

旧逻辑“断链” 中小创磨底等待新故事

■ 黄莹颖

近期，“中小创”减持压力持续增加，重要股东清仓式减持更是不断涌现。统计数据显示，新一年面临的解禁压力并不比2016年小。不过，分析人士指出，以重要股东减持作为中小创未来行情的判断依据，并不十分可靠。从过去情况看，重要股东减持只会助跌，却并不是下跌的主要原因。大规模减持反映的是，支撑中小创结构性牛市的逻辑已受到严重怀疑。在新的逻辑成型之前，“中小创”仍会继续磨底，直到市场形成新的主线，才会有系统性的行情。

清仓式减持涌现

重要股东“清仓式”减持正不断涌现。光环新网第二大股东红杉资本目前共持有公司股本4.99%，红杉资本计划通过大宗交易或集中竞价方式，在2017年1月6日至2017年7月5日之间，将这些股份全部减持。

“我们本来就是财务类投资，产品存续是有年限的，一般都是‘1+0.5’或‘1+1’，就是一年半或者两年，到期一般都要全部清仓。”深圳一管理规模超过50亿元的私募机构人士表示。

“在参与定增产品时，我们对‘中小创’牛市行情认为大致在2016年下半年或2017年上半年结束，主要考虑到2014年是定增大年。”上述深圳私募机构人士坦言。从统计数

据看，“中小创”个股创投类股东清仓式减持的案例主要集中发生在2016年(21家)，2014-2015年发生数量仅5家左右。

“如果看好后续行情，不少机构还是通过延长产品期限的方式，不抛售或者选择抛售一部分，现在大规模出现清仓式抛售，实际上说明机构不再看好后市。”深圳一中型券商投行部人士指出。从遭遇清仓式抛售的上市公司情况来看，普遍具有估值高、业绩不佳、上市时间较短、拥有创投类股东等特性。

据华鑫证券统计，2016年共有13家创业板公司遭到持股5%以上的创投类股东清仓式减持，减持行为较往年出现加速的情况。13家标的公司在减持后的二级市场表现明显弱于大盘。2016年创业板发行新股总数为78家，其中前十大股东出现创投类投资公司身影的有61家，按照创投类股东目前的资本运作方式，未来创业板中次新股减持压力较大。

解禁压力山大

2016年“中小创”减持压力已经凸显。

西南证券统计的数据显示，2016年被减持公司家数为1335家，占当年解禁公司家数1261家的比例为105.87%，家数为股改以来第二高的年份，比例为第四高的年份，也是连续第四次出现公告减持家数超过当年解禁的公司家数的年份；被减持股数为167.55亿股，为历史第四高，占当年解禁公司解禁股数

1826.97亿股的9.17%，为历史第三高；被减持市值为2723.24亿元，为历史第二高，占当年解禁公司解禁市值22972.88亿元的11.85%，为历史第三高。

事实上，2017年将面临比2016年更大的减持压力。西南证券报告显示，2017年沪深两市共有1030家公司的2028.28亿股解禁，目前估算解禁市值为28819.74亿元。若按照2016年12%左右的公告减持比例估算，2017年公告减持市值预计约为3400亿元左右。

西南证券报告指出，1030家公司中，340家沪市A股解禁市值为11982.16亿元，117家深市主板公司解禁市值为3685.34亿元，299家深市中小板公司解禁市值为8271.12亿元，274家深市创业板公司解禁市值为4881.12亿元，分别占各自板块目前流通A股市值的5.01%、6.37%、12.95%、16.04%。深市创业板、深市中小板公司的解禁压力令人堪忧。

华鑫证券报告指出，创业板首发募集资金从2012年的13.67亿到2015年的1202亿，规模连年快速扩张。而2016年则继续快速增长，全年首发募集资金规模达到1909亿，再创历史新高。逐年快速扩大的首发规模，导致后期创业板将不可避免地面临更大的解禁压力，这股潜在的解禁压力或许比新股发行给市场带来的影响更为深远。

中小创亟待逻辑重构

不过，以重要股东减持作为“中小创”未来行情的判断依据，并不十分可靠。

“从过去多年的情况看，重要股东减持可能助跌，但不是下跌的主要原因，比如遇在市场好的时候，重要股东减持反而会增大流动盘，提升个股交易量，利于股价往上做。”前述深圳私募人士指出。

目前“中小创”面临的问题在于老故事没人听，新故事还不会讲。“从2013年开始，‘中小创’有关外延式并购的故事就开始讲，这个跟经济转型、新经济结合的非常密切，市场认可度非常高，促成了2013年、2014年的结构性牛市。现在外延式并购出了不少问题，市场已经产生了严重的怀疑情绪。”上述私募机构人士指出。

国信证券郦彬指出，2013年以来创业板业绩的高速增长与外延并购息息相关，商誉占总资产的比重从2012年年底的不到2%上升至2016年三季度末的13%以上。随着重组并购降温及收购标的业绩兑现时点临近，市场对于未来创业板能否维持业绩高速增长保持相对谨慎态度。

值得注意的是，尽管“中小创”持续下跌，但目前并不“便宜”。从创业板指数估值来看，当前PE(TTM)仍在41倍左右，而2012年12月初的水平为30倍左右。“在新的逻辑成型之前，‘中小创’仍会继续磨底，直到市场形成新的主线，才会有系统性的行情”。上述私募机构人士指出。

央企投资监管新规 三大看点

■ 王希

历经两年多时间的酝酿，国务院国资委18日发布了修订后的《中央企业投资监督管理办法》和《中央企业境外投资监督管理办法》，其中全过程监管、负面清单制度、境外投资从严监管等颇具看点。

实现全方位全过程监管

投资是落实企业发展战略和规划、推动企业转型升级的主要途径和手段，也是风险最大、最复杂的事项之一。

国资委副主任黄丹华18日介绍说，这两份文件将从“管投向、管程序、管风险、管回报”四方面，对中央企业的境内外投资进行事前、事中与事后的全过程监管。

“管投向主要是推动企业投资进一步聚焦主业。”她表示，国资委将制定央企五年发展规划纲要，审核企业三年滚动发展规划，并一企一策、分户核定企业的非主业投资比例。

另外一个重要环节是，央企要编制包含投资主要方向与目的、投资规模及资产负债率水平、投资结构分析、资金来源、重大投资项目等内容的年度投资计划，上报国资委备案管理。

对于个别进入国资委债务风险管理“特别监管企业”名单的央企，其年度投资计划需经国资委审批后才能实施。

程序合规是结果合规的重要保证。新规定提出企业在投资事前、事中、事后三个阶段，从决策程序、管理流程、风险管理、责任追究等十个方面制定具体的管理制度，明确程序、保障实施，并完善信息系统加强过程管控。

负面清单划出底线红线

此次国资委发布的央企投资监管新规，创新性地引入了负面清单制度。

具体而言，国资委向中央企业发布境内、境外投资两张清单，其中按类别将投资项目划分为“禁止类”和“特别监管类”。列入“禁止类”的投资项目一律不得投资，列入“特别监管类”的需报国资委审核把关。

负面清单之外的项目，由中央企业按照自身发展战略和规划自主决策、自担责任。

哪些投资项目会被列入“禁止类”？黄丹华介绍说，这方面仍是按照投向、程序、风险和回报来考虑的，如不符合国家产业政策、不符合企业投资决策程序和管理制度、项目资本金低于国家相关规定要求以及达不到投资项目最低预期收益的投资，均被列入“禁止类”。

根据规定要求，央企应在国资委发布的负面清单基础上，结合自身实际，制定更为严格和具体的投资项目负面清单。

“负面清单，从一面看是明确了出资人投资监管的底线，从另外一面是设定了中央企业投资行为的红线。”国资委规划局局长邓志雄说。

对境外投资从严监管

此次发布的新规定对央企境外投资提出了更严格的要求。

首先，必须坚持聚焦主业，原则上央企不得在境外从事非主业投资。“这是为了让专业的人做专业的事，通过优势互补降低投资风险，减少无序竞争。”黄丹华说。

考虑到境外投资风险高发，新规定在股权结构上要求境外投资积极引入第三方机构入股，防范风险。

“这里面主要是要积极引入国有资本投资、运营公司、当地投资者和国际投资机构。”邓志雄分析说，与普通央企比，国有资本投资、运营公司的投资经验相对丰富，当地投资者对项目所在地情况更加熟悉，而国际投资机构识别、防范与化解风险的能力更强。

此外，对境外特别重大投资项目，新规定提出要在项目决策前委托有资质的独立第三方咨询机构开展专项风险评估，并要求充分利用出口信用保险和商业保险机制，减少风险发生时所带来的损失。

聚焦行业机会 与大时代共舞！

2016年股权投资蓬勃发展，VC/PE支持的中企在全球上市共计174家，共筹资2306.74亿人民币，融资额同比上升60.3%。投资回报方面，2016年度，这174家中企在发行时获得了2.85倍平均账面回报；上市20个交易日之后更是获得了9.56倍平均账面回报。

中央经济工作会议提出2017年我国将大力引导经济“脱虚向实”，助推实体经济的发展，加大股权投资力度。股权投资迎来黄金布局面，那么我们应该布局什么领域呢？

投资布局聚焦互联网、医疗， 未来十年的朝阳行业

21世纪“互联网”行业一直是股权投资的翘楚，软银投资阿里巴巴，7年回报71倍！腾讯、百度、京东等也都造就了一大批富翁。相比于其他新兴行业，互联网行业中的优秀企业更多，近20年全球涌现出的千亿美元市值的公司全部为互联网公司(亚马逊、谷歌、腾讯、阿里巴巴、facebook)。

优质企业应进场 新股发行不会成为“洪水猛兽”

“当前IPO发行数量虽然增加，但每家上市公司融资额度却并不高。同时，投资者只有持有一定数量的二级市场股票，才可申购新股。因此，当新股发行增加，‘打新’回报率降低，一些旨在‘打新’的投资者减仓动力就会加强，这反而是近期股市出现调整的一个重要技术原因。”上海交通大学安泰经济与管理学院金融系主任吴文锋教授在接受本报记者采访时说。

吴文峰进一步指出，新股发行本质上是强化资本市场直接融资功能的必要举措，有助于弥补传统间接融资模式的不足。“直接融资，可以将不同风险和收益的资金供需通过市场进行更优化的匹配，避免单纯依靠银行进行项目遴选造成的‘大型国企授信足、中小民企融资难’等弊端，不仅有助于实体经济提供更多发展动能，降低银行信贷风险，还可以为投资者提供更多选择。”吴文峰说。

实体经济前景光明

实际上，在创业板上市公司中，七成以上为战略新兴产业公司，八成以上拥有核心专

利技术。同时，这些企业业绩增长势头迅猛，研发强度不断提升，在电子信息、节能环保、生物医药等新兴产业表现突出，是中国实体经济的新鲜血液和重要后备军。

每年城镇新增就业超过1300万，消费对经济的贡献率已经达到71%，战略性新兴产业上市公司盈利水平始终高于传统产业……就当前中国实体经济转型升级的良好态势而言，人们非但没必要对新股发行产生恐慌，反而应该积极把握中国资本市场的投资机遇。

日前，国际货币基金组织(IMF)发布的最新《世界经济展望》更新了关键预测。与2016年10月的内容相比，此次IMF分别维持对2016、2017、2018年全球经济增速3.1%、3.4%和3.6%的预测；同时大幅上调了对中国2017年经济增速的预期至6.5%。

“出局”机制还需强化

优质企业理应进场，失信违法必须出局。专家指出，新股发行之所以屡屡搅动市场情绪，与长期以来退市制度和失信惩戒措施的执行不够到位有关。从这个意义上讲，强化资

的回报倍数(中位数)高达3.24倍，IRR(中位数)达55.8%，而其他方式的回报倍数(中位数)和IRR(中位数)却分别在2.20%以下。

自2014年重启IPO以后，我国每年IPO发行数量不断提升，尤其是2016年以来，我国希望加大资本市场融资功能，帮助实体企业健康发展，IPO下发批文速度更是提升到几乎每周一批。股权投资的退出也更加容易实现，现在正是布局股权投资、分享政策红利的好时机！

VC母基金， 为股权投资再添一道屏障

优秀FOF管理机构在股权投资行业有很深厚的人脉资源和丰富的投资经验，能够依靠自身可靠的信息来源、专业的筛选能力、雄厚的资金优势，帮助投资者配置优秀的股权投资基金。同时FOF分散投资于精选出的股权投资基金，股权投资基金则分散投资于具备良好成长前景的企业股权，两个层次进行充分的风险分散，在有效控制风险的前提下分享股权投资盛宴。

(格上研究)

本市场监督，完善“出局”机制，对于稳定投资者预期同样重要。

“一个国家上市公司数量与经济体量息息相关，新股发行自然也不可能无限制的。在市场建设方面，未来我们的监管层一方面要积极培育专业机构投资者，同时提高普通投资者理性程度，另一方面也要在退市制度落实和监管执法方面迈出更大步子，勇于冲破各种阻力，加速市场化。”吴文峰说。相比于IPO，上市企业后续的定向增发和并购为市场带来的资金压力明显更大，且这些资金的用途往往也不够规范明确，目前有关部门积极加强这两个领域的监管，无疑是抓住了问题的关键。

相关信息显示，证监会2016年共对183起案件作出处罚，作出行政处罚决定书218份，同比增长21%，罚没款共计42.83亿元，同比增长288%，对38人实施市场禁入，同比增长81%。具体来看，这些案件涉及信息披露不实、内幕交易、操纵市场、中介机构勤勉尽责、编造传播虚假信息等多类违法行为。加大监管力度，恰恰是中国资本市场健康发展亟需的正能量。



公司主要经营范围：

门卫、巡逻、守护、安全检查、安全技术防范、区域秩序维护、人力资源信息咨询、安防工程安装、消防器材、通讯设备、建筑材料、电子产品、电讯器材销售等业务。

襄阳精英保安服务有限公司恭祝全国人民新春愉快！

湖北襄阳精英保安服务有限公司是经“湖北省公安厅”批准成立的专业性保安服务公司。本公司法人代表在襄阳市公安系统工作40多年，曾为襄阳市首家保安服务公司第一任总经理，襄阳市第一届中保联合会理事企业家协会会员，襄阳市保安服务行业届创史人之一。本公司是第一届中华保安联合会会员单位，系湖北省保安协会第三届理事会会员单位，同时也是襄阳市企业家协会会员单位，公司已经