

# 齐鲁股权每日金融

2017 年 02 月 28 日

## ◆ 导航

- 【政策导向】
- ◆ 刘士余：防范金融风险为底线 服务实体经济为主旨
  - ◆ 稳中求改革 铁腕治乱象——中国证监会回应资本市场热点话题
  - ◆ 证监会：企业盈利一年即可上创业板
  - ◆ 资本市场市场化法治化国际化改革方向不会改变

- 【业务参考】
- ◆ 上海金融界和法律界或将首先试水区块链应用
  - ◆ 关于可转债 从发行到投资你需要知道的
  - ◆ 中国经济重磅信号：国企利润恢复性增长

- 【场外交易市场】
- ◆ 淄博日报：齐鲁股交中心党委副书记、总裁李雪当选淄博市第十五届人民代表大会常务委员会委员
  - ◆ 去年新三板定增基金近七成亏损 押宝重组却频“踩雷”
  - ◆ 赵争平：研究新三板和区域性股权市场的合作对接机制
  - ◆ 苏州区域股权市场初具规模

## ◆ 【政策导向】

### ◆ 【刘士余：防范金融风险为底线 服务实体经济为主旨】

（中国证券报）证监会主席刘士余 26 日在国新办新闻发布会上强调，证监会的首要任务是监管，如果说还有第二、第三任务，也是监管。中国证券报认为，依法、全面、从严监管仍将贯穿今年资本市场改革发展，并凸显以防范金融风险为底线、服务实体经济为主旨、强化稽查执法“逮鼠打狼”为抓手的特点。监管新思路必将催生 A 股新格局，市场基础设施建设、融资功能发挥、投资者行为模式等诸多方面料有新变化。

去年以来，监管层“撸起袖子抓监管”，给资本市场注入正能量，净化了市场生态。一方面，股市融资功能逐步恢复，去年首发和再融资合计 1.5 万亿元（不含定向增发资产认购 5464 亿元），支持上市公司并购重组，涉及交易金额 2.39 万亿元，多层次市场建设取得显著进展，服务实体经济效能明显提升。另一方面，重拳治乱、铁腕执法，震慑不守规矩、呼风唤雨的金融大鳄。2016 年作出 221 项行政处罚决定，对 38 人实施市场禁入，罚没款总计 42.8 亿元，行政处罚决定数量和罚没金额创历史新高，市场禁入人数达到历史峰值。

证监会主席刘士余强调，今年证监会将坚持稳中求进的原则，“撸起袖子抓监管”，愿为保护中小投资者合法权益“掉羽毛”。可以预期，资本市场监管力度和强度将持续升级，市场基础性制度将进一步夯实，稽查执法力度将持续加码。

监管将强化底线思维，防范和化解风险，维护资本市场稳定健康运行。防风险是中央经济工作会议提出的一项重要任务，2015 年股市异常波动、2016 年债市“黑天鹅”事件都在警示防风险不可掉以轻心。一是平衡好稳定、发展、改革的关系。“风平浪静好行船”。实践证明没有稳定的市场环境，任何改革都无法推进，甚至已经迈出的改革步子也可能倒退回来。这就要求坚定市场化、法治化、国际化的改革方向；

稳定市场证明行之有效的监管政策和做法；持续打击资本市场违法违规行。二是夯实基础性制度。珍珠项链再漂亮也需要穿珍珠的这条线结实。这就要求监管持续发力，夯实市场基础制度。特别是重大制度创新要更加注重国情，资本市场改革发展监管不能“天真浪漫”。

监管将推动资本市场提升服务实体经济的效能。在当前的经济环境下，资本市场服务实体经济的内涵重在突出三点：一是形成完备的融资功能。大力发展股权融资是改善中国经济融资结构的重要路径，如果一个市场连基本的融资功能都不具备，这个市场无疑是不成熟的。在此理念下，A 股 IPO 常态化大势所趋。二是服务供给侧改革，支持国家重大战略。这包括且不限于严格限制钢铁、煤炭等过剩行业企业 IPO 和再融资，支持创新创业企业上市融资；IPO 扶贫；支持涉农企业融资，农业龙头企业做大做强等。三是提升上市公司质量。珍珠项链的漂亮取决于珍珠的质地，上市公司的质量决定了资本市场的成色。一方面，IPO 审核将从严，严打“带病发行”，防范“病从口入”；另一方面，加强退市制度的优化落实，提高市场的解毒排毒功能。

监管将全力维护“三公”原则，严惩各类违法违规行为。“打妖精”、“逮鼠打狼”已成为资本市场“强监管”的最好注脚，今年稽查执法力度也只会加强不会弱化。正如刘士余所强调的，一些所谓的“野蛮人”、“害人精”披着合法的外衣，打着制度的擦边球，在资本市场上巧取豪夺，侵蚀中小投资者合法权益，必须严惩。可以预期，今年稽查执法范围将进一步扩大，除了内幕交易、操纵市场、信披违规等传统对象，再融资审核标准和条件提高，大股东违规减持也会被重点关注。

中国证券报认为，我国资本市场发展仍不成熟，市场内在的脆弱性、复杂性不容低估，市场生态有待净化。而唯有提升监管的“雷霆万钧之能”，方能造就资本市场“鸿鹄千里之势”。我们期待市场各方都“撸起袖子加油干”，共同推动中国资本市场行稳致远。

## ◆【稳中求改革 铁腕治乱象——中国证监会回应资本市场热点问题】

资本市场改革就像穿珍珠项链、有信心解决 IPO“堰塞湖”问题、违法违规线索仍会紧盯不放……在国新办 26 日举办的新闻发布会上，中国证监会主席刘士余携三位证监会副主席，回应了诸多资本市场热点问题。

### 今年资本市场改革要有新突破

一年来以“严监管”给大家留下深刻印象的刘士余当日多次谈到改革，透出今年推进资本市场改革的坚定决心。

“证监会工作会对‘进’的方面明确了任务，很重要的一条就是，改革要有新进展、新成效、新突破，尤其是资本市场参与者达成共识的一些关键性制度，必须迈出关键步伐。”刘士余说。

他说，“风平浪静好行船”，中国资本市场多年的实践证明，没有稳定的市场环境，任何改革都无法推进。

反过来，如果不坚持市场化、法治化、国际化的改革方向，不坚持问题导向的改革哲学，资本市场中长期积累下来的“顽疾”就不可能减少，更谈不上根除，资本市场的发展就没有活力，稳定就缺乏牢固的基础。

“路要一步一步走，关键是要走在正确的路上，而且方向要对。”他用珍珠项链比喻说，穿好一个珍珠项链要有几个要素，首先要有珍珠，珍珠要有质量；

第二，得有条线，线要牢固，这是改革的方向和运行制度；第三，得一颗一颗地穿；第四，项链穿起来后得有个锁头，这就是监管。

“检验改革是不是下了真功夫，方法对不对，效果好不好，唯一标准就是看资本市场是否稳定健康发展。”刘士余说。

他强调，对看准了的改革、市场发展急需的改革，要坚定不移地去做，一步一个脚印扎扎实实地推进，“积跬步至千里，让改革落地生根、开花结果。”

### **有信心解决 IPO“堰塞湖”问题**

针对新股发行问题，刘士余说，我们曾用减少甚至暂停 IPO 的方法，力图稳定市场，取得过时点性的效果。但长远来看，并未解决资本市场长期稳健发展的机制性问题。

他说，从静态来看，在某一个时点，新股发行增加了，会影响二级市场的供求关系；动态地看，资本市场的根本动力在于为实体经济服务，在于分享实体经济发展成果。要想长久，必须有新的公司进来。

据介绍，去年以来，证监会就这一问题持续加强和市场沟通，尊重市场机制、市场规律，顺应市场需求，增加了上市公司供给。“实践证明，来自市场共识的这个做法是受到市场欢迎的。”刘士余说。

对于数百家企业排队 IPO 的问题，刘士余回应说：“我们有信心解决所谓的‘堰塞湖’问题。”他说，“堰塞湖”是大家对排队公司家数多、进展慢的形象称呼，也是一种心理预期的反映。新股发行不在家数多一点、少一点，关键是企业质量。

此外，解决“堰塞湖”的路子越来越宽。除了沪深两市外，新三板、区域性股权市场，再加上规范化的并购重组，资本市场对企业股权融资的接纳力会越来越强。

“中国是发展中的大国，随着创新驱动战略的实施，会有越来越多的企业申请上市，这是中国经济活力的体现，是中国资本市场发展的源头活水。”刘士余说。

### **历史和当下的违法违规线索都会盯住不放**

严监管一直是资本市场的关键词，在当日的发布会上，刘士余再放话：“‘野蛮人’‘大鳄’等往往披着合法外衣，打制度擦边球，在资本市场上巧取豪夺，侵蚀着中小投资者的合法权益，证监会能坐视不管吗？！”

“证监会首要任务是监管，如果说还有第二任务，也是监管，第三任务还是监管。”刘士余说，没有“三公”的市场秩序，中小投资者的合法权益就得不到有效保护。

刘士余还告诫“金融大鳄”说，在金融市场上，金钱的诱惑是巨大的，“天使”和“魔鬼”就在一念之差，资本市场上金融家和“金融大鳄”只有半步之遥。

他说，在现代化分析技术广泛应用的今天，任何人、任何机构在任何时候干的违法违规、坑害中小投资者、破坏市场秩序的行为都是有记录的，这些线索，无论是历史的还是当下的，证监会都会盯住不放。

### **推动上市公司进一步明确党组织的架构、任务、规则**

《上市公司治理准则》的修订也受到市场关注。刘士余在发布会上特别指出，准则修订过程中既要对接国际标准，更要融入中国元素，以期通过修订后的准则，推动各上市公司在公司章程中进一步明确党组织的架构、任务、规则。

“公司法第 19 条，对公司中党的组织、党的活动是有明确规定的。”刘士余说，从上市公司的情况看，不管是国有控股的还是民营控股或是混合所有制的公司，重视公司中党的建设，注重发挥党员的先锋模范作用，往往能在竞争中立于不败之地。

“凡是搞坏了的公司，往往不注重公司党的建设，不注重发挥共产党员的先锋模范作用。”刘士余说，上市公司应该是好公司的代表，对股东的责任、对社会的责任、对国家的政治责任集于一身，对上市公司要求应该是更高的。

非国有控股的上市公司注重发挥党支部的战斗堡垒作用，党员的先锋模范作用。“我们强调的是，在国有控股的上市公司中，党委是领导核心、政治核心，这一点上绝不能含糊。”刘士余说。

## **◆【证监会：企业盈利一年即可上创业板】**

凡是能持续推动中国实体经济发展、造福于民的企业，均可上市融资  
持续亏损、为了上市圈钱欺骗投资者、没有社会价值的企业通通闭掉  
这才是健康市场经济的发展基础

证监会新闻发言人张晓军表示，证监会正采用多项措施，全面推进创业板改革，其中包括修订创业板首发管理办法，适当放宽创业板首发财务准入指标，取消持续增长要求，简化发行条件，进一步加强对创新型、成长型企业发展的扶持

力度。

在证监会发布的《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》中，IPO 咨询机构前瞻投资顾问（主要为拟上市公司提供上市前细分市场研究和募投项目可行性研究）发现，发行条件出现了较大幅度的调整，尤其取消了多个硬性盈利指标，这为更多中小企业登陆创业板打开了融资闸门。

**《征求意见稿》第二章的发行条件指出，发行人申请首次公开发行股票应当符合下列条件：**

（一）发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。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，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算；

（二）最近两年连续盈利，**最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。**净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；

（三）最近一期末净资产不少于两千万元，且不存在未弥补亏损；

（四）发行后股本总额不少于三千万元。

**而在这之前，创业板的发行条件中，对盈利指标的要求如下：**

最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元，**且持续增长；**或者最近一年盈利，且**净利润不少于 500 万元**，最近一年营业收入不少于 5000 万元，**最近两年营业收入增长率均不低于 30%；**发行前净资产不少于 2000 万元。此外，最低公众持股量，一般占公司已发行股本至少 25%。IPO 后总股本不得少于 3000 万元。

对比发现，创业板拟取消持续增长的要求，包括最近两年盈利必须持续增长，以及最近两年营业收入增长率均不低于 30%。同时，最近一年净利润必须不少于 500 万元、发行前净资产不少于 2000 万元的硬性要求也取消了。

“适当放宽财务准入指标，并不意味着创业板市场要“放水”。”张晓军说。放宽发行条件，还权于市场，交由投资者判断，是推进股票发行注册制改革的重要一步。而且，可以支持更多的企业发行上市，拓宽服务覆盖面。

据悉，创业板在设立之初，为确保顺利推出、平稳运行，对企业有两套财务准入指标，要求企业营业收入须增长 30%或净利润持续增长，使得部分业绩波动

大，或未来增长潜力很大但目前盈利水平较低的企业，难以在创业板上市。而修订后的创业板首发管理办法取消了营业收入或净利润持续增长的硬性要求，允许收入在一定规模以上的企业只需要有一年盈利记录即可上市，更为符合创新型中小企业的特点。

为扩大市场覆盖面，证监会此次改革还决定停止执行《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》。创业板申报企业不再限于九大行业，战略性新兴产业以及其他行业和业态的创新型、成长型企业均属于创业板市场支持的范围。需要指出的是，国家产业政策明确限制的产能过剩、高污染及高能耗行业的企业仍不能发行上市。

张晓军强调，此次放宽创业板财务准入指标并不意味着放松监管。创业板首办法修订后，监管部门将以信息披露为中心，不会降低对企业的实质性要求，加强事中事后的监管，风险可控，并保护投资者合法权益。

证监会新闻发言人张晓军表示，证监会正采用多项措施，全面推进创业板改革，其中包括修订创业板首发管理办法，适当放宽创业板首发财务准入指标，取消持续增长要求，简化发行条件，进一步加强对创新型、成长型企业发展的扶持力度。

在证监会发布的《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(征求意见稿)》中，IPO 咨询机构前瞻投资顾问（主要为拟上市公司提供上市前细分市场研究和募投项目可行性研究）发现，发行条件出现了较大幅度的调整，尤其取消了多个硬性盈利指标，这为更多中小企业登陆创业板打开了融资闸门。

**《征求意见稿》第二章的发行条件指出，发行人申请首次公开发行股票应当符合下列条件：**

（一）发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。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，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算；

（二）最近两年连续盈利，**最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。**净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；

（三）最近一期末净资产不少于两千万，且不存在未弥补亏损；

（四）发行后股本总额不少于三千万元。

而在这之前，创业板的发行条件中，对盈利指标的要求如下：

最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%；发行前净资产不少于 2000 万元。此外，最低公众持股量，一般占公司已发行股本至少 25%。IPO 后总股本不得少于 3000 万元。

对比发现，创业板拟取消持续增长的要求，包括最近两年盈利必须持续增长，以及最近两年营业收入增长率均不低于 30%。同时，最近一年净利润必须不少于 500 万元、发行前净资产不少于 2000 万元的硬性要求也取消了。

“适当放宽财务准入指标，并不意味着创业板市场要“放水”。”张晓军说。放宽发行条件，还权于市场，交由投资者判断，是推进股票发行注册制改革的重要一步。而且，可以支持更多的企业发行上市，拓宽服务覆盖面。

据悉，创业板在设立之初，为确保顺利推出、平稳运行，对企业有两套财务准入指标，要求企业营业收入须增长 30%或净利润持续增长，使得部分业绩波动大，或未来增长潜力很大但目前盈利水平较低的企业，难以在创业板上市。而修订后的创业板首发管理办法取消了营业收入或净利润持续增长的硬性要求，允许收入在一定规模以上的企业只需要有一年盈利记录即可上市，更为符合创新型中小企业的点。

为扩大市场覆盖面，证监会此次改革还决定停止执行《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》。创业板申报企业不再限于九大行业，战略性新兴产业以及其他行业和业态的创新型、成长型企业均属于创业板市场支持的范围。需要指出的是，国家产业政策明确限制的产能过剩、高污染及高能耗行业的企业仍不能发行上市。

张晓军强调，此次放宽创业板财务准入指标并不意味着放松监管。创业板首发办法修订后，监管部门将以信息披露为中心，不会降低对企业的实质性要求，加强事中事后的监管，风险可控，并保护投资者合法权益。

## ◆【资本市场市场化法治化国际化改革方向不会改变】



国务院新闻办公室周日上午举行新闻发布会，中国证监会主席刘士余就当前资本市场热点问题回答了记者提问，证监会副主席李超、方星海、赵争平也分别就 A 股及资本市场国际化、证券基金行业发展、新三板与区域性股权市场改革等问题回答了记者提问。

针对证券基金行业发展，李超表示，总体看，目前证券和基金行业资本充足，防范风险以及资产管理的能力和水平都有了很大的提升。作为资本市场非常重要的中介机构和资产管理机构，近年来，证券基金行业在服务实体经济和国家战略、满足居民财富管理需求等方面有一些新的进展。另外，证券和基金机构为“一带一路”服务，为沿线国家在境内发行人民币债券提供了支持。同时，行业服务国家扶贫攻坚战略，已经有 80 多家证券机构与 130 多个国家级贫困县结对帮扶，发挥行业独特的优势，重在提高贫困地区的自身造血能力，尽力履行社会职责。

李超认为，经过不断努力，证券基金行业公司治理结构得到改善，行业勤勉尽责意识逐步提高，合规风控体系初步建立，对投资者适当性管理的重视程度有所提高，但证券基金行业的发展水平、质量与经济金融、资本市场的发展不协调，与国际同行相比差距明显。下一步，中国证监会将按照党中央和国务院的统一部署，秉持正确的监管理念加强监管，守住不发生系统性金融风险的底线；与此同时，还将继续支持和鼓励那些经营比较规范、能力比较突出、内控比较有力的行业机构，鼓励他们打造功能完备、具有核心竞争力、具有国际竞争力的一流投资银行和资产管理机构。

针对 A 股今年纳入 MSCI 全球指数的机率，方星海表示，决定权首先在 MSCI，但不管是否纳入，中国股票市场及整个资本市场沿着市场化、法治化、国际化的改革方向是不会改变的，改革开放的节奏也不会因为 MSCI 是否纳入 A 股指数而改变。方星海同时认为，任何一个新兴市场的股票指数，假如没有中国的股票在里面，这个股指是非常不完整的。

对于外资企业在境内上市的国际板，方星海坦言，目前还存在会计准则、信息披露等技术性障碍；如果推出国际板，涉及到相关制度规则的调整，这件事情一直在研究，但没有时间表。

针对中国向外国投资者开放资本市场的问题，方星海表示，资本市场特别是中国证监会监管的证券期货市场欢迎境外投资者、境外服务提供商到中国来开展

业务。根据党中央和国务院的部署，证监会准备在境外机构以合资方式参与中国的证券期货市场方面采取一些措施，包括逐步提高境外投资者持有境内证券期货经营机构的股比上限，目的是使国内的证券期货市场发展得更好。除了自主开放以外，中国资本市场的对外开放还将在双边或多边国际协议的框架下，推进双向对等开放。

针对商品期货市场的监管思路和改革发展，方星海表示，总体理念是市场不需要虚高的交易量，要发挥期货市场价格发现和有助于产业客户防范风险的真正功能。今年的工作包括提升期货市场服务实体经济和产业客户的能力，计划推出农产品期权交易，争取尽快推出原油期货；在交易监管方面，引进更多的产业客户，使期货市场定价质量更高；同时也会推进期货市场国际化，引进境外产业客户参与国内期货市场交易。

针对新三板与区域性股权市场改革，赵争平表示，新三板改革是今年建设多层次资本市场的一项重要任务，要让新三板在量的积累基础上实现一个质的提升。改革的重点是完善市场分层，通过分层管理，把发行、交易、投资者准入和监管等多方面的改革贯穿起来，为众多的挂牌企业提供差异化的制度供给，把市场的积极效用进一步释放出来。

赵争平表示，在建设多层次资本市场过程中，区域性股权市场也是其中一个组成部分。证监会下一步将主要做好制定并出台统一的区域性股权市场业务和监管规则，加强对省级人民政府监管工作的指导、协调和服务，对区域性股权市场的规范运营情况进行监督检查三个方面的工作。

## ◆ 【业务参考】

### ◆ 【上海金融界和法律界或将首先试水区块链应用】

中国证券网讯 记者 27 日从澎湃新闻网获悉，中国区块链应用研究中心（上海）2 月 26 日正式揭牌成立，中国保监会原副主席魏迎宁和中共上海市金融工作委员会书记、上海市金融服务办公室主任郑杨出席活动。对于区块链的发展，郑杨呼吁法规先行，并表示有可能上海法律界和金融界可以先行先试。同时他希望上海金融和科技界遵守规则和公约，在风险可控的前提下，推动金融和科技的联合创新。

作为近年来金融领域的一项技术革新，区块链存在于互联网并向所有用户开放，无须第三方介入即可实现点对点的价值交换。

在中国区块链应用研究中心（上海）揭牌仪式上，郑杨表示，区块链是高度安全、不可篡改的互联网账本，特别适用于中间环节繁杂、中介成本过高的应用领域。

对于区块链的应用演进路径，郑杨认为大致可以分为三个阶段：“1.0 版本是可编程的支付，可应用于数字货币、支付领域和跨境领域、小额借贷等；2.0 版本是可编程的交易，股票、债权、年金、私募股权等；3.0 版本是可编程的社会，应用于博彩、教育、医疗等社会领域。”对于金融行业来说，郑杨认为区块链大致有七个方面的作用：1.区块链能够降低信任的风险；2.区块链能够提高支付交易结算的效率；3.区块链能够降低经营成本；4.区块链能够有效预防故障和攻击；5.区块链能够提升自动化水平；6.区块链能够满足监管和审计的要求；7.区块链能够极大的提升数据资产的流动效率。

“我们成立中国区块链应用研究中心，呼吁要法规先行。有可能上海金融界和法律界可以做一些尝试，我们先制定一些规则，看看能不能在这方面先行一步。”郑杨表示。

上海市高院副院长盛永强表示，区块链可能对法制带来一定变化。一是在未来的商业交易中，区块链技术可能会替代传统的保证交易安全的工具和技术；二是区块链在社会治理体系和能力现代化方面有很大的发展空间；三是将区块链的不可篡改和唯一性应用于法院的审判和司法合同可能会解决许多困扰人类社会多年的证据法难题。

## ◆【关于可转债 从发行到投资你需要知道的】

再融资限制定增，转债受益

近期，监管层在再融资方面加大了定增的限制，并鼓励上市公司通过可转债进行再融资。可转债作为一种融资工具有独特的优势，属于监管放心、投资者乐于配置、上市公司低成本融资的三赢产品，规模有望快速增长。我们也在本文中详细介绍了可转债这一投资品种。

转债融资的优势与劣势

上市公司发行转债融资有着独到的优势，包括溢价发行、容易获得股东支持、条款灵活，大股东进退自如等。对于投资者来说，转债是传统债券基金为数不多的能分享股市上涨收益的品种，可质押属性带来的放杠杆能力使它成为股市牛市时增强收益神器。

### 如何参与转债投资

投资者参与转债投资有三个方式：老股东配售、一级申购而二级配置。部分基金持有股票有限制，而一级申购中签率低难以拿量，二级市场配置是主要的参与渠道。

### 乘东风便，转债大有可为

### 监管规范再融资，转债受益

2月17日，证监会修改《上市公司非公开发行股票实施细则》，其中对上市公司定增实施了更加严格的管理，包括主要的三条措施：设定18个月的时间间隔、限定再融资发行股份数量不得超过总股本的20%、明确定价基准日为非公开发行期的首日。

当然，再融资新规的影响我们的策略和各行业的团队已经分析了很多，这个也不是本次报告的重点。值得注意的是，证监会明确表示上市公司发行优先股、可转债、创业板小额快速融资的，不受新规限制，我们认为在新规下，可转债有望走向快速发展的通道。

监管层为什么要推行转债发行？转债发行条件之一是近三年净利率不低于6%，可转债转股则需要股价的上行。转债对于发行人有天然的约束，且公司推动转股需要公司有出色的业绩配合股价上行（转债投资的项目对业绩有贡献），这两方面都是监管层希望看到的，进一步，转债发行后公司发行的债券余额不得超过净资产的40%，一定程度上是对发行规模的约束。此外，转债在历史上表现良好，信息透明，对于监管层来说是比较放心的一个品种。

### 转债有哪些优势

过去，由于非公开增发的快速发展，可转债的作用逐渐被边缘化。转债作为一种股债结合的品种，相对于其他融资渠道有着独特优势，包括溢价发行，融资成本低等。

对于投资者而言，可转债是债券投资者为数不多的可以享受股票上涨的

投资品种，其可质押的属性使其自带杠杆，往往成为股票牛市时债券组合放大受益的利器。

表 1：转债对于发行人和投资者的优势

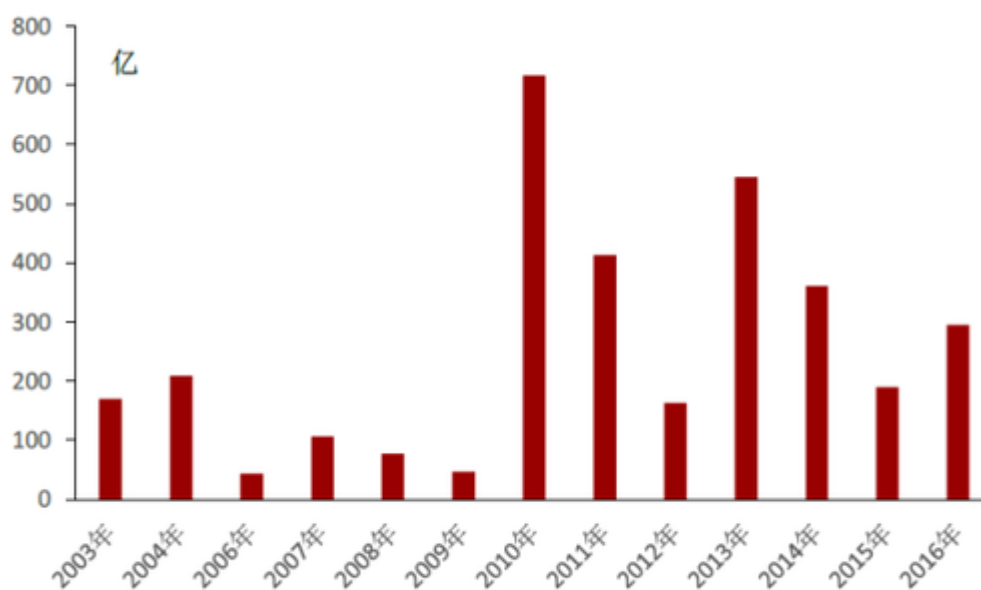
发行人	溢价发行	转债的转股价超过目前股价，溢价发行降低股权稀释
	融资成本低	转债的票面利率较低，一般只有低于 1%，哪怕未转股成本融资成本也较低
	股东能进能退	转债发行方式为原股东配售，股东放弃配售的部分则由一级市场申购。如果股东不想股权被稀释，可持有转债；如果股东想变现，则可在二级市场上售出
	条款灵活	转债的初始溢价率、下修、赎回、回售等条款可以根据发行人意愿设置
投资者	参与权益的通道	传统的转债投资者主要是债券基金和保险，转债是这些投资者参与股市为数不多的通道
	投资属性	转债兼有股、债属性，进可攻、退可守
	可质押	拥有质押回购融资功能，能够放大投资杠杆

资料来源：天风证券研究所整理

### 转债发行面临的制约

尽管转债是一个多方面都能接受的品种，但转债融资额一直处于较低的水平，每年在几百亿上下，除了定增强势发展以外，转债也发行也面临一定的制约，特别是发行时间较长的问题希望监管层未来能够解决。

图 1：历年转债发行规模



资料来源：wind，天风证券研究所

注：包括公募 EB 发行

首先，从发行人的角度来看，转债的发行需要最近三年 roe 均在 6% 以上，这个门槛就拦住了很大一部分的上市公司。而且，监管层规定公司累计的债券余额不能超过公司净资产的 40%，可转债是计入债券余额的。由于转债通常是以转股结束，一般理解它是一种股权融资，上市公司发行可转债后，通过债券渠道融资的能力就相应减弱。

其次，从监管的角度，转债审批的速度过慢。从董事会预案开始到转债最后发行，期间大概需要 3-5 个月左右，我们觉得发行速度过慢是制约转债发展的最主要因素。现在市场竞争激烈，很少有项目能过经过半年时间的等待。随着证监会支持可转债作为企业再融资渠道，我们相信监管层会考虑缩短可转债的发行时间。

转债是一种怎样的融资工具？

转债的定义

转债全称是“可转换公司债券”，是上市公司发行的一种含权债券。在债券状态下，发行人需要像债券一样每年支付利息，到期偿付，但转债利息一般较低，在 1% 上下的水平。转债投资者除了拥有债权之外，还拥有转股权：即以事先约定转股价格将债券转换成公司股票，转换的公司股票是新增的。设转股价格为 X，那么每张债券可以转换  $(100/X)$  股股票。

假设一个上市公司发行 10 亿可转债，发行时股价 4.5 元，设定转股价 5 元，理想情况下发行三年后 10 亿元可转债全部以 5 元转股，那么相当于上市公司以 5 元的价格做了 10 亿元增发。企业发行转债更偏好其转股，因此转债一般可以视作股权融资。

转债的要素

转债发行时需要设定的要素和条款要比单纯的定增和债券要复杂，除了发行规模和票面利息外，还有转股条款、修正条款、赎回条款和回售条款。这些条款的存在既能使得发行人灵活

转股条款：转股条款包括转股价和转股期，转股价是转债转为股票的价格，可转债的转股价设定需要不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价的高者，也就是说转债一般是溢价发行。转股期一般规定转债发行六个月后转债才能够转股。

修正条款：修正条款一般规定发行人有权在股价难以转股的情况下将股价向下修正。一个典型的修正条款如下：

“在本可转债存续期间，当本公司股票在任意连续 20 个交易日中有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日本公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者，同时修正后的转股价格不低于最近一期经审计的每股净资产和股票面值。”

发行人动用修正条款的动机是股价离转股价较远，又想推动可转债转股。值得注意的是，不是价格下跌了，发行人一定要启动修正条款，发行人可以择机修正。

赎回条款：赎回条款也是发行人的权利，赎回条款存在的目的是为了敦促转债持有人转股，意思就是再不转股就要被发行人以低价赎回了。一个典型的赎回条款如下：

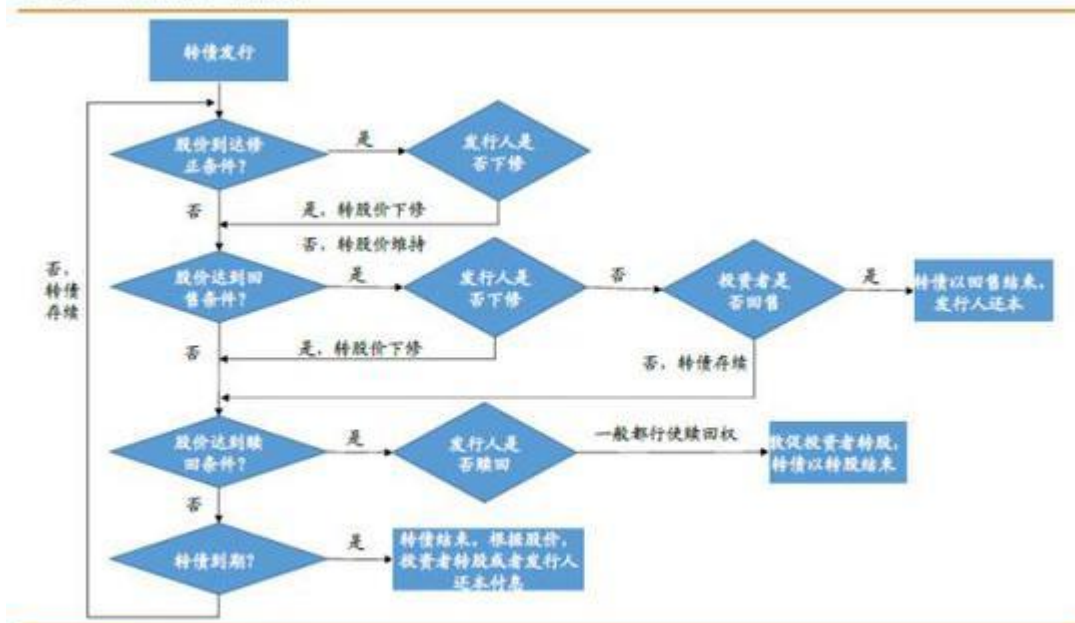
“在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），发行人有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债”

回售条款：回售条款是保护投资者权利的条款，典型的回售条款如下：

“在本可转债的最后 2 个计息年度，如果公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的 103%（含当期应计利息）回售给公司。”

显然，回售条款要和修正条款结合起来看。回售条款触发的条件要比修正条款更严格，发行人如果不愿意被回售可以启用修正条款下修转股价。当然，这中间存在投资者和发行人之间的博弈，历史上有部分转债是以回售结束的。

图 2：一个转债的生命周期



资料来源：天风证券研究所整理

谁可以发转债？

转债发行条件

上市公司发行转债需要满足盈利、债券额度、担保等条件。其中，盈利指标是拦住大部分上市公司发行转债的主要门槛，部分重资产企业（有色、化工）可能面临债券额度已满的情况。

表 2：上市公司发行可转债条件

项目	具体要求
盈利能力	最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%，以扣非前后低者为计算依据
债券余额	本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的 40%
利润	最近 3 个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券 1 年的利息
担保	净资产少于 15 亿需提供担保，包括连带责任担保、抵押或者质押

资料来源：证监会，天风证券研究所整理

哪些企业会发行转债

对于上市公司来说，发行转债最大的门槛就是今三年的业绩上市公司的净利率状况。我们仅从这一项来大致估算转债的发行企业和规模（因为大部分上市公司 2016 年年报并未披露，我们使用 2013-2015 三年的数据）。

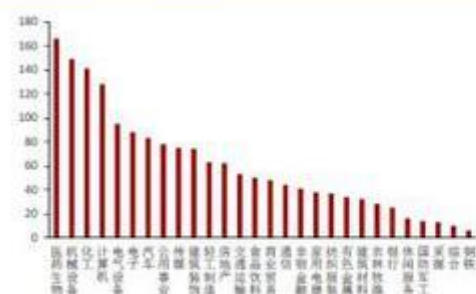
从我们的筛选结果来看，最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均



不低于 6% 的上市公司约 1700 家，占全部上市公司 55%。这些公司主要分布在医药、机械、化工等行业。当然，银行和非银这些大户也不能忽视，虽然他们绝对数量少，但是净资产总量大，单次发行的转债往往规模比较大。

从企业的净资产分布来看，符合发行可转债的上市公司大部分的净资产集中在 20 亿以下（占 50%），净资产 100 亿以下的公司占比达到 86%。也有 2% 的公司净资产在 1000 亿以上，主要是以国有大企业为主（银行、石油）。

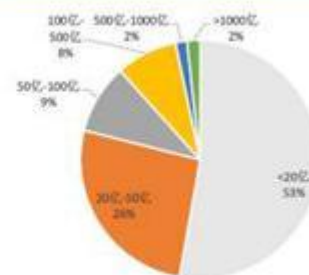
图 3：能够发行转债的上市公司行业分布



资料来源：WIND, 天风证券研究所

注：只筛选了净利率条件，没有筛选债券余额和可分配利润

图 4：能够发行转债的上市公司净资产分布



资料来源：WIND, 天风证券研究所

所有这些公司的净资产规模达到 21.6 万亿，转债发行的理论规模上限是总的净资产规模的 40%，也就是 8.6 万亿的。我们做个弱假设，假设在监管鼓励下，每年有 5% 的企业动用 30% 的发行额度，每年的发行规模也到达 1300 亿。对比现在算上公募 EB 才 500 多亿的转债存量市场，不可谓不是一个巨大突破。

如何参与转债投资？

投资者介入转债投资一般有三种方式：原股东配售、一级打新、二级投资。

原股东配售

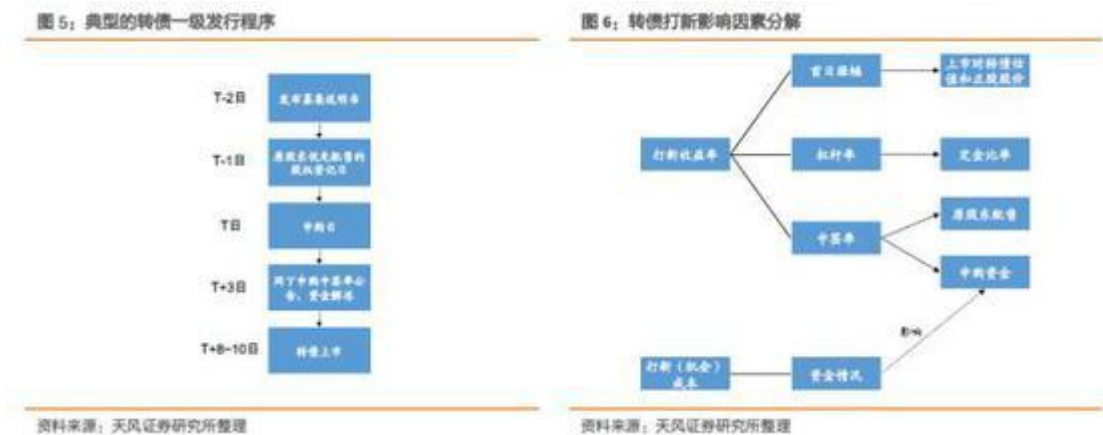
大部分转债发行时采用 100% 优先配售制度（每股配售价格=转债发行额度/A 股股本），原股东能够以每股一定的价格配售获得转债。由于一二级市场存在价差（配售转债付出的是面值 100，二级交易往往在 100 以上），除非市场环境特殊，一般股东都会参与。特别是对于大股东来说，无论是否想稀释股权，大概率会全力参与。

因此，对于投资者来说，如果要获得配售，需要在股权登记日之前买入股票就有配售资格。而实证表明，发行转债的上市公司在获得批文到股权登记日往往有一定的超额收益率。

一级打新：有收益但是难以买到量

转债配售的余额会供一级市场打新，打新分为网上和网下，机构参与的是网下，网上的规模可以忽略不计。和股票打新不一样的是，转债打新不需要底仓，但是需要保证金。每个转债发行时都有一个定金比率，比如定金比率是 20%，那么打新就是 5 倍杠杆。打新的收益率来源于一二级市场的价格差，收益率约为（上市后首日涨幅\*中签率\*杠杆\*年化系数-资金成本）。对于转债来说，原股东配售比例是影响中签率最重要也是最难以估算的变量，只能从持股比例来简单估算，一般来说机构持股比例较高的股票原股东配售比例也较高。

但是打新整体中签率不高，投资者想要买到量的话，还是需要在二级市场上买入。



从历史上来看，除了 2013 年大熊市发行的两只转债以外，转债打新收益率大概率不错，投资者可以参考发行时的市场情况择机参与。

表 3：近几年转债打新收益率

名称	发行日期	网下中签率(%)	定金比率	首日价格	7 日年化收益率
东华转债	2013-07-26	0.07	30%	126.3050	3.07
隧道转债	2013-09-13	1.00	50%	101.8100	1.89
徐工转债	2013-10-25	3.05	20%	94.9210	-40.36
平安转债	2013-11-22	3.42	20%	106.9200	61.66
深燃转债	2013-12-13	0.59	20%	99.0800	-1.41
齐翔转债	2014-04-18	0.38	25%	103.1200	2.48
国金转债	2014-05-14	1.13	50%	107.5700	8.95
长青转债	2014-06-20	1.96	30%	105.3000	18.04
东方转债	2014-07-10	1.28	30%	106.3500	14.11
冠城转债	2014-07-18	0.63	30%	118.0100	19.80
通鼎转债	2014-08-15	0.22	30%	122.4980	8.65
吉视转债	2014-09-05	0.16	30%	121.6000	6.01
齐峰转债	2014-09-15	0.22	30%	120.1000	7.66
浙能转债	2014-10-13	0.86	20%	107.3800	16.58
洛钼转债	2014-12-02	0.32	20%	119.1900	16.09
歌尔转债	2014-12-12	0.12	10%	120.5000	12.80
格力转债	2014-12-25	0.28	20%	138.2600	28.40
电气转债	2015-02-02	0.28	20%	133.3100	24.68
航信转债	2015-06-12	0.03	25%	145.3200	3.04
蓝标转债	2015-12-18	0.17	25%	114.3000	5.00
三一转债	2016-01-04	0.06	30%	107.6900	0.78
国贸转债	2016-01-05	0.37	25%	108.8800	6.83
九州转债	2016-01-15	0.11	30%	117.3500	3.26
广汽转债	2016-01-22	0.10	20%	117.9600	4.74
顺昌转债	2016-01-22	0.25	50%	130.1000	7.75
白云转债	2016-02-26	0.64	30%	119.2000	21.27
江南转债	2016-03-18	0.08	30%	129.1800	4.27
海印转债	2016-06-08	0.11	25%	117.0000	3.90
洪涛转债	2016-07-29	0.10	10%	123.2900	12.11

资料来源：wind，天风证券研究所

二级投资：获利的源动力是正股

转债可以分拆债底+看涨期权，因为含有期权，海外的转债交易流行对冲套利。但是我国的市场机制并不全面，转债套利策略并不可行，机构配置转债最终获利的源动力主要来源于正股上涨。

转债虽然是一种股债结合的品种，但是在实际投资过程中，由于转债缺

少必要的对冲机制，往往都是相对高溢价交易，债底并没有想象中的那么重要。转债的债券属性只有在偶尔几段的情况下有所表现，比如 2011 年和 2013 年的钱荒（当时的债性转债 YTM 收益率和信用债相差无几）。我们从指数上就可以简单清晰地看出 两者的同步性。

图 7：上证指数和中证转债指数



资料来源：WIND, 天风证券研究所

因此我们对于转债的投资研究重点仍然在于正股。除了正股以外，转债投资最大的魅力不愿意转债到期还本付息，因此也存在条款博弈的交易策略，具体的个券研究方法我们会在后续专题中推出。

目前转债市场投资标的匮乏，算上 7 只公募 EB 也仅仅 24 只标的，交易活跃的更是不多。转债未来发行加速，尽管短期会压制已有转债的估值，但从长远来看，有利于市场上发行主体的多样化，留给投资者更多的选择余地，也能吸引外部资金参与，活跃市场。再融资监管新规下，转债获得难得的发展机遇。

### ◆【中国经济重磅信号：国企利润恢复性增长】

一面是延续近两年利润负增长，一面是价格下调导致了能源、原材料和电信行业企业利润直接受到冲击，当人们正在对 2016 年国有控股工业企业业绩担忧之时，一份亮眼的“成绩单”呈现在面前：

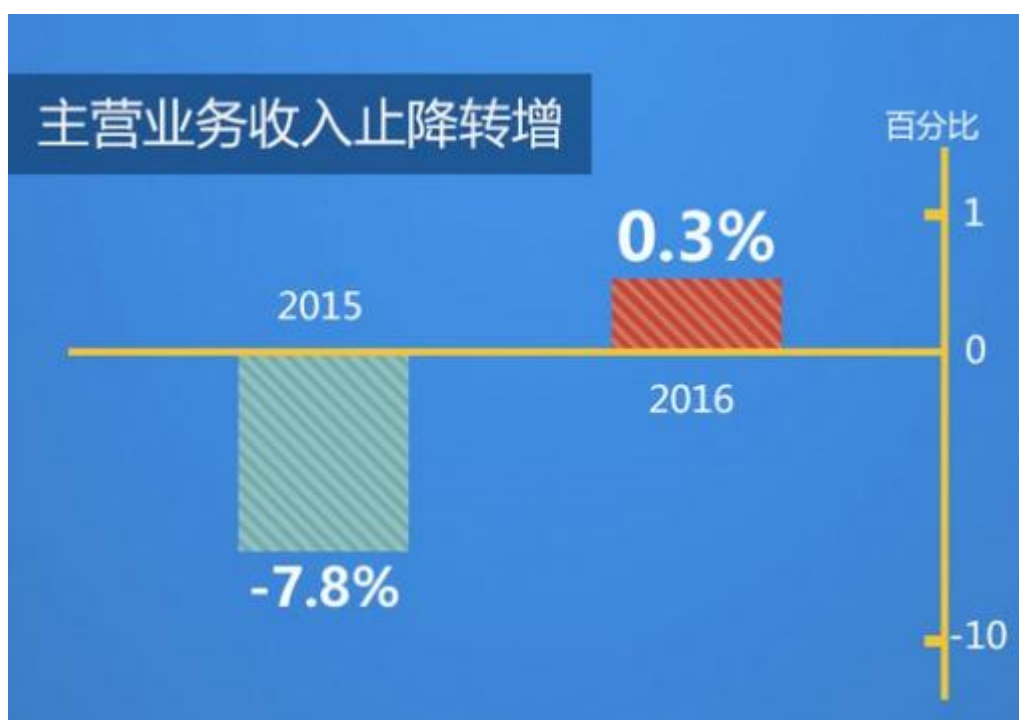
一举结束两年利润负增长局面，占中国国企绝大多数的国有控股工业企业在 2016 年实现了利润增长 6.7%，创出了 2012 年以来的最高增速。在利润呈现

恢复性增长的同时，利润来源也发生重大变化，电子设备、电气机械、医药等行业利润比重显著上升，结构优化成为新趋势。

### V形反转显示实体经济渐入向上空间

来自国资委和国家统计局的数据显示，2016年的国有控股工业企业利润数据呈现“四个优”。

一是主营业务止降回升转型优。全年主营业务收入同比增长0.3%，一举扭转了2015年下滑7.8%的不利局面。



厉害了！我的中国工业！扫二维码了解详细数据

二是利润总额由降转增效益优。全年利润增速6.7%，终止了2014年和2015年连续两年的下降趋势，还创造了2012年以来的最高增速。

三是利润率上升质量优。全年主营收入利润率5.03%，比上年提高0.39个百分点。

四是企业扭亏成效优。2016年国有控股工业企业中亏损企业减少了475户，国企亏损面比2015年减少了3个百分点，亏损企业亏损额同比下降了1.7%。

## 国企利润增速V形反转



从 2011 年起，规模以上工业企业起点标准由原来的年主营业务收入 500 万元提高到年主营业务收入 2000 万元

这样的亮眼成绩并非一蹴而就，而是一步步地从“低谷”中踏实走出。

2008 年国际金融危机发生后，实体经济增速放缓成为全球面临的共性问题。同时，在“三期叠加”影响下，以国企为代表的中国实体经济也受到了较大影响。从国家统计局的数据看，月度的国有工业企业累计利润增速从 2014 年 10 月开始就出现了负增长，进入 2015 年后更是出现最大降幅 29.3% 的“断崖式”下滑。

没有足够利润的支撑，企业无法实施扩大再生产、职工难以实现收入稳步上升、改革的进程也会受到影响。正是从这样的低谷起步，国企职工上下用了长达近两年的时间，通过多方举措共同发力，才使利润降幅逐渐收窄，并在 2016 年 10 月实现了累计利润扭亏为盈，还将这一趋势延续到了 2017 年。

“产品市场和资本市场的变化并不一样，资本市场的扭转可能是瞬间变

化，而实体经济的向上爬升往往是一个缓慢的过程，需要艰苦地努力。”国家行政学院研究员张春晓对第一财经分析：“去年 10 月的国企扭亏正是一个重要的转折，也显示实体经济在这个时候，已经走入了向上的空间。”

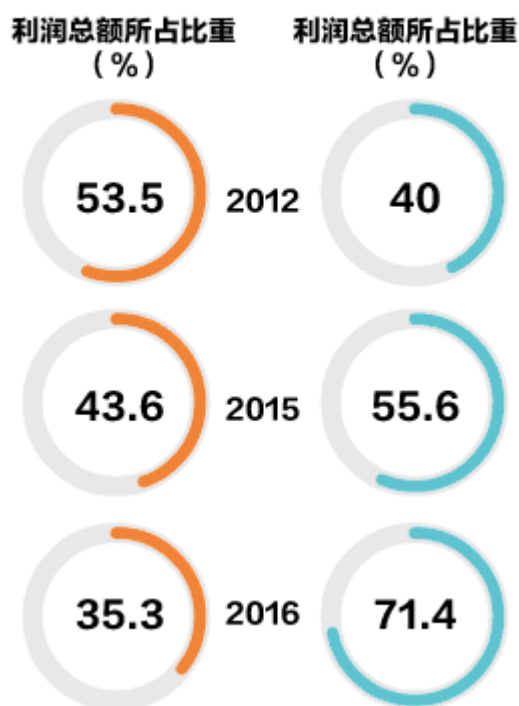
### 结构优化促进新动能培育壮大

在利润回升的同时，结构优化成为新趋势，国有工业企业利润集中在能源、原材料等少数行业的局面正在被打破。

来自国家统计局的数据显示，利润总额排名前三位行业的利润集中度由 2015 年的 75.8% 下降到 2016 年的 65.2%。国有工业企业中制造业实现利润占比一举上升至 71.4%，比 2015 年提升了 15.8 个百分点。

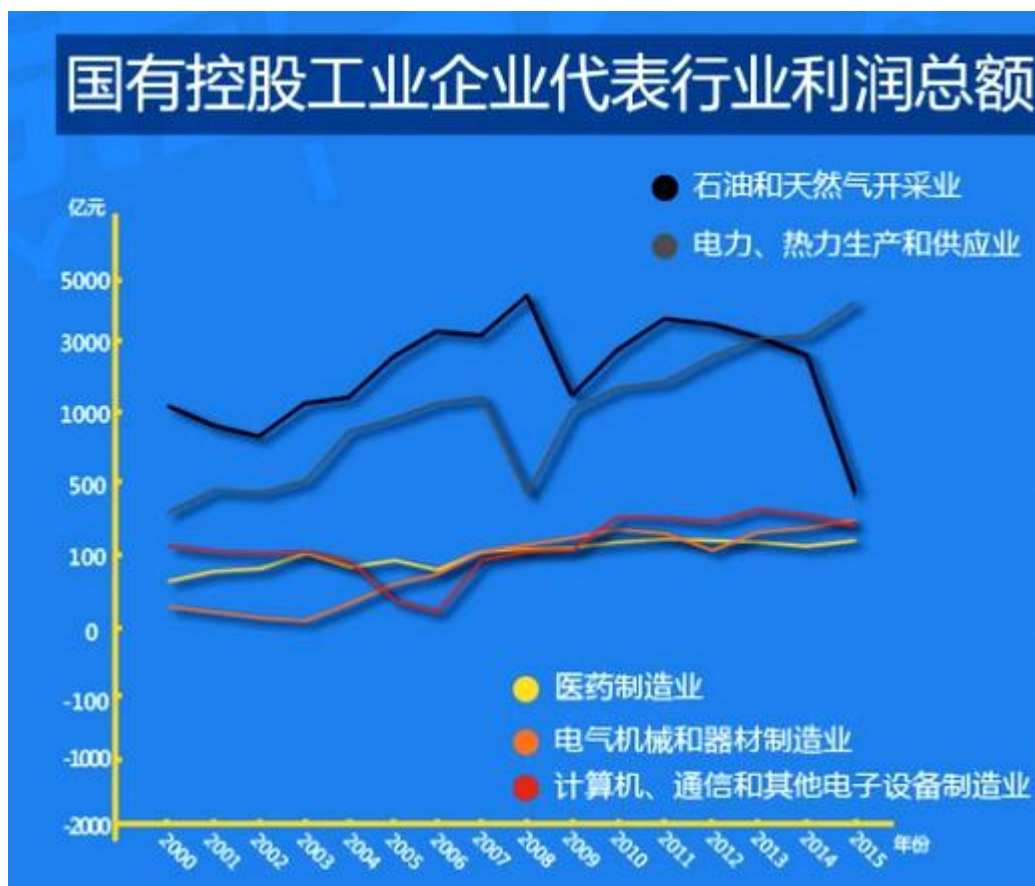
### 制造业成为新的利润增长点

能源类行业（煤炭、电力、石油开采等）      制造业（电子设备、电气机械、医药等）



在接受第一财经采访时，国务院国资委党委委员、总会计师沈莹表示，这一轮改革的重点正是机制创新和结构调整。经济下行的时期，传统重化工产业产能过剩，不能适应市场需求变化，迫切需要结构调整。前些年石油、煤炭等能源行业利润占比大、效益贡献多，与国家工业化发展阶段相匹配。随着经济发展到新的阶段，对先进制造业、现代服务业的需求快速增加，这就需要调整结构和转型。

目前，新动能、新热点正在国企内部集聚。其中，电子设备、电气机械、医药等行业已经连续三年进入到十大盈利行业。电子工程、智能制造、智慧城市等新的利润增长点正在形成。



沈莹说，这体现了结构转换过程中新动能正在培育壮大，结构在优化，这也是经济企稳转好的基础。

### 利润回升印证供给侧结构性改革成效

国企走出低谷的这两年，也是供给侧结构性改革提出并践行的两年。除了经济转好、市场转暖、成本压力有所缓解等因素外，转型升级、提质增效，向深化体制机制改革和供给侧结构性改革要效益，这才是国企复苏动力最稳固的来源。

在张春晓看来，供给侧结构性改革的主要落地措施是“三去一降一补”，而“三去一降一补”的核心运行平台就是国有企业。“国企改革挺进多少、三去一降一补落实多少、供给侧结构性改革推进多少、五大发展理念实现多少、小康社会建成多少、这里面有着严密的逻辑联系。”



改革往哪儿走，效益就从哪儿来，不少国企增收扭亏实践都验证了这一命题。

从改革要效益，首先就是对中央“三去一降一补”的改革政策不折不扣地执行。

煤炭、钢铁等行业是这两年落实“去产能”的主战场。因受多种因素围困，国有煤企之一的兖矿集团在 2013 年上半年曾亏损近 13 亿元，企业一度陷入困境。在煤炭行业产能过剩、煤炭企业亏损严重的严峻形势下，国家出台一系列化解煤炭过剩产能的政策措施终让兖矿在改革中扭亏为盈。

兖矿集团董事长李希勇接受第一财经记者采访时表示，深化改革是破解发展难题的“牛鼻子”。兖矿开展“瘦身行动”，经过两轮机关机构改革，集团整体机构数量减少 50%；开展人力资源“五项整顿”，年节约人工成本 18 亿元。

从改革要效益，就是要持续向内看，降本增效不能停。

2016 年，国务院国资委要求全国国企广泛深入开展“成本管控、效益否决”专项行动。2016 年中央企业百元收入负担的成本费用同比下降 0.5 元，宝武集团、中煤集团等 14 家企业成本费用同比下降超过 10%。3 家航空企业压降销售代理费用 61 亿元，3 家石油石化企业桶油操作成本降低 1.3 美元。许多企业通过加强集中采购推进降本增效，中国中车、东方电气分别节约采购成本 21.9 亿元和 13.8 亿元。

从改革要效益，还要持续对外延展，市场开拓不止步。

最近两年，全球需求不足问题依然突出，波罗的海指数低位徘徊。宁波舟山港发挥实质性一体化优势，加强体系内各码头间互动，紧扣业务重点，有力出击，保持了散杂货运输高位运行。不仅在打造全国最大的铁矿石中转基地上迈出了坚实步伐，还加强了与中石化、中石油、中海油的沟通联系，促进原油货源回流。

从改革要效益，最终要让企业效益变成社会效益，让百姓有更多获得感。

为了贯彻国家“提速降费”的改革要求，2016 年中国电信整体流量资费在 2015 年下降 33% 的基础上又下降了 37%，两年下降了 57.4%，流量每兆（MB）价格降至 5 分钱。在降价的背后，企业靠内部挖潜真正实现让利于民。2016 年，中央电信企业压降销售费用 418 亿元，销售费用占营收比控制在 14% 以内。

张春晓表示，国企改革的实践一直在践行中央的政策方向，中央的改革措施一直在国企改革中落地生根，“国企的利润回暖，说明中央供给侧结构性改革的方向是对的，国企改革的方向是对的”。

### **深化改革是国企效益继续复苏动力**

习近平总书记在全国国有企业党的建设工作会议上强调，国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是我们党执政兴国的重要支柱和依靠力量。

进入 2017 年，国企效益的继续回升仍然是挑战与机遇并存。国企所代表的先进制造业和服务业是中国实体经济的骨干力量，有了国企利润恢复所显现的实体经济振兴前景，中国经济才能走得更稳健。

从年初市场情况分析看，经济运行稳中向好的态势进一步巩固。但是，经济运行中的一些不稳定因素还比较多。

宏观方面，世界经济仍在艰难复苏，国际贸易低迷，保护主义加剧，地缘政治风险增加。国内方面，经济仍处于“三期叠加”阶段，下行压力依然存在，部分行业产能过剩矛盾仍较突出。企业自身方面，解决长期快速发展积累的结构性矛盾尚需下苦功夫，依然存在一些改革难题需要破解，企业供给侧改革任务艰巨繁重。

面对这样的形势，只有以推进供给侧结构性改革为主线，以提高质量效益和核心竞争力为中心，全面深化企业改革，大力调整布局结构，持续强化创新驱动，着力加强风险管控，狠抓国企改革“1+N”文件在企业落地，才能在新的平台上实现国企效益的继续提高。

沈莹也强调，2017 年国有企业要加快各项改革措施落地，释放改革动能，为供给结构调整、提高劳动生产率破除障碍，为振兴实体经济拓展更多的发展空间。

## **◆ 【场外交易市场】**

## **◆ 【淄博日报：齐鲁股交中心党委副书记、总裁李雪当选淄博市第十五届人民代表大会常务委员会委员】**

（淄博日报）2017年2月27日，淄博市十五届人大一次会议胜利闭幕。

会议选举产生了淄博市人大常委会主任、副主任、秘书长、委员，市人民政府市长、副市长，市中级人民法院院长和市人民检察院检察长。

淄博市第十五届人民代表大会第一次会议，于2017年2月27日选举产生了淄博市第十五届人民代表大会常务委员会组成人员，名单如下：

主任：王浩

副主任：许建国 王法亮 王树槐 韩昆山 翟乃翠

秘书长：许冰

委员（按姓名笔画为序排列）：

丁晓军 马召芹(女) 王化福 王世富 王志勇

王春林 尹达 左文英(女) 巩曰锋 刘国华(女)

刘秉敏 孙建博 李久存 李庆国 李明涛

李雪(女) 吴宗乐 张波 张洪兴 张翠芬(女)

陈虎 陈福菱(女) 范新刚 臧传勇 周国桥

周婷(女) 孟凡清 赵中华 焦振军 翟丕沐

现予公告。

淄博市第十五届人民代表大会第一次会议主席团

2017年2月27日

## ◆【去年新三板定增基金近七成亏损 押宝重组却频“踩雷”】

挂牌企业激增过万，新三板的淘金效应却不尽如人意。

新三板指数整体跌跌不休，由年初的1242点跌至8月的1079点，虽然在下半年有所回升，重新站上1100点，但和2015年的1400点相比，市场活跃度仍明显不足。

投资新三板的机构投资者也是受伤不止，去年143只成立满一年并有连续业绩纪录的新三板事件驱动策略型私募产品，平均收益率仅为-4.44%。

私募排排网研究中心研究员刘有华向《投资者报》记者表示，虽然新三板分层制的推出，但鉴于投资门槛依旧较高等原因，目前新三板流通性依然较差。此外，去年新三板借壳等运作频频失败，不少基金公司“踩雷”导致产品收益暴跌。

## “踩雷”重组并购

虽然新三板企业疯狂扩容，难以突破的瓶颈同样不容忽视。一方面，大部分融资都是大股东兜底，并未能真正解决企业融资难题；另一方面，私募掘金新三板热情不足，产品收益率为负。

根据私募排排网数据显示，截至 2016 年 12 月底，成立满一年并有连续业绩记录的新三板事件驱动策略私募产品共 143 只，仅有 51 只产品实现正收益，占比 35.7%，亏损率接近七成。

其中，收益率第一的产品是红榕资本旗下的红榕资本财通 2 期，四季度收益率为 234%，年度收益率为 93%。私募排排网数据中心数据显示，该产品成立于 2015 年 11 月份，前期表现平平，在 2016 年最后一个月突然暴涨 100% 以上。对此，红榕资本渠道总监吴强向《投资者报》记者表示，取得收益较好的原因是，该产品投资的一家企业挂牌后股价猛涨，从其 VC 阶段买入，布局比较早。

负收益产品方面表现惨不忍睹，63 只负收益产品中，跌幅超过 20% 的产品达到 22 只，超过 30% 的产品为 12 只，亏损最严重的西域和谐新三板 1 号，亏损达 85%，川财证券的川财汇金宝 1 号和勤远投资的沃肯有米新三板分别以 -70% 和 -46% 的收益率位列商品倒数第二、三位。此外，红榕资本的一只新三板基金以 45% 的亏损排在倒数第四位。

吴强向《投资者报》记者介绍，这只产品在今年亏损的原因是当时买入了银橙传媒，20 元左右进场，但后期借壳失败，开盘后暴跌，最终在 9 元左右清仓。去年业绩较差的产品多数是因为重组并购中“踩雷”，买在高位，重组失败导致股价暴跌。Choice 数据统计，2016 年 A 股公司并购新三板企业案例共发生约 112 起，亦有 49 起并购案例由于各种原因被停止实施或暂停实施。

川财汇金宝 1 号也是如此，该产品年度管理报中指出，产品净值下降是由于持仓复牌后出现大幅下调，而且在目前单边下跌的市场背景下，调仓或建仓较为困难，加上未来市场发展的不确定性，使操作上更加谨慎。简而言之，持仓标的价格下跌，又暂时找不到接盘者。

据悉，新三板基金多以事件驱动为主要投资策略，定向增发则作为子策略，其中不少为新三板定增专项基金，也有部分可参与新三板二级市场交易的股票策略产品，以及投资于新三板的复合策略产品。不过，深圳明曜投资的曾昭雄

表示，新三板私募基金很多投资是按成本估值，可能部分潜在的收益未反映在账面上，也是业绩整体较差的原因之一。

#### 退出机制待完善

私募基金频“踩雷”并购重组，新三板市场当前流通性差、缺乏有效的退出渠道难辞其咎。

Choice 数据显示，2016 年新三板年换手率为 18.32%，相比 2015 年的 53.88% 相去甚远。私募排排网方面研报称，目前来看，政府部门和监管机构虽多次发布关于新三板的利好政策，但并未取得良好改善，新三板融资能力、基金产品收益下行趋势表现依旧明显，虽然近两年新三板发展迅猛，但投资机构依旧将目光放在主板和创业板，新三板流动性差是关键原因。

对于新三板私募基金的退出方式，刘有华表示，目前主要是三种：第一种是通过股权协议转让；第二种是被并购；第三种是 IPO 转板退出机制。目前最主要的形式是前面两种，退出的流畅度并不是特别好，企业的质量直接决定了投资者退出的流畅程度。而对于第三种，如果未来新三板转板的数量大幅提升，则新三板的投资推出机制可能会得到部分完善。

虽然有退出案例，但是当前新三板私募基金退出渠道并不顺畅成为业内受访人士的共识。

#### 增持效应杯水车薪

和去年减持套现不同，今年以来，共计 30 多家挂牌企业密集发布股东或高管增持公告，有分析认为这是新三板市场扭转此前颓势的信号。对此，刘有华认为，新三板出现大股东增持潮，在一定程度上对提振市场信心、吸引投资者有一定的推动力。但是从增持公司的数量和金额来看，力度并不是特别大，对于上万家挂牌企业的新三板而言，杯水车薪，效果还需市场检验。

“去年年初新三板指数下跌幅度较大，但下半年开始出现企稳回升的态势。未来新三板的表现预期会好于最近两年。”刘有华表示，分层制的推出，是走向成熟资本市场的一个象征点。但分层仅仅是开始，未来依旧需要更多措施完善新三板市场功能，如果新三板转板试点获得突破性进展，解决这个制约新三板发展的最大瓶颈，在一定程度上将会激活新三板的流动性和再融资功能。

### ◆【赵争平：研究新三板和区域性股权市场的合作对接机制】

国务院新闻办公室于周日上午 10 时在国务院新闻办新闻发布厅举行新闻发布会，证监会主席刘士余携三位副主席介绍协调推进资本市场改革稳定发展等方面情况，并答记者问。

证监会副主席赵争平在发布会上谈到了区域性股权市场，其认为这是建设多层次资本市场过程的一个组成部分。证监会将采取多方面的措施去支持区域性股权市场，包括研究完善新三板市场和区域性股权市场的合作对接机制，支持证券经营机构积极参与区域性股权市场的业务活动。

据赵争平介绍，区域性股权市场是主要服务于所在地，也就是所在省级行政区域内中小微企业的私募股权市场。现在全国已经运营的 40 家区域性股权市场，据不完全统计，有挂牌企业 16000 多家，还有 58000 多家的展示企业，各类融资累计 6800 多亿元。由于区域性股权市场是扎根并服务于本地的中小微企业，服务面广、普惠性强，如果办好了，可以开辟一片直接融资的新天地。

赵争平称，上个月国务院办公厅发布了《关于规范发展区域性股权市场的通知》，这个通知从市场定位、管理体制、投资者准入、运营机构等八个方面，对区域性股权市场做了专门的制度安排。根据《通知》的要求，证监会下一步主要做好三个方面的工作：一是制定并出台统一的区域性股权市场的业务和监管规则，现在规则的草拟已经完成了，正在征求意见过程中。二是要加强对省级人民政府监管工作的指导、协调和服务。三是要对区域性股权市场的规范运营情况进行监督检查，对有可能出现的风险进行预警提示和处置督导。对违法违规行为，证监会将会同地方人民政府和有关部门坚决查处。

赵争平表示，希望经过大家的共同努力，逐步把区域性市场办成中小微企业培育和规范的一个园地，办成中小微企业股权融资的重要渠道，办成地方政府扶持中小微企业政策措施的一个综合运用平台，从而使资本市场服务中小微企业、服务实体经济的广度和深度能够进一步拓展。

### ◆【苏州区域股权市场初具规模】

苏报讯(柯强)料峭春风，恰逢“二月二，龙抬头”，苏州股权交易中心迎来了开板以来第三批 41 家企业的集中挂牌，挂牌苏州股权交易中心的企业数量达到 145 家。这些挂牌企业中，已有 12 家企业获得融资，其中 3 家企业累计获得股权融资 1200 万元、9 家企业累计获得债权融资 2670 万元。

双创带来的技术革新，推动传统行业纷纷进行转型升级。在满足现有生产需求的基础上，一大批新技术、高科技、创新商业模式的中小微企业如雨后春笋，对资本市场以及资本推动发展的需求旺盛，扎根并服务于苏州中小微企业的苏州股权交易中心也迎来快速发展。

此次挂牌企业中，不少企业已得到资本的认可，中科纳福就是其中的一家。这家接受上市公司投资的企业，通过一种颠覆传统色彩印刷的新材料研发，提供了一种不同于普通颜料的特殊金属光泽的印刷材料，解决了传统印刷行业的高污染问题。这一结构色彩控制技术的应用开发和产业化，很快便吸引了两家机构高溢价的合计 1100 万元的投资。

新技术的应用带来资本的青睐，老字号同样也焕发新机。始创于 1833 年薛泰丰酱油，曾在 1915 年获得“巴拿马万国博览会”金奖，受互联网电商营销驱动，这家传统酱油酿造企业将店铺搬上互联网，让更多人认识到薛泰丰这款“零添加”的老字号，此次更是让自己迈入资本市场，获得更多资本的目光。

记者从苏州股权交易中心了解，在挂牌的 145 家企业中，已有数十家企业接受创投资本的投资，更有多家挂牌企业通过苏州股权交易中心的牵线搭桥，与国内多个知名资本接触。

在昨日的挂牌仪式现场，中国银行苏州分行与苏州股权交易中心签署战略合作协议，将为挂牌企业提供便捷银行融资服务。据中国银行苏州分行中小企业部副总经理蒋颖飞介绍，该行已与此次挂牌的 14 家企业有融资意向，未来将有更多挂牌企业获得融资便利。

记者从苏州股权交易中心了解到，目前排队待审的企业已有 212 家，按照目前申报量和审批效率，今年将实现 1000 家企业的挂牌，初步形成规模化区域市场。