

理性回归 生态重建

——2017新三板秋季投资策略

证券分析师：刘靖 A0230512070005
2017.9.27

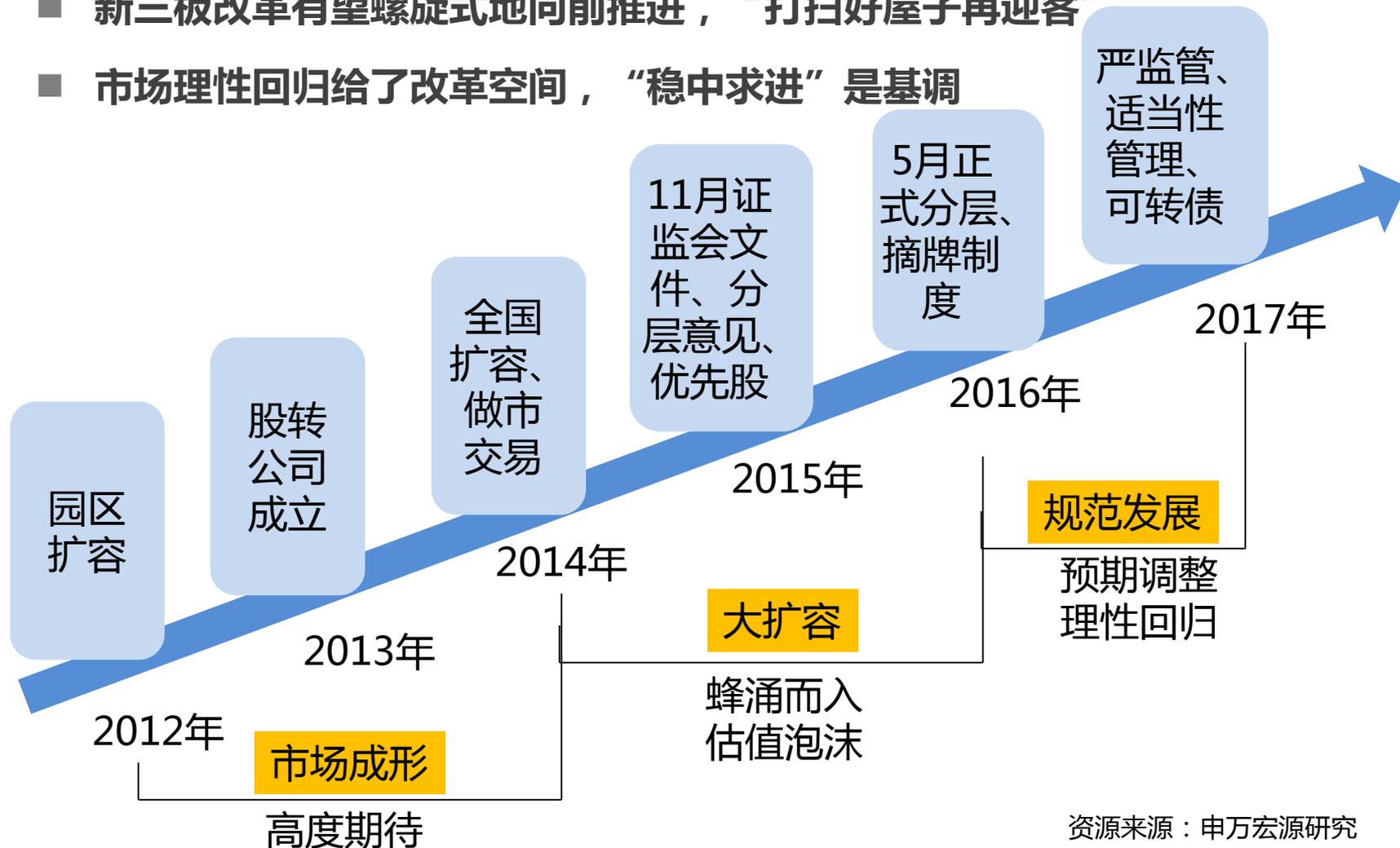


主要内容

1. 理性回归，生态重建
2. 借鉴海外，发展创投
3. 守住龙头，投资成长

1.1 2017年是新三板的规范年

- 2016年5月分层后的主线：规模到规范，从扩容到缩容，从包容到监管
- 新三板改革有望螺旋式地向前推进，“打扫好屋子再迎客”
- 市场理性回归给了改革空间，“稳中求进”是基调



资源来源：申万宏源研究

1.2 新三板改革方向明确，但市场成熟需要时间

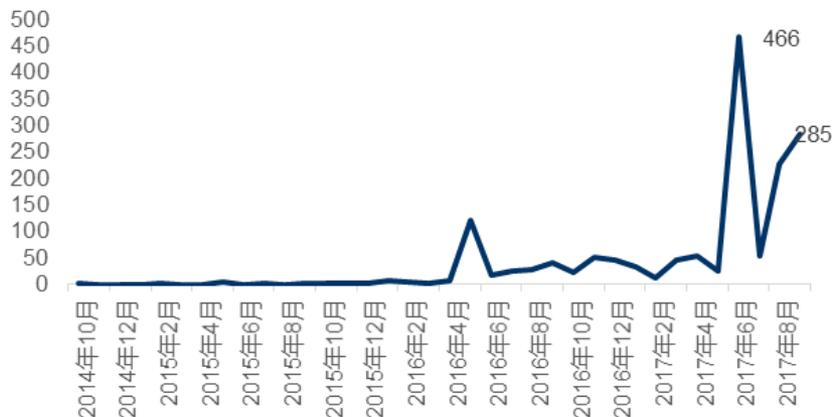
- **服务对象：创新型、创业型、成长型中小微企业**
- **投资者定位：机构市场**
- **作用：促进大众创业、万众创新，服务实体经济，推动经济结构转型升级**
- **多层次资本市场中的定位：独立市场**
 - 2013.12.13 国务院49号文《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》：逐步将全国股份转让系统建成以机构投资者为主体的证券交易场所
 - 2015.11.20 证监会《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》：**坚持独立市场定位**，公司挂牌不是转板上市的过渡安排，全国股转系统应逐步完善服务体系，促进挂牌公司成长为优质企业
 - 2017.8.25 谢庚：新三板改革方向明确
- **投资者、挂牌公司对新三板市场预期不断调整**

1.3.1 2017前三季度六大特征：规范监管是基调

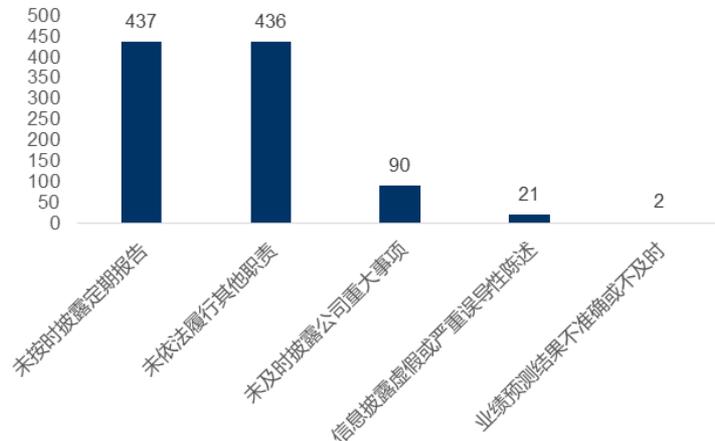


■ 2017年以来，新三板公司处罚数激增，仅6月份就达到466次

新三板公司违规处罚次数

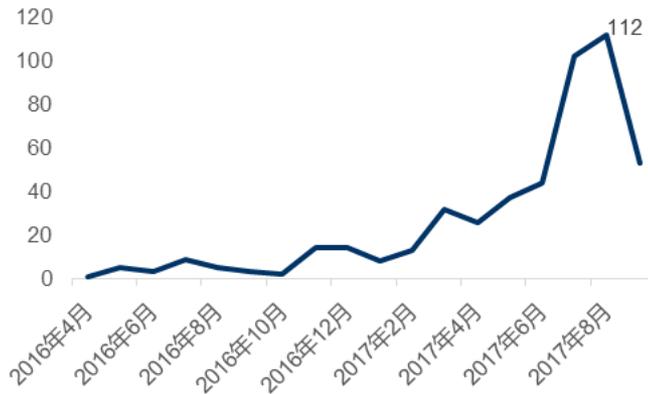


2017年1-9月新三板处罚情况



■ 摘牌数量激增，其中因未披露年报摘牌108家

摘牌数量

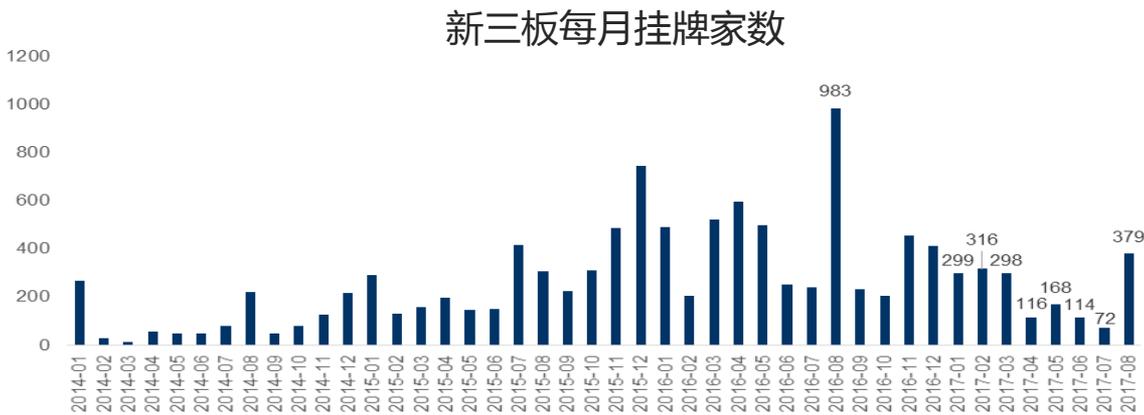


资源来源：wind, 申万宏源研究

资源来源：choice, 申万宏源研究

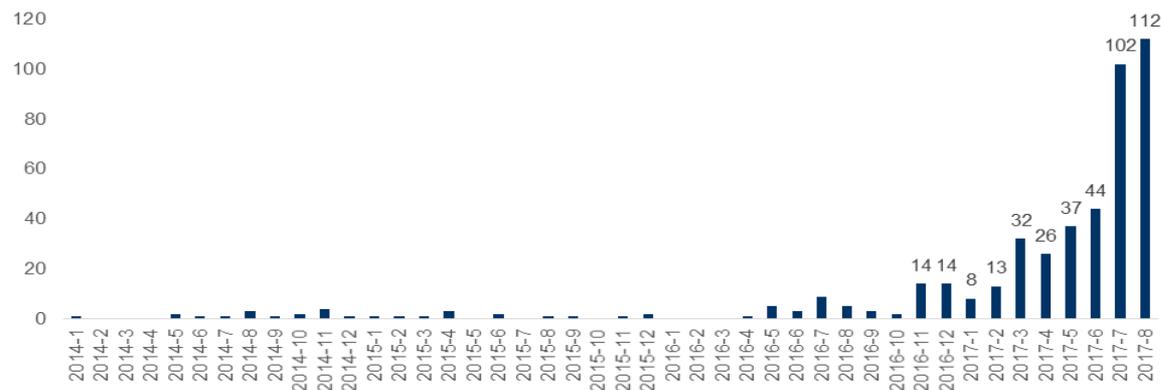
1.3.2 新三板进入存量市场

■ 挂牌数下降，摘牌数量明显上升（8月因财报期因素挂牌上升）



资源来源：choice, 申万宏源研究

新三板每月摘牌家数



资源来源：choice, 申万宏源研究

新三板IPO辅导、申报公司数量变化

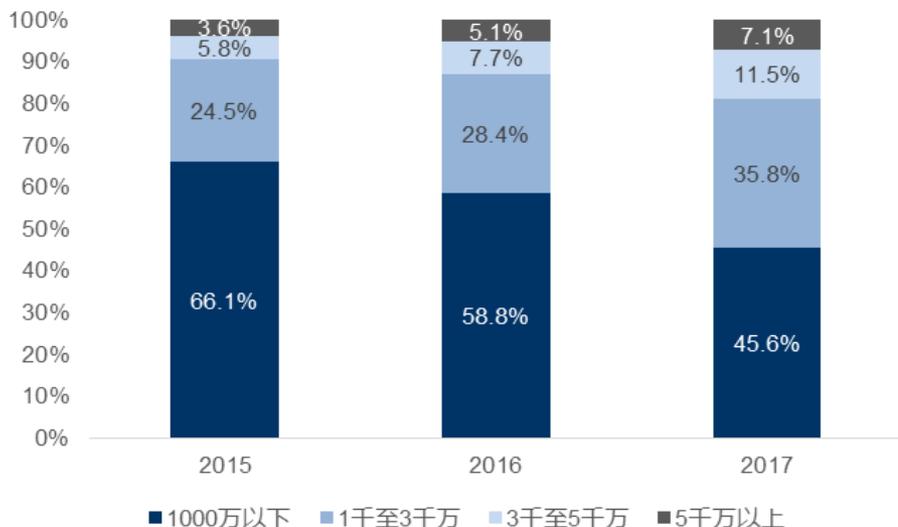


资源来源：choice, 申万宏源研究

1.3.3 IPO吸引大公司离开新三板

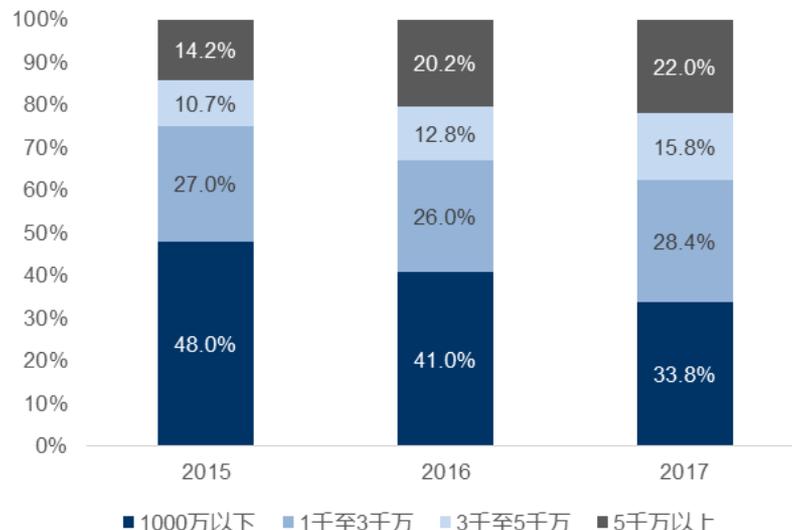
■ IPO带来的机遇：Pre-IPO热潮，带动3千万净利润以上公司融资

不同净利润规模 (TTM) 公司融资次数占比



资源来源：wind, 申万宏源研究

剔除金融后不同规模净利润(TTM)公司融资金额占比



资源来源：wind, 申万宏源研究

■ 冲击：优质公司摘牌潮

- 2017年3千万净利润以上公司摘牌139家，占到摘牌总数的32.6%
- 3千万净利润以上公司有21%已经连续停牌

表：不同净利润规模公司交易状态

	3千万以上		3千万以下	
	数量	占比	数量	占比
连续停牌	257	21%	376	4%
正常交易	971	79%	9981	96%

资料来源：choice, wind, 申万宏源研究

1.3.4 做市公司戴维斯双杀

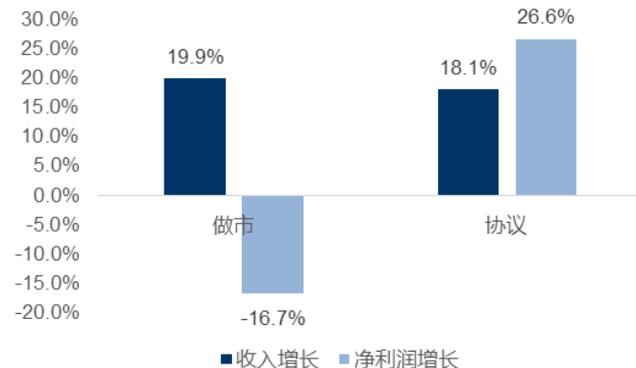


■ 做市指数连续下跌，回到1000点附近：

- 业绩低于预期是关键，而优质公司转协议、摘牌加剧了这一现象
- 政策红利预期未兑现，加剧估值下行
- 做市交易贡献占比大幅下降

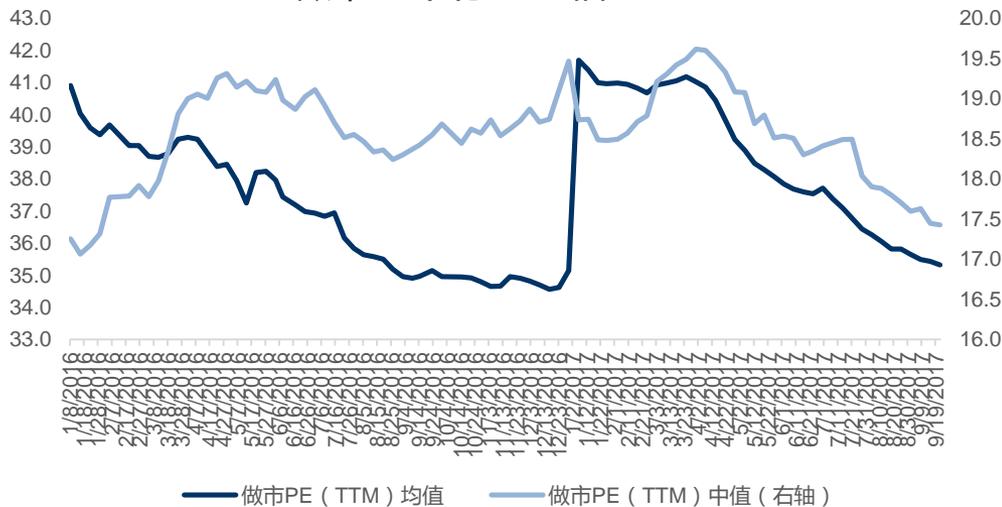
2016年做市公司业绩下滑

做市与协议收入及净利润增长率

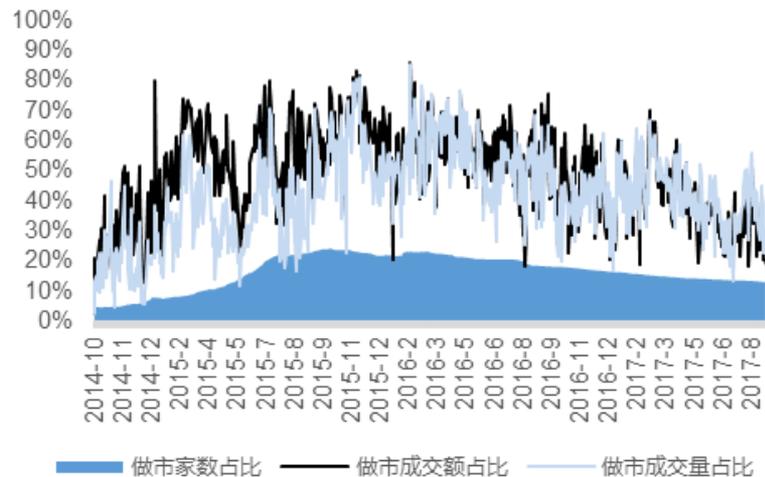


资源来源：choice, 申万宏源研究

做市PE下行至17倍



做市成交占比明显下降

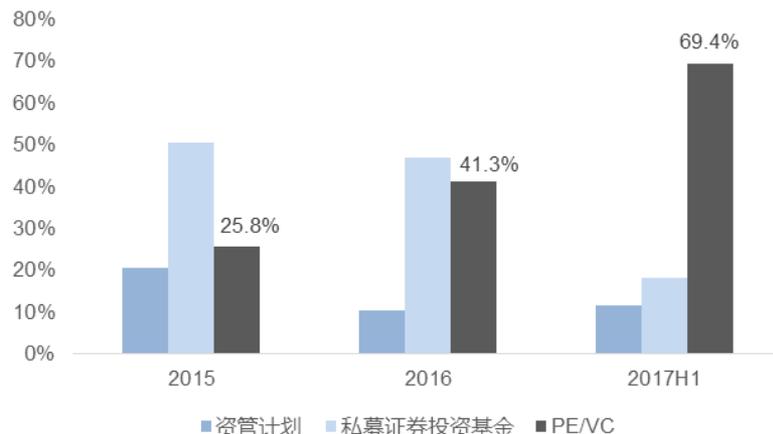


资源来源：choice, 申万宏源研究

1.3.5 股权投资特征加强，PE/VC成主角

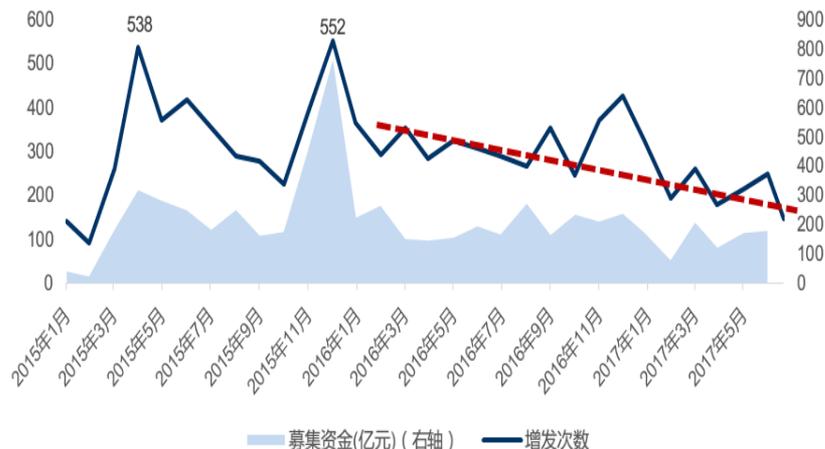
- PE逐步成机构投资人主力，对赌协议签订上升
- 增发预案次数下降，定增金额相对稳定，定增更集中向大项目

当期新成立新三板理财产品类型



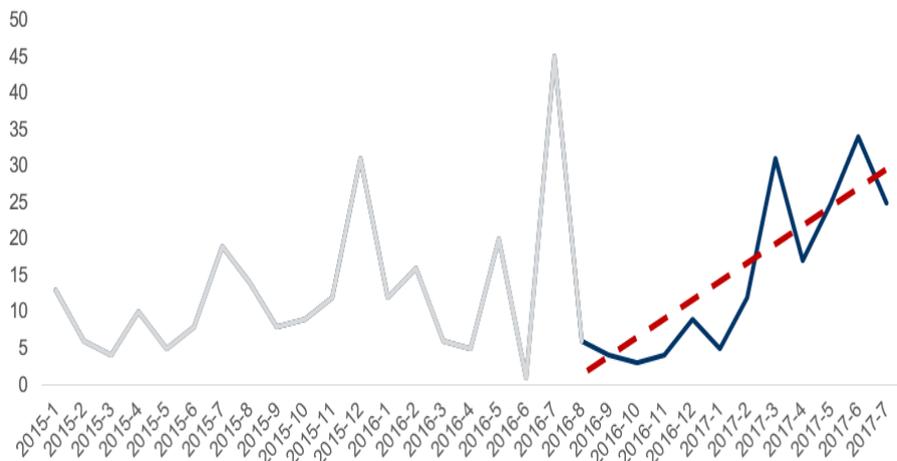
资料来源：choice, 申万宏源研究

月度增发预案呈下降趋势



资料来源：choice, 申万宏源研究

对赌协议签订数上升

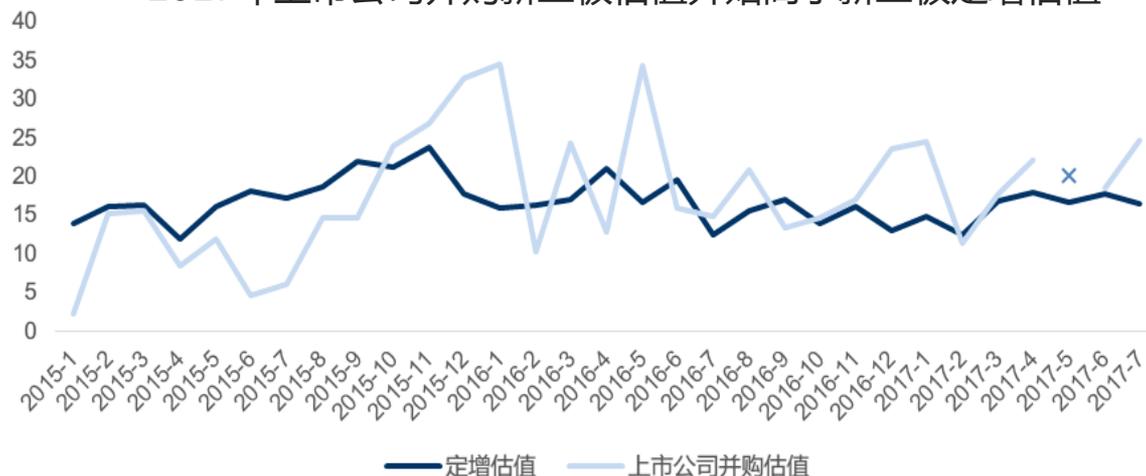


资料来源：choice, 申万宏源研究

1.3.6 新三板成为上市公司优质并购池

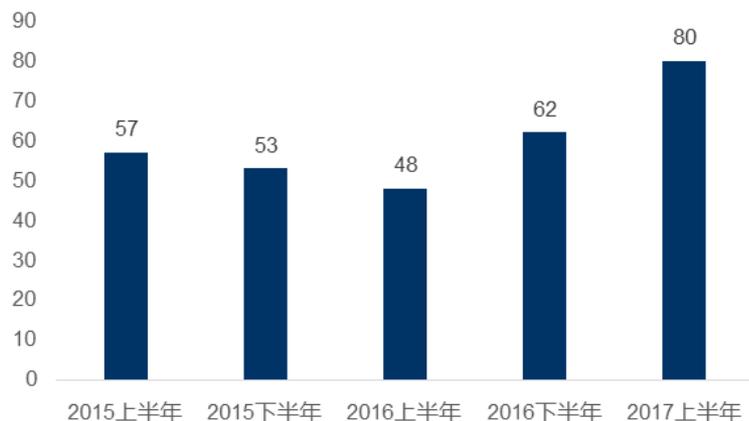
- 2017H1新三板公司被并购案同比上升67%
- 2017开始并购估值稳定高于定增估值

2017年上市公司并购新三板估值开始高于新三板定增估值



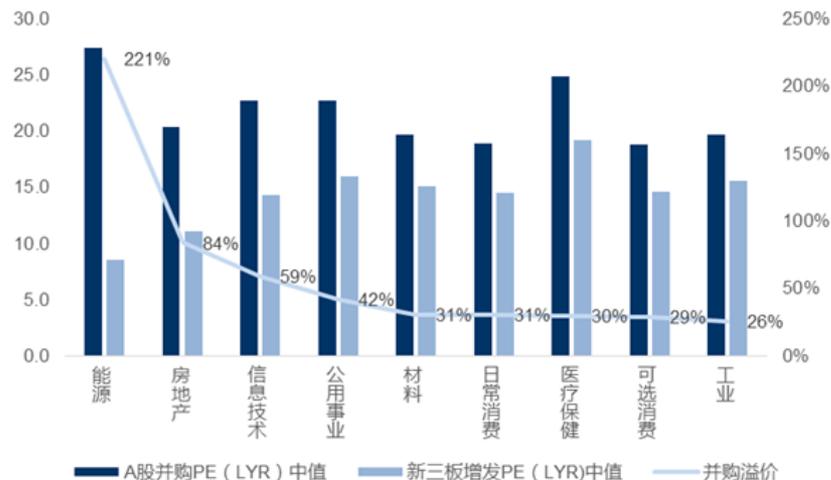
资源来源：choice, 申万宏源研究

区间内公告并购家数



资源来源：choice, 申万宏源研究

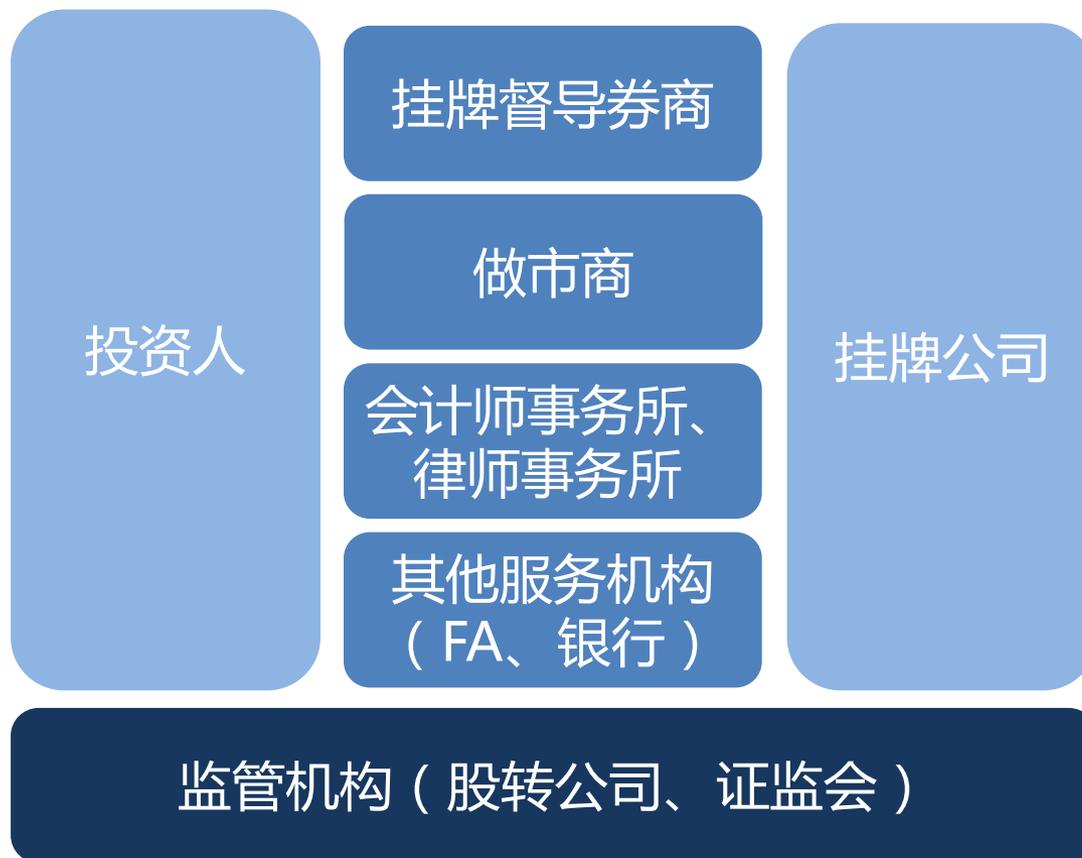
能源、地产、信息技术并购溢价相对较高



资源来源：choice, 申万宏源研究

1.4 理性回归，生态重建

- 理性回归下，新三板生态正经历重建：



资源来源：申万宏源研究

1.4.1 挂牌公司理性回归：迅速致富上三板？

■ 不理性想法：

- 盲目要求高估值融资；
- 上了新三板就能顺利融到资
- 上了新三板就有市场价，方便能套现

■ 理性回归：

- 高估值可能损害后续融资，高流动性也可能损害后续融资；
- 注册制市场只能提供工具，市场化是最大的魅力，上了新三板并不保证能顺利融资

■ 生态重建：权衡利弊，新三板进入存量市场，定增估值理性下降，优胜劣汰加剧

- 挂牌好处：知名度、规范性、增信、融资便利性
- 挂牌坏处：环保和人工成本上升，税收规范成本，信披成本

1.4.2 投资人理性回归：估值便宜所以涨？

■ 不理性想法：

- A股思维：概念炒作，政策和行业的想象空间
- 比A股便宜所以能涨
- 对流动性抱有过高预期

■ 理性回归：

- 业绩是王道
- 新三板与A股是两个独立的市场，具有明显的市场分割，估值不能类比
- 大量公司成长不到可以有良好流动性的程度

■ 生态重建：1) PE/VC做法普及，严格尽职调查，必要时签署对赌协议；2) 投资估值向一级市场靠拢

1.4.3 其他方面的理性回归

■ 对政策不切实际的想法

- A股化的制度建设想法

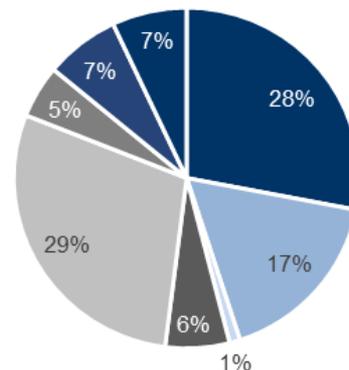
■ 对创新层不切实际的想法

- 2016年出现了增加做市商到6家的热潮

■ 对流动性不切实际的想法（尚在过程中）

- 事实：退出从来都是股权市场的难题，全世界来看，IPO退出都只占少数，A股解决不了那么多退出，新三板二级市场也解决不了那么多退出，各种附加投资条款是需要的

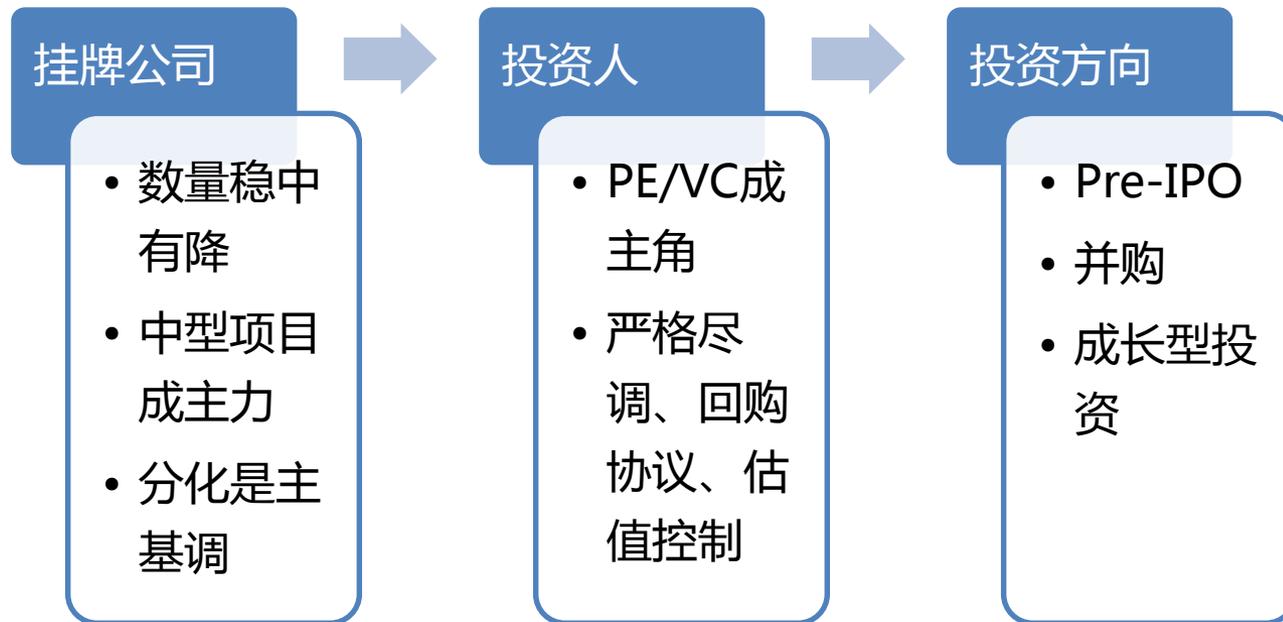
2016年欧洲PEVC退出路径按金额占比



- 兼并收购
- IPO
- 股权注销
- 优先股偿还
- 卖给其他PE机构
- 卖给金融服务机构
- 管理层收购
- 其他方式

资料来源：invest Europe, 申万宏源研究

1.5 生态重建：回归投资本源



资源来源：申万宏源研究

1.5 政策需要引导和解决的问题

- 优质项目流失问题
- “三类股东”问题
- 大公司流动性严重不足问题
- 产品退出潮问题

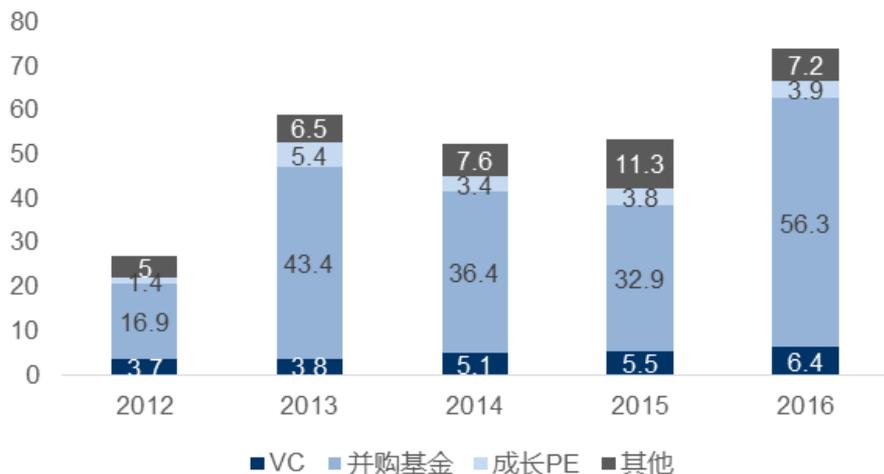
主要内容

1. 理性回归，生态重建
2. 借鉴海外，发展创投
3. 守住龙头，投资成长

2.1.1 欧洲股权投资市场：国家队是风投主力

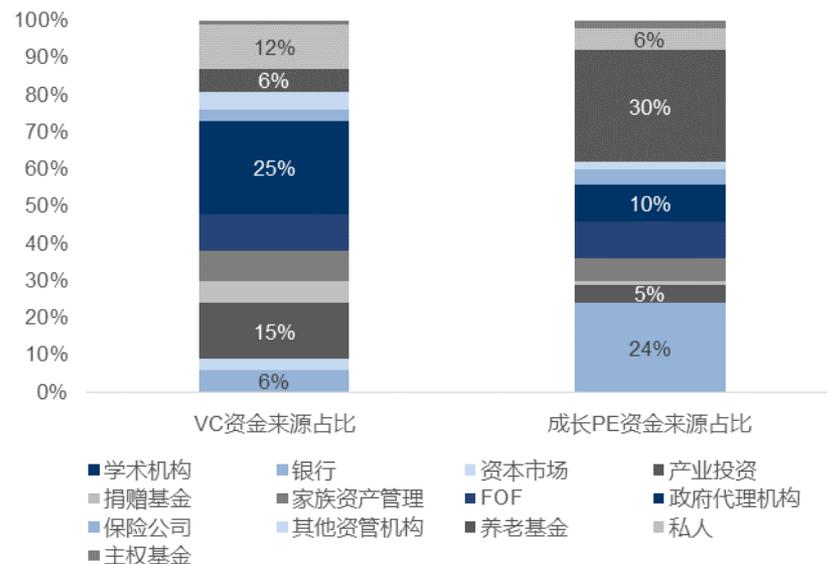
- 并购基金是主力
- 2016年风投资金主要政府(25%)、产业资本(15%)和私人(12%)，而成长PE资产主要来自于银行(24%)和养老基金(30%)

资金募集金额 (10亿欧元)



资源来源：EDC，申万宏源研究

VC和成长PE资金来源

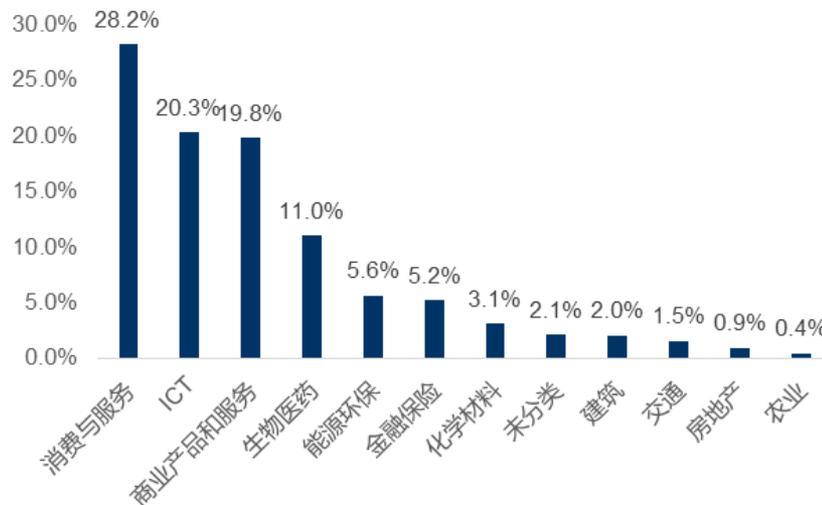


资源来源：EDC，申万宏源研究

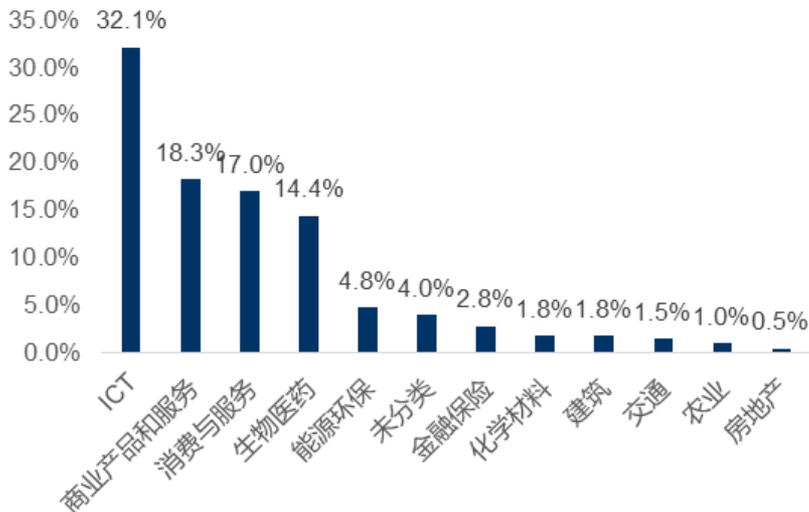
2.1.2 2016年投向：TMT、消费、生物医药等占比高

- 投资金额看，消费服务 (28.2%) 和 ICT (20.3%) 占比最高

行业投向金额占比



投资标的数量占比



资料来源：invest Europe, 申万宏源研究

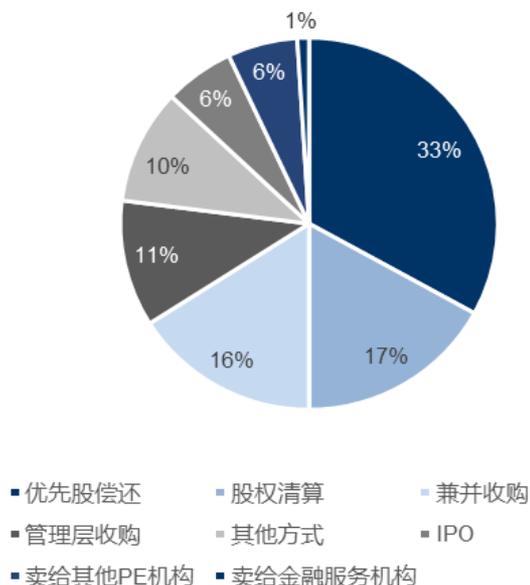
- 投资项目数量看，消费服务 (28.2%) 和ICT (20.3%) 占比最高

资料来源：invest Europe, 申万宏源研究

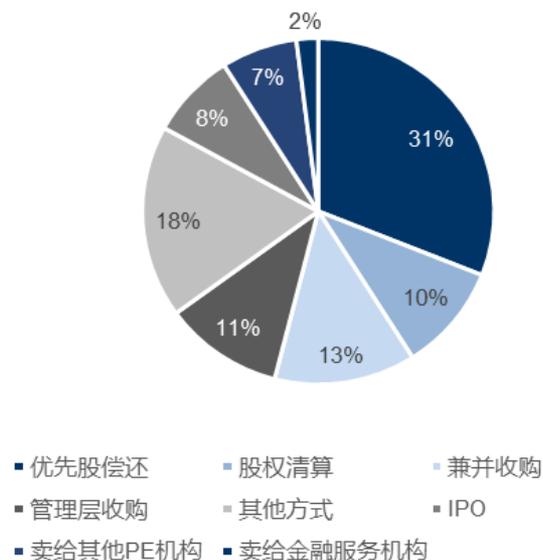
2.1.3 二级市场退出并非主流

- **金额汇总**：优先股偿还 > 股权清算（破产） > **兼并收购（16%）** > 管理层回购 > **IPO（6%）** > **转让给其他PE（6%）**
- **数量汇总**：优先股偿还 > **兼并收购（13%）** > 管理层回购 > 股权清算 > **IPO（8%）** > **转让给其他PE（7%）**

2016欧洲VC退出路径占比（按案例数量）



2016欧洲成长PE退出路径占比（按案例数量）



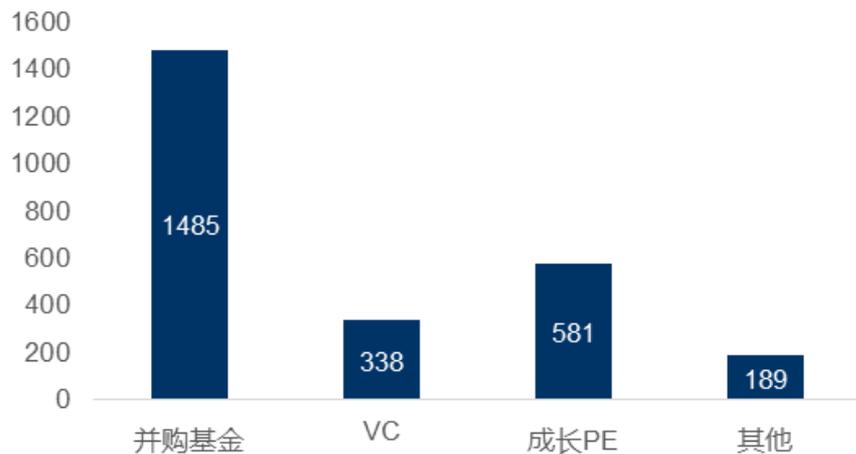
资源来源：invest Europe, 申万宏源研究

资源来源：invest Europe, 申万宏源研究

2.2.1 北美股权投资市场：并购基金同样是主角

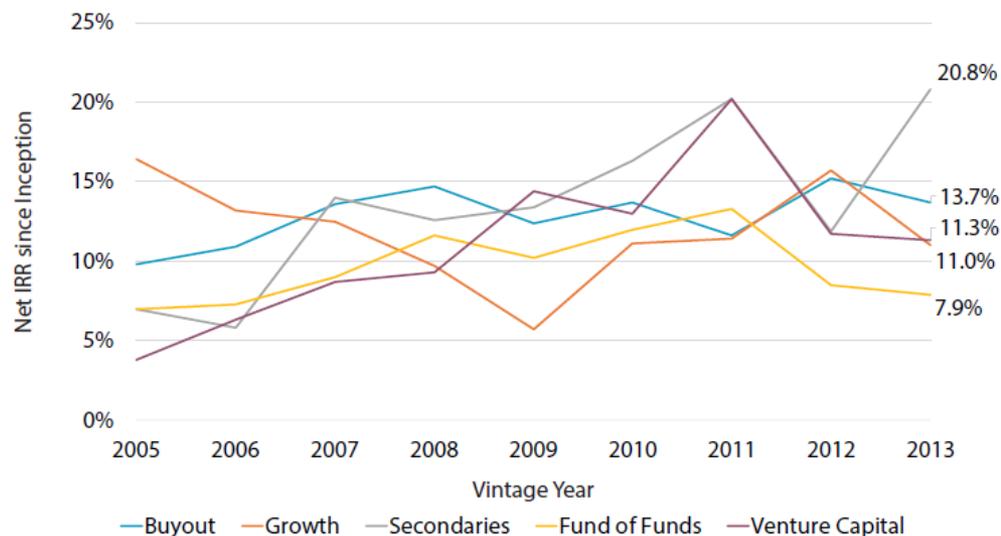
- 并购基金在北美占据约57%的PE资产规模，与欧洲一样，都是绝对的主角
- 并购基金收益较稳定（10%-15%的IRR），风投收益波动较大（IRR从4%-20%），成长PE收益率（7%-12%）

美国不同类型PE资产管理规模
(百万美元，截至2016年12月)



资源来源：Preqin, 申万宏源研究

不同策略下的收益情况

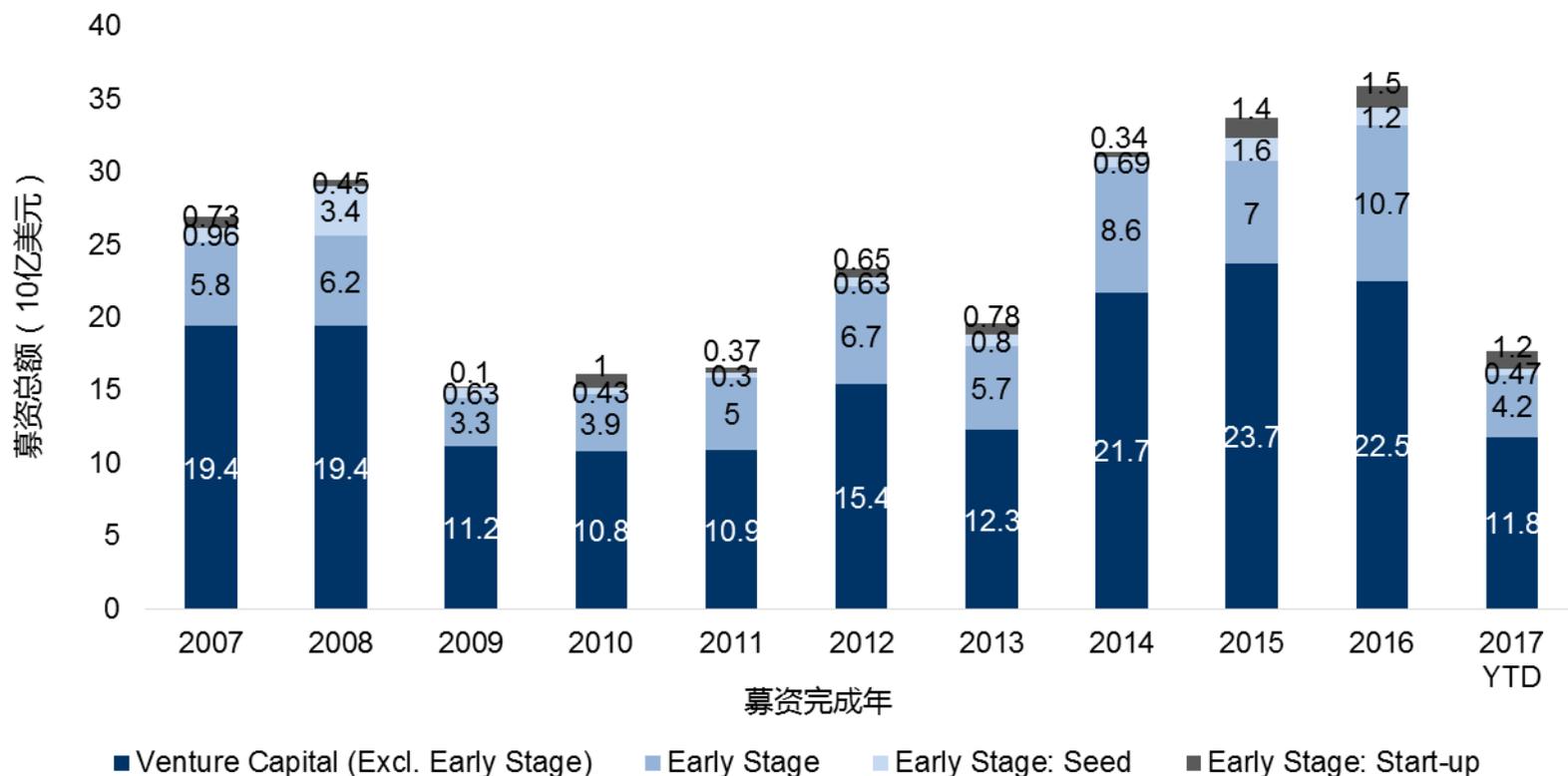


资源来源：Preqin, 申万宏源研究

2.2.2 北美风投市场活跃

- 美国风投市场覆盖种子期、早期等，近几年募资额连年攀升，2014-2016年早期投资资本增加较快

北美VC募资合计(2007-2017.7)



资源来源：Preqin, 申万宏源研究

2.3.1 中国PE基金：募投两旺

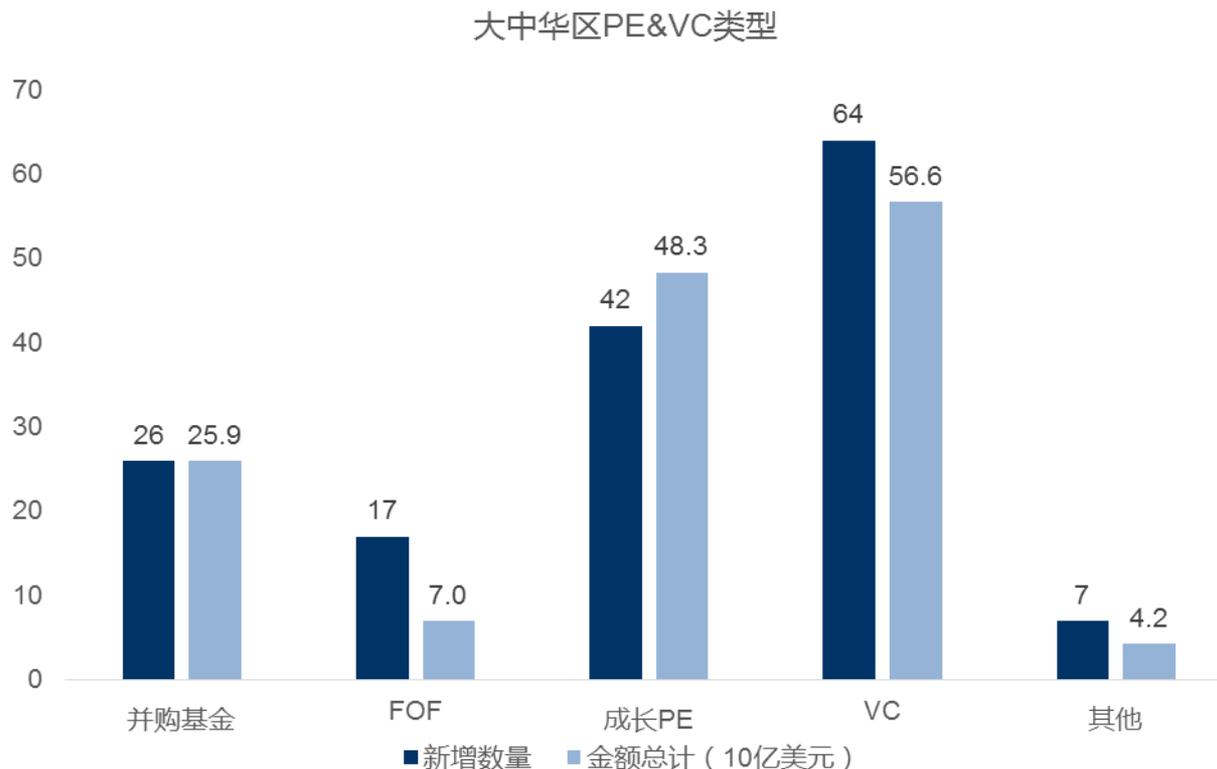
- 2014年后中国私募股权大幅上升，2016年超万亿，投资7000亿



资料来源：清科, 申万宏源研究

2.3.1 中国PE主要集中于VC和成长PE

- 2017年大中华区募资VC最多，然后是成长PE，二者资金占比73.9%

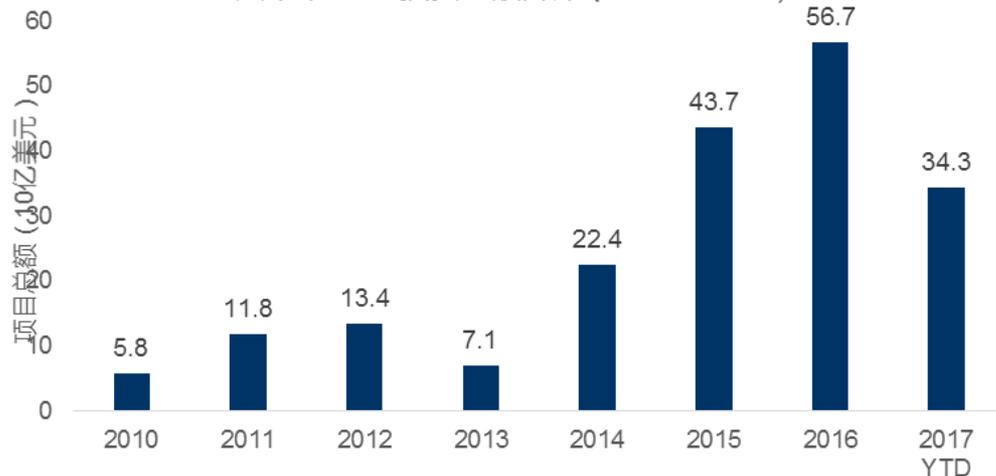


资源来源：Preqin, 申万宏源研究

2.3.2 中国风险投资活跃

■ 中国风险投资从2014年后呈爆发式增长

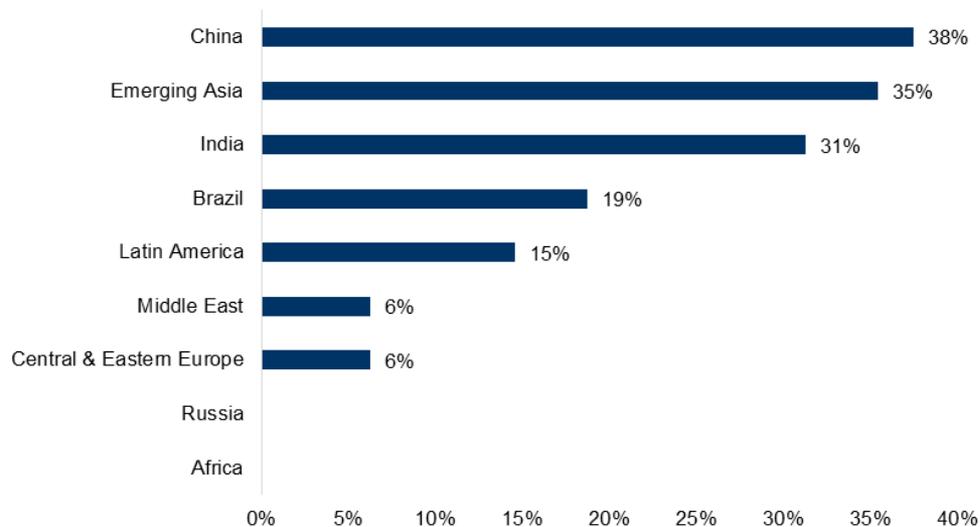
大中华区VC投资金额合计 (2010-2017.8)



资料来源：Preqin, 申万宏源研究

PE投资人认为新兴市场机会所在地

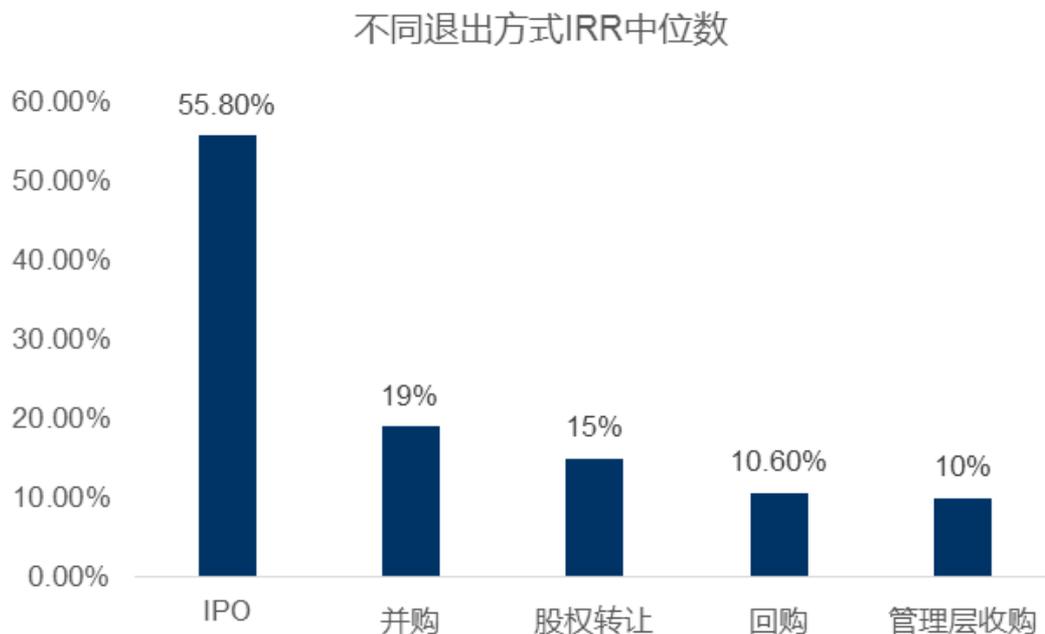
■ 中国仍是PE投资人认为最具投资价值的新兴市场



资料来源：Preqin, 申万宏源研究

2.3.3 IPO退出回报率仍大幅高于其他

- IPO退出IRR大幅高于其他退出方式，预计拟IPO策略仍将受追捧

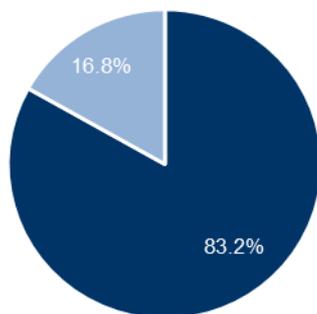


资源来源：清科, 申万宏源研究

2.4 新三板PE/VC介入情况

- 根据wind数据，新三板共1025家公司有PE/VC股东，占总数8.8%
- 平均每家获投企业有2.2家PE/VC投资
- 获投公司有83%是协议转让，37%来自信息技术行业

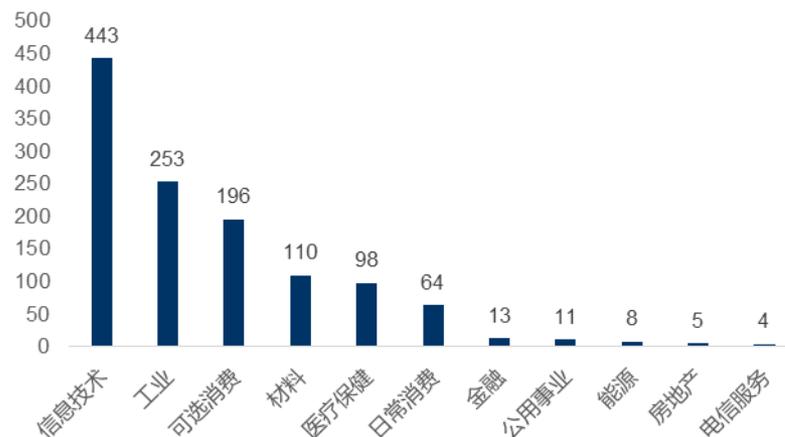
协议转让为主



■ 协议转让 ■ 做市转让

资源来源：wind, 申万宏源研究

行业分布

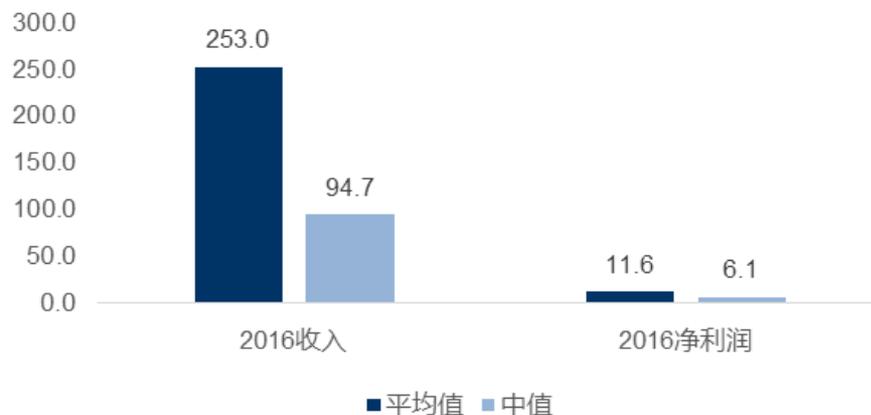


资源来源：wind, 申万宏源研究

2.5 PE/VC所投资企业整体规模没有更大

- 收入利润中值分别是9470万和610万，与新三板平均差不多
- 获投最多的企业2016年有半数亏损

PE/VC投资的新三板企业2016年收入利润情况



资料来源：wind, 申万宏源研究

表：获最多家VCPE投资的新三板公司情况

证券代码	证券名称	主业	2016收入（百万）	2016净利润（百万）	PEVC数量
871537.00	佳和农牧	生猪育种	996	271	16
835799.00	互动百科	中文百科全书平台	88	10	16
870141.00	新创未来	豆丁网文档分享服务网站	32	-32	15
835506.00	星博生物	生物诊断试剂	13	-2	14
870689.00	淘车无忧	二手车经纪服务	45	-29	13
836594.00	逸家洁	家政O2O平台	13	-95	13
430141.00	久日新材	ITX光引发剂	693	43	12
833738.00	大象股份	户外广告	599	110	12
871860.00	活力天汇	“航班管家”和“高铁管家”	163	-231	12
836382.00	宏邦节水	高新节水灌溉	163	-23	12

资料来源：wind, 申万宏源研究

2.6 结论

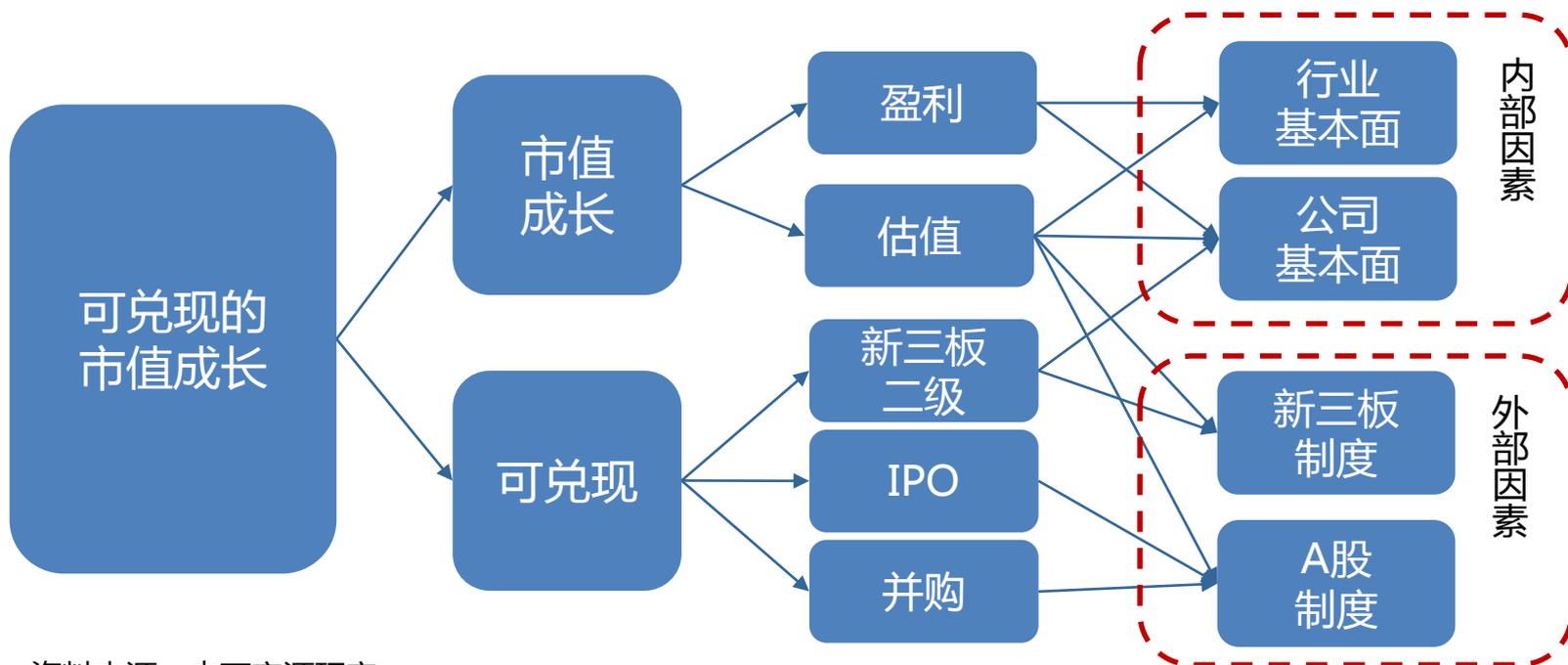
- **大力发展PE/VC，海外VC资金很多来源于政府，国家基金应起到产业引导作用**
- **即使在交易所注册制的发达市场，PE/VC的退出也不是以IPO为主，相反，中国在IPO的退出量占比已经很高**
- **退出方式来看，IPO获得的IRR远高于其他方式，预计IPO策略还将是新三板主流。看好并购市场，管理层回购、大宗交易（需要政策推进）等方式将更普遍**

主要内容

1. 理性回归，生态重建
2. 借鉴海外，发展创投
3. 守住龙头，投资成长

3.1 重申投资框架，制度仍然是重要变量

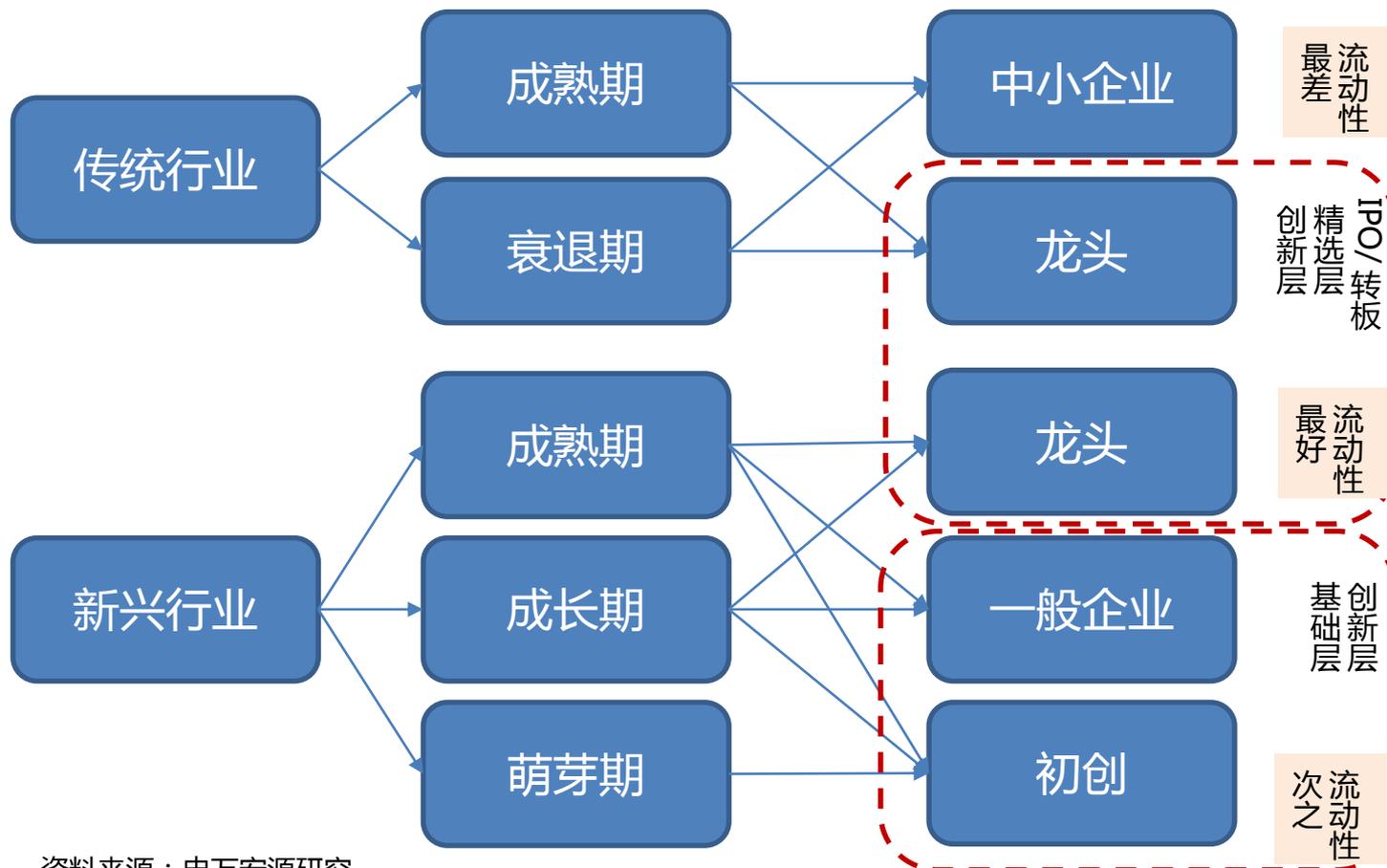
- 投资者寻求的是可兑现的市值成长
- **外部因素**是现阶段影响估值的关键变量，**内部因素**是投资者坚守的底线



资料来源：申万宏源研究

3.2 流动性视角——守住龙头企业

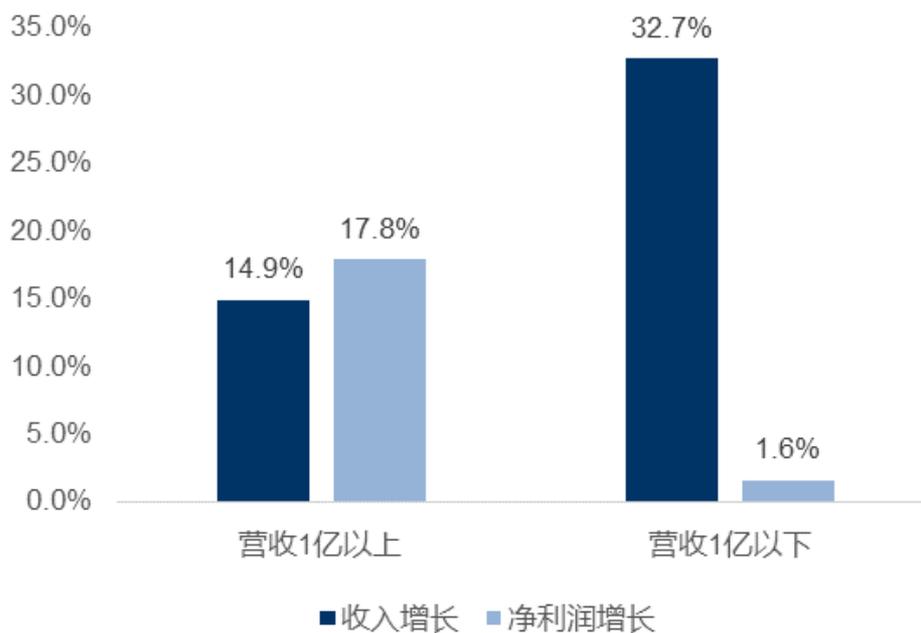
■ 流动性视角：龙头企业进可攻、退可守



资料来源：申万宏源研究

3.3 业绩视角——守住龙头企业

- **业绩视角：大公司业绩稳定性明显更高。2016年年报，营收1亿以上的公司净利润增长17.8%，营收1亿以下的公司增长1.6%**
- **背靠大树好乘凉：**
 - 中建信息——华为
 - 宝优际——CATL



资料来源：widn，申万宏源研究

附表1：部分龙头企业

表：部分龙头企业

证券代码	证券名称	投资型行业	2016年收入	2016年净利	2017H1收入增 长	2017H1净利润 增长
830881.0C	圣泉集团	酚醛树脂行业龙头	3518.8	483.3	37.8	20.1
834793.0C	华强方特	主题乐园	3359.9	708.5	26.0	11.2
839473.0C	海翼股份	跨境消费电子附件	2509.1	322.3	75.4	220.7
835185.0C	贝特瑞	新能源电池正负极	2135.6	261.6	32.9	26.1
832159.0C	合金药业	创新药原料药	1638.3	435.8	26.2	14.7
836053.0C	友宝在线	最大智能自动售货机	1576.3	81.4	14.9	68.9
832898.0C	天地壹号	健康饮料产品	1400.8	227.7	23.0	50.6
834117.0C	山东绿霸	全球主要的吡啶生产企 业之一	1229.6	110.4	35.4	84.8
831550.0C	成大生物	疫苗	1029.7	457.1	24.7	10.3
834291.0C	中信出版	大型出版社	977.1	128.4	40.7	79.8
831377.0C	有友食品	泡椒凤爪品牌食品	827.2	122.5	25.6	50.4
833656.0C	确成硅化	全球主要白炭黑生产企 业之一	803.1	187.1	21.9	5.7
839264.0C	世纪明德	青少年游学	368.1	40.0	48.5	46.4
430418.0C	苏轴股份	国内最早专业生产滚针 轴承的企业	265.3	45.4	35.9	36.8
836986.0C	清园股份	光伏支架	253.0	93.7	16.7	19.1
430609.0C	中磁视讯	特殊人群娱乐系统	217.4	58.5	55.2	53.7
833503.0C	花嫁丽舍	会所婚礼龙头	202.7	33.6	31.0	-18.8
837629.0C	万国体育	击剑运动培训龙头	183.6	4.6	58.4	194.0
835577.0C	庞森商业	不动产运营	121.1	42.0	591.1	3351.9

资料来源：wind, 申万宏源研究

3.3 抓住成长——自下而上，产业视角

- 《“芯”市场，“芯”投资——新三板IC行业报告》
- 《突破次元壁，动漫主流化——新三板二次元系列报告之动漫行业》
- 《留学：新常态下的存量博弈和增量突围》
- 《大行业小公司，新模式新方向——新三板水环境综合治理行业报告》
- 《变革和突破中迎良机——3C机器人研究报告》
- 《三维立体投资新科技与新消费——2017下半年新三板TMT投资策略》
- 《制造业偏好悄然再起，细分领域群英荟萃——2017年下半年新三板高端制造&环保投资策略》
- 《棋布星罗，变现可期——新三板在线教育行业报告》
- 《梯次利用，循环再生——新三板锂电池回收行业报告》
- 《全民电竞，王者来袭——新三板电竞行业报告》
- 《巨头竞技 需求明晰——新三板智能家居行业报告》

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxw@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；
- 增持 (outperform)：相对强于市场表现5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral)：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (overweight)：行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

刘靖
liujing@swsresearch.com