

2016年05月05日

## 新三板高成长是如何炼成的？-新三板2015年报分析

■**新三板公司净利润增速41.5%**：2015年新三板挂牌企业合计实现收入11288.5亿，实现净利润878.3亿元。新三板整体业绩增速呈现明显加速向上；收入增速来看，2015年新三板收入增速为16.5%，较2014年提升0.4个百分点；**净利润增速2015年为41.3%**，较2014年34.5%，提升6.8个百分点。从收入规模分布来看，93.6%的新三板挂牌企业收入规模超过1000万元。收入规模在1亿以上的占比高达36.9%，共有2539家挂牌企业；其中，甚至有17.9%的挂牌企业营业收入规模超过2亿元。

■**净利润增速远高于收入增速的原因来自于进入规模边际效应阶段**；鉴于金融行业2015年年报收入占比约5%，但净利润同期占比高达约20%，剔除金融后新三板2015年收入增速为14.5%，净利润增速为32.2%，扣非后净利润增速为36.9%；净利润增速依旧远高于收入增速。我们认为，新三板净利润增速高于收入增速更可能的原因在于新三板经营规模的上升，规模边际效应逐渐得以体现，这个情况能维持多久还需观察。

■**新三板挂牌企业盈利能力趋强，毛利率净利率双升**：2015年新三板毛利率为25.68%，较2014年上升约1.5个百分点；2015年净利率7.87%，较14年上升1.37个百分点；从销售毛利率及净利率变化情况来看，新三板挂牌企业整体盈利能力趋强。

■**新三板挂牌企业受益融资好政策，现金流趋于改善**：新三板挂牌企业现金净额增加值为1388亿，比较2014年新三板现金净额增加值377亿，新三板现金流改善显著；其中，贡献最大的为筹资现金流净额增加值，2015年筹资净额为2045亿，较2014年净增加1352亿；而经营性现金流，2015年为994.3亿，较2014年经营性现金流净增加142亿，业绩增长具有现金流基础。

■**新三板成长性优于创业板及中小板，但研发投入相对不足需改善**：收入增速上，创业板收入增速29%，领先于新三板增速16.5%及中小板增速11.6%；但净利润增速上，新三板净利润增长41%，要远远领先于创业板净利润增速25%和中小板净利润增速15%；整体来看，结合新三板经营规模偏小特征，新三板成长性要优于创业板及中小板。但从研发投入来看，2015年，新三板研发费用合计131亿，占收入比重1.2%；而同期创业板研发费用260亿，占收入比重4.7%；中小板研发费用650亿，占收入比重2.8%；总体法来看，新三板研发费用投入相对不足。

■**新三板做市转让企业业绩并不绝对优于协议转让，协议转让中仍有大把好公司待发掘**：从收入增速来看，做市转让收入增速为19.7%，协议

## 新三板主题报告

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

李蕙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060002  
lihui@essence.com.cn  
0755-82558362

桑威

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060006  
sangwei@essence.com.cn  
0755-82558335

### 相关报告

新三板2015年报分析系列一	2016-05-04
主题周报20160503：关注通胀、智能汽车、虚拟现实相关主题	2016-05-03
三板盈利公司占比逼近创业板 财报造准创新层	2016-05-03
新三板定价效率减弱一二级市场投资策略临变	2016-04-29
2015年新三板游戏行业：繁荣之下，三成公司在赔钱赚吆喝	2016-04-28

转让收入增速为 15.6%，做市转让收入增速较协议转让高出 4.1 个百分点；但从净利润增速来看，做市转让净利润增速仅 34.1%，比较协议转让净利润增速 45.6%，做市转让净利润增速要低于协议转让 11.5 个百分点。同时，协议转让挂牌企业的经营性现金流质量要远好于做市转让。2015 年，协议转让经营性现金流占收入比重为 10.81%，较同期做市转让经营性现金流占收入比重为 4.27%高出逾 6 个百分点。这可能说明并非所有的好公司均选择做市转让方式，协议转让中还有大量好公司待发掘。

■**新三板行业业绩比较上金融行业、消费、计算机、新材料等行业优势明显：**从经营规模、成长增速、盈利能力、现金流质量等多个维度分析，金融、大消费、新材料、计算机等行业均排名靠前。

■**风险提示：系统性风险、政策推进不达预期风险。**

## 内容目录

<b>1. 经营业绩向好：新三板 2015 年年报概况</b> .....	<b>5</b>
1.1. 挂牌企业业绩增速向上.....	5
1.2. 挂牌企业经营规模显著扩大.....	6
1.3. 挂牌企业盈利能力趋强.....	7
1.4. 挂牌企业经营性现金流趋于改善.....	9
<b>2. 新三板成长性优于创业板及中小板：三板块 2015 年报比较分析</b> .....	<b>10</b>
2.1. 新三板经营规模偏小，但成长性或高于创业板及中小板.....	10
2.2. 新三板 ROE 高于创业板及中小板，但毛利率及净利率略低于创业板.....	10
2.3. 新三板经营性现金流质量要优于创业板及中小板.....	11
2.4. 新三板研发费用投入相对不足.....	12
<b>3. 做市转让挂牌企业并不绝对优于协议转让：做市&amp;协议年报对比</b> .....	<b>12</b>
3.1. 做市转让挂牌企业具备规模优势.....	12
3.2. 做市转让挂牌企业成长增速并不必然高于协议转让.....	13
3.3. 做市转让与协议转让挂牌企业盈利能力对比并未有显著差异.....	13
3.4. 协议转让现金流质量要好于做市转让挂牌企业.....	14
<b>4. 金融、消费、新材料行业强：新三板行业 2015 年度年报对比</b> .....	<b>14</b>
4.1. 金融行业经营业绩表现最佳.....	14
4.2. 金融行业盈利能力最强，软件及服务行业毛利率下滑较大.....	16
4.3. 金融行业现金流质量最高，公共事业行业紧随其后.....	16

## 图表目录

图 1：2013-2015 年新三板收入增速 (%).....	5
图 2：2013-2015 年新三板净利润增速 (%).....	5
图 3：2014-2015 年新三板收入增速 (剔除金融).....	5
图 4：2014-2015 年新三板净利润增速 (剔除金融).....	5
图 5：2013-2015 年收入规模.....	6
图 6：2013-2015 年净利润规模.....	6
图 7：2015 年新三板挂牌企业收入规模分布.....	7
图 8：2015 年新三板挂牌企业净利润规模分布.....	7
图 9：2015 年新三板挂牌企业 ROE (%).....	8
图 10：2015 年新三板挂牌企业毛利率及净利率 (%).....	8
图 11：2015 年新三板挂牌企业三费占收入比重 (%).....	8
图 12：2015 年新三板挂牌企业毛利率分布.....	9
图 13：2015 年度新三板挂牌企业经营性现金流.....	9
图 14：2015 年度三板块营业收入及增速对比 (新三板 VS.创业板 VS.中小板).....	10
图 15：2015 年度三板块净利润及增速对比 (新三板 VS.创业板 VS.中小板).....	10
图 16：2015 年度三板块盈利能力对比 (%，新三板 VS.创业板 VS.中小板).....	11
图 17：2015 年度三板块资产负债率对比 (新三板 VS.创业板 VS.中小板).....	11
图 18：2015 年度三板块经营性现金流对比 (新三板 VS.创业板 VS.中小板).....	12
图 19：2015 年度三板块研发费用投入对比 (新三板 VS.创业板 VS.中小板).....	12
图 20：2015 年度营业收入对比 (做市 VS.协议).....	13

图 21: 2015 年度净利润对比 (做市 VS.协议) .....	13
图 22: 2015 年度成长性对比 (做市 VS.协议) .....	13
图 23: 2015 年度盈利能力对比 (做市 VS.协议) .....	14
图 24: 2015 年度现金流质量对比 (做市 VS.协议) .....	14
图 25: 2015 年度营业收入行业对比.....	15
图 26: 2015 年度平均净利润行业对比 .....	15
图 27: 2015 年度收入及净利润增速行业对比 .....	15
图 28: 2015 年度盈利能力行业对比.....	16
图 29: 2015 年毛利率变动幅度.....	16
图 30: 2015 年行业现金流质量对比.....	17

表 1: 2015 年新三板挂牌企业收入增速结构分布 .....	6
表 2: 2015 年新三板挂牌企业净利润增速结构分布 .....	6

## 1. 经营业绩向好：新三板 2015 年年报概况

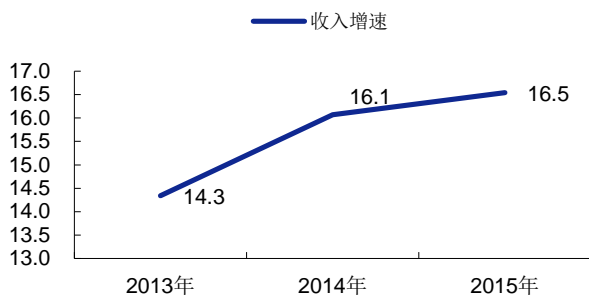
2015 年报共有 6883 家新三板挂牌企业完成年报披露，62 家未能按期披露年报。

### 1.1. 挂牌企业业绩增速向上

根据已披露的年报数据，2015 年新三板整体业绩增速呈现明显的加速向上。收入增速来看，2015 年新三板收入增速为 16.5%，较 2014 年提升 0.4 个百分点；净利润增速 2015 年为 41.3%，较 2014 年 34.5%，提升 6.8 个百分点。

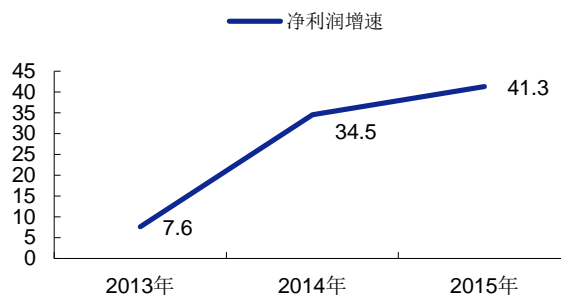
其中，对于净利润增速远高于收入增速的原因；鉴于金融行业 2015 年年报收入占比约 5%，但净利润同期占比高达约 20%，假设剔除金融行业对于新三板整体业绩增速的扰动；可以看到，剔除金融后新三板 2015 年收入增速为 14.5%，净利润增速为 32.2%，扣非后净利润增速为 36.9%；净利润增速依旧远高于收入增速。可能来说，新三板净利润增速高于收入增速更可能的原因在于新三板经营规模的上升，规模边际效应逐渐得以体现。

图 1：2013-2015 年新三板收入增速 (%)



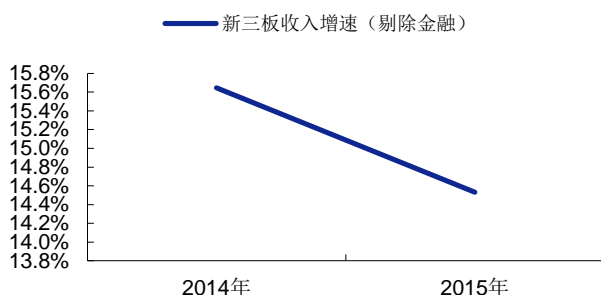
资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 2：2013-2015 年新三板净利润增速 (%)



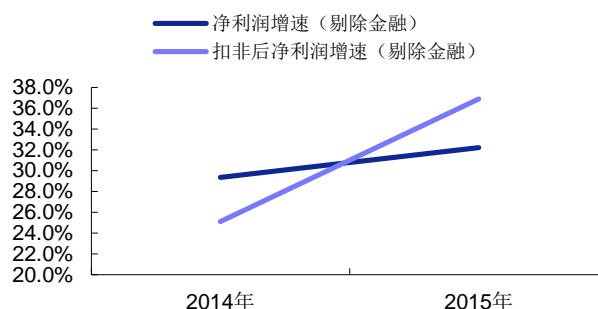
资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 3：2014-2015 年新三板收入增速 (剔除金融)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：2014-2015 年新三板净利润增速 (剔除金融)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从新三板挂牌企业收入增速分布情况来看，71.9%的新三板挂牌企业 2015 年收入取得正向增长；其中，收入增幅超过 1 倍的新三板挂牌企业有 844 家，占新三板挂牌数量的 12.3%；增速在 50-100%之间的新三板挂牌企业有 964 家，占新三板数量比重的 14%。收入增速排名前五的分别为汇量科技（收入 7.7 亿，精准营销公司）、优睿传媒（收入 1483 万元，广告营销）、影谱科技（收入 8077 万元，精准广告植入公司）、时间互联（收入 1.3 亿元，移动互联网数字营销）、坤鼎集团（收入 8.7 亿，高端产业园区定制及运营服务）；增幅极为可观。

**表 1：2015 年新三板挂牌企业收入增速结构分布**

收入增速分类	平均收入增速%	公司数量	数量占比
<0%	-20.70	1937	28.1%
0%<增速<10%	4.77	961	14.0%
10%<增速<30%	19.32	1386	20.1%
30%<增速<50%	38.47	774	11.2%
50%<增速<100%	68.80	964	14.0%
100%<增速<1000%	229.99	802	11.7%
增速>1000%	13,182.01	42	0.6%

资料来源：Choice，安信证券研究中心

从新三板净利润增速分布来看，则呈现出显著的“两极分化”；其中，净利润负增长企业有 2352 家，占比 34.2%；但同时，净利润增速大于 1 倍的新三板挂牌企业数量也达到 2342 家，占比约 34%。净利润增速排名前五的分别为，汇量科技（净利润 4807 万元，增幅 2546 倍）、创研股份（净利润 364 万、增幅 2220 倍）、纽威科技（净利润 533 万元，增幅 602 倍）、优通科技（净利润 71 万元，增幅 522 倍）、莱特光电（净利润 825 万元，增幅 475 倍）。

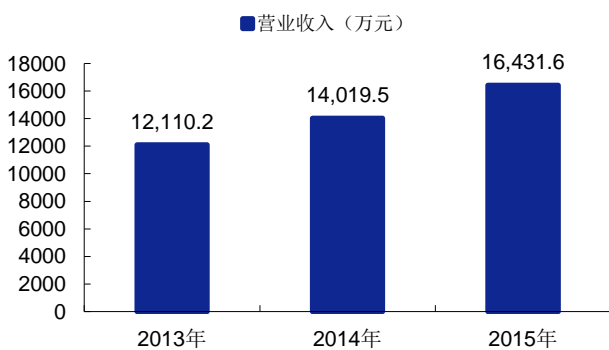
**表 2：2015 年新三板挂牌企业净利润增速结构分布**

净利润增速分类	平均净利润增速%	公司数量	占比
<0%	-524.17	2352	34.2%
0%<增速<10%	5.02	287	4.2%
10%<增速<30%	19.59	603	8.8%
30%<增速<50%	39.48	470	6.8%
50%<增速<100%	72.69	827	12.0%
100%<增速<1000%	299.70	2058	29.9%
增速>1000%	6,330.76	284	4.1%

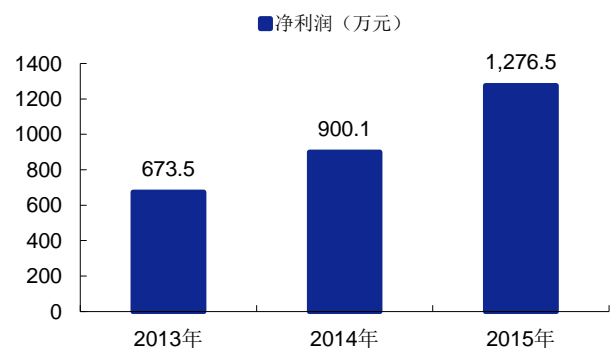
资料来源：Choice，安信证券研究中心

## 1.2. 挂牌企业经营规模显著扩大

根据 2015 年年报，新三板挂牌企业合计实现收入 11288.5 亿，实现净利润 878.3 亿元。平均来看，单个新三板挂牌企业 2015 年实现收入 16431.6 万元，实现净利润 1276.5 万元。比较 2014 年，新三板挂牌企业平均实现收入 14019.5 万元，实现净利润 900 万；新三板挂牌企业收入规模增长 2412 万元，净利润规模增长 376.5 万元。

**图 5：2013-2015 年收入规模**


资料来源：Choice，安信证券研究中心

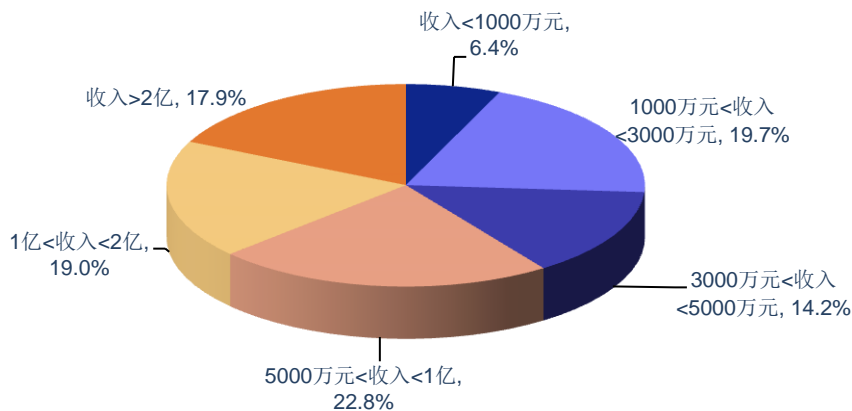
**图 6：2013-2015 年净利润规模**


资料来源：Choice，安信证券研究中心

从收入规模分布来看，**93.6%**的新三板挂牌企业收入规模超过 1000 万元。收入规模在 1 亿

以上的占比高达**36.9%**，共有 2539 家挂牌企业；其中，甚至有 17.9% 的挂牌企业营业收入规模超过 2 亿元。而金田铜业（收入 314 亿）、钢银电商（收入 212 亿）、翰林汇（159 亿）、兴达泡塑（80 亿）、中钢网（74 亿）等收入排名靠前的新三板挂牌企业，其收入规模远超一般中小创企业，甚至是大型企业。

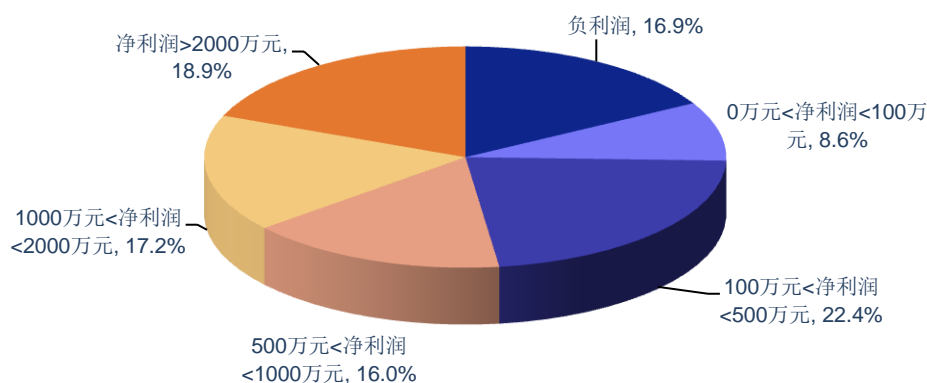
**图 7：2015 年新三板挂牌企业收入规模分布**



资料来源：Choice，安信证券研究中心

从净利润规模分布来看，1163 家新三板挂牌企业 2015 年年报净利润出现亏损，占比 16.9%；净利润在 0-500 万元之间的新三板挂牌企业共有 2135 家，占比 31%；净利润在 500-1000 万之间的新三板挂牌企业共 1102 家，占比 16%；净利润大于 2000 万的挂牌企业数量共 1299 家，占比 18.9%。其中，净利润排名靠前的挂牌企业，包括东海证券（18 亿）、南京证券（14 亿）、湘财证券（12 亿）、齐鲁银行（12 亿）、中科招商（11 亿）、华龙证券（10 亿）、硅谷天堂（7.6 亿）、恒大文化（7 亿）等，其净利润规模大幅领先一般中小企业。

**图 8：2015 年新三板挂牌企业净利润规模分布**



资料来源：Choice，安信证券研究中心

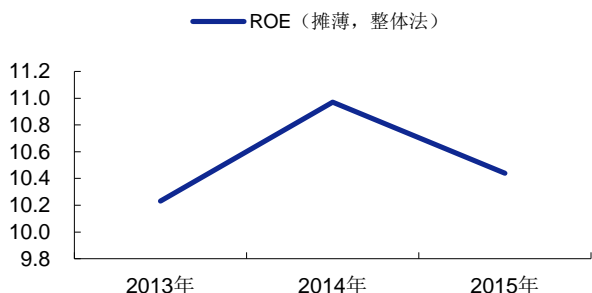
### 1.3. 挂牌企业盈利能力趋强

2015 年，新三板挂牌企业通过整体法计算 ROE 为 10.44%，比较 2014 年 ROE，当期 ROE 为 10.97%；2015 年新三板整体 ROE 略微下滑。

但比较新三板销售毛利率及净利率水平，2015 年新三板毛利率为 25.68%，较 2014 年毛利率 24.18% 上升约 1.5 个百分点；2015 年净利率 7.87%，较 14 年 6.5% 上升 1.37 个百分点；

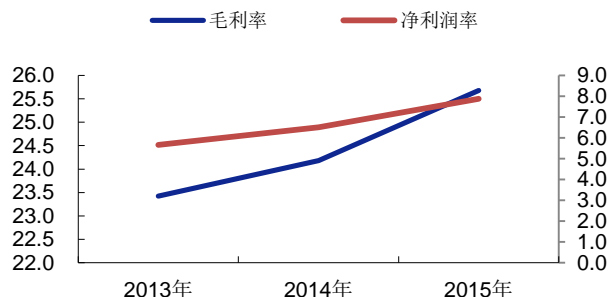
从销售毛利率及净利率变化情况来看，新三板挂牌企业整体盈利能力趋强。可能来说，对于15年ROE下滑，更大原因可能在于2015年新三板资本扩张加速，但新增资本实现收益尚需要时间。

图 9：2015 年新三板挂牌企业 ROE (%)



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

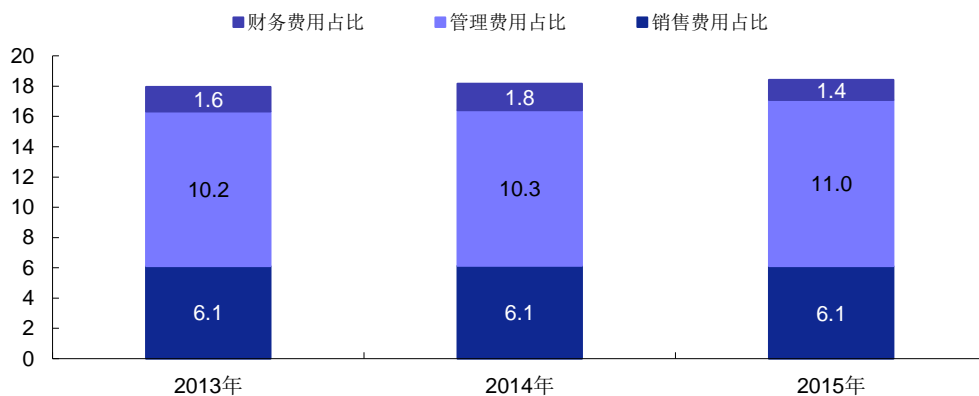
图 10：2015 年新三板挂牌企业毛利率及净利率 (%)



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

对于新三板毛利率较净利率更为快速的上升，分析新三板费用率变化趋势；可以看到，新三板三费（含销售费用、管理费用、财务费用）合计占收入比重2013-2015年间呈现缓慢上升，分别为17.95%、18.17%和18.43%。从费用结构来看，财务费用所占比重略有下降，管理费用所占比重有所上升。

图 11：2015 年新三板挂牌企业三费占收入比重 (%)

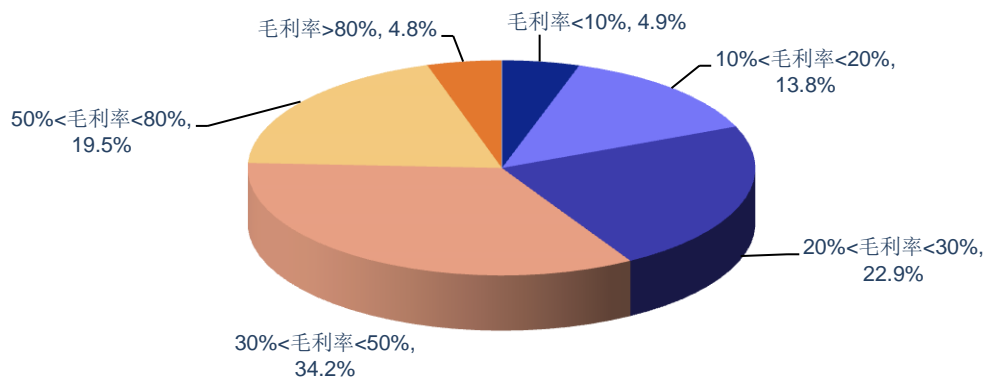


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

从新三板挂牌企业销售毛利率分类来看，2015年，新三板毛利率高于80%的挂牌企业数量达到327家，占比4.8%；毛利率高于50%的新三板挂牌企业合计有1669家，占比24.3%；而毛利率低于10%的盈利能力较差的新三板挂牌企业339家，占比仅4.9%。



图 12: 2015 年新三板挂牌企业毛利率分布



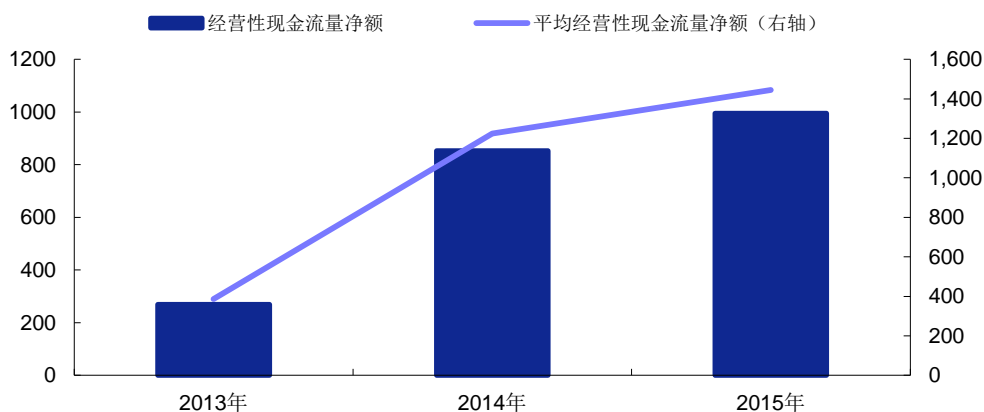
资料来源: Choice, 安信证券研究中心

#### 1.4. 挂牌企业经营性现金流趋于改善

2015 年, 新三板挂牌企业现金净额增加值为 1388 亿, 其中, 经营性现金流增加值约为 994 亿, 筹资现金净额增加值为 2045 亿, 投资现金净额增加值约为-1652 亿。

比较 2014 年新三板现金净额增加值 377 亿, 可以看到, 新三板现金流改善显著; 其中, 贡献最大的为筹资现金流净额增加值, 2015 年筹资净额为 2045 亿, 较 2014 年 693 亿, 净增加 1352 亿; 而经营性现金流, 2015 年为 994.3 亿, 较 2014 年实现经营性现金流 852.2 亿, 净增加 142 亿, 增幅 16.67%。平均来看, 单个新三板挂牌企业 2015 年实现经营性现金流 1445 万元, 较 2014 年 1224 万元, 增长 18%。

图 13: 2015 年度新三板挂牌企业经营性现金流



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

从经营性现金流排序来看, 新三板经营性现金流排名前十的挂牌企业分别为, 齐鲁银行 (195 亿)、湘财证券 (74.5 亿)、东海证券 (34.2 亿)、永安期货 (34 亿)、联讯证券 (25.4 亿)、昌盛日电 (18.7 亿)、新安金融 (18.3 亿)、华龙证券 (17.2 亿)、华强文化 (16.5 亿)、银丰棉花 (13.6 亿); 整体来看, 金融行业的经营性现金流相对较优。

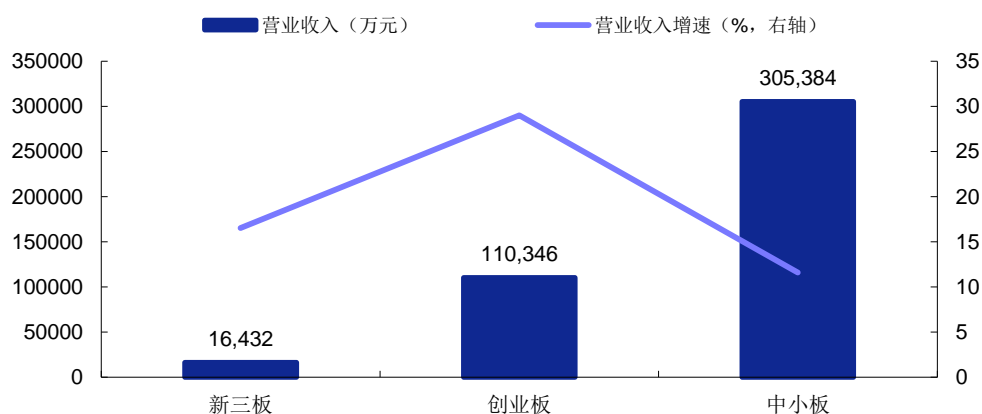
## 2. 新三板成长性优于创业板及中小板：三板块 2015 年报比较分析

### 2.1. 新三板经营规模偏小，但成长性或高于创业板及中小板

比较 2015 年新三板、创业板、中小板三个国内主流中小企业板块的经营规模，可以看到，新三板挂牌企业经营规模绝对值仍偏小；1) 营收规模来看，新三板挂牌企业平均营业收入为 1.6 亿元，同期创业板上市企业平均营业收入为 11 亿元，中小板平均营业收入 30.5 亿；新三板平均营业收入仅占创业板的 14.5%、仅占中小板的 5.2%；2) 净利润规模来看，新三板企业平均净利润为 1276 万元，同期创业板平均净利润 1.2 亿，中小板平均净利润 2.1 亿，新三板企业平均净利润仅分别占创业板、中小板的 10.6%和 6%。

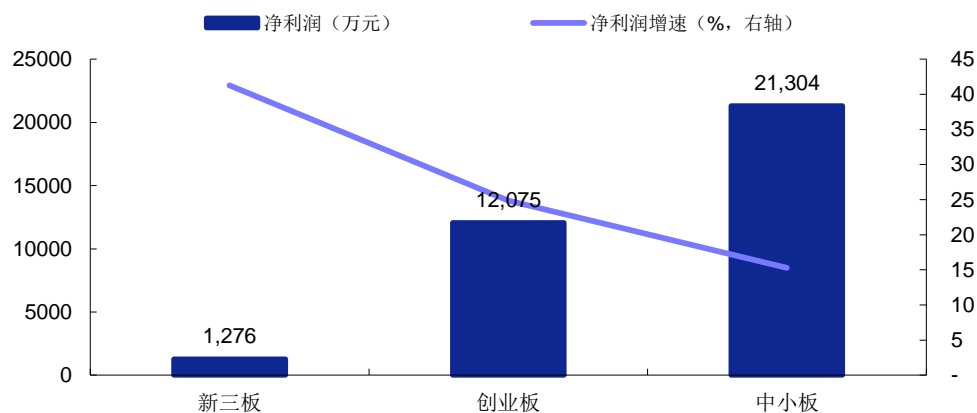
而从成长性角度来比较新三板、创业板、中小板等三板块，可以看到；收入增速上，创业板收入增速 29%，要领先于新三板增速 16.5%及中小板增速 11.6%；但净利润增速上，新三板净利润增长 41%，要远远领先于创业板净利润增速 25%和中小板净利润增速 15%。结合新三板经营规模偏小的特征，可能推后来看，我们倾向于认为新三板成长性高于创业板及中小板。

图 14：2015 年度三板块营业收入及增速对比（新三板 VS.创业板 VS.中小板）



资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 15：2015 年度三板块净利润及增速对比（新三板 VS.创业板 VS.中小板）



资料来源：Choice，安信证券研究中心

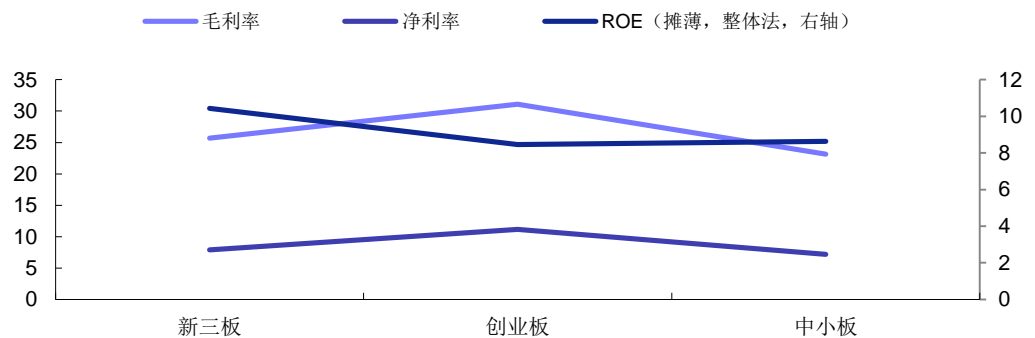
### 2.2. 新三板 ROE 高于创业板及中小板，但毛利率及净利率略低于创业板

盈利能力来看，比较 2015 年度板块整体 ROE 水平，新三板摊薄后 ROE 为 10.44%，同期

中小板 ROE 为 8.64%，创业板 ROE 为 8.46%；新三板 ROE 较创业板及中小板要高于约 2 个百分点。但比较毛利率及净利率，新三板毛利率 25.7%，净利率 7.87%；较创业板毛利率 31%，净利率 11.2%，新三板毛利率及净利率要比较略低。

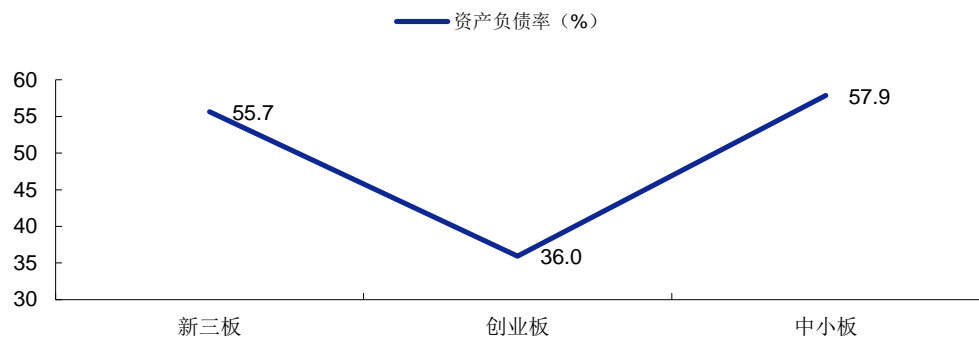
对于新三板 ROE 高于创业板，但毛利率及净利率低于创业板的可能原因，我们重新梳理比较了三板块的资产负债率；可以看到，2015 年，新三板整体资产负债率 55.66%，同期创业板资产负债率为 35.95%，中小板资产负债率为 57.86%；新三板资产负债率较创业板要高出近 20 个百分点。可能来说，新三板 ROE 高于创业板的重要原因之一在于其资本杠杆率高于创业板，净资本得到更为有效率地利用。

图 16：2015 年度三板块盈利能力对比（%，新三板 VS.创业板 VS.中小板）



资料来源：Choice，安信证券研究中心

图 17：2015 年度三板块资产负债率对比（新三板 VS.创业板 VS.中小板）

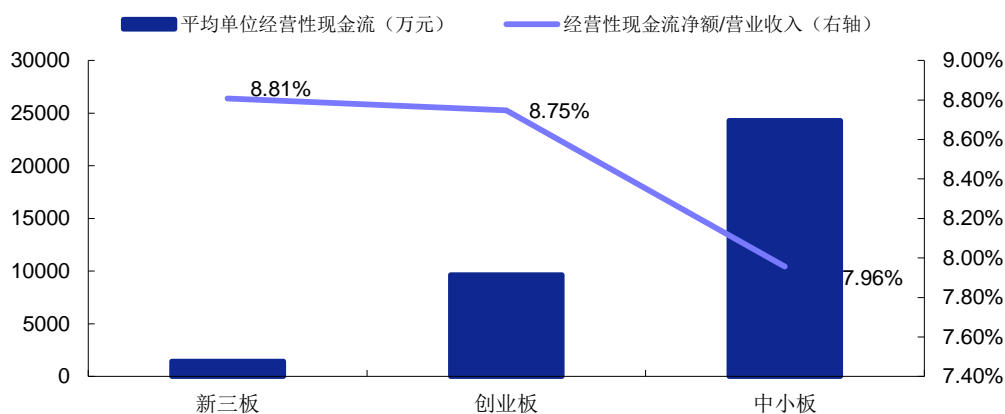


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 2.3. 新三板经营性现金流质量要优于创业板及中小板

从经营性现金流实现净额来看，2015 年，新三板挂牌企业平均实现经营性现金流净额 1445 万元，同期创业板上市公司平均实现经营性现金流 9653 万元，中小板上市公司平均实现经营性现金流净额 24301 万元；新三板挂牌企业实现经营性现金流净额绝对值相对偏小。但比较新三板挂牌企业经营性现金流质量，我们采用指标“经营性现金流净额/营业收入”来衡量企业现金流质量高低，可以看到，新三板挂牌企业经营性现金流占营业收入比重为 8.81%，略高于创业板 8.75%、中小板 7.96%；新三板挂牌企业经营性现金流质量可能更优。

图 18: 2015 年度三板经营性现金流对比 (新三板 VS.创业板 VS.中小板)

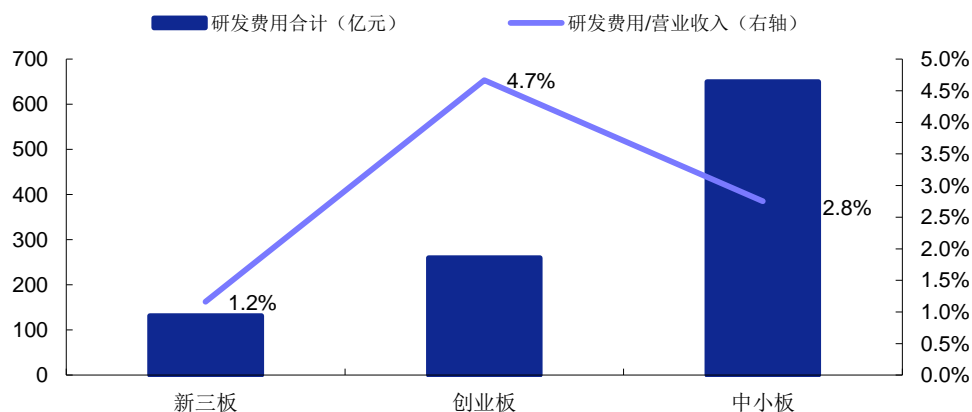


资料来源: Choice, 安信证券研究中心

## 2.4. 新三板研发费用投入相对不足

研发费用是支持中小企业发展的重要动力来源，从研发费用投入情况比较来看，2015 年，新三板研发费用合计 131 亿，占收入比重 1.2%；而同期创业板研发费用 260 亿，占收入比重 4.7%；中小板研发费用 650 亿，占收入比重 2.8%；新三板研发费用投入相对不足。可能来说，新三板整体研发投入不足，部分原因可能是由于挂牌企业之间盈利能力分化，低盈利能力企业研发投入相对保守；但值得注意的，作为中小企业重要集散地的新三板，研发投入不足可能将会制约板块未来的成长潜力。

图 19: 2015 年度三板研发费用投入对比 (新三板 VS.创业板 VS.中小板)



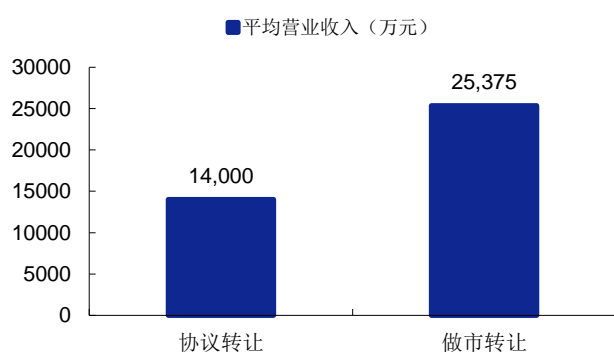
资料来源: Choice, 安信证券研究中心

## 3. 做市转让挂牌企业并不绝对优于协议转让: 做市&协议年报对比

### 3.1. 做市转让挂牌企业具备规模优势

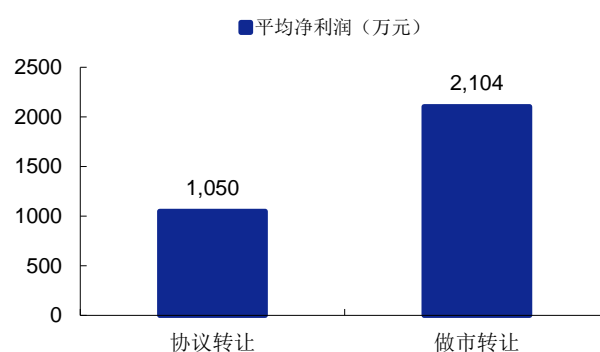
分别比较做市转让挂牌企业和协议转让挂牌企业 2015 年度平均营业收入和净利润，可以看到，做市转让企业 2015 年平均营收规模为 2.54 亿，平均净利润规模为 2104 万元；而协议转让挂牌企业 2015 年平均营收为 1.4 亿，平均净利润为 1050 万元；做市转让营收和净利润规模分别为协议转让的 1.8 倍和 2 倍。可能来说，做市转让挂牌企业规模优势明显。

图 20: 2015 年度营业收入对比 (做市 VS.协议)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 2015 年度净利润对比 (做市 VS.协议)

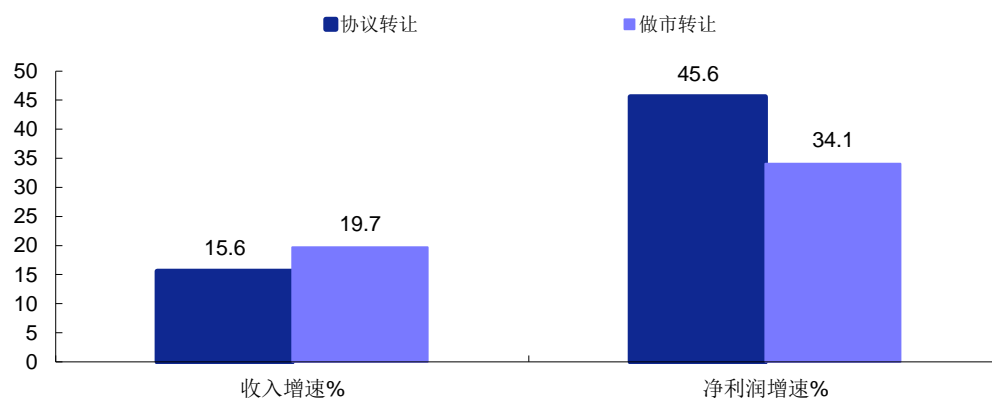


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3.2. 做市转让挂牌企业成长增速并不必然高于协议转让

2015 年年报, 从收入增速来看, 做市转让收入增速为 19.7%, 协议转让收入增速为 15.6%, 做市转让收入增速较协议转让高出 4.1 个百分点; 但从净利润增速来看, 做市转让净利润增速仅 34.1%, 比较协议转让净利润增速 45.6%, 做市转让净利润增速要低于协议转让 11.5 个百分点。可能来说, 做市转让挂牌企业成长增速并不必然高于协议转让。

图 22: 2015 年度成长性对比 (做市 VS.协议)

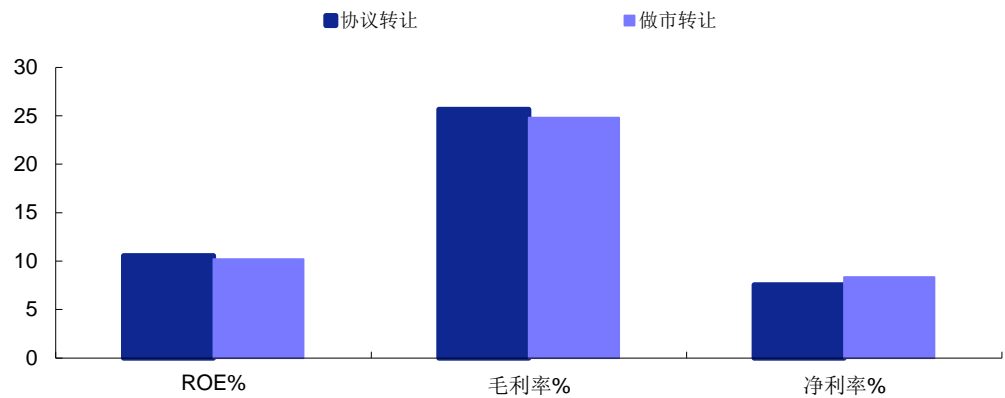


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3.3. 做市转让与协议转让挂牌企业盈利能力对比并未有显著差异

假设从 ROE、毛利率、净利率三个角度来衡量挂牌企业的盈利能力, 从下图可以看到, 做市转让与协议转让在 ROE、毛利率、净利率上可能均相差无几, 盈利能力并未呈现出显著差异。2015 年度, 做市转让挂牌企业整体 ROE 为 10.21%, 协议转让整体 ROE 为 10.58%, 协议转让 ROE 略高, 但超出幅度有限; 同样的, 做市转让毛利率 25.67%, 协议转让毛利率为 24.81%, 做市转让毛利率略高, 但数值依然接近。

图 23：2015 年度盈利能力对比（做市 VS.协议）

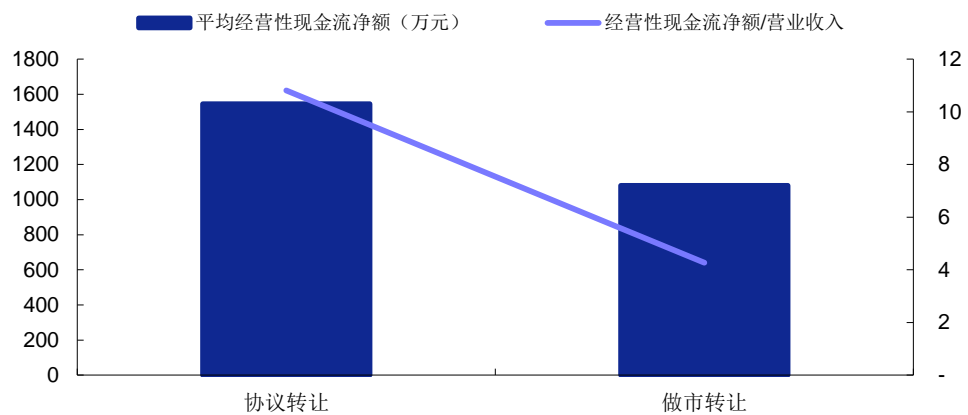


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.4. 协议转让现金流质量要好于做市转让挂牌企业

假设将经营性现金流占营业收入的比重作为衡量现金流质量的重要指标，可以看到，协议转让挂牌企业的经营性现金流质量要远好于做市转让。2015 年，协议转让经营性现金流占收入比重为 10.81%，同期做市转让经营性现金流占收入比重为 4.27%，协议转让经营性现金流占收入比重较做市转让高出逾 6 个百分点。

图 24：2015 年度现金流质量对比（做市 VS.协议）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 4. 金融、消费、新材料行业强：新三板行业 2015 年度年报对比

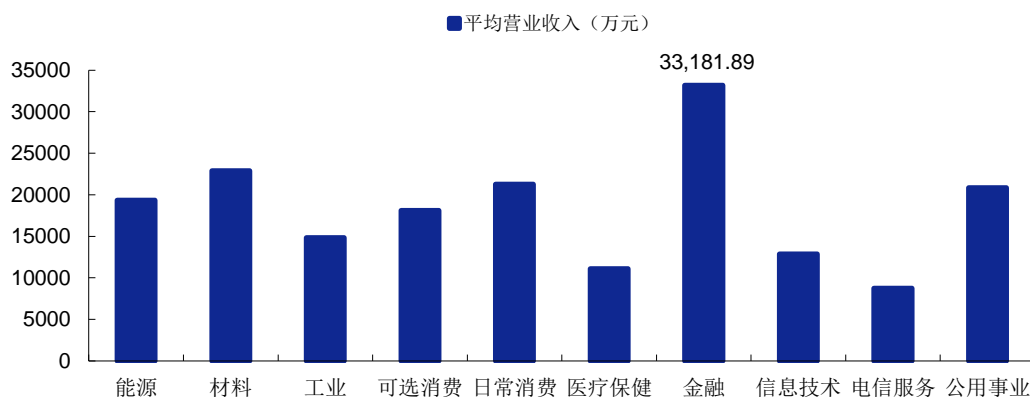
### 4.1. 金融行业经营业绩表现最佳

根据 Wind 一级行业分类，从经营规模来看，2015 年，金融行业营业收入规模及净利润规模均大幅领先其他行业。其中，营业收入规模排名前三的行业分别为，金融行业（3.3 亿元）、材料（2.3 亿元）、日常消费（2.1 亿元）；净利润规模排名前三的行业分别为，金融（9946 万元）、公共事业（2525 万元）、日常消费（1572 万元）。

从成长性来看，金融行业的收入及净利润增速也要超越其他行业板块，金融行业收入增速为 52%，净利润增速为 86%。比较来看，收入增速排名二三位的行业分别为信息技术、电信行业，收入增速分别为 37.6%和 37.24%，金融行业收入增速超越排名二三位行业 15 个百分点；

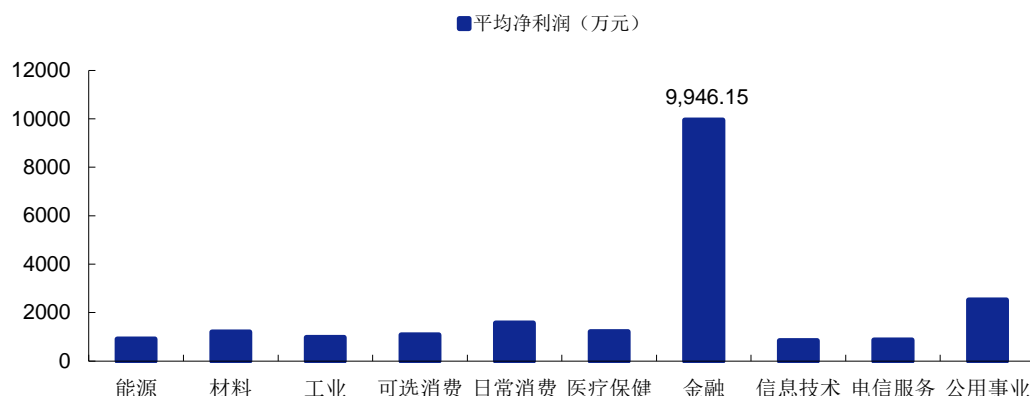
而净利润增速排名二三位行业分别为日常消费 57%、公共事业 40%，金融行业分别超越排名二三位行业约 30 个百分点和 46 个百分点。

图 25：2015 年度营业收入行业对比



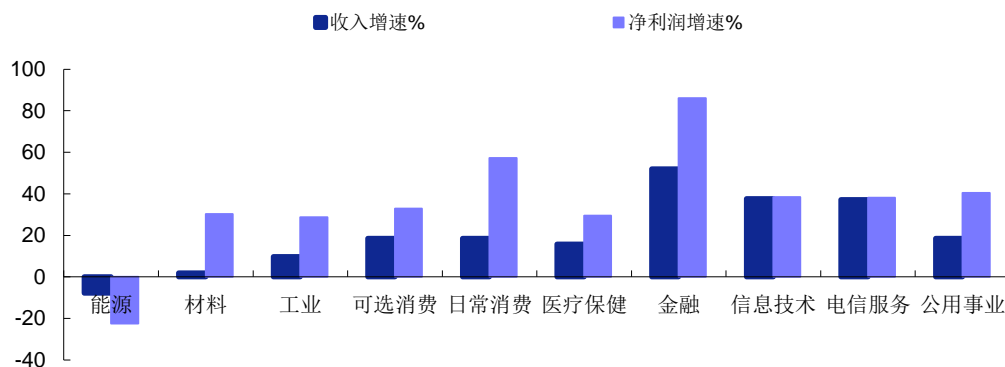
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 26：2015 年度平均净利润行业对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 27：2015 年度收入及净利润增速行业对比

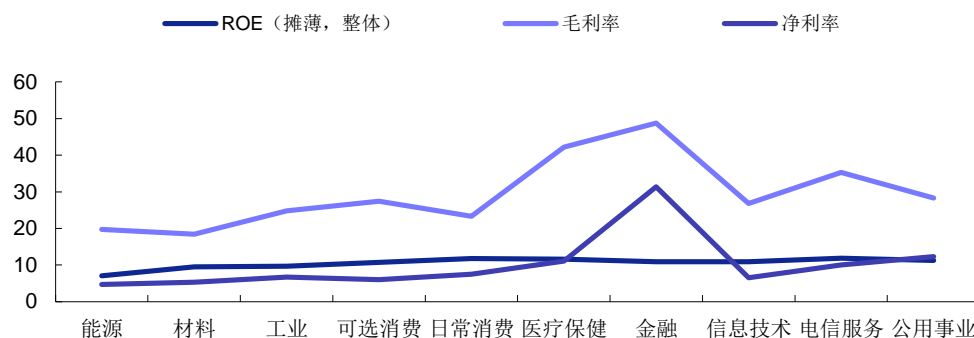


资料来源：Wind，安信证券研究中心

#### 4.2. 金融行业盈利能力最强，软件及服务行业毛利率下滑较大

假设采用 ROE、毛利率、净利率三个指标来衡量板块盈利能力，可以看到，金融行业整体盈利能力依然最强，其 ROE、毛利率和净利润率分别为 10.86%、48.8%和 31%。行业排序来看，ROE 最高的三个行业分别为电信服务 11.86%、日常消费 11.75%、医疗保健 11.58%；毛利率最高的三个行业分别为金融 48.8%、医疗保健 42%、电信服务 35%；净利率排名最靠前的三个行业分别为金融 31%、公共事业 12%、医疗保健 11%。综合来看，行业盈利能力相对较强的可能由金融、医疗保健、电信服务及公共事业等。

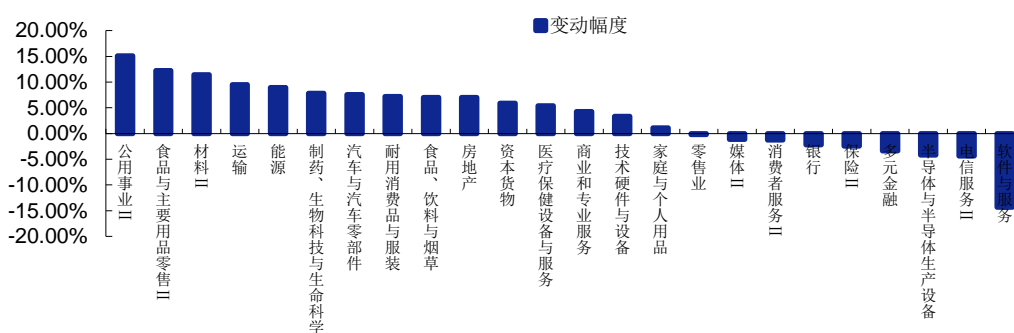
图 28：2015 年度盈利能力行业对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

而从毛利率变动情况来看，假设采用 Wind 二级行业分类，公共事业、食品与主要用品零售以及材料行业毛利率提升幅度较为明显，2015 年分别上升了 15.08%、12.25%和 11.42%。而软件与服务、电信服务、半导体、多元金融等板块毛利率在 2015 年均有所下滑，尤其是软件与服务行业，毛利率从 34.90%下滑至 29.90%，下滑幅度达到 14.33%。

图 29：2015 年毛利率变动幅度



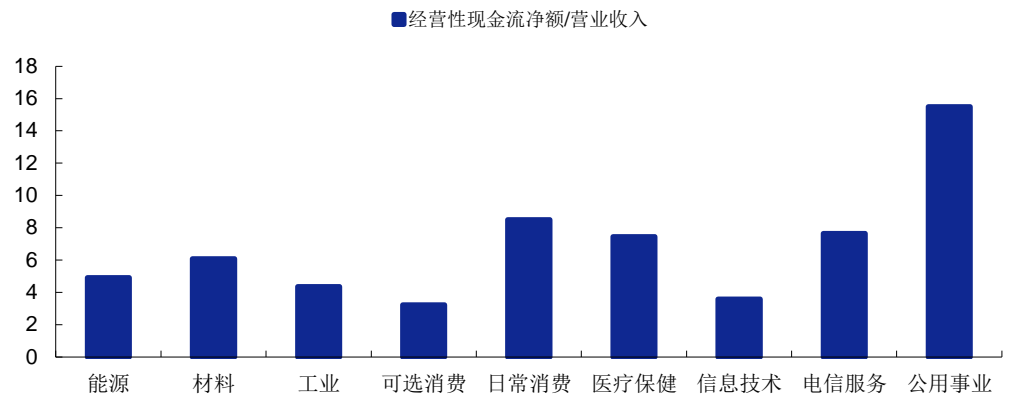
资料来源：安信证券研究中心、wind

#### 4.3. 金融行业现金流质量最高，公共事业行业紧随其后

金融行业由于其行业特征现金流质量最高，2015 年年报显示，金融行业经营性现金流净额占营业收入比重为 77%；假设剔除金融行业，行业现金流质量排名靠前的三大行业分别为，公共事业行业，经营性现金流净额占收入比重 15.5%；日常消费 8.5%；电信服务 7.6%。



图 30: 2015 年行业现金流质量对比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## ■ 分析师声明

诸海滨、李蕙、桑威声明，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 号国投大厦 3 楼

邮编：200080

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