



新三板交投转冷，主导做市券商大幅减少，东方证券领衔精品做市

2015年11月11日

袁季(首席研究官)

黄莞(研究助理)

电话: 020-88836102

020-88836112

执业编号: A1310512070003

邮箱: yuanj@gzgzhs.com.cn

huanguan@gzgzhs.com.cn

【前言】

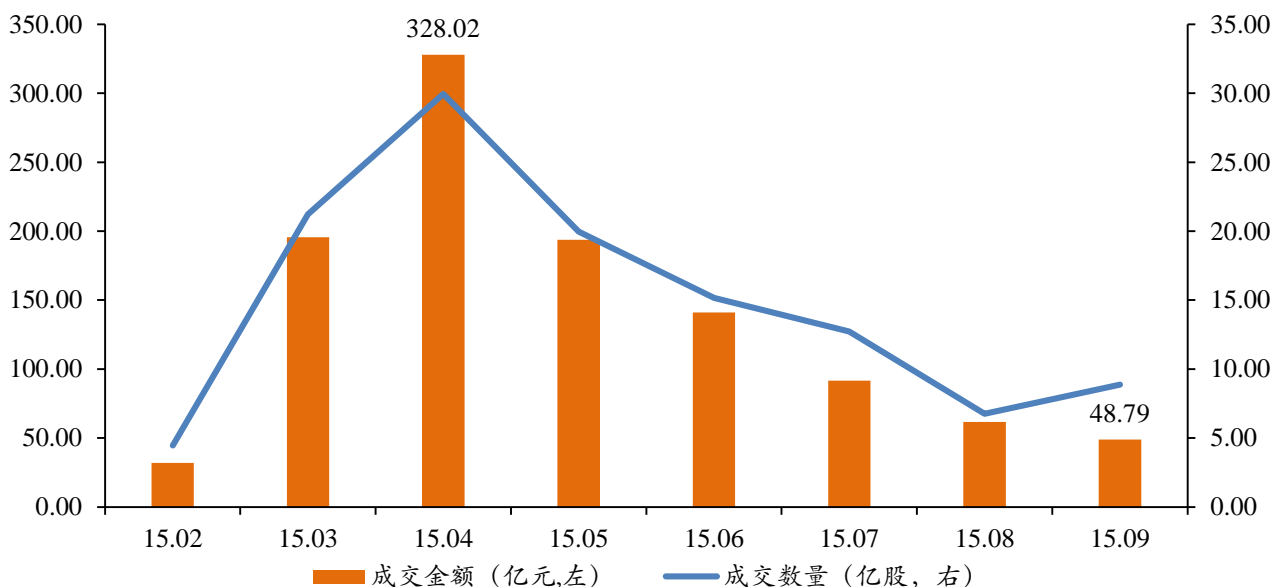
2014年8月25日刚上线的新三板做市商制度一直被寄予厚望。年初交投的异常活跃更是让投资者将新三板比作“中国的纳斯达克”。然而自从4月份成交额达到328.02亿元的峰值后便逐月回落，近几个月更是深陷流动性困境。在此背景下，做市商策略是否已有所变化？不同的券商有不同的做市风格，对于企业而言，根据自身特点和要求选择适合自己的优质做市商意义重大。

【新三板做市成交日渐冷清】

首先，我们先来看一下今年以来做市板块的成交情况，以及做市商和做市企业的变化态势。

经历过2015年3月和4月的小高峰之后，新三板做市交易活跃度逐月下降，9月成交量为18.13亿股，成交额为79.51亿元，创下了4月份以来的新低，相比今年4月份的高峰期分别减少了48.96%和78.69%。

图表1 4月成交额达到328.02亿元的峰值，随后逐月回落

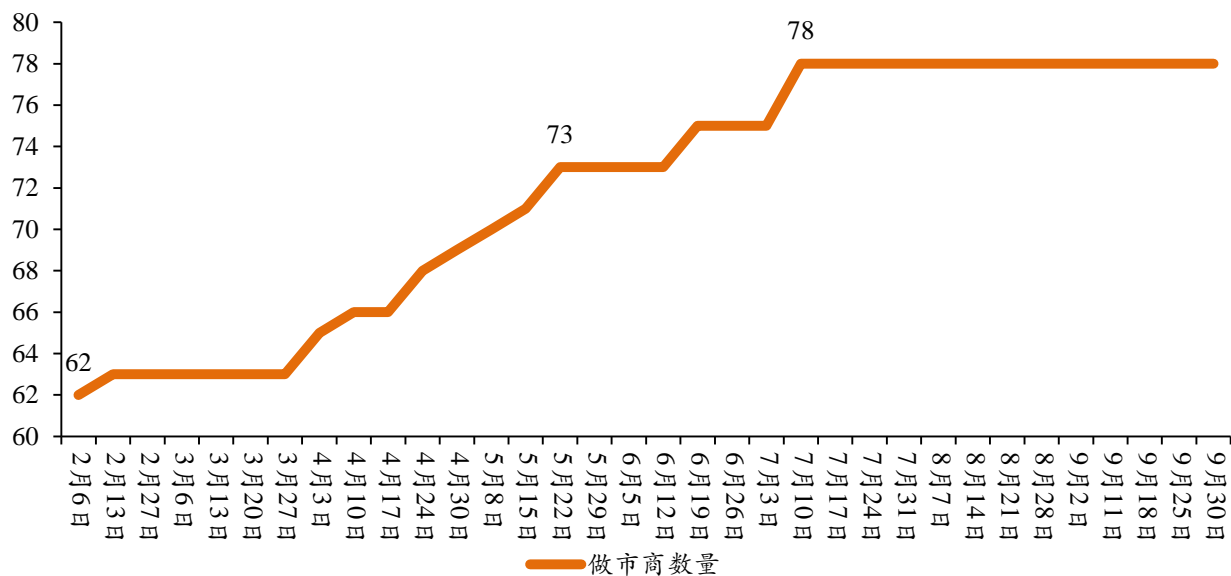


资料来源：股转系统，广证恒生

从做市商的角度来看，2014年8月25日做市商制度上线时一共有44家做市商，月均新增3-4家左右，今年7月初以来就一直定格在78家没有变化。



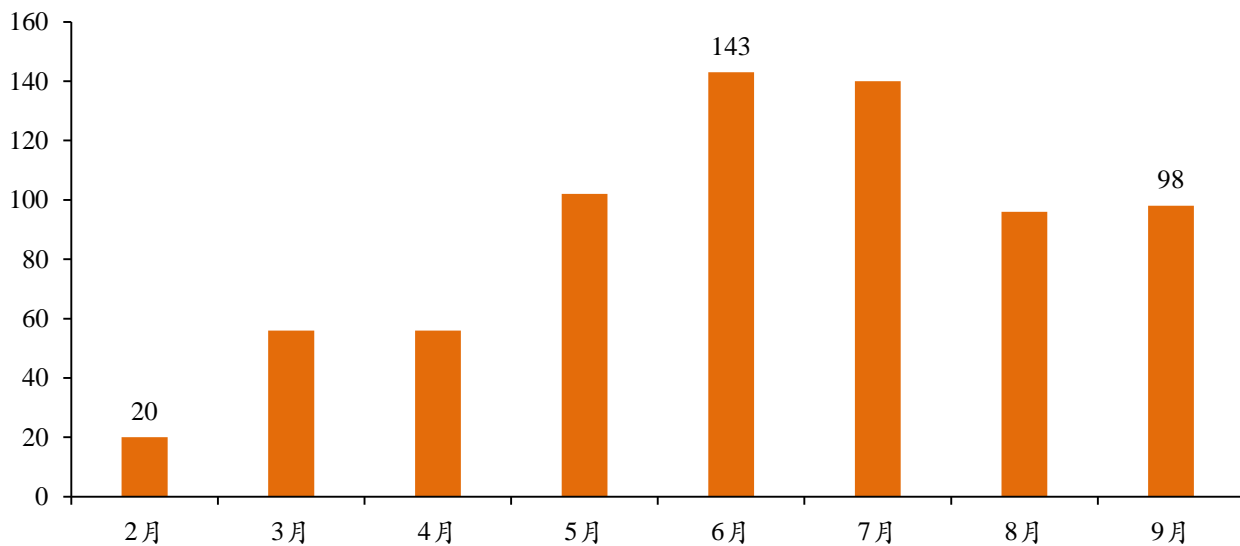
图表 2 做市商数量自 7 月起没有增加



资料来源：股转系统，广证恒生

另一方面，做市企业数量却保持较高的增长速度，最近半年更是月均超过 100 家。截至到 2015 年 11 月 11 日，做市企业已近 1000 家，相比年初的 122 家已增长了 8 倍有余。

图表 3 近半年来月均新增做市企业超过 100 家，一直保持较高增速



资料来源：股转系统，广证恒生

在流动性逐月下降的背景下，一方面是做市商数量增长有限，另一方面却是做市企业大幅增加，供求双方的均衡悄然转变。在此背景下，做市商做市策略已经发生了较大变化：主导做市策略逐渐受冷落，精品做市商也在小幅减少，预计短期内做市商会更多的采用跟随做市策略。

【做市策略可分为主导、精品和跟随做市】

做市商做市策略大体可以分为3类：主导做市，跟随做市和精品做市。

一般情况下，对于某一只做市标的，拿到最多库存股的做市商定义为主导做市，其他的做市商为跟随做市。当一家做市商采用主导做市的标的超过50%时定义该做市商采用主导做市策略；当一家做市商采用主导做市的标的低于50%时定义该做市商采用跟随做市策略；

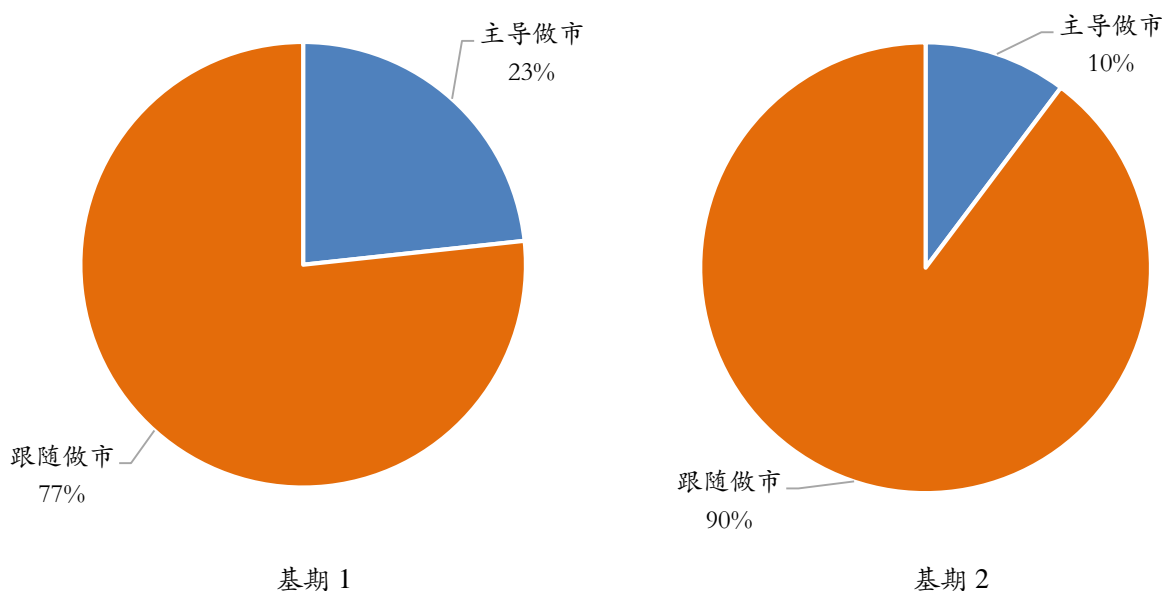
理论上，做市标的越多，总成交额越大，但是平均下来每一只标的流动性不一定很充足，因此我们引入平均成交额来解决这个问题。当做市标的数量较少，但旗下平均每家企业的周均成交额超过做市商平均水平的为精品做市策略。

【做市蛋糕被瓜分，采用主导做市策略占比大幅下降】

伴随着做市环境的变化，券商做市策略同时在不断变化。笔者通过比较分析新三板高峰期（2月至5月）和平缓期（6月至9月）两个时期的做市商排名和做市相关数据，判断做市商策略的变化方向和预测未来趋势。为了讨论方便，我们暂且将2月至5月和6月至9月这两个时期分别命名为基期1和基期2。

广证恒生研究发现基期1采用主导做市策略的做市商有17家，采用跟随做市策略的有56家。基期2中，采用主导做市企业仅有8所，占比减少了13%，采用跟随做市的有70所，较基期1大幅增加。

图表4 基期2采用主导做市策略占比大幅下降



资料来源：Choice 数据库，广证恒生

通过前后对比，可以发现主导做市策略占比大幅减少，从基期1的23%下跌至基期2的10%。数额上看，基期2主导做市商在减少9所。其中，申万宏源、中信证券、广发证券和银河证券一直采取主导做市策略不变。

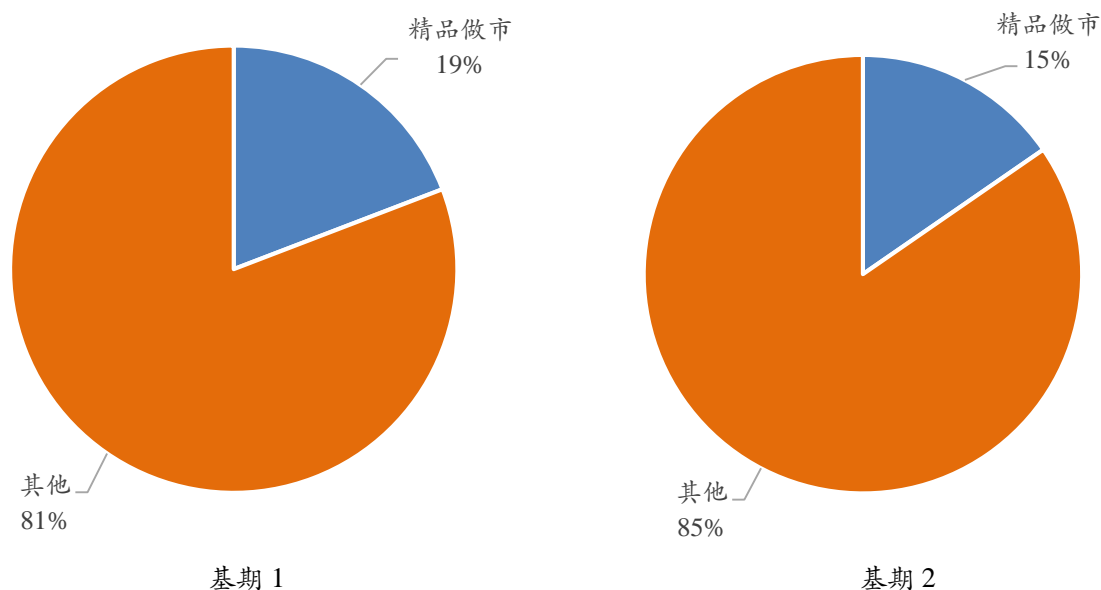
作为新三板市场的领跑者，申万宏源很早就布局新三板，是全国首批获得新三板挂牌业务资格的券商之一，连续多年拿下新三板推荐挂牌企业第一名。目前申万宏源的累计推荐挂牌企业数超 370 家，高居榜首，约占 10%！考虑到具有挂牌业务资格的券商一共 80 家之多，这个市场占有率相当高！截至 11 月 6 已有 122 家做市企业，排名第三，其中申万宏源 80 次担任主办券商，占 65.57%。其主导做市企业占比从基期 1 的 55% 上升至基期 2 的 58.33%。可见申万宏源是典型的“主导做市”券商！

中信证券选择做市项目的条件相对较高，尤其是对成长性的要求较高，也是典型的“主导做市”券商。之前中信证券对外披露了选择公司的 6 个条件：第一，最近两年连续盈利且最近一年净利润不少于 500 万元；第二，最近一年营业收入不低于 5000 万元；第三，最近一期净资产不小于 2000 万元；第四，最近两年净利润增长率不低于 30%，且预计未来三年营业收入平均增长率不低于 30%；第五，挂牌公司所属行业符合“两高六新”的，优先考虑；第六，信息科技、生物与新医药行业的拟做市标的，净利润和营业收入指标可适当放宽，但必须具备更加显著的成长性。可见，中信证券对项目的要求相对比较高。

跟随做市的代表有天风证券，主导做市率为 27.45%，但天风证券做市企业有 122 家之多，做市企业数排名并列第三。同时，天风证券的做市能力也位居前列，月均总成交额长期排名前 10 以内。今年年初天风证券以“天风模式”闻名业界。所谓“天风模式”，是指具有做市资格的证券公司在企业做市后，以从二级市场买入的方式获得做市库存股，从而成为企业后续做市商的模式。“天风模式”就是很典型的跟随做市策略，能够快速加入优质做市标的行列。

广州证券是另一家采用跟随做市策略的代表性券商。去年做市商制度刚推出时，广州证券旗下做市标的数量一直领跑各大券商，在业界一举成名！这得益于广州证券战略布局较早，充分把握了新三板提供的弯道超车绝佳机会，目前广州证券做市企业 114 家。广州证券的做市企业总股本接近 150 亿股，做市企业总市值超过 1500 亿元，均排名前列。

图表 5 基期 2 采用精品做市策略占比略微下降



资料来源：Choice 数据库，广证恒生

采用精品做市策略券商略微下降，基期 2 精品做市商较基期 1 占比减少了 4%。但是，也有几家做市

商加入了精品做市的队列中，如中信证券，中山证券、东莞证券和渤海证券。而一直坚持精品做市策略的有东方证券、招商证券、江海证券、海通证券和华融证券等。

东方证券是精品做市的代表，东方证券的做市特色是“淡化数量，强调质量，注重投后管理。”今年8月27日，东方证券首席投资官齐蕾在接受《21世纪经济报道》采访时称，东方证券到今年年底时做市业务规模将达到30亿元。另外，根据Choice数据库统计，东方证券拥有做市商中最大的总库存股数量，达1.67亿股。截至11月6日，东方证券仅有81家做市企业，排名17，但月均总做市成交额一直保持在前列，可见东方证券旗下标的活跃度有多高。

另外一家典型“精品做市商”是海通证券。按库存股累积估算，海通证券做市投资额排名第4，达到3.53亿元。截至11月6日，海通证券仅有89家做市企业，排名12。但自5月以来，海通证券月均成交额一直保持前列，平均每只标的流动性相对不错。

【总结】

新三板自4月高峰以来交易平缓，券商的做市策略悄然改变。广证恒生研究发现采取主导做市策略的券商数量大幅下降，精品做市商数量也略微下降，采用跟随策略的做市商大幅提升。新三板分层制度尚未推出，流动性能否加强仍不可预料，预计短期内做市商会倾向采用跟随做市策略，短期内还将是“跑马圈地”时代。此外，根据日常与各大做市商的交流发现，东方证券等精品做市策略模式日益受到业界重视，经历了做市数量大扩容之后精品做市策略或许会被更多做市商尝试。

数据支持：伍卓伦

新三板团队介绍：

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了周报、月报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

团队成员：

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官，新三板研究团队长）：从事策略研究逾十年，在趋势判断、资产配置和组合构建方面具有丰富经验，研究突出有效性、前瞻性和及时性，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的100位证券分析师”称号、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。

赵巧敏（新三板研究副团队长，高端装备行业负责人）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，6年行业研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景。曾获08及09年证券业协会课题二等奖。

肖超（教育行业研究负责人，高级分析师）：荷兰代尔夫特理工大学硕士，5年证券研究经验，2013年获中国证券报“金牛分析师”行业第一名，对行业发展及公司研究有独到心得与积累。

陈晓敏（新三板医药生物研究员）：西北大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，在SCI、EI期刊发表多篇论文。3年知名管理咨询公司医药行业研究经验，参与某原料药龙头企业“十三五”战略规划项目。

温朝会（新三板TMT研究员）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板研究员）：英国杜伦大学金融硕士，负责微信公众号“新三板研究极客”政策、市场等领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

林全（新三板环保行业研究员）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

联系我们：

邮箱：huangguan@gzgzhs.com.cn

电话：020-88836112



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。