

引子

一个资本成长的大时代

2015 年 12 月 31 日，一个看似普通的日子，对新三板从业者来说却意味良多，这一天，新三板全年融资额达到 1216 亿元，首次超越创业板融资额（1156 亿元），成为名副其实的中小企业第一融资市场。

回看过去，新三板几年以来始终都在质疑中坚毅前行。我们认为，整个国内资本市场改革加速从 2012 年开始，五年以来金融创新不断。分析中国证券市场的产业结构，整个国内资本市场的建设将围绕三大方向升级，即经纪业务平台、资产管理平台、投融资交易平台。

这三个平台，经纪业务连接投资者，重心是围绕投资者展开服务；资产管理的本质是资金调度，重心在于财富管理与资产配置。随着国内居民投资的需求不断升级，资产管理规模持续放大，市场需要更多的投资标的及产品提供商，进而带动国内资产管理机构转型。近两年，基金管理公司的设立审批明显提速（2016 年略有收紧），其他金融机构对资产管理领域的布局也在加速。

投融资交易对接资产与股权端，对应整个证券市场的有价资产，使得投资者、资金、被投资标的（企业股权、债券）能够完美匹配。国内中小企业的投融资交易平台在证券市场中一直处于落后状态，我们预判，因为供给的落后与经济转型压力的需求，从场外到场内、从非标化到标准化演进的投融资交易平台将大力推动整个多层次资本市场建设。

从两个角度能够很好地理解投融资业务的重要性。一方面，从投资理财

的角度，在目前流动性极其自由的环境里，资产配置与保值增值变成了全民性主题。随着行业准入门槛、机构设立审批、投资标的范围等相关政策进一步开放，以基金管理公司为首的资产管理机构的数量与规模将继续放大。而大量的资金配置需求需要找到足够多的资产才能够平衡，否则就只能进入其他市场（如房地产、农产品等）推高交易物的价格。另一方面，宏观经济转型压力下，必须有足够的资金为转型升级提供“弹药”，且其中的关键是社会资本的进入。多数企业都不可能以现有能力与资源在短时间内完成转型升级的跃迁，这时就需要政府做好资金的引导工作，把资本的水引流到缺乏资金滋养又能够成长的地方，即产业市场。在这个牵引的过程中，要发挥好专业金融机构的专业价值判断功能。在这两大因素的作用下，整个国内金融产业的混业趋势明显化，又使得国内金融资产重构加速，银行存款逐步流向证券、信托、保险等行业，加剧不同金融机构之间的竞争。

我们对比了海外成熟交易所的资本市场结构与国内的差异，长期看，“投融资交易平台”在未来证券IT市场规模中的占比可能达到60%。这意味着，过往以经纪业务、资产管理业务、投行业务为标准划定行业格局的证券市场可能被重构，而其中最大的机会来自新三板市场。新三板以自身独特的方式推进着自己在投资者、中介机构以及企业端的角色变换。

我们正处在一个激流汹涌的资本成长的大时代，见证了一个多年不温不火的市场中巨人拔地而起，新三板设立后即掀起上市热潮：挂牌企业总数从2013年的356家到2014年的1572家，再到2015年的5129家，正一路狂奔向10000家。其对应的市值，也在两年的时间里，从500多亿元到4500多亿元，直奔2.5万亿元。这也许是在国内经济转型换挡期的新常态下才能看到的资本壮举：两年时间，十倍级的资产证券化速度，一个非主流的资本市场以自身的强势壮大活生生地造出了一个资本市场的奇迹。

但在这样一个十倍级成长速度的市场里，波澜壮阔的背后，一定也会有

乱象丛生、引发非议的一面：新三板生态中各个角色的不适应与不匹配，迷茫与混沌，甚至是乱象与不透明。

“让恺撒的归恺撒，让上帝的归上帝”。在这里，有成立不到 10 年的普通私募（PE）快速成长为千亿市值大金融资管平台的神奇逆袭，也有各类企业操纵股价的不合法行为。但是，注册制的新三板给中国资本市场带来了一缕清风，在失去了股票供给的保护后，变成了市场抉择的游戏。纵观资本市场发展历史，没有一次所谓的成功是无瑕疵的，也没有一次所谓的奇迹是有百利而无一害的。我们需要客观地看待新三板在当前资本市场中所扮演的角色，看待新三板在当前经济新常态下中小企业转型中所扮演的角色。

风起于青萍之末。新三板的变化带来了资本成长大时代的一个个机会，为众多企业提供了逆袭的通道与弯道超车的机会，甚至为一些产业的未来王者提供了大开大合趁势而起的时机。在服务客户的过程中，我们发现，在国内众多的行业中，或多或少都存在无力仅通过产品或经营推动所谓的产业整合的问题，但是新三板的到来就像阳光一样穿透了行业整合的阴云。最终人们发现，新三板提供了一个温床——一个孵化企业家的温床，一个真正推动产业整合的温床。

我们很庆幸，身处这样一个资本成长的大时代，一个新三板的大时代里。

从中国版纳斯达克，到全球挂牌企业数量第一大交易所

2015 年 12 月 31 日，新三板挂牌企业数量达到 5129 家，成为全球挂牌企业数量最多的交易所。新三板自诞生那一刻起，就一直被赋予了一个身份——中国的纳斯达克。不管两者是否具备直接可比性，投资者总爱用这样一个定位来表达他们对新三板的期许。

那个众所周知的 NASDAQ

纳斯达克（NASDAQ）成立于1971年2月，成立之初是为硅谷中小创业企业获得投资后做统一的备案，起初甚至不具备报价信息的实时更新与交易功能，只是具备聚合大部分已融资企业的电子交易信息的功能。

起步期的纳斯达克中，多数为刚刚拿到投资的中小企业，没有明星级的大体量公司，没有流动性，没有活跃的投资人。幸运的是，整个纳斯达克挂牌企业的主流公司，多数集中在科技创新、电子信息等一大批代表当时美国未来经济希望的行业。经过将近10年的寂寞等待，20世纪80年代，美国个人电脑时代到来，互联网和IT产业软件、硬件、内容、服务等相关公司成了明星，纳斯达克因为有一大批代表新经济的高成长明星企业，如微软、甲骨文、思科、雅虎等，逐渐被赋予新兴产业孵化器的角色。

伴随明星企业的崛起与新一轮新兴企业上市的增多，纳斯达克进行了一次分层，将整个市场分为全国市场与常规市场，并开始加强公众企业的监管要求，如强制性信息披露和规范性公司治理。

2006年，在成立后的第35年，纳斯达克成功超越纽交所，实现“全球最大的交易市场”的超越。这时纳斯达克再一次强化市场监管，将整个市场分为三层：纳斯达克全球精选市场（Global Select）、纳斯达克全球市场（Global）、纳斯达克资本市场（Capital），并针对新经济企业的成长特性对财务挂牌条件做了相应调整。

到2015年年底，全球前十大市值企业中，纳斯达克挂牌企业占据5席，并有一批大家熟悉的偶像级企业，如微软、英特尔、苹果、谷歌、思科、ARM、Facebook、亚马逊等。

硬币的另外一面

作为全球主流、成熟、一线的证券交易市场，纳斯达克也存在着另一面。

我们从市值规模、流动性、摘牌企业净增长数量等方面对纳斯达克进行跟踪。

截至 2015 年年底，从市值规模看，纳斯达克全市场总市值大概只有 57 万亿元人民币，相比纽交所 150 万亿元人民币总市值仍有差距。从公司市值规模结构看，市值超千亿元人民币的公司仅占纳斯达克市场公司数量的 3.5% 左右，其中最大的公司占据 7% 的市场市值，前 5 名占 27%，前 10 名占 36%，前 100 名占据了 72%。什么意思呢？市值前 100 名的公司占据了 50 万亿元市值的七成，可以说纳斯达克已经是一个资金资源高度集中在少数公司的市场。从整体市场市值分布结构看，Global Select，Global，Capital 三个层级对应的挂牌企业数量分别是 1498 家、447 家、669 家，数量占比分别为 57%、17%、26%，市值分布则为 8.6 万亿美元、0.1 万亿美元、0.08 万亿美元，数量匹配与市值匹配明显呈现非线性关系。

从挂牌企业净增长数量看，1985 年到 2008 年这 20 多年，11 000 多家企业实现 IPO，12 000 家企业退市与摘牌（含被并购），挂牌企业净增长数量是负的。整个市场的挂牌企业数量基本保持稳定，一方面是纳斯达克强化监管带来了相对高的上市公司挂牌交易成本，不符合监管需求的企业只能退市或者摘牌，另一方面，是“持续保持挂牌企业整体质量并让市场自由完成资源匹配”成了纳斯达克的管理宗旨。

中国版注册制造就“全球挂牌企业数量第一大交易所”

大家都在说新三板和主板是完全不同的市场，能列出非常多的区别，但

我们认为新三板和主板本质的区别只有一点，就是发行体制的变化。发行体制的变化会引发链式反应，比如，低门槛给予所有想上新三板的公司挂牌的机会，只有企业愿意不愿意的问题。

大批企业家发现新三板有政策红利，或者听说新三板环境不错，可以融到钱，纷纷挂牌新三板。我们判断，新三板公司在 2016 年底大概率能超过 10 000 家^①。我们 2015 年统计跟踪了各地的金融办、证券公司的投行部门、在金融办立案辅导的公司加上证券公司已经进场立项的公司，包括 2015 年底已挂牌的 5000 家，一共有 12 000 家到 13 000 家，数量足以支撑 2016 年底 10 000 家挂牌公司。

关于新三板未来的几个判断

研究纳斯达克的演进路线，可以为新三板提供借鉴。关于新三板的未来，我们有几个预判：

第一，新三板整体性交易清淡将常态化。多数人认为当前新三板还在发展过程中，所以导致目前的流动性困局，但我们认为，即使未来新三板分层政策出台，也不能改善整体流动性的清淡，流动性仍将会被集中配置到少部分优质的新三板挂牌企业。总体来看，我们认为新三板流动性将呈现结构性分布，交易清淡会是常态，分层政策落地后仍会出现创新层的流动性不均匀分布情况，而非创新层的企业整体流动性则会更差。

第二，新三板的上市成本会显著提高，主动退市将逐渐普遍。随着挂牌的显性与隐形成本逐步变高，未来寻求主动退市的公司将会越来越多。很多公司会发现上市以后融不到资，但是信息披露成本、税负成本等合规性成本

^① 此文定稿于 2016 年 9 月底。2016 年 12 月 19 日，新三板挂牌企业数量达到 10 000 家。——编者注

相比挂牌前将显著增加。在这样的背景下，对不能完成融资、不受资本市场认可的公司，挂牌成本会非常高，主动退市将成为这类公司的出路之一。在这种状况下，市场会发生传导效应，在加大供给、加强淘洗的过程中，新三板的壳价值也会一步步减弱，很可能在 2016 年非创新层的新三板壳资源的价格会大幅下降。

第三，10 000 家挂牌企业数将成为分水岭，未来新三板内部整合也会成为常态。目前看，2016 年会是新三板挂牌数量的最后加速期，在新三板数量到达一定规模而显著出现估值与流动性的结构化后，新三板会成为被整合的天然市场，一大批已经做好审计的企业因为没有交易量、没有融资成功而最终选择被并购退出。2015 年，新三板出现了各类标志性的并购事件，如新三板收购 A 股案例（和君商学收购汇冠股份）、新三板收购港股案例（体育之窗收购联众游戏）、新三板收购纳斯达克案例（百合网并购世纪佳缘）。目前已有大量新三板内部参股的案例，我们判断将很快出现新三板并购新三板的案例。

第1章

知识结构：掌握证券市场的水性与特征

怎么样才能在狼烟四起的资本市场中对资本运营驾轻就熟？怎么才能在狂沙漫卷的资本经营中为新三板企业保驾护航？好董秘的尚方宝剑与锦囊妙计是什么？

熟知资本市场波动规律

董秘作为新三板上市公司的资本运营负责人，每天所应对的工作与业务经营部分有所不同，知识结构与其他高管相比有显著区别。大量的项目证明，很多董秘一心想要在新三板为公司攻城略地，却连股票涨跌也搞不清楚。

因为不懂股票市场的水性与规律，很多董秘误判自身企业的股价涨跌，踩错资本运作的布局与节奏等，造成各种直接或间接的损失。我们惊奇地发现，很多董秘犯下常识性错误的原因是他们根本没有接触过股票市场，甚至不懂股票。

我们在接触客户的过程中，常听到新三板客户反映自己公司的股票 K 线上上下下，认为股票能涨的时候并没有涨，认为股票可能要跌的时候反而又不跌。一是并不能够清晰全面地认识影响市值涨跌的各个因素，二是不清楚到底什么样的动作能够改进企业市值。

很多新三板企业家对新三板的定价机制与逻辑并没有全面的认识，只能

直观地感受到企业市值被高估或者被低估。比如新三板的做市选择与结构问题，影响做市估值的因素包括做市时点、做市商对象、做市商数量、做市商的持股安排、做市后的交易安排等，多要素决定与做市商的价格谈判。如果做市商的数量少、竞争程度不够，在企业定价上相对的话语权就比较强。企业进行做市交易时做市商的选择就不应该一味求多，应根据企业规模及自身特点选择适合自身数量的做市商，根据自身情况采取不同策略。因此，在与做市商的博弈与平衡中维持好企业自身市值是一个非常重要的命题。

2015年6月底，A股经历了一次摧枯拉朽的股票跌停潮，整个股灾经过堪称惊心动魄。6月19号，沪指大跌6.42%，3个交易日内，在小幅反弹5%后再次暴跌超过13%，从6月15号到7月8号，短短17个交易日内，跌幅超过30%，从5100点跌至3500点。虽然经历了政府强势救市，却仍然无法挽救千股跌停的局面。其中发现，在大盘暴跌的过程中，不少上市公司纷纷增持或回购股票，认为这是一次千载难逢的机会，却往往将时机踩在了下跌的中继反弹上，因为大盘的持续下挫，增持的上市公司纷纷受损，甚至导致控制权变更等。究其原因，资本市场的水性是决定上市公司能否踩对资本节奏的核心要素。那什么是水性呢？这就依赖于董秘对资本市场的感觉，是董秘对股票走势的预判。

一个董秘要掌握证券市场的水性与特征，首先应该建立关于股票的常识与规律。尤其是目前的新三板和A股，它们都有自身独特的市场运行规律和估值的逻辑，熟悉资本市场的波动规律是董秘做好新三板公司资本经营工作的首要任务。只有懂得规律、认识规律、把握规律，才能帮助上市公司对证券市场环境的变化做出预判，并启动各种应急方案。

目前新三板流动性相对紧缺，二级市场交易层面属性反应并不十分明显，但一定程度上与A股有联动效应，所以A股的规律一定程度上能够为新三板提供借鉴。

A 股规律

那么对 A 股来说，有哪些自身特殊的运行规律呢？我们举几个简单的例子。

A 股规律 1：铁打的“A 股”，流水的“板块”——行业偏好规律

A 股热点年年都有，每年偏好各不相同，但总体看来，某些行业在 A 股市场总能享受持续性的估值溢价。行业估值的高低是 A 股自身的特性，以下为我们总结的目前 A 股各种行业所对应的市盈率水平（见表 1-1）。

表 1-1 A 股各种行业所对应的市盈率水平（2013~2015 年）

行业分类	2013 年 净利润增速	2014 年 净利润增速	2015 年 净利润增速	2013 年 PE (TTM)	2014 年 PE (TTM)	2015 年 PE (TTM)
农林牧渔	-24%	24%	39%	62.71	76.62	77.11
采掘	-7%	-23%	-78%	11.63	20.79	80.50
化工	7%	-24%	-4%	17.22	31.20	46.52
钢铁	-190%	26%	-794%	56.06	80.49	-12.73
有色金属	41%	-99%	-271%	39.64	-4025.80	-2960.15
电子	52%	5%	7%	45.37	52.63	86.74
汽车	34%	14%	13%	14.53	17.34	23.94
家用电器	35%	30%	-4%	15.28	14.56	24.20
食品饮料	-4%	-8%	7%	17.99	23.97	29.73
纺织服装	9%	20%	4%	21.32	26.01	47.75
轻工制造	4%	9%	38%	40.55	48.04	66.92
医药生物	16%	17%	17%	36.74	37.87	53.66
公用事业	45%	13%	15%	13.75	20.17	23.18
交通运输	0%	43%	4%	18.97	22.51	28.83
房地产	16%	6%	7%	11.34	19.52	29.68

续表

行业分类	2013 年 净利润增速	2014 年 净利润增速	2015 年 净利润增速	2013 年 PE (TTM)	2014 年 PE (TTM)	2015 年 PE (TTM)
商业贸易	11%	-4%	-31%	24.03	33.27	77.02
休闲服务	-11%	-16%	86%	43.02	71.64	72.93
银行	13%	8%	2%	4.81	7.08	6.57
综合	-40%	56%	-18%	67.05	62.97	136.46
建筑材料	47%	-5%	-40%	15.56	23.88	53.73
建筑装饰	34%	12%	11%	9.20	17.90	19.25
电气设备	1%	97%	-1%	61.77	40.19	70.58
机械设备	-14%	-12%	-16%	30.61	51.24	102.61
国防军工	-6%	-27%	-169%	63.69	156.36	-280.29
计算机	26%	25%	15%	43.91	50.36	92.12
传媒	26%	35%	53%	48.71	48.00	73.87
通信	74%	63%	12%	39.31	44.31	65.17
非银金融	55%	58%	79%	19.48	28.89	15.65

数据来源：Wind（万得资讯），市盈率计算采用整体法

A 股规律 2：拔出萝卜带出泥——热点传导规律

对流动性较好的 A 股，不同的热点概念存在着不同的传导路径，比如 2012 年重庆啤酒因乙肝疫苗项目实验效果无效，出现连续 9 次一字跌停，那段时间，生物医药板块大部分个股都表现不好，尤其是疫苗板块，也跟着跌停，大部分都有 2%~5% 的跌幅。

A 股的传导操作路径是怎样的呢？我们以一个案例来解释：

2013 年 8 月 22 日，上海自由贸易试验区经国务院正式批准设立，位于上海自贸区的外高桥连续 12 个涨停，上海本地板块逐渐发酵，新世界、爱建股份、豫园商城等个股大涨。

9 月 9 日，传出广东自贸区初步方案已经成形将报送国务院进行审批的消息，广东自贸区概念全线大涨，中远航运、沙河股份、盐田港等多只个股

涨停。

10月8日，传出天津滨海新区自贸区方案已向国务院进行申报的消息，天津自贸区概念大涨，天津港、天津海运等多只个股涨停。随着内地自贸区概念的延伸，大连港、连云港、厦门港务、天津港、宁波港等多只港口贸易股相继大涨。

持续跟踪市场不难发现，整个市场传递存在内在的逻辑，从上海自贸区——上海本地板块——××自贸区——港口贸易，就好像一颗石子投到水面，在水中泛起的波纹前后关联、若隐若现。

董秘对市场的这种传导路径要非常明了，一个利好或者一个利空很可能经过一次到两次传播就折射到自己公司的股票上。这种情况下，一定要对二级市场的传递和波动存在预判并及时应对。

A股规律3：风水轮流转，资金在谁家？——板块轮动规律

如果以年为单位，会发现很多板块都存在周期重复运动——以产业背景作为触发要素每年产生相应的波动，长此以往便形成了A股特有的自身规律，比如，重组和炒新是永恒的主题；每年的年报和季报行情；年底基金行情、新财富行情。

我们从微博摘抄了一段“炒股四季歌”，能够很好地说明A股每年的固有规律：“冬炒煤来夏炒电，五一十一旅游见，逢年过节有烟酒，两会环保新能源；航空造纸人民币，通胀保值就买地，战争黄金和军工，加息银行最受益；地震灾害炒水泥，工程机械亦可取，市场商品热追捧，上下游厂寻踪迹；年报季报细分析，其中自有颜如玉，国际股市能提气，我党路线勿放弃。”

细细品读这一段“炒股四季歌”，每句话都有自身的产业逻辑。比如“冬炒煤来夏炒电”，从目前国内的能源产业结构——冬天供暖长期依赖煤炭来