



新三板 1 号基金周报 20171105

1、新三板市场数据

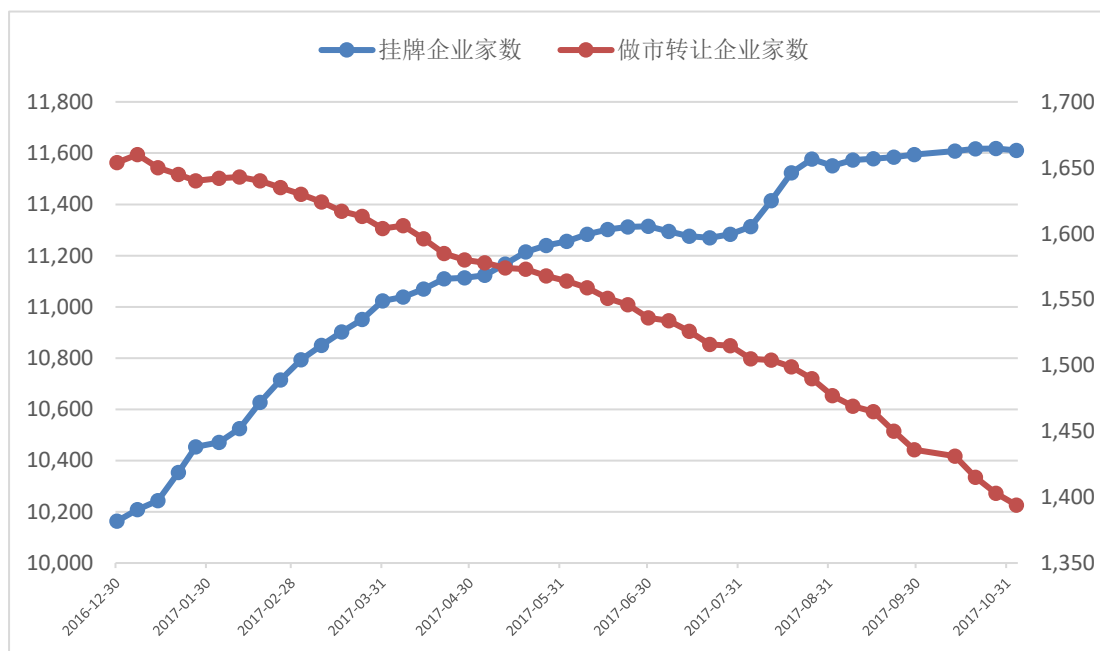
●市场规模数据

截至 2017 年 11 月 3 日，新三板挂牌企业总数为 11611 家，其中协议转让交易的有 10217 家，做市转让 1394 家，今年以来做市转让家数首次跌穿 1400 家。当周净减少挂牌企业 7 家，新三板挂牌企业数量按周计算再次出现下降迹象。做市转让家数继续又减少 9 家，做市转让家数持续下滑势头并未改变，做市制度面临尴尬境地，变革要求势在必行。

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	1394	10217	10242	1369	11611
当周新增家数	-9	2	-4	-3	-7
总股本（亿股）	1428.25	5409.74	5412.46	1425.53	6837.99
流通股本（亿股）	910.13	2440.64	2516.51	834.26	3350.77

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

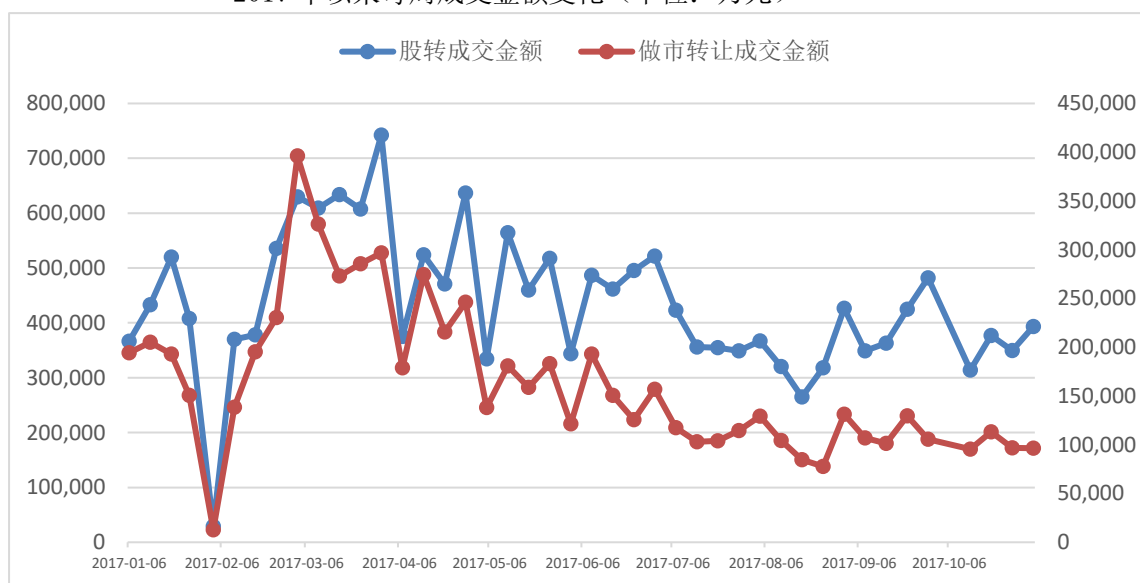
10 月 30 日至 11 月 3 日间，市场总成交数量环比增加 8.99%；总成交金额环比增加 12.42%，市场交易有所扩大。做市成交数量环比减少 2.05%、成交金额环比下降 0.19%，做市转让依旧低迷；协议转让成交数量、成交金额分别环比上升 14.42%、17.24%，协议转让较做市转让明显活跃。从周成交图看，近期成交仍处年度相对低迷状态。



当周市场交易概览

项目	当周	比上一交易周增加%	本年累计
成交数量(万股)	81939.77	8.99%	3446032.07
其中: 做市转让	24301.06	-2.05%	1342682.07
协议转让	57638.71	14.42%	2103350
成交金额(万元)	393105.72	12.42%	18687448.39
其中: 做市转让	96483.88	-0.19%	7033837.29
协议转让	296621.84	17.24%	11653611.09

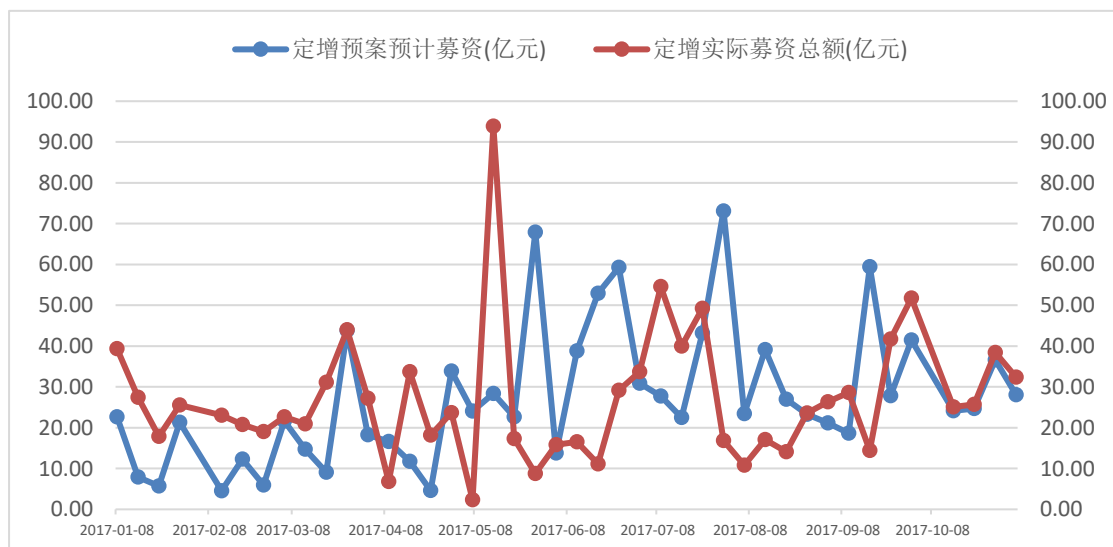
2017年以来每周成交金额变化(单位:万元)



● 市场融资数据

截止11月5日共有64家企业发布了定向增发预案, 预计募资28.04亿元; 实施完成61家企业的定向增发, 募资总额32.4亿元。增发预案的融资需求和实际融资额均有所下降, 保持相对均衡水平。

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)
2017-11-05	64	64	58,500.02	28.04	61	61	46,505.94	32.40
2017/10/29	62	62	146,975.33	36.65	44	44	37,890.16	38.44

2、新三板指数与估值变化

●新三板指数分析

当周三板成指下降 1.14%，收于 1287.72 点；三板做市指数下跌 0.42%，收于 1007.6 点。整周三板做市指数继续低迷，呈逐日下探之势，国庆后连续走高的态势止步，且交易量和交易额也萎缩，呈现缩量调整特征。做市指数在 9 月底创出收市新低 1004.56 点后曾一路小步上扬，本周又出现继续调整，再下有探新低的态势，做市指数筑底会夭折吗？我们判断做市指数筑底的趋势没有改变，因为我们观察的主要做市类标的股价走势已基本触底，伴随三板红利已开始有所兑现，预计三板做市指数基本见底态势不会改变。

当周创业板大幅下跌 3.34%，三板做市指数走势已开始相对强于创业板指数走势，但两者走势敞口仍比较大，体现出三板政策未有大变化下三板做市指数的弱势特征。

当周新三板指数概况

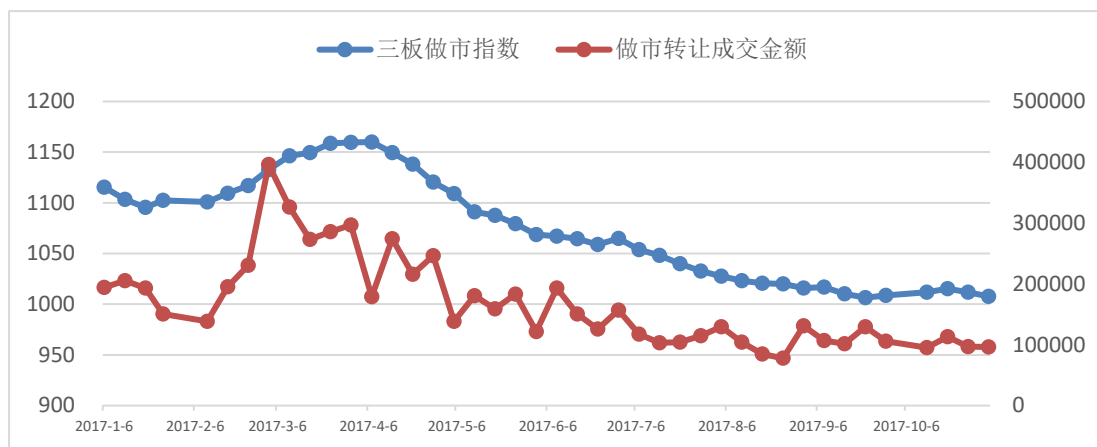
证券代码	证券简称	周收盘价	周涨跌幅%	周成交量(万股)	周成交额(万元)
899001.CSI	三板成指	1,287.72	-1.14	56,702.80	309,314.53
899002.CSI	三板做市	1,007.60	-0.42	21,296.58	87,961.46

三板做市指数与创业板指周线对比

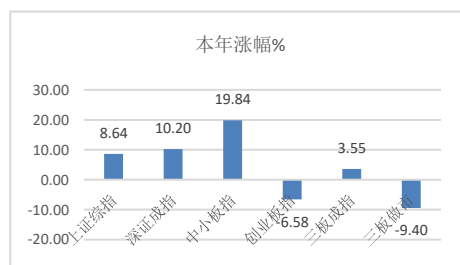
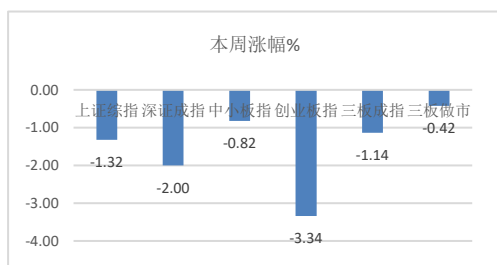




2017年每周三板做市指数与做市转让成交金额走势对比图（剔除不完整周）



当周三板指数走势相对强于A股各主要指数，A股指数出现不同程度的下跌。从全年看，三板指数特别是三板做市指数明显弱于其它主要指数，做市商仍经受着煎熬和挑战。主要指数涨幅图



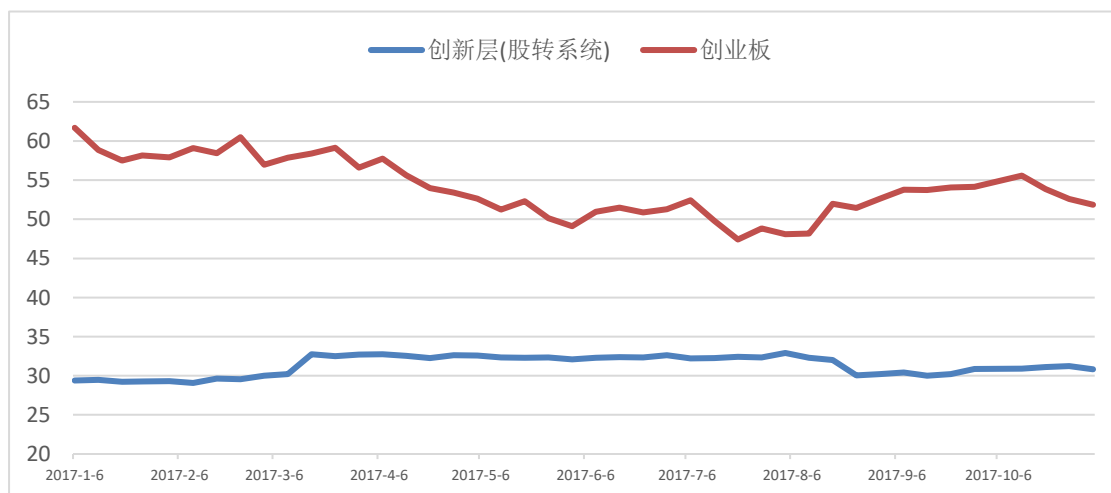
●新三板估值分析

据万得统计，11月3日，新三板市场市盈率(TTM) 41.03倍，新三板创新层市盈率(TTM) 30.82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月下旬开始持续有扩散的倾向，本周继续收窄。

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)	30.82	41.03	38.92	51.84	15.67	33.96
市净率(LF)	3.35	3.36	3.73	4.43	1.69	3.21

2017年以来三板创新层市盈率(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) 2017年7月起通报批评：新三板监管高压新常态

市场清淡，但新三板监管高压依旧。

从2014年至2017年已有13起通报批评，涉及15家责任主体，其中2014年发布2起、2015年发布1起、2016年发布3起。2017年以来，股转系统已发7次通报批评公告，涉及10家主体公司。

(2) 活跃度持续降低 年内近500公司退出新三板

11月3日，新三板做市指数跌至1007.6点。而在2015年4月7日，三板做市指数曾达到过2673.17点的巅峰。在市场活跃度持续降低的情况下，券商做市意愿减弱。2017年做市转让的三板公司也在减少，从原来的1654家降至1394家。

新三板在经历过前两年迅猛的扩张后，目前挂牌数量增长已经放缓。截至2017年10月底，共计498家挂牌企业“离开”新三板，是2016年全年(56家)的近9倍。

虽然新三板已经实施了两轮市场分层，但存在配套制度迟迟没有落地、创新层企业不稳定等问题，基础层和创新层并没有实质的区别。不过，市场已经给出了答案，成交总额的95%集中在不到2000家公司，1000多家公司今年顺利完成定向增发。

(3) 未按时披露半年报 8家新三板公司今起被强制摘牌

10月31日是新三板企业披露半年报的最终期限，目前，仍有25家企业未能披报，全国股转系统对其中8家实施了强制摘牌，这是股转第三次因未披露定期报告强摘企业。目前，不披露年报和半年报是新三板企业被动退市的主要方式。

监管部门强调，被摘牌公司应积极应对投资者诉求，主办券商应指定专门人员负责被摘牌公司相关事宜并披露联系方式，协助做好被摘牌公司投资者的沟通工作，指导被摘牌公司妥善解决投资者诉求。

(4) 28个贫困县脱贫摘帽 13家新三板公司梦断IPO绿色通道

国务院扶贫办近日公布，目前全国共有28个贫困县脱贫摘帽。随着这批贫困县摘帽，不少新三板公司将无缘IPO“绿色通道”。

去年9月，证监会发布《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》，明确对贫困地区企业IPO、新三板挂牌、并购重组等开辟绿色通道。在证监会“IPO扶贫”政策中，除注册地和主要生产经营地均在贫困地区且开展生产经营满三年、缴纳所得税



满三年的企业外，另一能享受“IPO 扶贫”绿色通道政策的是注册地在贫困地区、最近一年在贫困地区缴纳所得税不低于 2000 万元且承诺上市后三年内不变更注册地的企业。

一时间，新三板上符合 IPO 申报标准的贫困县标的受到追捧。随后，众多新三板挂牌公司为搭上政策快车开始“搬家”，更有不少公司迁址贫困地区。

本次 28 个贫困县“脱贫摘帽”，据不完全统计，共涉及 13 家挂牌公司，包括瑞华股份、华泰机械、慧云股份、申高制药、奥吉特、好生活等。

4、热点讨论：如何突破新三板发展困局（银河证券 张汉斌）

市场对新三板的价值认可度显著低于中小板和创业板，流动性不足成为新三板对企业降低吸引力的主要原因。

若以家数论，新三板以 11000 多家挂牌企业堪称世界第一大交易(场)所，新三板作为多层次资本市场的塔基也算厚实。然而相对于主板、创业板，新三板的总体交易量实在可怜，2017 年日均不到 10 亿元。实际上，为破解交易清淡困局而引进的做市商制度总体来看有效性并不显著，约 1500 家做市股票日均成交约在 5 亿元，并且做市股票数量和做市交易量在今年也呈下降局面。

也就是说，市场对新三板的价值认可度显著低于中小板和创业板，流动性不足成为新三板对企业降低吸引力的主要原因。如果说小微创企业具有成长性，估值应偏高，那么新三板市盈率低于中小板和创业板的合理解释便在于差异制度设计下的市场割裂。

当前，一方面，核准制行政性造成主创板供给稀缺，即所谓的壳资源问题，背后的理念支撑是政府对投资价值判断具有管控能力和责任；另一方面，较高的投资者适当性标准也造成新三板需求方力量不足，流动性差又加剧需求不足形成负向反馈循环。

如何突破这种困境？首先主创板方面，注册制目标背景下 IPO 常态化及退市制度化，既增加市场供给又优化市场存量，同时缩小沪深交易市场与新三板市场的估值割裂，这也符合增加居民资产的发展趋势。其次，新三板明确发展定位，新三板定位于服务创新型、创业型、成长型中小微企业，无盈利指标准入设定，并不意味着新三板比主创板的层次“低端”，而应是存在一定差别定位和竞争关系的又一集中交易市场，而非界定模糊的场外市场；事实上，随着电子交易的发展，物理意义上的场内、场外市场已然淡出区分必要。再次，按分层降低新三板投资者适当性标准，在当前经济结构面临转型，传统产能普遍过剩的形势下，部分新



三板企业投资风险并不比大型传统行业企业高，因而以其风险高而设定较高投资者门槛的理由并不充分，应该允许更多投资者来分享创新和成长型企业的成长红利。

综上所述而言，宜以交易制度改进为抓手。当前，新三板并行协议和做市两种交易制度。附加转让意向平台的协议转让突破互报成交确认的局限，具有了集中竞价的某些特征；做市转让试图通过做市商双向报价来构建交易对手方，使交易标的连续成交，从而实现价值发现。做市交易是一种报价驱动交易制度，应该说，做市商制度是改善流动性的一项创新，但由于做市买卖有价差，存在交易成本，因而相比指令驱动的竞价交易，报价驱动的做市交易并不理想。而且按新三板现行交易制度，当投资者的报价优于做市商报价时，即买价高于做市商报买价或卖价低于做市商报卖价，仍按做市商报价成交，这实质上构成报价垄断，必然带来低效率。

我国做市商制度有待改进，大的方面，做市商扩容、大宗交易在期待中；破除做市商对报价权的垄断，如对于优于做市商的报价进行披露和替代。小的方面，对初始做市库存股仓位适度下调(目前为最低 10 万股或 5%总股本)，因为对现有做市制度的诟病主要在于做市商基于牌照低价大量拿票并在无大宗交易配套的二级市场出货，从而造成做市股股价承压。而且附加集中申报机制的协议转让的搜寻成本大大降低，又可点对点大宗交易，拟 IPO 企业更便于控制股东数量，这些是当前存在大量做市转协议的主要原因。

竞价交易理论基础和理想模型是完全竞争市场，前提是市场参与者众多，每个交易者不能利用供需数量影响价格，只能是价格接受者。这就要求供给方面股权足够分散，股东足够多；同时需求方面潜在购买者也充分多。主创业板企业在 IPO 后能满足这些要求，因而适用竞价交易，通过交易所主机集中或连续匹配买卖指令形成价格，实现价值发现功能。目前，新三板大部分企业流通股少，股权集中度高，没有充分多的卖方；同时，严格的投资者适当性标准也使买方数量不足，与完全竞争市场相去甚远，因而竞价交易暂未推出。但若允许新三板股票公开发行，使得持有一千股份以上股东突破千人，即千人千股，则竞价交易可行。

伴随公开发行与竞价交易，再适度降低投资者适格标准，则新三板可成长为与主板和创业板并行竞争，并差异化定位的多层次资本市场有机组成部分。

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。



当周本基金仓位上升，主要增加了 A 股比重。本周基金净值较上周下跌 0.34%。

三板：鉴于判断三板做市指数基本见底，本周继续在相对低位的品种中增加了些配置，对个别出现较大量解禁股流通的品种作了些减持，以防出现集中抛售带来的冲击。三板的总体仓位略有减少。本周三板持股品种（创新层的医药、先进制造业、信息技术、消费等领域个股）下跌个数偏多，但跌幅均较小。

A 股：本周 A 股市场整体表现较差，我们减持了表现较好的一带一路盈利品种，同时，考虑到市场仍以大蓝筹低估值品种为主线，我们集中加仓了部分消费类股票，从而使得整体仓位上升至高限。本周新增的消费类品种表现较好，而原持仓的环保、非银金融及国企改革类品种继续回调，考虑到这些品种估值较低且基本面健康，我们暂未作操作调整。

基金仓位已至上限，下一步将视市场状况在品种间作调整。