



2016年1月8日

2016年新三板投资策略

供给侧改革的成功实践者

投资要点

分析师：曹卫东

执证编号：S0300511010002
TEL: 010-64408733
邮箱：caoweidong@lxsec.com

分析师：付立春

执证编号：S0300515120001
TEL: 010-84938897
EMAIL: fulichun@lxsec.com

研究助理：王瑛

Tel: 010-64408918
Email:wangying_bf@lxsec.com

相关研究

《跳出分层看分层——联讯证券估值模型
精选 270 家上市公司》2015-11-25

◇ 新三板发展的现状

挂牌企业快速增长，达到 4385 家。总股本成倍增长，达到 2463 亿股。做市转让家数爆发性增长，达到 997 家。协议转让家数所占比例 77.26%，数量成倍增长。做市转让企业数量小于协议转让，但是市值已经超越后者。Wind 工业和信息技术行业挂牌企业数量占比过半。挂牌企业大多分布在北京，广东，江浙沪等经济发达地区。转板企业集中在信息技术，医疗保健和工业领域。中泰证券做市家数领先，申万宏源推荐挂牌较多。连续两年挂牌股票营收实现增长，做市和协议增速相差不大。挂牌公司 13 年净利整体下滑，14 年出现增长。新三板定增家数，募集金额和发行股数呈现爆发性增长。Wind 金融行业股转系统估值和主板估值偏差较大。15 年成交量急速放大，做市转让公司成交量成倍增长。金融行业成交量第一，工业和信息技术行业紧随其后。

◇ 新三板现有的不足

新三板应该为创新创业企业提供融资场所，今年的定增资金主要流向了金融行业挂牌公司。新三板流动性尚显不足，可流通股份占比仍然较小，合格投资者门槛较高，信息披露的质量有待提高，做市商为流动性所做贡献尚且不足。

◇ 新三板制度供给展望

供给侧改革强调构建多层次资本市场，以匹配资金对创新、创业、成长型项目的需求新三板优秀投资标的价值逐步显现。随着新三板分层制度的出台，相关政府部门对于新三板不同层级的监管也会加大，投资者得到保障；支持封闭式公募基金以及混合型公募基金投资全国股转系统挂牌证券，可能会有更多资金流入，提升市场活跃度和流动性；对于主办券商提供全链条服务的能力要求提高，未来会有更多优质企业得到优质服务；未来新三板优质企业的融资手段可以从股权融资扩展到多种融资手段，企业获得融资的范围扩大；层级间保持流动性，并且建立常态化，市场化的推出机制，优胜劣汰有利于整个市场的良性发展。

◇ 新三板研究的未来

股转系统对公司治理、融资、规模、流动性、盈利能力、股本结构非常重视，制定准入界限，看重企业经营发展，设置安全边界，根据股转系统设定标准，我们预测将有 270 家上市公司入选。联讯新三板估值模型结合新三板市场整体特点，细分行业进行差异化评估；依据新三板公司已公示的信息，提取内、外、动、静多层指标，密切关注二级市场流动性指标，通过多个维度客观评估新三板公司；经多重测算，提取最优系数、权重和组合公式，合理优化评估模型，力争客观、及时、完整反映新三板公司的内在价值，精选各行

业优质公司。

目录

一、新三板发展的现状	5
(一) 挂牌企业快速增长, 达到 4385 家	5
(二) 总股本成倍增长, 达到 2463 亿股	5
(三) 做市转让家数爆发性增长, 达到 997 家	5
(四) 协议转让家数所占比例 77.26%, 数量成倍增长	6
(五) 做市转让企业数量小于协议转让, 但是市值已经超越后者	6
(六) Wind 工业和信息技术行业挂牌企业数量占比过半	7
(七) 挂牌企业大多分布在北京, 广东, 江浙沪等经济发达地区	7
(八) 转板企业集中在信息技术, 医疗保健和工业领域	8
(九) 中泰证券做市家数领先, 申万宏源推荐挂牌较多	8
(十) 连续两年挂牌股票营收实现增长, 做市和协议增速相差不大	9
(十一) 挂牌公司 13 年净利整体下滑, 14 年出现增长	10
(十二) 新三板定增家数, 募集金额和发行股数呈现爆发性增长	11
(十三) Wind 金融行业股转系统估值和主板估值偏差较大	13
(十四) 金融行业成交量第一, 工业和信息技术行业紧随其后	13
二、新三板现有的不足	14
(一) 新三板应该为创新创业企业提供融资场所	14
(二) 新三板流动性尚显不足	15
1. 可流通股份占比仍然较小	16
2. 合格投资者门槛较高	16
3. 信息披露的质量有待提高	16
4. 做市商为流动性所做贡献尚且不足	17
三、新三板制度供给展望	17
(一) 供给侧改革对新三板市场的影响	17
1. 供给侧改革的内涵	17
2. 构建多层次资本市场, 匹配资金需求	17
(二) 《意见》带来市场积极变化	17
1. 充分认识加快发展全国股转系统的重要意义和目标任务	17
2. 进一步提高审查效率, 增强市场融资功能	18
3. 坚持和完善主办券商制度和多元化交易机制	18
4. 实施全国股转系统内部分层和差异化管理	18
5. 大力发展和培育机构投资者队伍	18
6. 持续加强投资者权益保护工作	18
7. 加强市场监管	18
四、新三板研究的未来	19
(一) 股转系统创新层公司	19
(二) 联讯估值模型公司	20
(三) 重合精选公司	22

图表目录

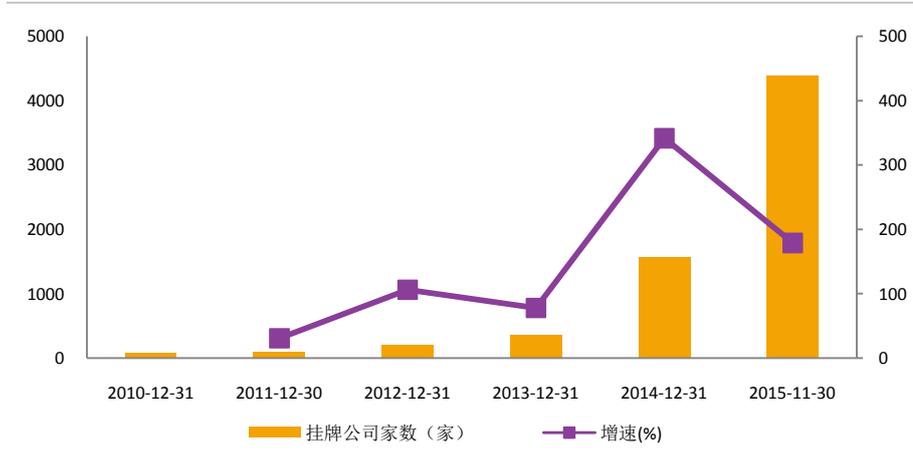
图表 1: 新三板近 6 年挂牌家数变化.....	5
图表 2: 新三板近 6 年总股本变化	5
图表 3: 新三板近六年做市转让家数变化	6
图表 4: 新三板近六年协议转让家数变化	6
图表 5: 做市转让和协议转让公司总市值比较	7
图表 6: Wind行业分类挂牌家数	7
图表 7: 地域分布挂牌家数前十名	8
图表 8: 转板情况统计.....	8
图表 9: 各家券商做市家数分布图	9
图表 10: 各券商挂牌分布情况图	9
图表 11: 挂牌公司, 协议转让公司, 做市转让公司营业总收入 (算术平均)	10
图表 12: 挂牌公司, 协议转让公司, 做市转让公司营业总收入 (算术平均) 增长率.....	10
图表 13: 挂牌公司, 协议转让公司, 做市转让公司归属上市公司净利润 (算术平均)	11
图表 14: 挂牌公司, 协议转让公司, 做市转让公司净利润 (算术平均) 增长率	11
图表 15: 近六年新三板定增预案和实施完成企业数量	12
图表 16: 近六年新三板定增募集资金总额	12
图表 17: 近六年新三板定增发行股数.....	12
图表 18: 主板市场和股转系统Wind行业估值情况.....	13
图表 19: 股转系统 2015 年各行业成交量	13
图表 20: 年初至 2015-11-30 定增企业数量.....	14
图表 21: 年初至 2015-11-30 行业定增募资额度	14
图表 22: 年初至 2015-11-30 定增募资前十名	15
图表 23: 近一年新三板成交量变化	15
图表 24: 近一年A股成交量变化	16
图表 25: A股和新三板可流通股份占比	16
图表 26: 做市股票个数票排名前十的券商	17
图表 27: 符合股转系统标准的 270 家公司	19
图表 28: 联讯证券精选 270 家公司	20
图表 29: 联讯证券与股转系统相重复的 82 家公司	22

一、新三板发展的现状

(一) 挂牌企业快速增长，达到 4385 家

截至 2015 年 11 月 30 日，新三板共有挂牌公司 4385 家，总数超过 A 股上市公司家数，2015 年前三季度共有 2023 家企业挂牌，10 家摘牌，合计新增 2013 家。其中一季度新增 578 家，二季度新增 487 家，三季度新增 948 家，而十一月，新增家数为 489 家，新增速度明显加快。

图表 1：新三板近 6 年挂牌家数变化

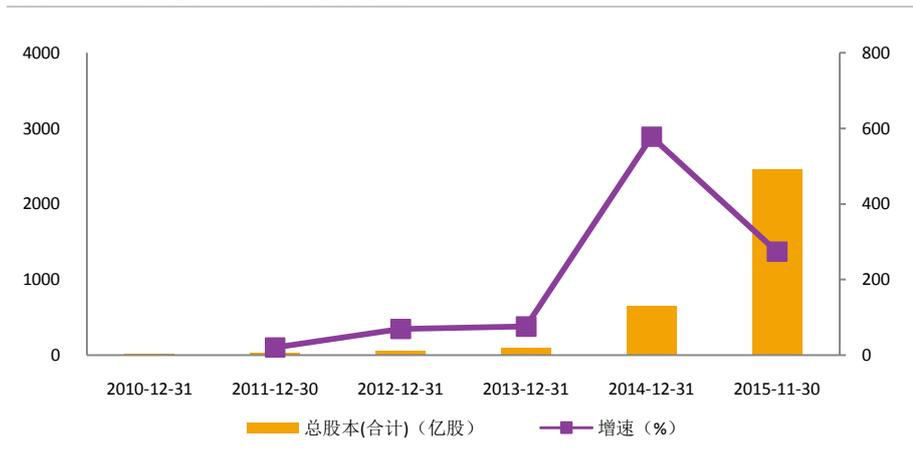


资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

(二) 总股本成倍增长，达到 2463 亿股

截至 2015 年 11 月 30 日，新三板总股本为 2463 亿股，和 2014 年末相比增速为 274.12%。

图表 2：新三板近 6 年总股本变化

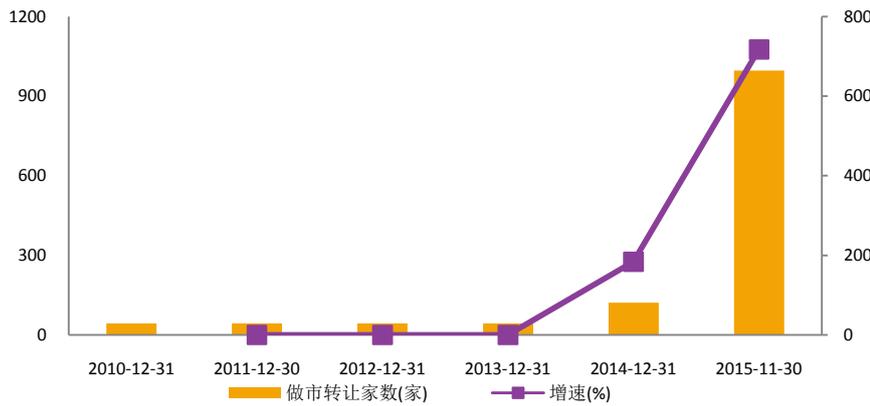


资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

(三) 做市转让家数爆发性增长，达到 997 家

截至 2015 年 11 月 30 日，新三板做市家数达到 997 家，相比 2014 年末呈现爆发式增长，增速达到 717.21%。

图表 3：新三板近六年做市转让家数变化

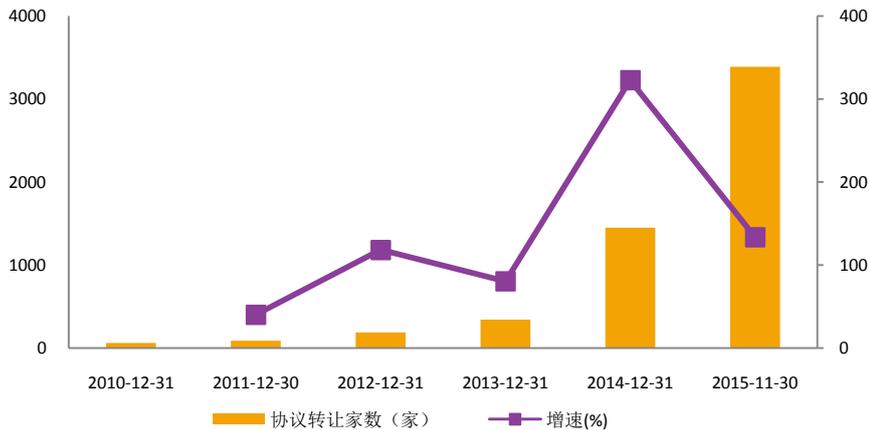


资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

(四) 协议转让家数所占比例 77.26%，数量成倍增长

截至 2015 年 11 月 30 日，新三板协议转让家数达到 3388 家，占全部新三板挂牌企业的 77.26%。

图表 4：新三板近六年协议转让家数变化

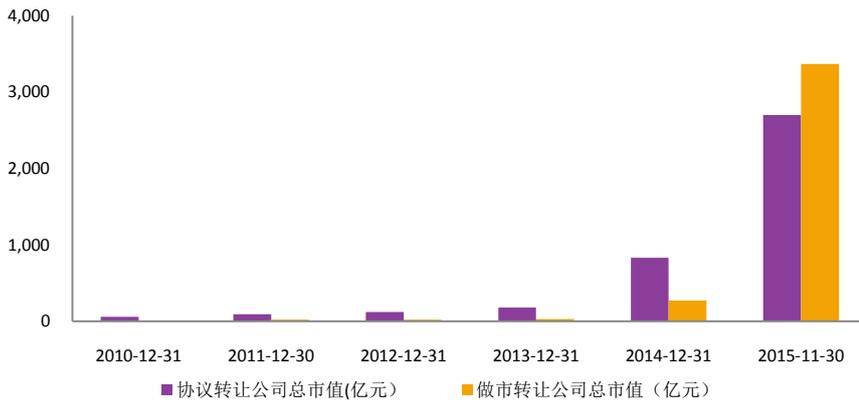


资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

(五) 做市转让企业数量小于协议转让，但是市值已经超越后者

截至 2015 年 11 月 30 号，做市转让公司总市值达到 3370.40 亿元，协议转让公司总市值达到 2699.60 亿元。虽然做市转让公司总数（见图 3）少于协议转让公司总数（见图 4），但是其市值已经超越后者。

图表 5：做市转让和协议转让公司总市值比较

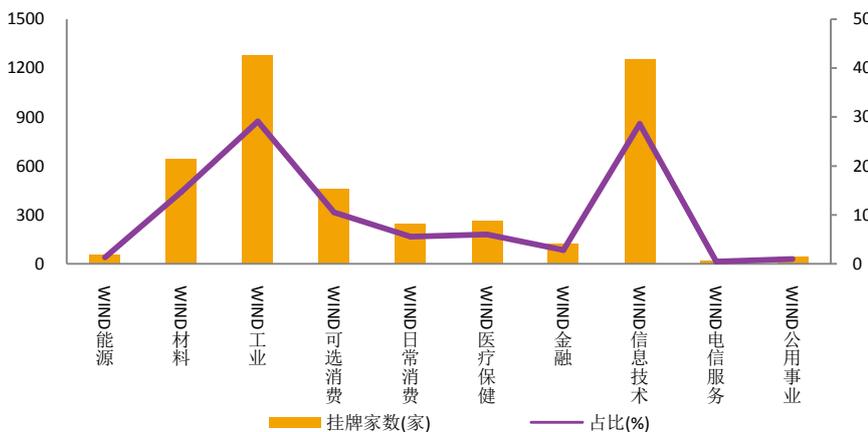


资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

(六) Wind 工业和信息技术行业挂牌企业数量占比过半

截至 2015 年 11 月 30 日，股转系统挂牌公司中，有 1276 家属于 wind 工业行业占比 29.10%；有 1254 家属于 wind 信息技术行业，占比 28.60%。两者相加后占比超过全部公司家数的 50%。

图表 6：Wind 行业分类挂牌家数

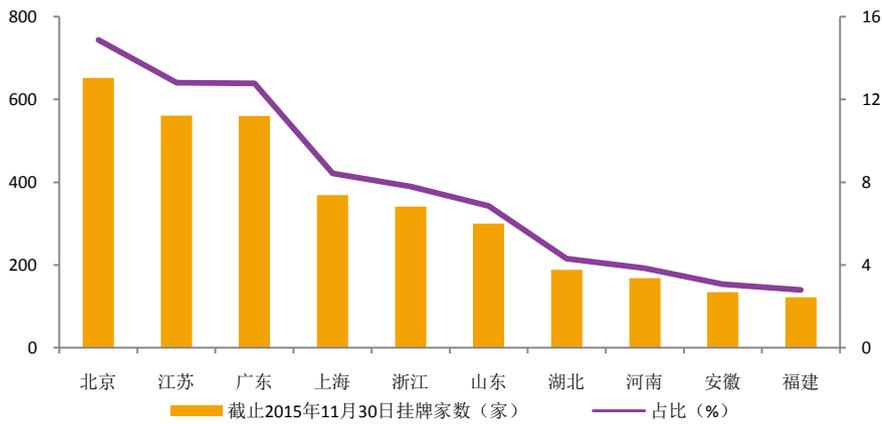


资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

(七) 挂牌企业大多分布在北京，广东，江浙沪等经济发达地区

目前新三板挂牌企业仍然主要集中在北京，广东以及江浙沪等经济发达地区，五个地区加起来份额超过 50%，其中北京地区挂牌企业最多。

图表 7：地域分布挂牌家数前十名



资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

（八）转板企业集中在信息技术，医疗保健和工业领域

从 2009 年到现在，一共有 11 家新三板挂牌公司成功转向主板市场，其中 2015 年共有 3 家成功转板。转板企业的所属行业集中在信息技术，医疗保健和工业三个领域。

图表 8：转板情况统计

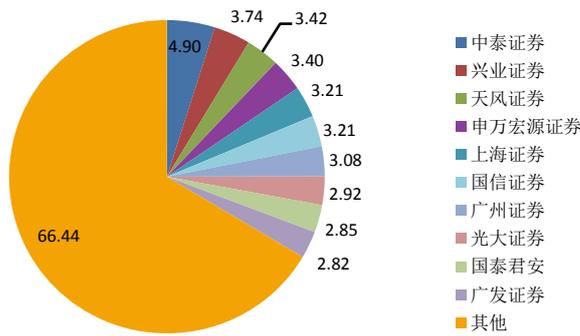
转板前					转板后				
代码	简称	挂牌时间	摘牌时间	交易市场	代码	简称	上市交易所	上市日期	Wind 行业
430018.OC	合纵科技(退市)	2007-9-19	2015-6-1	三板	300477.SZ	合纵科技	深圳	2015-6-10	工业-资本货物
430040.OC	康斯特(退市)	2008-12-26	2015-4-22	三板	300445.SZ	康斯特	深圳	2015-4-24	信息技术-技术硬件与设备
430049.OC	双杰电气(退市)	2009-2-18	2015-4-20	三板	300444.SZ	双杰电气	深圳	2015-4-23	工业-资本货物
430030.OC	安控科技(退市)	2008-8-20	2014-1-9	三板	300370.SZ	安控科技	深圳	2014-1-23	信息技术-技术硬件与设备
430045.OC	东土科技(退市)	2009-2-18	2012-8-29	三板	300353.SZ	东土科技	深圳	2012-9-27	信息技术-技术硬件与设备
430012.OC	博晖创新(退市)	2007-2-16	2012-5-10	三板	300318.SZ	博晖创新	深圳	2012-5-23	医疗保健-制药、生物科技与生命科学
430008.OC	紫光华宇(退市)	2006-8-30	2011-9-28	三板	300271.SZ	华宇软件	深圳	2011-10-26	信息技术-软件与服务
430023.OC	佳讯飞鸿(退市)	2007-10-26	2011-4-20	三板	300213.SZ	佳讯飞鸿	深圳	2011-5-5	信息技术-技术硬件与设备
430001.OC	世纪瑞尔(退市)	2006-1-23	2010-12-6	三板	300150.SZ	世纪瑞尔	深圳	2010-12-22	信息技术-软件与服务
430006.OC	北陆药业(退市)	2006-8-28	2009-9-30	三板	300016.SZ	北陆药业	深圳	2009-10-30	医疗保健-制药、生物科技与生命科学
430007.OC	久其软件(退市)	2006-9-7	2009-7-29	三板	002279.SZ	久其软件	深圳	2009-8-11	信息技术-软件与服务

资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

（九）中泰证券做市家数领先，申万宏源推荐挂牌较多

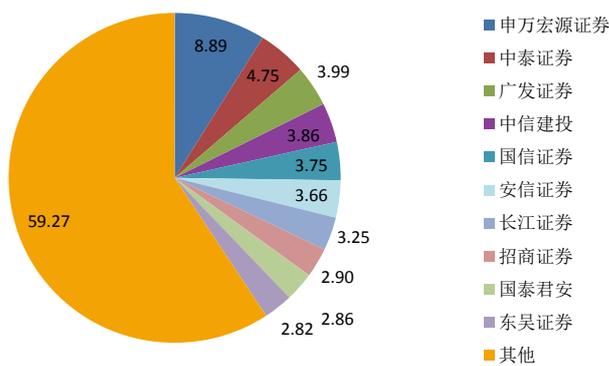
目前由中泰证券，兴业证券和天风证券做市的公司较多，分别占比 4.90%，3.74%和 3.42%。整个行业比较分散，各家的份额差异不大。目前申万宏源证券，中泰证券和广发证券辅导挂牌企业的数量较多，分别占比 8.89%，4.75%和 3.99%。

图表 9：各家券商做市家数分布图



资料来源：Choice, 联讯证券投资研究中心

图表 10：各券商挂牌分布情况图

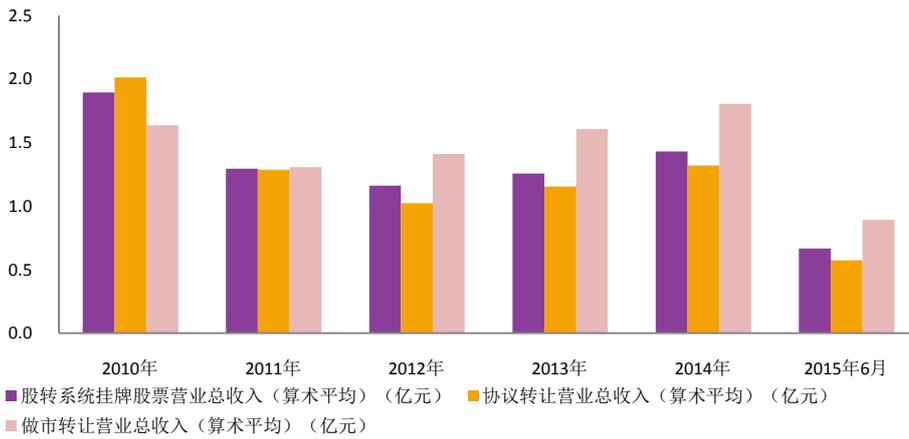


资料来源：Choice, 联讯证券投资研究中心

（十）连续两年挂牌股票营收实现增长，做市和协议增速相差不大

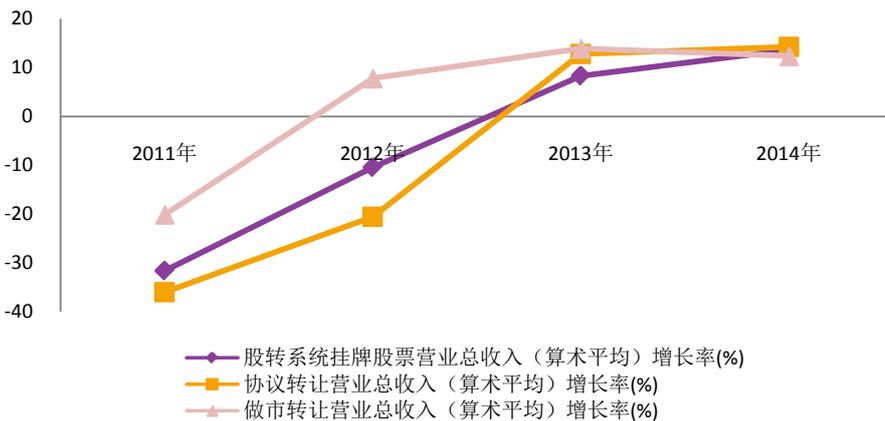
从图表 11 和 12 可以看到做市转让公司和协议转让公司在 2011 年营业总收入（算术平均）出现整体下滑，随后在 2012 年，做市转让公司营收实现增长，协议转让公司营收仍然出现下滑。2013 年，两者都实现营收增长，做市转让公司增长速度较快。2014 年，两者都实现营收增长，速度相差不多。

图 11：挂牌公司，协议转让公司，做市转让公司营业总收入（算术平均）



资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

图 12：挂牌公司，协议转让公司，做市转让公司营业总收入（算术平均）增长率

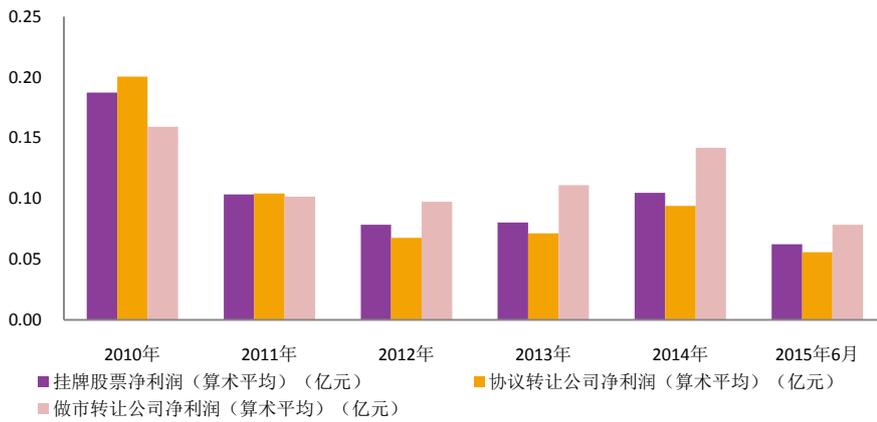


资料来源：WIND, 联讯证券投资研究中心

（十一）挂牌公司 13 年净利整体下滑，14 年出现增长

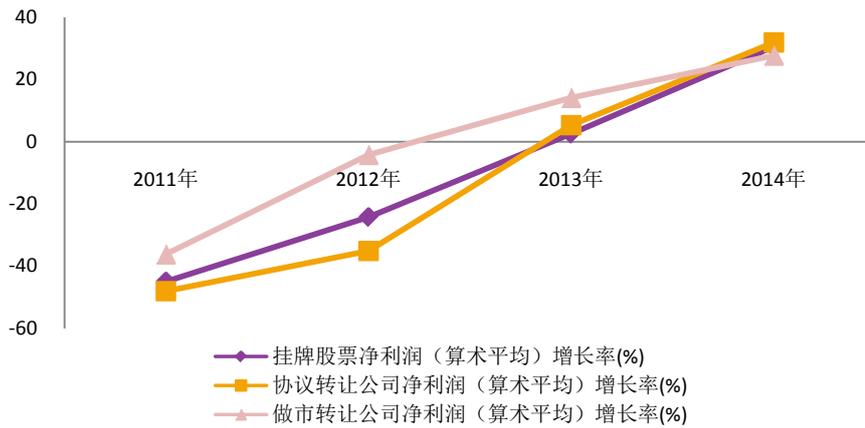
从图 13 和图 14 看到，新三板上协议转让公司和做市转让公司在 2011 年和 2012 年出现净利润的整体下滑，但是做市转让公司下滑程度较小。2013 年，做市转让公司净利润出现增长，协议转让公司仍旧处于下滑态势。直到 2014 年，协议转让公司和做市转让公司净利润都实现增长。

图表 13: 挂牌公司, 协议转让公司, 做市转让公司归属上市公司净利润 (算术平均)



资料来源: WIND, 联讯证券投资研究中心

图表 14: 挂牌公司, 协议转让公司, 做市转让公司净利润 (算术平均) 增长率

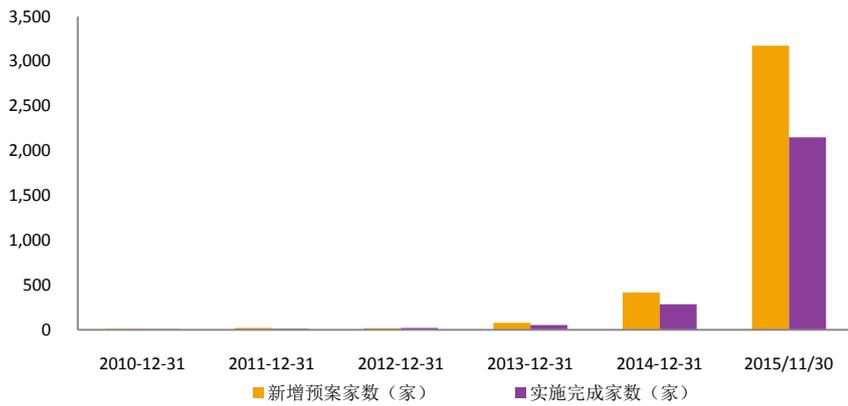


资料来源: WIND, 联讯证券投资研究中心

(十二) 新三板定增家数, 募集金额和发行股数呈现爆发性增长

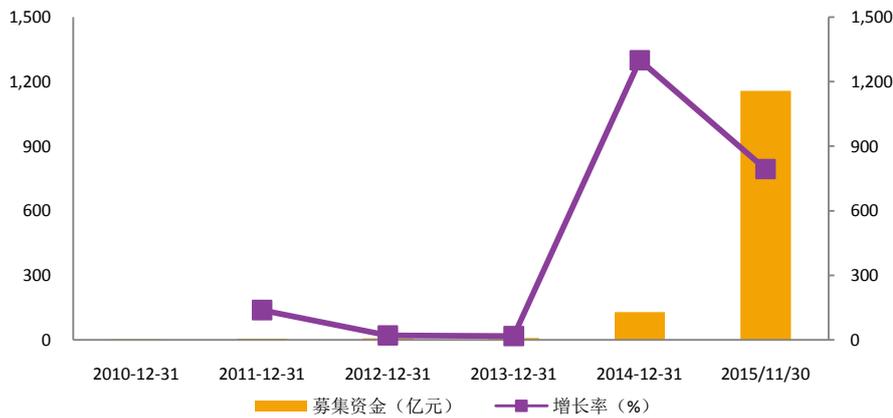
从图 15,16,17 可以看到, 年初到 2015 年 11 月 30 日, 新三板定增实现家数达到 2151 家, 募集资金总额达到 1157.38 亿元, 发行股数 227.87 亿股。

图表 15: 近六年新三板定增预案和实施完成企业数量



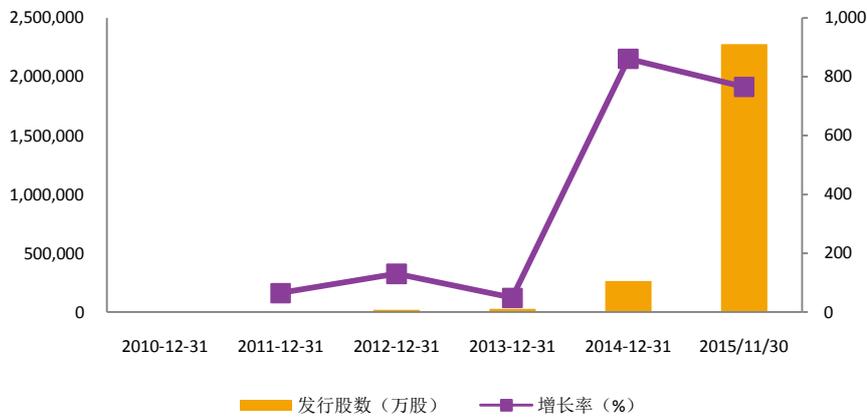
资料来源: Choice, 联讯证券投资研究中心

图表 16: 近六年新三板定增募集资金总额



资料来源: Choice, 联讯证券投资研究中心

图表 17: 近六年新三板定增发行股数

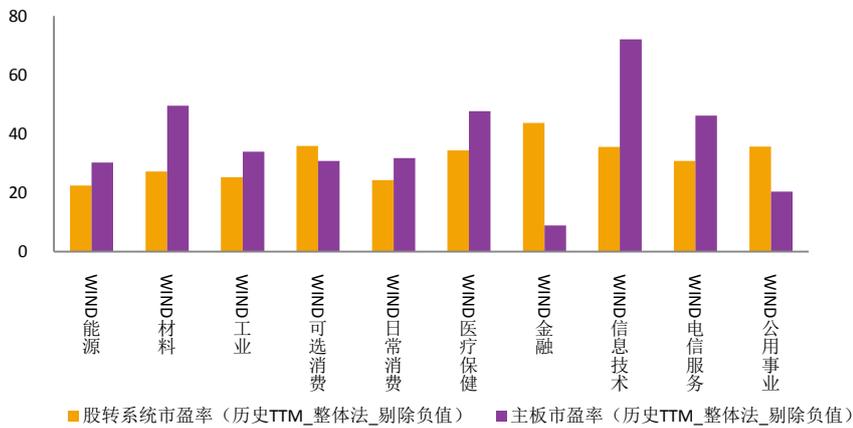


资料来源: Choice, 联讯证券投资研究中心

（十三）Wind 金融行业股转系统估值和主板估值偏差较大

从图 18 可以看出，目前新三板行业估值水平普遍低于主板，除了 wind 可选消费，wind 公用事业以及 wind 金融类。尤其是 wind 金融行业，新三板的市盈率为 43.64。而主板仅为 8.90，估值已经高于主板市场。

图表 18：主板市场和股转系统 Wind 行业估值情况

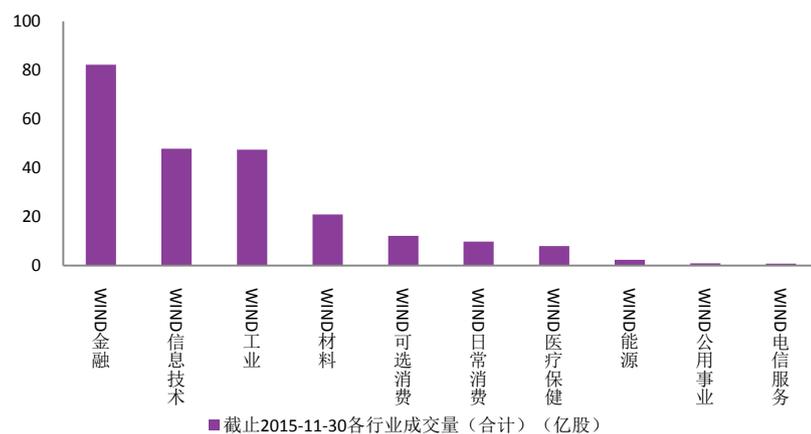


资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

（十四）金融行业成交量第一，工业和信息技术行业紧随其后

从图中可以看到，截至 2015-11-30 日，2015 年成交量最大的行业为 wind 金融行业，其次为信息技术行业和工业。

图表 19：股转系统 2015 年各行业成交量



资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

二、新三板现有的不足

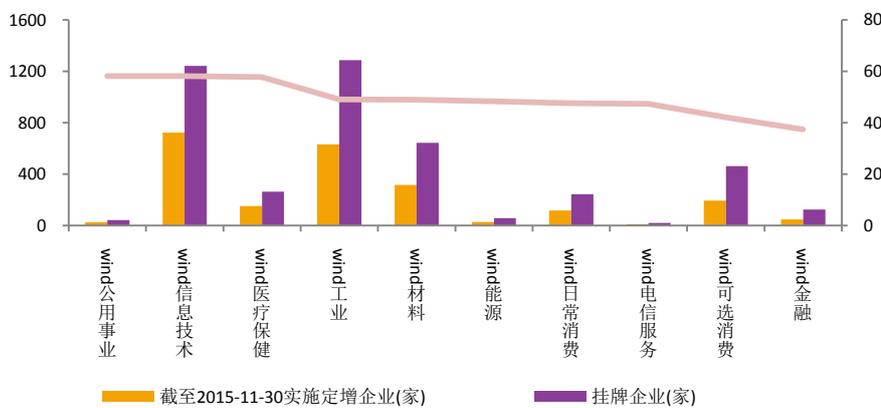
(一) 新三板应该为创新创业企业提供融资场所

新三板上有很多创新型小微企业，对于资金的需求非常迫切。对于小微企业的债券融资，大型商业银行基本不太关注这一块，因此，它们亟需资本市场一路伴随给予一个合理的定价和预期。这样的企业上新三板的一个重要目的，就是解决自身的融资问题。

融资的首要问题是定价的问题。目前可以看到新三板的行业估值和主板存在一些偏差。从图 18 可以看到，目前股转系统的 wind 金融行业整体估值较高，达到 43.64(截止 2015-11-30)，而主板该行业估值仅为 8.90。

从实际的定增情况来看，图表 20 显示，年初至 2015-11-30 wind 行业内定增企业数量占行业企业总数比例最高的为公用事业行业，行业内挂牌企业 43 家，实施定增的有 25 家。排名第二，第三位的分别为 wind 信息技术和 wind 医疗保健行业。

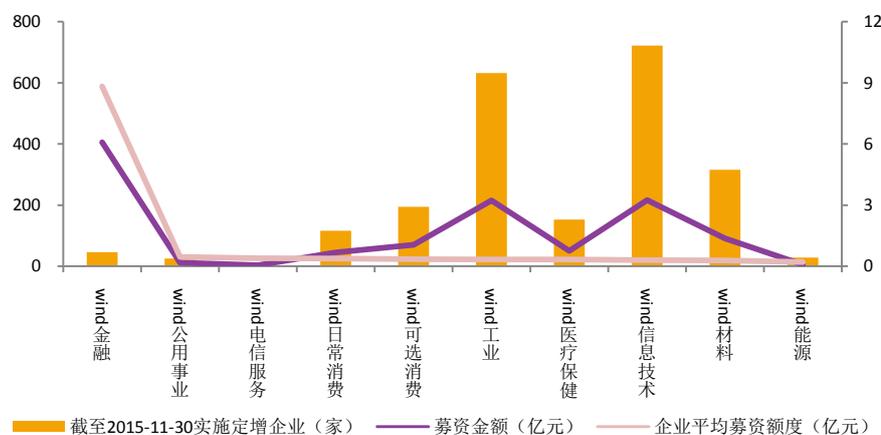
图表 20：年初至 2015-11-30 定增企业数量



资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

图表 21 显示，wind 金融行业今年定增企业仅为 46 家，但是募资总额却居第一，达到 406.18 亿元，平均每家企业募资 8.83 亿元；而 wind 信息技术行业和工业内定增企业家数分别为 722 家和 632 家，募资金额分别为 216.79 亿元和 215.84 亿元，平均每家企业仅募资 0.30 和 0.34 亿元。

图表 21：年初至 2015-11-30 行业定增募资额度



资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

从上述数据看到，今年的定增资金主要流向了金融行业挂牌公司。

图表 22: 年初至 2015-11-30 定增募资前十名

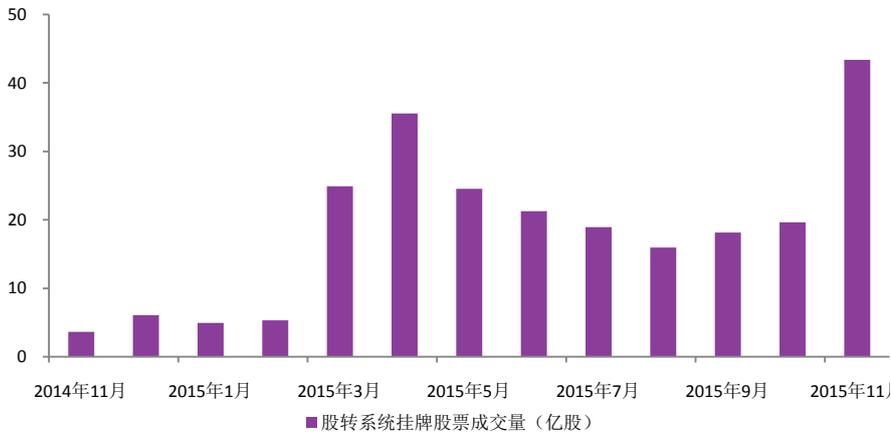
代码	名称	年初至 2015-11-30 实际定增募资总额(亿元)
430719.OC	九鼎投资	1000000.00
832168.OC	中科招商	503236.80
400059.OC	创智 5	408974.00
832168.OC	中科招商	351000.00
833868.OC	南京证券	344399.70
833044.OC	硅谷天堂	307140.00
830899.OC	联讯证券	279136.60
833979.OC	天图投资	268312.72
833499.OC	中国康富	187500.00
832168.OC	中科招商	184697.77

资料来源: Chioce, 联讯证券投资研究中心

(二) 新三板流动性尚显不足

从下图中可以看到近一年来新三板的成交量在 4 月份达到高峰后有所回落, 但是在 9, 10 月份成交量又有所放大, 11 月份由于分层制度的出台, 政策红利的释放, 使得成交量超过之前的峰值。如果和 A 股市场横向比较, 新三板目前挂牌企业虽多, 但是成交量仍然非常小, 解决流动性问题迫不及待。

图表 23: 近一年新三板成交量变化



资料来源: Wind, 联讯证券投资研究中心

图表 24：近一年 A 股成交量变化



资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

新三板流动性问题主要来源于：

1.可流通股份占比仍然较小

如下图显示，截至 2015-11-30，新三板上可流通股（算术平均）占总股本（算术平均）比例相比 A 股仍然较低，可流通股份尚显不足。

图表 25：A 股和新三板可流通股份占比

	全部 A 股	新三板股票
总股本(算术平均：亿股)	17.81	0.56
流通 A 股(算术平均：亿股)	13.14	0.29
比例(%)	73.78	51.79

资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

2.合格投资者门槛较高

新三板企业大多是小微企业或者初创型企业，投资风险较大，全国股份转让系统 2013 年年底发布的修订后的投资者适当性管理细则明确规定新三板投资范围为：

- ①机构投资者注册资本五百万元人民币以上的法人机构、实缴出资总额五百万元人民币以上的合伙企业。
- ②金融产品证券公司资管产品、信托产品、证券投资基金、私募股权投资基金、风险投资基金、合格的境外机构投资者、企业年金。
- ③自然人应同时满足下列条件：投资者本人名下前一交易日日终证券类资产市值 500 万元人民币以上且具有两年以上证券投资经验，或具有会计、金融、投资、财经等相关专业背景或培训经历。

高门槛挡住了很多投资者入市，因此新三板流动性也受到了一定限制。

3.信息披露的质量有待提高

如果将新三板和纳斯达克相比，在最初几年，纳斯达克上市公司由 3000 多家膨胀到近 6000 家，但随后陆续有 2000 多家企业退市。截至 2015 年 10 月 30 日，新三板上市企业接近 4000 家，而因为缺乏退市等强硬监管手段，很多企业信息披露质量不高。而信息披露的质量不高问题阻碍了投资人对于新三板企业价值的正确判断，不利于流动性。

4. 做市商为流动性所做贡献尚且不足

根据 wind 数据显示，截至 2015 年 11 月 30 日，一共有 78 家券商加入了新三板做市，而新三板相应做市企业达到 997，也就是平均一家券商要为 13 家企业做市，中泰证券，兴业证券，天风证券，申万宏源证券等 11 家券商做市转让家数超过 100 家，而据相关数据统计，纳斯达克的做市商达到了 600 家，平均每只挂牌股票有 20 家做市商做市。相比之下，新三板市场的做市商可能具有一定的垄断效应，不能正常发挥市场定价的功能。

图表 26：做市股票个数票排名前十的券商

券商列表	做市转让股票个数
中泰证券	186
兴业证券	142
天风证券	130
申万宏源证券	129
上海证券	122
国信证券	122
广州证券	117
光大证券	111
国泰君安	108
广发证券	107

资料来源：Wind, 联讯证券投资研究中心

三、新三板制度供给展望

（一）供给侧改革对新三板市场的影响

1. 供给侧改革的内涵

需求管理政策是刺激我国经济发展的旧动能，但带来了经济效率低下、“供需错位”的问题，且需求侧刺激手段风险巨大。“十三五”期间中国将着力提高全要素生产率，优化供给结构。

供给侧改革的主要内容是化解过剩产能、降低企业经营成本、化解房地产库存、防范化解金融风险，主要任务是提高劳动力、资本、技术、土地四大要素的生产力。

2. 构建多层次资本市场，匹配资金需求

供给侧改革强调构建多层次资本市场，以匹配资金对创新、创业、成长型项目的需求新三板优秀投资标的价值逐步显现。新三板肩负着服务中小微企业的使命，同时国家对新三板分层路径的探索也意在满足企业融资的多元化需求，促进企业的转型与快速发展。

（二）《意见》带来市场积极变化

1. 充分认识加快发展全国股转系统的重要意义和目标任务

《中国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》明确了新三板的独立市场定位，加强了未来大力发展新三板的信念。同时研究推出全国股转系统挂牌公司向创业板转板的试点，加强多层次资本市场的联系。同时指出了，短期内由于控制风险的需要，暂时不降低投资者准入条件，不实行连续竞价交易。

预期：11 月上旬，新三板市场迎来量价齐升，新三板优质企业随着分层制度的出台，将会逐渐被资金挖掘。研究推出转板试点，为新三板上符合条件的优质企业多提供了一种选择，但是未来随着新三板市场建设的逐渐成熟，向对标市场纳斯达克发展，好的企业也不一定会转板到创业板。另外我们认为，后续为了加大新三板的流动性，适当的降低合格投资者门槛是势在必行。另外，我们认为竞价交易可能在明年还不会这么快推出。

2. 进一步提高审查效率，增强市场融资功能

《意见》明确了新三板是以信息披露为核心，加强了服务机构责任归属，同时强调融资市场化制度，鼓励在分层的基础上，优质企业可以采取多种创新融资手段。

预期：随着新三板分层细则的出现，以及信息披露制度的日益规范，新三板优质企业的融资手段可以从股权融资扩展到多种融资手段，比如股权质押，优先股，资产证券化等，企业融资渠道的扩宽会给新三板企业的发展带来勃勃生机。

3. 坚持和完善主办券商制度和多元化交易机制

一方面要求券商加大在新三板的投入，设立专门一级部门开展全国股转系统业务，甚至是设立专业子公司进行该项业务，在服务上要做到以挂牌，融资，并购，做市等全链条服务为目标遴选企业；另一方面要完善交易机制，改革协议转让方式，大力发展做市转让，强化做市能力，促进做市业务与投研服务，经纪业务协同发展。另外还要建立盘后大宗交易制度和非交易过户制度，提高新三板流动性。

预期：未来推荐挂牌，做市资格有望放宽，优质企业的争夺会日益激烈，相关券商会加强对于新三板的投入，为新三板企业提供全链条高质量的服务；明年随着交易制度的逐渐完善，新三板流动性有望提高。

4. 实施全国股转系统内部分层和差异化管理

现阶段暂分基础层和创新层两层，建立内部层级维持和转换制度，实现不同层级挂牌公司的有序流动，并对不同层级公司进行差异化监管。

预期：分层出现后，有利于新三板优质公司脱颖而出，而分层之间的流动和转换，也有利于公司之间的优胜劣汰。未来可能会细分层级，由现在的两层继续划分成三层，建立优胜劣汰制度（包括对不合格企业进行退市摘牌等），保证层级间的流动性，让好的企业能够发展壮大。

5. 大力发展和培育机构投资者队伍

支持机构投资者为主，主要还是为了防范系统性风险的发生；支持封闭式公募基金以及混合型公募基金投资全国股转系统挂牌证券，投资产品的多元化可以给新三板市场带来更多增量资金。

预期：未来公募的封闭式基金可能会成为先行者，更多机构投资者的加入对于市场整体的活跃和流动性将会带来重大利好。

6. 持续加强投资者权益保护工作

严格执行账户实名制，完善公司治理，提高信息披露质量。只有完善了公司治理，提高信息披露质量，建立起成熟的市场机制，才会有更多的投资者加入市场，提升市场的流动性和活跃度。严格执行账户实名制，可以防范系统性风险发生，对新三板市场的发展有利好作用。

预期：监管会日趋严厉，不符合规定的企业有可能被退市或者用其它机制淘汰。

7. 加强市场监管

建立常态化，市场化的退出机制，加强监管协作，建立健全信息共享，监管协作，案件查处等分工协作机制及风险处置应急机制，对违法行为严厉打击，确保没有漏网之鱼。

预期：未来监管机制会走向成熟化，从而推动新三板市场的进一步发展。

综上所述，随着新三板分层制度的出台，相关政府部门对于新三板不同层级的监管也会加大，投资者得到保障；支持封闭式公募基金以及混合型公募基金投资全国股转系统挂牌证券，可能会有更多资金流入，提升市场活跃度和流动性；对于主办券商提供全链条服务的能力要求提高，未来会有更多优质企业得到优质服务；未来新三板优质企业的融资手段可以从股权融资扩展到多种融资手段，企业获得融资的范围扩大；层级间保持流动性，并且建立常态化，市场化的推出机制，优胜劣汰有利于整个市场的良性发展。

四、新三板研究的未来

(一) 股转系统创新层公司

随着24日股转系统发布的《挂牌公司分层方案（征求意见稿）》，未来全国股转系统将由多个层级的市场组成，每一层级市场分别对应不同类型的公司。起步阶段将挂牌公司划分为创新层和基础层，随着市场的不断发展和成熟，再对相关层级进行优化和调整。

全国股转系统将会自动筛选出符合创新层标准的挂牌公司，并在2016年5月正式实施。新挂牌公司满足创新层准入条件和附加条款的，将直接进入创新层。一石激起千层浪，各大券商争相按照股转系统标准统计符合标准的上市公司。

分层标准如下：

标准一：净利润+净资产收益率+股东人数，（1）最近两年连续盈利，且平均净利润不少于2000万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；（2）最近两年平均净资产收益率不低于10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；（3）最近3个月日均股东人数不少于200人。

标准二：营业收入复合增长率+营业收入+股本，（1）最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于50%；（2）最近两年平均营业收入不低于4000万元（3）股本不少于2000万元。

标准三：市值+股东权益+做市商家数，（1）最近3个月日均市值不少于6亿元；（2）最近一年年末股东权益不少于5000万元；（3）做市商家数不少于6家。

达到上述任一标准的基础上，须满足最近3个月内实际成交天数占可成交天数的比例不低于50%，或者挂牌以来（包括挂牌同时）完成过融资的要求，并符合公司治理、公司运营规范性等共同标准。

从上述标准看，股转系统对公司治理、融资、规模、流动性、盈利能力、股本结构非常重视，制定准入界限，看重企业经营发展，设置安全边界，根据股转系统设定标准，我们预测将有270家上市公司入选。

图表 27：符合股转系统标准的 270 家公司

代码	公司名称								
430002.OC	中科软	430463.OC	春茂股份	830993.OC	壹玖壹玖	831517.OC	凯伦建材	832196.OC	秦森园林
430005.OC	原子高科	430475.OC	陆道股份	830994.OC	金友电缆	831529.OC	能龙教育	832201.OC	澄星航模
430011.OC	指南针	430496.OC	大正医疗	830999.OC	银橙传媒	831533.OC	绩优股份	832218.OC	德长环保
430037.OC	联飞翔	430505.OC	上陵牧业	831006.OC	久易农业	831535.OC	拓斯达	832220.OC	海德尔
430051.OC	九恒星	430515.OC	麟龙股份	831013.OC	兴艺景	831541.OC	中节环	832223.OC	配天智造
430062.OC	中科国信	430518.OC	嘉达早教	831028.OC	华丽包装	831550.OC	成大生物	832244.OC	佳瑞高科
430065.OC	中海阳	430522.OC	超弦科技	831030.OC	卓华信息	831562.OC	山水园林	832248.OC	安正科技
430071.OC	首都在线	430523.OC	泰谷生物	831036.OC	裕国股份	831568.OC	张铁军	832254.OC	万安环境
430074.OC	德鑫物联	430539.OC	扬子地板	831041.OC	兆鋈新材	831579.OC	三信股份	832264.OC	普克科技
430081.OC	莱富特佰	430549.OC	天弘激光	831044.OC	家喻新材	831605.OC	奔速电梯	832269.OC	耶萨智能
430084.OC	星和众工	430556.OC	雅达股份	831053.OC	美佳新材	831609.OC	壹加壹	832283.OC	天丰电源
430088.OC	七维航测	430591.OC	明德生物	831063.OC	安泰股份	831626.OC	胜禹股份	832308.OC	旺盛园林
430130.OC	卡联科技	430609.OC	中磁视讯	831064.OC	浩驰科技	831672.OC	莲池医院	832312.OC	领耀科技
430140.OC	新眼光	430618.OC	凯立德	831068.OC	凌志环保	831683.OC	金航股份	832315.OC	君和环保
430141.OC	久日新材	430636.OC	法普罗	831075.OC	宏海科技	831688.OC	山大地纬	832320.OC	大富装饰
430162.OC	聚利科技	430637.OC	菱博电子	831088.OC	华恒生物	831698.OC	工大软件	832325.OC	捷尚股份
430174.OC	沃捷传媒	430644.OC	紫贝龙	831133.OC	科润智能	831706.OC	领航科技	832329.OC	吉成园林
430177.OC	点点客	430654.OC	聚科照明	831169.OC	百特莱德	831707.OC	绿岛园林	832365.OC	开勒环境
430206.OC	尚远环保	430659.OC	江苏铁发	831177.OC	深冷能源	831718.OC	青鸟软通	832370.OC	博柯莱
430208.OC	优炫软件	430707.OC	欧神诺	831208.OC	洁昊环保	831727.OC	中钢网	832377.OC	创一佳
430222.OC	璟泓科技	430711.OC	泓源光电	831210.OC	圣海林	831742.OC	纽米科技	832379.OC	鑫融基

代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称
430223.OC	亿童文教	430719.OC	九鼎投资	831214.OC	中晶股份	831755.OC	邦正科技	832396.OC	开源证券
430225.OC	伊禾农产品	430737.OC	斯达科技	831242.OC	特辰科技	831790.OC	凯德科技	832439.OC	马可正嘉
430229.OC	绿岸网络	430759.OC	凯路仕	831244.OC	星展测控	831792.OC	海思堡	832477.OC	航凯电力
430240.OC	随视传媒	830766.OC	博锐尚格	831265.OC	宏源药业	831813.OC	广新信息	832478.OC	建东科技
430244.OC	颂大教育	830770.OC	牛商股份	831282.OC	欧亚股份	831821.OC	华源新材	832486.OC	久美股份
430253.OC	兴竹信息	830771.OC	华灿电讯	831311.OC	博安智能	831839.OC	广达新网	832494.OC	首航直升
430283.OC	景弘环保	830777.OC	金达莱	831313.OC	中超新材	831846.OC	飞驰环保	832495.OC	精钢海工
430305.OC	维珍创意	830815.OC	蓝山科技	831329.OC	海源达	831854.OC	曼克斯	832502.OC	圆融科技
430309.OC	易所试	830819.OC	致生联发	831330.OC	普适导航	831873.OC	环宇建工	832503.OC	华鼎科技
430318.OC	四维传媒	830822.OC	海容冷链	831353.OC	力源环保	831885.OC	鱼鳞图	832521.OC	合一康
430323.OC	天阶生物	830834.OC	信达化工	831367.OC	红山河	831888.OC	垦丰种业	832525.OC	德业变频
430335.OC	华韩整形	830835.OC	南源电力	831376.OC	金洪股份	831890.OC	中润油	832526.OC	鸿普森
430339.OC	中搜网络	830836.OC	荆楚网	831377.OC	有友食品	831900.OC	海航冷链	832558.OC	爽口源
430341.OC	呈创科技	830837.OC	古城香业	831379.OC	融信租赁	831908.OC	古麒羽绒	832566.OC	梓潼宫
430346.OC	哇棒传媒	830850.OC	万企达	831380.OC	地矿股份	831920.OC	车头制药	832593.OC	森宝电器
430355.OC	沃特能源	830855.OC	盈谷股份	831386.OC	风华环保	831925.OC	政通股份	832666.OC	齐鲁银行
430356.OC	雷腾软件	830862.OC	丰海科技	831392.OC	天迈科技	831928.OC	开泰石化	832675.OC	福达合金
430357.OC	行悦信息	830866.OC	凌志软件	831397.OC	康泽药业	831931.OC	云能威士	832698.OC	青雨传媒
430358.OC	基美影业	830879.OC	基康仪器	831437.OC	天劲股份	831954.OC	协昌科技	832710.OC	志能祥赢
430366.OC	金天地	830881.OC	圣泉集团	831439.OC	中喜生态	831962.OC	尚慧能源	832766.OC	沃格光电
430369.OC	威门药业	830894.OC	紫竹桩基	831445.OC	龙泰竹业	831963.OC	明利仓储	832773.OC	寰烁股份
430374.OC	英富森	830899.OC	联讯证券	831450.OC	金宏气体	831988.OC	乐普四方	832950.OC	益盟股份
430379.OC	鼎盛智能	830916.OC	公准股份	831453.OC	远泉股份	831998.OC	合迪科技	832960.OC	望变电气
430383.OC	红豆杉	830938.OC	可恩口腔	831455.OC	粤林股份	832023.OC	田野股份	832970.OC	东海证券
430393.OC	三景科技	830948.OC	捷昌驱动	831458.OC	联科股份	832041.OC	中兴通科	833014.OC	中标集团
430394.OC	伯朗特	830958.OC	鑫庄农贷	831464.OC	创高安防	832081.OC	金利股份	833035.OC	大唐融合
430418.OC	苏轴股份	830960.OC	微步信息	831465.OC	广佳装饰	832135.OC	云宏信息	833118.OC	棒杰小贷
430431.OC	枫盛阳	830964.OC	润农节水	831485.OC	科达建材	832136.OC	蓝天园林	833290.OC	瑞必达
430432.OC	方林科技	830966.OC	苏北花卉	831489.OC	天衡股份	832138.OC	中衡股份	833568.OC	华谊创星
430441.OC	英极股份	830974.OC	凯大催化	831496.OC	华燕房盟	832151.OC	听牧肉牛	833694.OC	新道科技
430452.OC	汇龙科技	830978.OC	先临三维	831501.OC	远方动力	832176.OC	三扬股份	834117.OC	山东绿霸
430455.OC	德联科技	830985.OC	浙江力诺	831513.OC	爱迪新能	832185.OC	双建管桩	834342.OC	慧云股份
430462.OC	树业环保	830992.OC	磐合科仪	831516.OC	金科环保	832188.OC	科安达	834368.OC	华新能源

资料来源: Wind 资讯, 联讯证券投研中心

(二) 联讯估值模型公司

联讯证券借分层标准的推出, 用自身评估模型对三板挂牌公司进行筛选, 从3个标准以外的角度审视三板公司, 取其最评分较高的270家上市公司, 由于联讯证券估值模型更注重上市公司的成长性, 导致部分优选公司未达到股转系统分层标准, 但内在价值评分较高, 为股转系统投资者提供参考。

图表 28: 联讯证券精选 270 家公司

代码	公司名称								
430005	原子高科	430405	星火环境	430752	索泰能源	831184	强盛股份	831975	温迪数字
430011	指南针	430406	奥美格	430759	凯路仕	831185	众智软件	831979	林格贝



代码	公司名称								
430037	联飞翔	430409	天泉鑫膜	430761	升禾环保	831187	创尔生物	831986	东方基业
430038	信维科技	430418	苏轴股份	830776	帕 特 尔	831208	洁昊环保	831988	乐普四方
430074	德鑫物联	430420	易城股份	830777	金 达 莱	831210	圣 海 林	831994	中冀联合
430077	道隆软件	430421	华 之 邦	830818	巨峰股份	831213	博汇股份	832023	田野股份
430083	中科联众	430430	普 滤 得	830822	海容冷链	831222	金 龙 腾	832026	海龙核科
430088	七维航测	430431	枫 盛 阳	830827	世优电气	831239	云南文化	832027	智衡减振
430092	金刚游戏	430432	方林科技	830828	万绿生物	831242	特辰科技	832041	中兴通科
430097	赛 德 丽	430454	百大能源	830833	九 生 堂	831243	晓鸣农牧	832043	卫东环保
430103	天大清源	430455	德联科技	830837	古城香业	831248	瑞德设计	832047	联洋新材
430139	华岭股份	430460	太湖股份	830838	新 产 业	831274	瑞 可 达	832074	慧景科技
430140	新 眼 光	430462	树业环保	830845	芯邦科技	831276	松科快换	832079	华 邦 云
430141	久日新材	430463	春茂股份	830846	格林检测	831296	奥 拓 福	832083	奥默医药
430163	三众能源	430465	东方科技	830850	万 企 达	831314	深 科 达	832086	现在支付
430165	光宝联合	430469	必控科技	830855	盈谷股份	831325	迈奇化学	832132	民正农牧
430169	融 智 通	430471	豪 威 尔	830862	丰海科技	831370	新 安 洁	832139	沃田农业
430177	点 点 客	430475	陆道股份	830866	凌志软件	831377	有友食品	832145	恒合股份
430183	天友设计	430489	佳先股份	830870	松宝智能	831378	富 耐 克	832184	陆特能源
430208	优炫软件	430493	新成新材	830881	圣泉集团	831386	风华环保	832196	秦森园林
430211	丰电科技	430496	大正医疗	830885	波斯科技	831395	智通建设	832204	易科势腾
430223	亿童文教	430497	威硬工具	830900	维 福 特	831397	康泽药业	832220	海 德 尔
430225	伊禾农品	430501	超宇环保	830909	同成股份	831405	赞普科技	832257	正和药业
430226	奥 凯 立	430505	上陵牧业	830923	上 元 堂	831417	峻岭能源	832268	鑫秋农业
430229	绿岸网络	430508	中视文化	830931	仁会生物	831421	天富电气	832281	和氏技术
430234	翼捷股份	430510	丰光精密	830936	约克动漫	831427	信通电子	832283	天丰电源
430236	美兰股份	430515	麟龙股份	830938	可恩口腔	831431	东南光电	832308	旺盛园林
430253	兴竹信息	430518	嘉达早教	830948	捷昌驱动	831439	中喜生态	832312	领耀科技
430261	易维科技	430522	超弦科技	830964	润农节水	831478	天际数字	832329	吉成园林
430266	联动设计	430523	泰谷生物	830968	华电电气	831503	广安生物	832332	巨鹏食品
430272	世富环保	430539	扬子地板	830970	艾录股份	831523	亚成生物	832378	利昂设计
430282	优睿传媒	430555	英 派 瑞	830992	磐合科仪	831550	成大生物	832453	恒福股份
430288	威达宇电	430556	雅达股份	830999	银橙传媒	831553	陕 中 科	832458	红枫种苗
430289	华索科技	430558	均信担保	831005	华维电瓷	831576	汉博商业	832465	众益科技
430292	威控科技	430560	西部泰力	831015	小 白 龙	831609	壹 加 壹	832491	奥 迪 威
430300	辰光医疗	430566	虹越花卉	831028	华丽包装	831639	达仁资管	832499	天海流体
430305	维珍创意	430591	明德生物	831029	银丰棉花	831666	亿丰洁净	832527	恒 康 达
430309	易 所 试	430595	唐人通服	831030	卓华信息	831668	天元小贷	832619	天创环境
430316	巨灵信息	430604	三炬生物	831031	诚盟装备	831678	利德浆料	832698	青雨传媒
430318	四维传媒	430609	中磁视讯	831045	科慧科技	831686	正大环保	832705	达瑞生物
430322	智合新天	430615	华工创新	831049	赛 莱 拉	831689	克 莱 特	832735	德源药业
430330	捷世智通	430618	凯 立 德	831056	千叶药包	831701	万龙电气	832737	恒信玺利
430334	科洋科技	430620	益善生物	831060	天 香 苑	831712	创泽信息	832786	骑士乳业
430351	爱科凯能	430622	顺达智能	831068	凌志环保	831776	中 云 创	832840	亚世光电
430353	百傲科技	430633	卡姆医疗	831078	斯科电气	831808	神元生物	832910	伊赛牛肉

代码	公司名称								
430356	雷腾软件	430656	财安金融	831084	绿网天下	831836	澳坤生物	832944	银信农贷
430357	行悦信息	430662	罗曼股份	831101	奥维云网	831846	飞驰环保	832950	益盟股份
430367	力码科	430682	中天羊业	831114	易销科技	831850	分豆教育	832970	东海证券
430374	英富森	430685	新芝生物	831119	蓝钻生物	831888	垦丰种业	832987	牡丹联友
430376	东亚装饰	430698	康普常青	831120	达海智能	831889	天信投资	833147	华江环保
430379	昂盛智能	430714	奇才股份	831129	领信股份	831892	新玻电力	833210	兆丰小贷
430383	红豆杉	430724	芳笛环保	831143	焕鑫股份	831912	金三元	833233	鸿丰小贷
430388	苏大明世	430737	斯达科技	831171	海纳生物	831963	明利仓储	833260	万辰生物
430391	万特电气	430740	中天超硬	831177	深冷能源	831972	北泰实业	833263	大承医疗

资料来源：上海恒生聚源，联讯证券投研中心

（三）重合精选公司

联讯新三板估值模型结合新三板市场整体特点，细分行业进行差异化评估；依据新三板公司已公示的信息，提取内、外、动、静多层指标，密切关注二级市场流动性指标，通过多个维度客观评估新三板公司；经多重测算，提取最优系数、权重和组合公式，合理优化评估模型，力争客观、及时、完整反映新三板公司的内在价值，精选各行业优质公司。

图表 29：联讯证券与股转系统相重复的 82 家公司

代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称
430005	原子高科	430357	行悦信息	430539	扬子地板	830964	润农节水	831888	垦丰种业
430011	指南针	430374	英富森	430556	雅达股份	830992	磐合科仪	831963	明利仓储
430037	联飞翔	430379	昂盛智能	430591	明德生物	830999	银橙传媒	831988	乐普四方
430074	德鑫物联	430383	红豆杉	430609	中磁视讯	831028	华丽包装	832023	田野股份
430088	七维航测	430418	苏轴股份	430618	凯立德	831030	卓华信息	832041	中兴通科
430140	新眼光	430431	枫盛阳	430737	斯达科技	831068	凌志环保	832196	秦森园林
430141	久日新材	430432	方林科技	430759	凯路仕	831177	深冷能源	832220	海德爾
430177	点点客	430455	德联科技	830777	金达莱	831208	洁昊环保	832283	天丰电源
430208	优炫软件	430462	树业环保	830822	海容冷链	831210	圣海林	832308	旺盛园林
430223	亿童文教	430463	春茂股份	830837	古城香业	831242	特辰科技	832312	领耀科技
430225	伊禾农产品	430475	陆道股份	830850	万企达	831377	有友食品	832329	吉成园林
430229	绿岸网络	430496	大正医疗	830855	盈谷股份	831386	风华环保	832698	青雨传媒
430253	兴竹信息	430505	上陵牧业	830862	丰海科技	831397	康泽药业	832950	益盟股份
430305	维珍创意	430515	麟龙股份	830866	凌志软件	831439	中喜生态	832970	东海证券
430309	易所试	430518	嘉达早教	830881	圣泉集团	831550	成大生物		
430318	四维传媒	430522	超弦科技	830938	可恩口腔	831609	壹加壹		
430356	雷腾软件	430523	泰谷生物	830948	捷昌驱动	831846	飞驰环保		

资料来源：上海恒生聚源，Wind 资讯，联讯证券投研中心

分析师承诺

本人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本人的研究观点。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

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。