

## 新三板 1 号基金周报 20170917

### 1、新三板市场数据

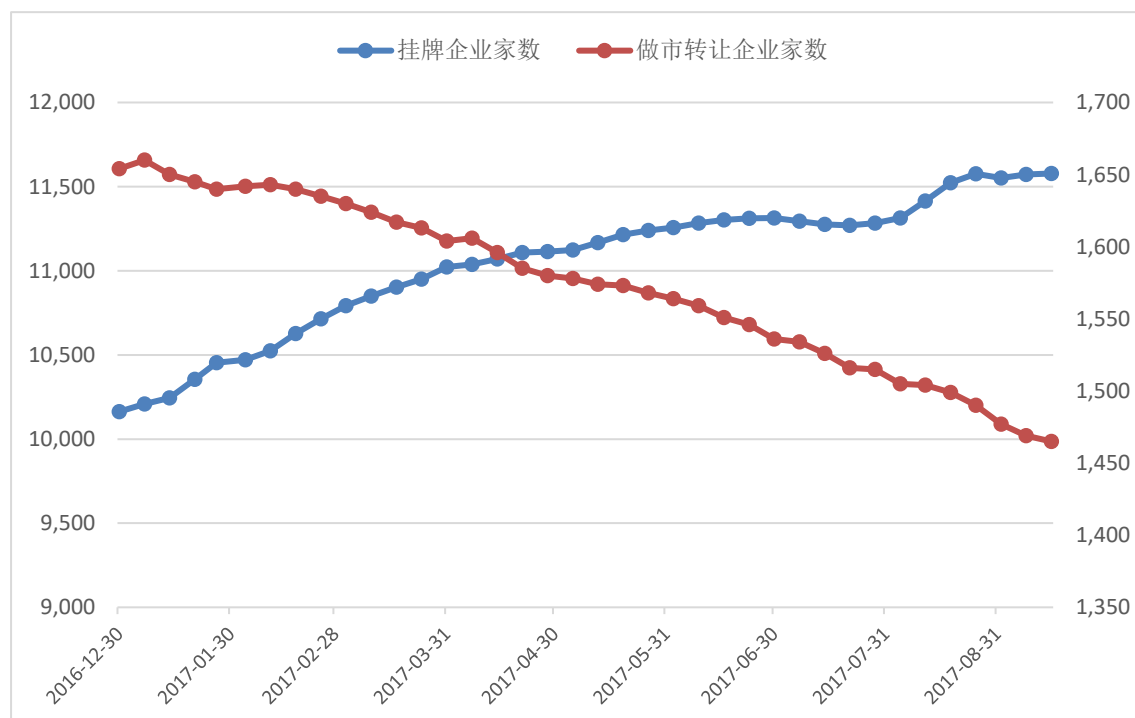
#### ● 市场规模数据

截至 2017 年 9 月 15 日，新三板挂牌企业总数为 11578 家，其中协议转让交易的有 10113 家，做市转让 1465 家。当周净增加挂牌企业 5 家，新三板挂牌企业数量继续保持净增长。做市转让家数又减少 4 家，做市转让家数持续下滑，做市制度面临考验，变革势在必行。

当周新增挂牌公司概况

项目	按转让方式		按市场分层		合计
	做市转让	协议转让	基础层	创新层	
挂牌公司家数	1465	10113	10197	1381	11578
当周新增家数	-4	9	5	0	5
总股本（亿股）	1489.96	5281.11	5366.47	1404.59	6771.06
流通股本（亿股）	939.16	2331.17	2454.85	815.47	3270.33

2017 年每周挂牌企业家数和做市转让企业家数变化图



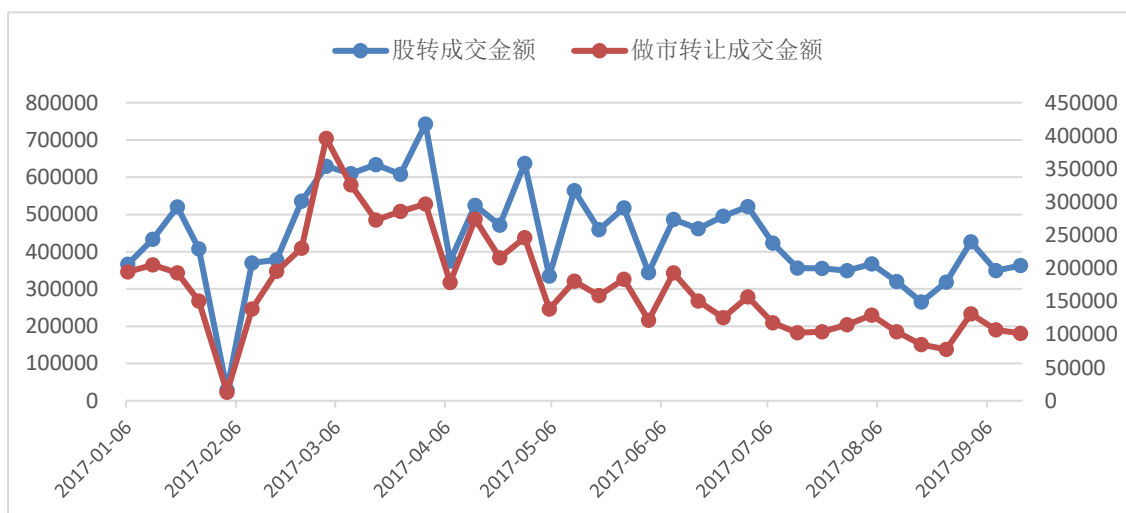
#### ● 市场交易数据

9 月 11 日至 9 月 15 日间，市场总成交数量环比增加 9.69%；总成交金额环比增加 3.98%。而做市成交数量、成交金额分别环比下降 10.65%、4.96%，做市类股票活跃度继续下降。协议转让成交数量、成交金额环比均有所上升，协议转让的活跃度有所升温。

当周市场交易概览

项目	当周	比上周增加%	本年累计
成交数量 (万股)	72894.75	9.69%	2982199.52
其中：做市转让	22192.68	-10.65%	1194715.38
协议转让	50702.07	21.83%	1787484.14
成交金额 (万元)	362894.8	3.98%	16347733.97
其中：做市转让	101534.59	-4.96%	6396743.31
协议转让	261360.21	7.92%	9950990.66

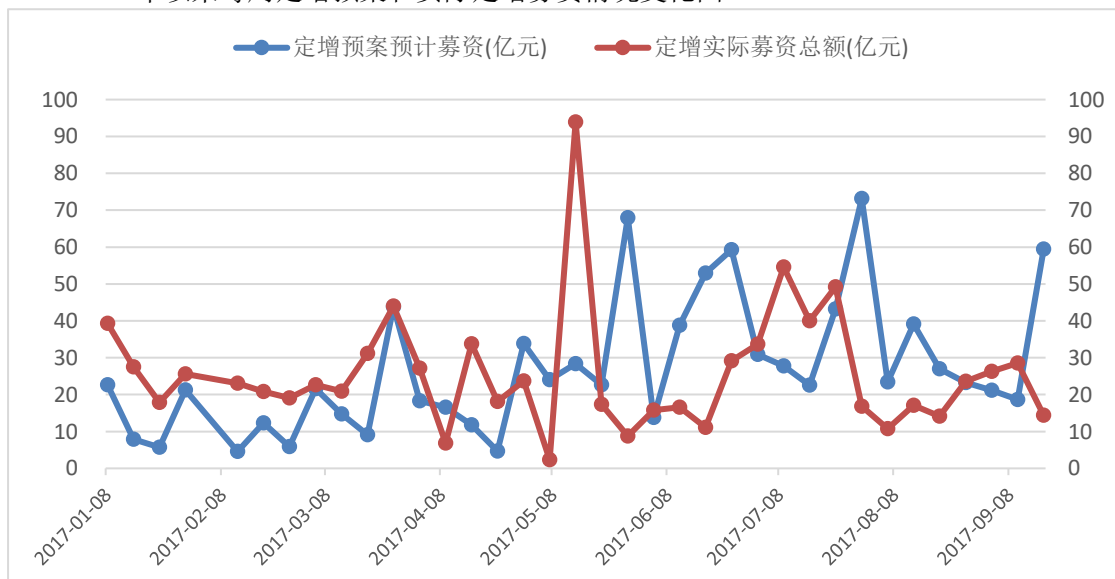
2017 年以来每周成交金额变化 (单位：万元)



● 市场融资数据

截止 9 月 17 日共有 68 家企业发布了定向增发预案，预计募资 59.42 亿元；实施完成 29 家企业的定向增发，募资总额 14.42 亿元。实际融资额有所下降，增发预案的融资需求大幅上升。

2017 年以来每周定增预案和实际定增募资情况变化图



当周定增统计

截止日期	新增预案				实施完成			
	增发次数	增发家数	增发数量(万股)	预计募资(亿元)	增发次数	增发家数	增发数量(万股)	募资总额(亿元)
2017-09-17	68	68	152,325.70	59.42	29	29	24,149.43	14.42
2017-09-10	37	37	46,611.93	18.62	53	53	52,770.85	28.58

2、新三板指数与估值变化

●新三板指数分析

当周三板成指上升 1.04%，收于 1256.42 点；三板做市指数下降 0.65%，收于 1010.22 点。整周三板做市指数呈单边下降态势，经前一周微弱上升后再创出收市新低（周五创出近两年半的新低点 1008.45 点，离 2015 年 1 月 12 日的最低点 991.47 仅 16.98 点），萎靡走势又开始蔓延，做市指数筑底的动能似乎有所动摇，但我们观察的主要做市类标的股价走势基本触底，做市类股票走势分化预计依然长期存在。当周创业板下跌 0.51%，三板做市指数走势继续弱于创业板指数走势，体现出三板政策未有新变化下三板做市指数的弱势特征，做市商仍经受着煎熬和挑战。

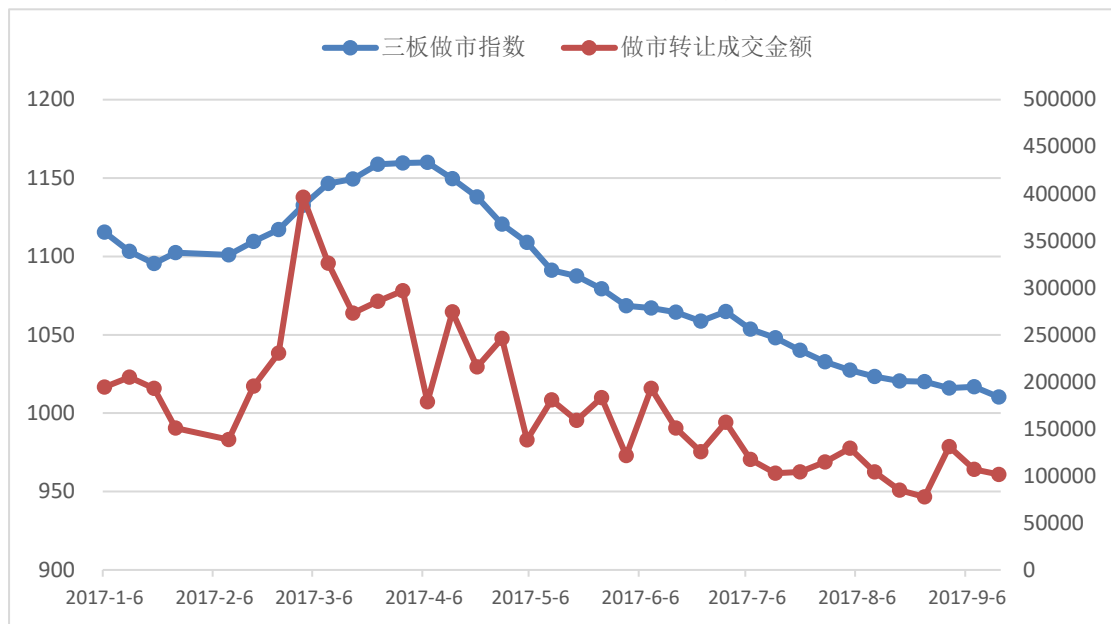
当周新三板指数概况

证券代码	证券简称	周收盘价	周涨跌幅%	周成交量(万股)	周成交额(万元)
899001.CSI	三板成指	1,256.42	1.04	49,862.33	271,584.53
899002.CSI	三板做市	1,010.22	-0.65	19,866.88	94,084.69

三板做市指数与创业板指周线对比



2017年每周三板做市指数与做市转让成交金额走势对比图（剔除不完整周）



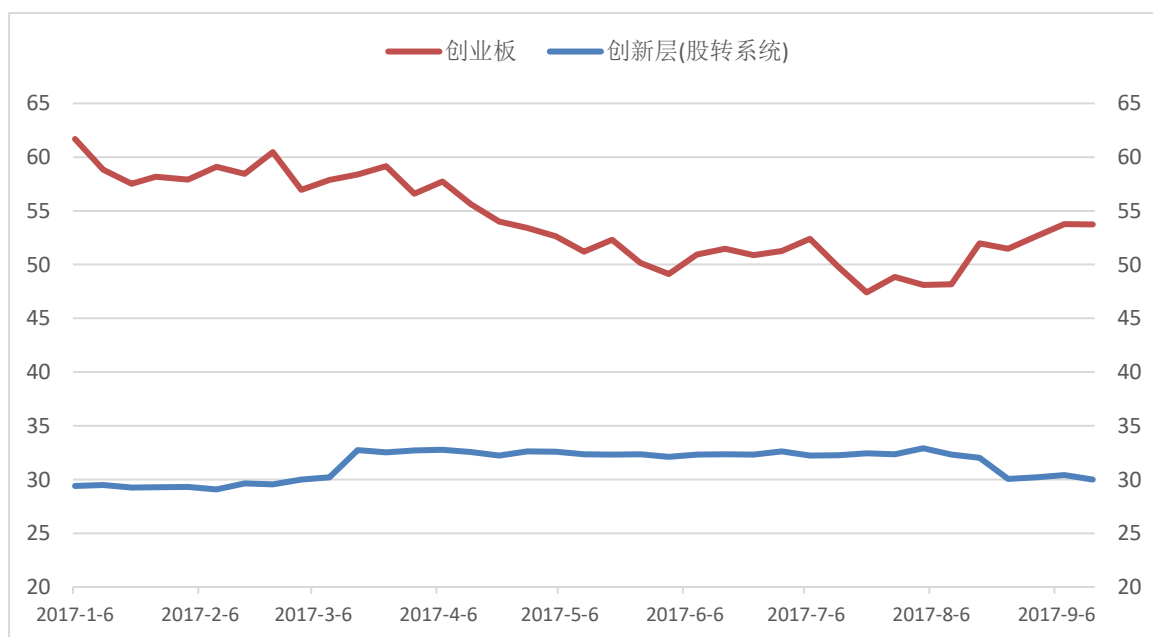
●新三板估值分析

据万得统计，9月15日，新三板市场市盈率(TTM) 39.94倍，新三板创新层市盈率(TTM) 30倍。新三板创新层市盈率与创业板市盈率之间今年年初以来持续收敛后在8月下旬开始有扩散的倾向。

估值横向比较

项目	新三板创新层	新三板	中小企业板	创业板	上证A股	深证A股
市盈率(TTM)	30	39.94	41.19	53.74	16.16	36.37
市净率(LF)	3.23	3.27	3.85	4.61	1.72	3.33

2017年以来新三板创新层市盈率（周）与创业板市盈率（周）变化图（TTM, 整体法）



### 3、主要政策及事件

#### (1) 发挥直接融资功能 推动增长动能转换

姜洋副主席在 2017 北京 CBD 国际金融圆桌会上表示，近年来，证监会紧紧围绕服务实体经济这一根本宗旨，把大力发展直接融资放在经济金融全局来谋划和推进，加快多层次资本市场体系建设，完善市场基础性功能，有力地促进了经济转型升级、结构调整和效率提升。

一是稳步发展股权融资，加速资本形成。实现新股发行常态化，优化创业板发行条件，完善上市公司再融资制度，鼓励企业发行优先股，改善融资结构。

二是拓展资本市场服务中小微企业的覆盖面，支持创新创业。

三是积极发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用，促进存量资源调整。在严格重组上市标准的同时，简化审批程序，支持去产能、调结构和国企改革。

四是推动交易所债券市场数量质量协调发展，丰富直接融资工具。

#### (2) 股转系统陈永民：新政策会在新三板市场新的行为模式形成后逐步落地

全国中小企业股份转让系统副总经理陈永民昨日在 2017 金融街论坛“对话新三板”分论坛中表示，新三板目前的市场建设已经达到了预期效果，新政策会在新三板市场新的行为模式逐步形成后逐步落地。从总体来看，股转系统未来的工作、改革思路依然会在完善内部分层、发行交易制度、投资者示范性几个方面。

陈永民表示，新三板市场自成立以来始终坚持服务市场的发展方向，也多次明确了不断提高市场功能、提高服务创新创业、服务实体经济的目标。虽然新三板市场出现了阶段性的市场活跃度低迷，但市场运营方面在近期以来呈现出了三个关键性积极变化。

首先，新三板投资人的投资方式已经较市场成立初期有了很大变化。目前，新三板的投资者对于企业基本面、经营模式、成长性和发展空间的关注程度已经远超过流动性溢价，市场中长期资金的比例也在逐步提高。

另一方面，虽然部分机构对于新三板投资的积极性有所减退，但也沉淀出了一批优秀的投资机构。“最近两年来，市场成长了一批围绕新三板市场辛勤劳作的新的投资机构。他们从分析企业特点和基本面出发，同时根据投资人偏好来做投融资对接，这是我们说的真正的资本市场服务。这类机构的发育也契合新三板发展的需要以及市场的特点。”陈永民表示。

此外，陈永民认为，目前新三板挂牌企业在定价的预期方面较市场较为活跃的 2015 年更趋于理性和合理化。从长期资金的角度看，2015 年三板市场的价格定位很难被接受。“新三板市场一直致力于资金行为的长期化，这是三板市场为服务实体经济的定位决定的。”

“目前，市场上确实有一批急迫的声音，希望政策面能够尽快推出提高流动性的政策，这些声音我们也都有所关注。”陈永民对此直言，这些声音虽然有着合理诉求，但其中也反映了一些其他问题，掺杂着部分期望通过政策宽松而达到解套目的的短期炒作资金。“目前依然有部分投资者还存在着‘政策市’的思维，一味希望通过政策来活跃市场，而不是尊重市场发育的规律。”

陈永民重申，目前新三板的市场发育依然处于正常的轨道上，市场行为、投资文化、机构承载等方面都已出现了监管层希望看到的行为模式。未来，新三板监管层的关注重点依然会针对市场文化和投资行为。在新市场投资模式、风格逐渐成熟后，政策推出定将为时不远。

### **(3) 国务院发展研究中心企业所所长马骏：新三板是企业创新试验场**

在 2017 金融街论坛上，马骏认为，新三板是企业创新的试验场，新三板企业的新技术、新模式、新业态还在改进和验证，未来发展不确定性高，高增长与高风险并存。

从企业创新的角度，马骏分析了新三板市场的发展。据其分析，企业创新有一个基本的特点，基本的属性，就是高风险，在技术研发、市场和政策方面具有很大不确定性。

他进一步指出，企业挂牌新三板有两大好处。首先，企业挂牌新三板后，股权清晰了，公司治理完善了，可以建立起激励创新的企业制度。“这一方面，使得企业形成以股权为主的长期激励，将公司的骨干与公司发展捆绑在一起；二是管理团队主导的公司治理，也就是将公司的主导权交给这些创新者和创新领导者。”

其次，新三板提供公平竞争的市场制度，即注册制、透明度，实现优胜劣汰。新三板企业有很高股权激励比例，中位数企业骨干持股比例大概是 20-30%、平均数大概是 30-40%，也就是说，“新三板企业的骨干员工跟公司利益捆绑在一起，这样就会更加关注公司长期发展，有创新活力。”

总体上，马骏认为应该坚定看好新三板。第一，中国正在成为创新大国，创新型中小微企业源源不断，按照新三板目前这样的发展速度，创新的队伍还会有快速的扩张；第二，国民财富的增长与投资者的成长，投资需求越来越大，投资创新企业的资本或者是机构成长很快。第三，新三板坚持不懈完善的制度，通过创新、特别是制度创新，形成制度优势。在马

骏看来，注册制、透明度监管等形成优胜劣汰市场环境，“新三板是一个试验场，把一些试验不成功的企业淘汰出去，让一些成功的企业脱颖而出。”

#### **(4) 全国人大财经委员会副主任吴晓灵：打破刚性兑付，树立风险自担文化**

9月15日，在2017金融街论坛上吴晓灵呼吁，当前防控金融风险的重要工作之一是有序打破刚性兑付，树立风险自担的文化。

吴晓灵从三个方面进行分析。首先，打破刚性兑付是提高资源配置效率的前提；不打破刚性兑付就无法反映风险溢价，就没有金融资源的配置效率。

其次，刚性兑付是金融业制度扭曲的结果。吴晓灵分析称，公众在参与非法集资过程当中的心态是盈利归自己，亏损找政府，政府承担着无限的责任；在这样的压力下，由于责任不清，往往采取花钱买稳定，助长了刚性兑付的文化。

最后，吴晓灵指出，有序打破刚性兑付，防范系统性金融风险。金融业就是一个经营风险的行业，不出风险是不对的，出了风险才是正常的。

她认为，打破刚性兑付才能够化解风险的不当积累，如果是把风险一个个暴露出来，就是一个小风险；当一个产品出现风险的时候，用另外一个产品，或者是用另外一次融资来掩盖这个风险，“那么就会使这个风险越积越大，最后从小风险积累成了大风险，也就是有可能形成了系统性风险”。

鉴于此，吴晓灵强调，有序打破刚性兑付，要从完善法律，明确风险责任做起；监管部门要有揭示风险、化解风险的责任担当。

#### **(5) 近期 IPO 被否案例五宗罪**

近期有智业软件、广信科技、致瑞传媒、赛纬电子、世纪恒通等 IPO 被否案例，除常见的业绩下滑、客户集中度高问题外，还有申报期内多次收购、追溯调整商誉减值、第一大客户同时为第一大供应商以及与关联公司共用生产设备、未交纳五险一金占比较高等因素。

#### **4、热点讨论：新三板为什么会掉队？（桂浩明）**

申万宏源证券研究所市场研究总监桂浩明：虽然新三板取得长足发展，但主要表现在一级市场的数量扩张，二级市场建设并没有紧紧跟上。

作为多层次资本市场的重要组成部分，新三板与沪深股市存在较大差异，但是受制于共同的宏观基本面，它们的走势大体一致。如 2015 年上半年都曾有过大涨，下半年又出现过明显的下跌，其后则出现了结构分化的行情。

不过，这种状况自去年年底以来发生了变化。沪深主板从那时起开始逐渐上涨，创业板尽管晚了一点，但在 8 月份也探底回升，且反弹的速度还很快。新三板则不同，股价行情疲弱，无论是综合指数、创新层指数，还是做市商指数，都出现下跌。即便上证综指突破 3300 点，整个证券市场情绪全面好转，新三板依然不见起色。一度很受关注的做市商指数，由于引入券商双向报价，一直被认为能够体现挂牌公司的公允价值，可也是一路下跌，最近已经下探到 1000 点附近，差不多回到了起点。在中国证券市场上，股指运行几年后又回到起点，这种事情并不多见。因此不得不说，就整个证券市场的发展而言，现在的新三板在掉队。

为什么会掉队？简单分析一下，有三方面的原因。

首先，新三板挂牌公司的业绩不尽人意。前几年，新三板挂牌公司的利润增长率，都要高于主板，也高于创业板。但是去年以来，这种增速大幅度放缓，已经低于主板与创业板了。这里有复杂的原因，包括新三板扩容过快，挂牌公司质量参差不齐，不少中小微企业挂牌后遇到发展瓶颈，业绩难以提升。也有的在挂牌前过度释放利润，此后就缺乏进一步增长的动力。还有过去一些私募股权基金挂牌后，在一定市场条件下表现出了很强的盈利能力，但这种状况在近两年来就不突出了。公司业绩平淡，成为新三板市场发展、股价上行的重大阻力。

其次，去年年底以来，市场格局有了很大的改变，投资者对企业业绩的关注程度大幅度升温，这也造就了一波以业绩为核心的蓝筹股行情。相对而言，从新三板的特点来看，通常不会包含成熟型企业，更多是接纳创业型企业。这样就与今年的投资氛围不那么协调了。结果就是，大量当初以成长性为卖点，试图通过在新三板挂牌，获得资本市场支持寻求更大发展的企业，此间很少能够获得相关资金的青睐，不但再融资困难重重，市场交易也是冷冷清清，这样一来也就使得行情难以有所作为。这也提示人们，在缺乏稳定专业资金的背景下，证券市场中那些个性化很强的板块，也许其发展本身会受到严重制约。

最后，不得不提的是，新三板虽然在前几年取得了长足的发展，但主要是表现在一级市场的数量扩张上，二级市场建设并没有紧紧跟上。大家都知道，新三板交易制度处于探索期，从很多角度来看，还是存在一些比较明显的缺陷，有关方面也提出了包括建立大宗交易制度、开放私募基金做市等种种安排，在挂牌公司的分层以及向创新层给予政策倾斜方面，也是有所考虑的。但是，所有这些都未能能够及时付诸实施。由于市场建设的相对滞后，很多抱着



憧憬改革红利心理入市的投资者，不能不对此深感失望，这不但大大影响了他们的投资积极性，同时也抑制了新资金的入市。一万多家挂牌公司，每天的成交金额才六七亿元，大量公司有行无市，挂牌以后并没有获得资本市场的支持。所有这些，都导致了新三板的低迷，乃至在今天的证券市场发展中开始掉队。

当然，新三板掉队，有些问题是历史遗留的，有些是在某个发展阶段中难以避免的，但也有一些是改革力度不够所致。怎样加快改革，推动新三板尽快赶上去，应该是新三板各参与方都必须认真对待的问题。毕竟，没有新三板的正常发展，中国多层次资本市场将是不完整的，整个证券市场也将是不协调的。

## 5、基金策略

专注于创新层做市类标的，投资于流动性相对好、估值相对合理的细分行业领先企业。

运作理念：视投资人为股东，把产品当作公司运作。坚持稳健风格，追求绝对回报。

当周本基金仓位基本保持不变，但在三板上持续增加我们看好品种的仓位（创新层的医药、先进制造业、信息技术、消费等领域个股），减持了部分盈利的国企改革类 A 股标的。由于主要持仓的三板品种表现平平，所持 A 股标的涨跌互现，本周基金净值略微下跌。

三板的建仓目标已基本完成，下周拟继续在三板中小幅调整仓位，A 股仍将灵活调整配置。