

推荐 (维持)

新三板十大举措，分层出炉，创新层登场

2015年11月24日

新三板分层方案点评

上证指数	3616		
行业规模	占比%		
股票家数 (只)	27	1.0	
总市值 (亿元)	22446	4.3	
流通市值 (亿元)	15454	3.7	
行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	24.6	-30.3	66.6
相对表现	19.5	-6.1	21.3

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《新三板市场新政点评报告—制度建设先行，完善市场层次》2015-11-22
- 2、《证券行业三季度总结报告—三季度业绩好于预期，四季度有望环比回升》2015-11-10
- 3、《证券行业 10 月财务数据点评—风雨过后，烈日骄阳》2015-11-06

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

全国股转系统 11 月 24 日发布挂牌公司分层方案在内的十大举措征求意见稿，起步阶段将挂牌公司划分为创新层和基础层，针对创新层设置三套并行的准入标准和维持标准，创新层公司优先进行制度创新的试点。

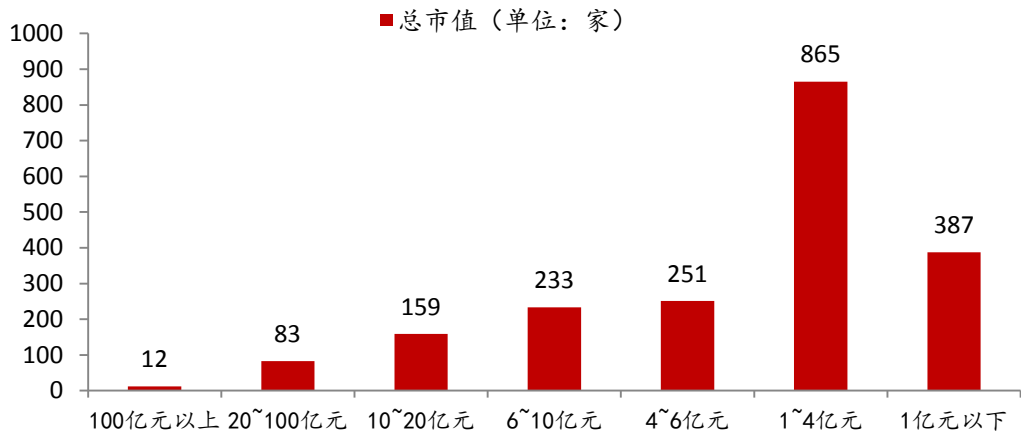
- **新三板长期将建立多层次市场，短期分为基础层和创新两层，盈利不再是唯一标准。**创新层在基础层之上，创新层公司优先进行制度创新的试点。创新层设立了三套并行的准入标准，分别针对(1)盈利能力、(2)收入增速及市值和(3)权益规模等主要门槛，后者摒弃了我国上市规则中最重要的盈利和收入要求，对我国上市制度的发展有标志性意义。标准(3)主要针对流动性和市值设置门槛，体现新三板公司不同于主板和创业板的创新性及容纳性。我们粗略统计有总市值报价的 1990 家公司中市值超过 6 亿的有 487 家，占比近 25%，而当前有超过 4000 家公司挂牌，并有 1600 家公司排队，我们预期券商做市需求短期会有爆发，券商甄选及做市能力将体现差异。
- **创新层 VS 创业板，盈利的高标准严要求体现新三板定位独立，拒绝成为创业板踏脚石决心。**从盈利能力的门槛来看：创新层要求连续 2 年平均净利润不低于 2000 万元，且最近两年平均净资产收益率不低于 10%，对比创业板是最近两年盈利，累计净利润不少于 1000 万元；从营业收入的门槛来看：创新层要求营业收入 2 年连续增长，平均营业收入不低于 4000 万，复合增速不低于 50%，对比创业板是最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%。从如此高的标准来看，新三板作为独立市场的定位，拒绝成为创新层成为创业板的踏脚石。
- **创新层的维持条件相对严苛。**核心维持条件均要达到三套并行的准入标准的 60%，或者与准入条件保持一致。我们预计届时将有大量公司在两层之间转换，为国内投资者适应退市制度做相应铺垫。
- **十大举措之其他：**(2)新三板将进一步梳理优化审查流程，提高审核效率；目前，新三板在审企业有 1600 余家，按照当前速度预计明年上半年将全部挂牌；(3) 优化融资效率，包括债券品种、资产证券化、股票质押式回购、优先股；(4) 放开挂牌同时发行新增股东人数超过 35 人的限制，鼓励公司在取得挂牌同意函的同时，采取路演、询价、网上发行等方式向合格投资人发行股票；(5) 优化股票发行定价机制，引入橱架发行及授权发行制度；(6) 提升流动性水平及价格发现效率，发展机构投资者队伍，大力发展做市交易方式；(7) 鼓励券商建立专门的一级部门，将推荐、做市、研究新三板业务放在同一部门；(8)与区域性市场对接；(9) 加强市场监管，以信息披露、公司自治、市场约束为主；(10) 加强投资者权益保护，进一步完善投资者适当性业务规则；
- **我们认为新三板细则落地超预期。监管在市场进入新常态后对创新推动重回正轨，行业业绩改善和新业务价值预期逐步兑现。监管呵护之心明显，政策刺激将是未来一段时间的主要投资逻辑。短期风险不大，调整后推荐买入。**

表 1: 中小板、创业板、新三板挂牌条件 (盈利水平) 对比

	中小板	创业板	新三板 (创新层)
盈利水平要求	最近 3 年净利润均为正数且累计超过 3000 万; 最近 3 年经营产生现金流净额累计超过 5000 万; 或者最近 3 年营业收入累计超过 3 亿; 发行前股本总额不少于 3000 万	最近两年连续盈利, 净利润累计不少于 1000 万, 且持续增长; 最近一期末净资产不少于 2000 万, 且不存在未弥补亏损; 发行后股本总额不少于 3000 万 或最近一年盈利, 且净利润不少于 500 万, 最近一年营业收入不少于 5000 万, 最近两年营业收入增长率均不低于 30%; 最近一期末净资产不少于 2000 万, 且不存在未弥补亏损; 发行后股本总额不少于 3000 万	最近两年连续盈利, 且平均净利润不少于 2000 万元, 最近两年平均净资产收益率不低于 10%, 最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人; 或最近两年营业收入连续增长, 且复合增长率不低于 50%, 最近两年平均营业收入不低于 4000 万元, 股本不少于 2000 万元; 或最近 3 个月日均市值不少于 6 亿, 最近一年年末股东权益不少于 5000 万, 做市商不少于 6 家

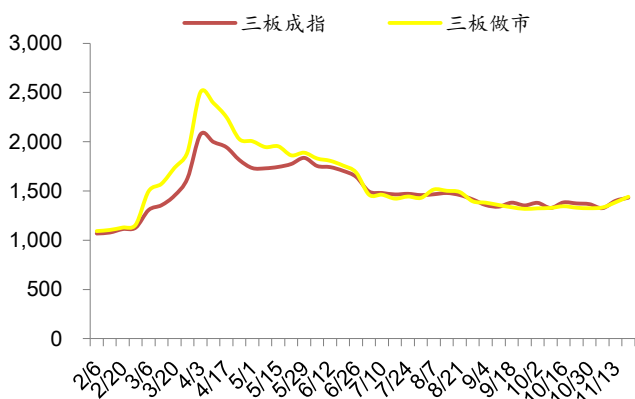
资料来源: 招商证券

图 1: 新三板公司市值 6 亿元以上近 500 家, 创新层潜在公司数巨大, 券商做市迎大利好



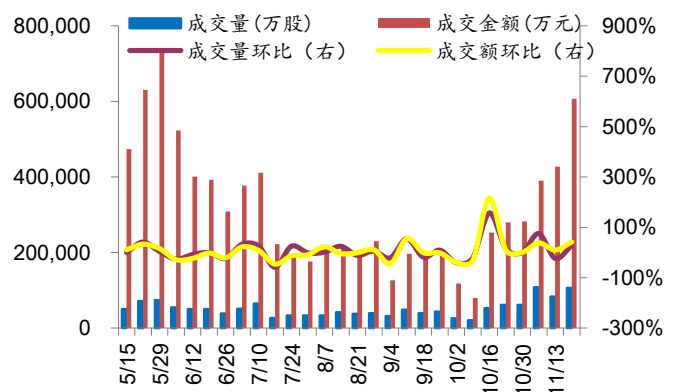
资料来源: wind、招商证券

图 2: 三板指数保持相对稳定, 近期显示持续回升迹象



资料来源: wind、招商证券

图 3: 价动量先行, 三板成交近期持续活跃



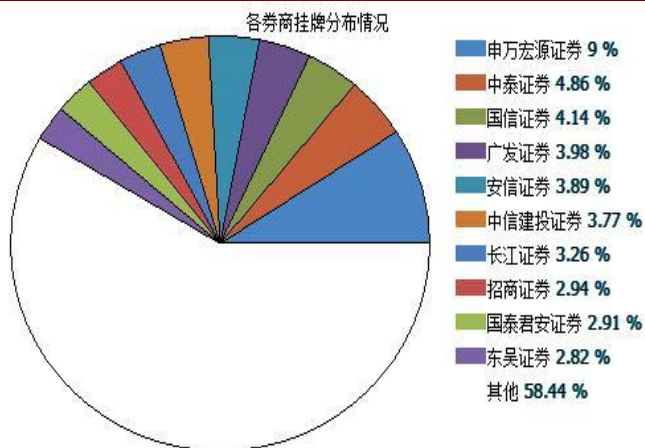
资料来源: wind、招商证券

表 2：我国券商挂牌新三板排名情况及行业合计情况

券商简称	挂牌家数	股份总量(万股)	可交易股份总量(万股)	资产合计(万元)
申万宏源	389	2405091.55	937989.31	7723574.85
中泰证券	210	979452.38	385135.02	3211451.31
国信证券	179	1361211.69	621697.89	3596443.57
广发证券	172	1010661.93	435840.65	3922049.48
安信证券	168	708418.83	229112.30	2556925.30
中信建投	163	1553764.69	509110.90	6273625.74
长江证券	141	558967.45	198416.72	1853174.55
招商证券	127	913664.05	438212.32	14496483.26
国泰君安	126	804289.19	253288.92	2725363.32
东吴证券	122	590700.35	281700.03	4285832.10
东北证券	111	396114.52	132524.39	1287547.47
光大证券	98	1052264.64	428767.67	2912700.79
海通证券	90	666352.20	250420.37	2081254.83
中信证券	83	1226198.55	779049.75	6492751.06
兴业证券	81	384551.94	156678.60	820292.99
西南证券	77	771000.93	324520.76	4922041.06
国金证券	76	418935.91	130130.20	1572829.50
财通证券	72	235717.86	54063.70	695708.57
西部证券	71	853379.68	494611.40	2230006.06
东兴证券	68	300613.31	86165.32	937562.95
合计	4324	26298861.95	10094833.45	108173247.20

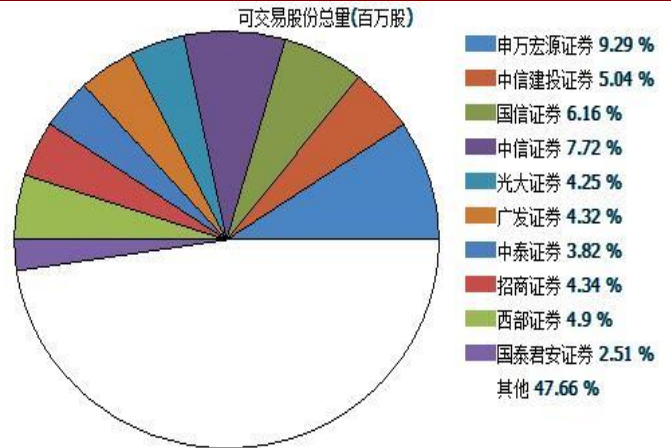
资料来源：wind、招商证券

图 4：我国主要券商挂牌情况



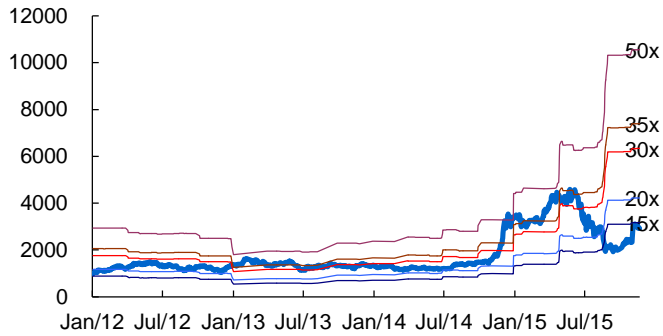
资料来源：wind、招商证券

图 5：主要券商挂牌可交易股份总量



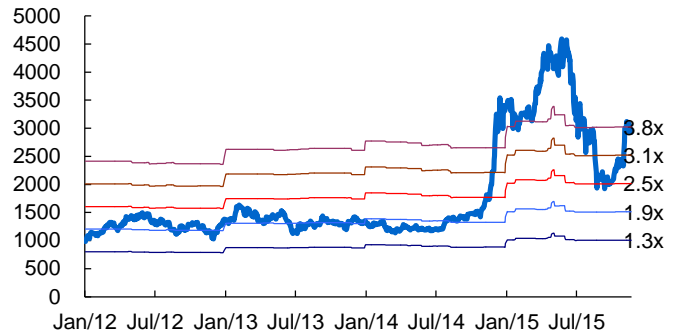
资料来源：wind、招商证券

图 9: 证券行业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 10: 证券行业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

表 2: 估值对比表

公司	EPS			盈利增长率			PE			PB			ROE (TTM)	市值 (亿元)
	13	14	15E	13	14	15E	13	14	15E	13	14	15E		
中信证券	0.48	1.03	1.90	24%	116%	84%	42.2	19.7	10.7	1.4	3.7	1.9	15%	2455
海通证券	0.42	0.80	1.72	34%	91%	115%	40.8	21.4	10.0	1.5	3.9	1.9	15%	1969
长江证券	0.42	0.36	1.01	47%	70%	179%	32.6	38.1	13.6	1.6	6.1	4.1	22%	650
国元证券	0.34	0.70	2.02	63%	107%	188%	75.6	36.7	12.8	1.1	3.9	2.6	14%	505
申万宏源	0.28	0.51	0.97	33%	83%	91%	41.6	22.9	12.0	2.2	5.7	3.8	16%	1732
太平洋	0.05	0.17	0.28	6%	628%	64%	240.7	63.3	38.7	4.9	8.2	5.3	18%	382
东北证券	0.49	0.54	1.40	219%	121%	159%	38.4	34.8	13.4	2.1	5.6	3.5	24%	368
国金证券	0.25	0.32	0.82	15%	164%	154%	72.1	54.7	21.5	3.8	8.6	3.4	11%	534
华泰证券	0.39	0.80	1.74	37%	103%	117%	55.7	27.5	12.6	1.3	4.3	2.0	13%	1576
兴业证券	0.27	0.34	1.52	41%	165%	344%	47.4	37.4	8.4	2.2	6.1	3.8	24%	666
山西证券	0.11	0.23	0.98	82%	127%	325%	151.9	72.7	17.1	2.6	9.1	5.0	18%	421
国海证券	0.15	0.30	0.70	132%	123%	133%	92.8	46.4	19.9	6.4	7.2	4.3	21%	391
方正证券	0.18	0.26	0.72	97%	62%	172%	63.8	43.9	16.1	2.3	4.0	2.8	12%	952
东吴证券	0.19	0.49	1.10	36%	192%	125%	91.7	35.6	15.8	1.9	5.0	3.0	17%	470
西部证券	0.23	0.55	1.28	130%	142%	133%	171.3	71.6	30.8	3.0	15.1	9.5	17%	1101
西南证券	0.27	0.49	1.04	84%	112%	113%	41.1	22.7	10.7	1.9	4.2	1.7	20%	627
广发证券	0.48	0.85	2.61	28%	79%	207%	40.9	23.1	7.5	1.8	4.2	2.1	16%	1495
锦龙股份	0.12	0.43	1.42	124%	631%	228%	262.6	71.8	21.9	0.0	16.5	9.0	0%	278
光大证券	0.06	0.61	2.36	-79%	905%	291%	432.6	43.0	11.0	1.2	4.5	3.0	22%	1017
东兴证券	0.33	0.52	1.47	30%	56%	184%	86.9	56.0	19.7	11.2	10.0	5.6	12%	727
中信证券	0.48	1.03	1.90	24%	116%	84%	42.2	19.7	10.7	1.4	3.7	1.9	15%	2455
海通证券	0.42	0.80	1.72	34%	91%	115%	40.8	21.4	10.0	1.5	3.9	1.9	15%	1969

资料来源: 公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

洪锦屏，华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事非银行金融行业研究，2010年获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名（团队），2013年慧眼识券商非银行金融第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。