

方正证券研究所证券研究报告

分析师:于建科

执业证书编号: S1220515090003

TEL: (86755) 83456386

E-mail: yujianke@foundersc.com

联系人: 周华仙

Email:zhouhuaxian@foundersc.com

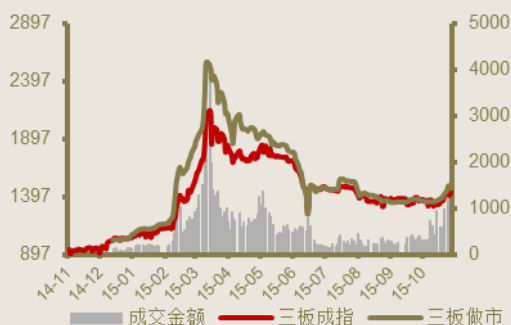
联系人: 刘浩

Email:liuhao0@foundersc.com

重要数据 (2015-12-01)

挂牌公司数 (家)	4407
总股本 (亿股)	2485.02
流通股本 (亿股)	897.82
成交笔数 (笔)	12879
成交金额 (万元)	76065.13
成交数量 (万股)	14246.88

新三板指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

新三板行业策略报告

新三板行业报告
2015.12.02

新三板行业

投资要点

- 1、我们基于以下逻辑构建套利策略: (1) 现有初次分层标准达成难易程度不一, 部分条件达成较易; (2) 如果某公司暂不满足的条件较容易达成, 应与已满足条件的公司不存在系统性估值差异; (3) 较易达成条件的公司与已满足条件的公司之间潜在的估值差距还未被市场系统反映出来。 (4) 同一基本面的公司在分层前后应该有套利机会, 以反映层次变动的预期。
- 2、我们依照上述逻辑依次进行分析, 最后通过比较不同组合的之间估值差异反映是否存在投资机会。
- 3、综合而言, 基于标准一及标准三的套利策略估值差异明显, 具有明显的套利空间。对于标准三我们提醒特别关注, 因为标准三的条件是所有标准中可操作空间最大的, 因而理论上而言应该是预期差最小、估值差异最小的一组, 但是现实中仍然表现出明显的估值差异。标准二基本不具有套利空间, 一方面由于这组是成长性条件达成困难, 另一方面是由于需要对 15 年财务指标做出预测可能存在较大误差。

1. 分层制度揭开面纱，部分细节有待明确

11月24日，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）》公开征求意见（以下简称《意见稿》）。文中对分层标准做出具体规定，总结如下：

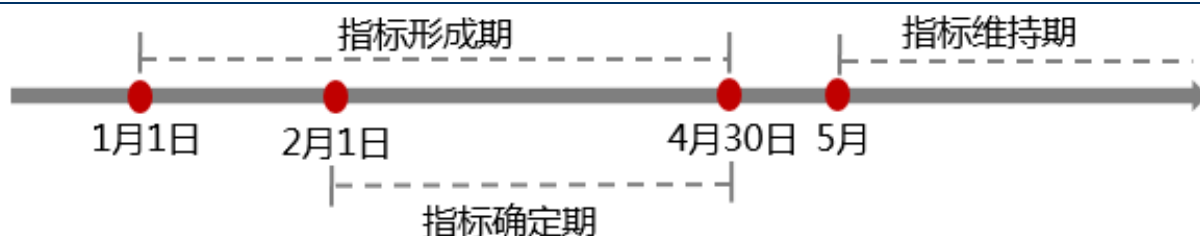
图表 1：分层制度构成

首次 分层 标准	净利润+净资产收益率+股东人数	(1) 最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 2000 万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）； (2) 最近两年平均净资产收益率不低于 10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）； (3) 最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人。
	营业收入复合增长率+营业收入+股本	(1) 最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 50%； (2) 最近两年平均营业收入不低于 4000 万元； (3) 股本不少于 2000 万元。
	市值+股东权益+做市商家数	(1) 最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元； (2) 最近一年年末股东权益不少于 5000 万元； (3) 做市商家数不少于 6 家。
	在达到上述任一标准的基础上，须满足最近 3 个月内实际成交天数占可成交天数的比例不低于 50%，或者挂牌以来（包括挂牌同时）完成过融资的要求，并符合公司治理、公司运营规范性等共同标准。	
维持 标准	净利润+净资产收益率+股东人数	最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 1200 万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；最近两年平均净资产收益率不低于 6%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）
	营业收入复合增长率+营业收入+股本	最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 30%
	市值+股东权益+做市商家数	最近 3 个月日均市值不少于 3.6 亿元
层次 调整	每年 4 月 30 日之后层级调整时，全国股转系统根据维持标准，从创新层挂牌公司中自动筛选出不符合维持标准的挂牌公司，如果第一年不符合的，公司应当及时发布风险揭示公告，第二年仍不符合的，则将被调整到基础层；同时，全国股转系统根据分层标准，从基础层挂牌公司中自动筛选出符合创新层标准的挂牌公司，并确定创新层最终名单。	

资料来源：《公开意见》 方正证券研究所

根据意见稿，创新层一种可能的划分过程如下：

图表 2：创新层划分过程



资料来源：方正证券研究所

2. 基于初次分层标准的套利策略主要思路

(1) 现有初次分层标准达成难易程度不一，部分条件达成较易

现有初次标准包含三种，每种又分别有三个指标。依逻辑而言，满足指标越多，缺少指标越少，越容易达标某套标准；不同指标的完成困难程度不同，因此不同标准同时缺乏一个指标，但是却可能导致完成程度完全不一致。

图表 3：重新分类后的指标

		标准一	标准二	标准三	实现途径
财务指标	成长性指标		最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 50%；		经营实现或业绩调节
	规模性指标	最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 2000 万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；	最近两年平均营业收入不低于 4000 万元；		经营实现或业绩调节
	效率性指标	最近两年平均净资产收益率不低于 10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；			经营实现或业绩调节
股权指标	规模性指标		股本不少于 2000 万元。	最近一年年末股东权益不少于 5000 万元；	送转
	结构性指标	最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人。			定增、活跃交易实现、增加做市商，协议转让
市值指标	市值指标			最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元；	价值发现，维持或活跃交易
	做市商			做市商家数不少于 6 家。	变动做市商
交易指标	共同指标	在达到上述任一标准的基础上，须满足最近 3 个月内实际成交天数占可成交天数的比例不低于 50%，			市场实现
		或者挂牌以来（包括挂牌同时）完成过融资的要求，并符合公司治理、公司运营规范性等共同标准。			公司推动市场接受

资料来源：方正证券研究所

（2）如果某公司暂不满足的条件较容易达成，应与已满足条件的公司不存在系统性估值差异。

我们以标准三为例，需要满足做市商不少于六家。目前众多新三板公司出于节省股权等目的，没有选择六家及以上的做市商，本质上不是做市商不认可公司的基本面，因此对于这类企业而言增加做市商难度较低。

图表 4：标准三中做市商要求

净利润： 最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 2000 万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）。↵	营业收入复合增长率： 最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 50%。↵	市值： 最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元。↵
净资产收益率： 最近两年平均净资产收益率不低于 10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）。↵	营业收入： 最近两年平均营业收入不低于 4000 万元。↵	股东权益： 最近一年年末股东权益不少于 5000 万元。↵
股东人数： 最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人。↵	股本： 股本不少于 2000 万元。↵	做市商家数： 做市商家数不少于 6 家。↵

资料来源：方正证券研究所

基于此，至少在某公司暂不满足的条件同时该条件较容易达成时，应与已满足条件的公司不存在系统性估值差异。

(3) 潜在的估值提升还未被市场系统反映出来。

我们构建两个组合，第一组合是对应特定标准已达标的公司组合（我们统一命名为组合 1），第二组合是特定标准下某条件暂不满足的公司组合（我们统一命名为组合 2）。我们依次比较这两组合之间的估值差异来分析投资机会。

(4) 同一基本面的公司在资本市场不同层次市场的市场表现可能有质的变化。

以兴柜市场为例，可以视为强制性预备市场，因此只要满足上柜条件上轨不会存在疑问，因此可以认为预期差最为狭窄的，但是从台湾市场历年的情况来看，兴柜与上柜市场之间的市盈率也存在系统性差异。

图表 5：台湾资本市场结构和主要市场市盈率差异



资料来源：方正证券研究所

更为关键的是在公司达到层次变动条件后与实际发生层次变动之间应该会存在一定的时滞，如果市场是有效的，那么这段时间里该公司股价应该有明显的估值抬升现象。

3、基于初次分层标准的套利策略

3.1 基于标准一的套利策略

3.1.1 标准一内容及算法

图表 6：标准一具体内容

净利润： 最近两年连续盈利，且平均净利润不少于 2000 万元（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）。↵	营业收入复合增长率： 最近两年营业收入连续增长，且复合增长率不低于 50%。↵	市值： 最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元。↵
净资产收益率： 最近两年平均净资产收益率不低于 10%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）。↵	营业收入： 最近两年平均营业收入不低于 4000 万元。↵	股东权益： 最近一年年末股东权益不少于 5000 万元。↵
股东人数： 最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人。↵	股本： 股本不少于 2000 万元。↵	做市商家数： 做市商家数不少于 6 家。↵

资料来源：方正证券研究所

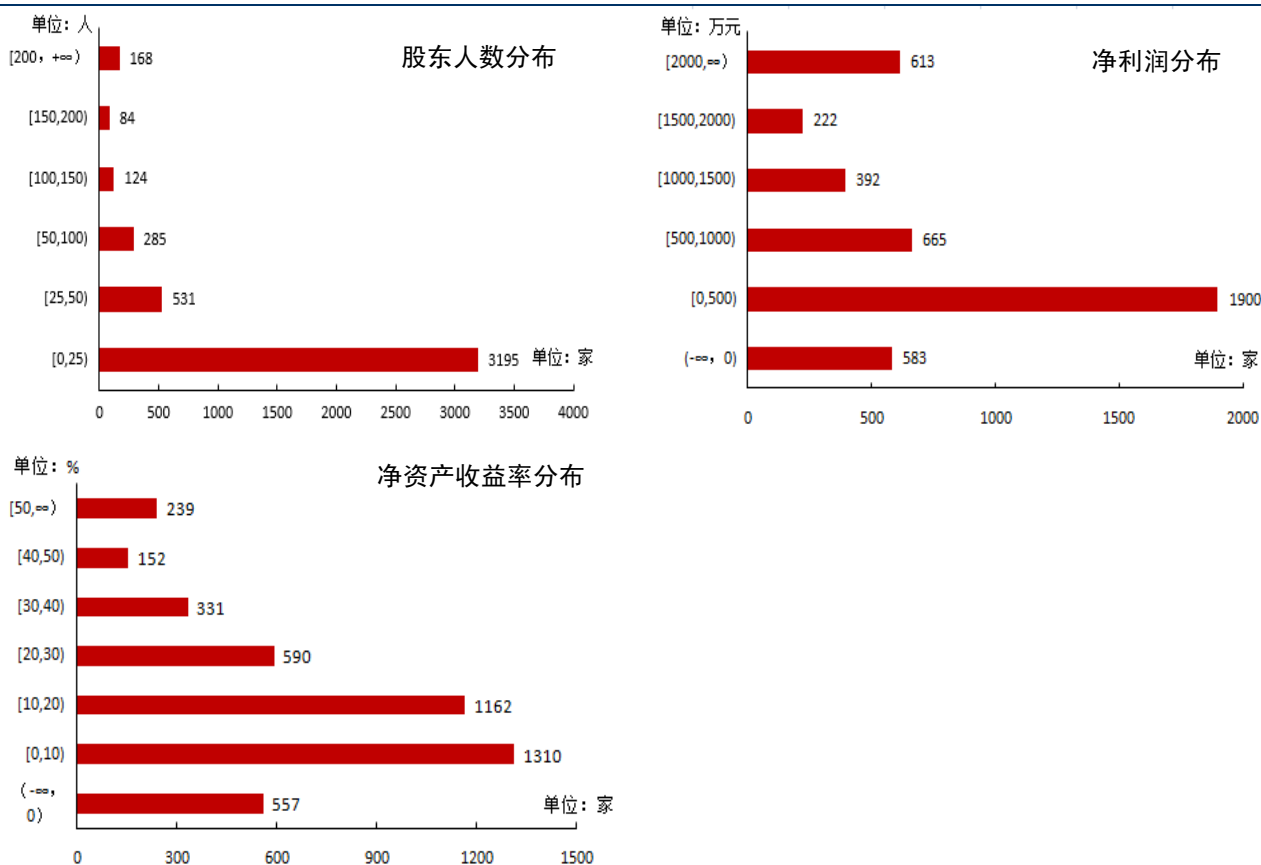
标准 1 计算方法如下：

（1）日均股东人数的计算方法：我们汇总从 2015 年 8 月 27 日到 2015 年 11 月 26 日所有交易日的股东数，求出日均股东人数。

（2）2015 年净利润的算法：我们假设 2015 年上半年的净利润占 2015 年全年总利润的比例和 2014 年上半年占 2014 年全年净利润的比例是一致的。基于此假设，我们利用 2014 年上半年净利润，2014 年净利润，2015 年上半年净利润数据，估算出 2015 年全年净利润

（3）最近两年平均净资产收益率的计算方法：利用估算出的 2015 年净利润除以 2015 年半年报净资产，得出 2015 年的 ROE，再与 2014 年的平均 ROE 求平均值。

图表 7：股东人数分布、净利润分布、净资产收益率分布



资料来源：方正证券研究所

3.1.2 标准 1 下的组合 1

按照我们的计算方法，标准 1 三个条件均满足的组合 1 共有 78 家挂牌公司。

图表 8：标准一下的组合 1

430002.OC	中科软	430759.OC	凯路仕	430305.OC	维珍创意	831068.OC	凌志环保
430005.OC	原子高科	830771.OC	华灿电讯	430369.OC	威门药业	831074.OC	佳力科技
430011.OC	指南针	830777.OC	金达莱	430418.OC	苏轴股份	831178.OC	科马材料
430037.OC	联飞翔	830815.OC	蓝山科技	430441.OC	英极股份	831187.OC	创尔生物
430051.OC	九恒星	830818.OC	巨峰股份	430485.OC	旭建新材	831329.OC	海源达
430071.OC	首都在线	830822.OC	海容冷链	430496.OC	大正医疗	831377.OC	有友食品
430074.OC	德鑫物联	830837.OC	古城香业	430505.OC	上陵牧业	831379.OC	融信租赁
430084.OC	星和众工	830850.OC	万企达	430515.OC	麟龙股份	831392.OC	天迈科技
430088.OC	七维航测	830866.OC	凌志软件	430518.OC	嘉达早教	831550.OC	成大生物
430130.OC	卡联科技	830879.OC	基康仪器	430523.OC	泰谷生物	831698.OC	工大软件
430140.OC	新眼光	830881.OC	圣泉集团	430539.OC	扬子地板	831790.OC	凯德科技
430141.OC	久日新材	830899.OC	联讯证券	430556.OC	雅达股份	831873.OC	环宇建工
430149.OC	江仪股份	830964.OC	润农节水	430558.OC	均信担保	831888.OC	垦丰种业
430174.OC	沃捷传媒	830966.OC	苏北花卉	430607.OC	大树智能	831890.OC	中润油
430208.OC	优炫软件	830985.OC	浙江力诺	430609.OC	中磁视讯	831920.OC	车头制药

430223.OC	亿童文教	830999.OC	银橙传媒	430618.OC	凯立德	831961.OC	创远仪器
430225.OC	伊禾农产品	831028.OC	华丽包装	430622.OC	顺达智能	832023.OC	田野股份
430229.OC	绿岸网络	831053.OC	美佳新材	430623.OC	箭鹿股份	832149.OC	利尔达
430253.OC	兴竹信息	831061.OC	中瀛鑫	430659.OC	江苏铁发	832399.OC	宁波公运
430726.OC	津宇嘉信	832666.OC	齐鲁银行				

资料来源：方正证券研究所

3.1.3 标准 1 下的组合 2

经过计算,满足标准 1 中的条件 1 和条件 2 且条件三股东人数大于 100 的公司有 147 家。经过进一步筛选,第一个组合 2 (条件 3 不满足) 有 69 家。

图表 9: 标准一下的组合 2 (条件 3 不满足) 有 69 家

430014.OC	恒业世纪	830944.OC	景尚旅业	430476.OC	海能仪器	831439.OC	中喜生态
430097.OC	赛德丽	830970.OC	艾录股份	430508.OC	中视文化	831450.OC	金宏气体
430103.OC	天大清源	830988.OC	兴和股份	430555.OC	英派瑞	831710.OC	昊方机电
430120.OC	金润科技	831008.OC	百华悦邦	430596.OC	新达通	831713.OC	天源环保
430139.OC	华岭股份	831031.OC	诚盟装备	430656.OC	财安金融	831823.OC	智冠股份
430159.OC	创世生态	831036.OC	裕国股份	430657.OC	楼兰股份	831839.OC	广达新网
430212.OC	六合伟业	831117.OC	维恩贝特	430682.OC	中天羊业	831850.OC	分豆教育
430260.OC	布雷尔利	831150.OC	金越交通	430721.OC	瑞杰塑料	832041.OC	中兴通科
430330.OC	捷世智通	831159.OC	安达物流	430737.OC	斯达科技	832168.OC	中科招商
430334.OC	科洋科技	831171.OC	海纳生物	830819.OC	致生联发	832250.OC	铜都流体
430338.OC	银音科技	831180.OC	华苏科技	830828.OC	万绿生物	832257.OC	正和药业
430374.OC	英富森	831215.OC	新天药业	830830.OC	新昶虹	832327.OC	海颐软件
430376.OC	东亚装饰	831227.OC	宜运股份	830838.OC	新产业	832354.OC	益运股份
430422.OC	永继电气	831242.OC	特辰科技	830858.OC	华图教育	832715.OC	华信股份
430431.OC	枫盛阳	831265.OC	宏源药业	830885.OC	波斯科技	832910.OC	伊赛牛肉
430432.OC	方林科技	831405.OC	赞普科技	830894.OC	紫竹桩基	832971.OC	卡司通
830925.OC	鄂信钻石	833374.OC	东方股份	830916.OC	公准股份	833272.OC	金塔股份
830936.OC	约克动漫						

资料来源：方正证券研究所

经过计算满足标准 1 中的条件 1 和条件 3 且不满足条件 2 有 10 家。

图表 10: 标准一下的组合 2 (条件 2 不满足) 有 10 家

430065.OC	中海阳	430719.OC	九鼎投资	830958.OC	鑫庄农贷
430075.OC	中讯四方	830796.OC	云南路桥	831029.OC	银丰棉花
430318.OC	四维传媒	830931.OC	仁会生物		
430383.OC	红豆杉	830955.OC	大盛微电		

资料来源：方正证券研究所

经过计算满足标准 1 中的满足条件 2 和条件 3 的,不满足条件 1 的有 25 家。

图表 11: 标准一下的组合 2 (条件 1 不满足) 有 25 家

430016.OC	胜龙科技	430549.OC	天弘激光	430346.OC	哇棒传媒	831118.OC	兰亭科技
430082.OC	博雅英杰	430592.OC	凯德自控	430359.OC	同济医药	831417.OC	峻岭能源
430083.OC	中科联众	430620.OC	益善生物	430362.OC	东电创新	831523.OC	亚成生物
430161.OC	光谷信息	430686.OC	华盛控股	430394.OC	伯朗特	832398.OC	索力得
430177.OC	点点客	430753.OC	琼中农信	430430.OC	普滤得		
430222.OC	璟泓科技	830790.OC	希迈气象	832634.OC	赛特电工		
430289.OC	华索科技	830937.OC	信达智能	832419.OC	路斯股份		

资料来源: 方正证券研究所

3.1.4 套利机会研判

图表 12: 标准一套利

组合类别	估值	估值差	是否套利机会
组合 1	68.73		
组合 2 (不符合条件 1)	48.95	40.41%	是
组合 2 (不符合条件 2)	182.22 (剔除九鼎投资、仁会生物) 27.68	-165.12% (59.73%)	否 (是)
组合 2 (不符合条件 3)	34.81	49.35%	是

资料来源: 方正证券研究所

3.2. 基于标准二的套利策略

3.2.1 标准二内容及算法

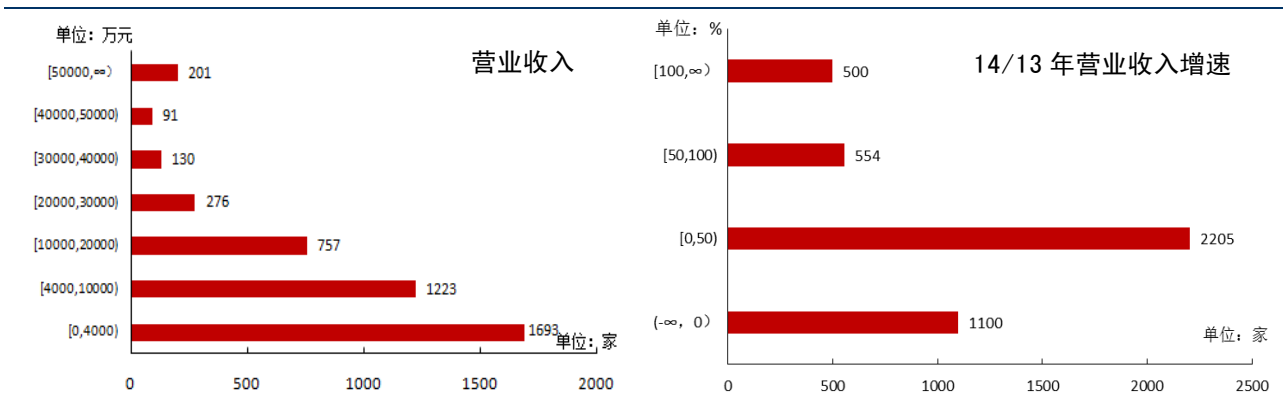
图表 13: 标准二具体内容

净利润: 最近两年连续盈利, 且平均净利润不少于 2000 万元 (净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据)。	营业收入复合增长率: 最近两年营业收入连续增长, 且复合增长率不低于 50%。	市值: 最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元。
净资产收益率: 最近两年平均净资产收益率不低于 10% (以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据)。	营业收入: 最近两年平均营业收入不低于 4000 万元。	股东权益: 最近一年年末股东权益不少于 5000 万元。
股东人数: 最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人。	股本: 股本不少于 2000 万元。	做市商家数: 做市商家数不少于 6 家。

资料来源: 方正证券研究所

针对标准二, 假设按照此前数据 (资产负债表、利润表按照 2015 年 6 月 30 日及其之前数据来算) 没有进入创新层的样本进行挖掘:

图表 14: 营业收入分布 (2014)、14/13 年营业收入增速%分布 (2014)



资料来源: 方正证券研究所

3.2.2 标准 2 下的组合 1

图表 15: 标准二下的组合 1

831330.OC	普适导航	831983.OC	春盛中药	831030.OC	卓华信息	430362.OC	东电创新
831533.OC	绩优股份	832163.OC	巨潮科技	430154.OC	中科通达	830783.OC	广源精密
430236.OC	美兰股份	832412.OC	同益物流	430196.OC	宣爱智能	831093.OC	鑫航科技
430356.OC	雷腾软件	832570.OC	蓝海科技	430394.OC	伯朗特	430562.OC	安运科技
430247.OC	金日创	832689.OC	德尔能	430603.OC	回水科技	430751.OC	赛格微
430355.OC	沃特能源	430730.OC	先大药业	430736.OC	中江种业	831735.OC	国瑞升
833451.OC	璧合科技	832760.OC	上海君屹	830821.OC	雪郎生物	831917.OC	中电红石
831126.OC	元鼎科技	833048.OC	米米乐	832482.OC	菁茂农业	832718.OC	玖隆再生
831244.OC	星展测控	831120.OC	达海智能	830944.OC	景尚旅业	832834.OC	林江股份
831346.OC	木联能	430366.OC	金天地	430074.OC	德鑫物联	833180.OC	瀚丰矿业
430664.OC	联合永道	430208.OC	优炫软件	430090.OC	同辉信息	833420.OC	集趣股份

资料来源: 方正证券研究所

3.2.3 标准 2 下的组合 2

对于符合条件 1、2, 条件 3 不符合的情况, 则考察截止 2015 年 6 月 30 日最新股本+资本公积金数据, 若其高于 2000 则有可能通过转股本达标。

图表 16: 标准二下的组合 2 (条件 3 不符合)

831330.OC	普适导航	430562.OC	安运科技	831917.OC	中电红石	832718.OC	玖隆再生
831533.OC	绩优股份	430751.OC	赛格微	831983.OC	春盛中药	832760.OC	上海君屹
430236.OC	美兰股份	831126.OC	元鼎科技	832163.OC	巨潮科技	832834.OC	林江股份
430356.OC	雷腾软件	831244.OC	星展测控	832412.OC	同益物流	833048.OC	米米乐
430247.OC	金日创	831346.OC	木联能	832570.OC	蓝海科技	833180.OC	瀚丰矿业
430355.OC	沃特能源	831735.OC	国瑞升	832689.OC	德尔能	833420.OC	集趣股份
833451.OC	璧合科技	430664.OC	联合永道	430730.OC	先大药业		

资料来源: 方正证券研究所

条件 2、3 符合, 1 不符合, 则通过推算 2015 年营业收入来计算, 具体推算方法为: (2013 年下半年收入/2013 年上半年收入+2014 年下半年收入/2014 年上半年收入) *2015 年上半年收入+2015 年上

半年收入，筛选得出预计会达标的标。

图表 17: 标准二下的组合 2 (条件 1 不满足)

831120.OC	达海智能	430154.OC	中科通达	430736.OC	中江种业	430074.OC	德鑫物联
430366.OC	金天地	430196.OC	宣爱智能	830821.OC	雪郎生物	430090.OC	同辉信息
430208.OC	优炫软件	430394.OC	伯朗特	832482.OC	菁茂农业		
831030.OC	卓华信息	430603.OC	回水科技	830944.OC	景尚旅业		

资料来源: 方正证券研究所

条件 1、3 符合, 2 不符合, 则按照上述方法推算 2015 年收入筛选出标的为:

图表 18: 标准二下的组合 2 (条件 2 不满足)

430362.OC	东电创新	830783.OC	广源精密	831093.OC	鑫航科技
-----------	------	-----------	------	-----------	------

资料来源: 方正证券研究所

3.2.4 套利机会研判

图表 19: 标准二套利

组合类别	估值	估值差	是否套利机会
组合 1	50.86		
组合 2 (不符合条件 1)	52.37	-2.97%	否
组合 2 (不符合条件 2)	114.30	-118.25%	否
组合 2 (不符合条件 3)	30.21 (剔除零市值后, 54.98)	73.57% (51.90%)	是(否)

资料来源: 方正证券研究所

3.3 基于标准三的套利策略

3.3.1 标准三内容及算法

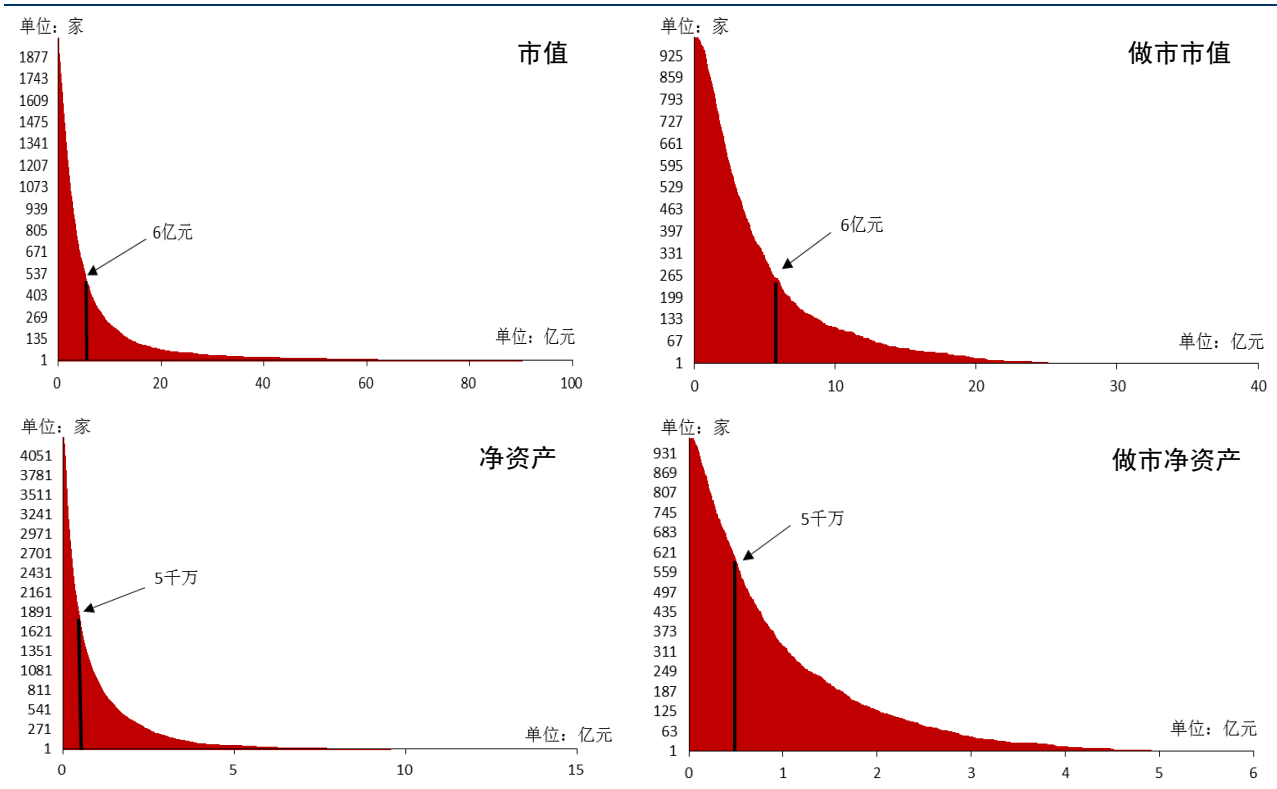
图表 20: 标准三具体内容

净利润: 最近两年连续盈利, 且平均净利润不少于 2000 万元 (净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据)。	营业收入复合增长率: 最近两年营业收入持续增长, 且复合增长率不低于 50%。	市值: 最近 3 个月日均市值不少于 6 亿元。
净资产收益率: 最近两年平均净资产收益率不低于 10% (以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据)。	营业收入: 最近两年平均营业收入不低于 4000 万元。	股东权益: 最近一年年末股东权益不少于 5000 万元。
股东人数: 最近 3 个月日均股东人数不少于 200 人。	股本: 股本不少于 2000 万元。	做市商家数: 做市商家数不少于 6 家。

资料来源: 方正证券研究所

市盈率计算公式为 2015 年 11 月 30 日的市值除以 2014 年的净利润, 平均市盈率的计算则是所有公司的市值加总除以净利润加总。时间区间为 2015 年 8 月 27 日到 2015 年 11 月 26 日。

图表 21: 市值分布与净资产分布



资料来源: 方正证券研究所

3.3.2 标准三下组合 1

其中符合条件的有 83 家, 即 3 个月(2015 年 8 月 27 日到 2015 年 11 月 26 日) 日均市值大于等于 6 亿元, 2015 年半年报净资产大于等于 5000 万元, 做市商家数大于等于 6 家。

图表 22: 标准三下组合 1

430037.OC	联飞翔	830815.OC	蓝山科技	430357.OC	行悦信息	831455.OC	粤林股份
430051.OC	九恒星	830818.OC	巨峰股份	430358.OC	基美影业	831496.OC	华燕房盟
430062.OC	中科国信	830819.OC	致生联发	430362.OC	东电创新	831562.OC	山水园林
430065.OC	中海阳	830837.OC	古城香业	430366.OC	金天地	831688.OC	山大地纬
430074.OC	德鑫物联	830855.OC	盈谷股份	430374.OC	英富森	831873.OC	环宇建工
430130.OC	卡联科技	830866.OC	凌志软件	430383.OC	红豆杉	831963.OC	明利仓储
430140.OC	新眼光	830879.OC	基康仪器	430394.OC	伯朗特	831988.OC	乐普四方
430141.OC	久日新材	830881.OC	圣泉集团	430432.OC	方林科技	832023.OC	田野股份
430174.OC	沃捷传媒	830899.OC	联讯证券	430462.OC	树业环保	832041.OC	中兴通科
430177.OC	点点客	830916.OC	公准股份	430505.OC	上陵牧业	832136.OC	蓝天园林
430208.OC	优炫软件	830964.OC	润农节水	430515.OC	麟龙股份	832196.OC	秦森园林
430222.OC	璟泓科技	830978.OC	先临三维	430518.OC	嘉达早教	832244.OC	佳瑞高科
430223.OC	亿童文教	830999.OC	银橙传媒	430523.OC	泰谷生物	832675.OC	福达合金
430240.OC	随视传媒	831068.OC	凌志环保	430549.OC	天弘激光	832698.OC	青雨传媒
430244.OC	颂大教育	831242.OC	特辰科技	430596.OC	新达通	832710.OC	志能祥赢
430253.OC	兴竹信息	831265.OC	宏源药业	430609.OC	中磁视讯	832773.OC	寰烁股份

430305.OC	维珍创意	831377.OC	有友食品	430618.OC	凯立德	832950.OC	益盟股份
430318.OC	四维传媒	831379.OC	融信租赁	430707.OC	欧神诺	832960.OC	望变电气
430323.OC	天阶生物	831397.OC	康泽药业	430719.OC	九鼎投资	833014.OC	中标集团
430339.OC	中搜网络	831439.OC	中喜生态	430759.OC	凯路仕	833290.OC	瑞必达
430346.OC	哇棒传媒	831450.OC	金宏气体	830777.OC	金达莱		

资料来源：方正证券研究所

3.3.3 标准三下组合 2

满足条件 1 和条件 2 的有 395 家，3 个月日均市值大于等于 6 亿元，2015 年半年报净资产大于等于 5000 万元。在这 395 家公司当中，除去符合条件的 83 家之外的剩余 312 家平均市盈率为 46.05。

图表 23：标准三下组合 2（不满足条件 3，包括协议和做市公司）

430002.OC	中科软	831456.OC	森瑞新材	830838.OC	新产业	832305.OC	东利机械
430005.OC	原子高科	831504.OC	中晟光电	830849.OC	平原非标	832308.OC	旺盛园林
430011.OC	指南针	831544.OC	北超伺服	830851.OC	骏华农牧	832317.OC	观典航空
430017.OC	星昊医药	831546.OC	美林数据	830858.OC	华图教育	832325.OC	捷尚股份
430019.OC	新松佳和	831550.OC	成大生物	830859.OC	金旭农发	832334.OC	金呢股份
430021.OC	海鑫科金	831566.OC	盛世大联	830865.OC	南菱汽车	832336.OC	广顺小贷
430024.OC	金和网络	831568.OC	张铁军	830885.OC	波斯科技	832357.OC	益通股份
430035.OC	中兴通融	831576.OC	汉博商业	830904.OC	博思特	832379.OC	鑫融基
430047.OC	诺思兰德	831583.OC	未来宽带	830931.OC	仁会生物	832390.OC	金海股份
430055.OC	达通通信	831592.OC	北方嘉科	830933.OC	纳晶科技	832397.OC	恒神股份
430056.OC	中航新材	831601.OC	威科姆	830944.OC	景尚旅业	832399.OC	宁波公运
430071.OC	首都在线	831609.OC	壹加壹	830948.OC	捷昌驱动	832413.OC	亿盛担保
430075.OC	中讯四方	831621.OC	中镁控股	830952.OC	方兰德	832422.OC	福昕软件
430082.OC	博雅英杰	831626.OC	胜禹股份	830955.OC	大盛微电	832451.OC	神州电子
430088.OC	七维航测	831628.OC	西部超导	830968.OC	华电电气	832453.OC	恒福股份
430103.OC	天大清源	831633.OC	那然生命	830970.OC	艾录股份	832458.OC	红枫种苗
430107.OC	朗铭科技	831639.OC	达仁资管	830980.OC	日懋园林	832469.OC	富恒新材
430120.OC	金润科技	831651.OC	保通食品	830993.OC	壹玖壹玖	832491.OC	奥迪威
430142.OC	锐新昌	831672.OC	莲池医院	831000.OC	吉芬设计	832495.OC	精钢海工
430159.OC	创世生态	831687.OC	亨达股份	831008.OC	百华悦邦	832502.OC	圆融科技
430175.OC	科新生物	831698.OC	工大软件	831009.OC	合锐赛尔	832514.OC	华旺股份
430176.OC	中教股份	831710.OC	昊方机电	831019.OC	博硕光电	832528.OC	斯迈柯
430183.OC	天友设计	831713.OC	天源环保	831021.OC	华雁信息	832532.OC	大亚股份
430210.OC	舜能润滑	831725.OC	凌志股份	831030.OC	卓华信息	832540.OC	康沃动力
430213.OC	乐升股份	831733.OC	宏图物流	831036.OC	裕国股份	832547.OC	利策科技
430225.OC	伊禾农品	831758.OC	意欧斯	831039.OC	国义招标	832563.OC	帮豪种业
430229.OC	绿岸网络	831776.OC	中云创	831049.OC	赛莱拉	832568.OC	阿波罗
430263.OC	蓝天环保	831787.OC	高和机电	831057.OC	多普泰	832582.OC	众源新材
430309.OC	易所试	831790.OC	凯德科技	831063.OC	安泰股份	832585.OC	精英科技
430324.OC	上海致远	831791.OC	雪银矿业	831067.OC	根力多	832586.OC	圣兆药物

430335.OC	华韩整形	831796.OC	汉镒资产	831082.OC	汇鑫嘉德	832606.OC	日立信
430338.OC	银音科技	831822.OC	米奥会展	831083.OC	东润环能	832620.OC	中安股份
430353.OC	百傲科技	831827.OC	宝来利来	831084.OC	绿网天下	832650.OC	奔腾集团
430359.OC	同济医药	831832.OC	科达自控	831087.OC	秋乐种业	832657.OC	光合文旅
430369.OC	威门药业	831850.OC	分豆教育	831088.OC	华恒生物	832665.OC	德安环保
430377.OC	海格物流	831866.OC	蔚林股份	831090.OC	锡成新材	832666.OC	齐鲁银行
430393.OC	三景科技	831888.OC	垦丰种业	831098.OC	通利农贷	832705.OC	达瑞生物
430405.OC	星火环境	831890.OC	中润油	831099.OC	维泰股份	832708.OC	三力制药
430421.OC	华之邦	831891.OC	行动教育	831101.OC	奥维云网	832737.OC	恒信玺利
430422.OC	永继电气	831896.OC	思考投资	831117.OC	维恩贝特	832766.OC	沃格光电
430431.OC	枫盛阳	831900.OC	海航冷链	831120.OC	达海智能	832786.OC	骑士乳业
430445.OC	仙宜岱	831920.OC	车头制药	831131.OC	宏泰矿业	832792.OC	鹿城银行
430460.OC	太湖股份	831950.OC	亚太能源	831139.OC	江西广蓝	832793.OC	同创伟业
430463.OC	春茂股份	831961.OC	创远仪器	831144.OC	欣影科技	832800.OC	赛特斯
430465.OC	东方科技	831967.OC	坦博尔	831171.OC	海纳生物	832821.OC	金丹科技
430470.OC	哲达科技	831979.OC	林格贝	831173.OC	泰恩康	832852.OC	百川导体
430483.OC	森鹰窗业	831999.OC	仟亿达	831175.OC	派诺科技	832862.OC	惠柏新材
430493.OC	新成新材	832008.OC	金天铝业	831180.OC	华苏科技	832896.OC	道有道
430510.OC	丰光精密	832010.OC	亘古电缆	831184.OC	强盛股份	832898.OC	天地壹号
430516.OC	文达通	832026.OC	海龙核科	831199.OC	海博小贷	832899.OC	景津环保
430532.OC	北鼎晶辉	832028.OC	汇元科技	831200.OC	巨正源	832910.OC	伊赛牛肉
430545.OC	星科智能	832051.OC	经证投资	831208.OC	洁昊环保	832912.OC	西科种业
430551.OC	林产科技	832063.OC	鸿辉光通	831215.OC	新天药业	832938.OC	国林实业
430556.OC	雅达股份	832080.OC	七色珠光	831222.OC	金龙腾	832970.OC	东海证券
430558.OC	均信担保	832083.OC	奥默医药	831226.OC	聚宝网络	833017.OC	力诺特玻
430564.OC	天润科技	832123.OC	环球石材	831235.OC	点米科技	833044.OC	硅谷天堂
430566.OC	虹越花卉	832130.OC	圣迪乐村	831262.OC	广建装饰	833047.OC	天堰科技
430588.OC	天松医疗	832135.OC	云宏信息	831274.OC	瑞可达	833081.OC	顺博合金
430591.OC	明德生物	832143.OC	海昌华	831277.OC	钢钢网	833098.OC	新龙股份
430605.OC	阿科力	832149.OC	利尔达	831284.OC	迈科智能	833147.OC	华江环保
430607.OC	大树智能	832168.OC	中科招商	831287.OC	启奥科技	833156.OC	中南卡通
430621.OC	固安信通	832184.OC	陆特能源	831314.OC	深科达	833171.OC	福建国航
430622.OC	顺达智能	832185.OC	双建管桩	831321.OC	顺电股份	833209.OC	苏州园林
430633.OC	卡姆医疗	832188.OC	科安达	831327.OC	飞翼股份	833210.OC	兆丰小贷
430657.OC	楼兰股份	832218.OC	德长环保	831344.OC	中际联合	833233.OC	鸿丰小贷
430659.OC	江苏铁发	832219.OC	建装业	831354.OC	话机世界	833260.OC	万辰生物
430675.OC	天跃科技	832220.OC	海德尔	831357.OC	黄国粮业	833263.OC	大承医疗
430678.OC	蓝波绿建	832223.OC	配天智造	831370.OC	新安洁	833266.OC	生物谷
430736.OC	中江种业	832238.OC	康泰股份	831372.OC	宝成股份	833272.OC	金塔股份
830771.OC	华灿电讯	832246.OC	润天智	831378.OC	富耐克	833283.OC	盛瑞传动
830789.OC	博富科技	832265.OC	芍花堂	831380.OC	地矿股份	833286.OC	海斯比

830793.OC	阿拉丁	832268.OC	鑫秋农业	831392.OC	天迈科技	833300.OC	利树股份
830796.OC	云南路桥	832276.OC	翔宇药业	831398.OC	东联教育	833311.OC	万容科技
830798.OC	中外名人	832283.OC	天丰电源	831399.OC	参仙源	833323.OC	好帮手
830800.OC	天开园林	832287.OC	金凯光电	831402.OC	帝联科技	833362.OC	海通发展
830809.OC	安达科技	832292.OC	曙光电缆	831403.OC	庆功林	833393.OC	速达科技
830822.OC	海容冷链	832296.OC	天维尔	831413.OC	中创股份	833429.OC	康比特
830829.OC	华精新材	832300.OC	宏源车轮	831430.OC	天易股份	834019.OC	大自然

资料来源：方正证券研究所

组合 2（不符合条件 3，做市公司）准符合条件的有 164 家（做市公司）市盈率为 49.35。

图表 24：标准三组合 2（不符合条件 3，做市公司）

430024.OC	金和网络	831274.OC	瑞可达	830822.OC	海容冷链	831979.OC	林格贝
430055.OC	达通通信	831284.OC	迈科智能	830849.OC	平原非标	831999.OC	仟亿达
430071.OC	首都在线	831287.OC	启奥科技	830851.OC	骏华农牧	832008.OC	金天铝业
430082.OC	博雅英杰	831314.OC	深科达	830858.OC	华图教育	832026.OC	海龙核科
430103.OC	天大清源	831327.OC	飞翼股份	830865.OC	南菱汽车	832063.OC	鸿辉光通
430120.OC	金润科技	831354.OC	话机世界	830885.OC	波斯科技	832123.OC	环球石材
430159.OC	创世生态	831357.OC	黄国粮业	830931.OC	仁会生物	832130.OC	圣迪乐村
430176.OC	中教股份	831370.OC	新安洁	830933.OC	纳晶科技	832149.OC	利尔达
430183.OC	天友设计	831372.OC	宝成股份	830944.OC	景尚旅业	832184.OC	陆特能源
430225.OC	伊禾农品	831378.OC	富耐克	830948.OC	捷昌驱动	832185.OC	双建管桩
430229.OC	绿岸网络	831392.OC	天迈科技	830955.OC	大盛微电	832218.OC	德长环保
430263.OC	蓝天环保	831430.OC	天易股份	830968.OC	华电电气	832220.OC	海德尔
430309.OC	易所试	831456.OC	森瑞新材	830970.OC	艾录股份	832238.OC	康泰股份
430324.OC	上海致远	831544.OC	北超伺服	830980.OC	日懋园林	832265.OC	芍花堂
430338.OC	银音科技	831546.OC	美林数据	831000.OC	吉芬设计	832276.OC	翔宇药业
430353.OC	百傲科技	831566.OC	盛世大联	831009.OC	合锐赛尔	832287.OC	金凯光电
430359.OC	同济医药	831568.OC	张铁军	831019.OC	博硕光电	832292.OC	曙光电缆
430369.OC	威门药业	831583.OC	未来宽带	831021.OC	华雁信息	832296.OC	天维尔
430377.OC	海格物流	831601.OC	威科姆	831030.OC	卓华信息	832308.OC	旺盛园林
430405.OC	星火环境	831621.OC	中镁控股	831036.OC	裕国股份	832317.OC	观典航空
430422.OC	永继电气	831628.OC	西部超导	831039.OC	国义招标	832357.OC	益通股份
430431.OC	枫盛阳	831651.OC	保通食品	831049.OC	赛莱拉	832397.OC	恒神股份
430460.OC	太湖股份	831672.OC	莲池医院	831067.OC	根力多	832422.OC	福昕软件
430463.OC	春茂股份	831687.OC	亨达股份	831082.OC	汇鑫嘉德	832451.OC	神州电子
430465.OC	东方科技	831710.OC	昊方机电	831083.OC	东润环能	832453.OC	恒福股份
430493.OC	新成新材	831713.OC	天源环保	831084.OC	绿网天下	832458.OC	红枫种苗
430510.OC	丰光精密	831733.OC	宏图物流	831090.OC	锡成新材	832491.OC	奥迪威
430532.OC	北鼎晶辉	831758.OC	意欧斯	831098.OC	通利农贷	832502.OC	圆融科技
430545.OC	星科智能	831776.OC	中云创	831101.OC	奥维云网	832532.OC	大亚股份
430556.OC	雅达股份	831787.OC	高和机电	831117.OC	维恩贝特	832547.OC	利策科技

430558.OC	均信担保	831790.OC	凯德科技	831120.OC	达海智能	832563.OC	帮豪种业
430588.OC	天松医疗	831822.OC	米奥会展	831131.OC	宏泰矿业	832568.OC	阿波罗
430591.OC	明德生物	831827.OC	宝来利来	831144.OC	欣影科技	832585.OC	精英科技
430607.OC	大树智能	831850.OC	分豆教育	831171.OC	海纳生物	832586.OC	圣兆药物
430622.OC	顺达智能	831866.OC	蔚林股份	831173.OC	泰恩康	832665.OC	德安环保
430633.OC	卡姆医疗	831890.OC	中润油	831175.OC	派诺科技	832708.OC	三力制药
430675.OC	天跃科技	831891.OC	行动教育	831180.OC	华苏科技	832786.OC	骑士乳业
830771.OC	华灿电讯	831900.OC	海航冷链	831184.OC	强盛股份	832862.OC	惠柏新材
830789.OC	博富科技	831920.OC	车头制药	831200.OC	巨正源	832938.OC	国林实业
830793.OC	阿拉丁	831950.OC	亚太能源	831208.OC	洁昊环保	833272.OC	金塔股份
830800.OC	天开园林	831961.OC	创远仪器	831226.OC	聚宝网络	833362.OC	海通发展

资料来源：方正证券研究所

满足条件（2）与（3）的有 141 家，其中准符合条件的有 58 家（满足做市商大于等于 6 家，最近一年股东权益大于等于 5000 万元，但是不满足条件一，即 3 月日均市值小于 6 亿）平均市盈率为 19.19。

图表 25：标准三组合 2（不符合条件 1，做市公司）

430084.OC	星和众工	830966.OC	苏北花卉	430595.OC	唐人通服	831207.OC	南方制药
430161.OC	光谷信息	830985.OC	浙江力诺	430637.OC	菱博电子	831239.OC	云南文化
430226.OC	奥凯立	830988.OC	兴和股份	430644.OC	紫贝龙	831331.OC	华奥科技
430238.OC	普华科技	831005.OC	华维电瓷	430646.OC	上海底特	831386.OC	风华环保
430260.OC	布雷尔利	831028.OC	华丽包装	430682.OC	中天羊业	831406.OC	森达电气
430289.OC	华索科技	831029.OC	银丰棉花	430686.OC	华盛控股	831417.OC	峻岭能源
430334.OC	科洋科技	831031.OC	诚盟装备	430726.OC	津宇嘉信	831597.OC	苍源种植
430418.OC	苏轴股份	831053.OC	美佳新材	430737.OC	斯达科技	831757.OC	振华股份
430430.OC	普滤得	831061.OC	中瀛鑫	830782.OC	泰安众诚	831808.OC	神元生物
430452.OC	汇龙科技	831074.OC	佳力科技	830813.OC	熔金股份	831823.OC	智冠股份
430475.OC	陆道股份	831085.OC	博冠股份	830827.OC	世优电气	831839.OC	广达新网
430476.OC	海能仪器	831118.OC	兰亭科技	830828.OC	万绿生物	831844.OC	会友线缆
430496.OC	大正医疗	831147.OC	合建重科	830850.OC	万企达	832157.OC	龙华薄膜
430511.OC	远大股份	831178.OC	科马材料	830958.OC	鑫庄农贷	832801.OC	思坦仪器
430555.OC	英派瑞	831195.OC	三祥科技				

资料来源：方正证券研究所

满足条件（1）和条件（3）的只有一家（不满足条件 2）：新道科技（833694），其最新市盈率（2015 年 11 月 30 日）为 26。

3.3.4 套利机会研判

图表 26：标准三套利

组合类别	估值	估值差	是否套利机会
组合 1	69.25		
组合 2（不符合条件 1）	19.19	72.29%	是
组合 2（不符合条件 2）	26	62.45%	是

组合 2 (不符合条件 3)	49.35	28.74%	是
----------------	-------	--------	---

资料来源：方正证券研究所

4、总结

综合而言，基于标准一及标准三的套利策略估值差异明显，具有明显的套利空间。对于标准三我们提醒特别关注，因为标准三的条件是所有标准中可操作空间最大的，因而理论上而言应该是预期差最小、估值差异最小的一组，但是现实中仍然表现出明显的估值差异。标准二基本不具有套利空间，一方面由于这组是成长性条件达成困难，另一方面是由于需要对 15 年财务指标做出预测可能存在较大误差。

我们本文只放松单一条件，没有考虑双重条件，一方面是因为放松双重条件将导致疑似组合数量迅速增加，另一方面是因为需要财务数据的预测，误差将迅速放大。

此策略的应用需要满足一系列条件，比如流动性的支持、市场环境等，有可能并不满足。

未来计划在上述组合中进一步自下而上精选标的。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com