

## 分层将至，但仍需耐心等待

## 事件点评

### 投资要点

◆ **事件**：2015年11月24日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称“股转公司”）发布《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》（以下简称“《分层方案（征求意见稿）》”），其中提到“已挂牌公司2015年年报披露截止日（2016年4月29日）后，全国股转系统根据分层标准，自动筛选出符合创新层标准的挂牌公司，于2016年5月正式实施”。截至2016年4月29日，除62家公司未完成年报披露工作外，其余6883家均已完成披露工作，分层大限将至。

### ◆ 点评：

**13.21%的公司符合分层标准，符合三个标准的公司凤毛麟角。**根据choice数据，截至2016年4月29日，共有93家公司符合标准一，569家公司符合标准二，357家公司符合标准三。比照按公司13、14年财务情况筛选出的结果，符合标准二、标准三的公司数量增长幅度较为显著。同时，至少符合一个标准的公司共有909家，占总公司数目的13.21%，而符合三个标准的公司仅有10家。

**分层的吸引力在于后续政策，但仍需等待。**从《分层方案（征求意见稿）》可以看出，分层之后，创新层红利体现在创新层公司信息披露要求趋严以及创新政策优先实施方面。我们认为新三板流动性具有改善作用的关键在于政策创新，但是对流动性改善有力的创新政策还需要等待，短期内还不具备推出的条件。分层制度的推出更多起到对新三板进行一个规范的作用，是为后续政策推出做必要的准备。

**多层次资本市场的重要组成部分，新三板政策红利值得期待。**虽然新三板实质性的政策红利短期内可能不具备兑现的条件，但我们认为新三板作为中小企业融资的重要平台，对促进国民经济发展的作用不容忽视，对“大众创业，万众创新”的支持作用不可小觑，后续的政策红利值得期待，只不过是时间的问题。

**符合分层标准的同时，需注意维持风险。**我们认为实质性的政策红利可能短期内无法推出，所以预计的流动性不会短期内改善。每年4月30日创新层公司会面临分层调整的考核，所以需关注已达到创新层标准的公司能否达到维持标准。并且符合创新层的公司估值相对较高，所以需谨慎判断并警惕相关风险。

**基础层潜力大，分层预期公司最值得关注。**目前除了分层方案最终稿未确定之外，新三板公司可以主动改善的情况已经尘埃落定。部分公司由于设立初期、转型初期等原因，今年可能未达到分层的标准，但近一两年达到标准的概率较大，未来成长性相对确定，这部分公司估值相对较低，且存在较大空间，值得关注。

**投资建议：**分层制度推出的主要意义在于对新三板进行分类规范管理，对新三板流动性有实质性改善的政策还需等待。新三板在我国多层次资本市场中的位置极为重要，我们相信后续政策红利将会持续。我们建议对流动性有要求的投资者关注创新层成长性公司，对流动性要求较低的投资者选择基础层成长性具有分层预期的公司，但我们更倾向于投资者对新三板做长期价值投资。

◆ **风险提示：**宏观政策风险，公司黑天鹅事件，信息不对称

分析师

王刚

SAC 执业证书编号：S0910515070001  
wanggang@huajinsc.cn

报告联系人

盖斌赫

gaibinhe@huajinsc.cn  
021-20655584

### 相关报告

华金策略月报-春雨润物细无声，静待花开时  
2016-05-06

新三板日报（新三板融资规模持续低落萎靡  
市场呼唤政策红利）2016-05-06

新三板日报（新三板分层财务数据揭晓）  
2016-05-04

华金策略周报-季报表现超预期，但流动性  
抑制上行空间 2016-05-03

新三板日报（新三板监管又见重拳）  
2016-05-03

## 一、事件：分层大限将至

2015年11月24日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称“股转公司”）发布《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》（以下简称“《分层方案（征求意见稿）》”），《分层方案（征求意见稿）》中提到“已挂牌公司2015年年报披露截止日（2016年4月29日）后，全国股转系统根据分层标准，自动筛选出符合创新层标准的挂牌公司，于2016年5月正式实施”。

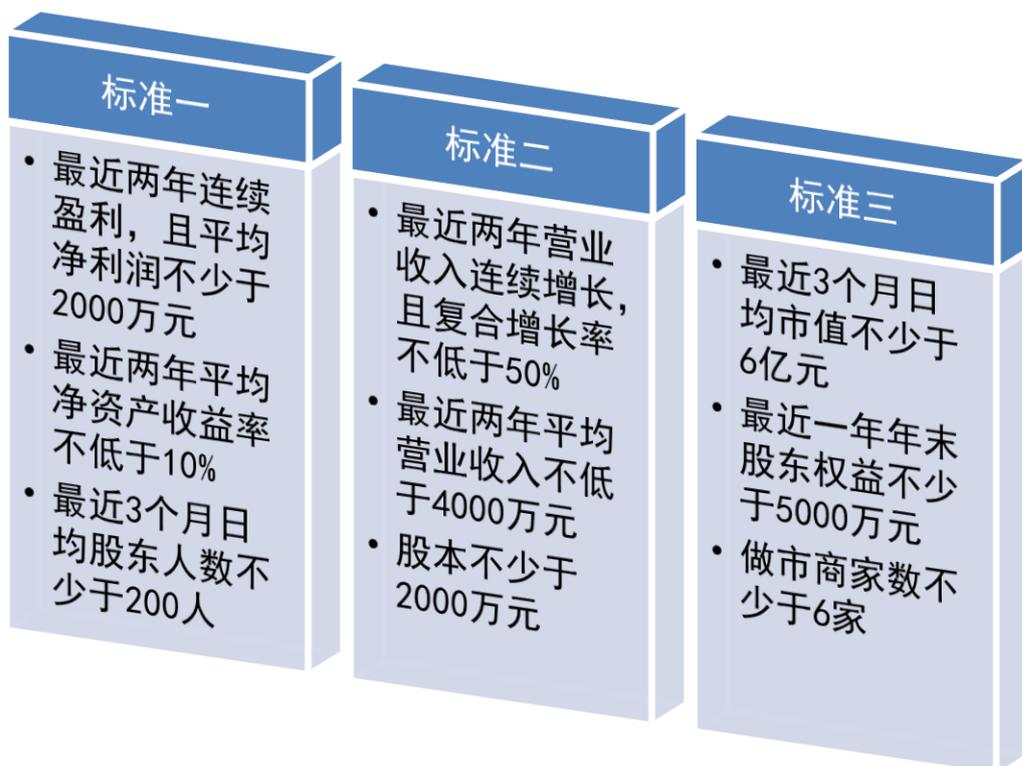
截至2016年4月29日，除62家公司未完成年报披露工作外，其余6883家均已完成披露工作。

根据股转公司官网披露的信息来看，2016年4月18日至2016年4月22日已完成了挂牌公司分层信息揭示第一轮仿真测试，2016年4月25日至2016年4月29日已完成了挂牌公司分层信息揭示第二轮仿真测试。我们相信在股转公司积极的技术准备下，分层制度很快即会推出。但由于股转公司暂未披露分层方案正式稿，所以我们暂时以征求意见稿为基础进行相关分析，同时发现从《分层方案（征求意见稿）》推出到4月底新三板市场发生了怎样的变化。

## 二、13.21%的公司符合分层标准，符合三个标准的公司凤毛麟角

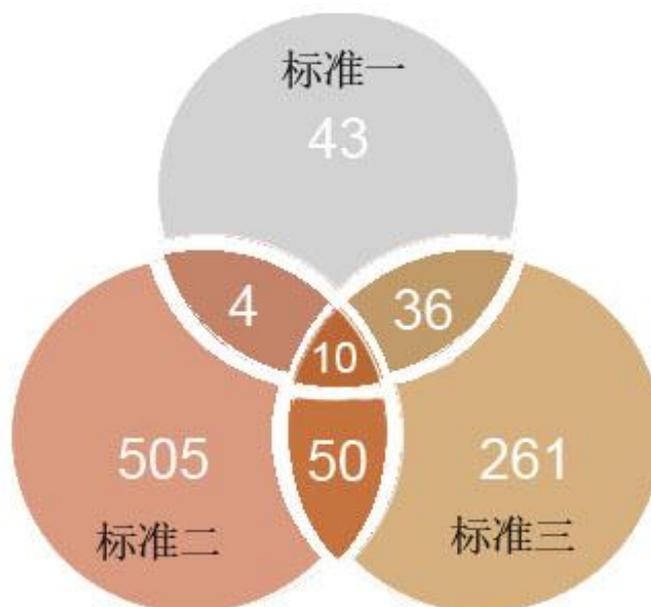
根据choice数据，截至2016年4月29日，共有93家公司符合标准一，569家公司符合标准二，357家公司符合标准三。同时，至少符合一个标准且符合基本标准的公司共有909家，占新三板公司总数目的13.21%，而符合三个标准的公司仅有10家，更是凤毛麟角。

图 1：《分层方案（征求意见稿）》的三个标准



资料来源：华金证券研究所，《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》

图 2：根据征求意见稿截至目前符合分层标准的公司统计



资料来源：华金证券研究所，choice 数据

相比较 2015 年 11 月 24 日时达标的公司情况（未做基础标准的判定），**达标公司数目显著增加，尤其是符合标准二、标准三的公司，而符合标准一的公司数量增长幅度与这期间新三板公司增长幅度相差不大。**

表 1：符合分层标准新三板公司数目前后比较

符合标准情况	达标公司数目 (截至 2015 年	达标公司数目 (截至 2016 年 4	增长幅度
	11 月 24 日)	月 29 日)	
标准一	56	93	66%
标准二	168	569	239%
标准三	49	357	629%
符合标准的公司总数	245	909	271%
新三板公司总数	4291	6945	62%

资料来源：华金证券研究所，choice 数据

注：1、达标公司数目 (截至 2015 年 11 月 24 日)：是按照新三板公司 13、14 年的财务情况进行的统计，同时添加基础标准的筛选结果

2、符合标准一、标准二、标准三：是指至少符合标准一、至少符合标准二、至少符合标准三

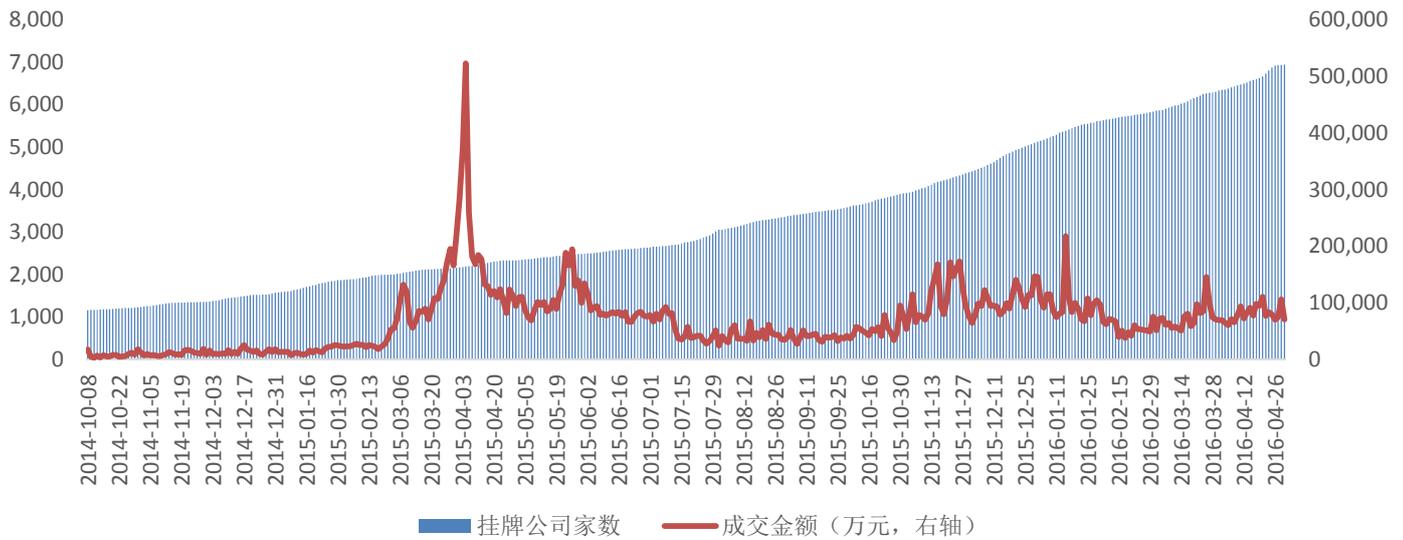
### 三、分层红利在于后续政策，但仍需等待

根据分层方案征求意见稿的内容，创新层的优势在于制度创新和信息对称性上：

- **服务方面。**创新层市场将以提高市场效率为核心持续推进制度创新，优先进行融资制度、交易制度的创新试点。对创新层挂牌公司建立一次审批、分期实施的储架发行制度和挂牌公司股东大会一次审议、董事会分期实施的授权发行机制，加强融资定价指导、限售管理和募集资金使用的管理；探索并购贷款和并购基金的可行性。
- **监管方面。**一是从信息披露的时效性和强度上适度提高要求，要求该层公司披露业绩快报或业绩预告，并提高定期报告、临时报告披露及时性的要求，鼓励披露季度报告，加强对公司承诺事项的管理；二是要求进一步完善治理结构和建立相关制度，要求设置专职董秘，强化对公司董监高敏感期股票买卖、短线交易的管理；三是实施严格的违规记分制度和公开披露制度，并与责任人员强制培训制度相衔接，研究引入自愿限售制度。

我们认为分层后新三板简化了公司的融资程序，为新三板公司融资提供了更多便利，而且加强了创新层公司的透明度，为投资者提供了一个更透明的市场。

图 3：新三板公司数量增多，但日成交金额增幅不大



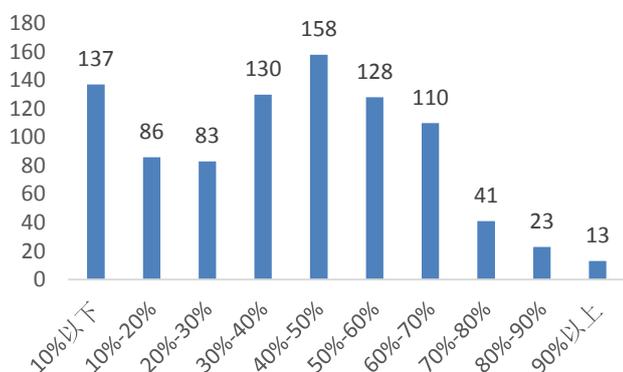
资料来源：华金证券研究所，choice 数据

但是我们认为新三板目前最主要的问题在于流动性上，一旦二级市场流动性枯竭，一级市场的融资功能也将逐步衰退。目前对于新三板流动性具有实质性改善的制度创新是：1、降低投资者门槛，2、竞价交易，3、转板制度，4、公募基金入市，5、做市商扩容，6、退市制度。但除了退市制度其余几个政策似乎短期内人不具备兑现的条件。

**降低投资者门槛方面**，因为新三板市场信息不透明化严重，短期内较难改善，而且普通投资者的辨别能力相对较低，对新三板市场认知比较弱，相对弱势，所以在新三板透明度没有根本改善的情况下，放低投资者不利于保护普通投资者的利益。

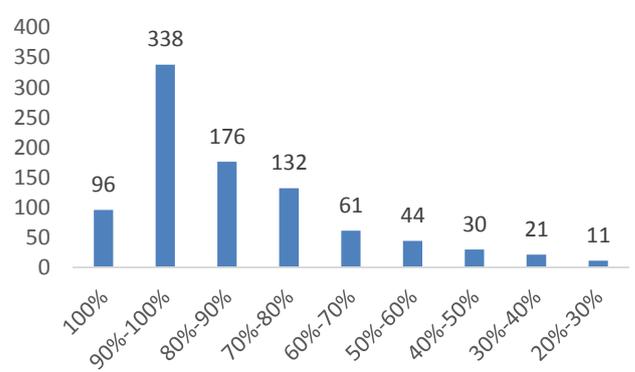
**竞价交易方面**，竞价交易需要相对活跃的交易对手，而且目前大部分新三板公司，股东数目相对较少，而且可流通率较低。竞价交易的推出一方面是建立在足够多的投资者的基础上，一方面是在建立在股权流通比相对较高的的前提下，所以预计短期内不具备推出的条件。

图 4：创新层公司股权流通比率低的公司较多



资料来源：华金证券研究所，choice 数据

图 5：前十大股东普遍占比较高



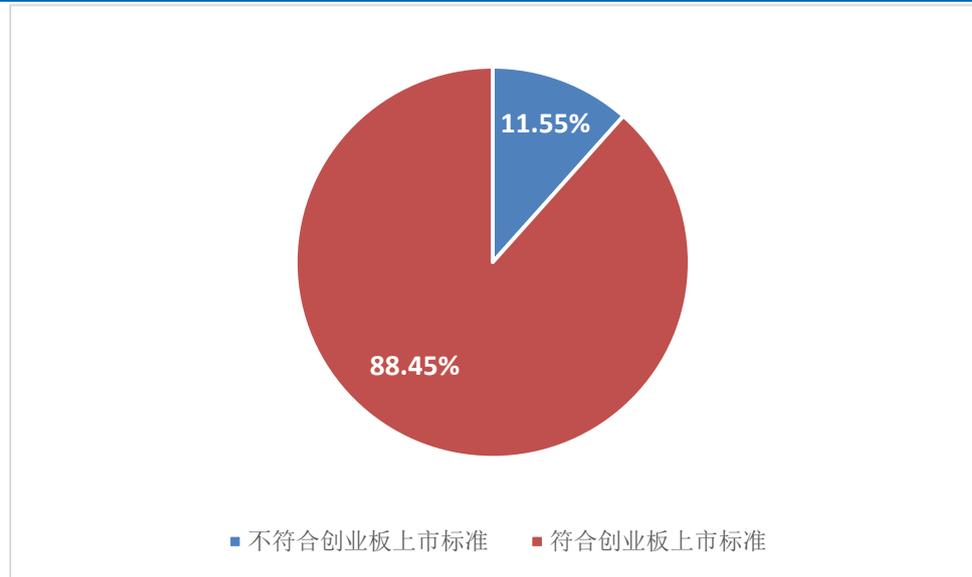
资料来源：华金证券研究所，choice 数据

**转板制度方面**，1、就上市挂牌业务标准来看由于新三板挂牌与 A 股上市的审计标准等审核因素存在一定的差异；2、就公司基本面情况来看，虽然标准一远超创业板上市标准，但是部分符合分层标准二、标准三的公司与 A 股上市是标准还是有一定的差距，所以我们认为由于以上两

方面原因，新三板创新层公司与 A 股公司还存在一定的差距，在这个差异未解决之前可能直接转板制度较难实现。

同时，按照新三板的顶层设计，新三板对标的是美国的纳斯达克，而不是台湾兴柜，所以过多的新三板公司从新三板流失不利于实现新三板内部的多层次市场的健康发展，与初期规划相悖。

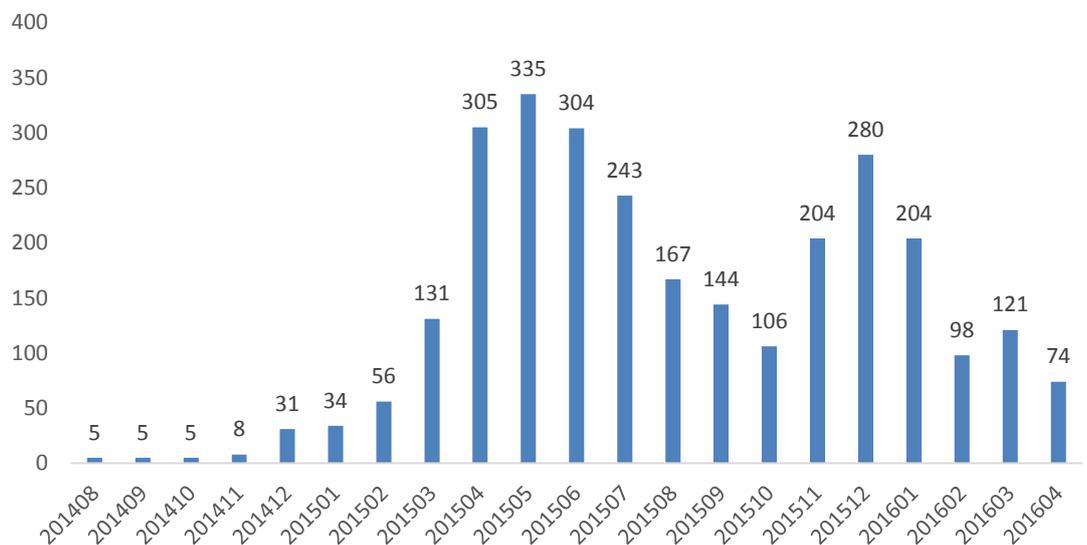
图 6：符合分层标准的 909 家公司中符合创业板上市标准的占比情况



资料来源：华金证券研究所，choice 数据

**公募基金入市方面**，公募基金入市的主要魅力在于变相降低投资者门槛，而且又能保证投资者对项目的筛选能力，进而保护其利益，但目前新三板流动性相对较差，对于公募基金来说需要较高的流动性以保证投资者的随时退出，这也是公募基金方面目前只有专户能参与新三板的原因；而且目前新三板信息不对称较为严重，存在一定的风险，近期从新增新三板产品的数目来看，已经参与新三板的机构有趋谨慎的倾向，所以预计公募基金入市可能需要等到新三板透明度及流动性有一定改善之后。

图 7：新三板相关产品每月新增情况



资料来源：华金证券研究所，choice 数据

**做市商扩容方面**，目前的做市商均为券商，目前做市商的大部分库存股来自公司挂牌后的定增，成本价较挂牌前相对较高，而且部分投资机构在公司挂牌前就已参股，持股成本价较低，所以相对与这些投资机构来说做市商相对劣势。

所以我们认为分层制度的作用在于为后续政策的制度推出铺路，真正流动性想要有所改善还是需要后续政策刺激。

## 四、多层次资本市场重要部分，新三板政策红利值得期待

新三板作为我国多层次资本市场体系的重要组成部分，其针对的是我国群体数量最大的中小企业，也是最具创新性和成长性的经济群体。数以千万计的中小企业，他们创造了 80% 的就业，60% 的 GDP，50% 的税收。这一群体企业的发展，无论是对于国家的经济发展战略，还是资本市场发展战略，都应是重中之重。中小企业在“大众创业，万众创新”的浪潮中扮演着不容忽视的角色，但长期以来，我国中小企业面临融资难、创新难的问题，所以能否为中小企业提供便利的融资途径至关重要。新三板为我国多层次资本市场注入活力，解决不同层次企业的金融需求，对促进中小企业实体经济发展起到了巨大推动作用。

同时我们认为新三板对于中小企业的作用应该是融资而非股权退出，就目前新三板的流动性来看大规模的退出似乎是不太可能，而且大部分登陆新三板的公司尚处于初创期短期内存在较大的业绩释放空间，所以对于新三板公司股权持有者过早退出似乎是不利的。所以我们认为新三板是企业成长的重要平台，暂时并不是股权退出的途径。

表 2：近一年监管及政策红利都在推动

时间	政策名	主要内容
2016 年 4 月 28 日	《全国中小企业股份转让系统自律监管措施和纪律处分实施办法（试行）》	进一步规范市场违规行为处理，保护市场参与者的合法权益
2016 年 4 月 5 日	《全国中小企业股份转让系统主办券商内核工作指引（试行）（征求意见稿）》	进一步规范主办券商推荐业务，明确主办券商内核职责，指导主办券商做好推荐业务内核工作
2016 年 3 月 17 日	《全国中小企业股份转让系统转让意向平台管理规定（试行）》	为完善市场服务，降低投资者转让意向信息的搜寻成本，股转系统设立了转让意向平台，并制定了《全国中小企业股份转让系统转让意向平台管理规定（试行）》
2016 年 1 月 29 日	《全国中小企业股份转让系统主办券商执业质量评价办法（试行）》	引导主办券商增强规范意识，提高执业质量
2015 年 12 月 25 日	《关于进一步显著提高直接融资比重优化金融结构的实施意见》	加快完善新三板，大幅增加挂牌公司数量，支持中小微金融机构以及高科技企业在新三板挂牌。鼓励符合条件的机构开展全国股转系统推荐业务，实施市场内部分层，研究向创业板转板试点。
2015 年 11 月 24 日	全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）	加快完善市场制度体系和服务功能，提高风险控制水平，股转公司在前期研究基础上，起草了《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。
2015 年 11 月 20 日	《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》	提出加快发展全国股转系统具有重要的战略意义，从七个方面对推进全国股转系统制度完善作出部署，提出了

时间	政策名	主要内容
2015年11月19日	《全国中小企业股份转让系统挂牌公司暂停与恢复转让业务指南（试行）》	当前发展全国股转系统的总体要求。 为了进一步规范挂牌公司申请暂停与恢复转让业务的办理行为，维护市场秩序，保护投资者合法权益
2015年9月22日	《全国中小企业股份转让系统优先股业务指引（试行）》	符合条件的发行人可发行优先股
2015年4月4日	证监会：鼓励公募基金试点投资新三板	证监会支持证券投资基金等机构投资者参与新三板市场投资，鼓励公募基金在做好公允估值、流动性风险控制和投资人利益保护等相关机制安排的基础上，进行将投资范围扩大到新三板挂牌股票的试点。
2015年3月18日	全国中小企业股份转让系统发布新三板成指及做市两大指数	三板成指共选取 332 家企业作为样本股编制指数，九鼎投资、圣泉集团、中搜网络、凯立德等明星企业纷纷入围名单。三板做市则选取了 105 家做市企业作为样本股，其中，以凯立德、点点客、联飞翔为代表。

资料来源：华金证券研究所，公开信息整理

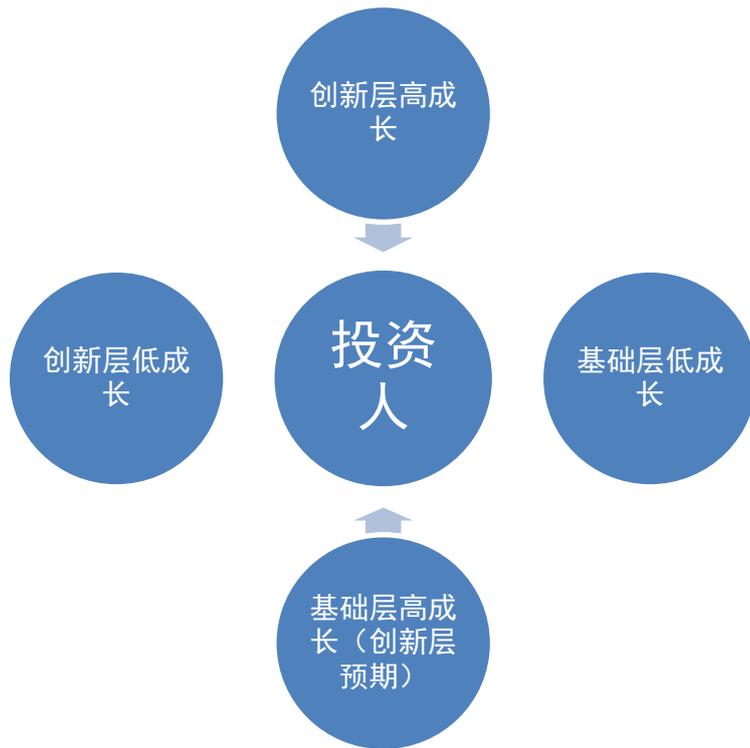
## 五、分层时代来临，不同投资者可选择不同标的

由于新三板公司数量较多，很多公司行业相对细分，而且新三板流动性短期内较难改善，所以分层制度推出后，我们倾向于从公司的成长性角度去将公司分类。我们倾向于将新三板公司分为四类：基础层低成长、基础层高成长（创新层预期）、创新层低成长、创新层高成长。

由于新三板短期内流动性较难改善，且创新层具有维持标准，所以我们认为新三板应关注成长股，建议关注基础层高成长（创新层预期）、创新层高成长公司：

- 对于流动性要求相对高的投资者可以选择可选择创新层高成长，这部分公司预计流动性稍强，但是该部分公司估值相对较高所以盈利空间可能相对较少，甚至需要一定的时间市盈率才会回归到相对适中位置。
- 对于流动性要求相对低的投资者可以选择可选择基础层高成长（创新层预期），这部分公司预计流动性会相对较差，所以退出时间可能相对较长，但是该部分公司估值相对较低所以盈利空间相对较大。

图8：分层后公司类型



资料来源：华金证券研究所归纳

## 六、总结：新三板政策红利值得期待，短期内流动性难有实质性改善

新三板的战略地位极为关键，后续的政策红利值得期待，但是新三板信息不对称严重等原因，导致市场信心相对较低，我们认为现在新三板当务之急在于完善相关监管，推出分层制度也正是在这方面努力。但是罗马不是一日建成的，要改善流动性还是需要时间的，所以我们应该选择具有一定成长性的个股，以公司的成长性抵消时间成本，基础层高成长(创新层预期)盈利空间大，创新层高成长透明度相对高且流动性较高时间成本低，投资者可根据资金结构进行选择。

我们建议新三板应进行分散化投资，因为即使信息披露再严格，公司情况再透明，也无法避免部分公司在经营过程中遇到黑天鹅事件。同时未来政策导向变动也存在不确定性，所以我们倾向于进行分散化投资以降低风险。

## 七、风险提示

宏观政策风险，公司黑天鹅事件，信息不对称

## 分析师声明

王刚声明，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

华金证券有限责任公司（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：

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn