

新三板制度改革路在何方研究系列之六

■英国 AIM 市场全球最成功的二板市场之一启示意义强：作为我们《新三板交易改革路在何方》的收官之作，我们对英国 AIM 市场进行研究，主要的原因是它和我国新三板市场在可比性较强，并且学界评价是非常成功。因为其既实现了扶植一大批本土及国际高成长企业（帮助成长型企业充分融资），又因其充足流动性（其特有的按照不同公司的流动性不同给予不同的交易方式）估值与主板接近同时，也让投资者能买到一大批成长股，也能最终退出，实现投资价值。

■四因素保障英国 AIM 成功：英国的二板市场 AIM 设立于 1995 年 6 月，归伦敦证券交易所管理，是一个为成长性小企业提供上市的平台，在 AIM 之前英国推出了第一个二板市场 USM，但是 USM 最终失败被关闭，而 AIM 市场得以成功主要有四方面原因：

1) 差异化的交易制度供给(针对不同股票规模和股票流动性的高低，分别采取不同的交易系统和交易制度)：伦敦证券交易所一开始采用竞争性做市商制度，于 1997 年引入 SETS 系统，采用竞价交易制度，适用于主板和 AIM 交易活跃的股票；对于 AIM 市场流动性一般的股票，根据是否有做市商，分别采取混合交易制度、单纯集合竞价模式（在 SETSqx 系统交易）；而对于流动性较低的股票，仅采用做市商交易制度（在 SEAQ 系统交易）。

2) 融资功能的有效发挥吸引外国企业赴英上市：2016 年英国主板融资额为 69.38 亿英镑（约合人民币 594 亿元），而 AIM 市场 2016 年的全年融资总额高达 47.65 亿英镑（约合人民币 408 亿元），AIM 全年融资额占主板融资额的比例高达 69%。而融资额最高时在 2007 年为 161.83 亿英镑（约合人民币 1386.6 亿元）。近年来 AIM 市场的外国公司数量占比稳定在 20%左右，其他国家的二板市场相比，最大的成功之一就在于其“国际化”。

3) 独特的监管体系和严格的退市制度：AIM 采取以“任命保荐人”为核心的监管体系，任命保荐人负责对上市公司的服务与监管。严格的退市制度，使得 AM 市场每年退市公司数量较高，近年来每年平均退市公司超过 100 家（2015 年底共 1044 家公司，2016 年退市公司 125 家，占比约 12%），退市公司数量超过上市公司数量，也反映出市场对公司质量的要求在逐渐提升。

4) 平等独立地位保障和主板市场估值接近：英国 AIM 市场相同行业的公司和主板相比，虽然市值规模上有明显不同，体现出两个市场的定位、分工差异，但是估值水平上两市场较为接近。1998-2005 年英国主板市场的年化换手率均值大约为 100%左右，而 AIM 市场的换手率均值在 60%左右。AIM 市场换手率只略低于主板，但是两个市场部分行业的估值却是接近的，富时 100 指数历年市盈率均值在 30X 水平，AIM100

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082062

相关报告

新三板教育行业幼小专题研究 2017-08-28

新三板日报（谢庚：新三板具备交易及发行制度改革的2017-08-28空间）

新三板智报第十六期：制造业皇冠顶端的明珠，机器人2017-08-27与人工智能互利共进

新三板日报（做市三周年新三板水火交融） 2017-08-25

四成新三板公司或接近历史估值底部 2017-08-24

指数历年市盈率均值在 20X 左右。

■**AIM 孕育牛股，给新三板带来的三点启示：**AIM 市场在推动高科技行业发展及高科技产业化方面功不可没，信息技术、生物科技等领域的企业从 AIM 获得了相当数量的资金支持。不少优质的生物科技、制药类公司在上市前持续处于亏损或者微利的状态，但是在市场资金的支持下，后来成为了 AIM 的“明星股”，和黄中国医药科技有限公司（HCM LN Equity）和 Abcam 公共有限公司（ABC LN Equity）就是典型案例。Accesso 科技集团（ACSO LN Equity）和 IDOX 公共有限公司（IDOX LN Equity）作为 AIM 的科技类明星股，近十年涨幅超过 10 倍，为何 AIM 能够培育如此多的著名企业，有三方面启示值得我们学习：一是差异化的交易制度，对于不同规模和流动性的股票应当给予不同的交易制度选择而非“一刀切”模式；二是需要严格的退市标准来保障整个市场的整体质量；三是明确和主板市场独立平等的地位，对行业和企业有更高的包容性，比如其他各国的二板市场以高科技企业居多，而 AIM 市场的行业构成相对比较均匀，市值占比最大的行业为制药、生物科技和生命科学，但即便如此，最大的行业市值占比也只有 11.15%，这种对行业的包容性既能减小系统性风险，又能够吸引更多地优质企业留在市场上。

■**AIM 和新三板相比部分制度建设有异曲同工之妙：**英国 AIM 市场的各项制度建设和国外其他二板市场在很多方面有所不同，但是和我国新三板市场在部分制度建设上却有异曲同工之妙：

1) **任命保荐人制度和持续督导有异曲同工之妙：**任命保荐人主要有三大职责：1) 判断并决定公司是否适合上市；2) 依法管理上市过程；3) 上市后，监督企业遵守 AIM 监管规则和完善公司治理。从任命保荐人的职责来看，和我国新三板市场的“持续督导”制度有相似之处。

2) **宽松的挂牌标准为中小企业提供机会：**在上市标准方面，AIM 市场和我国新三板市场有异曲同工之妙，均侧重于对企业成长性和发展潜力的考察，而非对盈利的高要求。

3) **机构投资者成为 AIM 市场重要参与人而非主要投资人：**AIM 市场的投资者结构相对比较合理，截至 2007 年底约有 43% 的 AIM 股份由机构投资者所持有。从机构投资者的质量来看，AIM 市场不乏一些欧美具有影响力的大型投资机构，如黑石、摩根士丹利等著名大型机构。个人投资者持股市值约占整个 AIM 市场的 57%，其中约一半由交易较频繁的个人持有，另一半由上市企业的管理层、员工或企业创始人的家人所持有，这也给新三板市场有启示作用。

■**风险提示：**海内外制度环境差异、政策预期不明朗。

内容目录

1. 低调的成功者——英国二板市场 AIM 的“前世今生”	5
1.1. 不断改革，AIM 终建立成功之路	5
1.1.1. 英国二板市场的雏形——USM 市场仅存在了 13 年	5
1.1.2. 踩在巨人的肩膀上——AIM 市场应运而生	5
1.2. “劫后余生”——成熟投资者结构、严格监管、合理行业构成使得互联网泡沫对 AIM 市场的打击有限	6
1.2.1. 合理的机构投资者比例	7
1.2.2. 严格的监管	7
1.2.3. 合理的行业结构	7
2. “成功者的背后”——AIM 市场成功的四大原因	8
2.1. 差异化的混合交易制度保证流动性充沛	8
2.2. 融资功能发挥吸引全球优质企业，增发融资金额占比超过 70%	11
2.3. 独特的监管体系和严格的退市制度保障市场优质企业数量	13
2.3.1. 以“任命保荐人”为核心的监管体系	13
2.3.2. “宽进严出”保障市场上的优质企业	13
2.4. AIM 市场和主板市场估值接近，平等独立地位凸显	15
3. 历史的使命——AIM 市场十年十倍股层出不穷	17
3.1. AIM 孕育生物科技牛股功不可没	17
3.1.1. 和黄中国医药（代码：HCM LN Equity）——AIM 市值最大的生物科技公司	17
3.1.2. Abcam（ABC LN Equity）——中国专业抗体生产商	19
3.2. 信息技术领域十年十倍股尽显风姿	21
3.2.1. acceso 科技集团（ACSO LN Equity）——虚拟队列技术服务提供商	21
3.2.2. IDOX 公共有限公司（IDOX LN Equity）——软件系统运营商	22

图表目录

图 1: 英国 AIM 市场历年公司数量和总市值（单位：百万英镑）	6
图 2: 英国 AIM 综合指数走势	6
图 3: AIM 市场各行业市值占比	8
图 4: ASOS 公共有限公司（ASC LN Equity）三日分时走势	9
图 5: RWS 控股公共有限公司（RWS LN Equity）三日分时走势	9
图 6: Gooch & Housego 公共有限公司（GHH LN Equity）分时走势	9
图 7: AIM 市场历年成交量和成交金额	10
图 8: AIM 市场换手率（单位：%）	10
图 9: 英国主板市场换手率（单位：%）	10
图 10: AIM 市场英国公司数量和国外公司数量历年比例分布	11
图 11: AIM 市场历年融资总额（单位：百万英镑）	11
图 12: AIM 历年首发和增发融资金额（单位：百万英镑）	12
图 13: AIM 历年首发和增发融资金额占比	12
图 14: 英国 AIM 市场的监管体系	13
图 15: AIM 市场历年退市公司数量	14
图 16: AIM 历年上市和退市公司数量	14
图 17: 英国主板 100 指数历年市盈率 PE	15
图 18: AIM 综合指数、AIM100、AIM50 指数市盈率（剔除负值）	15

图 19: 和黄主要产品: 麝香保心丸	17
图 20: 和黄主要产品: 复方丹参片	17
图 21: 和黄中国医药 (代码: HCM LN Equity) 股价 (英镑)	17
图 22: 和黄中国医药 (代码: HCM LN Equity) 历年收入及增速	18
图 23: 和黄中国医药 (代码: HCM LN Equity) 历年净利润及增速	18
图 24: 用于免疫荧光和流式细胞术的直接偶联抗体	19
图 25: Abcam 二抗	19
图 26: Abcam (ABC LN Equity) 股价走势	19
图 27: Abcam (ABC LN Equity) 市盈率 PE	20
图 28: Abcam (ABC LN Equity) 历年收入及增速	20
图 29: Abcam (ABC LN Equity) 历年净利润及增速	20
图 30: accesso 可穿戴设备	21
图 31: accesso 手持式设备	21
图 32: Accesso 股价走势	21
图 33: Accesso 市盈率	22
图 34: accesso 科技集团历年收入及增速	22
图 35: accesso 科技集团历年净利润及增速	22
图 36: IDOX 股价走势	23
图 37: IDOX 市盈率	23
图 38: IDOX 历年收入及增速	23
图 39: IDOX 历年净利润及增速	23
表 1: 2007 年 AIM 最活跃机构投资者 (以持有市值衡量)	7
表 2: AIM 的不同交易系统和交易制度	8
表 3: AIM 市场和新三板挂牌标准比较	13
表 4: AIM 市场和英国主板市场部分行业市值和市盈率比较	16

1. 低调的成功者——英国二板市场 AIM 的“前世今生”

我们《新三板交易改革路在何方》系列已经出到第五篇，从纳斯达克、中国台湾兴柜市场、日本的 JASDAQ 市场、韩国 KOSDAQ 市场的交易制度变革来找寻方向。本篇（第六篇）作为我们《新三板交易改革路在何方》的收官之作，将对英国 AIM 市场进行研究，主要的原因是英国 AIM 市场和我国新三板市场在部分制度方面有相似之处，并且学界评价是非常成功的，既实现了扶植一大批本土高成长企业的历史使命，又吸引大量国际企业上市，真正做到了全球化的二板市场。同时也因其充足的流动性也让投资者从中挑选到一大批成长股实现了投资价值，这也成为各国学习和参考的重要标的。

1.1. 不断改革，AIM 终建立成功之路

英国的二板市场 AIM 设立于 1995 年 6 月，归伦敦证券交易所管理，是一个为成长性小企业提供上市的平台，然而英国的二板市场的发展其实可以追溯到 20 世纪 70 年代，也就是美国纳斯达克成立的时期。

1.1.1. 英国二板市场的雏形——USM 市场仅存在了 13 年

美国纳斯达克于 1971 年成立以后，作为彼时的欧洲金融中心，英国要求建立二板市场的呼声也愈加高涨，于是在 1980 年，伦敦证交所建立了 USM 市场，旨在为不符合主板上市的企业提供上市场所。USM 市场的上市要求和成本都比主板市场低，在 20 世纪 80 年代承担了主板上市资源培育基地的角色，为众多不够条件的企业提供了上市机会。但是，受 1987 年以后全球股市下跌的影响，USM 的融资功能大大减小，发展趋于停滞，例如 1991 年通过 USM 市场新募集的资本仅有约 1160 万英镑——这一数字在 1988 年是 3.08 亿英镑。

（数据来源：张轩《英国 AIM 市场及其对中国创业板市场发展的启示》）

另一方面，USM 市场作为主板的附属，缺乏独立性，管理也同主板没有分开。这使得它们从设立时就有为主板服务的性质，各方面都受到主板影响，独立发展空间有限，于是 1993 年伦敦证券交易所宣布关闭 USM 市场，其中一部分符合条件的企业转到主板。存在了 13 年的英国二板市场雏形 USM 就这样结束了。

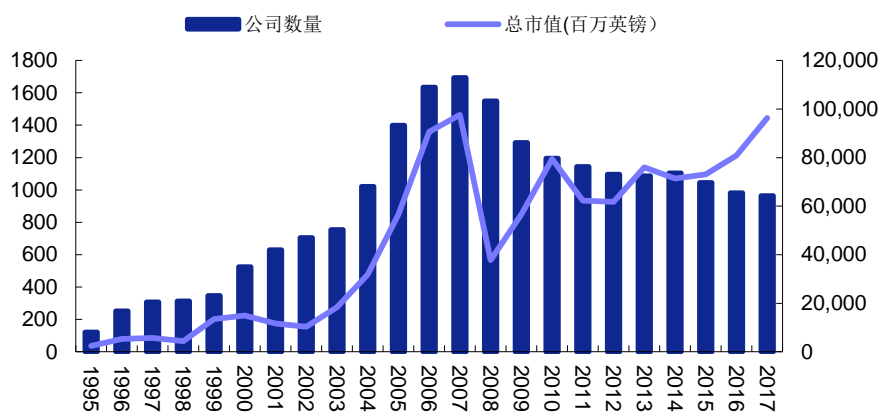
1.1.2. 踩在巨人的肩膀上——AIM 市场应运而生

USM 市场失败了，但是英国的成长型小企业仍有强烈的融资需求，于是，1995 年 6 月，AIM 市场诞生。AIM 市场对于 USM 市场在一定程度上有所继承，但是两者定位有明显不同。失败的 USM 市场定位是为那些不能满足主板上市条件的企业服务，而 AIM 则定位十分明确，服务于各个行业的成长型中小企业，甚至对企业持续经营时间都不设硬性要求。AIM 在监管方面也有自己的特色，这一点我们在后文重点讲述。

在优惠方面，AIM 市场不仅为那些成长型中小企业服务，对投资者也有优惠政策，英国政府给予所有直接或间接购买非上市公司股票（包括 AIM 企业的股票）的投资者以税收减免。这吸引了很多的投资者将资金投向 AIM，部分以直接投资的形式，部分则通过专注于 AIM 企业的风险投资基金。（资料来源：张轩《英国 AIM 市场及其对中国创业板市场发展的启示》）

就是在这样的背景下，AIM 得到迅速发展，1995 年底就有 121 家公司在 AIM 市场上上市，公司数量最多时是 2007 年达到 1694 家，总市值高达 975.6 亿英镑。

图 1：英国 AIM 市场历年公司数量和总市值（单位：百万英镑）

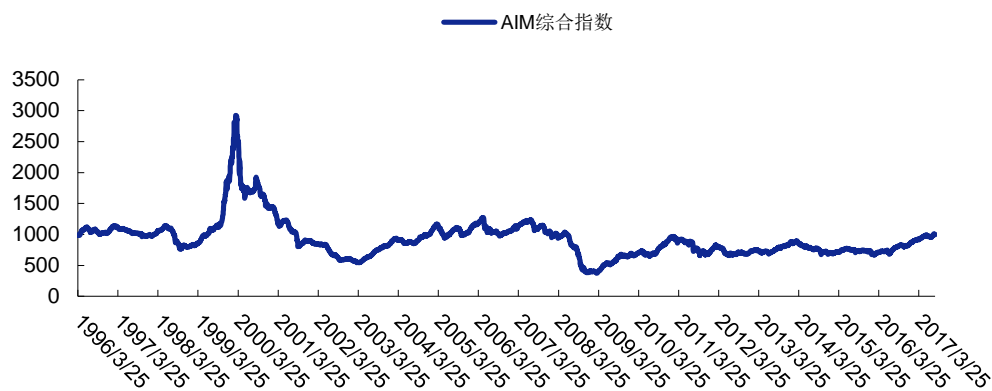


资料来源：伦敦证券交易所

1.2. “劫后余生”——成熟投资者结构、严格监管、合理行业构成使得互联网泡沫对 AIM 市场的打击有限

2000 年互联网泡沫的破裂几乎使得当时全球的二板市场都遭到重创，从指数上来看，英国 AIM 市场也受到了一定程度的影响，AIM 综合指数从 2000 年的最高点 2846 点剧烈下跌，同时受到英国经济大环境影响，直到 2003 年英国证券市场才逐渐复苏。不过，AIM 市场的市值来看，2000 年市场总市值 149 亿英镑，2001 年总市值 116 亿，2002 年以后市场上公司数量和总市值迅速提升，并没有因为互联网泡沫破裂的打击使得市场市值迅速蒸发。

图 2：英国 AIM 综合指数走势



资料来源：Bloomberg

英国 AIM 市场在 2000 年互联网泡沫时遭受的打击有限主要得益于三方面的原因，即成熟的投资者结构、严格的监管、合理的行业构成。

1.2.1. 合理的机构投资者比例

AIM 市场的投资者结构相对比较合理，根据已有数据统计，截至 2007 年底约有 43% 的 AIM 股份由机构投资者所持有。2007 年个人投资者持股市值约占整个 AIM 市场的 57%，其中约一半由交易较频繁的个人持有，另一半由上市企业的管理层、员工或企业创始人的家人所持有。（数据来源：张轩《英国 AIM 市场及其对中国创业板市场发展的启示》）

从机构投资者的质量来看，AIM 市场不乏一些欧美具有影响力的大型投资机构，如黑石、摩根士丹利等著名大型机构在 2007 年持有的 AIM 市场股票市值分别为 16.6 亿英镑和 6.5 亿英镑。

表 1：2007 年 AIM 最活跃机构投资者（以持有市值衡量）

机构名称	持有股票市值（百万英镑）	投资笔数
BlackRock Merrill Lynch Investment	1658.60	153
Invesco	1339.8	102
AXA Investment Managers	998.5	172
CDS & Co (Nominees)	908.2	7
Fidelity	887.3	155
Artemis	791	132
Lansdowne Partners	785.5	38
Credit Suisse Group	776.6	121
AVIVA	671.7	70
Morgan Stanley	650	49

资料来源：张轩《英国 AIM 市场及其对中国创业板市场发展的启示》、Growth Company Investor, Institutional Investors in AIM 2007

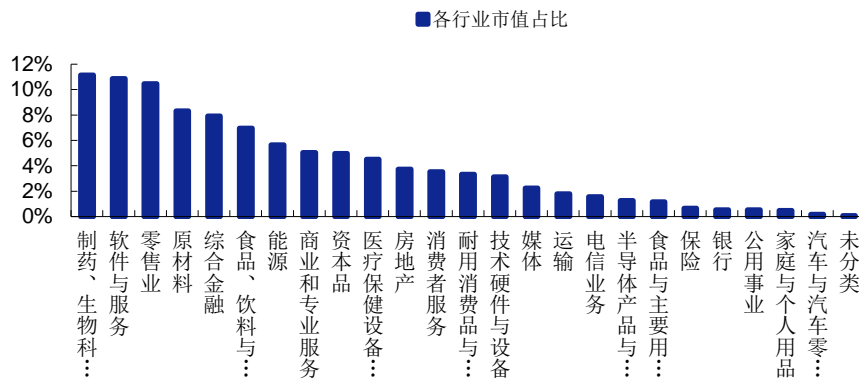
1.2.2. 严格的监管

英国 AIM 市场在监管方面采取“任命保荐人”制度，伦敦证交所主要通过“任命保荐人”群体间接对上市公司进行监管。任命保荐人是 AIM 特有的市场参与者，一般为会计师事务所、投资银行、企业融资咨询机构或证券经纪公司，任何企业要在 AIM 上市都必须聘请一家任命保荐人，上市以后，也必须随时保有任命保荐人。任命保荐人主要有三大职责：1) 判断并决定公司是否适合上市；2) 依法管理上市过程；3) 上市后，监督企业遵守 AIM 监管规则和完善公司治理。从任命保荐人的职责来看，和我国新三板市场的“持续督导”制度有相似之处。

1.2.3. 合理的行业结构

AIM 市场不同于其他各国的二板市场，比如纳斯达克、JASDAQ、KOSDAQ 等市场都是以高科技企业居多，而 AIM 市场的行业构成相对比较均匀，市值占比最大的行业为制药、生物科技和生命科学，但即便如此，最大的行业市值占比也只有 11.15%。

图 3：AIM 市场各行业市值占比



资料来源：Bloomberg

2. “成功者的背后”——AIM 市场成功的四大原因

2.1. 差异化的混合交易制度保证流动性充沛

伦敦证券交易所采取竞价交易为主，做市商交易为辅的交易制度，AIM 市场按照股票流动性的高低程度将整个市场分为三个档次，不同的档次应用不同的交易系统，各个交易系统对应着不同的交易制度。

针对 AIM 市场股票流动性的高低，分别采取不同的交易系统和交易制度，对于流动性较高的股票，应用 SETS 价格形成系统，SETS 系统采用竞价交易制度。对于流动性一般的股票，采用 SETSqx 系统，该系统又根据是否有做市商分为两种模式：对于由做市商的股票，采取包含竞价交易制度与做市商制度相结合的混合交易制度；对于没有做市商的股票，采取集合竞价模式，每日竞价四次，分别为 8:00、11:00、15:00 和 16:35 分。而对于流动性较低的股票，应用 SEAQ 系统，这部分股票流动性较差，竞价交易制度可行性低，因此 SEAQ 系统仅包含做市商交易制度。

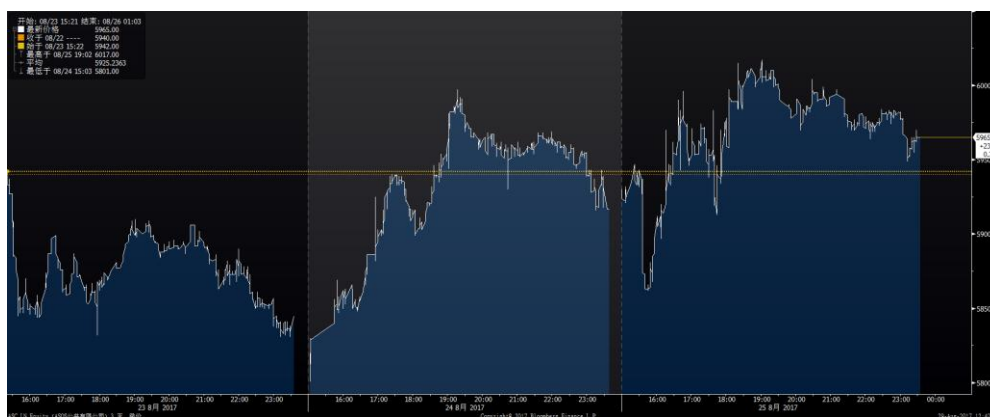
表 2：AIM 的不同交易系统和交易制度

不同流动性股票	交易系统	交易制度
流动性较高的	SETS	竞价交易制度
流动性一般的	SETSqx	有做市商的，采用做市商制度+集合竞价的混合交易制度； 没有做市商的，采用集合竞价制度
流动性较低的	SEAQ	采用做市商制度

资料来源：刘逸《市场微观结构与交易机制设计：高级指南》

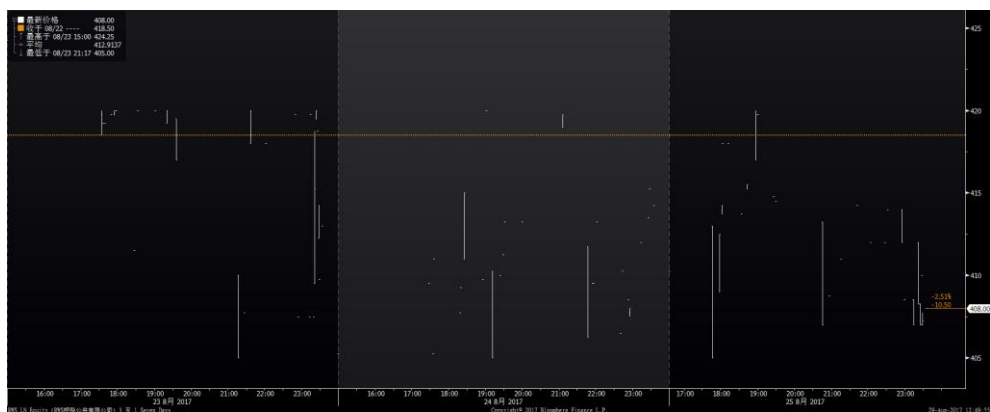
我们观察 AIM50 指数成分股中市值规模大小不同的三家公司，以 ASOS 公共有限公司为例，该公司总市值 428 亿元人民币，在 AIM50 指数重市值最大，它的三日分时走势图就比较连续竞价交易特征。而 RWS 控股公共有限公司，市值 86 亿元人民币，它的三日分时走势图呈现做市商报价和集合竞价相结合的特征。Gooch & Housego 公共有限公司市值规模 29 亿元人民币，它的分时走势图呈现典型的集合竞价特征。

图 4: ASOS 公共有限公司 (ASC LN Equity) 三日分时走势



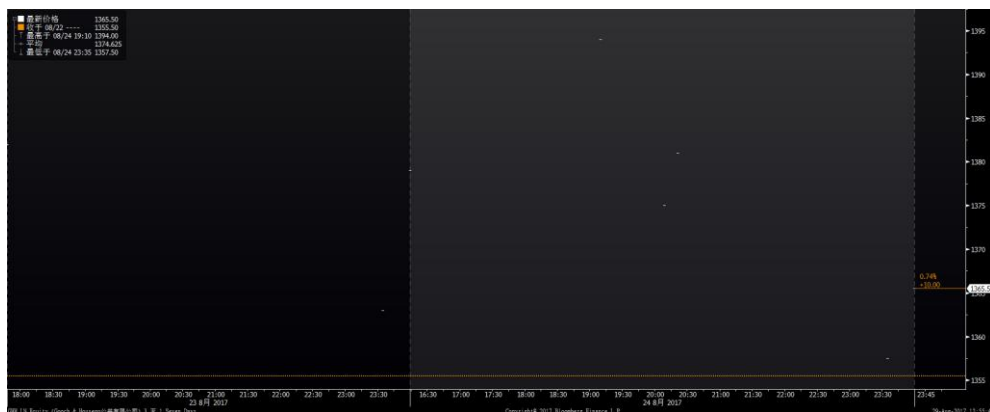
资料来源: Bloomberg

图 5: RWS 控股公共有限公司 (RWS LN Equity) 三日分时走势



资料来源: Bloomberg

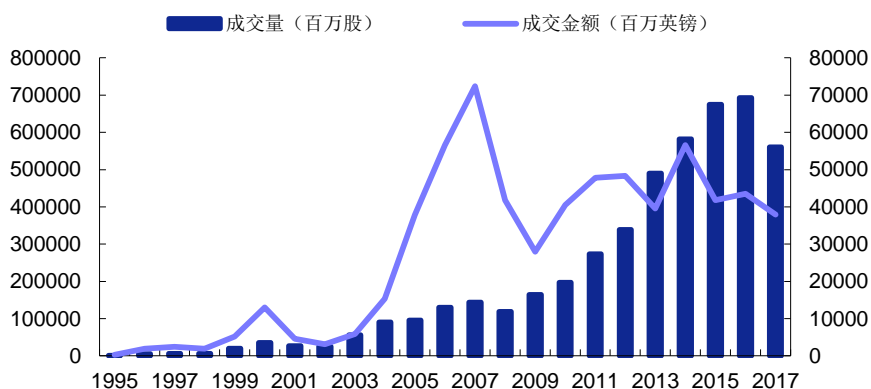
图 6: Gooch & Housego 公共有限公司 (GHH LN Equity) 分时走势



资料来源: Bloomberg

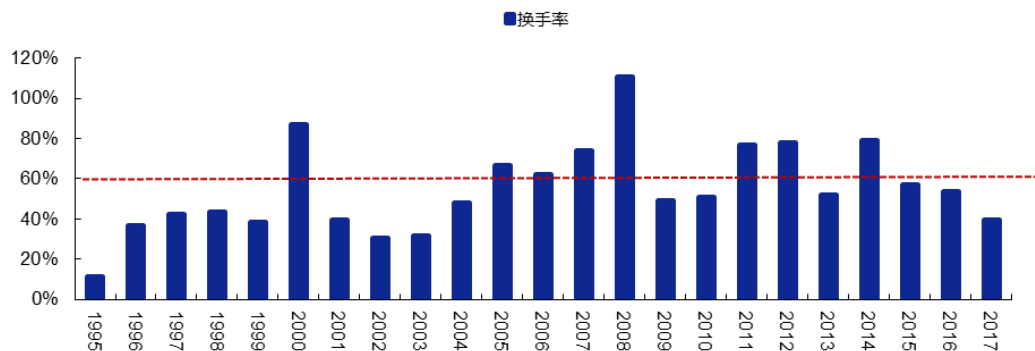
针对不同流动性的股票采取差异化的交易制度是 AIM 市场能够成功的一大重要原因, AIM 自成立以来成交量逐年上升, 2016 年成交金额高达 435 亿英镑 (约 3725 亿人民币)。而 AIM 市场历年的平均换手率达到 50%-60%, 对于机构投资者占比较大的二板市场来说, 流动性较为充沛。

图 7: AIM 市场历年成交量和成交金额



资料来源: 伦敦证券交易所

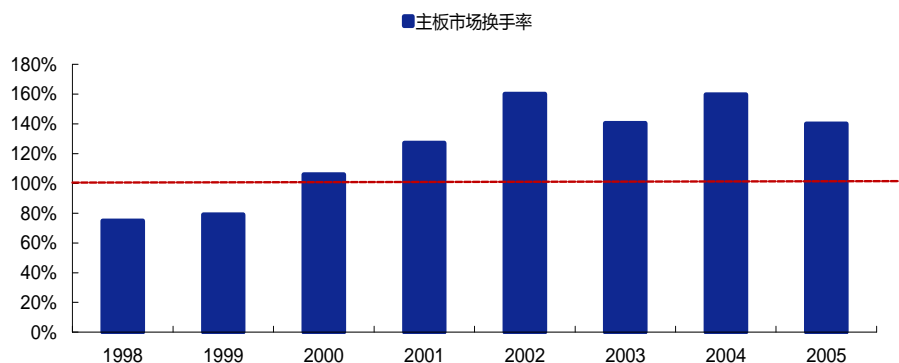
图 8: AIM 市场换手率 (单位: %)



资料来源: 伦敦证券交易所

换手率=年度成交金额/总市值

图 9: 英国主板市场换手率 (单位: %)

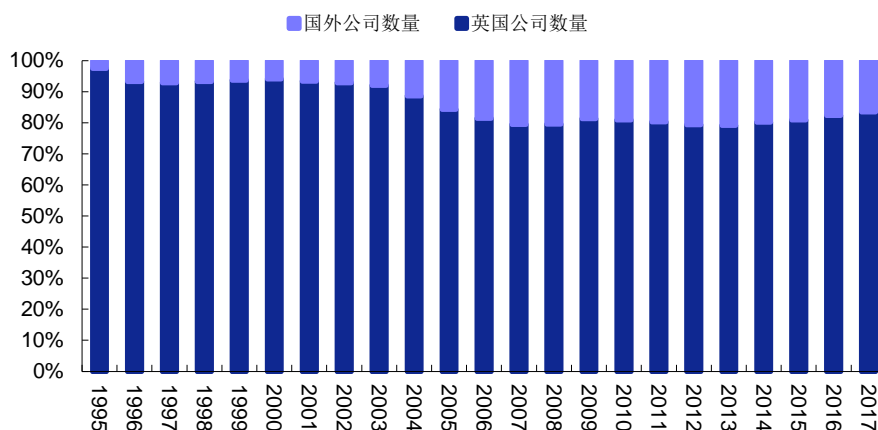


资料来源: 欣士《英国 AIM_特色鲜明的创业板市场》

2.2. 融资功能发挥吸引全球优质企业，增发融资金额占比超过 70%

英国 AIM 市场与其他国家的二板市场相比，最大的成功之一就在于其“国际化”。1995 年成立之初，到 AIM 上市的外国公司仅有 3 家，而 2003 年以后，外国公司数量占比迅速扩大，最多时为 2007 年外国公司数量达 347 家，占比达 20.48%。而近年来 AIM 市场的外国公司数量占比稳定在 20% 左右。

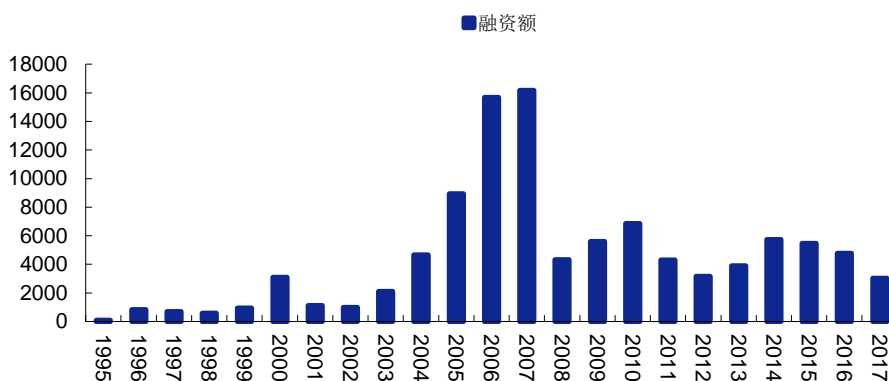
图 10: AIM 市场英国公司数量和国外公司数量历年比例分布



资料来源：伦敦证券交易所

判断一个市场是否成功的重要标准之一就是其融资功能是否有效发挥，AIM 市场 2016 年的全年融资总额高达 47.65 亿英镑(约合人民币 408 亿元)，而融资额最高时在 2007 年为 161.83 亿英镑(约合人民币 1386.6 亿元)。

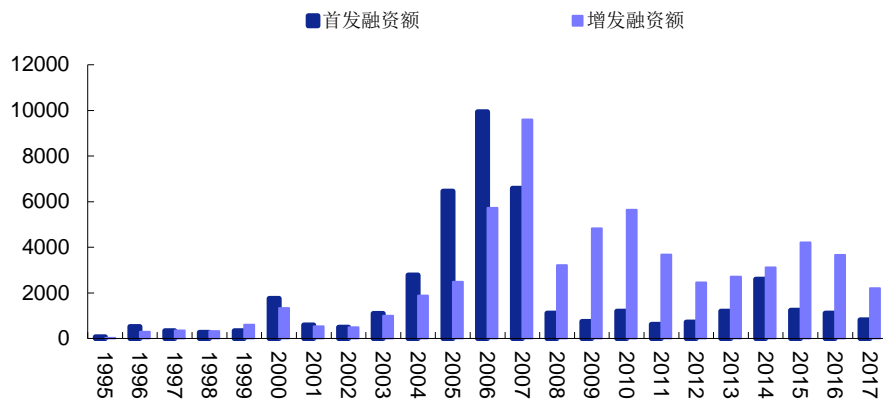
图 11: AIM 市场历年融资总额 (单位: 百万英镑)



资料来源：伦敦证券交易所

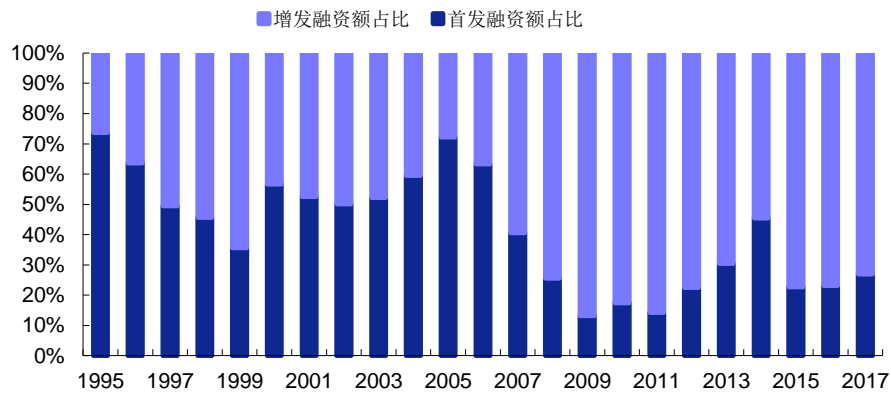
2007 年以前，AIM 市场的融资主要来源首发募集资金，而 2007 年以后，增发融资金额明显超过首发融资，通过增发募资金额占比超过 60%，2015 年以来，增发融资总额占比超过 70%。活跃的增发市场使得 AIM 的资源得到有效配置，也侧面说明投资者对 AIM 市场企业的认可。

图 12: AIM 历年首发和增发融资金额 (单位: 百万英镑)



资料来源: 伦敦证券交易所

图 13: AIM 历年首发和增发融资金额占比



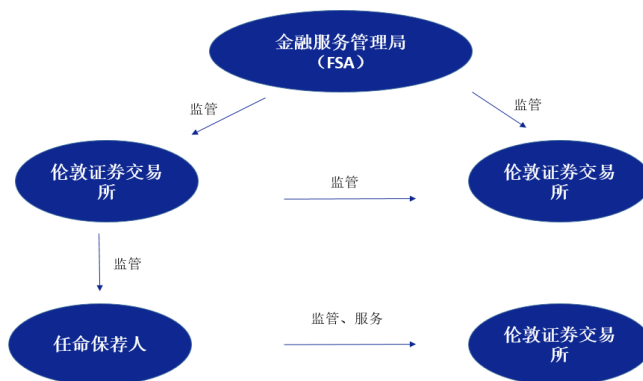
资料来源: 伦敦证券交易所

2.3. 独特的监管体系和严格的退市制度保障市场优质企业数量

2.3.1. 以“任命保荐人”为核心的监管体系

英国采取的是统一的金融监管体系，金融服务管理局（FSA）负责所有金融行业的监管，而伦敦证券交易所主要负责对任命保荐人的直接监管，任命保荐人负责对上市公司的服务与监管，这种外包式的监管大大提高了市场效率。

图 14：英国 AIM 市场的监管体系



资料来源：张轩《英国 AIM 市场及其对中国创业板市场发展的启示》，安信证券研究中心

任命保荐人主要有三大职责：1) 判断并决定公司是否适合上市；2) 依法管理上市过程；3) 上市后，监督企业遵守 AIM 监管规则和完善公司治理。也许有人会有这样的疑问，任命保荐人同时担任交易所的委托监管方和服务于企业上市的经纪商这两个角色，是否会有利益冲突？但是事实说明，AIM 市场在监管方面的运行是非常成功的，任命保荐人同时受到三个方面的约束，三个方面相辅相成，使得“任命保荐人制度”能够良性循环：

- 1) 收入约束：任命保荐人从客户的角度出发，会尽可能地帮助企业能够成功上市；
- 2) 来自于证交所的监管约束：伦敦证交所对任命保荐人的监管非常严格，对于不合格的保荐人会坚决清除，因此对所服务的上市公司严格监管也是维护保荐人的长期利益；
- 3) 市场自发约束：因为 AIM 市场的监管比较依赖于保荐人，因此越是严格履行监管义务的保荐人越容易得到投资者的信任，继而保荐人所服务的企业能够更容易上市成功。

2.3.2. “宽进严出”保障市场上的优质企业

在上市标准方面，AIM 市场和我国新三板市场有异曲同工之妙，均侧重于对企业成长性和发展潜力的考察，而非对盈利的高要求。

表 3：AIM 市场和新三板挂牌标准比较

	AIM 市场	新三板
经营记录	无	存续满两年
中介机构	要求指定保荐人全程参与	推荐主办券商向协会推荐
股本要求	无	无
持续经营能力	实际要求，指定保荐人把握	主营业务突出，具有持续经营能力
公众持股	无	无
公司治理	实际要求，指定保荐人把握	公司治理结构健全，运作规范
合法合规	实际要求，指定保荐人把握	股份发行和转让行为合法合规

资料来源：伦敦证券交易所，股转系统

AIM 市场的退市标准方面也没有对企业财务指标的量化要求,主要分为停牌标准和退市标准。

停牌标准: (1) 证券交易未能有序进行; (2) 交易所认定公司违反《AIM 上市规则》; (3) 出于保护投资者的目的, 目前不得不暂停交易; (4) 继续交易会损害市场的声誉。违反上述之一将被停牌。

退市标准: 停牌超过 6 个月或是公司没有保荐人的时间超过 1 个月。

(资料来源: 郑俊《英美创业板市场退市制度的经验借鉴》)

AIM 市场的持续上市标准更多地侧重于信息披露, 具体包括对公司经营信息的披露 (如重要股东股权变化信息; 董事离任信息; 新董事相关情况; 保荐人的任免辞退以及保荐人的基本信息等)、对公司经营状况的披露 (如定期财务报告等)、对交易信息的披露 (如交易的情况; 运行的方式; 交易利润对净资产的影响程度; 交易对预期收益的影响情况等)、引起股价异常因素的披露。

(来源: 贺捷《创业板退市制度研究》)

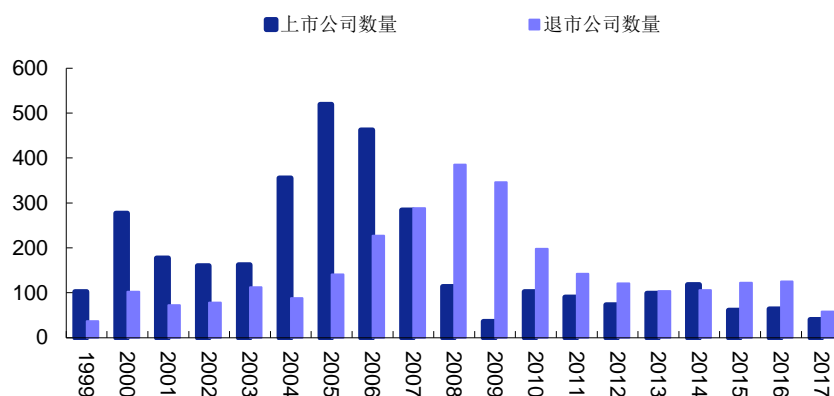
正是这种“宽进严出”的上市和退市制度, 使得 AIM 市场每年退市公司数量较高, 最高时在 2008 年退市公司达到 385 家, 而近年来每年平均退市公司超过 100 家。近年来 AIM 市场的退市公司数量超过上市公司数量, 也反映出市场对公司质量的要求在逐渐提升。

图 15: AIM 市场历年退市公司数量



资料来源: 伦敦证券交易所

图 16: AIM 历年上市和退市公司数量



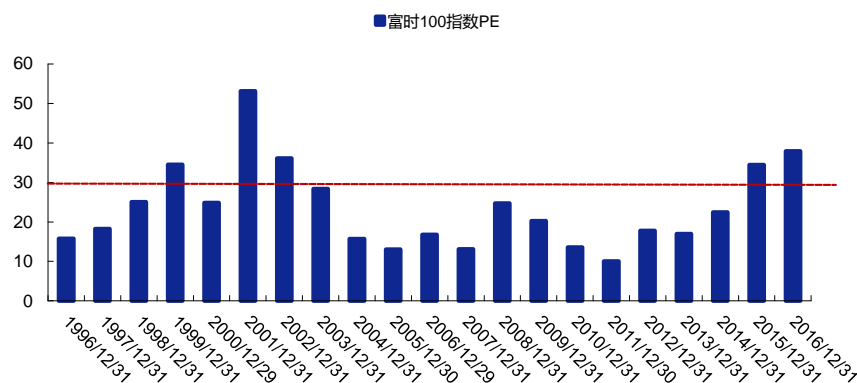
资料来源: 伦敦证券交易所

2.4. AIM 市场和主板市场估值接近，平等独立地位凸显

通过我们对国内外多个二板市场的研究，成功的二板市场和主板市场不应当有过大的估值鸿沟。以韩国 KOSDAQ 为例，二板市场和主板市场 KOSPI 的行业对应估值基本相当。而本文中我们研究的英国 AIM 市场也表现出相似的特征。相同行业的公司和主板相比，虽然市值规模上有明显不同，体现出两个市场的定位、分工差异，但是估值水平上两市场较为接近。

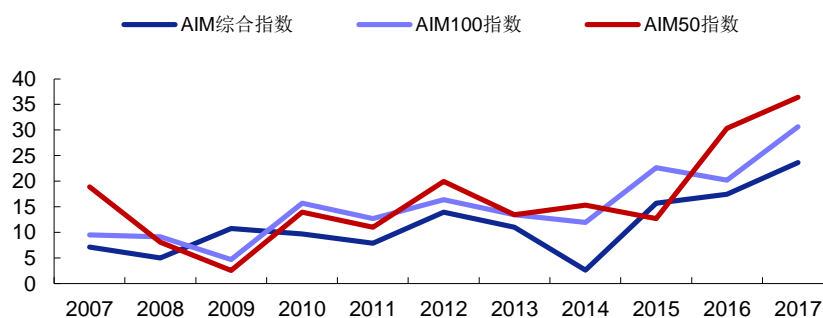
根据彭博统计 AIM100 指数当前市盈率为 30X，英国主板市场的富时 100 指数显示近年来指数市盈率均值在 30X 左右。观察 AIM 市场和主板市场的部分行业平均市值和 PE，以两个市场公司数量相当的行业制药、生物科技和生命科学，技术硬件与设备，原材料为例，我们发现两市场相同行业的平均市盈率水平较为接近。

图 17：英国主板 100 指数历年市盈率 PE



资料来源：Bloomberg

图 18：AIM 综合指数、AIM100、AIM50 指数市盈率（剔除负值）



资料来源：Bloomberg

表 4: AIM 市场和英国主板市场部分行业市值和市盈率比较

	AIM	主板
制药、生物科技和生命科学		
平均市值 (亿元)	18.7	863.5
PE	56.25	51.95
技术硬件与设备		
平均市值 (亿元)	6.43	136.47
PE	25.65	32.12
原材料		
平均市值 (亿元)	4.6	721.6
PE	15.89	18.95

资料来源: Bloomberg

3. 历史的使命——AIM 市场十年十倍股层出不穷

3.1. AIM 孕育生物科技牛股功不可没

AIM 市场在推动高科技行业发展及高科技产业化方面可谓功不可没，信息技术、生物科技等领域的企业从 AIM 获得了相当数量的资金支持。其中，在 AIM 市场获得最多支持的就是生物科技行业。不少优质的生物科技、制药类公司在上市前持续处于亏损或者微利的状态，但是在市场资金的支持下，后来成为了 AIM 的“明星股”，和黄中国医药科技有限公司（HCM LN Equity）和 Abcam 公共有限公司（ABC LN Equity）就是典型案例。

3.1.1. 和黄中国医药（代码：HCM LN Equity）——AIM 市值最大的生物科技公司

黄中国医药科技有限公司根据传统中医实践，开发治疗癌症和免疫系统能力下降的疗法。该公司还从事保健食品的零售业务。公司的主营业务是处方药业务，拥有约 2200 个医疗销售代表的商业网络，覆盖中国 300 个城镇的 18.7 万家医院。

图 19：和黄主要产品：麝香保心丸



资料来源：<http://www.chi-med.com>

图 20：和黄主要产品：复方丹参片



资料来源：<http://www.chi-med.com>

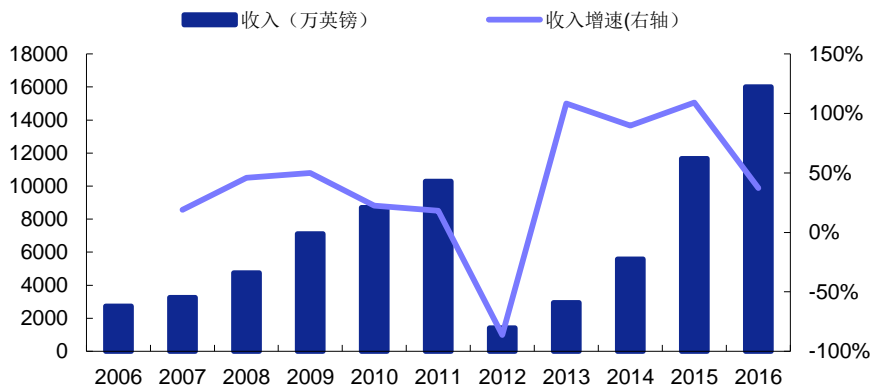
2013 年以后，和黄在 AIM 市场的股价走势一路上扬，在上市之初连续五年亏损，直到 2011 年扭亏为盈以后，净利润稳定高速增长，同时股价也得到快速反应，和黄就是典型的生物科技类公司从弱小到壮大的例子，这其中离不开 AIM 市场资源配置的支持。

图 21：和黄中国医药（代码：HCM LN Equity）股价（英镑）



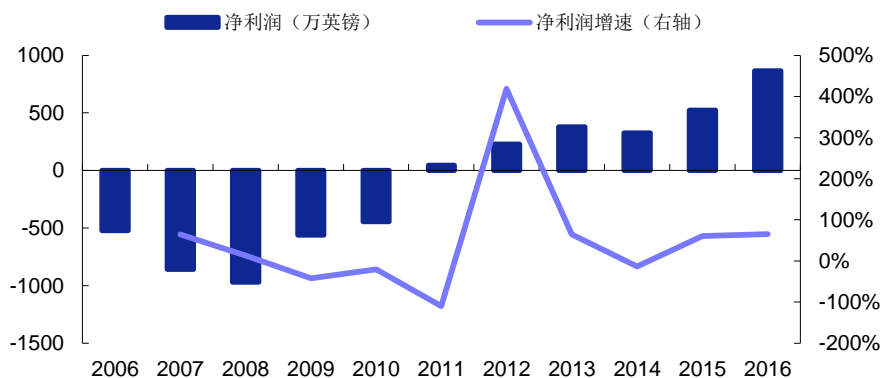
资料来源：Bloomberg

图 22: 和黄中国医药 (代码: HCM LN Equity) 历年收入及增速



资料来源: Bloomberg

图 23: 和黄中国医药 (代码: HCM LN Equity) 历年净利润及增速

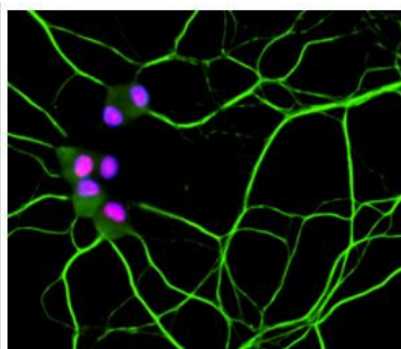


资料来源: Bloomberg

3.1.2. Abcam (ABC LN Equity) ——中国专业抗体生产商

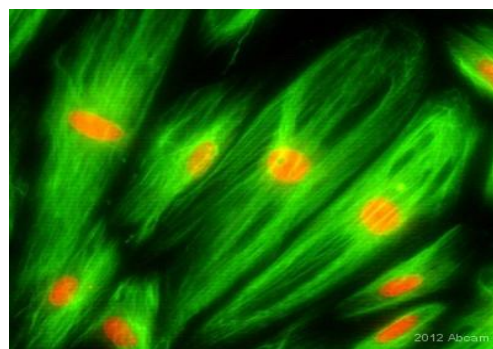
艾博抗也是一家中国公司，生产研究级抗体，通过在线目录分销。客户包括世界各个国家和地区的大学、研究机构以及制药和生物技术公司。

图 24：用于免疫荧光和流式细胞术的直接偶联抗体



资料来源：www.abcam.com

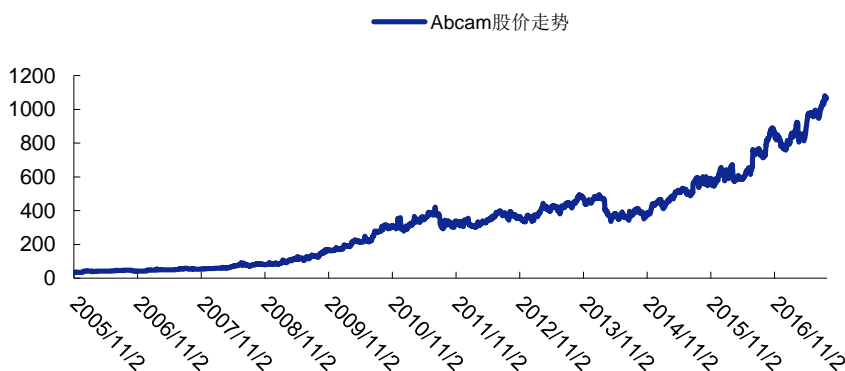
图 25：Abcam 二抗



资料来源：www.abcam.com

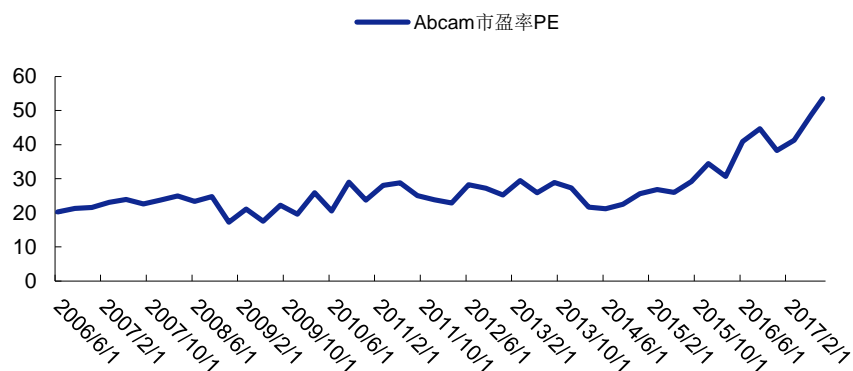
2008 年以后，Abcam 的股价一路上升，近十年来股价涨幅超过 20 倍，市盈率也从 20X 上升到当前的 53X。Abcam 在 2005 年上市之初净利润只有 228 万英镑（约合人民币 1950 万元），但是自上市以来净利润持续高速增长，2016 年净利润已达到 1.7 亿英镑（约合人民币 14.5 亿元）。

图 26：Abcam (ABC LN Equity) 股价走势



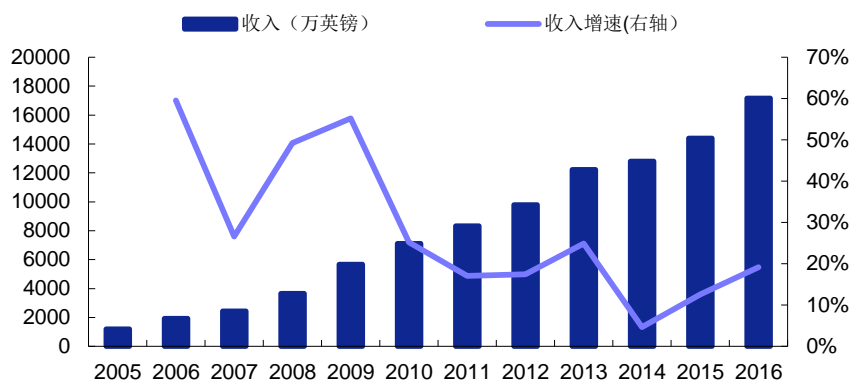
资料来源：Bloomberg

图 27: Abcam (ABC LN Equity) 市盈率 PE



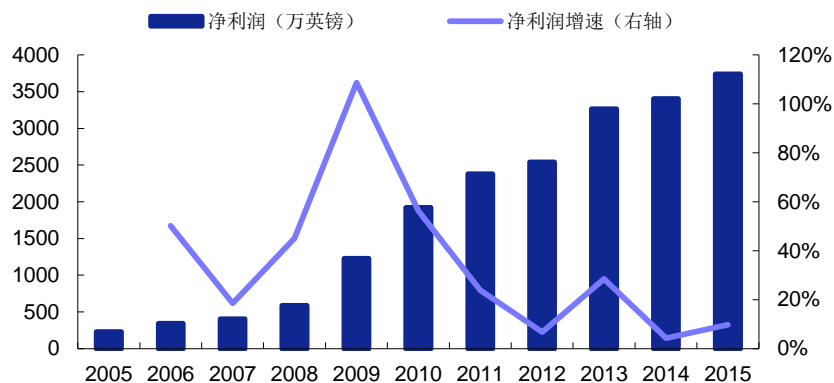
资料来源: Bloomberg

图 28: Abcam (ABC LN Equity) 历年收入及增速



资料来源: Bloomberg

图 29: Abcam (ABC LN Equity) 历年净利润及增速



资料来源: Bloomberg

3.2. 信息技术领域十年十倍股尽显风姿

3.2.1. acceso 科技集团 (ACSO LN Equity) ——虚拟队列技术服务提供商

Accesso 科技集团公共有限公司从事虚拟队列技术的开发与应用业务，该公司的技术用于美国和英国多个主题公园。该系统是一个手持式装置，用户在装置上输入想要游玩的娱乐设备，该装置在适当的时候会通知用户，避免游客大排长龙。

图 30: acceso 可穿戴设备



资料来源: acceso.com

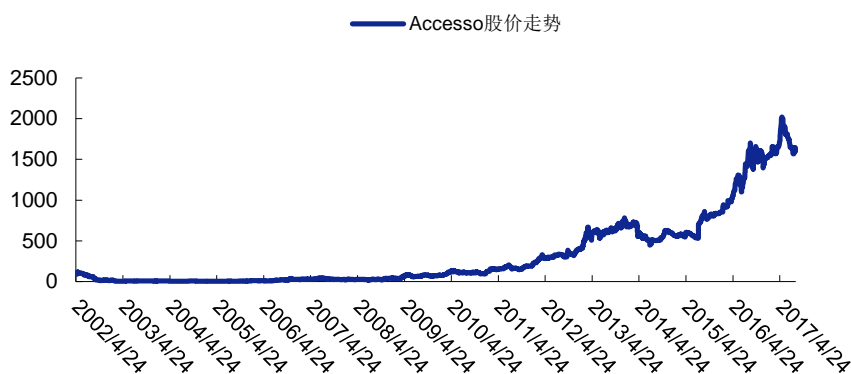
图 31: acceso 手持式设备



资料来源: acceso.com

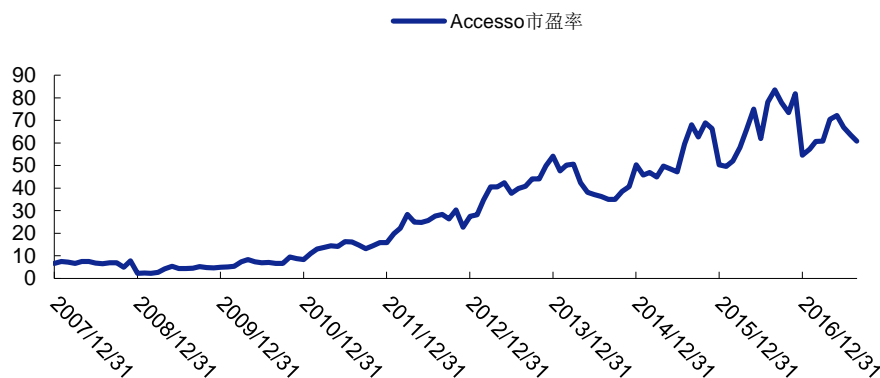
Accesso 从 2011 年以后股价迅速上涨，近十年涨幅超过 60 倍，成为名副其实的 AIM “明星股”，作为高成长型的科技类公司，上市之初连年亏损，但是 2007 年以后扭亏为盈，近几年仍能保持 20%-30% 的收入增速。

图 32: Accesso 股价走势



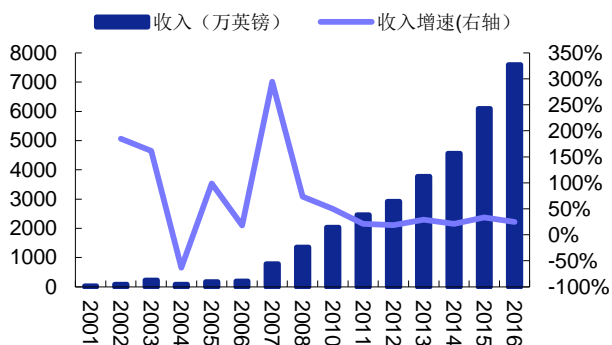
资料来源: Bloomberg

图 33: Accesso 市盈率



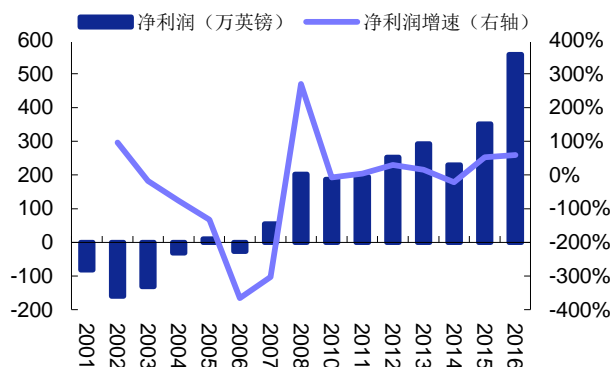
资料来源: Bloomberg

图 34: acceso 科技集团历年收入及增速



资料来源: Bloomberg

图 35: acceso 科技集团历年净利润及增速



资料来源: Bloomberg

3.2.2. IDOX 公共有限公司 (IDOX LN Equity) —— 软件系统运营商

IDOX 公共有限公司是一家软件公司，开发和生产可通过基于网络的应用程序和文件、内容和信息管理的合成可改变软件系统。主要产品为 Image-Gen，可以让纸质流程转换为电子流程，通过互联网使任何计算机接入。

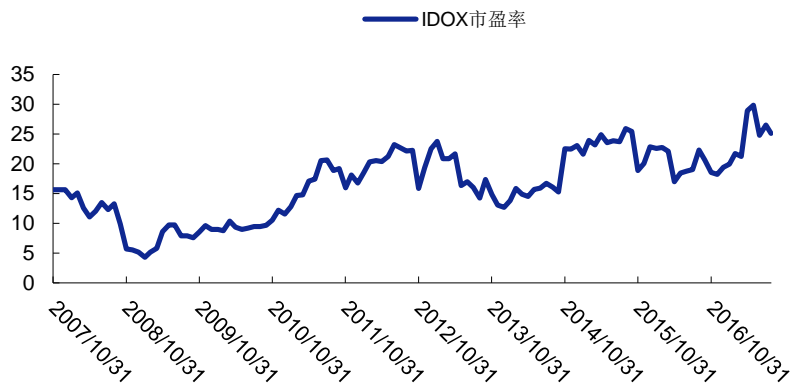
我们可以发现，AIM 市场上的十年十倍股都不是一蹴而就的，IDOX 也呈现出同样的特点，在上市之初的前几年处于亏损状态，股价表现也平平，但是随着企业发展壮大，收入和净利润稳定高速增长，随之而来的是企业的价值也得到市场认可。

图 36: IDOX 股价走势



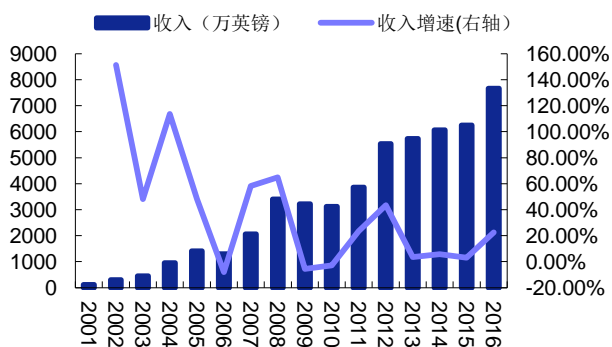
资料来源: Bloomberg

图 37: IDOX 市盈率



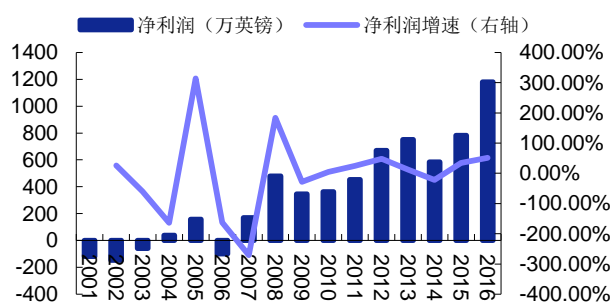
资料来源: Bloomberg

图 38: IDOX 历年收入及增速



资料来源: Bloomberg

图 39: IDOX 历年净利润及增速



资料来源: Bloomberg

■ 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	葛娇娇	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@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
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

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层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034