

2016年04月03日

寻鉴知兴替——新三板定位-台湾柜买中心市场研究学习系列之一

投资策略定期报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082062

相关报告

挂牌股卡位 IPO 投资者 突击入股拟 IPO 挂牌企业	2016-04-01
新三板进入“养优”阶段 企业挂牌门槛或提高	2016-03-31
ST 博元退市多层次资本市场 渐已成型	2016-03-30
隋强:深化新三板改革要 坚持独立市场定位	2016-03-30
策略报告_主题周报 20160328: 关注军民融合、 智能汽车、长江经济带及 稳增长相关主题	2016-03-28

■成熟的场外市场，台股多层次资本市场的核心环节——台湾柜买中心：台湾柜买中心市场是发展较为成熟的场外市场之一，设立至今已经经过了 20 余年的发展历程。柜买中心采用内部分层的制度设计，逐步向下分层，形成了上柜、兴柜、创柜的内部结构结构。其中上柜市场采用竞价交易的制度，是中小市值企业发展的摇篮；兴柜市场是 2002 年设立的强制的上柜、上市“预备市场”，所有上柜上市需求的企业必须在兴柜市场挂牌满 6 个月；创柜是柜买中心 15 年推出的门槛更低的小微创新企业融资平台。三个板块协调发展，并与台交所上市平台共同构成了台湾的多层次资本市场垂直结构体系。柜买中心的发展以及结构设计对我国多层次资本市场发展和新三板的建设方向具有借鉴意义。

■探索中前行、创新中壮大的上柜市场。上柜市场总体发展较快，截至 2015 年底，上柜家数达到 712 家（台交所 896 家），总市值 2.7 万亿新台币，与台交所比重大致为 1:10；总成交值 5.6 万亿新台币，与台交所比重大致为 1:5；2015 年度换手率为 241.94%，PE 水平 26.08，总体流动性较好，估值区间合理，是定位清晰、发展健康的市场。2000 年度上柜市场曾因为推行转板制度不成熟而陷入迷茫期，后因制度改善而重新进入良性发展轨道。作为台湾股市的重要组成部分，上柜市场也孕育了一批资质优良的股票；行业分布上，科技股的强势表现也符合台股的典型特色。

■对标创新层，寻鉴知兴替。新三板创新层推出在即，台湾上柜市场是创新层的有效对标市场。从台湾上柜市场的内部结构设计、转板制度探索、风险防范、政策引领等诸多方面，创新层和三板的建设可以从柜买中心发展历程中学习经验、吸取教训。回顾历史，学习海外，明得失知兴替，让我们一起在新三板的春天里耕耘。四条启示：

- （一）阶梯式板块分层能够盘活市场，清晰化市场分工。
- （二）转板不可怕，但转板条件要严谨
- （三）防范风险，提高资源配置效率（挂牌前 6 个月强制辅导和挂牌后市场化退市）
- （四）政策引领，资本引导产业发展和转型。

■新三板市场也能出牛股。台湾柜买市场牛股汉微科（3568.TWO）2011 年登陆兴柜，2012 年登陆上柜。上柜以来股价曾经一路飙升，与台交所股王大立光（3308.TW）股价曾两度不相上下，成为台湾资本市场的一只科技牛股。

■风险提示：发展阶段不匹配，社会环境不匹配

内容目录

1. 台湾柜买市场发展情况综述	4
1.1. 发展历程回顾	4
1.1.1. 台湾柜买市场的成立	4
1.1.2. 柜买市场内部结构调整.....	4
1.1.3. 柜买市场 4 个五年 4 阶段成长特色.....	6
1.2. 制度设计比较	6
1.2.1. 入市规则	6
1.2.2. 交易方式区别	7
1.2.3. 转板.....	7
2. 上柜市场 VS 台交所 VS 兴柜市场历史统计数据	8
2.1. 公司家数对比	8
2.2. 市值对比.....	8
2.3. 成交金额对比	8
2.4. 换手率对比	9
2.5. 投资者结构对比.....	9
2.6. 市盈率对比	11
3. 上柜市场运行数据	11
3.1. 上柜市场历史统计数据.....	11
3.1.1. 公司数目历史变化.....	11
3.1.2. 市值情况历史变化.....	12
3.1.3. 成交金额历史变化.....	12
3.1.4. 投资者累计户数历史变化.....	13
3.1.5. 占 GDP 比重历史变化.....	13
3.2. 上柜市场经营情况（2014 年）	13
3.3. 上柜公司行业分布	14
4. 转板情况	15
5. 典型企业简介——股王“汉微科”	19
5.1. 公司情况简介	19
5.2. 公司财务经营情况.....	20
5.3. “股王争霸”历史.....	20
6. 对新三板发展的启示	21
6.1. 阶梯式市场板块能够盘活市场，清晰化市场分工.....	21
6.2. 转板不可怕，但转板条件要严谨	22
6.3. 防范风险，提高资源配置效率.....	23
6.4. 政策引领，资本引导产业发展和转型.....	23

图表目录

图 1：柜买中心组织结构	4
图 2：创柜板登陆公司行业分布	5
图 3：柜买中心相对国内资本市场位置	5
图 4：台交所 VS 柜买中心 VS 沪深股票准入比较.....	7

图 5: 三市场公司家数对比	8
图 6: 三市场公司市值总额对比 (单位: 百万人民币)	8
图 7: 三市场成交金额对比 (单位: 百万元)	9
图 8: 三市场换手率率比较	9
图 9: 上柜市场自然人法人投资者占比	10
图 10: 台交所投资者构成	11
图 11: 三市场市盈率比较 (兴柜市场右轴)	11
图 12: 上柜公司数目 (1989-2015)	12
图 13: 上柜公司市值变化 (1989-2015)	12
图 14: 上柜公司成交金额 (1989-2015, 单位千元新台币)	12
图 15: 上柜市场投资人累计户数	13
图 16: 兴柜、上柜占 GDP 比重变化	13
图 17: 上柜市场市盈率与相对成熟资本市场对比结果	14
图 18: 股票周转率%	14
图 19: 上柜公司行业分布 (按公司数目)	15
图 20: 上柜公司行业分布 (按市值占比)	15
图 21: 上柜股票转板情况	16
图 22: 兴柜市场转板统计	16
图 23: 台交所首次上市流程	17
图 24: 上柜转上市流程	18
图 25: 新增上柜转板上市家数	18
图 26: 上柜公司成交金额 (1989-2015, 单位千元新台币)	18
图 27: 新增兴柜转上市公司数	19
图 28: 公司产品- eScan®系列	19
图 29: 汉微科股价走势	20
图 30: 汉微科 VS 大立光股票走势	21
图 31: 各市场成交金额情况 (单位: 百万新台币)	21
图 32: 各市场成交情况	22
表 1: 2000 以来台湾场外交易市场的发展	5
表 2: 柜买市场的 4 个阶段	6
表 3: 台交所转板上市公司统计	17
表 4: 汉微科 5 年经营情况概览	20
表 5: Top10 台交所和上柜公司融资金额 (2015 年 12 月)	22
表 6: 上柜市场发展阶段	23

1. 台湾柜买市场发展情况综述

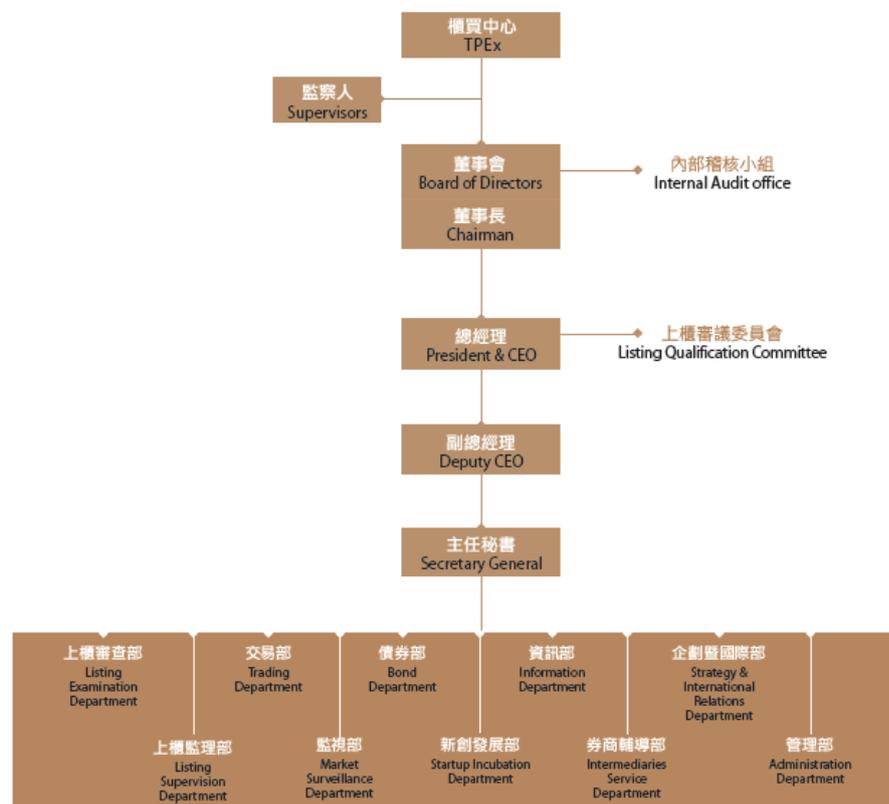
1.1. 发展历程回顾

1.1.1. 台湾柜买市场的成立

1994年7月，台湾证管会成立筹备委员会推动柜台买卖市场的发展，决定把由台北市证券商同业公会主导的“柜台买卖服务中心”改制为财团法人性质的“证券柜台买卖中心”。同年9月26日，由台湾证券交易所（TSE）、台湾证券商同业公会（CSA）及台湾证券集中保管公司（TSCD）共同出资成立独立、公益的财团法人“台湾证券柜台买卖中心”，接管柜台交易市场业务，并且启动根据新制设计的柜台交易电脑系统。新中心是一个以公益为主、非盈利性的自律组织，在管理方式上倾向于市场化，长期承担辅助上柜股票转为上市股票的任务，被视作上市股票的“预备市场”。

1995年“证券柜台买卖中心”正式公布了柜台交易指数。1996年7月，主管部门决定柜台交易对外开放，允许侨资、外资投资上柜股票。1999年1月，上柜股票获准进行信用交易。

图 1：柜买中心组织结构



资料来源：安信证券研究中心，柜买中心年报（2014年度）

1.1.2. 柜买市场内部结构调整

柜买中心设立之后，台湾当局积极推动柜台市场内部的结构调整，采取改革措施形成了上市、上柜与兴柜三个垂直体系的股市交易场所。

一是设立“台湾创新成长企业类股 TIGER (Taiwan Innovative Growing Entrepreneurs) 市场”，推动创新成长企业类股（即所谓“第二类股”）的交易，以期可以协助岛内中小企业、新兴及重要产业尽早进入资本市场。然由于种种原因，在其后两年 TIGER 市场发展不尽人意，因此台湾当局不得不废止“第二类股”发行。

二是设立“兴柜股票市场”。由于 TIGER 市场遭遇投资者冷落，柜台市场难以解决中小企业直接融资需求等原因，台湾证期会在降低柜台买卖中心上柜门槛的同时，积极探索柜台市场内部的分层改革，即设立“兴柜股票市场”，兴柜股票市场比上柜买卖中心门槛更低，甚至没有门槛，此更进一步放宽柜台市场公开发行的标准，进而真正让中小企业能够更便利地登录柜台市场发行股票筹资。

表 1：2000 以来台湾场外交易市场的发展

时间	事件
2000 年	台湾证券交易所股份有限公司上柜公司有价证券转申请上市审查准则通过
2000 年 4 月	成立“台湾创新成长企业类股 TIGER 市场”
2000 年底	TIGER 市场有 12 家企业挂牌上市，但随后遭到冷落
2001 年底	证期会发布实施上市上柜公司折价发行制度的公告，可折价发行新股
2002 年 1 月 2 日	兴柜市场正式启动
2002 年 5 月 24 日	台湾柜买中心加入了国际证券管理机构组织 (IOSCO)
2002 年	当局废止“第二类股票”制度，TIFER 市场关闭
2002 年 9 月	台湾柜台市场筹划制定“中小企业上柜”制度，降低中小企业上柜门槛
2003 年 1 月 6 日	“中小企业上柜”制度获得证期会核定

资料来源：安信证券研究中心，公开资料

三为扶持微型以及小型企业发展，柜买中心与 2014 年成立创柜板。截至 2014 年底，已经有 114 家公司提出创柜板申请，其中已经有 61 家登陆创柜板，45 家在登录前辅导中。

图 2：创柜板登陆公司行业分布

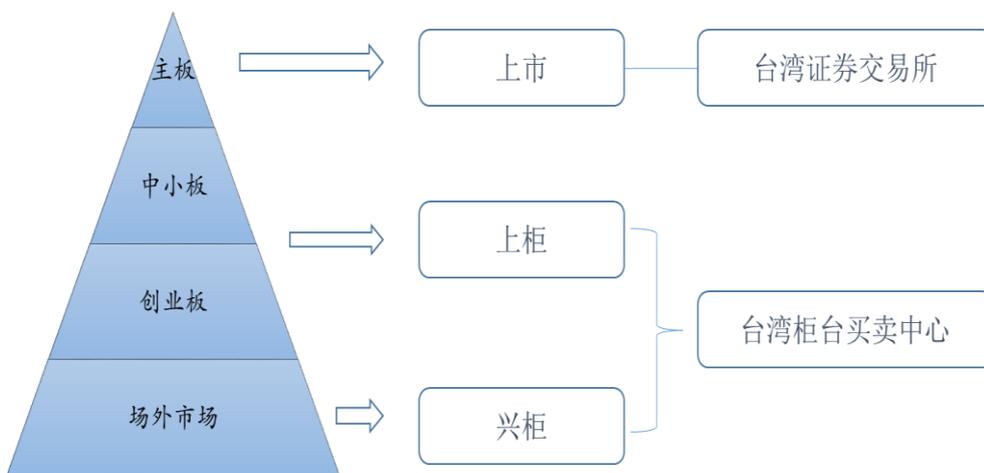
单位：家 Unit: company

產業別 Industry	文化创意 Cultural and creative	電子商務 E-commerce	農林漁牧 Agribusiness	其他 Other
登錄創櫃板 GISA registered	13	4	5	39
登錄創櫃前輔導中 Under pre-GISA counseling	7	7	2	29

资料来源：櫃買中心統計 Source: TPEx database

资料来源：安信证券研究中心，柜买中心统计

图 3：柜买中心相对国内资本市场位置



资料来源：安信证券研究中心，公开资料整理

1.1.3. 柜买市场 4 个五年 4 阶段成长特色

柜买中心自成立以来已经经历了 20 年，回顾过去 20 年，上柜、兴柜、创柜、创新资讯揭露平台的完整系统逐步形成，并可以分为 4 个成长阶段。

表 2: 柜买市场的 4 个阶段

发展阶段	时间点	发展重点
创立-萌芽	1994-1999	此阶段以推动经济发展为宗旨，配合国家经济政策，扶植中小企业筹集资金，推动优良企业上柜，活络市场成交量。主要为鼓励证券业、新银行以及传统产业申请上柜，以扩大柜买市场规模。
成长-茁壮	2000-2004	此阶段以吸引科技型企业进入柜买中心为重心，期形成以科技型企业为主要特色的台斯达克 (TAISDAQ) 市场，另外为解决未上市 (柜) 企业的股份流通需求，与 2002 年推出兴柜股票交易市场，协助未上市 (柜) 企业筹资发展。
展翅-深耕	2005-2009	配合政府政策，鼓励推动生物科技等高附加值、低污染、技术资本密集之产业上柜，同时推动海外优质企业；来台上 (兴) 柜。
创新-回馈	2010-2014	此阶段目标为推动包括文化创意、电子商务等特色的企业进入资本市场筹资发展，并协助发展柜买市场架构，满足不同规模企业在各发展阶段的筹资需求。

资料来源：安信证券研究中心，柜买中心年报

1.2. 制度设计比较

1.2.1. 入市规则

在入市规则方面，台湾的柜台买卖中心要求强制性地执行兴柜股票市场的登录运行、辅导期限及相关的市场准入制度。主管部门要求自 2005 年起，规定申请上市、上柜的公司，须在兴柜股票市场登记备案且在该市场上登录运作满半年后才有资格就上市或上柜的要求来准备相关的文件。

图 4：台交所 VS 柜买中心 VS 沪深股票准入比较

市场		台交所	柜台买卖中心		大陆沪深市场	
市场层级			上柜	兴柜	主板和中小板	创业板
组织性质		股份公司法入	非盈利财团法人		会员制	会员制
交易方式		竞价交易	竞价为主、议价为辅	议价交易	竞价交易	竞价交易
主要准入条件	规模	1.实收资本6亿元新台币以上(科技企业3亿元以上,公营10亿元以上)。	1.实收资本额5000万新台币以上。	1.无限制。	1.发行前股本总额不少于3000万元。	1.最近一期末净资产不少于2000万元。
	年限	2.设立满3年以上(公营、公营转民营企业除外)。	2.企业设立满2个完整会计年度(科技、公营、公营转民营企业除外)。	2.无限制。	2.持续经营3年以上。	2.持续经营3年以上。
	盈利能力	3.最近1个会计年度无累计亏损,且税前利润占财务报告中股本的比率符合下列标准之一: (1)最近5个年度达到3%以上。 (2)最近2个年度都达6%。 (3)最近2个年度平均6%,且最近1个年度较前1年度更好。	3.最近1个年度税前净利润400万元新台币以上(科技、公营事业除外),且税前利润占股本比符合下列之一: (1)最近1个年度达4%,且无累积亏损。 (2)最近2个年度均达3%。 (3)最近2个年度平均3%,且最近1年度好于前1年度。	3.无限制。	(1)最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过3000万元。且现金流量净额累计超过5000万元,或者最近3个会计年度营业收入累计超过3亿元。 (2)最近一期末不存在未弥补亏损。 (3)最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%。	(1)最近两年连续盈利,最近两年净利润累计超过1000万元,且持续增长。或者最近一年盈利,且净利润不少于500万元,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%。 (2)最近一期末不存在未弥补亏损。
	股权分布	4.记名股东人数不少于1千人,其中持有1千到5万股人数不少于500人,且合计持股占总发行股份20%以上或满1千万股。	4.记名持股人数不少于300人,且其合计持有股份占总发行股份10%以上或满500万股(公营事业除外)。	4.无限制。	4.发行后的股本总额不少于5000万元。	4.发行后的股本总额不少于3000万元。
	其他	5.企业上市须有1年辅导期。应在兴柜市场交易满6个月以上(公营事业除外)。 6.须指定主办推荐商	5.企业上市无辅导期。应在兴柜市场交易满6个月以上(公营事业除外)。 6.须两家以上推荐证券商	5.无限制。		

资料来源：安信证券研究中心，《资本市场效率：台湾柜买中心服务中小企业经验与启示》文献整理

1.2.2. 交易方式区别

上柜、上市公司采用集合竞价交易，由计算机自动撮合，兴柜股票采取议价交易方式进行交易。

1.2.3. 转板

上柜市场股票可以转板到台交所，兴柜股票可以转板到上柜市场以及台交所。

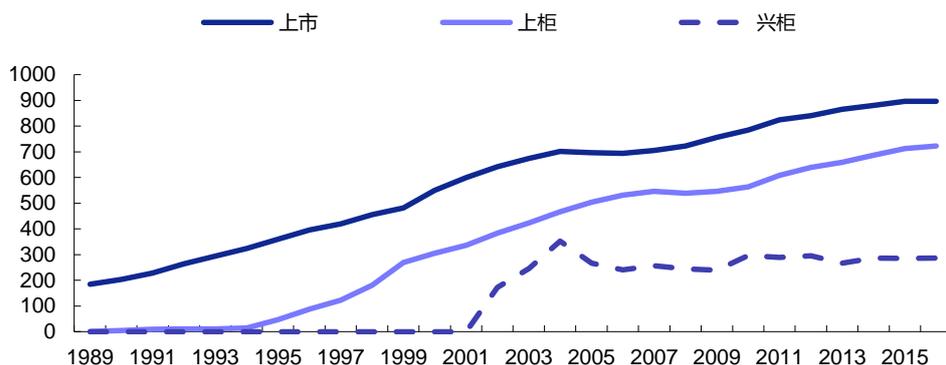
台湾证券交易所于2000年颁布了《上柜公司转申请上市审查准则》，该准则详细地制定了专门的转板条件与主管部门的审查程序。故在一段时间内使得由柜台买卖中心市场向证券交易所申请转板上市的公司远超过了直接向交易所申请上市公司，《上柜公司转申请上市审查准则》于2005年4月由主管部门废止，使得上柜公司转板至交易所上市条件的审核程序基本是无异于一般企业上市程序。

2. 上柜市场 VS 台交所 VS 兴柜市场历史统计数据

2.1. 公司家数对比

从公司家数来看，上柜市场公司和台交所上市公司的数目差有逐渐收窄趋势。兴柜市场在 2004 年达到峰值之后，开始下降并逐渐保持平稳。兴柜市场作为柜买市场的内部分层底层市场，一边吸引具有发展潜质的中小企业挂牌，一边不断为台交所和上柜市场输送优良的企业，整体公司家数保持稳定。

图 5：三市场公司家数对比

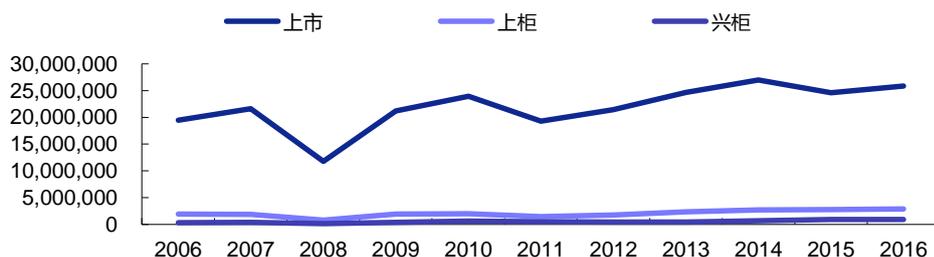


资料来源：安信证券研究中心，wind

从市值的角度来看，虽然上市公司和上柜公司数目差距不大，但是市值方面差距较大，总市值比例大概为 10:1，这与上柜公司的属性相关，上柜公司多为中小企业。

2.2. 市值对比

图 6：三市场公司市值总额对比 (单位: 百万人民币)

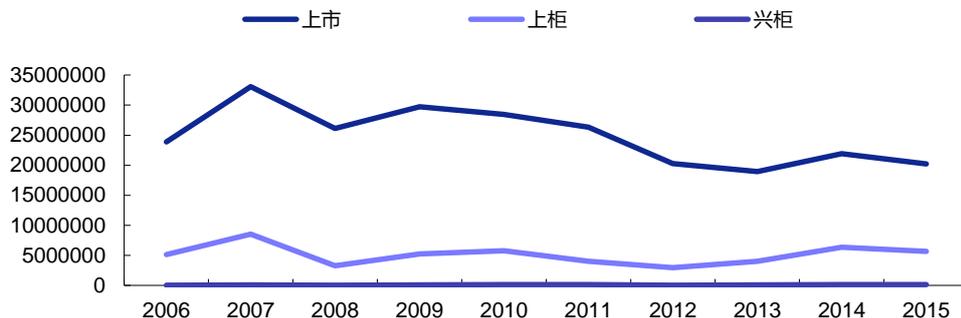


资料来源：安信证券研究中心，wind

2.3. 成交金额对比

从成交金额来看，上柜与上市公司的差距逐渐缩小，成交金额大致为 1:5，这与 1:10 的市值相比较，上柜的交易活跃度较好。

图 7：三市场成交金额对比（单位：百万元）

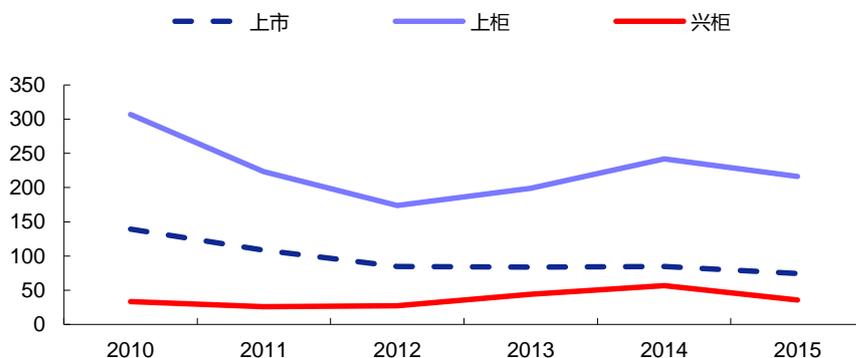


资料来源：安信证券研究中心，wind

2.4. 换手率对比

从市场的换手率情况来看，上柜公司的流动性最高，上市公司（台交所）其次，兴柜市场换手率较低。上柜市场的换手率较高，一方面与其流动性较好，交易活跃度较高有关，另一方面也与其自然人法人的相对比例有关。上柜市场 80% 以上的投资者为个人，个人投资者相对机构来说稳定性较低。

图 8：三市场换手率比较

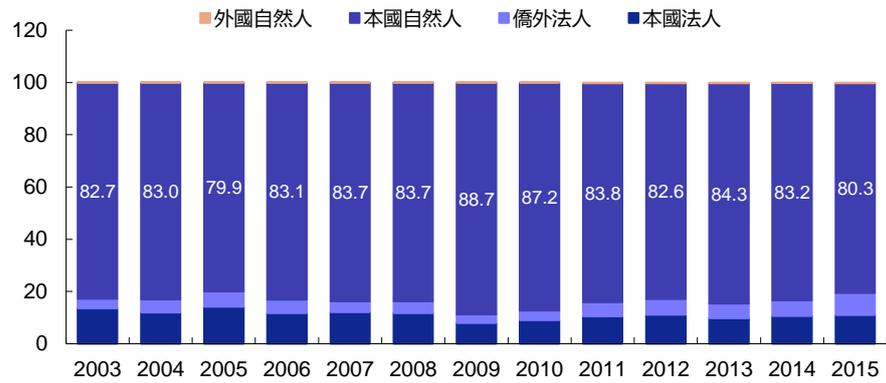


资料来源：安信证券研究中心，wind

2.5. 投资者结构对比

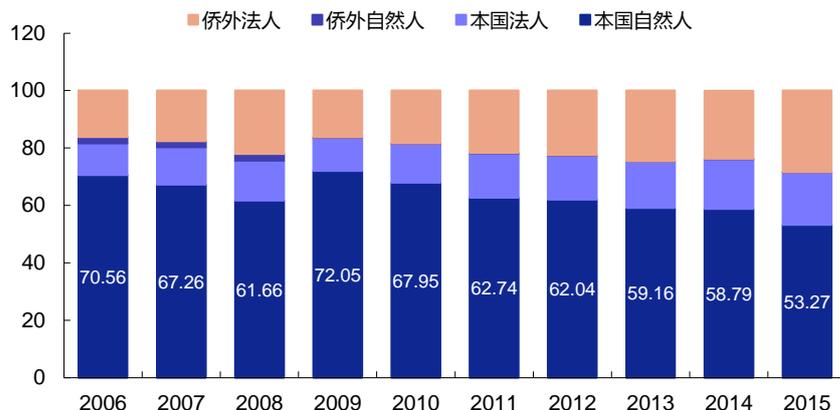
从投资者结构来看，上柜市场自然人较多，台交所自然人比重逐年下降，大概下降到 50% 左右。投资结构的不同一定程度能够解释成交量和市场 PE 水平的不同。

图 9：上柜市场自然人法人投资者占比



资料来源：安信证券研究中心，台湾柜买市场

图 10: 台交所投资者构成

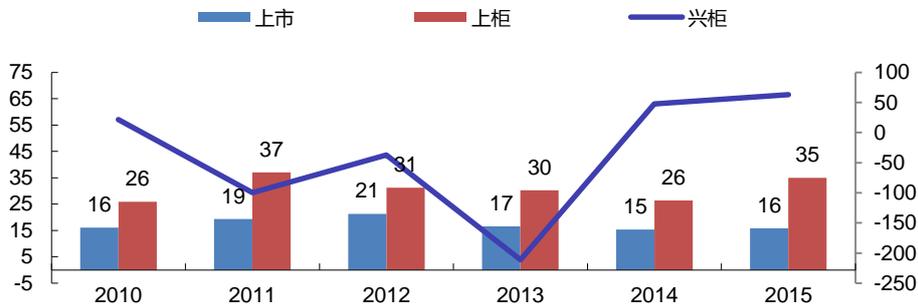


资料来源: 安信证券研究中心, 台交所

2.6. 市盈率对比

从市盈率情况来看, 兴柜企业的市盈率波动较大, 而上柜市场略高于上市市场, 10 年之后上柜市场市盈率保持稳定, 这与市场发展更加成熟是分不开的。

图 11: 三市场市盈率比较 (兴柜市场右轴)



资料来源: 安信证券研究中心, wind

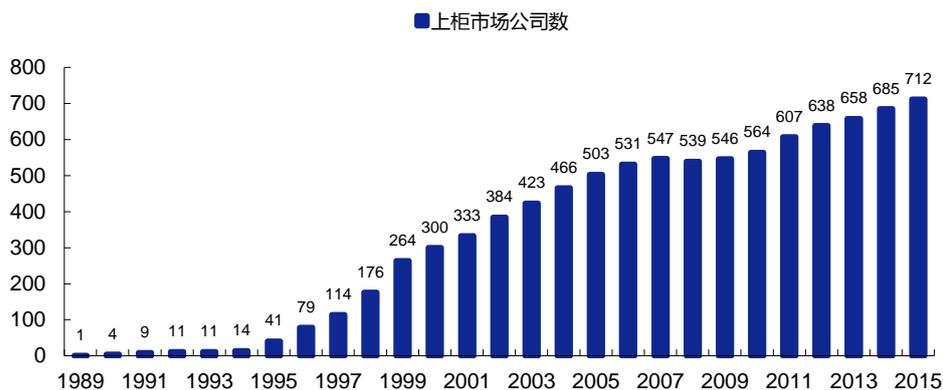
3. 上柜市场运行数据

3.1. 上柜市场历史统计数据

3.1.1. 公司数目历史变化

从上柜市场整体情况来看, 市场发展健康良好, 公司家数、上市公司市值都有上升趋势。受 2008 年全球金融危机的影响, 2008 年成交量急速下降, 随着全球经济复苏, 成交量近年来逐渐回暖上升, 交易趋于活跃, 上柜投资者开户数目保持相对稳定。

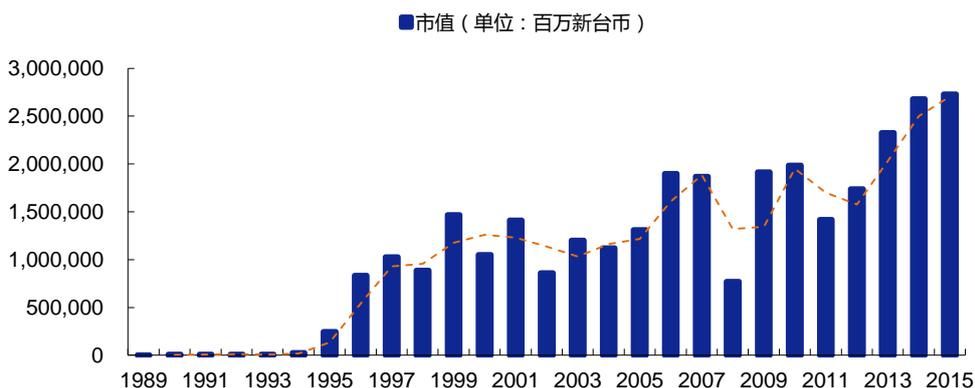
图 12: 上柜公司数目 (1989-2015)



资料来源: 安信证券研究中心, 台湾柜买网站

3.1.2. 市值情况历史变化

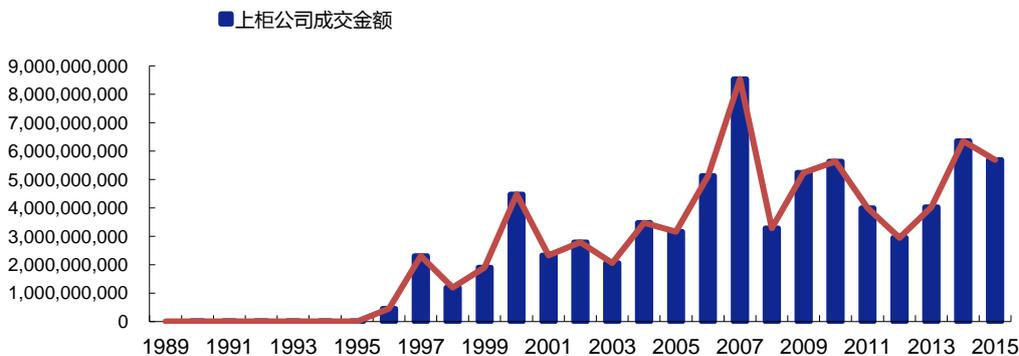
图 13: 上柜公司市值变化 (1989-2015)



资料来源: 安信证券研究中心, 台湾柜买网站

3.1.3. 成交金额历史变化

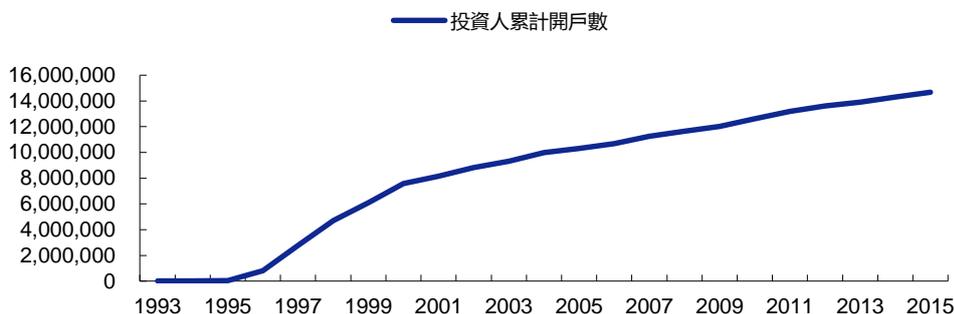
图 14: 上柜公司成交金额 (1989-2015, 单位千元新台币)



资料来源: 安信证券研究中心, 台湾柜买网站

3.1.4. 投资者累计户数历史变化

图 15: 上柜市场投资人累计户数

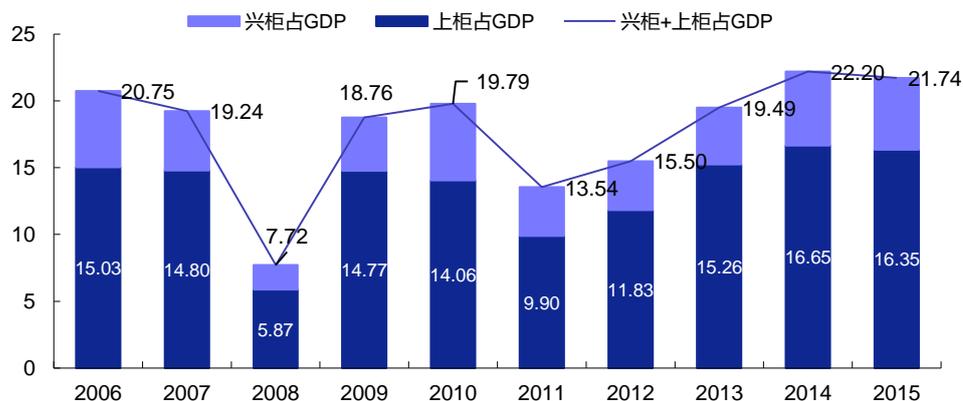


资料来源: 安信证券研究中心, 台湾柜买网站

3.1.5. 占 GDP 比重历史变化

除 2008 年受金融风暴影响较为严重意外, 其余年份占 GDP 比重较为稳定, 上柜基本保持在 10% 以上。

图 16: 兴柜、上柜占 GDP 比重变化

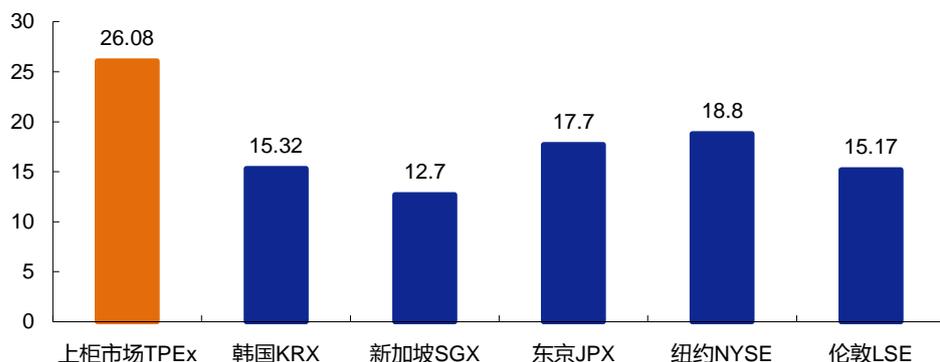


资料来源: 安信证券研究中心, 公开资料整理

3.2. 上柜市场经营情况 (2014 年)

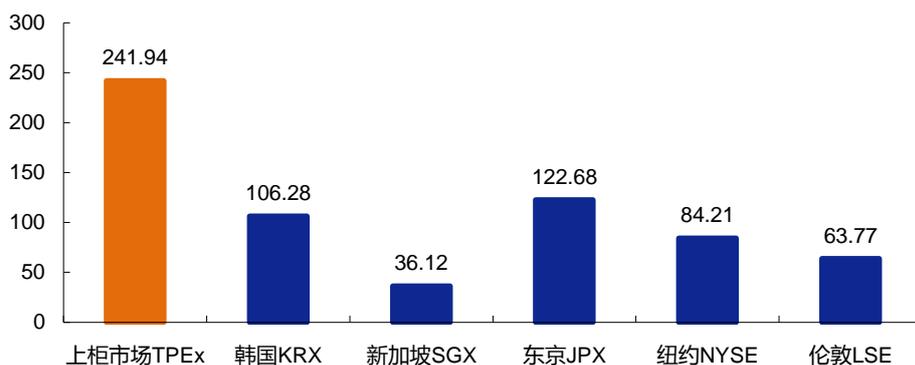
上柜市场市盈率与其他成熟资本市场相对比略高, 体现出较高的成长性, 换手率也相对较高, 体现出较高的流动性。

图 17: 上柜市场市盈率与相对成熟资本市场对比结果



资料来源: 安信证券研究中心, 柜买中心年报 (2014 年度)

图 18: 股票周转率%

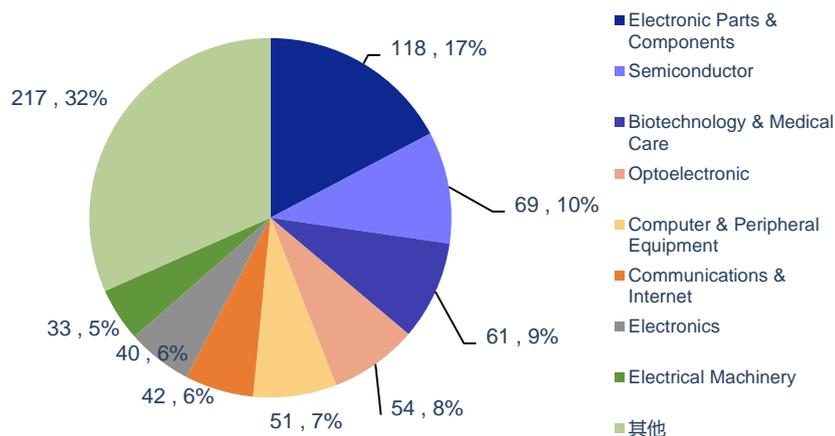


资料来源: 安信证券研究中心, 柜买中心年报 (2014 年度)

3.3. 上柜公司行业分布

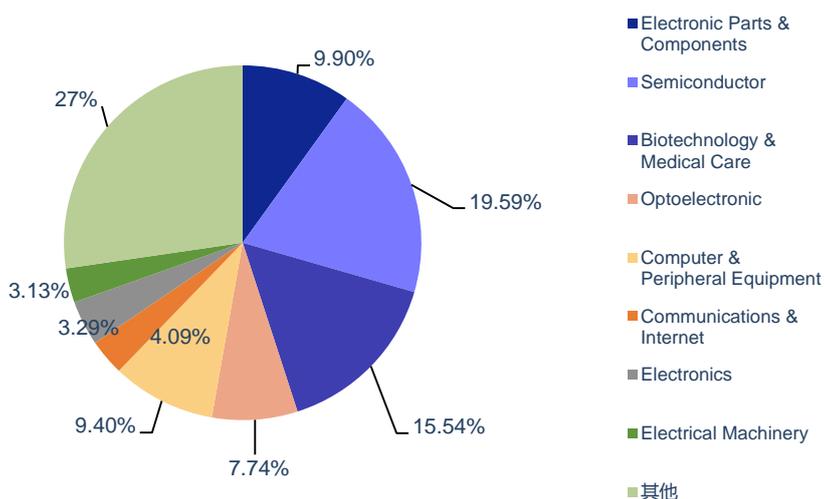
从行业分布来看, 柜买中心股票秉承了台股的特色, 电子、半导体行业具有明显的优势, 电子配件公司 118 家为全市场第一位, 市值方面, 半导体行业市值占全市场市值的 19.59%, 市值排名第一位。

图 19: 上柜公司行业分布 (按公司数目)



资料来源: 安信证券研究中心, 台湾柜买市场

图 20: 上柜公司行业分布 (按市值占比)

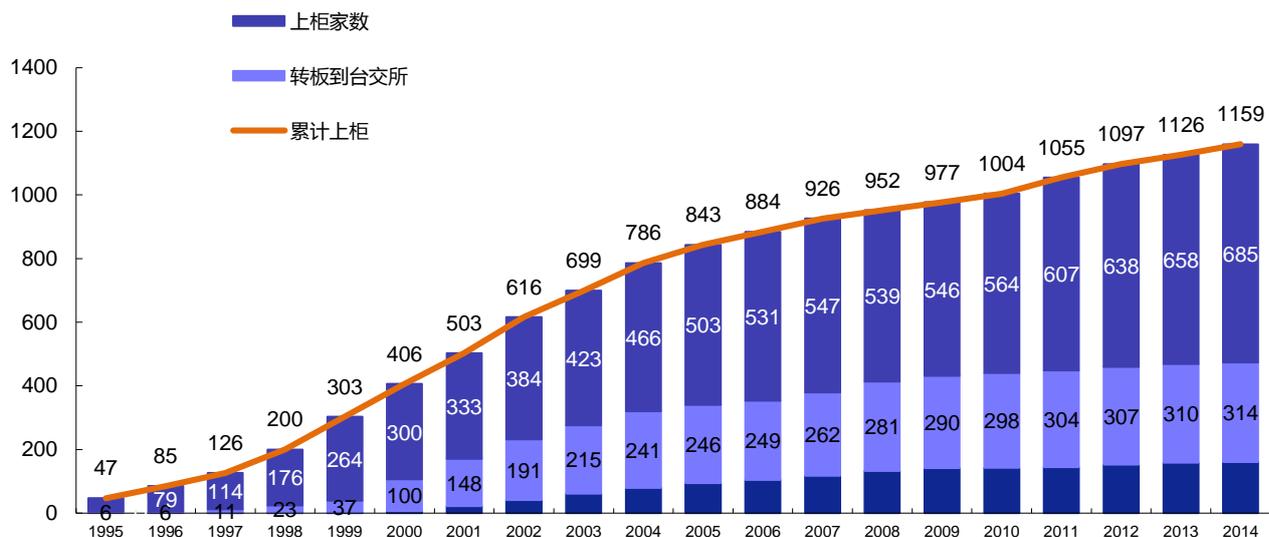


资料来源: 安信证券研究中心, 台湾柜买市场

4. 转板情况

从整体转板数据来看, 上柜市场和兴柜市场的转板情况比较普遍, 从下两图的累计转板情况分布来看, 上柜市场累计转板数大概可以占到总体的 1/3, 兴柜更是为上柜市场和台交所提供了大量的优质企业。

图 21：上柜股票转板情况



资料来源：安信证券研究中心，台湾柜买市场统计年鉴（2014 年度）

图 22：兴柜市场转板统计



资料来源：安信证券研究中心，台湾柜买市场统计年鉴（2014 年度）

从台交所的上市情况来看，超过一半的企业都是由上柜或者兴柜市场转板来的。这个体现出台湾多层次资本市场的功能定位，阶梯式的市场能够为各类企业“定制”最佳融资渠道。

表 3：台交所转板上市公司统计

	台交所公司数	累计上柜转板数	累计兴柜转板数	累计转板数
2010	758	298	125	423
2011	790	304	147	451
2012	809	307	160	467
2013	838	310	181	491
2014	854	314	193	507

资料来源：安信证券研究中心，公开资料整理

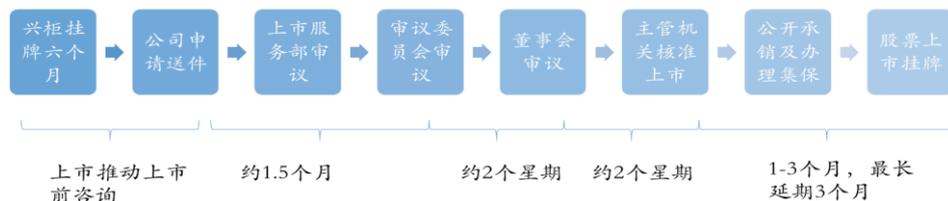
为了保持上市公司数量和规模的优势，发挥主板的功能，台湾证券交易所在 2000 年制定了“台湾证券交易所上柜公司转申请上市审查准则”，让符合上市规定的上柜公司能快速转到交易所挂牌，而不用再像初次申请一样，要经过冗长的审查程序。审查程序的简化，大大减少了上柜公司申请转上市的成本，2000 年当年就有 63 家转板到台湾证券交易所。

依据 2000 年的规定，上柜公司申请转上市除需满足台湾证券交易所有价证券上市审查准则条件外，还需要满足一定的额外条件，如在柜台市场交易一年以上，没有发生更改交易形式和停牌事件等。如果申请公司属于科技事业、台湾经济建设的重大事业或政府奖励民间参与的重大公共建设事业，在申请时可以拿主管机关所出具的意见书或证明文件，豁免有关上市审查条件。

上柜公司转上市主要采取批处理的形式，即上柜公司若申请批次转上市，须在每年 6 月底前申请，而后由台湾证券交易所整批书面审查之后，报请董事会通过，集体在 8 月底、9 月初到台湾证券交易所上市。集体转上市制度，不但增加了台湾证券交易所在一定时间内的处理压力，也对信息公司软件信息作业增加负担，而且不利于上柜公司决策的灵活性。

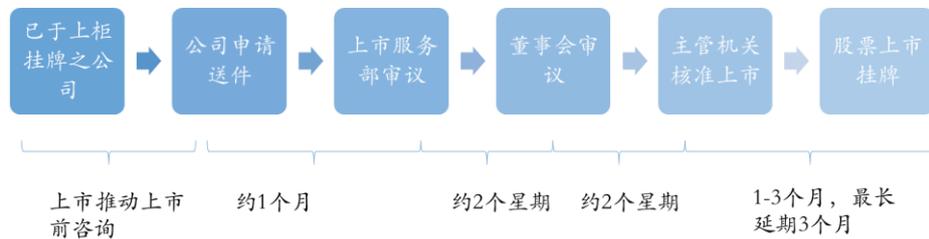
《上柜公司转申请上市审查准则》于 2005 年 4 月由主管部门废止，使得上柜公司转板至交易所上市条件的审核程序基本是无异于一般企业上市程序。当前流程如下面两图所示。

图 23：台交所首次上市流程



资料来源：安信证券研究中心，公开资料整理

图 24: 上柜转上市流程



资料来源: 安信证券研究中心, 公开资料整理

从上柜公司转板情况来看, 2000 年到 2004 年上柜转板每年数目最高, 2004 年之后急速下降, 可见对于转板的政策条件对于转板情况有直接的影响。

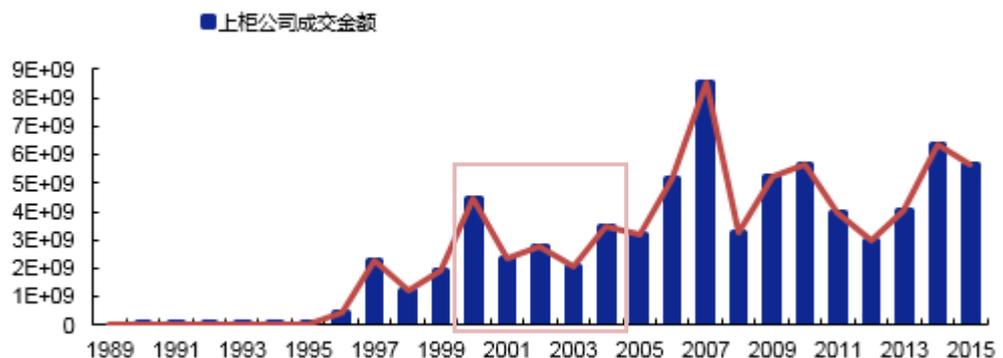
图 25: 新增上柜转板上市家数



资料来源: 安信证券研究中心, 柜买中心数据

而从前文中呈现的交易金额来看, 2000-2004 的成交额确实有一定程度的下降, 这可能是优质公司大量转板所形成的一个负面效应。

图 26: 上柜公司成交金额 (1989-2015, 单位千元新台币)



资料来源：安信证券研究中心，台湾柜买市场

而兴柜市场按照其为上柜、上市公司输送优质企业的定位，可以看出近 10 年来，登陆台交所的公司有波动上升的趋势。

图 27：新增兴柜转上市公司数



资料来源：安信证券研究中心，柜买中心数据

5. 典型企业简介——股王“汉微科”

5.1. 公司情况简介

汉民微测自成立于 1998 年以来致力于研发最先进的电子束检测技术来协助提升半导体产业之良率。目前汉民微测已经成为世界各大晶圆代工厂与晶圆内存厂最大的电子束检测设备供货商。公司拥有自行研发专利的电子枪技术、电子束成像技术与精准的检测软件，来确保我们的每条产品线 - eScan®系列、ePTM 系列、eXplore®系列皆能满足半导体研发部门与量产单位之各项应用。汉民微测为伙伴提供解决方案，完成 90 奈米、65 奈米、40 奈米、28 奈米，乃至 20 奈米制程的开发与量产，并继续朝 16 奈米及 10 奈米以下制程的检测设备推进。时至今日，汉民微测所研发、制造的电子束检测设备，其分辨率及可靠度，已获得全球前二十大晶圆大厂及内存大厂的肯定与青睐。公司在相关领域技术市场领先，在电子束检测设备市场占有率超过一半。

汉微科 2011 年 4 月 29 日登陆兴柜，2012 年 5 月 21 日登陆上柜。上柜以来股价曾经一路飙升，成为台湾资本市场的一只科技牛股。

图 28：公司产品- eScan®系列



资料来源：安信证券研究中心，公司官网

5.2. 公司财务经营情况

表 4：汉微科 5 年经营情况概览

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
利润表摘要 (万元人民币)					
总营业收入	131,373.15	140,804.46	107,922.27	89,491.74	55,487.23
同比(%)	-7.74	35.01	27.76	56.09	73.30
营业利润	48,797.23	63,048.31	48,736.84	36,541.50	14,290.27
同比(%)					
净利润	40,089.46	63,236.73	47,364.16	32,470.41	13,514.45
同比(%)	-37.31	38.16	54.53	132.52	159.71
资产负债表摘要 (万元人民币)					
总资产	329,929.30	295,420.08	239,519.56	111,414.81	57,115.12
总负债	80,363.03	63,502.03	42,814.99	26,353.91	27,528.65
股东权益合计	249,566.27	231,918.05	196,704.58	85,060.90	29,586.46
现金流量表摘要 (万元人民币)					
经营活动现金流量	70,837.09	61,121.28	43,868.76	39,684.25	17,017.25
投资活动现金流量	-16,322.39	503.93	-61,607.98	-1,117.35	-1,278.34
资本支出	6,441.86	9,550.79	2,963.33	993.77	1,087.78
筹资活动现金流量	-30,824.52	-22,186.08	69,644.39	7,439.38	-18,697.91
现金净流量	22,975.33	39,563.27	52,432.70	46,330.85	-2,696.58
关键比率					
EPS(基本)	6.46	8.91	7.09	5.00	2.25
ROE(%)	16.63	30.09	34.38	56.73	61.08
ROA(%)	12.75	24.00	27.48	38.10	23.58
EBIT Margin(%)	37.14	50.69	47.86	40.01	28.48
资产负债率(%)	24.36	21.50	17.88	23.65	48.20
P/E(TTM)	27.44	48.47	57.62	29.44	
P/E(LYR)	41.80	35.08	29.33	23.15	

资料来源：安信证券研究中心，wind

5.3. “股王争霸”历史

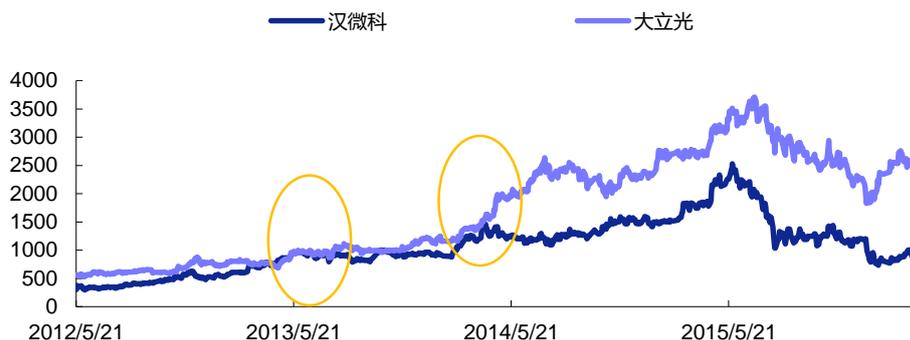
作为上柜市场的一个明星，汉微科自上柜以来股价一直飙升，走出了牛股行情；与台交所股王大立光股价曾两度不相上下，两股股王争霸也引起台湾资本市场的关注和探讨。

图 29：汉微科股价走势



资料来源：安信证券研究中心，wind

图 30: 汉微科 VS 大立光股票走势



资料来源: 安信证券研究中心, wind

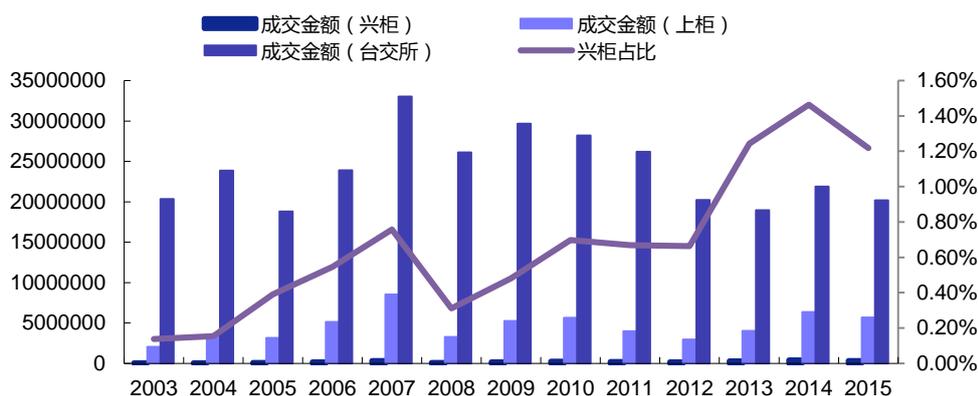
6. 对新三板发展的启示

6.1. 阶梯式市场板块能够盘活市场，清晰化市场分工

当前台湾多层资本市场的建设已经趋于成熟，三个市场各有分工，为台湾大部分企业提供了差异化的可靠的融资方式。

兴柜市场作为台湾柜买中心的底层市场，成为上柜市场和台交所的上柜上市预备市场，凡有需求登陆台交所或者上柜市场的公司都需要在兴柜市场上挂牌满 6 个月，兴柜市场能够对上市上柜起到一定的缓冲作用。而对于兴柜市场来说，虽然其交易额远逊与其他两个市场，但是交易额占比逐渐提升，说明兴柜市场融资功能稳中有升。兴柜市场逐渐成为一个具有相对稳定公司规模、具有一定程度融资属性的上市、上柜市场预备市场。

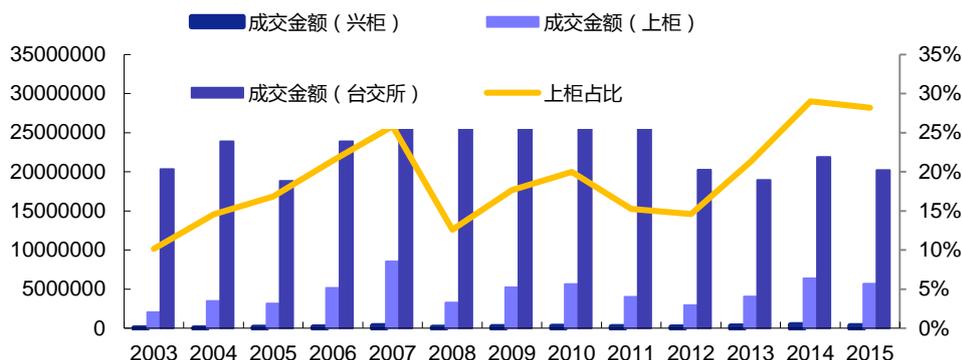
图 31: 各市场成交金额情况 (单位: 百万新台币)



资料来源: 安信证券研究中心, 各市场公开数据统计

对于上柜市场来说，成为中小市值公司发展的摇篮。上柜公司总市值占台交所的 1/10，成交金额则为 1/5，上柜市场的周转率高于台交所和几大成熟资本市场，为上柜公司提供了具有充分流动性的融资和交易平台，上柜市场的成交额占比也呈现提升趋势。

图 32: 各市场成交情况



资料来源: 安信证券研究中心, 各市场公开数据统计

从个股交易情况来看, 根据 2015 年 12 月的交易统计结果, 台交所前 10 名公司成交金额总额为 43695983 万新台币, 约占总体成交金额的 25%, 上柜市场前 10 名交易金额为 19576552 万新台币, 约占台交所总体交易金额的 11%。上柜市场中排名第一的中裕成交金额在台交所排名第 6 位, 第二名宏捷科技、第三名排名浩鼎为台交所第九位、第十位。由此可见, 虽然上柜市场整体成交情况略逊于台交所, 但是对于优质个股, 平台的交易筹资功能能为其提供足够的发展空间。

表 5: Top10 台交所和上柜公司融资金额 (2015 年 12 月)

排名	台交所		上柜	
	证券名称	成交金额(千元新台币)	证券名称	成交金额(千元新台币)
1	2330 台積電	93,565,509	4147 中裕	39,085,981
2	00633L 上証 2X	63,947,617	8086 宏捷科技	24,551,343
3	3008 大立光	53,514,519	4174 浩鼎	24,229,534
4	2317 鴻海	44,323,995	4162 智擎	22,022,813
5	2454 聯發科	41,335,072	3691 碩禾	19,403,361
6	2474 可成	34,647,720	4105 東洋藥品	16,993,262
7	3474 華亞科	30,397,294	3234 光環	16,217,939
8	00637L 滬深 2X	30,050,033	3081 聯亞	11,422,195
9	2881 富邦金	22,593,676	5490 同亨科技	10,993,561
10	3673 F-TPK	22,584,398	3658 漢微科	10,845,535
	总计	436,959,833		195,765,524

资料来源: 安信证券研究中心, 各市场公开数据统计

6.2. 转板不可怕, 但转板条件要严谨

总结上柜市场 2000-2004 年的发展情况, 可以得到一些经验教训。上柜市场 2000 年出台的转板审核办法, 让符合上市规定的上柜公司能快速转到交易所挂牌, 而不用再像初次申请一样, 要经过冗长的审查程序, 降低了审核成本, 这使得大批的优质公司成批转板到台交所。虽然为转板提供方便能够吸引大量的企业上柜, 但也造成了不小的负面影响。这对于从冰点发展起来的上柜市场来说并不公平, 从 2000-2003 年的成交情况来看, 也存在成交量萎缩的趋势, 对于市场整体发展不利。这也促使台湾当局最终废止该条款, 使得转板上市难度与普通 IPO 难度相仿。

从 2004 年之后的发展情况来看，上柜进入稳定的发展轨道，符合条件的公司仍可以选择到台交所上市，上柜公司更多的是与上柜市场定位相符合的公司，而不是为规避繁冗的审核条件而把上柜市场当成跳板的公司。

新三板的转板机制尚在酝酿之中，应当吸取经验教训，要在转板条件上仔细斟酌，形成能够稳定市场发展，利于公司融资发展的转板条件。

6.3. 防范风险，提高资源配置效率

台湾柜买市场运行稳定，与其防范风险的机制相关。首先，上市和上柜企业在兴柜市场有 6 个月的强制辅导期，使新生企业在准备上市和上柜之前，熟悉证券市场法规和流程、提升财务管理能力和市场应对能力。其次，上柜市场和兴柜市场每年均有一定数量的退市企业，通过市场机制淘汰这些企业，可确保在市场上挂牌的企业以及输送到上层市场的企业是优质的，从而有效地控制主板市场风险。

相比之下，大陆资本市场很多 ST 股票变成壳资源被炒作利用，这影响了资源配置效率，也不利于信息充分沟通，保护中小投资者的利益。在三板之后的发展中，应当考虑配套的风险防范措施，以及建设合理有效的退市制度。

6.4. 政策引领，资本引导产业发展和转型

表 6：上柜市场发展阶段

发展阶段	时间点	发展重点
创立-萌芽	1994-1999	此阶段以推动经济发展为宗旨，配合国家经济政策，扶植中小企业筹集资金，推动优良企业上柜，活络市场成交量。主要为鼓励证券业、新银行以及传统产业申请上柜，以扩大柜买市场规模。
成长-茁壮	2000-2004	此阶段以吸引科技型企业进入柜买中心为重心，期形成以科技型企业为主要特色的台斯达克（TAISDAQ）市场，另外为解决未上市（柜）企业的股份流通需求，与 2002 年推出兴柜股票交易市场，协助未上市（柜）企业筹资发展。
展翅-深耕	2005-2009	配合政府政策，鼓励推动生物科技等高附加值、低污染、技术资本密集之产业上柜，同时推动海外优质企业来台上（兴）柜。
创新-回馈	2010-2014	此阶段目标为推动包括文化创意、电子商务等特色的企业进入资本市场筹资发展，并协助发展柜买市场架构，满足不同规模企业在各发展阶段的筹资需求。

资料来源：安信证券研究中心，柜买中心年报（2014）

从柜买中心的发展来看，每个阶段有发展的主旋律，同时，在政策上有鼓励的行业和产业，比如 2005-2009 对生物科技公司的鼓励，2010-2014 年对文化创意、电子商务等企业的鼓励，资本市场最终服务于实体经济，政策的引导最终转化为融资交易的难易程度进而产生对实体行业的发展产生推动作用。

新三板未来发展的过程中，也可以从制度上有侧重的引导，更好的发挥出资本市场的功能，服务经济发展。

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼

邮编：200122

北京市

地址：北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编：100034