IPO 计划，其中 11 家企业欲登陆深圳创业板市场。VC/PE 机构投资的“新三板”企业通过 IPO 转至沪深两市交易，可以作为 VC/PE 机构新的退出通道。目前由于三板市场属于场外交易市场的一部分，而非公开市场，因此“新三板”企业如果想要面向公众发行股份，则必须和其他企业一样经历完整的 IPO 申请、审批、过会、上市流程。目前“新三板”企业通过 IPO 挂牌主板、创业板市场的渴望，对促进建设“新三板扩容”后的转板机制提出了诉求，即对于已在“新三板”挂牌的园区内企业，证监会是否可以提供一条“绿色通道”，简化其 IPO 流程。

我们可以期待，随着“新三板”的机制日渐成熟，市场容量扩大，流动性增强，那么“新三板”自身、乃至未来的场外交易市场，均可以被视为独立的退出渠道，使我国的资本市场更加多元化与层次化。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16331

