



## 富舜资产投研随笔第六期

### 聊聊新三板市场的估值回落：

### 回归价值，聚焦成长

2016 年以来新三板二级市场表现持续低迷。三板成指下跌 17.67%；三板做市指数下跌 19.00%。两指数均呈现了不断震荡下行的走势，创下 15 年 7 月以来的新低。2016 年 1-6 月，新三板月均成交金额为 145 亿元，较去年月均的 160 亿的水平持续下降。而成交结构已趋于稳定，做市：协议 6：4 的成交占比形成常态化；但换手率情况已经回到日均 0.1% 的前期低点。

继二级市场热情下降后，一级市场也出现了萎缩。尽管 2016 年 1-6 月新三板月均挂牌数量 427 家大幅高于 2015 年的 296 家，但月均募集资金由 2015 年下半年的 153.83 亿元下降至 108.92 亿元，定增完成情况出现一定程度下滑。而受制于增量资金不足而企业数量增加融资需求增长，定增平均估值在 5-6 月下降到下降到 20 余倍的较低水平。

从新三板一二级市场情况来看，可以说新三板市场整体处于一个下行阶段，尽管市场制度上做市股票的大宗交易、放开做市资格、交易制度改革、公募产品入创新层、乃至转板设计仍然可以预期，但不建议短期过度乐观。而在制度套利策略逐步修正的当前来看，短期内市场还会持续目前低迷状态。

所以让我们回归新三板基础属性来看这个市场，在资产端，新三板以类注册方式为中小微企业提供了直接融资渠道，预计年内挂牌企业数量突破万家，但企业良莠不齐，分化程度加大；在资金端，新三板为社会财富提升股权投资配置创造条件，而投资者门槛决定了机构投资者才是市场的主导，也因此新三板估值中枢和交易活跃度不会太高，场内投资资金规模为千亿级别，存量资金到期压力较大，新设立的产品普遍周期更长，资金将会趋于集中在成长性较高的少量个股。

综上，笔者认为新三板更应该被定位为一级和一级半市场，进一步考虑到最近三年挂牌企业的整体财务表现，“分化”将是新三板市场的常态，市场投资策略应该更加关注企业盈利能力和企业所处行业估值变化。

从投资角度而言，6月份以来，主板公司业务转型的诉求与新三板公司上市遇阻的困局共同造成了新三板企业被主板公司收并购案增多的局面。并购手段将成为新三板未来重要的退出渠道，因此建议重点关注成长性较高的主板并购市场热门标的（比如互联网软件与服务、电脑硬件、医疗保健、教育服务等行业）以及自身条件符合IPO的借壳潜力标的。

#### 免责声明

本报告由富舜资产向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于富舜资产。未经富舜资产事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。

