



2016年3月1日

专题

关注价值和价格 专业化市值管理

投资要点

分析师：付立春

执业编号：S0300515120001

电话：84938897

邮箱：fulichun@lxsec.com

◇ 投资标的标准：看价值，也要看企业价格

按照的研究体系以及自动估值模型，不管已经挂牌还是没有挂牌的新三板公司，只要资料齐全，输入代码或者基本资料，一秒钟就能自动计算出公司的估值。公司调研是研究中的另一侧重点。我们很多研究员会从行业的角度进行深入地实地研究，全面考察后给出一个像尽职调查一样接地气的分析。这个主观的研究结合客观的估值模型得到我们对公司的评价。

好公司也并不全等于投资标的，根据价值评判投资标的的同时也要看标的公司的股价。好公司和股价之间需要权衡，如果好公司估值过高，或是在很短的时间内翻N多倍，入市点位不一定能跟得上。

企业进入创新层只是一个加分项，并不意味着市值能立刻翻几倍。我们还需要通过客观、深入、全面的分析，考察企业的实质盈利价值，才能给它定价，以及确定是否值得投资。此外，我们在选企业的时候，其所在行业及行业壁垒占有相当大的权重。

◇ 新三板市值管理需要专业中介机构

分层以后，基础层企业在寻找未来的出路和发展时，需要重视优化市值管理方式。市值管理和企业进创新层是联系在一起的，企业进创新层有利于市值管理，好的市值管理有助于企业进入创新层。

新三板的投资者门槛要求很高，通过传统的方法去影响市场得到的效果会非常地不理想，其中必须得有专业的中介机构去完善投资者关系。

有价值的企业首先应做好基本功，在明确价值点或者如何提升的情况下，如果是金子，我们会给你提炼出来，这是我们的责任。

◇ 做市制度仍在初级阶段，未来需在数量、机构等方面完善

新三板目前最主要的问题是流动性的问题，亦即所谓的交易制度问题，也是证监会包括股转公司着力解决的问题。做市商制度刚刚引进中国，比较年轻、幼稚，尽管国外有成功的经验，我们也不否定这个制度只是在其发展的初级阶段。在庞大且快速成长的新三板市场里面，处于初级阶段的制度难以担当重任。

因此，现有的做市商制度应该继续完善、加强，并大力地发展。做市商的数量需要扩展，同时做市商的机构或角色属性也可以适当地从单纯的券商扩展至其他的金融机构。

◇ 风险提示

经济增长水平低于预期，金融市场转型不及预期。



目 录

一、投资标的标准：看价值，也要看企业价格“估值”	3
二、新三板市值管理需要专业中介机构.....	3
三、做市制度仍在初级阶段，未来需在数量、机构等方面完善	4
四、风险提示.....	4



一、投资标的标准：看价值，也要看企业价格

2015 年是新三板最火热、最受关注的一年，尽管市场波动十分剧烈，挂牌、交易、定增以及并购方面相对于 2014 年均有了质的提升。2016 年 5 月正式实施全国股转系统分层，分层以后如何挑选价值企业进行投资，我们联讯证券有自主独立的投资标准。

我们有一套自己的研究体系以及估值模型，是一套用 A 股几十个指标进行回归以后对新三板具有有效性且重要的指标给予一定的权重，综合起来建立的自动估值体系。换句话说，**不管已经挂牌还是没有挂牌的新三板公司，只要资料齐全，输入代码或者基本资料，一秒钟就能自动计算出公司的估值。**

公司调研是研究中的另一侧重点。我们很多研究员会从行业的角度进行深入地实地研究，全面考察后给出一个像尽职调查一样接地气的分析。这个主观的研究结合客观的估值模型得到我们对公司的评价。

好公司也并全等于投资标的，根据价值评判投资标的的同时也要看标的公司的股价。好公司和股价之间需要权衡，如果好公司估值过高，或在很短的时间内翻 N 多倍，入市点位不一定能跟得上。当然，也有的投资说法是宁愿好公司也不要便宜的公司。

企业进入创新层只是一个加分项，并不意味着市值能立刻翻几倍。我们还需要通过客观、深入、全面的分析，考察企业的实质盈利价值，才能给它定价，以及确定是否值得投资。另外，创新层从三个维度选出了几百家优质的新三板企业，投资者在选择投资标的时，应该注意标的所符合的维度。

我们在选企业的时候，其所在行业及行业壁垒占有相当大的权重。比如说仍然处在风口浪尖的传媒互联网行业，从短期甚至中期的发展来看，这个行业的火热趋势有持续性。但如果从长期的价值投资来看，我想你应该清楚自己的资产组合，篮子里面大概是什么样的配置了。

二、新三板市值管理需要专业媒介机构

分层以后，进入创新层的企业最乐观的数据是 500 家，即使是这样，还有 90% 以上的“兄弟们”会分在基础层，其中还有两三千家基本上没有交易，**这些企业在寻找未来的出路和发展时，需要重视优化市值管理方式。**

新三板中存在一些比较激进的甚至有些过分的市值关系。比如很多挂三板的企业都有一些机构跟企业去做宣传，可以帮企业做 K 线图和股价，然后在股价做到一定程度的时候以一个很高的价格去做定向增发，从而在市场上圈钱。我们认为，如果想做的话，要规范和科学。

市值管理和企业进创新层是联系在一起的，企业进创新层有利于市值管理，好的市值管理有助于企业进入创新层。但要看企业是符合哪一个维度进入的，我们仍会用自己比较行之有效的估值体系评价企业真正加了多少分，而不会只是因为进了创新层就给出几倍或更高的估值。

新三板的投资者门槛要求很高，通过传统的方法，比如像对待股市的散户用传言、消息这样去影响市场，最后达到的效果会非常地不理想，**其中必须得有专业的媒介机构去完善投资者关系，**好比 IR 会议中投资机构和有专业经验的分析师的关系。当然新三板的分析师和二级市场有所区别，新三板是 VC 甚至天使的指标再加上二级市场原有的指标结合在一起的。我们分析师会根据联讯的估值体系结合深入地公司调研，给出客观的



判断，甚至对企业进行深入地辅导或者咨询，帮助企业寻找价值提升点。同时我们也会对投资机构更清楚地去介绍和展现企业的价值。在这个过程中我们可以发挥一定作用。

在去年 11 月份的时候（即政策刚刚筛选的时候），我们已经在已经上市的五千多家挂牌企业中预测了 270 家能够进入创新层的企业，现在看来应该是在 270-500 家之间。有价值的企业首先应做好基本功，在明确价值点或者如何提升的情况下，如果是金子，我们会给你提炼出来，这是我们的责任。在甄选 270 家进入创新层企业的同时，我们也根据自己的估值体系选出 270 家可能进不了创新层但有实际价值的企业，并面向社会、潜在的机构投资者和合格的投资者进行了推荐。投资者可以关注。

三、做市制度仍在初级阶段，未来需在数量、机构等方面完善

新三板目前最主要的问题是流动性的问题，亦即所谓的交易制度问题，也是证监会包括股转公司着力解决的问题。做市商只是解决这个流动性问题当中现在起码体现得比较充分的一个部分，这个制度本身应该还是比较成熟的，在国外运行得也是比较成功的，引进到中国仍需要一定过程。

从做市商的数量和做市股票的数量来看，新三板发展的程度跟纳斯达克相比差距还很大。做市商制度刚刚引进中国，比较年轻、幼稚，尽管国外有成功的经验，我们也不否定这个制度只是在其发展的初级阶段。在庞大且快速成长的新三板市场里面，处于初级阶段的制度难以担当重任。

因此，现有的做市商制度应该继续完善、加强，并大力地发展。做市商的数量需要扩展，同时做市商的机构或角色属性也可以适当地从单纯的券商扩展至其他的金融机构。目前做市商做市的规模远远不能满足市场的需求。如果引入更多的机构投资者，把做市业务做大，流动性自然而然会增强。从券商的做市角度来看，大家知道做市风险是比较低或者比较明确的，做法趋于一致。这块如果有其他的，比如说一些配套（刚才提到的一些估值和更多的信息披露），还有我理解的市值管理，挂牌企业跟投资者之间有更密切的信息的沟通和互动，才能对企业的价值进行一个更充分的评估和展现。

四、风险提示

经济增长水平低于预期，金融市场转型不及预期。

（注：本报告根据作者在 2016 年 2 月 27 日新三板投资前瞻高峰论坛发言整理）



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。