

股权交易继续活跃，市场行为趋于理性

2016 年 1 月 18 日

投资要点

- ❖ **12 月新三板二级市场回顾：二级市场交投保持平稳，企业冲击创新层纷纷扩大做市商家数。**12 月份，新三板分层利好兑现，做市指数小幅下跌 0.43%，结束前两月上漲趋势。但是，在制度建设稳步推进的预期下，二级市场的关注和活跃度依然维持在较高水平。12 月份，新三板有交易行为的股票上升至 1744 支，较 11 月份 1441 支的水平继续提升，与此同时，成交金额大幅集中的情况亦有所缓解，如成交金额最多的前 50 支股票成交金额占比由 11 月份的 63% 降至 49%。挂牌企业转做市方面，为了备战创新层，12 月份总共有 118 家企业加入做市转让，较 11 月份的 79 家大幅上升，此外，还有 415 家企业得到做市商追加做市，较 11 月份的 83 家增加了 4 倍。
- ❖ **12 月新三板一级市场回顾**
新三板一级市场股权交易继续活跃，投融资双方行为趋于理性。从挂牌企业端来看，12 月份新三板企业拟募集资金总额达到 759 亿元，创近一年来最高水平。但是资金供需双方的行为趋于理性，其中 12 月份新三板拟增发市盈率整体下降至 27 倍，而包括 TMT 等行业实际完成的市盈率水平也出现了不同程度的下降。
做市商获取的库存股 PE 水平明显上升。截止 2015 年 12 月，我们统计了 2528 例企业（已剔除尚无有效交易数据的事项）向做市商转让股票的行为，估算的数据显示做市商获取库存股的平均成本大致为 20.2 倍 PE（TTM），相较于 9 月份的 14.2 倍有明显提升，这表明随着新三板交易制度构建的稳步推进，市场估值中枢出现明显抬升。
新三板公司股权获主板公司青睐。12 月份涉及到新三板的股权交易事件总计有 42 例，累计交易金额约 86 亿元。其中新三板公司作为交易标的方的案件 38 例，包括主板公司电广传媒作价 4 亿元收购华图教育 4.55% 股权等。
- ❖ **新三板市场展望。考虑到一级市场定价权的提升以及新三板股权交易和股权投资案例的增加，我们认为并购交易或将成为 2016 年新三板的一道靓丽风景。**首先是更为宽松的制度环境，与上市公司的重组收购管理办法相比，新三板挂牌企业在收购过程中的信息披露以及收购要约强制性程度上更为宽松，在并购过程中支付手段丰富更为丰富、定价方式更为灵活。其次是主板公司与三板公司的估值差异以及新三板场内企业估值分化所带来的估值套利机会，不管是注重资产价格交易的杠杆收购还是产业链的整合，在公司治理方面已经被资本市场打磨过的优质新三板挂牌企业有望成为来年潜在的并购标的，另外一方面，分层后享受了较高的流动性溢价与融资便利的大型三板企业也有望成为未来的主动并购方；再次，大量零散型产业在新三板集聚，产业链整合亦存在内生动力。
- ❖ **12 月份新三板新增挂牌企业总计 746 家。**我们根据高景气行业、符合创新层财务标准和强势股东三大投资策略，从中筛选出 23 家企业供投资者参考，建议关注的标的包括但不限于文化科技主题公园供应商华强文化以及话剧第一股开心麻花等。新增重点公司覆盖方面，本月我们建议关注盛世大联、哇棒传媒、莲池医院、万极科技，具体内容详见正文。
- ❖ **风险提示：**宏观经济下行引发小微企业经营困难，新三板市场交易制度改革慢于预期等。



中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

执业证书编号：S101051012001

叶倩瑜

电话：021-20262117

邮件：yeqianyu@citics.com

执业证书编号：S1010515040001

联系人：刘凯

电话：021-20262109

邮件：kailiu@citics.com

相关研究

1. 新三板市场策略点评—注册制推出对三板冲击有限（2015-12-10）
2. 新三板市场策略周报（2015 年第 44 期）—企业挂牌热情高涨，新安金融登陆新三板（2015-12-07）
3. 新三板市场 2016 年投资策略—服务业闪耀新三板（2015-11-26）
4. 新三板市场策略快报—分层只是开始！（2015-11-25）
5. 新三板市场策略点评—制度推进超出预期，新三板发展值得期待（2015-11-21）
6. 新三板市场 2015 年 11 月跟踪报告—分层预期持续发酵，市场抢筹提前开始（2015-11-18）
7. 新三板市场策略点评—金融改革提速，新三板大有可为（2015-11-04）
8. 新三板市场策略点评—“优先股”打开新三板政策想象空间（2015-09-23）
9. 新三板市场策略专题—新三板 2015 年中报解读：服务业成亮点（2015-09-09）

目录

新三板月度展望：股权融资时代新三板将备受关注	1
新三板二级市场月度回顾	2
三板成指继续上涨，市场成交额小幅增加	2
分层标准激发做市热情，股权分散度有望进一步提高	4
新三板整体估值水平有所回落	7
新三板一级市场月度回顾	8
月度拟融资额再创新高，实际融资额大幅回落	8
做市商成本跟踪测算	11
新三板公司股权获主板公司青睐	12
风险提示：	14
12 月份新增挂牌精选股票池	14
近期研究成果回顾	17
新三板市场策略点评 20151210—注册制推出对新三板冲击有限（2015.12.10）	17
莲池医院（831672）新三板公司投资价值分析报告—提供妇幼保健医疗服务的妇产医院（2016.1.8）	18
万极科技（833967）新三板公司投资价值分析报告—受益消费升级的转印耗材民族品牌领导者（2016.1.7）	19
哇棒传媒（430346）新三板公司投资价值分析报告—全案移动营销专家，内外并举腾飞在即（2016.1.7）	20
盛世大联(831566)新三板公司投资价值分析报告—这不单是一家车险中介公司(2016.1.7)	21
曼恒数字（834534）新三板公司研究报告—国内领先 VR 服务提供商	21
新三板市场 2016 年投资策略—服务业闪耀新三板（2015.11.26）	22

插图目录

图 1：新三板市场市值结构	2
图 2：新三板市盈率结构	2
图 3：新三板市场月度涨跌幅	3
图 4：新三板市场月度成交金额	3
图 5：新三板每月新增做市转让企业数	5
图 6：做市板块平均每家企业的股东户数	5
图 7：新三板各板块市盈率	7
图 8：新三板各行业 PE	7
图 9：新三板每月预计募资金额	8
图 10：新三板实际募资金额	8

图 11: 新三板实际募资效率 9
 图 12: 新三板定增预案 PE(TTM, 整体法) 10

表格目录

表 1: 新三板挂牌公司与主板公司在收购重组方面的主要差异 1
 表 2: 新三板具备产业链整合潜力的细分领域 2
 表 3: 12 月份新三板成交金额排名前 50 的公司 3
 表 4: 12 月份部分新增做市商挂牌企业一览 5
 表 5: 12 月份部分做市商新增做市股票一览 6
 表 6: 新三板行业估值比较 8
 表 7: 新三板各行业在做市板块和协议板块的估值比较 8
 表 8: 12 月份新三板各行业实际募资金额 9
 表 9: 新三板 12 月份一级市场按定增预案计算的各行业市盈率 10
 表 10: 新三板 12 月份一级市场按定增实施计算的各行业市盈率 10
 表 11: 做市商库存股获取成本估算 (按行业) 11
 表 12: 做市商库存股获取成本估算 (按做市商) 12
 表 13: 12 月份新三板挂牌企业作为交易买方发生的并购事件 13
 表 14: 12 月份新三板挂牌企业作为交易标的发生的并购事件 13
 表 15: 新三板 12 月份新增挂牌企业精选策略股票池 14
 表 16: 新三板 12 月份新增挂牌企业精选股票池之各公司竞争优势 15
 附表 1: 中信新三板组覆盖股票 24

新三板月度展望：股权融资时代新三板将备受关注

2015 年 12 月份涉及到新三板的股权交易事件总计有 42 例，累计交易金额约 86 亿元（除去尚无有效数据的交易事项）。其中新三板公司作为交易标的方的案件 38 例。除此以外，在去年股灾后，我们也注意到新三板一级市场的融资金额和融资效率却出现了明显上升，在股权融资时代到来的大背景下，新三板作为国内创新型、初创型企业集中的股权交易市场有望在 2016 年继续获得长期资金的关注，大量的并购重组有望在新三板市场发生。

在政策方面，《非上市公众公司收购管理办法》和《非上市公众公司重大资产重组管理办法》成为新三板市场并购重组的纲领性指导文件。与上市公司的重组收购管理办法相比，新三板市场的制度环境更为宽松。如在收购过程中的信息披露方面，新三板挂牌公司披露权益报告的条件为投资者及其行动人拥有权益的股份达到公众公司已发行股份的 10%，而主板公司为 5%；除此以外，收购要约的强制性程度也不同，新三板挂牌公司不强制进行全面要约收购，而主板公司被收购的股份超过已发行股份的 30% 时，收购人要进行要约收购。在并购重组方面，上市公司考虑总资产、净资产和营业收入，而新三板则取消了营业收入的指标；与此同时，新三板公司在使用股份、可转债、优先股作为支付手段时，支付手段的交易价格由双方自行协商决定，打破了主板上市公司按照交易均价定价的原则。

表 1：新三板挂牌公司与主板公司在收购重组方面的主要差异

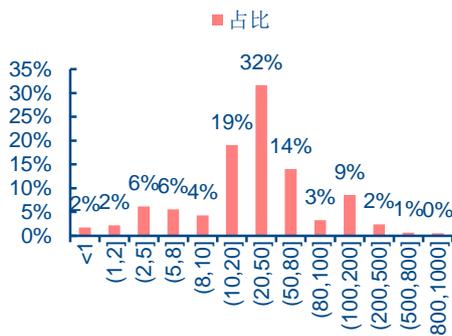
收购办法主要差异		
上市公司	非上市公众公司	
权益变动报告披露标准不同	投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的 5% 时，应当在该事实发生之日起 3 日内编制权益变动报告书。通过协议转让方式，投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有权益的股份拟达到或者超过一个上市公司已发行股份的 5% 时，应当在该事实发生之日起 3 日内编制权益变动报告书。投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的 5% 后，其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少达到或者超过 5% 的，应当依照前款规定履行报告、公告义务。	投资者及其一致行动人应当在该事实发生之日起 2 日内编制并披露权益变动报告书，报送全国股份转让系统，同时通知该公众公司；自该事实发生之日起至披露后 2 日内，不得再行买卖该公众公司的股票。（一）通过全国股份转让系统的做市方式、竞价方式进行证券转让，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到公众公司已发行股份的 10%；（二）通过协议方式，投资者及其一致行动人在公众公司中拥有权益的股份拟达到或者超过公众公司已发行股份的 10%。投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到公众公司已发行股份的 10% 后，其拥有权益的股份占该公众公司已发行股份的比例每增加或者减少 5%（即其拥有权益的股份每达到 5% 的整数倍时），应当依照前款规定进行披露。
收购要约强制性程度不同	收购人进行要约收购的，对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购提示性公告日前 6 个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格。	收购人根据被收购公司章程规定需要向公司全体股东发出全面要约收购的，对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购报告书披露日前 6 个月内取得该种股票所支付的最高价格。
重组办法主要差异		
上市公司	非上市公众公司	
构成重大资产重组的判定指标不同	上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到下列标准之一的，构成重大资产重组：（一）购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 50% 以上；（二）购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 50% 以上；（三）购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到 50% 以上，且超过 5000 万元人民币。	公众公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到下列标准之一的，构成重大资产重组：（一）购买、出售的资产总额占公众公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 50% 以上；（二）购买、出售的资产净额占公众公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到 50% 以上，且购买、出售的资产总额占公众公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 30% 以上。
换股发行购买资产定价方式不同	上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。本次发行股份购买资产的董事会决议应当说明市场参考价的选择依据。	公众公司重大资产重组可以使用现金、股份、可转换债券、优先股等支付手段购买资产。使用股份、可转换债券、优先股等支付手段购买资产的，其支付手段的价格由交易双方自行协商确定，定价可以参考董事会召开前一定期间内公众公司股票的市场价格、同行业可比公司的市盈率或市净率等。董事会应当对定价方法和依据进行充分披露。

资料来源：《非上市公众公司收购管理办法》、《非上市公众公司重大资产重组管理办法》等，中信证券研究部整理

除了政策优势以外，估值方面的差异也是有望推动三板市场并购行为发生的关键因素。而我们所谓认为的估值差异主要来源三个层面。第一个层面是来自于主板和新三板由于交易制度的不同安排所带来的流动性溢价，而这种流动性溢价在竞价交易全面推出之前将有望维持，这为主板公司收购新三板企业提供了现实条件，不管是注重资产价格交易的杠杆收购还是产业链的整合，在公司治理方面已经被资本市场打磨过的优质新三板挂牌企业有望成为潜

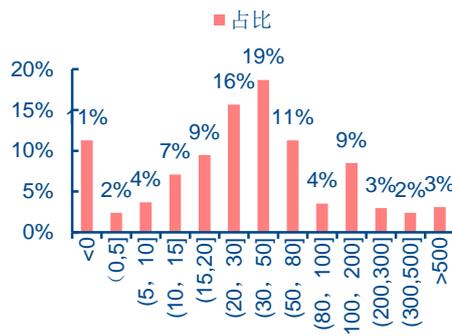
在的并购标的；第二个层面则是来自新三板自身的制度变革。做市制度的推出实质上已从估值和流动性的角度对新三板作了第一次分层，随着新三板分层制度的实施和市场的持续扩容，三板的估值分化将更为剧烈。未能进入流动性最佳层次的、资质相对优秀的小型企业有望成为潜在的被并购标的，而享受了较高的流动性溢价与融资便利的大型三板企业也有望成为未来的主动并购方。事实上，新三板 2015 年已出现了类似的现象，包括君实生物对众合医药的横向整合、银橙传媒对卡司通 20% 的股权增资等。

图 1：新三板市场市值结构



资料来源：Wind，中信证券研究部整理，横轴单位千万元

图 2：新三板市盈率结构



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

三板大量的零散行业、新兴行业以及管制放松的行业出现，产业链整合空间较大。新三板相对宽松的挂牌条件为大量的“进入障碍低、难以达到规模经济、产品多样化”的零散型产业提供了自我展示的舞台。目前新三板总共涵盖了 18 个门类的 86 个行业。从企业数量上来看，基本形成了制造业与服务业并重的格局。与此同时，非银金融、互联网公司、教育产业、医疗服务、节能环保、文体娱乐、居民服务等服务业的产业集群已初具规模。根据股转系统待审核待挂牌公司的情况，我们判断未来新三板的行业结构将至少出现三个可预见的变化：（1）具有典型零散型产业特征的生产性服务业和消费性服务业公司数量占比持续提升；（2）新兴产业和互联网公司加快登陆；（3）处于微笑曲线前段的研发、设计、创意环节的公司占比持续提升。这使得新三板产业链的整合具备更为迫切的现实意义。

表 2：新三板具备产业链整合潜力的细分领域

行业类型	细分领域
零散型产业	研发、创意类：生物医药、影视传媒、互联网营销等；产品差异类：节能环保、休闲食品等
管制放松产业	互联网金融、民营医院、教育产业等
新兴行业	O2O、智能交通、化工新材料、文体体育等

资料来源：中信证券研究部整理

新三板二级市场月度回顾

三板成指继续上涨，市场成交额小幅增加

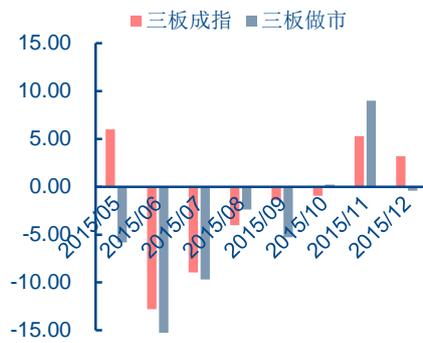
1744 支股票 12 月份累计成交金额为 238.2 亿元。12 月份三板成指收涨 3.2%，与上月的 5.28% 相比略有回落；做市指数收跌 0.43%，结束了前两月的上涨趋势；三板成指和三板做市指数全月分别累计成交 167.88 亿元和 119.58 亿元，成交额较 11 月份分别小幅缩小 1% 和 5%。

从市场结构来看，12 月份有交易行为的股票总计有 1744 只，占比为 33%，较 11 月份的 32.9% 增加 0.1 个百分点；1744 只股票累计成交金额为 238.2 亿元，较 11 月份 1441 只股票的月成交额 228 亿元小幅增加，市场稳中有升。其中，成交金额最多的前 50 支占比达

49%，较 11 月份的 63%降低 14 个百分点。在市场成交金额稳步上升的情况下，成交集中在前 50 支个股的情况有所缓解，表明市场活跃度和关注度正在进一步上升。

从个股活跃度来看，12 月份成交金额排名靠前的有联讯证券、东海证券、明利仓储、海博小贷、圣泉集团、益盟股份等。

图 3：新三板市场月度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理；

图 4：新三板市场月度成交金额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

表 3：12 月份新三板成交金额排名前 50 的公司（单位：亿元）

序号	代码	简称	月度成交金额	月换手率(%)	所属行业	是否做市	序号	代码	简称	月度成交金额	月换手率(%)	所属行业
1	830899.OC	联讯证券	42.85	90.67	资本市场服务	做市	26	833979.OC	天图投资	1.25	4.45	资本市场服务
2	832970.OC	东海证券	8.31	9.15	资本市场服务	协议	27	831896.OC	思考投资	1.22	27.45	资本市场服务
3	831963.OC	明利仓储	6.00	27.07	仓储业	做市	28	833677.OC	芯能科技	1.21	13.33	电气机械和器材制造业
4	831199.OC	海博小贷	4.48	53.58	货币金融服务	协议	29	831850.OC	分豆教育	1.19	12.67	软件和信息技术服务业
5	830881.OC	圣泉集团	4.41	10.45	化学原料和化学制品制造业	做市	30	430558.OC	均信担保	1.14	10.61	商务服务业
6	832950.OC	益盟股份	3.53	4.77	软件和信息技术服务业	做市	31	830999.OC	银橙传媒	1.14	4.63	互联网和相关服务
7	833044.OC	硅谷天堂	3.38	16.53	资本市场服务	协议	32	834295.OC	虎彩印艺	1.10	33.67	印刷和记录媒介复制业
8	831850.OC	分豆教育	3.28	34.66	教育	做市	33	430208.OC	优炫软件	1.07	12.52	软件和信息技术服务业
9	832168.OC	中科招商	3.21	1.45	资本市场服务	协议	34	430087.OC	威力恒	1.07	66.01	专用设备制造业
10	833677.OC	芯能科技	3.10	49.44	电气机械和器材制造业	协议	35	430591.OC	明德生物	1.07	12.04	医药制造业
11	831379.OC	融信租赁	2.77	44.99	租赁业	做市	36	833868.OC	南京证券	1.03	2.01	资本市场服务
12	430609.OC	中磁视讯	2.51	44.39	软件和信息技术服务业	做市	37	830970.OC	艾录股份	1.01	8.94	造纸和纸制品业
13	430193.OC	微传播	2.36	39.79	软件和信息技术服务业	协议	38	430305.OC	维珍创意	1.00	8.18	软件和信息技术服务业
14	430065.OC	中海阳	2.26	20.12	电气机械和器材制造业	做市	39	430193.OC	微传播	0.98	9.73	软件和信息技术服务业
15	830999.OC	银橙传媒	2.22	9.04	互联网和相关服务	做市	40	430140.OC	新眼光	0.98	13.26	专用设备制造业

序号	代码	简称	月度成交金额	月换手率(%)	所属行业	是否做市	序号	代码	简称	月度成交金额	月换手率(%)	所属行业
16	830931.OC	仁会生物	2.15	9.81	医药制造业	做市	41	830771.OC	华灿电讯	0.97	13.24	计算机、通信和其他电子设备制造业
17	831068.OC	凌志环保	1.98	18.30	生态保护和环境治理业	做市	42	831208.OC	洁昊环保	0.96	24.62	专用设备制造业
18	430140.OC	新眼光	1.92	27.52	专用设备制造业	做市	43	830931.OC	仁会生物	0.95	4.60	医药制造业
19	430223.OC	亿童文教	1.90	10.66	教育	做市	44	830879.OC	基康仪器	0.91	14.40	仪器仪表制造业
20	430051.OC	九恒星	1.86	17.99	软件和信息技术服务业	做市	45	834019.OC	大自然	0.89	13.10	化学原料和化学制品制造业
21	430177.OC	点点客	1.83	13.47	电信、广播电视和卫星传输服务	做市	46	833266.OC	生物谷	0.88	18.39	医药制造业
22	831628.OC	西部超导	1.78	3.07	有色金属冶炼和压延加工业	做市	47	430493.OC	新成新材	0.88	25.38	非金属矿物制品业
23	834089.OC	浙商创投	1.71	28.56	其他金融业	协议	48	832800.OC	赛特斯	0.82	3.14	软件和信息技术服务业
24	832666.OC	齐鲁银行	1.70	2.27	货币金融服务	协议	49	830837.OC	古城香业	0.79	9.44	其他制造业
25	832792.OC	鹿城银行	1.68	17.77	货币金融服务	协议	50	833624.OC	维和药业	0.78	9.46	医药制造业

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。做市情况统计时间截至 2015 年 12 月 31 日

分层标准激发做市热情，股权分散度有望进一步提高

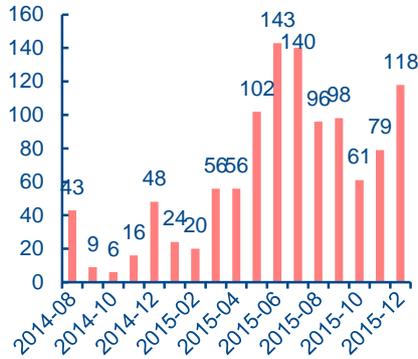
受分层标准的刺激，12 月份 118 家企业加入做市转让，415 家企业得到做市商追加做市，挂牌企业加入做市热情高涨。截止 12 月 31 日做市转让的企业达到 1115 家，12 月份新增做市转让公司家数为 118 家，较 11 月份的 79 家大幅增加，分层方案中的做市标准在一定程度上激发了挂牌企业变更做市转让的热情。从做市商追加做市的情况来看，12 月份得到做市商追加做市的挂牌企业总计有 415 家，较 11 月份的 83 家增加了 4 倍；其中 11 月份新增做市商数量较多的企业有圣泉集团、兴竹信息、九恒星、基美影业等，其新增做市商家数分别为 9 家、7 家、6 家和 6 家。

另外，由于已提交上市提示性公告，12 月份山西证券退出为华灿电讯、古城香业提供做市报价服务；国信证券退出为波斯科技、华电电气提供做市报价服务；中泰证券退出为有友食品提供做市报价服务；广州证券退出为波斯科技提供做市报价服务。12 月份多家企业提交上市辅导备案材料并接受上市辅导，截至 12 月 31 日接受上市辅导的企业已有 45 家，其中 12 月份新增 16 家：佩蒂股份（832362.OC）、麟龙股份（430515.OC）、乐普四方（831988.OC）、时代装饰（832090.OC）、禾益化学（430478.OC）、众源新材（832582.OC）、晨光电缆（834639.OC）、博拉网络（834484.OC）、中科股份（430499.OC）、华恒生物（831088.OC）、龙磁科技（832388.OC）、波斯科技（830885.OC）、谢裕大（430370.OC）、佳先股份（430489.OC）、菱湖漆（831719.OC）、淮河化工（832263.OC）。

12 月份做市板块股东总户数达 11.2 万户，平均每家企业股东户数为 97 户。做市板块股权分散度进一步提高，平均每家企业的股东户数由 11 月份的 96 户增至 97 户，而股东户数加权平均值由 2015 年 1 月份的 515 户增至 12 月底的 713 户，市场流动性持续改善。另一方面，个股在股权分散度方面的分化程度较高，截至 12 月底圣泉集团、联讯证券、九鼎集团、中海阳、联飞翔五家公司股东户数均超过 1000 户。11 月份股权分散度改善明显的挂牌企业有银橙传媒、乐普四方、安华智能、基康仪器、思考投资、百傲科技等，上述挂牌企

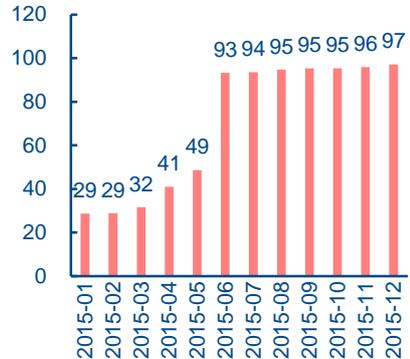
业 12 月份新增股东户数分别为 210、139、132、124、105 和 101 户，此外另有 2 家企业 12 月份新增股东户数超过 50 户。

图 5：新三板每月新增做市转让企业数



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 6：做市板块平均每家企业的股东户数



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

表 4：12 月份部分新增做市商挂牌企业一览

代码	简称	首次做市日期	12 月份新增做市商数	做市商家数 (11 月份)	12 月份成交金额(亿元)	代码	简称	首次做市日期	12 月份新增做市商数	做市商家数 (11 月份)	12 月份成交金额(亿元)
830881.OC	圣泉集团	2015-09-30	9	20	2.87	430305.OC	维珍创意	2014-08-25	3	16	1.00
430253.OC	兴竹信息	2014-08-25	7	16	0.29	830818.OC	巨峰股份	2014-08-25	3	9	0.11
430051.OC	九恒星	2014-09-10	6	22	1.35	831379.OC	融信租赁	2015-01-22	3	16	1.93
430358.OC	基美影业	2015-06-02	6	12	2.14	430505.OC	上陵牧业	2014-08-25	3	9	0.08
430366.OC	金天地	2014-12-26	5	14	0.77	830938.OC	可恩口腔	2015-04-24	3	6	0.45
430596.OC	新达通	2015-02-02	5	11	0.04	430508.OC	中视文化	2015-05-04	3	6	0.20
430318.OC	四维传媒	2014-08-25	5	14	0.46	832698.OC	青雨传媒	2015-07-03	3	12	0.54
430759.OC	凯路仕	2015-02-16	5	16	0.37	430222.OC	璟泓科技	2014-08-25	3	10	0.47
430225.OC	伊禾农品	2014-08-25	5	9	0.53	430430.OC	普滤得	2014-11-03	3	11	0.12
830866.OC	凌志软件	2014-12-12	5	12	0.56	830850.OC	万企达	2014-11-10	3	12	0.18
430618.OC	凯立德	2014-12-31	5	14	0.68	830828.OC	万绿生物	2014-12-08	3	12	0.04
430375.OC	星立方	2015-04-16	5	7	0.00	831839.OC	广达新网	2015-02-06	3	11	0.11
831601.OC	威科姆	2015-05-28	5	8	0.50	831405.OC	赞普科技	2015-03-09	3	6	0.36
831068.OC	凌志环保	2015-01-22	4	14	1.30	831031.OC	诚盟装备	2015-03-17	3	9	0.01
830958.OC	鑫庄农贷	2015-05-12	4	16	0.47	430665.OC	高衡力	2015-03-18	3	5	0.00
430208.OC	优炫软件	2014-12-25	4	14	1.07	430309.OC	易所试	2015-03-20	3	8	0.40
831988.OC	乐普四方	2015-10-27	4	12	1.69	831208.OC	洁昊环保	2015-04-02	3	6	0.96
430518.OC	嘉达早教	2014-12-02	4	17	0.67	832027.OC	智衡减振	2015-04-20	3	6	0.23
430493.OC	新成新材	2014-12-22	4	9	0.88	831083.OC	东润环能	2015-05-04	3	5	0.40
430130.OC	卡联科技	2014-08-25	4	11	0.75	430300.OC	辰光医疗	2015-05-06	3	7	0.13
430609.OC	中磁视讯	2014-08-25	4	12	2.50	831367.OC	红山河	2015-05-27	3	6	0.01
830970.OC	艾录股份	2014-11-25	4	7	1.01	831009.OC	合锐赛尔	2015-06-04	3	5	0.02
831177.OC	深冷能源	2014-12-31	4	8	0.06	430556.OC	雅达股份	2015-06-12	3	7	0.04
430463.OC	春茂股份	2015-03-27	4	8	0.06	831597.OC	苍源种植	2015-06-19	3	9	0.33
830944.OC	景尚旅业	2015-05-05	4	6	0.13	832397.OC	恒神股份	2015-06-30	3	6	0.15
430038.OC	信维科技	2015-05-19	4	6	0.06	832220.OC	海德爾	2015-08-28	3	5	0.71
831873.OC	环宇建工	2015-06-05	4	10	0.35	832491.OC	奥迪威	2015-10-12	3	6	0.44
830807.OC	恒瑞能源	2015-06-11	4	8	0.09	831284.OC	迈科智能	2015-10-20	3	5	0.44
831354.OC	话机世界	2015-06-24	4	7	0.11	833272.OC	金塔股份	2015-10-30	3	6	0.27
832149.OC	利尔达	2015-07-17	4	6	0.21						

资料来源：Wind，中信证券研究部整理



做市商做市热情大涨。12 月份，有 71 家做市商新增做市企业，其中新增做市企业数较多的做市商有广州证券、光大证券、上海证券等，上述做市商 12 月份新增做市企业数分别为 145、99、84 家。从做市商 12 月份新增做市公司家数来看，数量显著增加，做市商做市热情大涨，后续做市标的所在行业范围更为广泛。

表 5：12 月份部分做市商新增做市股票一览

做市商	12 月份新增做市股票数量	12 月新增做市股票
广州证券	145	国德医疗,中易腾达,佳音王,诚盟装备,富合科技,海德尔,阿迪克,未来宽带,苍源种植,海思堡,三扬股份,裕国股份,神元生物,大盛微电,鑫庄农贷,圣博华康,思为同飞,风华环保,银丰棉花,通利农贷,融信租赁,博硕光电,维恩贝特,展博股份,东方碳素,龙华薄膜,晶华光学,兰亭科技,尚柳园林,曙光电缆,万企达,金宇农牧,沃迪装备,凌志环保,科润智能,田野股份,赛力克,驰翔精密,智衡减振,联飞翔,思考投资,凯路仕,南达农业,赛孚制药,银音科技,辰光医疗,上海上电,卫东环保,中窑股份,信达智能,南方制药,摩德娜,百正新材,深冷能源,全密封,会友线缆,维艾普,斯达科技,耐磨科技,三祥科技,芯邦科技,皇品文化,上元堂,香塘担保,云叶股份,振华股份,威科姆,景尚旅业,环宇建工,联科股份,万绿生物,恒瑞能源,洁昊环保,红山河,巨峰股份,利策科技,领航科技,特辰科技,天原药业,万通新材,奥拓福,奥维云网,瑞德设计,华索科技,力合节能,国联股份,盈谷股份,太阳传媒,路斯股份,华特磁电,鸿辉光电,枫盛阳,中磁视讯,望变电气,金天地,北鼎晶辉,石头造,百大能源,点点客,英派瑞,均信担保,菱博电子,紫贝龙,行悦信息,基美影业,海红技术,金正方,普滤得,豪威尔,帝信通信,熊猫乳业,嘉达早教,树业环保,赛德丽,飞天通信,春茂股份,华岭股份,凯歌电子,唐人通服,中科联众,星和众工,联动设计,上陵牧业,中视文化,清畅电力,新成新材,平安力合,卡联科技,四维传媒,凯立德,德鑫物联,天阶生物,中环系统,兴竹信息,光宝联合,九恒星,圣泉集团,安华智能,新达通,金塔股份,森瑞新材,昌信农贷,润农节水,广安生物,焕鑫新材
光大证券	99	华丽包装,三人行,金凯光电,维恩贝特,根力多,天跃科技,瑞恒科技,美佳新材,智华信,吉芬设计,万企达,圆融科技,辰光医疗,首都在线,卫东环保,乐普四方,黄国粮业,可恩口腔,智冠股份,创尔生物,金鸿药业,巨正源,深冷能源,泰恩康,广达新网,威科姆,苍源种植,万绿生物,洁昊环保,德马科技,瑞可达,迈科智能,润成科技,天源环保,龙磁科技,维福特,巨立股份,盈谷股份,小白龙,中瀛鑫,巨峰股份,天劲股份,大承医疗,苏北花卉,诚盟装备,汇能精电,基康仪器,南华工业,海德尔,许继智能,精湛光电,凌志软件,波斯科技,北超伺服,骑士乳业,佳力科技,翔宇药业,方林科技,顺达智能,德源药业,企源科技,金天地,北鼎晶辉,易兰设计,雅达股份,联合水道,基美影业,箭鹿股份,微创光电,伊赛牛肉,中磁视讯,芯朋微,西部超导,优诺股份,太湖股份,大树智能,春茂股份,凯歌电子,爱可生,易所试,青雨传媒,中视文化,璟泓科技,新成新材,卡联科技,福建国航,七维航测,四维传媒,德鑫物联,东霖食品,伊禾农品,圣泉集团,新达通,财安金融,艾录股份,海龙核科,驰翔精密,欧神诺,捷世智通
上海证券	84	天香苑,卓越鸿昌,大承医疗,恒晟农贷,精英智通,建中医疗,东霖食品,商中在线,麟龙新材,话机世界,信达智能,银信农贷,创尔生物,深冷能源,索尔科技,皇品文化,海纳生物,浙江力诺,开元物业,赞普科技,有友食品,诚盟装备,利尔达,北超伺服,海通发展,万绿生物,四联智能,恒瑞能源,光维通信,金田元丰,基康仪器,中瀛鑫,深科达,迈科智能,电科电源,东研科技,鑫庄农贷,鑫鑫科技,易销科技,融信租赁,东方碳素,亨达股份,红枫种苗,平原非标,凯歌电子,中磁视讯,金天地,企源科技,点点客,均信担保,基美影业,兴竹信息,天大清源,爱科凯能,九恒星,新达通,财安金融,金塔股份,仁新科技,普滤得,星通联华,龙创设计,起航股份,熊猫乳业,上亿传媒,嘉达早教,陆海科技,广安生物,欧克精化,瑞杰塑料,攀特电陶,优炫软件,星科智能,中海阳,红豆杉,新眼光,星和众工,青雨传媒,科洋科技,差旅天下,福建国航,掌上通,七维航测,四维传媒
中泰证券	49	福建国航,凯立德,秦森园林,博宁福田,乐普四方,天丰电源,南方制药,深冷能源,索尔科技,上元堂,广达新网,宏景软件,铜都流体,凌志软件,阿尼股份,红山河,汇川科技,山大地纬,冠宇科技,锡成新材,华网智能,东方碳素,捷尚股份,克莱特,三众能源,璧合科技,基美影业,北京航峰,蓝天环保,百微科技,东亚装饰,欧神诺,伊赛牛肉,道有道,麟龙股份,嘉达早教,吴方机电,ST 复娱,海龙核科,知音文化,凯路仕,优炫软件,红豆杉,银音科技,上陵牧业,平安力合,卡联科技,银橙传媒,奥美环境
国泰君安	34	本益科技,广达新网,松科快换,特辰科技,乐普四方,华特磁电,金达莱,中晟光电,亨利技术,利尔达,许继智能,圣博华康,中源欧佳,东方碳素,保得威尔,可恩口腔,辰光医疗,捷世智通,凯路仕,方兰德,环宇建工,百微科技,伊禾农品,重钢机械,璟泓科技,易所试,春茂股份,梓潼宫,伊赛牛肉,基美影业,天地壹号,听牧肉牛,枫盛阳,金天地
兴业证券	33	伟志股份,良晋电商,乐普四方,卓越鸿昌,中晟光电,强田液压,利尔达,凌志软件,阿尼股份,光大灵曦,瑞聚股份,蓝海科技,威科姆,思考投资,本益科技,正大富通,话机世界,凯路仕,智衡减振,中捷四方,艾录股份,七色珠光,兴竹信息,凯立德,福建国航,大正医疗,大树智能,优诺股份,芯朋微,晨越建管,企源科技,洁利来,天丰电源
招商证券	32	中源智人,宏田股份,企源科技,天地壹号,麟龙股份,树业环保,天友设计,西部超导,春茂股份,易所试,卡联科技,亿童文教,九恒星,圣泉集团,财安金融,松炆资源,电通微电,七色珠光,天一生物,优炫软件,五岳鑫,新眼光,天丰电源,中冀联合,德马科技,碧沃丰,凌志环保,铭慧股份,凌志软件,融信租赁,维珍创意,璧合科技
国海证券	32	润农节水,中科联众,兴竹信息,圣泉集团,普滤得,志能祥赢,超纯环保,方林科技,雅达股份,紫贝龙,华丽包装,维珍创意,美佳新材,亨达股份,银橙传媒,凌志环保,巨峰股份,苏北花卉,鸿辉光电,亨利技术,海德尔,天开园林,吴方机电,碧沃丰,创远仪器,中维尔,川东环能,陆特能源,斯达科技,中冀联合,方兰德,七色珠光
开源证券	23	凯歌电子,捷尚股份,微传播,英派瑞,基美影业,信维科技,福慧科技,道有道,艾录股份,思考投资,新成新材,益盟股份,分豆教育,纳晶科技,索尔科技,威科姆,粤林股份,景尚旅业,事成股份,鑫辉精密,金鹏信息,亚成生物,合锐赛尔
海通证券	22	天丰电源,中天科盛,福慧科技,财安金融,丰电科技,五龙制动,上陵牧业,兴竹信息,东霖食品,圣泉集团,游戏多,永强岩土,汇智光华,晓鸣农牧,利尔达,环宇建工,凯歌电子,银信农贷,均信担保,曼恒数字,大道信通,博采网络
长江证券	22	巨立股份,川东环能,飞翼股份,金鸿药业,索尔科技,正大富通,华苏科技,奥迪威,迈科智能,鸿源科技,大承医疗,康普常青,赞普科技,泰通科技,高衡力,企源科技,凯歌电子,合胜科技,海能仪器,道有道,差旅天下,华网智能
天风证券	21	佳力科技,鑫庄农贷,曼恒数字,泰通科技,腾冉电气,金宇农牧,万企达,有友食品,海航冷链,阿尼股份,恒瑞能源,红山河,光维通信,良晋电商,天丰电源,大道信通,昌信农贷,亿丰洁净,彩讯科技,晨越建管,合胜科技
中投证券	20	天润科技,天一生物,欧克精化,五岳鑫,久日新材,青雨传媒,四维传媒,凯立德,本益科技,凌志软件,东研科技,维珍创意,铜牛信息,亿童文教,兴竹信息,东霖食品,石头造,金达莱,超纯环保,金天地

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

新三板整体估值水平有所回落

两板块估值水平有回落，做市板块较协议板块估值溢价 12%。2350 家具有市值的统计样本显示，截止 2016 年 1 月 8 日，新三板整体 PE (TTM,整体法) (含协议和做市) 为 32.22 倍，其中做市板块和协议板块的估值水平分别为 34.01 和 30.44 倍。

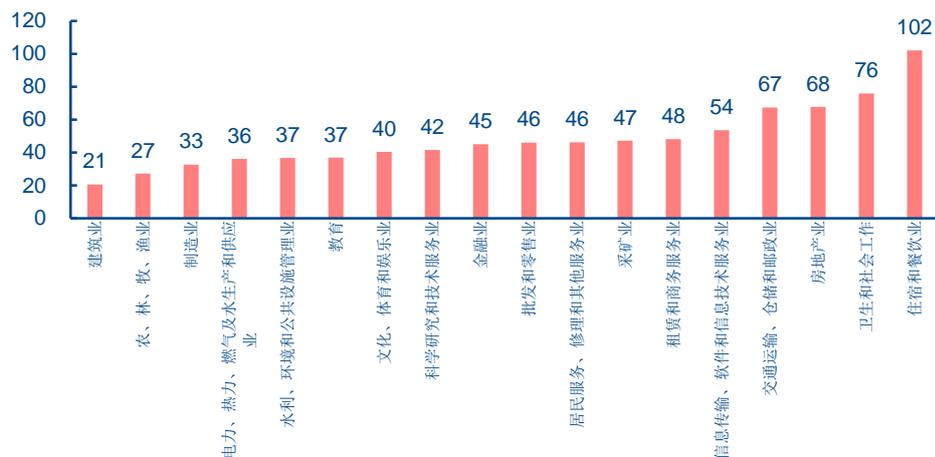
图 7：新三板各板块市盈率(TTM)



资料来源：Wind，中信证券研究部整理，取 2016 年 1 月 8 日数据。

行业估值比较。从证监会门类行业来看，截至 2016 年 1 月 8 日，新三板制造业、信息传输软件和信息技术服务业、教育、金融、水利环境和公共设施管理业的 PE(TTM, 整体法) 分别为 33 倍、54 倍、37 倍、45 倍、37 倍，住宿和餐饮业市盈率由上个月的 108 倍回落至 102 倍，其他行业市盈率均保持相对稳定。从大类行业来看，软件和信息技术服务业、专用设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、化学原料和化学制品制造业、通用设备制造业等主要行业的估值水平分别为 47 倍、42 倍、40 倍、38 倍、32 倍和 36 倍，较上个月保持稳定。在新三板 64 个可比的大类行业中，做市板块相对协议板块存在溢价的行业有 25 个，较 11 月份同期水平略有减少。医药制造业、互联网相关服务等行业中，做市板块相对协议板块的溢价率分别为 63.91%和 62.93%，而在软件和信息技术服务业、计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业等行业中，做市板块相对协议板块均存在明显折价。

图 8：新三板各行业 PE (TTM；单位：倍)



资料来源：Wind，中信证券研究部整理注：取 2016 年 1 月 8 日数据，行业分类标准为证监会门类行业。

表 6：新三板行业估值比较

行业	PE(TTM)	统计样本数	行业	PE(TTM)	统计样本数
软件和信息技术服务业	46.72	373	专业技术服务业	33.54	55
专用设备制造业	42.38	156	非金属矿物制品业	27.71	49
计算机、通信和其他电子设备制造业	40.19	138	批发业	33.21	39
电气机械和器材制造业	38.14	134	金属制品业	23.58	37
化学原料和化学制品制造业	32.30	120	土木工程建筑业	17.70	35
通用设备制造业	36.08	109	橡胶和塑料制品业	36.04	34
仪器仪表制造业	29.73	73	农副食品加工业	20.34	33
互联网和相关服务	86.91	66	农业	26.51	30
医药制造业	34.64	63	汽车制造业	19.42	29
商务服务业	50.80	61	零售业	57.16	27

资料来源：Wind，中信证券研究部整理注：取 2016 年 1 月 8 日数据，行业分类标准为证监会大类行业

表 7：新三板各行业在做市板块和协议板块的估值比较

行业	协议板块 PE	做市板块 PE	做市板块溢价	协议板块样本数	做市板块样本数
软件和信息技术服务业	61.42	41.28	-32.80%	174	199
计算机、通信和其他电子设备制造业	82.02	31.32	-61.82%	60	78
专用设备制造业	65.50	29.66	-54.72%	82	74
化学原料和化学制品制造业	38.38	29.29	-23.69%	55	65
电气机械和器材制造业	68.19	27.69	-59.39%	70	64
通用设备制造业	68.92	25.29	-63.30%	49	60
仪器仪表制造业	35.78	27.16	-24.09%	28	45
商务服务业	74.92	44.52	-40.58%	23	38
医药制造业	27.88	45.70	63.91%	29	34
互联网和相关服务	68.93	112.31	62.93%	34	32

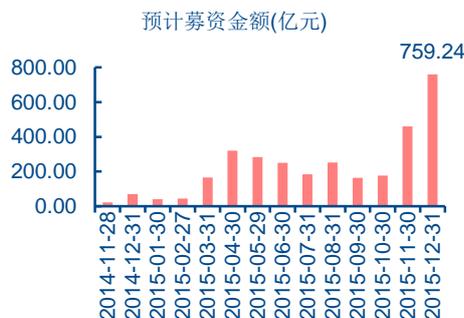
资料来源：Wind，中信证券研究部整理注：取 2016 年 1 月 8 日数据，行业分类标准为证监会大类行业

新三板一级市场月度回顾

月度拟融资额再创新高，实际融资额大幅回落

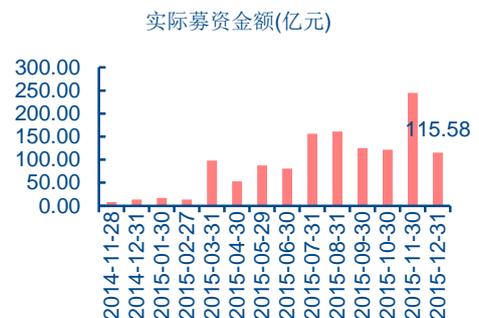
新三板 12 月份拟募集资金 759 亿元。12 月份新三板总计 519 家挂牌企业公布了 528 项增发预案，预计募资金额高达 759 亿元，再创新高，约为 11 月份拟募资金额 460 亿元的 1.6 倍；12 月份定增实际完成金额合计达 116 亿元，较 11 月份 245 亿元的水平大幅回落。新三板市场的实际募资效率（最近十二月实际融资金额/最近十二月预计募资金额）自 5 月份降至年内最低点以来持续稳步回升，12 月份募资效率结束上涨趋势，较 11 月份的 48.7% 回落 7.6 个百分点为 41.1%。

图 9：新三板每月预计募资金额（亿元）



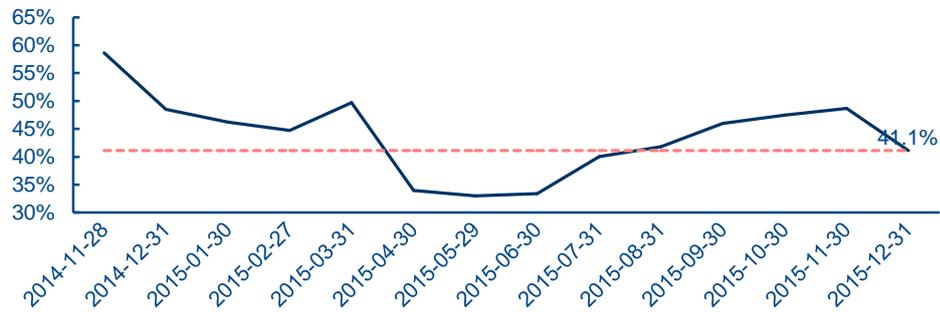
资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 10：新三板实际募资金额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 11：新三板实际募资效率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理注：实际募资效率=最近十二月实际融资金额/最近十二月预计募资金额

金融行业实际募资金额最高。从各行业实际募资情况来看，金融行业实际融资金额最高，天图投资、拥湾资产分别募资 11.97 亿元和 0.48 亿元，合计达 12.45 亿元。除金融业外，软件和信息技术服务业、商务服务业、广播、电视、电影和影视录音制作业、计算机、通信和其他电子设备制造业等新三板主要行业实际募资金额也较高，分别为 11.13 亿元、8.46 亿元、6.34 亿元和 6.24 亿元。

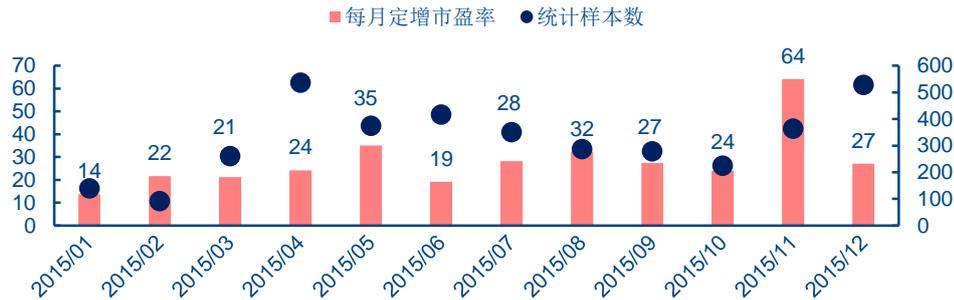
表 8：12 月份新三板各行业实际募资金额（亿元）

行业	实际募资金额	统计样本数	行业	实际募资金额	统计样本数
资本市场服务	12.45	2	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.81	1.00
软件和信息技术服务业	11.13	53	货币金融服务	0.80	1.00
商务服务业	8.46	11	酒、饮料和精制茶制造业	0.80	1.00
广播、电视、电影和影视录音制作业	6.34	3	住宿业	0.80	1.00
计算机、通信和其他电子设备制造业	6.24	23	房屋建筑业	0.79	1.00
电气机械和器材制造业	6.21	15	有色金属冶炼和压延加工业	0.74	1.00
专用设备制造业	5.50	20	公共设施管理业	0.67	2.00
非金属矿物制品业	4.33	9	研究和试验发展	0.65	2.00
仪器仪表制造业	4.09	13	燃气生产和供应业	0.65	1.00
化学原料和化学制品制造业	3.82	14	汽车制造业	0.52	5.00
医药制造业	3.81	6	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.44	1.00
批发业	3.67	9	石油加工、炼焦和核燃料加工业	0.39	1.00
互联网和相关服务	3.23	10	食品制造业	0.38	2.00
管道运输业	3.00	1	装卸搬运和运输代理业	0.34	2.00
电力、热力生产和供应业	2.60	2	卫生	0.33	1.00
专业技术服务业	2.21	13	废弃资源综合利用业	0.29	1.00
零售业	2.20	5	金属制品业	0.22	2.00
橡胶和塑料制品业	2.08	8	房地产业	0.22	2.00
农业	2.01	7	水上运输业	0.20	1.00
通用设备制造业	1.94	13	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	0.19	2.00
生态保护和环境治理业	1.91	7	印刷和记录媒介复制业	0.18	2.00
科技推广和应用服务业	1.65	6	电信、广播电视和卫星传输服务	0.13	2.00
造纸和纸制品业	1.56	2	水的生产和供应业	0.11	1.00
土木工程建筑业	1.30	3	新闻和出版业	0.10	1.00
农副食品加工业	1.26	4	保险业	0.08	1.00
畜牧业	0.90	3	纺织业	0.07	1.00
建筑装饰和其他建筑业	0.88	2	建筑安装业	0.05	1.00

资料来源：Wind，中信证券研究部整理注：行业分类标准为三板管理型大类行业

新三板一级市场整体拟增发市盈率下降。12 月份，新三板一级市场整体拟定增市盈率为 27 倍，较 11 月份的 64 倍明显回落。各主要行业方面，制造业 253 家挂牌企业在一级市场的拟定增市盈率为 24 倍，低于 11 月份的 27 倍；信息传输、软件和信息技术服务业 112 家挂牌企业的拟定增市盈率为 47 倍，较 10 月份 78 倍同样也有所回落。另一方面，12 月份完成定增的企业实际增发市盈率较 11 月份增减不一，其中软件和信息技术服务业为 23 倍（11 月份为 28 倍），计算机、通信和其他电子设备制造业为 23 倍（11 月份为 46 倍），而医药制造业为 44 倍（11 月份为 20 倍），互联网和相关服务业为 40 倍（11 月为 38 倍）。

图 12：新三板定增预案 PE(TTM，整体法)



资料来源：Wind，中信证券研究部整理注：定增市盈率=定增价格*定增前总股本/归母净利润（TTM）。剔除无有效增发价格的企业。

表 9：新三板 12 月份一级市场按定增预案计算的各行业市盈率

行业	定增市盈率	统计样本数
制造业	24.09	253
信息传输、软件和信息技术服务业	47.40	112
科学研究和技术服务业	20.71	28
租赁和商务服务业	36.47	25
文化、体育和娱乐业	22.41	20
批发和零售业	21.64	19
建筑业	14.79	16
农、林、牧、渔业	20.28	14
金融业	47.34	8
电力、热力、燃气及水生产和供应业	42.58	7
水利、环境和公共设施管理业	10.77	7
交通运输、仓储和邮政业	42.91	5
居民服务、修理和其他服务业	40.83	4
卫生和社会工作	38.26	3
房地产业	17.41	2
住宿和餐饮业	1.76	2
采矿业	13.94	1
教育	14.81	1

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。注：定增市盈率=定增价格*定增前总股本/归母净利润（TTM）。剔除金融业净利润为负值的好买财富，其净利润（TTM）为-0.15 亿元。

表 10：新三板 12 月份一级市场按定增实施计算的各行业市盈率

行业	定增市盈率	样本数	行业	定增市盈率	样本数
软件和信息技术服务业	23.38	47	公共设施管理业	36.63	2
计算机、通信和其他电子设备制造业	23.49	23	建筑装饰和其他建筑业	22.37	2
专用设备制造业	21.71	17	金属制品业	19.48	2
电气机械和器材制造业	30.99	14	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	18.33	2
专业技术服务业	20.16	13	食品制造业	17.27	2
化学原料和化学制品制造业	27.55	12	印刷和记录媒介复制业	4.90	2
仪器仪表制造业	23.30	12	造纸和纸制品业	31.35	2

行业	定增市盈率	样本数	行业	定增市盈率	样本数
商务服务业	147.06	11	装卸搬运和运输代理业	10.05	2
通用设备制造业	23.84	10	资本市场服务	145.30	2
互联网和相关服务	40.06	9	保险业	14.71	1
批发业	20.64	9	房屋建筑业	10.64	1
非金属矿物制品业	22.24	8	废弃资源综合利用业	10.28	1
橡胶和塑料制品业	20.97	8	管道运输业	17.36	1
生态保护和环境治理业	24.84	7	货币金融服务	21.51	1
农业	24.92	6	酒、饮料和精制茶制造业	25.88	1
汽车制造业	15.55	5	燃气生产和供应业	7.34	1
医药制造业	44.39	5	石油加工、炼焦和核燃料加工业	182.39	1
科技推广和应用服务业	30.39	4	水上运输业	16.00	1
零售业	15.36	4	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	29.85	1
农副食品加工业	12.68	4	卫生	52.06	1
畜牧业	26.09	3	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	14.61	1
广播、电视、电影和影视录音制作业	32.26	3	新闻和出版业	89.72	1
土木工程建筑业	16.53	3	研究和试验发展	2.60	1
电力、热力生产和供应业	36.56	2	有色金属冶炼和压延加工业	17.80	1
电信、广播电视和卫星传输服务	6.41	2	住宿业	88.12	1
房地产业	32.55	2	合计		277

资料来源：Wind，中信证券研究部整理注：已剔除 12 月份完成定向增发的企业中净利润（TTM）为负值的企业。

做市商成本跟踪测算

做市商获取库存股的平均成本大致为 20.2 倍 PE（TTM）。我们统计了 2528 例企业（已剔除尚无有效交易数据的事项）向做市商转让股票的行为，估算的数据显示做市商获取库存股的平均成本大致为 20.2 倍 PE（TTM），相较于 9 月份的 14.2 倍有明显提升，这表明随着新三板交易制度构建的稳步推进，市场估值中枢出现明显抬升。

表 11：做市商库存股获取成本估算（按行业）

证监会门类行业	净利润（TTM，亿元）	总市值	PE	样本数
制造业	255.62	4734.40	18.52	1302
信息传输、软件和信息技术服务业	87.11	2309.60	26.51	553
建筑业	40.89	476.95	11.66	122
科学研究和技术服务业	18.77	390.70	20.81	98
租赁和商务服务业	24.45	549.74	22.48	95
批发和零售业	14.19	401.68	28.31	77
农、林、牧、渔业	24.77	330.09	13.33	73
文化、体育和娱乐业	15.30	305.64	19.98	59
金融业	59.68	1135.70	19.03	51
房地产业	4.10	114.29	27.88	21
交通运输、仓储和邮政业	2.59	257.88	99.42	21
水利、环境和公共设施管理业	2.64	47.49	18.02	20
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2.31	70.82	30.69	18
采矿业	1.42	33.92	23.93	7
教育	2.67	71.20	26.65	4
卫生和社会工作	0.25	8.20	33.28	4
居民服务、修理和其他服务业	0.39	9.74	24.89	3
合计	557.13	11248.03	20.19	2528

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。已剔除尚无有效交易数据的事项。

表 12：做市商库存股获取成本估算（按做市商）

做市商	净利润 (TTM, 亿元)	总市值	PE	样本数	做市商	净利润 (TTM, 亿元)	总市值	PE	样本数
中泰证券	26.28	529.75	20.16	134.00	九州证券	5.18	144.12	27.80	22
兴业证券	22.81	404.61	17.74	98.00	联讯证券	3.71	70.14	18.89	22
广发证券	21.30	439.62	20.64	91.00	财通证券	2.44	61.55	25.23	20
国信证券	25.28	462.03	18.28	85.00	东兴证券	6.41	121.13	18.90	19
上海证券	18.95	331.71	17.51	84.00	首创证券	3.81	66.14	17.36	19
申万宏源	18.95	450.89	23.79	81.00	财达证券	7.21	113.12	15.70	18
安信证券	13.16	235.12	17.87	71.00	平安证券	5.45	76.84	14.11	17
东方证券	22.97	609.33	26.53	71.00	信达证券	4.80	90.94	18.94	17
光大证券	15.08	259.13	17.18	70.00	国都证券	5.07	69.35	13.69	15
中原证券	15.76	282.61	17.94	69.00	西部证券	3.28	61.21	18.69	15
广州证券	14.11	215.20	15.25	67.00	国联证券	1.66	26.40	15.92	14
长江证券	12.27	182.69	14.88	64.00	开源证券	1.75	95.84	54.70	14
国泰君安	17.06	325.17	19.06	63.00	民生证券	2.62	52.71	20.12	14
天风证券	14.49	327.93	22.64	63.00	东海证券	2.48	52.56	21.20	13
海通证券	13.93	299.64	21.50	59.00	西南证券	2.03	49.34	24.34	13
万联证券	8.47	191.14	22.56	56.00	国元证券	1.15	29.56	25.65	12
东吴证券	9.85	149.69	15.20	51.00	国金证券	3.87	42.69	11.04	11
中山证券	8.23	158.33	19.23	51.00	江海证券	4.75	77.86	16.40	11
东莞证券	12.01	180.55	15.04	50.00	德邦证券	1.82	48.81	26.89	10
华安证券	9.84	215.54	21.90	50.00	红塔证券	3.16	40.87	12.93	10
华福证券	6.16	146.83	23.84	49.00	华创证券	0.50	20.21	40.26	10
山西证券	6.32	112.49	17.79	49.00	新时代证券	2.16	35.19	16.31	10
中信证券	15.65	300.88	19.22	49.00	长城证券	2.22	37.66	16.98	9
华融证券	11.75	253.52	21.57	47.00	国盛证券	1.01	16.91	16.77	8
中投证券	10.85	200.58	18.49	46.00	英大证券	0.64	166.33	258.76	7
世纪证券	7.10	142.31	20.05	42.00	中金公司	1.65	36.23	21.96	7
招商证券	13.42	253.48	18.88	42.00	大通证券	0.64	14.05	22.02	5
中信建投	7.33	298.99	40.79	42.00	日信证券	1.34	110.88	82.68	5
东北证券	4.48	130.71	29.15	36.00	川财证券	0.67	15.50	23.30	3
太平洋	7.07	139.32	19.71	36.00	华林证券	-0.02	17.50	-731.26	3
南京证券	4.57	67.81	14.84	28.00	华龙证券	1.66	24.28	14.63	3
金元证券	7.13	110.83	15.54	26.00	民族证券	0.04	6.03	166.10	3
中银国际 证券	4.46	75.65	16.97	26.00	爱建证券	0.85	6.88	8.14	2
财富证券	4.10	71.47	17.43	25.00	第一创业	-0.27	7.48	-27.61	2
华泰证券	6.64	95.09	14.32	25.00	湘财证券	-0.80	4.05	-5.08	2
浙商证券	4.51	68.61	15.22	25.00	中航证券	0.26	3.76	14.28	2
方正证券	3.23	71.83	22.25	24.00	渤海证券	0.10	1.73	17.07	1
国海证券	5.07	69.29	13.65	24.00	国开证券	0.17	6.06	35.69	1
银河证券	4.20	88.04	20.96	24.00	宏信证券	0.08	1.84	24.04	1
恒泰证券	7.02	222.17	31.63	22.00	华金证券	0.08	2.13	25.41	1
华鑫证券	9.67	151.63	15.69	22.00	合计	557.13	11248.03	20.19	2528

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。已剔除尚无有效交易数据的事项。

新三板公司股权获主板公司青睐

世纪佳缘收购百合网。12 月份涉及到新三板的股权交易事件总计有 42 例，累计交易金额约 86 亿元（除去尚无有效数据的交易事项）。其中新三板公司作为交易标的方的案件 38 例，包括主板公司电广传媒作价 4 亿元收购华图教育 4.55% 股权，宏盛科技作价 16 亿元以 27 倍的市盈率收购文旅科技 100% 股权，以及共达电声作价 41.2 亿元收购乐华文化 100% 股权和乐华文化 100% 股权。此外，新三板企业百合网收购世纪佳缘，交易金额合计 2.5 亿美元；江川金融以 4050 万元收购江川小贷 30% 股权等。

表 13: 12 月份新三板挂牌企业作为交易买方发生的并购事件

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	标的方 PE	标的方 PB	交易总价值 (万元)	最新进度
2015-12-17	山东锐驰 51%股权	恒基股份 (834151.OC)	机械	--	7.97	3,730.14	完成
2015-12-07	世纪佳缘	百合网 (834214.OC)	互联网软件与服务	--	--	25,000.00 (美元)	进行中
2015-12-03	江川小贷 30%股权	江川金融 (834096.OC)	金融	--	--	4,050.00	进行中
2015-12-02	银统金融 5%股权	棠棣信息 (833777.OC)	金融	--	--	200.00	进行中

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

表 14: 12 月份新三板挂牌企业作为交易标的发生的并购事件

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	标的方 PE	标的方 PB	交易总价值 (万元)	最新进度
2015-12-28	华图教育 4.55%股权	电广传媒(000917.SZ)	教育服务	87.78	--	40,000.00	董事会预案
2015-12-24	东方誉源 12.87%股权	--	农产品	--	--	--	完成
2015-12-23	知音文化 2.87%股权	广州珠江钢琴文化教育投资有限公司	休闲用品	22.53	3.22	720.00	董事会预案
2015-12-19	盖娅互娱部分股权	万盛股份(603010.SH)	工业机械	--	--	1,000.00	签署转让协议
2015-12-16	固德电材 3.47%股权	--	基础化工	--	--	--	完成
2015-12-16	振源电气 0.45%股权	--	电气部件与设备	--	--	--	完成
2015-12-15	速原中天 1.58%股权	黄振华	工业机械	--	--	--	完成
2015-12-15	银花股份 10%股权	前海宏梦	农产品	5.46	0.86	150.00	完成
2015-12-15	大富装饰 0.05%股权	孙运峰	调查和咨询服务	--	--	--	完成
2015-12-15	远航合金 5%股权	--	金属非金属	6.76	1.05	862.50	完成
2015-12-15	永拓咨询 1.53%股权	嘉通股权	调查和咨询服务	--	--	--	完成
2015-12-15	差旅天下 0.26%股权	共翔投资	综合支持服务	--	--	--	完成
2015-12-15	联海通信 0.09%股权	--	通信设备	--	--	--	完成
2015-12-15	创一佳 1.15%股权	--	建筑与工程	--	--	--	完成
2015-12-15	中标节能 2.174%股权	陈希	环境与设施服务	--	--	--	完成
2015-12-15	文旅科技 100%股权	宏盛科技(600817.SH)	休闲设施	27.05	--	160,000.00	董事会预案
2015-12-15	泓利股份 1.36%股权	--	个人用品	--	--	--	完成
2015-12-15	鑫融基 0.91%股权	--	其他多元金融服务	--	--	--	完成
2015-12-15	泰可电气 4.77%股权	--	电气部件与设备	--	--	--	完成
2015-12-14	慧图科技 300 万股	青龙管业(002457.SZ)	互联网软件与服务	--	--	2,100.00	董事会预案
2015-12-10	益阳佳华 100%股权; 金塔集团 4.38%股权	大北农(002385.SZ)	食品加工与肉类	--/20.49	12.47/2.06	8,841.00	董事会预案
2015-12-09	东海证券 4.79%股权	吉恩镍业 (600432.SH,600432.SH)	投资银行业与经纪业	8.1	0.8714	35,680.00	董事会预案
2015-12-07	智途科技 40%股权; 杭州清普 70%股权	银江股份(300020.SZ)	互联网软件与服务, 信息科技咨询与其它服务	--/91.41	7.26/4.26	29,800.00	董事会预案
2015-12-05	春天融和 100%股权; 乐华文化 100%股权	共达电声(002655.SZ)	电影与娱乐	37.16/74.09	4.43/--	412,000.00	董事会预案
2015-12-03	博玺电气 56%股权	中来股份(300393.SZ)	电气部件与设备	--	5.26	6,440.00	董事会预案
2015-12-02	赛浪股份 0.34%股权	--	综合支持服务	--	--	--	完成
2015-12-02	熊猫乳业 5.45%股权	--	食品加工与肉类	--	--	--	完成
2015-12-02	华邦云 1.19%股权	赵娟	互联网软件与服务	--	--	--	完成
2015-12-02	腾瑞明 13.70%股权	郭杰; 曼能资产	互联网零售	--	--	--	完成
2015-12-02	群雁信息 2.09%股权	黄勇	信息科技咨询与其它服务	--	--	29.50	完成
2015-12-01	卓越鸿昌 3.47%股权	富博投资	工业机械	--	--	--	完成
2015-12-01	英诺尔 9%股权	--	电子设备和仪器	12.5	0.9556	495.00	完成
2015-12-01	汇能科技 28.18%股权	张小悦	互联网软件与服务	3.56	0.6715	224.01	完成
2015-12-01	司珈尔 1.3%股权	云南司珈尔经贸有限公司	林木产品	--	--	--	完成
2015-12-01	圣博华康 1.09%股权	--	调查和咨询服务	72.12	3.57	299.40	完成

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	标的方 PE	标的方 PB	交易总价值 (万元)	最新进度
2015-12-01	东霖食品 2.5688% 股权	--	食品加工与肉类	--	--	--	完成
2015-12-01	瑞达恩 6% 股权	--	航天航空与国防	--	--	--	完成
2015-12-01	汇元科技 3.3163% 股份	--	信息技术咨询与其它服务	--	--	--	完成

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理.截至 12 月 31 日.

风险提示:

宏观经济下行引发小微企业经营困难, 新三板市场交易制度改革慢于预期

12 月份新增挂牌精选股票池

三大投资策略, 精选 23 家新增挂牌企业。12 月份新三板新增挂牌企业总计 746 家。我们根据高景气行业、符合创新层财务标准和强势股东三大投资策略, 从中筛选出 23 家企业供投资者参考, 建议关注的标的包括但不限于文化科技主题公园供应商华强文化以及话剧第一股开心麻花等。

表 15: 新三板 12 月份新增挂牌企业精选策略股票池

证券代码	名称	总股本	2014 营业收入		2014 净利润		行业	主营业务
			规模	YOY	规模	YOY		
834777.OC	中投保	45.00	1477.76	20.56	131.97	-58.64	金融	公司主要业务为担保业务, 包括融资性担保、金融担保和履约类担保等。
834397.OC	新安金融	19.00	1223.63	12.49	604.95	5.61	金融	金融投资、股权投资、投资管理、咨询服务。
834678.OC	东方网	8.57	531.07	14.54	27.49	2.03	非日常生活消费品	提供互联网媒体服务业务、信息技术服务业务、智慧城市、商贸服务等。
835092.OC	钢银电商	6.42	7368.04	438.55	-17.93	-377.99	信息技术	公司主营业务为钢铁现货交易电子商务服务。公司通过运营第三方平台——钢银平台 (www.banksteel.com) 为钢铁行业上下游企业提供一揽子电子商务解决方案, 包括撮合交易和寄售交易等钢铁现货交易服务, 并且通过钢银平台及战略合作伙伴为客户提供支付结算、仓储、物流等一系列增值服务
834899.OC	恒大文化	6.00	135.95	66.44	877.25	797.59	非日常生活消费品	电影制作及衍生业务, 电视剧制作及衍生业务。
834793.OC	华强文化	4.00	2354.42	7.87	711.39	-1.48	非日常生活消费品	文化内容产品及服务与文化科技主题公园
834592.OC	一乘股份	2.00	290.26	191.64	27.00	187.80	非日常生活消费品	普通机动车驾驶员培训
835281.OC	翰林汇	1.30	13578.26	9.00	238.95	7.87	信息技术	IT 产品的销售服务业务, 致力于于国内外知名 IT 厂商提供笔记本电脑、台式电脑、移动互联网产品及其配件的销售及相关的物流、金融等增值服务
835152.OC	未来国际	1.23	327.09	14.40	42.90	-9.22	信息技术	大数据云服务业务、系统集成业务和软件开发业务。
834909.OC	汉氏联合	1.09	57.46	50.54	-14.64	10.18	医疗保健	胎盘干细胞采集和存储服务、干细胞相关美容抗衰老产品和干细胞药物研发
835188.OC	景域文化	0.90	1396.50	98.28	-159.37	-131.01	非日常生活消费品	公司的主营业务包括线上和线下两大板块, 其中线上业务以旅游产品在线销售为主, 拥有门票、目的地游、国内游、出境游及商旅综合在内的多种业务; 线下业务主要包括旅游规划、旅游营销及景区运营
834712.OC	掌上明珠	0.86	108.12	-13.47	40.19	-7.50	信息技术	手机网络游戏的研发、运营和发行
834818.OC	蓝海之略	0.76	500.32	13.20	50.97	4.42	医疗保健	医院科室综合能力建设服务
834647.OC	若羽臣	0.75	112.23	222.56	4.36	253.96	信息技术	作为全球品牌电子商务综合服务商, 通过品牌



证券代码	名称	营业收入	净利润	毛利率	净资产收益率	每股收益	行业	业务描述
834420.OC	云田股份	0.60	936.84	98.96	7.24	-76.71	非日常生活消费品	和产品形象重塑以及精细化运营,为品牌客户提供互联网整合营销、店铺运营、客户服务、仓储配送等全方位电子商务综合服务。
834880.OC	泰华智慧	0.53	204.38	6.22	32.08	160.65	信息科技	以商超柜台、实体店以及网上商城为载体,从事手机、电脑、平板等智能电子产品的连锁销售。专注于智慧城市业务,提供智慧城市整体咨询规划与集成服务的同时,提供城市基础设施领域的产品与解决方案
834498.OC	易简广告	0.50	62.26	28.14	20.12	48.11	信息科技	主要从事移动互联网业务,主要为移动互联网广告业务。
834722.OC	赛科科技	0.50	209.11	26.07	2.50	-69.37	信息科技	广电、电信、互联网端到端解决方案的软件开发、核心配件产品和整机销售、技术服务。
834841.OC	远传技术	0.50	138.95	52.53	24.32	53.96	信息科技	客服中心软件研发、销售;为客户提供客服中心整体解决方案并提供呼叫中心运营外包服务
835099.OC	开心麻花	0.43	150.45	27.69	39.16	11.73	非日常生活消费品	公司主要从事舞台剧、音乐剧以及儿童剧的创作、编排和演出,同时从事演出剧目的衍生业务,如电影及网络剧的制作等。
834805.OC	雷讯网络	0.40	98.56	95.16	20.92	132.80	信息科技	导购电子商务和移动互联网与增值业务
834645.OC	心游科技	0.30	46.23	20.19	14.34	313.01	信息科技	移动网络游戏、客户端网络游戏的研发与发行
834998.OC	华强电商	0.24	245.22	44.26	6.72	338.72	信息科技	公司专业打造电子商务渠道服务体系,承接品牌厂商的电子商务供应链外包,协助品牌厂商开发及管理电子商务销售渠道,建立电子商务分销和零售管理体系,打造电子商务综合服务平台。主营业务是产品网络分销(含淘宝分销、B2B2C 分销、代发)、网络零售等电子商务综合服务。

资料来源:Wind, 中信证券研究部整理。注:数据截至 2015 年 12 月 31 日,行业分类标准为 GICS 一级行业。总股本单位为亿元,营收及净利润规模单位为百万元, YOY 单位为%。

表 16: 新三板 12 月份新增挂牌企业精选股票池之各公司竞争优势

证券代码	名称	竞争优势
834777.OC	中投保	中投保公司是国内首家全国性专业担保机构。经过 22 年的发展,中投保公司基本完成了国家赋予的特例试办、创建担保行业的历史任务,并在构建体系、推动立法、实践担保业务模式、促进社会信用文化建设等方面,做出了积极贡献。中投保公司于 1998 年加入世界三大担保联盟之一的泛美担保协会(PASA),随后于 2006 年和 2009 年分别加入美国保证与忠诚保证协会(SFAA)、国际信用保险和保证协会(ICISA)。长期以来,公司积极发挥中国担保行业国际交流的主渠道和主窗口作用,协助监管机构、同业机构开展国际交流。作为全国担保行业的龙头企业,中投保公司是国内成立时间最早、业务规模最大、产品品种最丰富、综合实力最强的担保公司之一,在业界具有良好形象和广泛影响力。近年来,面对复杂的外部环境和形势,公司主动应对环境变化,通过适时调整经营策略、积极加强风险处置、加快推进转型升级等方式,实现主营业务持续稳定增长,资产规模、经营收入、业务规模均屡创新高:截至 2015 年 6 月末,公司总资产达 110.44 亿元、净资产 63.12 亿元;2015 年 1-6 月,公司实现营业收入 6.17 亿元、利润总额 3.39 亿元。
834397.OC	新安金融	新安金融注册资本为 19 亿元,由南翔万商(安徽)物流产业股份有限公司、安徽省铁路建设投资基金有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司(A 股和 H 股上市公司)、芜湖市建设投资有限公司等 11 家省内知名国有和民营企业合资组建而成。小额贷款公司在 2014 年被东方金诚国际信用评估有限公司评为 AAA 级最高评级,说明了公司良好的经营环境和风险控制,对公司业务开展和业务种类扩充有积极影响。
834678.OC	东方网	东方网是一家由国务院确定的地方重点新闻网站,目前,东方网已经成为上海市信息量最大的新闻发布平台、最贴近上海市民的社区互动平台和最融入上海民生的生活资讯平台。2013 年度、2014 年度,东方网作为唯一的上海新闻网站与人民网、新华网、央视国际 3 家全国新闻网站入选中国互联网企业 100 强名单。同时,公司拥有较为完善的线上线下立体信息服务能力和贴近上海市民的系统民生服务能力,已成为以互联网新媒体为基础的综合服务提供商。根据 ChinaRank 的统计,东方网在新闻网站中排名第 9 位,近三个月独立访问人数为 5,075/百万人,人均页面浏览量为 6.5 页。同时,公司具有强大的股东背景和资源有事。公司作为上海国资委直接控股的上海市重点新闻网站,也是上海市宣传部门直属的重要信息媒体平台,充分利用作为国有媒体在文化监管、舆论导向、政策宣传、渠道资源、品牌影响力等方面的天然优势。同时,公司股东还包括东方明珠、上海教育电视台、青年报社、劳动报社等上海市文化媒体综合平台以及人民网在内的国内综合性新闻平台。
835092.OC	钢银电商	公司控股股东上海钢联深耕钢铁资讯行业 15 年,积累了丰富的钢铁上下游客户和资讯信息,建立起了良好的行业口碑以及品牌优势,并致力于建设完整的大宗商品电商生态体系。公司目前已经搭建了网上商城(钢银平台)、POP 管理系统、ERP 系统、风控及监管平台等产品和功能模块,并根据市场及用户反馈持续、快速地迭代开发更新。自 2013 年 11 月正式上线以来,平台日成交量不断创新高,2015 年上半年成交量报收 845.37 万吨,按 120 个交易日计算,日均成交量超过 7 万吨。其中,2015 年上半年寄售交易量达 391.67 万吨,自 2014 年 2 季度寄售交易推出以来的季度复合增长率达 177.56%。公司具有较强的渠道优势。
834899.OC	恒大文化	恒大集团是集民生住宅、文化旅游、快消、健康及体育为一体的企业集团。总资产 4745 亿,员工 8 万人。公司通过高标准、适度超前的人才引入机制和科学、完善的内部培养机制储备了大量优秀人才,其中,国内名牌大学本科及以上学历人员占员工总数的 40%,10 年以上行业从业经验的专业人才超过 200 名,占 25%,团队平均年龄 27.5 岁,年轻有朝气。公司是国内目前国内少有的将院线、音乐、影视、经纪、发行、动漫六大业务板块有效整合的集团化企业,覆盖整个文化产业链的上、中、下游。恒大集团是中国在建工程量最大、进入省会城市最多、城市布局最广、销售面积最多、中国土地储备最大的龙头房企,规模全国第一。目前,已在全国设立 24 家分公司(地区公司),在全国 150 多个主要城市拥有大型项目 300 多个,覆盖除台湾以外的国内全部省份。
834793.OC	华强文化	公司通过实施文化与科技融合的战略,公司形成了以创意设计为龙头,以特种电影、动漫产品、主题演艺、影视出品、文化衍生品、文化科技主题公园为主要内容的互为上下游、优势互补的全产业链。公司的动画作品已经累计出口近 20 万分钟,覆盖美国、意大利、俄罗斯等 100 多个国家和地区,部分作品进入 Nickelodeon、Disney 频道等国际主流媒体。报告期内,公司《熊出没》、《熊出没之环球大冒险》、《熊出没之丛林总动员》、《小鸡不好惹》、《十二生肖闯江湖》、《出发吧!鲁奇》等代表作品在中央少儿频道及卫视频道多轮播出,取得了良好的收视率和市场知



证券代码	名称	竞争优势
834592.OC	一乘股份	<p>名度。其中《熊出没》系列动画片在央视少儿的收视率持续领先，2013 年 1 月《熊出没之过年》在央视少儿首播获得了 3.85 的高收视率，创下央视少儿开播以来的最高收视纪录。2014 年 1 月播出的《熊出没之年货》在央视少儿首播也获得了 3.47 的高收视率，也是继《熊出没之过年》之后的第二高的收视纪录。《熊出没》系列动画片在爱奇艺视频平台上的点播已经超过了 700 亿次，持续位列“中国动漫指数榜”第一名。</p> <p>目前，公司拥有教练车 1,516 辆，单校区规模全国第一，是云南省规模最大的驾驶培训机构，公司在昆明市的市场占有率约 26%（根据学员数量），居第一位。公司自有 1,400 多亩的园林式培训基地，绿化率达到 38.6%。以“驾驶培训基地、考试基地、VIP 训练基地、C5 残疾人训练场地、经营性训练场地、安全警示教育基地”六大板块为核心，为学员提供良好的学习环境。公司驾驶场地训练场，占地 400 余亩，使用面积 263,986 平方米，具备大中型客货车，小型车等各类车型共计 1,500 辆教练车同时训练的容量，年培训量可达 108,000 人次以上。此外，公司设有 VIP 专用训练场各项目，为高端人群提供优质服务。</p>
835281.OC	翰林汇	<p>2014 年公司的应收周转率为 31.96 次、存货周转率为 16.13 次、净资产收益率 33.36%、分销服务的人均销售收入达 4,000 多万，翰林汇的这些关键运营财务指标都大大领先于行业平均水平；翰林汇在 IT 产品分销领域经营多年，与联想、苹果、华硕、戴尔等知名 IT 生产企业建立密切的战略伙伴关系，这些厂商提供的丰富完整的产品线能有效满足下游客户采购需求，也有利于销售渠道的拓展和建立。</p>
835152.OC	未来国际	<p>未来国际是国内率先将云计算、大数据等新一代信息技术及商业模式引入电子政务建设领域的企业，并于 2012 年建成投运了国内第一个，也是到目前为止国内规模最大、应用效果最好的电子政务云平台——陕西省政务云平台。18 年的 IT 丰富经验积累，成功实施上百个大规模信息化项目，涵盖社会多个领域，足迹遍布全国各地。主营业务从领域方面可以实现从国家部委到省市县乡五级及其各级的信息化应用和综合服务，服务的行业主要包括卫计、金融、林业、应急、智慧城市、交通等行业信息化；获得国家 ITSS 信息技术服务运行维护标准认证，国家计算机信息系统集成认证一级资质，国家保密局颁发的涉密信息系统集成甲级资质，CMMI3 软件能力成熟度认证，ISO9001 国际质量体系认证，ISO/IEC 27001 信息安全管理体系认证，ISO/IEC 20000-IT 服务管理体系认证，增值电信业务经营许可证（IDC/ISP）等共十多项行业资质。</p>
834909.OC	汉氏联合	<p>公司在国内首创胎盘来源的多种干细胞的提取、鉴定、培养扩增、规模化制备和保存等系列工艺技术，并建立了全球首家可以同时保存四种胎盘组织源干细胞的“干细胞银行”，拥有 GMP 级标准生产车间，用于干细胞制备、保管和未来干细胞药物的研发生产。韩志朝为公司首席科学家，2006 年当选法国国家医学科学院院士，2014 年当选为法国国家技术科学院院士，韩教授作为双料法国院士，是中国第一人。汉氏联合已经建立完成广东和北京两个干细胞储存库，目前，贵州和江西干细胞存储库在建。</p>
835188.OC	景域文化	<p>基于线下咨询营销业务部分，公司在业内具有很强的实战及权威性，成功案例众多。公司线上业务的营业模式是以服务流程为主线，以自建的驴妈妈电子商务平台为主要销售渠道，并通过移动终端、呼叫中心、代理商、实体门店等形成多渠道运营模式。在市场推广模式方面，由于景域文化已将旗下多家子公司陆续布局于行业不同阶段和领域，作为国内旅游行业唯一一家具备全产业链服务能力的运营商，借助驴妈妈在全国省会城市及主要客源地、目的地设立的多家门店的契机，将具有贯穿“资源-渠道-服务”能力全链条的模式扎入全国各地，同时这些门店也是景域旅发、奇创设计、景域营销在当地的联络员，落地服务于全国的各大目的地、景区、旅游局和旅游开发商。各领域业务之间的轮动效应及业务往来使其在市场推广方面形成集团优势。</p>
834712.OC	掌上明珠	<p>公司一直坚持原创竞品、大胆创新，凭借多年在手机网游市场的技术积累和对玩家的理解，持续推出多部成功作品。继 2009 年推出《明珠三国》、2011 年推出《明珠轩辕》之后，2013 年又成功推出创新游戏《圣域龙斗士》和《逆天仙魔录》，并在各自细分游戏领域取得巨大成功。公司在手机游戏领域耕耘近 10 年，积累了《明珠三国》、《明珠轩辕》、《明珠西游》等著名游戏品牌，且通过这些游戏品牌，服务了超过 1 亿的注册用户，《明珠三国》单游戏品牌就积累了超过 6,000 万用户。这些原创 IP 有助于明珠在激烈的竞争中保持较好的用户口碑。公司是中国移动、中国联通和中国电信第一批手机网游合作伙伴，也是联想乐 Phone、华为、中兴、三星、索尼、酷派、天宇、步步高、OPPO 等手机厂商的第一批合作伙伴，在手机网游预装和联运合作领域有良好的合作关系；公司和 360 手机助手、百度、91 无线、UC、安智、豌豆荚等平台建立了联运合作关系，为新产品的发行奠定了良好基础</p>
834818.OC	蓝海之略	<p>与其他只能提供单一产品或服务的公司相比，蓝海之略是国内第一家提供设备、资金、技术、运营、品牌、移动医疗六要素科室综合能力建设服务的公司，所提供的服务能帮助县级医院解决其诊疗能力供给与当地患者就医需求之间的矛盾。各要素之间相辅相成、相互协作确保新建科室的高起点起步，并获得相应的投入产出效益和社会效益。同时，公司要素服务模式已经发展近 4 年，形成了一整套的各要素标准化服务体系。蓝海之略已建成阵容强大的医学专家库，拥有丰富的专家人才资源，其中自有在册注册医师 56 名。</p>
834647.OC	若羽臣	<p>区别于大多数公司的“动手”执行，即根据品牌方明确的定位方向、具体的视觉设计、卖点表述等确切内容在电子商务平台上进行延伸，公司在为国内外知名品牌提供运营管理之前首先完成的是对品牌进行定位策划、形象重塑。公司在创立伊始即意识到精细化运营的重要意义，在营销推广方面深耕细作，凭借对投放策略与投放工具的精准把握，帮助品牌商实现了线上推广的突破。伴随互联网的发展，线上推广竞争日趋激烈，大量购买流量投入广告的粗放式竞争策略效果已不再明显。</p>
834420.OC	云田股份	<p>在产品供应链方面，公司与各大国际知名品牌、电信运营商保持良好合作关系，拥有优质、独到的通道和产品资源，包括苹果、三星、联想、华为、小米、中国移动、中国联通等，公司与各大型集团供应商的战略合作伙伴关系已达 10 年以上，具有相当稳定的产品供应源。2013 年以来，公司运用 C2B、大数据等新技术、新工具，探索顺应互联网发展，采用预售、团购等新型销售模式确定采购路线，确立“巩固传统笔记本及电脑配件市场，同时拓展智能手机、智能平板市场，并培育智能家居、无人飞机、智能穿戴等新兴智能产品”的全品类采购策略，不断创新，满足消费者日益增长的消费需求。</p>
834880.OC	泰华智慧	<p>公司是国家火炬计划重点高新技术企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业、中国信息技术咨询服务龙头企业。在国家住建部等主导的第三批国家级智慧城市城市试点单位申报工作中，公司先后帮助 30 多个城市进行顶层设计、整体方案规划，帮助并推进获得国家级智慧城市试点称号。公司拥有 1 个国家级博士后工作站和 3 个省级企业技术中心，拥有专利技术、软件著作权、软件产品登记证书累计超过 130 项。公司在全国范围内建立了七个分公司、一个办事处的分支机构体系，业务范围覆盖了全国多个省、市和自治区，贴近地域市场，寻求潜在客户。行业内部，公司与华为、中兴通讯、苏交科、易华录等智慧城市相关领域的大型企业建立了战略合作伙伴关系，在产业链各环节寻求技术创新和协同合作，具备较强的行业整合能力。</p>
834498.OC	易简广告	<p>得益于创始团队的互联网从业经历及对行业背景的深入理解，易简广告抢先完成了贯穿“技术平台、媒体矩阵、全案定制”的移动广告全产业链布局，并形成先发优势。除酷果广告平台多年积累近 20 万个长尾 APP 聚合的广告媒体资源外，公司还通过投资及独家运营的方式布局了“科技每日推送”、“财经早餐”、“微星”、“玩车教授”、“拾文化”、“壹心理”等为代表覆盖近 2000 万用户的人气微信公众号媒体联盟，形成全渠道覆盖超亿用户群体的自有移动媒体矩阵，能在较大范围内确保公司满足对多种细分类型客户的个性化广告需求。</p>
834722.OC	赛科科技	<p>公司在下一代智能机顶盒、OTTV 的终端和智能终端、网关及前端平台上；经过三年的技术积累，也获得了 Android</p>

证券代码	名称	竞争优势
834841.OC	远传技术	智能电视平台、多屏互动应用、互联网视频播放等多项核心技术。公司作为国内广电行业市场份额第一的方案解决提供商，在有线市场已成为多个省级运营商的方案提供商，涉及数百万级用户；在直播星市场占有率近 40% 的市场份额，涉及千万级用户，已形成一定的规模优势。 公司是国内少数几家能够提供客服中心全产业链解决方案的厂商之一。公司拥有 16 项计算机软件著作权，排班方法及装置、话务预测方法及装置 2 项发明专利申请已被受理，在国内较早开展排班软件、运营管理软件、IVR 客户行为分析软件和电子渠道分析软件的研发工作，市场占有率较高。公司拥有杭州、上海、深圳 3 大研发中心，与浙江大学、同济大学等高校以及客服中心相关行业协会保持紧密合作，引领客服中心最新的技术标准和发展方向。近年来，随着互联网技术的蓬勃发展，公司将各类互联网媒介资源（如微信、微博、QQ 等）进行整合，实现了基于全媒体的客服中心解决方案。
835099.OC	开心麻花	公司 2003 年在全国首创“贺岁舞台剧”概念，十余年来推出二十余部拥有自主知识产权的舞台剧，并逐渐形成了“开心、欢乐、爆笑”的作品风格，成为国内舞台剧领域最具市场号召力的喜剧品牌，被观众广泛认可。2012 年起，公司业务向影视及网络新媒体产业拓展。2012 年和 2013 年，开心麻花小品连续两年参加央视春晚，并成为唯一一支两个小品同时登上同一届春晚舞台的创作团队。同时，公司推出的《开心麻花剧场》、《开心麻花街》、江湖学院网络剧等产品也取得良好的口碑。近年来，公司获得了中宣部、行业协会、地方政府、投资机构等部门或团体颁发的各类奖项几十项，同时，公司培养了大批优秀的创作及表演人才，其中不乏集创作与导演或表演于一身的复合型人才。公司成立以来形成了强有力的品牌号召力与影响力，观众遍布全国 40 多个城市，超过 2000 场大剧场演出，上座率、演出场次、观众人数、票房收入等指标在同行业内全面领先。
834805.OC	雷讯网络	“淘粉吧”是目前国内规模最大的提供导购返利服务的互联网公司之一，在行业内具有良好的品牌效应，为行业内电商企业所认可，具有较强的市场号召力和影响力。公司现有合作伙伴几乎涵盖了所有知名电商，包括天猫商城、淘宝网、京东商城、苏宁易购、一号店、亚马逊、唯品会、聚美优品等 400 多家电商网站，合作较为稳定，每年均能提供稳定持续的收入。
834645.OC	心游科技	公司核心团队来自于金山、Gameloft 等国内外知名的游戏开发商，他们中大多数具有 6 年以上的游戏研发经验以及 30 万人同时在线的产品运营经验，是少数同时拥有丰富的研发和发行经验的游戏团队。在发行环节，公司的发行团队来自金山公司，并成功发行过金山公司《剑网一》、《剑侠世界》及《剑网三》等大型端游产品。因此，与行业内大多数公司相比，公司在整个系统的运作、数据分析以及流程管控上具有更强的优势。
834998.OC	华强电商	公司是业内为数不多建立全网络营销的渠道提供者。经过多年的培育，公司的下游客户已涵盖了京东、苏宁、1 号店、天猫、淘宝平台和其下众多中小型分销商和终端消费者。公司在北京、上海、东莞、成都等全国核心区域设有实体仓库，对拟销售商品进行现货管理。公司每年度根据销售目标制定分解销售计划，每月度对下月销售计划按产品型号进行细化分解，在满足各主要分销客户采购需求的同时，在各地仓库按照各分销商预计销售量进行一定量备货，以对实时订单变化高效反应；同时公司以云技术、数据化管理为依托，实现了对下游第三方电商平台订单和众多中小分销商家或终端消费者小额订单的系统化、效率化处理。强大的订单处理能力和现货管理的能力，为公司及时结转配送提供了有力保障。

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

近期研究成果回顾

新三板市场策略点评 20151210—注册制推出对新三板冲击有限 (2015.12.10)

事项:2015 年 12 月 9 日，国务院常务会议审议通过了拟提请全国人大常委会审议的《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定（草案）》。

点评:新三板是 A 股发行制度改革“曲线救国”下的产物。从较长时间维度来看，A 股为国企脱困的历史使命基本完成。1990 年-2015 年 11 月，A 股国有企业直接融资总额（含首发、增发和配股）接近 3.54 万亿，融资占比从 1994 年的接近 95% 下降至今年的 32%，国有企业市值占比也收缩至 35.7%，创出历史新低。由于国有企业相对特殊的市场地位，一直以来，A 股上市制度和退市制度的变化与融资主体的变化难以匹配，这是导致当前存量市场改革难以推进的核心因素。随着 2013 年以来传统经济的衰退和新兴经济的萌发，市场的融资主体发生明显变化，考虑到传统经济和新兴经济在企业资产以及项目评估考虑上的差异，直接融资、股权融资、小额快速融资成为符合当下经济和企业特征的资源配置方式。从这个意义上看，新三板的推出是政府通过增量改革来渐进式推动存量改革的战略性举措。

新三板有助于解决主板退市制度的后顾之忧。关于主板彻底实施真正意义上的注册制需要解决的具体问题市场已有充分讨论，概括起来包括完善的信息披露、健全的法律制度、科学的新股定价制度、严格的退出制度。我们认为，新三板的发展和活跃对于推动主板退市制度的实施具有积极的意义。事实上，旧三板的建立旨在为退市后的上市公司股份提供继续流通的场所以及解决原 STAQ、NET 系统历史遗留的数家公司法人股流通问题，并且其市场定

位也是以场外市场为主。但是，随着 2015 年 7 月底证监会发布的《场外证券业务备案管理办法》中将新三板列为场内市场，它已正式成为中国多层次资本市场中承上启下的重要一环。这意味着主板企业退市到新三板和新三板企业转板到主板和创业板均是在场内市场中进行的有序流动。新三板定位的变化以及流动性的日益改善，对于解决主板退市企业及其股东的利益安排有着重要意义，也符合中国渐进式改革的一贯作风。

新三板十举措正在探索中国特色的注册制改革，三板退市制度先行先试。加快新三板改革的十大举措不仅涉及到了场内分层，更是从新三板的退市、信息披露以及新股发行等方面做了注册制方面的有益探索。考虑到三板分层后的交易分化以及仍在提速的股票供给，我们认为新三板摘牌制度的推出也将全面提上日程。虽然，目前股转系统透露摘牌制度将主要考量为企业主动申请终止挂牌，但是，从海外成熟市场的退市安排以及新三板整体的可投资价值而言，未来三板的摘牌制度或将更多地朝着可量化的标准靠拢。

新三板加速中国注册制改革的进程，注册制推出对新三板的冲击有限。不是简单的股票供给，而是将资本进行有效配置的权利交还于市场，监管部门则对市场风险进行分层次的管理，这意味着未来中国资本市场至少将出现一些新的变化：（1）从一个较长的视角来看，交易所由最初的类监管机构逐步转变为服务机构，融资企业与交易所之间的地位发生变化后，企业可在不同的交易所选择融资，这意味着为了争夺企业资源，各大交易所的基础市场要素将逐步趋同。新三板与主板市场最核心的差别将不会是投资者结构和交易制度，而是针对企业的不同发展阶段所设计的差异化融资便利和与之所匹配的信息披露制度。（2）从中期来看，注册制的推出需要一系列配套的制度措施。如果，新三板作为多层次资本市场的重要一环需要履行接纳主板退市企业的义务，那么新三板场内的优质挂牌企业大概率也将享有向主板和创业板进行转板的权利，从而提高企业在新三板挂牌的兴趣。这样才能使得各大交易所共同组成一个可连通的、具备持续活力的多层次资本市场。（3）从短期来看，新三板分层政策的落地进一步提高了它对优质企业的吸引力，精选层企业享受的融资制度和交易制度的创新有望发挥良好的示范效应。

莲池医院（831672）新三板公司投资价值分析报告—提供妇幼保健医疗服务的妇产医院（2016.1.8）

莲池医院：全方位、高品质妇婴健康医疗服务提供者。莲池医院是一家专注于提供高品质产科、妇科、不孕不育科、乳腺科和儿科医疗服务的妇产医院。公司建立了以家庭化、宾馆化、亲情化的“人本位”服务模式，满足患者差异化、个性化的诊疗需求。2015 年上半年公司营业收入和净利润分别为 4143.91 万元和 602.77 万元，同比增长 5.57%和 11.36%。

政策助力牵手民间资本，妇产科医疗服务行业将迎来大发展。妇产科主要诊治女性生殖器官疾病、妊娠分娩的病理变化。截止 2013 年底，国内各类妇产卫生机构入院人数和诊疗人次数分别达到 1.92 亿和 73.14 亿人次，从 2009 年至 2013 年，行业平均增速达 7%。随着二胎放开，我们预判未来 3 年，行业将呈持续增长态势。现阶段，民营医院在综合实力上相比公立医院有所差距，但以美中宜和、莲池医院为代表的民营妇产科医院开始向高端医疗服务市场发展，通过优质服务与公立医院形成差异化竞争。

牌照优势、优质技术和服务助力莲池卡位妇产医疗服务先发优势。公司通过公转私的过程，积累了大量公立医院的公信力、技术与人才资源，并结合其自身较强的市场运营能力，形成了一定的先发优势。莲池医院 2014 年和 2015 年上半年医疗设备购置额分别为 278.64 万元和 138.80 万元，引进了多套国际先进设备，包括大型数字 500MA-X 光机、液基细胞学检查宫颈癌筛查系统、乳腺数字钼靶机、美国 GE 彩超等先进设备。提升硬件实力的同时，公司并重人性化服务，成立了“新视窗？莲池医院”爱基金，逐步在高端人群中树立了优质品牌形象。

外延扩张助力公司连锁式发展。莲池医院于 2015 年以 2350 万元收购青岛仁德妇产医院，改建后的青岛莲池医院能够提供 200 多张床位。预计整合后的青岛仁德医院在 2016 年首年运营就可以实现收支平衡，明年收入有望实现 20% 以上的增长。自收购仁德开始，公司迈出了连锁化经营的步伐。公司计划到 2020 年，运用自建、并购等方式将在山东区域增设 5 至 6 家医院，实现地区性乃至全国性妇婴市场医疗机构的连锁式发展。

风险因素。医疗及公共关系危机风险；民营医疗机构公信力风险。

估值分析。以 2016 年 01 月 07 日收盘价为参考，可比公司平均市值 220.2 亿元。2013/2014 年 PE 为 83 X/71X。莲池医院 2014 年收入/净利润 0.87/0.14 亿元，2013/2014 年 PE 为 206X/61X。

万极科技（833967）新三板公司投资价值分析报告—受益消费升级的转印耗材民族品牌领导者（2016.1.7）

公司是国内技术领先的转印耗材生产提供商。万极科技是一家集转印材料、印刷技术的研发、生产、销售为一体的高科技公司。自成立至今，公司一直坚持以科研创新为立身之本，开发的转印纸、转印油墨系列产品以出众的品质和令人信赖的可靠性、环保性、领先的技术成就，确立了在国内市场的领先地位。公司的服务横跨转印纸、转印油墨、转印技术等一整套产品及服务，能够为下游客户提供“产品+服务”的综合解决方案。

转印技术与耗材具备巨大成长潜力。由于转印技术具备的便捷、耐固、精美、环保及定制化特点，叠加核心耗材国产化带来的综合成本下降，其应用在工业和消费领域均逐步迎来爆发性增长。在工业领域，转印技术凭借高效、环保、耐固性等优势，逐步在运动器械、陶瓷饰品、电子产品领域替代传统的喷涂工艺，仅汽车装饰这一潜在市场规模就高达 100 亿。在消费领域，对私有物品（水杯、运动器械、家具、纹身及酒水）的个性化装饰需求伴随消费升级快速增长，高端应用需求年复合增速高达 100% 以上。不同于传统的印刷手段，转印技术凭借便捷、耐固、精美、环保和定制化特点，特别适合于个人消费者 DIY 设计。

发展战略：夯实工业客户，拓展消费市场。在工业领域，伴随 2016 年惠州新生产基地投产并实现离型转印材料试生产，公司将成为国内唯一拥有水转印和离型转印两大类产品系列的民族品牌，有望凭借产品和服务的一体化进一步提升行业地位。在个人消费领域，公司下游客户中包括部分定制中心，公司主营的水转印和离型转印工艺是具有制作成本低、个性化能力强、毛利率高的新型工艺，适合大众创业者。通过技术输出和搭建平台，公司有望逐步从百亿规模的专业的转印核心耗材生产商向千亿规模的定制化转印产品提供商拓展，从工业客户市场拓展至个人消费市场，实现市值空间的大幅增长。

成长性：短期看新产品放量，长期看盈利模式延伸。公司每年在技术开发上的投入超过 300 万，目前公司已获得 12 项实用新型专利，2 项发明专利。公司在水转印材料领域深耕多年，掌握核心技术与配方，技术储备充足，短期内将有望继续保持行业领先地位。公司深度布局离型转印纸和转印油墨产品，其市场空间约为原有产品的 10 倍，预计 2016 年将迎来业绩释放期，整体销售与盈利规模均有望获得翻倍成长。长期来看，伴随消费升级，未来分散化和定制化的需求会在公司客户中占据重要地位。在转印产业中，公司对下游客户具备较强的控制能力，并相应获得产业链中较高的盈利能力。我们认为公司在战略中已经开始布局下游定制化转印产品消费市场，并有望通过其占据的产业地位实现业务链的拓展。转印耗材一般占转印产品的成本约为 1-2%，如果公司从耗材顺利延伸至定制化转印产品市场，将打开 50-100 倍以上的市场空间。

风险因素。国家相关标准推进低于预期；公司产能投放低于预期；新产品与新工艺对转印产业的替代风险

估值分析。2015 年 12 月 24 日，国内功能性油墨龙头科斯伍德市值为 40.87 亿，万极科技 2013~2014 年净利润 882 和 1554 万元，2013~2014 年 EPS 为 0.22/0.39 元，公司暂无做市，无参考市值与估值。

哇棒传媒（430346）新三板公司投资价值分析报告—全案移动营销专家，内外并举腾飞在即（2016.1.7）

以服务品牌客户为核心的全案广告移动营销专家。哇棒传媒的主营业务是为品牌和效果广告主提供包括广告设计及制作、广告精准投放、数据效果监控在内的全案营销服务。公司自 2012 年起制定并长期坚持大客户战略，主要客户包括国美在线、苏宁易购、网易、乐视、奥迪、斯巴鲁、中国银行等。同时，公司是目前国内为数不多的同时拥有三大运营商合作背景的移动广告公司。公司业绩连续 4 年高速增长，我们预计 2015 年备考收入和净利润分别为 3.76 亿元和 3746 万元，同比增长 272%和 162%。

移动营销产业快速爆发，行业盈利能力迎来向上拐点。据 eMarketer 数据，2014 年中国移动广告市场规模约 500 亿元，同比增长 330%，预计 2018 年有望达到约 2500 亿元，4 年 CAGR 为 150%。品牌广告主的广告预算向移动端加速转移，移动营销的巨大潜力将在未来三至五年充分释放。得益于行业的高速发展、移动营销企业业务的延伸、广告主预算向移动端加速转移等因素，部分移动营销企业自 2016 年起料将扭亏为盈。哇棒传媒位列移动营销行业第一梯队，由于主要布局品牌广告业务，将深度受益于行业爆发，公司 2015~2016 年业绩有望继续实现快速增长。

哇棒传媒之内生增长：布局移动 DSP，拓展汽车、快消大客户与手游新业务。由于品牌广告主预算转移和移动端更适合程序化购买等因素，移动程序化购买发展迅速，移动广告平台向移动 DSP 加速转型。目前，哇棒已开始重点布局 DSP 平台，并通过 4 次定增融资 2.83 亿元，大幅增强了对接品牌广告主的资金服务能力。（1）哇棒传媒于近期中标国家电网电子商城社交媒体营销项目；（2）公司在汽车和快消企业密集的海上、广州成立分公司，设立服务汽车广告主的专业团队，预计该团队 2016 年有望为公司贡献 8000 万元收入和 1000 万元净利润。（3）公司还积极布局手游业务，2015 年组成以前 Zynga、搜狐畅游等知名手游公司员工为骨干的专业团队，预计 2016 年全年将发布 5 款以上全新手游大作。

哇棒传媒之外延扩张：坚持外延扩张战略，补充客户与媒体资源。数字营销行业的并购浪潮持续高涨，2014-2015 年，A 股上市公司参与投资或并购数字营销企业的案例达 50 余起，总金额超过 200 亿元。主板的收购热潮正延伸至新三板，2015 年点点客、银橙传媒等公司也进行了相应的外延布局。哇棒传媒以 1.26 亿元现金收购昊海金桥 70%股权，利润规模大幅增长的同时，客户和媒介资源有望得到深度补充。未来，公司将继续坚持外延扩张战略，在汽车、快消等品牌广告主资源丰富的领域展开布局。

风险因素。市场竞争加剧的风险；技术升级和人员流失的风险。

估值分析和投资建议。不考虑昊海金桥并表，预计公司 2015-17 年净利润为 2626、5458 和 8195 万元，EPS 为 0.43/0.90/1.35 元；考虑昊海金桥全年并表，预计哇棒传媒 2015-17 年备考净利润为 3746、6802 和 9807 万元，备考 EPS 为 0.62、1.12 和 1.62 元，现价 23.8 对应 15-17 年备考 EPS 的 PE 为 38X/21X/15X。预计哇棒传媒符合新三板创新层的三个标准。参考目前新三板数字营销行业的平均估值水平（PE TTM 为 81X），对标优蜜移动 2015 年 4100 万元净利润预期和 33 亿元市值，我们给予哇棒传媒 50 元的目标价和 30 亿元的目标市值，对应 2015 备考业绩 79X 估值，首次覆盖给予“买入”评级。

盛世大联（831566）新三板公司投资价值分析报告——这不单是一家车险中介公司（2016.1.7）

具备强劲盈利能力的互联网汽车服务公司。盛世大联创立于 2007 年 12 月，公司业务从车险中介起步，现已延伸至汽车美容保养等后市场服务领域以及汽车金融领域，形成车险中介、车管家以及汽车融资租赁三大业务模块。公司商业模式选择与 B 端合作或者以 B 端为客户，利用互联网打造了 B2B2C 车险超市 APP 平台以及银行为主的企业端客户服务的车管家 O2O 汽车综合服务平台，公司盈利模式清晰，拓展路径明确，具备强劲的盈利能力。

互联网+车险中介：扶摇直上九万里。盛世大联创新设计了基于线下汽车服务网点使用的车险超市 APP 平台，汽车服务网点可以通过该平台为车主提供一站式车险销售服务，并获得盛世大联代理费上的分成以及未来汽车出险维修的潜在收入。行业当前可代理保费规模超过 2500 亿元，竞争格局极度分散，盛世大联的模式为其低成本获取了众多车主流量入口，具备高速规模化潜能；截至当前，公司覆盖线下网点已超 5000 家，2015 年上半年车险中介业务收入同比实现 83% 的增长，规模上的优势使得公司获取更多返点，增厚盈利空间的同时也形成“代理规模大→获得返点多→给予车主优惠空间大→吸引车主增加规模”的闭环效应，我们预计公司 2015 年全年代理保费规模将超过 8 亿元，同比增长近 100%，且未来两年存在持续翻番的潜能。

车管家：园有桃李少人知。银行基于客户关系管理需要为贵宾客户提供免费汽车服务以及为信用卡客户提供汽车服务的积分兑换，盛世大联整合线下优质汽车服务网点打造 O2O 平台为银行的客户提供汽车服务。该模式下银行选择供应商的核心因素在于服务质量，下游汽车服务网点集中度低不具备议价能力，盛世大联赚取差价的模式具备强劲的盈利能力。当前企业端汽车服务市场是一片蓝海，我们保守估计市场规模在 100 亿元以上，盛世大联作为业内绝对的先行者与开拓者，具备显著先发优势，2015 年上半年随着银行大力推行汽车服务，公司该业务实现 194% 的增长，预计全年有望实现近 200% 增长。公司当前客户主要以中国银行上海、广东分行以及广发信用卡中心等为主，未来随着同一银行不同分行客户以及不同银行客户的拓展，未来两年业务高速增长可期。

汽车融资租赁：小荷才露尖尖角。预计到 2020 年国内汽车信贷市场规模将超过万亿元，当前国内乘用车融资租赁渗透率约为 2%，与国外成熟市场近 50% 渗透率存在显著差距，行业尚处于起步阶段，未来发展空间广阔。盛世大联于 2015 年年末获取了融资租赁牌照，基于控股股东盛大汽车的产业背景以及管理团队汽车金融领域多年的从业背景，公司的业务拓展以及风险控制能力较强，但是由于业务尚处初创阶段，综合资金实力较弱，我们预计该部分业务随着公司通过融资夯实资本金后，有望在 2017 年或 2018 年迎来爆发增长期。

风险因素。车险中介业务推进低于预期；车管家业务低于预期；人力资源管理与业务推进速度不匹配的风险。

估值分析与投资评级。主板可比公司 2015~2017 年平均 PE 为 112X/76X/53X，平均 PEG 为 2.49；尚不考虑融资租赁业务，我们预计盛世大联 2015~2017 年 EPS 为 0.47/0.87/1.59 元，对应现价 2015~2017 年 PE 为 62/33/18X，PEG 为 0.73。盛世大联是汽车后市场领域具备盈利能力的稀缺标的，公司商业模式清晰，未来有望进入爆发增长期，综合考虑给予公司 1 倍 PEG，对应 2015 年 84XPE 以及 24 亿的目标市值，目标价 40.00 元，首次覆盖给予“买入”评级。

曼恒数字（834534）新三板公司研究报告——国内领先 VR 服务提供商

公司概况：国内领先 VR 服务提供商。公司成立于 2007 年，主要从事 VR 相关技术和产品研发，并面向下游企业用户提供 VR 系列产品和解决方案，客户覆盖 400 家企业集团，以及超过 300 所高校、科研院所。基于 VR 技术，公司先后发展消费级实感游戏设备等周边

业务。公司 2014 年实现营业收入 0.54 亿元，同比增长接近 60%，其中企业级 VR 产品占比超过 90%，公司同期净亏损 0.09 亿元。

行业分析：VR 产业前景广阔，企业市场将率先实现规模收入。VR 前景毋庸置疑，2016 年有望成为产业元年。我们认为，VR 企业面临的核心竞争力诉求在产业发展不同阶段存在显著差异，短期仍主要在于技术&产品层面的竞争。VR 引擎、交互与追踪系统和信息输出系统共同形成 VR 完整技术体系，相较于国内其他参与 VR 的上市企业仍停留在头显等单一技术环节，曼恒已经形成完整技术体系。我们预计未来 VR 产业链结构大概率与智能手机类似，产业发展遵从硬件、内容、商业应用三步走的路径。受高昂价格限制，我们判断主流消费级 VR 硬件短期很难在国内实现规模普及，国内 VR 应用场景短期将以 B 端为主，并逐步向 C 端渗透。

基础技术：曼恒已形成系统 VR 技术体系。在基础技术模块方面，公司已经实现 VR 场景建设、显示与反馈、动作捕捉等核心技术环节，成为国内能掌握包括 VR 引擎、交互与捕捉和信息输出的完整 VR 技术体系的少数企业之一；在独有核心技术方面，公司在 VR 建模与呈现引擎、光学动作捕捉等关键领域形成了具有自主知识产权的核心技术群。

产品布局：曼恒为国内最大企业级 VR 服务提供商，并积极发展 3D 实感娱乐等周边业务。(1) 企业级 VR，根据 2014 年收入，公司已经成为国内最大的企业级 VR 服务提供商，据公司公开披露，截至 8 月初，公司 2015 年在企业 VR 领域已签订但尚未执行合同总金额累计超过 7000 万元，我们预计公司 2015 年收入同比增长有望超过 50%。(2) 3D 实感娱乐等，公司目前已推出赛车模拟器等具备力和运动反馈功能的大型游戏体验产品，并计划通过和线下渠道合作发展游戏主题馆等形式进入个人消费市场。

未来战略：3D 融合一切，打造产业新生态。2015 年，公司提出 3D 融合一切，打造产业新生态的整体发展战略，计划以底层 3D 技术为依托，聚焦 VR 业务，并实现 3D 和各产业的持续融合，最终构建 3D 产业生态圈。我们认为，公司长期有望借助 VR 核心业务持续拓展，以及 3D 技术和传统产业的融合实现整体收入的快速增长。

风险因素。市场竞争持续加剧风险，市场开拓、技术研发不及预期风险。

可比公司估值分析。我们选取主板可比公司联络互动、暴风科技作为参考，按 12 月 28 日收盘价，目前主板可比公司平均市值为 348 亿元，对应 14/15/16 的平均 PE 为 445/297/179，公司目前市值为 12.05 亿元。

新三板市场 2016 年投资策略——服务业闪耀新三板（2015.11.26）

投资要点：新三板——中国资本市场注册制的提前预演。新三板在 2016 年将迎来一系列可预见的积极变化。股票供给层面，挂牌企业总量有望接近 7500 家，并且轻资产模式运营的公司占比数料将显著提升；股票交易方面，随着投资行为的逐渐前端化，一级市场高估值的状态至少有望维持至明年一季度，而加大股权分散度正成为做市商培育二级市场的重要突破口；估值体系方面，三板分层的敲定，将带来场内估值结构的第二轮分化。整体而言，新三板的融资优势叠加不断完善的交易制度对沪深交易所已形成实质性的挑战，三大交易所的制度改革竞赛拉开大幕。

继市场分层之后，做市商制度的规范有望成为新三板 2016 年最重要的改革方向。海外市场的经验显示，交易制度变革有赖于市场的充分培育。从中长期来看，我们推测新三板制度变革将渐次按照市场分层——做市商制度规范——做市商扩围——投资者准入门槛调整——交易制度变革的路径逐一展开。从短期来看，我们认为明年做市商制度改革有望围绕做市股票获取环节、库存股管理以及做市商评价体系和激励体系三个方向展开。

服务业正成为新三板的主流投资方向。从宏观层次来看，服务业占经济总产出比重将随着人均 GDP 的提高不断上升，未来五年服务业占 GDP 比重有望达到 52%，服务业产出增量接近 12 万亿。从中观层次看，新兴服务业在一级市场的并购和投融资活动进入高发期。新三板的融资便利为挂牌企业进行产业链整合提供有力支撑并带来大量投资机会。从微观层次来看，成长能力指标、盈利能力指标显示服务业成为新三板最为抢眼的行业。

产业思维主导下的投资策略。在 2015 年，我们已围绕教育、互联网营销、金融服务以及医疗服务等领域展开了大量的前期研究。除了上述主线以外，在 2016 年，新三板市场的投资主线有望在以下四个领域得到拓展：**1、消费性服务业方向之社区 O2O。**定位于生活场景细分领域的社区 O2O 处于发展初期。2017 年国内社区 O2O 的市场规模有望接近 300 亿。新三板市场值得重点关注的主要有物业管理企业及相关领域。**2、消费性服务业方向之汽车后市场。**预计到 2020 年，我国汽车保有量有望达到 4 亿量级，汽车后市场空间接近 5 万亿。建议关注新三板市场的汽车后市场综合服务平台企业以及汽车金融相关企业。**3、生产性服务业方向之物流服务。**随着物流企业向大型化和集约化转变，大量的并购整合有望发生，新三板的物流企业有望借力资本市场做大做强，建议关注新三板市场冷链物流以及物流信息化相关企业。**4、生产性服务业方向之节能服务。**生态文明建设首度写入五年规划，政府节能减排意愿强烈推动节能服务市场蓬勃发展。建议关注新三板工业节能领域的余热余压回收利用企业、电机系统节能企业和建筑节能企业。

市场思维主导下的多层次交集投资策略。我们综合考虑创新层标准、行业景气、强势股东三条主线构建了市场思维主导下的投资策略。在此基础上，叠加中信新三板组已经跟踪覆盖的 62 家挂牌企业，进一步构建了中信新三板 2016 年度精选股票池。相关标的包括益盟股份、亿童文教、山大地纬、凌志软件、青雨传媒、绿岸网络、麟龙股份、银橙传媒、哇棒传媒、优炫软件、点点客、金天地、随视传媒、卡联科技、融信租赁、颂大教育。

风险因素。宏观经济下行引发小微企业经营困难，竞价转让推出慢于预期等。

附表 1：中信新三板组覆盖股票

证券代码	名称	总股本 (百万)	收入(亿元)		收入 YOY(%)		扣非净利润(百万 元)		ROE(%) 2014	2015H 净 资产 (百万元)	行业	是否 做市
			2014	ttm	2014	2015H	2014	ttm				
电子和其他												
430339.OC	中搜网络	112.58	2.00	2.13	4.17	14.93	-131.94	-96.10	-67.44	143.95	信息技术	做市
430208.OC	优炫软件	70.95	0.97	1.28	16.32	108.15	20.63	30.06	22.31	137.15	信息技术	做市
830866.OC	凌志软件	146.38	2.54	2.53	13.42	-0.24	31.07	29.44	22.90	197.58	信息技术	做市
430515.OC	麟龙股份	145.35	1.07	1.84	79.90	178.58	49.94	96.26	49.62	164.35	信息技术	做市
831101.OC	奥维云网	30.30	0.40	0.52	284.74	79.01	4.36	8.49	35.75	64.58	信息技术	做市
430130.OC	卡联科技	134.77	0.99	1.02	33.14	8.03	31.53	45.88	21.57	160.59	信息技术	做市
831688.OC	山大地纬	80.45	2.26	2.54	12.06	44.90	37.15	41.66	35.73	122.74	信息技术	做市
832317.OC	观典航空	118.75	0.40	0.48	108.95	29.06	8.68	23.93	27.52	53.78	信息技术	做市
832491.OC	奥迪威	100.50	2.20	2.59	22.46	41.23	34.43	58.19	19.99	196.29	信息技术	做市
430229.OC	绿岸网络	64.80	2.26	2.09	-21.87	-14.01	40.22	34.67	16.97	376.13	可选消费	做市
832422.OC	福昕软件	31.50	1.22	1.25	25.34	5.24	0.00	3.78	25.26	103.10	信息技术	做市
832950.OC	益盟股份	437.50	3.31	5.41	34.24	175.71	0.99	48.12	8.15	2,268.44	信息技术	做市
832498.OC	明源软件	40.00	3.29	3.50	25.64	16.81	0.00	2.53	24.65	271.63	信息技术	协议
833711.OC	卓易科技	103.00	2.28	2.28	99.08	0.00	80.68	80.68	83.34	0.00	信息技术	协议
831402.OC	帝联科技	56.70	4.78	5.24	12.89	20.43	28.86	54.43	25.01	283.52	信息技术	协议
834534.OC	曼恒数字	43.20	0.56	0.56	65.74	0.00	-9.19	-9.19	-0.46	0.00	信息技术	做市
430237.OC	大汉三通	33.26	0.82	1.19	10.74	137.11	4.22	3.73	15.17	47.98	电信服务	做市
833967.OC	万极科技	40.11	1.06	1.06	35.15	0.00	15.19	15.19	26.51	0.00	材料	做市
互联网营销												
830999.OC	银橙传媒	135.42	1.21	1.82	151.89	137.44	35.98	63.50	20.96	294.02	信息技术	做市
430346.OC	哇棒传媒	60.49	1.01	1.46	229.73	142.12	13.53	16.87	22.13	72.75	可选消费	做市
832115.OC	喜宝动力	6.00	0.46	0.59	123.86	117.28	2.76	3.23	27.54	11.18	信息技术	协议
430177.OC	点点客	277.28	0.80	1.19	17.02	118.68	13.93	17.69	19.05	305.50	信息技术	做市
430240.OC	随视传媒	44.80	0.97	1.10	48.53	30.19	-8.85	-5.13	-8.99	238.76	工业	做市
834156.OC	优蜜移动	71.62	4.09	4.09	458.23	0.00	38.02	38.02	35.33	0.00	信息技术	做市
教育												
430223.OC	亿童文教	95.00	3.13	3.45	23.69	22.63	75.05	82.49	42.62	218.70	可选消费	做市
430664.OC	联合水道	37.06	0.65	0.60	53.35	-19.71	5.52	-4.56	36.75	41.25	信息技术	做市
831850.OC	分豆教育	125.00	0.29	0.91	410.08	520.08	7.35	62.77	14.94	198.29	信息技术	做市
830858.OC	华图教育	123.00	11.55	12.59	17.38	17.55	78.35	149.60	31.13	493.62	可选消费	做市
831299.OC	北教传媒	66.67	2.63	2.78	19.10	15.77	12.96	19.54	18.98	100.09	可选消费	协议
430545.OC	星科智能	36.00	1.01	1.04	20.03	8.38	9.92	6.41	10.62	102.40	信息技术	做市
430244.OC	颂大教育	45.93	0.65	0.89	155.62	366.78	16.00	21.50	27.01	85.31	信息技术	做市
831505.OC	朗顿教育	20.41	0.46	0.43	44.78	-25.95	20.22	20.79	48.89	235.26	可选消费	协议
430518.OC	嘉达早教	68.71	3.15	3.11	5.03	-2.27	32.43	32.14	11.68	369.98	信息	做市



831891.OC	行动教育	31.22	2.15	2.31	-10.40	17.22	16.33	23.80	60.55	166.54	技术 可选 消费	做市
工业												
430394.OC	伯朗特	34.50	0.84	1.08	42.84	61.85	11.27	13.98	11.41	63.91	工业	做市
430622.OC	顺达智能	69.12	1.91	2.09	30.33	20.44	20.23	21.04	19.06	131.36	工业	做市
430607.OC	大树智能	60.98	0.98	1.00	-3.99	6.90	16.26	19.69	30.28	87.24	工业	做市
831544.OC	北超伺服	69.50	1.31	1.38	39.80	13.24	23.15	30.51	26.26	115.13	工业	做市
金融												
831379.OC	融信租赁	475.00	0.84	0.93	-8.22	27.20	25.35	34.63	10.25	299.59	金融	做市
430558.OC	均信担保	462.00	1.12	1.35	15.65	52.57	26.06	42.14	8.99	529.78	金融	做市
832028.OC	汇元科技	39.20	1.32	1.43	28.89	17.64	60.98	69.80	22.77	308.01	信息 技术	协议
600053.SH	九鼎投资	433.54	8.03	8.33	32.79	21.06	74.84	84.44	8.62	878.32	金融	0
833044.OC	硅谷天堂	1,477.38	3.71	10.87	7.91	693.85	121.83	621.27	6.28	4,505.34	金融	协议
832168.OC	中科招商	1,804.75	9.39	12.39	35.21	65.63	355.06	707.61	18.81	13,722.65	金融	协议
831566.OC	盛世大联	60.60	0.92	1.36	5.83	113.75	3.10	14.14	7.65	126.44	金融	做市
833499.OC	中国康富	2,497.92	5.52	5.52	42.90	0.00	76.23	76.23	8.54	0.00	金融	协议
832793.OC	同创伟业	421.05	1.05	1.83	43.82	169.39	35.05	85.78	25.77	607.95	金融	协议
832144.OC	软智科技	25.00	0.08	0.08	76.49	-5.09	1.34	1.29	29.07	24.55	信息 技术	协议
医药												
430323.OC	天阶生物	99.39	0.44	0.49	56.15	19.80	0.06	1.09	1.73	151.79	医疗 保健	做市
430601.OC	吉玛基因	10.72	0.36	0.38	26.74	15.85	-3.34	-3.34	29.38	14.06	医疗 保健	协议
831425.OC	致善生物	33.30	0.16	0.19	36.18	63.41	-4.87	-4.86	-34.72	46.78	医疗 保健	协议
430222.OC	璟泓科技	51.60	0.80	0.92	99.53	31.97	10.34	14.99	15.66	171.20	医疗 保健	做市
830838.OC	新产业	370.40	5.45	6.23	44.21	32.71	244.15	268.24	41.42	701.77	医疗 保健	协议
430353.OC	百傲科技	51.08	0.39	0.55	115.00	106.41	4.51	6.82	14.60	73.66	医疗 保健	做市
430620.OC	益善生物	50.00	0.51	0.55	4.08	17.58	-2.57	-2.28	12.87	67.85	医疗 保健	协议
430175.OC	科新生物	79.20	0.62	0.63	35.72	3.82	10.70	10.44	12.05	258.07	医疗 保健	协议
430591.OC	明德生物	49.94	0.58	0.79	122.77	94.68	19.31	30.31	43.44	90.38	医疗 保健	做市
834360.OC	天智航	158.15	0.39	0.39	-7.16	0.00	-22.18	-22.18	-29.83	0.00	医疗 保健	协议
830938.OC	可恩口腔	36.00	0.64	0.87	213.32	120.00	8.35	13.83	30.32	122.27	医疗 保健	做市
430335.OC	华韩整形	77.76	2.47	2.80	46.38	28.90	4.23	10.41	3.33	77.12	医疗 保健	协议
831672.OC	莲池医院	69.01	0.87	0.89	137.18	5.57	13.90	19.81	18.16	106.42	医疗 保健	做市
832705.OC	达瑞生物	35.11	0.96	1.28	48.66	78.55	8.27	18.46	25.40	60.16	医疗 保健	协议
消费												
831399.OC	参仙源	100.40	1.16	1.18	-41.41	215.01	66.06	44.84	15.90	427.62	日常 消费	协议
430759.OC	凯路仕	242.30	3.65	4.55	69.61	73.24	42.40	72.90	25.30	203.81	可选 消费	做市
430366.OC	金天地	198.44	1.08	1.12	32.29	581.00	25.63	26.00	10.60	250.13	可选 消费	做市
832698.OC	青雨传媒	104.00	1.86	2.14	52.93	213.94	33.90	49.99	25.05	234.29	可选 消费	做市
430508.OC	中视文化	65.00	1.53	1.93	13.10	56.28	8.36	16.99	14.81	124.92	可选 消费	做市
430358.OC	基美影业	297.53	1.54	2.07	218.40	514.03	52.77	82.44	26.89	626.87	可选 消费	做市
化工新材料												
831170.OC	熵能新材	30.00	0.78	0.75	25.32	-7.21	15.43	21.50	47.94	46.98	材料	做市
430056.OC	中航新材	79.95	2.15	2.06	-4.65	-12.22	11.44	10.88	12.49	164.32	材料	协议
830793.OC	阿拉丁	37.85	0.80	0.87	23.07	18.23	23.25	34.05	17.41	159.15	材料	做市

430141.OC	久日新材	73.75	4.58	5.40	41.28	42.35	41.01	44.43	14.06	443.43	材料	做市
830881.OC	圣泉集团	643.72	39.50	37.17	9.84	-11.94	289.36	315.04	15.73	2,903.19	材料	做市

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。注：数据截至 2016 年 1 月 15 日。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所讨论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业莲池医院（831672）、万极科技（833967）、亿童文教（430223）、山大地纬（831688）、麟龙股份（430515）、银橙传媒（830999）、点点客（430177）、金天地（430366）、融信租赁（83137），按照公司公告信息，上述企业股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。