

# 制度改革的时间窗口再次打开

2016 年 3 月 17 日

## 投资要点

- ❖ **2016 年二月新三板二级市场回顾：风险偏好下行，成交金额继续萎缩。**截至 2 月 29 日，三板成指和三板做市指数分别下跌 0.54% 和 2.32%。成交金额分别为 61 亿和 40 亿，较一月份的水平分别下降 54% 和 52%。出于对三板交易机制推进的担忧，大量企业开始寻求 IPO。但是，考虑到企业 IPO 涉及做市商面临国有股转持的政策疑点，后续企业逐步放缓做市转让进程。二月份做市板块新增企业数降至 56 家，增速较一月份明显减缓。目前，全市场总股东户数为 23.32 万户，仅较一月的 23.02 万户提升 2.3%，市场股权分散度的培育进程亦出现明显放缓的迹象。
- ❖ **2016 年二月新三板一级市场回顾**
- ❖ **定增市场小幅回落，电气机械和器材制造业成二月热门。**2 月新三板市场按增发预案统计的拟募资金总额合计 268 亿元，实际完成募资金总额为 123 亿元，较一月份的 144 亿元小幅回落。从增发明细来看，资金流向依然维持失衡的状态，融资金额前 4 家占比达 45%，电气机械和器材制造业融资超过 29 亿元。
- ❖ **一级融资市场定价依然较高。**2 月，新三板一级市场按预案公告日计算的整体定增市盈率为 38.86 倍，较一月的 35.19 倍继续小幅上升。二月份，206 例已完成的增发项目整体市盈率为 40 倍，与二级市场的交易价格基本持平。
- ❖ **并购交易持续活跃。**2 月，新三板挂牌企业作为交易买方的并购事件总共有 11 例，其中南瓷股份对江苏优拿大的股权收购事项已经过股东大会通过。此外，通过董事会预案的有史密富对厉炫智能 5% 股权的收购，能量传播对能量慧明公司的横向整合等。除了主动收购以外，新三板企业作为标的方发生的并购事件当月总计达到 40 例。其中包括盾安环境对精雷电器 52.69% 的股权收购、中来股份收购博玺电气 19.13% 股权等。总体看来，新三板 2 月份股权并购事件较 1 月份显著增加，交易更为活跃。
- ❖ **新三板市场展望：三板各项交易指标重回原点，市场定价功能出现削弱，我们判断制度改革的时间窗口已再次打开。**我们认为分层是新三板实现真正意义上由场外市场向场内市场转变的必经途径。以规模来看，新三板的分层是自下而上的分层，即通过分层来优化市场结构，提高资源配置效率；以机制构建来看，新三板的分层则更多的是类似我国台湾柜台的市场的制度安排，其必须达到的政策目的是将融资市场和交易市场进行分开，而两者由通过所谓“转板机制”来建立密不可分的联系。
- ❖ **维持短期投资策略不变。基本原则是：**(1) 财务上符合创新层甚至是战略新兴板的要求；(2) 行业属于新兴行业且能快速增长；(3) 在多层次资本市场形成期，强有力的股东背景或者战略投资人也是挑选企业的重要考量因素；(4) 考虑到转板套利可能成功的个案，可适当关注那些较早申请 IPO 辅导且仍处于交易状态的股票。三月建议关注的标的包括但不限于：从事市政污水及垃圾渗滤液处理的中联环、生产医用磁共振成像系统的鑫高益、中航工业集团下属从事电连接器行业的富士达以及从事模拟器和电动运动仿真平台的研发和生产的摩诘创新等。
- ❖ **风险提示：宏观经济下行引发小微企业经营困难，新三板市场交易制度改革慢于预期等。**



## 中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyli@citics.com

执业证书编号：S101051012001

叶倩瑜

电话：021-20262117

邮件：yeqianyu@citics.com

执业证书编号：S1010515040001

## 相关研究

1. 新三板市场策略随笔系列之一——为什么新三板跟跌不跟涨？(2016-2-17)
2. 新三板市场策略专题——并购风起，众流归海(2016-02-01)
3. 新三板市场 2016 年 1 月跟踪报告——股权交易继续活跃，市场行为趋于理性(2016-01-18)
4. 新三板市场策略点评——注册制推出对新三板冲击有限(2015-12-10)
5. 新三板市场 2016 年投资策略——服务业闪耀新三板(2015-11-26)
6. 新三板市场策略快报——分层只是开始！(2015-11-25)
7. 新三板市场策略点评——制度推进超出预期，新三板发展值得期待(2015-11-21)
8. 新三板市场策略点评——金融改革提速，新三板大有可为(2015-11-04)
9. 新三板市场策略点评——“优先股”打开新三板政策想象空间(2015-09-23)

## 目录

<b>新三板二级市场月度回顾</b> .....	<b>1</b>
风险偏好下行，成交金额继续萎缩 .....	1
企业做市意愿出现明显减弱 .....	2
新三板定价功能重回原点.....	3
<b>新三板一级市场月度回顾</b> .....	<b>5</b>
定增市场出现回落.....	5
做市商成本跟踪测算 .....	8
新三板股权并购交易维持活跃 .....	9
<b>近期研究成果回顾</b> .....	<b>11</b>
为什么新三板跟跌不跟涨? .....	11
威科姆（831601）新三板公司投资价值分析报告—四位一体，云起龙骧 .....	12
网映文化（834902）新三板公司研究报告—国内领先电竞赛事运营商.....	13
华强文化（834793）新三板公司投资价值分析报告—研发运营内容三位一体，文化科技航 母扬帆起航 .....	14
君实生物（833330）新三板公司研究报告—中国首家获得 CFDA 临床批件的 PD-1 单抗药 研发企业 .....	15
喜相逢（834499）新三板公司研究报告-独辟蹊径深耕汽车融资租赁市场 .....	16
瓦力科技（832638）新三板公司研究报告—专注打造进口级产品的互联网厂商 .....	17
<b>市场展望及投资建议</b> .....	<b>18</b>
市场展望：分层的意义 .....	18
<b>风险提示</b> .....	<b>23</b>
<b>中信新三板团队覆盖股票</b> .....	<b>23</b>

## 插图目录

图 1：新三板市场月度涨跌幅 .....	1
图 2：新三板市场月度成交金额.....	1
图 3：新三板每月新增做市转让企业数.....	2
图 4：做市板块平均每家企业的股东户数 .....	2
图 5：新三板各板块估值水平 .....	4
图 6：新三板各行业 PE .....	4
图 7：新三板每月预计募资金额.....	5
图 8：新三板实际募资金额.....	5
图 9：新三板实际募资效率.....	6
图 10：新三板定增预案 PE(TTM，整体法).....	7
图 11：新三板私募基金每月成立数 .....	18

图 12: 新三板相关理财产品按类型分布.....	19
图 13: 纳斯达克市场的历史沿革.....	20
图 14: 台湾柜台市场历史沿革.....	21

## 表格目录

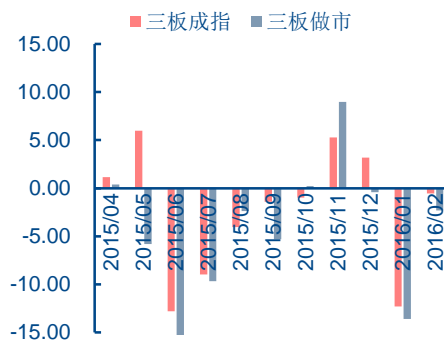
表 1: 二月份新三板成交金额排名前 50 的公司.....	1
表 2: 二月份新增做市商挂牌企业一览.....	2
表 3: 二月份部分做市商新增做市股票一览.....	3
表 4: 新三板行业估值比较.....	4
表 5: 新三板各行业在做市板块和协议板块的估值比较.....	5
表 6: 二月份新三板各行业实际募资金额(万元).....	6
表 7: 新三板二月份一级市场按定增预案计算的各行业市盈率.....	7
表 8: 新三板二月份一级市场按定增实施计算的各行业市盈率.....	7
表 9: 做市商库存股获取成本估算(按做市商).....	8
表 10: 新三板二月份挂牌企业作为交易买方发生的并购事件.....	9
表 11: 新三板二月份挂牌企业作为交易卖方发生的并购事件.....	9
表 12: 兴柜、OTCBB 以及新三板市场发行公司申请条件比较.....	19
表 13: 兴柜与 OTCBB 交易方式比较.....	19
表 14: 台湾柜台市场发展阶段.....	20
表 15: 1971 年纳斯达克首套标准.....	21
表 16: 台湾上(兴)柜市场申请标准及流程.....	21
表 17: 2015 年以来有关辅导上市意向的新三板挂牌企业.....	22
表 18: 2015 年以来有关辅导上市意向的新三板挂牌企业.....	22
表 19: 中信新三板研究团队覆盖股票财务数据.....	23

## 新三板二级市场月度回顾

### 风险偏好下行，成交金额继续萎缩

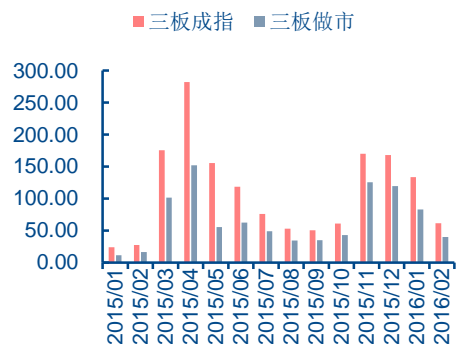
两指数二月成交金额降幅超过 50%。截至 2 月 29 日，三板成指和三板做市指数分别下跌 0.54% 和 2.32%。做市板块大幅扩容带来的流动性供需失衡开始向整体蔓延，三板成指和三板做市指数 2 月成交金额分别为 61 亿和 40 亿元，较一月份的水平分别大幅下降 54% 和 52%。2 月，1804 只有交易行为的股票累计成交金额仅有 197 亿元，其中成交金额前 50 只合计达到 107 亿元，占比 50.4%。从成交金额来看，做市板块相对活跃的挂牌企业主要集中在卫东环保、明利股份、联讯证券、伯朗特等；做市板块换手率较高的挂牌企业有联讯证券、德源药业、璧合科技、伏泰科技等。

图 1：新三板市场月度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

图 2：新三板市场月度成交金额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

表 1：二月份新三板成交金额排名前 50 的公司（单位：亿元）

序号	代码	简称	月度成交金额	月换手率 (%)	所属行业	是否做市	序号	代码	简称	月度成交金额	月换手率 (%)	所属行业	是否做市
1	832970.OC	东海证券	6.61	9.1519	资本市场服务	协议	26	833979.OC	天图投资	0.46	5.6789	资本市场服务	协议
2	832043.OC	卫东环保	5.84	7.4610	专用设备制造业	做市	27	830815.OC	蓝山科技	0.43	0.0000	计算机、通信和其他电子设备制造业	做市
3	831963.OC	明利股份	4.97	27.0710	食品制造业	做市	28	832650.OC	奔腾集团	0.42	0.0050	零售业	协议
4	830899.OC	联讯证券	3.82	90.6730	资本市场服务	做市	29	835183.OC	鸿禧能源	0.42	0.0000	电气机械和器材制造业	协议
5	430002.OC	中科软	1.61	1.8616	软件和信息技术服务业	协议	30	430515.OC	麟龙股份	0.42	8.4112	软件和信息技术服务业	做市
6	834682.OC	球冠电缆	1.26	0.0000	电气机械和器材制造业	协议	31	833682.OC	福特科	0.42	0.6411	计算机、通信和其他电子设备制造业	协议
7	430394.OC	伯朗特	0.98	0.0000	通用设备制造业	做市	32	832568.OC	阿波罗	0.41	0.0000	通用设备制造业	做市
8	833677.OC	芯能科技	0.81	49.4372	电气机械和器材制造业	协议	33	833186.OC	宏远电器	0.40	0.0000	其他制造业	协议
9	831379.OC	融信租赁	0.81	44.9905	租赁业	做市	34	830931.OC	仁会生物	0.40	9.8057	医药制造业	做市
10	430609.OC	中磁视讯	0.80	44.3879	软件和信息技术服务业	做市	35	831620.OC	宝信平台	0.37	0.1922	专业技术服务业	做市
11	835560.OC	羿珩科技	0.72	0.0000	专用设备制造业	协议	36	834019.OC	大自然	0.37	5.1356	化学原料和化学制品制造业	协议
12	833899.OC	菁英时代	0.67	0.0000	资本市场服务	协议	37	832950.OC	益盟股份	0.37	4.7656	软件和信息技术服务业	做市
13	830881.OC	圣泉集团	0.67	10.4549	化学原料和化学制品制造业	做市	38	430518.OC	嘉达早教	0.36	22.3159	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	做市
14	832800.OC	赛特斯	0.64	1.2231	软件和信息技术服务业	协议	39	833315.OC	石头造	0.34	0.0000	化学原料和化学制品制造业	协议
15	430431.OC	枫盛阳	0.61	8.3082	批发业	做市	40	831496.OC	华燕房盟	0.34	0.0000	互联网和相关服务	做市
16	831385.OC	大地和	0.60	0.0000	汽车制造业	协议	41	831796.OC	汉镓资产	0.34	1.3716	商务服务业	协议
17	430140.OC	新眼光	0.59	27.5219	专用设备制造业	做市	42	835570.OC	华晋传媒	0.34	0.0000	互联网和相关服务	协议
18	430063.OC	工控网	0.56	0.0000	科技推广和应用服务业	协议	43	430358.OC	基美影业	0.33	0.0000	广播、电视、电影和影视录音制作业	做市
19	835248.OC	博森科技	0.51	0.0000	化学原料和化学制品制造业	协议	44	832533.OC	利美康	0.32	2.7824	卫生	协议



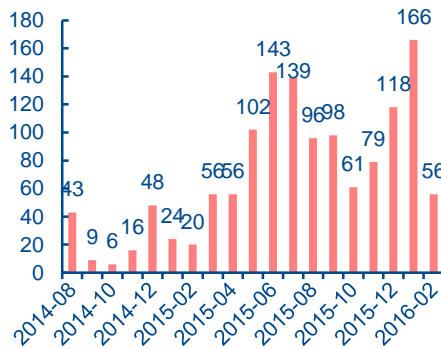
序号	代码	简称	月度成交金额	月换手率 (%)	所属行业	是否做市	序号	代码	简称	月度成交金额	月换手率 (%)	所属行业	是否做市
20	830978.OC	先临三维	0.50	7.4194	软件和信息技术服务业	做市	45	831900.OC	海航冷链	0.30	0.0000	道路运输业	做市
21	834559.OC	河马动画	0.50	0.0000	广播、电视、电影和影视录音制作业	协议	46	835265.OC	同禹药包	0.30	0.0000	医药制造业	协议
22	832283.OC	天丰电源	0.49	2.3985	电气机械和器材制造业	协议	47	430051.OC	九恒星	0.30	17.9859	软件和信息技术服务业	做市
23	831550.OC	成大生物	0.49	3.0190	医药制造业	协议	48	430366.OC	金天地	0.29	19.4032	广播、电视、电影和影视录音制作业	做市
24	835902.OC	科盾科技	0.48	0.0000	计算机、通信和其他电子设备制造业	协议	49	430339.OC	中搜网络	0.29	4.1120	互联网和相关服务	做市
25	832012.OC	博玺电气	0.47	75.0000	电气机械和器材制造业	协议	50	835424.OC	宝莲生物	0.29	0.0000	农副食品加工业	协议

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

### 企业做市意愿出现明显减弱

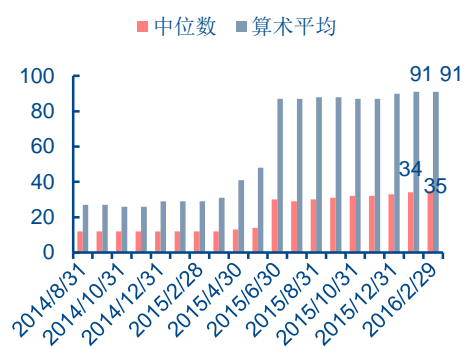
二月份新增做市转让企业数为 56 家。出于对三板交易机制推进的担忧,大量企业开始寻求 IPO。但是,考虑到企业 IPO 涉及做市商面临国有股转持的政策疑点,后续企业逐步放缓做市转让进程。二月份做市板块新增企业数降至 56 家,增速较一月份明显减缓。目前,全市场总股东户数为 23.32 万户,仅较一月的 23.02 万户提升 2.3%,市场股权分散度的培育进程亦出现明显放缓的迹象。与此同时,做市板块平均股东户数稳定在 91 户,中位数则小幅上升至 35 户。此外,二月另有 126 家挂牌企业得到做市商追加做市,其中新增做市商家数较多的有精英科技、佳奇科技、百通能源、浩驰科技、普诺威。

图 3: 新三板每月新增做市转让企业数



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

图 4: 做市板块平均每家企业的股东户数



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

表 2: 二月份新增做市商挂牌企业一览

代码	简称	首次做市日期	二月新增做市商数	二月累计做市商家数	二月成交金额 (亿元)	代码	简称	首次做市日期	二月新增做市商数	二月累计做市商家数	二月成交金额 (亿元)
832585.OC	精英科技	2015-07-01	6	8	0.01	833295.OC	国佳新材	2016-01-29	2	7	0.003
834061.OC	佳奇科技	2016-01-29	5	7	0.01	834117.OC	山东绿霸	2016-01-29	2	7	0.004
835359.OC	百通能源	2016-01-29	4	10	0.01	834793.OC	华强文化	2016-01-29	2	37	0.086
831064.OC	浩驰科技	2016-01-20	4	6	0.01	834683.OC	爹地宝贝	2016-01-27	2	9	0.159
830908.OC	普诺威	2015-04-27	4	6	0.01	833135.OC	中源智人	2015-12-22	2	6	0.015
831428.OC	数据堂	2016-01-29	3	5	0.09	430139.OC	华岭股份	2015-08-14	2	6	0.026
831762.OC	和达科技	2015-12-28	3	6	0.06	830814.OC	浩博新材	2015-08-07	2	7	0.014
832139.OC	沃田农业	2015-11-06	3	6	0.02	430510.OC	丰光精密	2015-07-28	2	6	0.001
833954.OC	飞天经纬	2015-10-29	3	5	0.04	832802.OC	保丽洁	2015-07-24	2	4	0.149
831737.OC	地浦科技	2015-10-22	3	6	0.03	831019.OC	博硕光电	2015-06-26	2	6	0.001
833366.OC	利隆媒体	2015-09-21	3	5	0.18	430553.OC	海红技术	2015-06-03	2	6	0.002
430377.OC	海格物流	2015-04-03	3	7	0.03	831647.OC	联瑞新材	2015-05-27	2	6	0.003
430465.OC	东方科技	2014-09-10	3	6	0.07	831397.OC	康泽药业	2015-05-04	2	12	0.220
831345.OC	海特股份	2016-01-29	2	4	0.07	830916.OC	公准股份	2014-11-21	2	8	0.035

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

做市商业拓展方面，九州证券、申万宏源证券、天风证券、联讯证券、兴业证券、中山证券当月新增做市企业数量分别为 24 家、23 家、21 家、20 家、19 家以及 15 家。其中湘村股份在做市首日即有 14 家企业为其提供做市转让服务。

表 3：二月份部分做市商新增做市股票一览

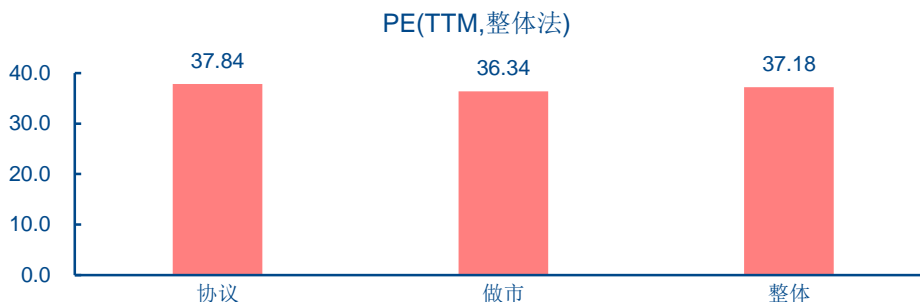
做市商	做市股票数量	做市股票
九州证券	24	德鑫物联, 东方科技, 中讯四方, 恒业世纪, 路维光电, 东研科技, 长仪股份, 星光影视, 黄国粮业, 海格物流, 地浦科技, 金科环保, 洁昊环保, 中镁控股, 联赢激光, 坤鼎集团, 保丽洁, 泰达新材, 博硕光电, 裕国股份, 金海股份, 利隆媒体, 兴宏泰, 吴方机电
申万宏源证券	23	传诚时装, 凯尔达, 恒拓开源, 蓝德环保, 泰通科技, 广通软件, 运控电子, 现在支付, 正海合泰, 晓鸣农牧, 水治理, 鑫融基, 先锋科技, 雷讯网络, 金奇精化, 喜丰节水, 泰达新材, 巨科新材, 虎彩印艺, 天丰电源, 百灵天地, 超毅网络, 火谷网络
天风证券	21	绿岸网络, 联赢激光, 新绿股份, 众引传播, 凯科科技, 顺达智能, 中航讯, 宝成股份, 蓝德环保, 中钜铍, 洁华控股, 阿波罗, 灵动微电, 飞天经纬, 天劲股份, 富耐克, 第六元素, 水治理, 海龙核科, 恒信玺利, 华韩整形
联讯证券	20	百通能源, 湘村股份, 华苏科技, 牛商股份, 先锋科技, 地浦科技, 海航冷链, 金奇精化, 华旺股份, 飞天经纬, 保丽洁, 枫盛阳, 岳能科技, 洁华控股, 浩驰科技, 东方科技, 达通通信, 中窑股份, 同福碗粥, 中源智人
兴业证券	19	金海股份, 喜丰节水, 联瑞新材, 速达股份, 金海岸, 精英科技, 岳能科技, 金田铜业, 新达通, 瀚远科技, 天合石油, 湘村股份, 创识科技, 新涛科技, 佰德照明, 同福碗粥, 文鑫莲业, 智通人才, 中源智人
中山证券	15	金海股份, 丰光精密, 创世生态, 同福碗粥, 湘村股份, 浩驰科技, 康泽药业, 先锋科技, 品尚汇, 岳能科技, 东方科技, 地浦科技, 沃田农业, 联赢激光, 牛商股份
华安证券	14	中晟光电, 泰达新材, 宏伟供应, 卓越信通, 星光影视, 星科智能, 科顺防水, 速达股份, 金大股份, 精英科技, 浩博新材, 公准股份, 普诺威, 蓝山科技
东莞证券	13	浙商创投, 万达重工, 国润新材, 湘村股份, 民正农牧, 凯科科技, 华丽包装, 海德尔, 牛商股份, 海特股份, 乐普四方, 国佳新材, 佳奇科技
首创证券	12	百通能源, 巨网科技, 先锋科技, 白兔湖, 岳能科技, 传诚时装, 吉芬设计, 洁华控股, 速达股份, 国佳新材, 中钜铍, 瀚远科技
招商证券	11	长城华冠, 泰华智慧, 广建装饰, 宏伟供应, 康泽药业, 万极科技, 公准股份, 浩辰软件, 金海股份, 佳奇科技, 金海岸
国海证券	11	中驰股份, 万达重工, 先锋科技, 普诺威, 森馥科技, 佳奇科技, 浩驰科技, 宏伟供应, 湘村股份, 浩蓝环保, 宏图物流
长江证券	9	金海岸, 湘村股份, 广建装饰, 速达股份, 普适导航, 金奇精化, 联赢激光, 新涛科技, 凯科科技
中投证券	9	湘村股份, 巨网科技, 长城华冠, 同福碗粥, 瀚远科技, 牛商股份, 华贸广通, 精英科技, 金海岸
广发证券	9	泰华智慧, 联赢激光, 启奥科技, 浩驰科技, 佳时达, 浩蓝环保, 森馥科技, 同福碗粥, 虎彩印艺
东方证券	9	华艺园林, 欧迅体育, 福建国航, 拓美传媒, 金海岸, 美林数据, 数据堂, 利隆媒体, 湘村股份
东北证券	8	百灵天地, 中驰股份, 百通能源, 德泓国际, 华强文化, 数据堂, 喜丰节水, 中钜铍
浙商证券	7	浩辰软件, 普诺威, 新涛科技, 华旺股份, 巨科新材, 伊菲股份, 乐旅股份
开源证券	7	约克动漫, 瑞聚股份, 速达股份, 凯科科技, 中驰股份, 帝信通信, 海红技术
恒泰证券	7	火谷网络, 联瑞新材, 佳奇科技, 建科股份, 牛商股份, 爹地宝贝, 益善生物
中信证券	7	陆特能源, 蓝德环保, 凯尔达, 起航股份, 建科股份, 华旺股份, 大汉三通
西部证券	7	微网信通, 华旺股份, 联赢激光, 和达科技, 湘村股份, 中讯四方, 巨网科技
东吴证券	7	同福碗粥, 岳能科技, 华强文化, 浩博新材, 联赢激光, 湘村股份, 白兔湖
民生证券	7	融信租赁, 卫东环保, 路维光电, 联讯证券, 明利股份, 洁华控股, 浩辰软件
西南证券	6	正海合泰, 微网信通, 广建装饰, 泰华智慧, 中驰股份, 巨科新材
光大证券	6	湘村股份, 星光影视, 泰达新材, 飞天经纬, 数据堂, 金海股份
东兴证券	6	华旺股份, 联赢激光, 微网信通, 鹿得医疗, 长城华冠, 宏伟供应
上海证券	6	泰华智慧, 奔腾集团, 中驰股份, 建科股份, 同福碗粥, 先锋科技
财通证券	5	中航讯, 巨科新材, 万容科技, 万达重工, 运控电子
海通证券	5	中钜铍, 华岭股份, 宏伟供应, 中驰股份, 汉得利
太平洋	5	火谷网络, 网智天元, 蓝德环保, 白兔湖, 拓美传媒
安信证券	5	百通能源, 中钜铍, 金海岸, 爹地宝贝, 金奇精化
中泰证券	5	正海合泰, 水治理, 白兔湖, 泰华智慧, 星光影视
广州证券	5	海格物流, 白兔湖, 广建装饰, 喜丰节水, 惠尔明
日信证券	5	新昶虹, 佰德照明, 丰光精密, 海特股份, 奔腾集团

资料来源：Wind

## 新三板定价功能重回原点

做市板块与协议板块估值持平。2666 家具有市值的统计样本显示，截至 2016 年 3 月 11 日，新三板整体 PE (TTM, 整体法) (含协议和做市) 为 36.34 倍，其中做市板块和协议板块的估值水平分别为 37.84 倍和 37.18 倍。这是做市板块推出一年半以来首次出现的情况，标志着挂牌企业增速和投资者增速持续失衡的局面使得新三板的定价功能重归原点。

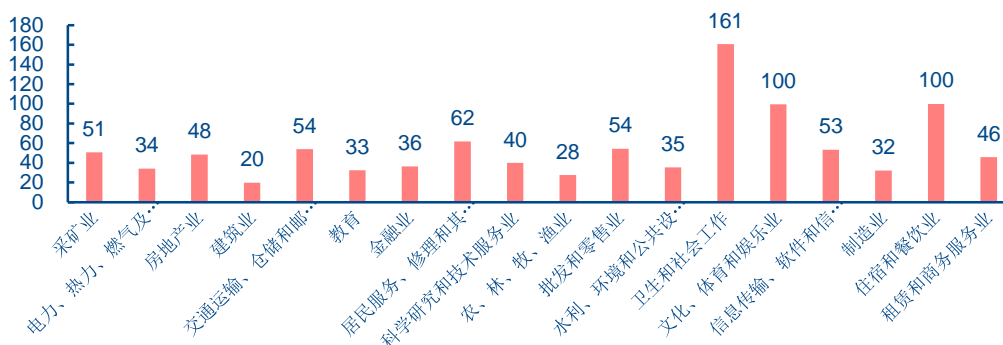
图 5：新三板各板块估值水平



资料来源：Wind，中信证券研究部整理，取 2016 年 3 月 11 日数据

由于协议板块定价并非市场公允定价，导致诸多细分行业中做市板块相对于协议板块的流动性溢价确实。从证监会门类行业来看，截至 2016 年 3 月 11 日，新三板制造业、教育、金融、信息传输软件和信息技术服务业、水利环境和公共设施管理业等主要行业的 PE(TTM, 整体法)分别为 32 倍、33 倍、36 倍、53 倍、35 倍。从大类行业来看，软件和信息技术服务业、专用设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、化学原料和化学制品制造业、通用设备制造业等主要行业的估值水平分别为 46 倍、33 倍、36 倍、28 倍、51 倍和 37 倍。从做市板块和协议板块的行业估值对比来看，做市板块相对于协议板块的整体估值继续折价。如样本数较大的软件和信息技术服务、计算机通信和其他电子设备制造、专用设备制造业等行业的折价分别为 32.1%、37.09%、60.82%。

图 6：新三板各行业 PE (TTM；单位：倍)



资料来源：Wind，中信证券研究部整理，取 2016 年 3 月 11 日数据

表 4：新三板行业估值比较

行业	PE(TTM)	样本数	行业	PE(TTM)	样本数
软件和信息技术服务业	44	447	专业技术服务业	34	70
专用设备制造业	46	190	非金属矿物制品业	27	62
计算机、通信和其他电子设备制造业	34	185	金属制品业	28	52
电气机械和器材制造业	37	165	批发业	24	52
化学原料和化学制品制造业	26	147	橡胶和塑料制品业	39	45
通用设备制造业	29	129	农副食品加工业	20	40
互联网和相关服务	109	102	汽车制造业	25	38
仪器仪表制造业	27	87	土木工程建筑业	17	37
商务服务业	48	85	零售业	162	36
医药制造业	33	80	农业	25	36

资料来源：Wind，中信证券研究部整理，取 2016 年 3 月 11 日数据

表 5：新三板各行业在做市板块和协议板块的估值比较

行业	做市板块溢价	PE(TTM)		样本数	
		协议	做市	协议	做市
软件和信息技术服务业	-32.10%	54.73	37.16	245	202
计算机、通信和其他电子设备制造业	-37.09%	43.74	27.52	102	83
专用设备制造业	-60.82%	66.46	26.04	115	75
化学原料和化学制品制造业	8.88%	25.16	27.39	79	68
电气机械和器材制造业	-43.97%	50.14	28.10	99	66
通用设备制造业	-44.07%	41.02	22.94	66	63
仪器仪表制造业	-16.02%	29.27	24.58	43	44
商务服务业	-30.83%	61.28	42.39	46	39
互联网和相关服务	-26.91%	120.66	88.19	67	35
医药制造业	35.77%	29.80	40.46	45	35
专业技术服务业	-23.93%	38.00	28.90	37	33
非金属矿物制品业	0.46%	27.10	27.23	32	30
批发业	29.83%	20.81	27.02	28	24
土木工程建筑业	-12.53%	18.67	16.34	13	24
农副食品加工业	-26.29%	25.22	18.59	18	22
金属制品业	-4.94%	28.47	27.06	33	19
橡胶和塑料制品业	-52.39%	59.82	28.48	28	17
汽车制造业	-41.49%	28.94	16.93	21	17
零售业	-113.45%	-297.84	40.05	23	13
生态保护和环境治理业	4.79%	33.08	34.67	21	13

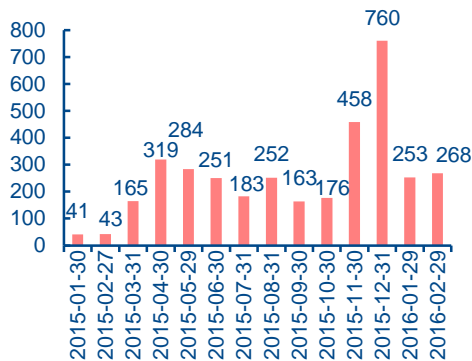
资料来源：Wind，中信证券研究部整理，取 2016 年 3 月 11 日数据

## 新三板一级市场月度回顾

### 定增市场出现回落

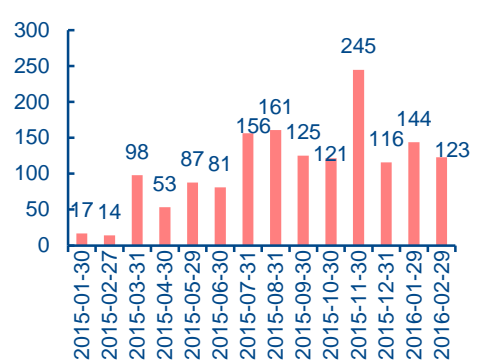
电气机械和器材制造业成二月热门。二月份新三板市场按增发预案统计的拟募资总额合计 268 亿元，实际完成募资总额为 123 亿元，较一月份的 144 亿元小幅回落。从增发明细来看，资金流向依然维持失衡的状态，亚锦科技、英雄互娱、盖娅互娱、君实生物，分别成功融资 26.4 亿、19 亿、6.25 亿、3.5 亿元，占总融资额的 45%。

图 7：新三板每月预计募资金额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

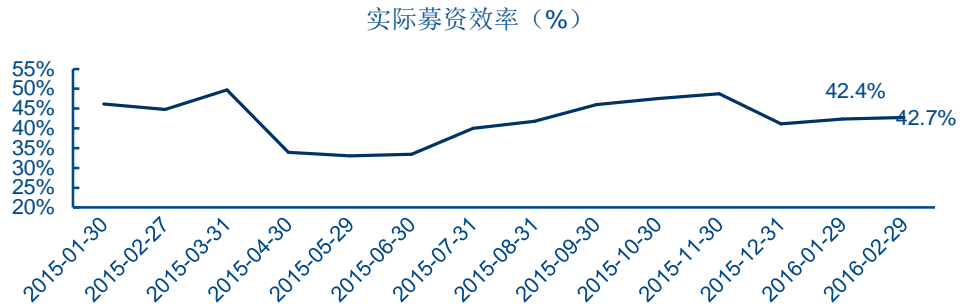
图 8：新三板实际募资金额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部整理



图 9：新三板实际募资效率



资料来源：Wind，中信证券研究部整理，实际募资效率=最近十二月实际融资金额/最近十二月预计募资金额

从各行业实际募资情况来看，电气机械和器材制造业、仪器仪表制造业、软件和信息技术服务业、专用设备制造业、医药制造业、互联网和相关服务业融资金额相对较多，分别为 29.32 亿、19.97 亿、14.34 亿、11.06 亿、8.8 亿和 5.15 亿元。

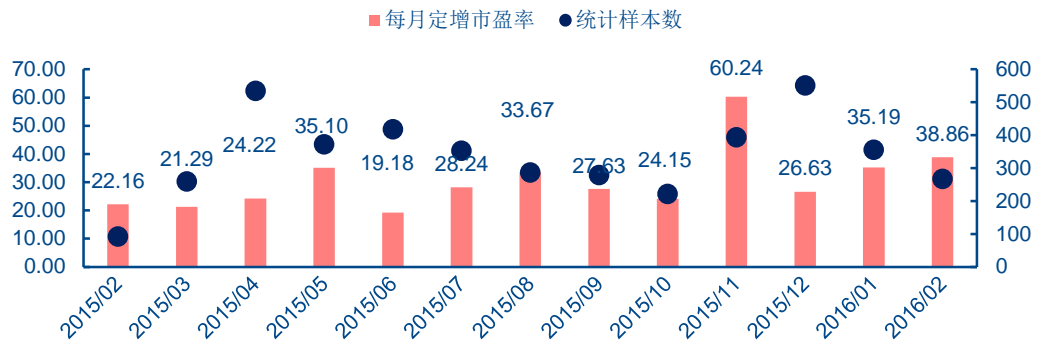
表 6：二月份新三板各行业实际募资金额（万元）

行业	实际募资金额（万元）	统计样本	行业	实际募资金额（万元）	统计样本
电气机械和器材制造业	29.32	14	印刷和记录媒介复制业	0.64	3
仪器仪表制造业	19.97	7	土木工程建筑业	0.61	3
软件和信息技术服务业	14.34	34	卫生	0.54	1
专用设备制造业	11.06	16	货币金融服务	0.50	1
医药制造业	8.80	10	农副食品加工业	0.42	1
互联网和相关服务	5.15	14	金属制品业	0.41	3
废弃资源综合利用业	3.26	3	批发业	0.38	3
石油加工、炼焦和核燃料加工业	3.13	2	研究和试验发展	0.35	2
汽车制造业	2.67	5	林业	0.34	2
零售业	2.54	2	有色金属冶炼和压延加工业	0.30	2
商务服务业	2.16	10	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.29	2
教育	2.14	2	食品制造业	0.27	2
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.84	11	道路运输业	0.24	1
建筑安装业	1.64	4	其他制造业	0.23	2
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.30	2	建筑装饰和其他建筑业	0.22	1
农业	1.27	6	文化艺术业	0.22	1
畜牧业	1.00	1	电信、广播电视和卫星传输服务	0.16	1
专业技术服务业	1.00	6	金属制品、机械和设备修理业	0.14	1
非金属矿物制品业	0.94	3	纺织服装、服饰业	0.10	1
橡胶和塑料制品业	0.78	3	餐饮业	0.06	1
化学原料和化学制品制造业	0.78	4	黑色金属冶炼和压延加工业	0.06	1
生态保护和环境治理业	0.68	6	科技推广和应用服务业	0.03	1
通用设备制造业	0.68	5	总计	122.96	206

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

**一级融资市场定价依然较高。**二月份，新三板一级市场按预案公告日计算的整体定增市盈率为 38.86 倍，较一月的 35.19 倍小幅上升。结构上来看，制造业、信息传输、软件和信息技术服务业、租赁和商务服务业、建筑业按预案统计的增发市盈率分别为 24 倍、49 倍、31 倍、17 倍。二月份，206 例已完成的增发项目整体市盈率为 40 倍，与二级市场的交易价格基本持平。其中较为有代表性的软件和信息技术服务业、专用设备制造业、电气机械和器材制造业、互联网和相关服务、计算机、通信和其他电子设备制造业等行业实际完成的增发 PE 为 48.47 倍、55.42 倍、59.20 倍、244.49 倍、23.50 倍。

图 10：新三板定增预案 PE(TTM, 整体法)



资料来源：Wind，中信证券研究部整理，每月定增市盈率按增发前总股本计算

表 7：新三板二月份一级市场按定增预案计算的各行业市盈率

所属行业	二月预案定增市盈率	计数项:所属行业
制造业	23.62	121
信息传输、软件和信息技术服务业	49.24	64
租赁和商务服务业	31.02	14
建筑业	17.32	10
农、林、牧、渔业	68.12	10
文化、体育和娱乐业	275.04	9
交通运输、仓储和邮政业	119.06	7
批发和零售业	90.36	7
科学研究和技术服务业	16.34	5
水利、环境和公共设施管理业	20.46	5
电力、热力、燃气及水生产和供应业	16.79	4
房地产业	5.56	3
教育	49.06	3
居民服务、修理和其他服务业	75.57	2
住宿和餐饮业	212.81	1

资料来源：Wind，中信证券研究部整理，定增市盈率=定增价格\*定增前总股本/归母净利润（TTM）；已剔除福建国航、景域文化以及尚无有效数据的企业。

表 8：新三板二月份一级市场按定增实施计算的各行业市盈率

行业	实际完成的增发市盈率	样本数	行业	实际完成的增发市盈率	样本数
软件和信息技术服务业	48.47	34	林业	12.73	2
专用设备制造业	55.42	16	零售业	58.11	2
电气机械和器材制造业	59.20	14	其他制造业	15.96	2
互联网和相关服务	244.49	14	石油加工、炼焦和核燃料加工业	29.45	2
计算机、通信和其他电子设备制造业	23.50	11	食品制造业	54.38	2
商务服务业	26.77	10	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	34.02	2
医药制造业	93.54	10	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	-153.58	2
仪器仪表制造业	219.06	7	研究和试验发展	-269.47	2
农业	16.86	6	有色金属冶炼和压延加工业	64.45	2
生态保护和环境治理业	31.20	6	餐饮业	18.60	1
专业技术服务业	12.45	6	畜牧业	12.09	1
汽车制造业	17.62	5	道路运输业	61.34	1
通用设备制造业	25.45	5	电信、广播电视和卫星传输服务	60.12	1
化学原料和化学制品制造业	19.72	4	纺织服装、服饰业	22.26	1
建筑安装业	37.27	4	黑色金属冶炼和压延加工业	39.62	1
非金属矿物制品业	10.19	3	货币金融服务	11.88	1
废弃资源综合利用业	30.07	3	建筑装饰和其他建筑业	34.29	1
金属制品业	7.58	3	金属制品、机械和设备修理业	5.32	1

行业	实际完成的增发市盈率	样本数	行业	实际完成的增发市盈率	样本数
批发业	14.80	3	科技推广和应用服务业	34.53	1
土木工程建筑业	15.65	3	农副食品加工业	-29.14	1
橡胶和塑料制品业	30.70	3	卫生	26.07	1
印刷和记录媒介复制业	41.12	3	文化艺术业	51.72	1
教育	19.25	2	总计	39.66	206

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 做市商成本跟踪测算

做市商获取库存股的平均成本大致为 21.11 倍 PE (TTM)。我们统计了 3104 例企业 (已剔除尚无有效交易数据的事项) 向做市商转让股票的行为, 估算的数据显示做市商获取库存股的平均成本大致为 21.11 倍 PE (TTM)。

表 9: 做市商库存股获取成本估算 (按做市商)

做市商	库存股市值 (百万)	归母净利润 (TTM, 百万)	样本数	库存股 PE	做市商	库存股市值 (百万)	归母净利润 (TTM, 百万)	样本数	库存股 PE
总计	1525631.72	72286.73	3104	21.11	国海证券	13241.85	765.69	37	17.29
东方证券	74940.16	2625.37	83	28.54	山西证券	13139.02	752.36	52	17.46
申万宏源	62052.09	2719.96	105	22.81	银河证券	12982.19	542.60	32	23.93
中泰证券	61670.34	3025.30	150	20.38	金元证券	12919.34	797.18	30	16.21
广发证券	53163.33	2497.18	106	21.29	西南证券	12808.45	691.46	21	18.52
国信证券	53035.56	2690.65	91	19.71	信达证券	12406.13	599.15	27	20.71
天风证券	50890.13	1902.49	82	26.75	日信证券	11123.87	138.15	6	80.52
兴业证券	47843.82	2590.18	119	18.47	西部证券	10438.45	507.78	24	20.56
上海证券	39007.20	2059.18	93	18.94	财富证券	9712.47	511.21	31	19.00
招商证券	38894.56	2020.06	61	19.25	中银国际证券	9487.54	496.68	34	19.10
海通证券	37700.47	1712.95	72	22.01	新时代证券	9117.53	438.69	15	20.78
国泰君安	36571.29	1825.92	69	20.03	民生证券	8929.12	376.11	21	23.74
光大证券	34582.07	1949.71	77	17.74	平安证券	8443.10	618.63	19	13.65
恒泰证券	32735.42	1036.11	29	31.59	江海证券	8259.40	479.93	12	17.21
中原证券	32092.15	1693.54	75	18.95	浙商证券	8259.20	564.57	31	14.63
华融证券	32028.22	1379.63	56	23.22	南京证券	8057.02	512.74	30	15.71
万联证券	32005.43	1355.87	72	23.61	德邦证券	7499.39	328.53	13	22.83
中信建投	30290.75	760.77	44	39.82	中金公司	7099.92	305.16	11	23.27
九州证券	28197.85	1271.28	36	22.18	国金证券	5653.47	451.69	15	12.52
长江证券	28146.97	1680.56	81	16.75	湘财证券	5538.38	103.91	5	53.30
东莞证券	26783.44	1701.04	60	15.75	东海证券	5256.31	247.89	13	21.20
华安证券	26461.39	1241.49	59	21.31	渤海证券	5215.64	248.51	5	20.99
华鑫证券	26079.62	1486.24	31	17.55	长城证券	5078.57	254.65	10	19.94
中投证券	25263.50	1246.86	56	20.26	国元证券	4502.30	224.00	15	20.10
安信证券	25197.71	1380.23	78	18.26	红塔证券	4356.64	333.68	11	13.06
开源证券	24618.69	529.57	37	46.49	华林证券	3445.12	117.44	8	29.33
广州证券	23699.18	1522.82	73	15.56	川财证券	2824.39	172.09	6	16.41
东北证券	21966.26	687.83	43	31.94	国联证券	2737.68	169.47	15	16.15
中山证券	21930.74	1172.69	64	18.70	国开证券	2510.58	14.54	3	172.68
世纪证券	20073.34	917.79	47	21.87	华龙证券	2427.63	165.95	3	14.63
东吴证券	18253.54	1163.01	56	15.70	西藏同信	2098.80	87.62	1	23.95
财达证券	18087.93	1106.50	23	16.35	华创证券	2020.98	50.20	10	40.26
华泰证券	17467.67	1014.60	33	17.22	国盛证券	1817.79	104.26	9	17.44
太平洋	17426.92	907.76	45	19.20	民族证券	1583.64	42.67	5	37.11
英大证券	16840.68	75.16	8	224.07	大通证券	1404.53	63.77	5	22.02
首创证券	16088.91	810.55	32	19.85	爱建证券	815.56	83.81	3	9.73
华福证券	15762.81	651.94	53	24.18	第一创业	748.40	-27.11	2	-27.61
联讯证券	15478.66	867.47	33	17.84	中航证券	554.10	25.65	3	21.60

做市商	库存股市值 (百万)	归母净利润 (TTM, 百万)	样本数	库存股 PE	做市商	库存股市值 (百万)	归母净利润 (TTM, 百万)	样本数	库存股 PE
东兴证券	14992.25	802.41	25	18.68	华金证券	362.61	11.61	2	31.24
国都证券	14747.05	836.98	22	17.62	宏信证券	184.25	7.67	1	24.04
方正证券	14078.71	710.73	32	19.81	五矿证券	92.14	3.88	1	23.78

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理。已剔除尚无有效交易数据的事项。

## 新三板股权并购交易维持活跃

**并购交易持续活跃。**2016 年 2 月, 新三板挂牌企业作为交易买方的并购事件总共有 11 例, 其中南瓷股份对江苏优拿大的股权收购事项已经过股东大会通过。此外, 通过董事会预案的有史密富对厉炫智能 5% 股权的收购, 能量传播对能量慧明公司的横向整合等。除了主动收购以外, 新三板企业作为标的方发生的并购事件当月总计达到 40 例。其中包括盾安环境对精雷电器 52.69% 的股权收购、众业达对工控网 5% 股权的收购、新大陆对上海翼码 1.41% 股权的收购, 中来股份收购博玺电气 19.13% 股权等。总体看来, 新三板 2 月份股权并购事件较 1 月份显著增加, 交易更为活跃。

表 10: 新三板二月份挂牌企业作为交易买方发生的并购事件

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	标的方 PB	标的方 PE	交易总价值(万元)	最新进度
2016-02-16	厉炫智能 5% 股权	史密富 (835437.OC)	电子设备和仪器	--	--	100.00	董事会预案
2016-02-16	能量慧明公司 40% 股权	能量传播 (833482.OC)	电影与娱乐	--	--	--	董事会预案
2016-02-15	沈阳绿环 47% 股权	成德实业; 中创洁能(833672.OC); 雪迪龙 (002658.SZ); 国惠环保	环境与设施服务	--	2.7	11,837.11	董事会预案
2016-02-06	上海欣骋 75% 股权	康帅股份 (835740.OC)	环境与设施服务	--	--	--	董事会预案
2016-02-06	国泰人防部分股权	南京证券 (833868.OC); 浙商证券; 华安证券; 信达证券	建筑产品	--	--	1,452.60	董事会预案
2016-02-05	活动树科技 30% 股权	蓝色方略 (835675.OC)	互联网软件与服务	--	--	6,600.00	董事会预案
2016-02-05	固原万家 100% 股权	万家天能 (835393.OC)	食品加工与肉类	--	--	100.00	董事会预案
2016-02-04	江苏优拿大 100% 股权	南瓷股份 (835332.OC)	工业机械	--	--	2,700.00	股东大会通过
2016-02-02	江苏麦驰 25% 股权	麦驰物联 (835012.OC)	电子元件	--	--	375.00	董事会预案
2016-02-02	杭州慧租 100% 股权	绩丰物联 (833834.OC)	互联网软件与服务	--	--	100.00	董事会预案
2016-02-02	A-CAP RESOURCES LIMITED 公司部分股权	驰翔精密 (831860.OC)	贵金属与矿石	--	1.06	530.00	董事会预案

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

表 11: 新三板二月份挂牌企业作为交易卖方发生的并购事件

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	标的方 PB	标的方 PE	交易总价值(万元)	最新进度
2016-02-26	阿兰德 5% 股权	蔡家林	工业机械	--	--	--	完成
2016-02-26	蛙视通信 2.55% 股权	--	综合电信服务	--	--	--	完成
2016-02-25	仕净环保 3.41% 股权	田志伟	环境与设施服务	--	--	--	完成
2016-02-24	工控网 5% 股权	众业达 (002441.SZ)	互联网软件与服务	--	--	--	完成
2016-02-24	福特科 3.26% 股权	--	电子元件	--	--	--	完成
2016-02-24	明利股份 1.08% 股权	--	综合支持服务	--	--	--	完成
2016-02-24	上海翼码 1.41% 股权	新大陆 (000997.SZ)	信息科技咨询与其它服务	--	45.12	3,516.02	董事会预案
2016-02-24	金利股份 0.33% 股权	--	铝	--	--	--	完成
2016-02-23	木联能 4.065% 股权	李伟宏	互联网软件与服务	--	--	--	完成

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	标的方 PB	标的方 PE	交易总价值(万元)	最新进度
2016-02-23	厚谊俊捷 1.32%股权	--	航空货运与物流	--	--	--	完成
2016-02-23	康盛伟业 8.19%股权	赵燕京	建筑产品	--	--	--	完成
2016-02-23	思达新能 4%股权	--	综合支持服务	11.2	0.9496	40.00	完成
2016-02-23	爱迪科森 2.1%股权	--	互联网软件与服务	--	--	--	完成
2016-02-23	亚锦科技 2.4%股权	慧东投资	应用软件	--	--	--	完成
2016-02-23	爱迪科森 0.94%股权	刘尚武	互联网软件与服务	--	--	--	完成
2016-02-20	永辉股份 0.13%股权	--	特种化工	--	--	--	完成
2016-02-20	益立胶囊 3.68%股权	--	西药	--	--	--	完成
2016-02-20	北方嘉科 1.38%股权	--	纸包装	--	--	--	完成
2016-02-20	精雷电器 52.68%股权	盾安环境 (002011.SZ)	机动车零配件与设备	--	--	14,016.00	董事会预案
2016-02-20	般固科技 14.38%股权	李林	互联网软件与服务	--	--	--	完成
2016-02-20	博玺电气 10.43%股权	易津投资	电气部件与设备	--	--	--	完成
2016-02-20	宝信平台 1.72%股权	--	调查和咨询服务	48.67	4.71	377.58	完成
2016-02-17	博玺电气 19.13%股权	中来股份 (300393.SZ)	电气部件与设备	--	5.26	2,200.00	签署转让协议
2016-02-17	中盈安信 15%股权	刘荣；何文武	信息科技咨询与其它服务	29.91	15.31	18,750.00	达成转让意向
2016-02-16	亚锦科技 12.96%股权	慧东投资	应用软件	--	--	--	完成
2016-02-16	金海股份 1.05%股权	--	电力	--	--	--	完成
2016-02-16	一正启源 35.69%股权	--	应用软件	--	--	--	完成
2016-02-05	安畅网络 5.55%股权	比目投资	互联网软件与服务	13.39	1.14	136.08	完成
2016-02-02	高捷联 2%股权	--	电气部件与设备	--	--	--	完成
2016-02-02	九州方园 4%股权	--	半导体设备	--	--	--	完成
2016-02-02	中加飞机 0.25%股权	凌凯礼	航天航空与国防	--	--	--	完成
2016-02-02	华科飞扬 0.42%股权	江加雄	互联网软件与服务	--	--	--	完成
2016-02-02	金银花 10.47%股权	缪峰	农产品	--	--	--	完成
2016-02-02	吉诺股份 3.89%股权	贾小平	复合型公用事业	--	--	--	完成
2016-02-02	实杰生物部分股权	华创证券	生物科技	--	--	1,800.00	董事会预案
2016-02-02	迅销科技 2.62%股权	艾朋信	互联网软件与服务	--	--	--	完成
2016-02-02	东安液压 53.38%股权	莲花汽车科技	机动车零配件与设备	--	0.9277	1,367.21	完成
2016-02-02	都市鼎点 24.96%股权	王文；朗铭投资	电气部件与设备	359.95	1.36	624.00	完成
2016-02-02	双林机械 5%股权	--	工业机械	--	--	--	完成
2016-02-02	智联股份 21%股权	张新全；猎融投资； 猎融资产管理； 叶恒健	房地产服务	--	--	--	完成
2016-02-02	建科股份 0.53%股权	德邦证券；王彩云	建筑与工程	--	--	--	完成

资料来源：Wind，中信证券研究部整理

## 近期研究成果回顾

### 为什么新三板跟跌不跟涨？

**二级市场波动率重回原点。**随着国内各大资产市场泥沙俱下的情形出现缓解，新三板的交易活跃度再次得到市场的关注。然而，我们所观察的结果显示，新三板二级市场持续趋冷的情形仍在延续。从指数表现来看，三板指数跟跌不跟涨的情形依然明显。从指数的波动率来看，新三板的活跃度自去年三季度以来基本处于停滞，而在今年一月份以来波动率指数中枢更是出现了下降，现在已明显低于我国台湾柜台指数的波动率。如果从波动率指数的角度衡量，新三板二级交易市场的状态已经回到制度推进之前的状态。

**场内制度套利倾向严重，挂牌企业单边快速扩容抑制市场未来持续走强。**截至 2016 年 2 月 16 日，新三板挂牌企业达到 5705 家，处于待挂牌和申报中的企业数分别达到 285 家和 1901 家。与主板市场有别的是企业挂牌三板不一定造成资金分流，毕竟有过交易行为的股票只有 2560 家，最近 6 月日均成交额能超过 100 万元的股票仅有 232 家。新三板市场流通股本的增速与指数走势高度匹配，去年一季度市场快速上涨之后曾带来流通股本供给的快速增加，场内挂牌企业经过一年的高速扩容后，大量不受限的潜在供给已成为压制市场中长期持续走强的隐患。

**做市商资金供给无法匹配。**新三板做市板块快速扩容的背后则是做市股票成交金额的快速萎缩。这一现象在分层标准指引出台的前后再次恶化。在 2015 年 10 月底，77 家做市商平均每家为 44 家挂牌企业提供做市服务，截至 2016 年 2 月 17 日，85 家做市商平均每家为 73 家挂牌企业提供做市服务，每家做市商服务的挂牌企业上升近 65%。这造成做市商对做市股票提供的资金支持迅速减弱，去年 12 月至今年 2 月，新挂牌企业从做市首日以来的每月日均成交金额分别仅有 27 万、20 万以及 17 万元（2 月截至 17 日），做市商再次陷入尴尬处境。

做市商资金分散开始动摇新三板市场的定价功能。新三板做市制度推出以来，做市板块相对于协议板块的估值溢价基本维持在 30%-50% 的区间。其中，50% 的溢价率是在 2014 年 8 月到 2015 年 3 月的常态，这基本可以解释做市板块相对于协议板块在成长性和流动性方面的溢价；30% 的溢价率出现在 2015 年 4 月到 2015 年 9 月末，这主要是由于做市商做市策略调整导致做市板块与协议板块的财务区分度明显减弱，这基本可以解释做市板块相对于协议板块在流动性方面的溢价。但是，从去年三季度以来，做市板块的迅速扩容的背后是做市板块相对于协议板块溢价率的持续收窄。而由于做市板块的流动性溢价几近消失，这带来了一级市场的定价参考基准也出现了明显变化。目前，新三板挂牌企业拟定增市盈率基本与二级市场持平。

**解铃还须系铃人。**在我们看来，当前时点下，新三板核心矛盾是一个非公开发行的市场预期匹配一个能够公开交易的市场，新三板强劲的融资功能在最开始确实能掩盖市场主体功能的残缺，但我们担心的是新三板市场交易功能的缺失开始影响定价功能，定价功能的削弱则将进一步造成融资功能的萎缩，融资功能的消退使得新三板支持创新型、创业型中小企业的战略定位出现摇摆。

**我们认为，现实情况和境外市场的经验均表明，即将推出的创新层有望成为打破这个症结的突破口。**经过一年多的自然演变，中国大陆多层次资本市场的雏形与台湾地区多层次市场结构出现了类似的特征，未来的创新层或有望演变成为中国大陆多层次资本市场中真正意义上的二板市场。但前提条件则是，创新层对挂牌企业融资制度和交易制度的创新能够真正落到实处。

## 威科姆（831601）新三板公司投资价值分析报告—四位一体，云起龙骧

**国内领先的 K12 教育信息化解决方案提供商。**威科姆作为我国中小学领域的智慧教育综合解决方案提供商和教育信息服务运营商，以“体制内”为核心的 K12 教育信息化业务的收入占比约 80%。依托于“云+端+教育资源+教学应用服务”四位一体的解决方案，公司的教育信息化业务可以细分为：（1）系统：云平台、班班通系统、录播教室系统、平安通系统等；（2）终端：多媒体教学机、触摸电视一体机、授课客户端、手机客户端“优教信使”等；（3）服务：B 端收费的“班班通”、C 端收费的“人人通”和“平安通”。威科姆已在全国部署了 27 个省级云平台，成功应用于全国 9000 所中小学校、15 万个班级和 1000 余万师生。公司 2015 年的收入和净利润分别为 4.02 亿元和 4090 万元。

**政策红利催生千亿教育信息化市场。**根据教育部数据，2015 年国家财政性教育信息化投入规模约 2500 亿元。在我国财政性教育经费支出和各级政府教育信息化的经费投入逐年提升的背景下，教育信息化行业拥有海量市场空间。一方面，在 B 端市场（学校）中，目前我国众多城市的中小学教育信息化建设仍处于初级阶段，不同城市的信息化建设需求不一，导致全产品线的服务提供商稀缺；另一方面，C 端市场（学生、家长、老师）拥有海量的业务成长空间，其中资源（内容）和渠道（地推）将是从业公司 C 端业务爆发的关键。中国联通的独家合作伙伴、300 人团队 9 年时间布局教育内容资源、从系统/终端到服务的全产品线布局、挂牌新三板的融资便利构筑了威科姆全国范围竞争的四大核心优势。

**城市扩张、学校拓展、产品延伸和升级改造四大维度驱动威科姆 B 端业务加速发展。**（1）城市扩张和学校拓展。2014 年公司河南区域的收入占比从 2013 年的 42% 降至 37%。2015~2016 年，公司将业务拓展至全国，在江苏、福建、黑龙江等地签订众多合同。（2）产品延伸。依托于 34 个学科、300 个教材版本、50 万条同步教育资源的内容体系，公司将能提供从云平台、班班通系统到班班通/人人通/平安通服务等的全产品线解决方案。（3）升级改造。2015 年郑州升级改造订单为公司带来了 2099 万元收入，我们预计未来公司系统和终端的升级订单将会持续出现。

**B 端业务跑马圈地将为威科姆的 C 端业务打开广阔的成长空间。**威科姆基于全国领先的覆盖 27 省的教育资源云公共服务平台已深度卡位 B 端的“体制入口”。威科姆 2015 年服务业务的收入约 3100 万元，未来服务业务成长空间巨大。（1）B 端班班通：我们预计威科姆在 2016~2017 年将能覆盖约 40 万个班级，按照 300 元/年/班的费用计算，未来潜在服务收入规模 1.2 亿元/年。（2）基于“优教同步学习卡”的 C 端平安通：将能实现互动答题、平安考勤、校园电话等功能，学习卡的月租费为 3.5 元/月/人，基于目前已覆盖的 1 万所学校，未来潜在收入空间约 3.2 亿元/年。（3）基于学生/家长付费的 C 端人人通：综合考虑覆盖人群、收费情况（8 元/月/人）和订购率，未来潜在业务空间约 6 亿元/年。

**风险因素。**市场竞争加剧的风险、管理风险和核心技术人才短缺风险。

**盈利预测、估值分析及投资评级。**我们预计威科姆 2016-2018 年净利润分别为 6226、8448 万元和 1.26 亿元；对应 2016-2018 年的 EPS 为 0.57、0.77 和 1.15 元。参照目前新三板教育行业 PE（TTM）为 45X 且标杆公司华图教育 2016 年 PE 为 29X，鉴于 K12 教育信息化行业市场空间广阔，威科姆有望深度受益，且预计未来 3 年净利润 CAGR 约 46%，所以我们给予威科姆 18.3 元的目标价和 20.0 亿元的目标市值，对应 2016-2018 年 PE 为 32X/24X/16X，首次覆盖给予“买入”评级。

## 网映文化（834902）新三板公司研究报告—国内领先电竞赛事运营商

**国内领先电竞赛事运营商。**公司成立于 2006 年，主要业务为电子竞技赛事运营及相关视频内容制作、销售业务。公司连续五年为 WCG 中国区唯一赛事承办机构，并先后承办全国电子竞技公开赛、网易黄金联赛、腾讯 QQ 飞车超级联赛等系列赛事。近年来，公司在自有品牌赛事培育、艺人经纪等方面全面发力。受 WCG 赛事停办影响，公司 2014 年营收 1482 万元，同比下降 8%，净利润同比下降 26%，至 166 万元。赛事运营为公司主要收入来源，占比近 90%。

**国内电竞产业存在百亿市场空间，第三方赛事有望逐步居上。**Esports earning 数据显示，仅考虑赛事门票和游戏厂商赞助等收入，2018 年全球电子竞技市场规模将达到 10 亿美元。国家产业政策、用户行为习惯等内外部因素正驱动国内电竞产业正进入全新发展阶段，我们估算后认为，国内电竞赛事、赛事衍生环节合理市场规模有望超百亿，较目前市场实际规模存在超过 1 倍提升空间。赛事运营为电竞产业核心环节，其本身存在较高专业门槛，国内该领域仅有 PLU、网映等少数企业具有中大型赛事运营能力。考虑到单游戏产品生命周期较短等因素，我们预期第三方品牌赛事将逐步居上，逐步改变目前游戏厂商自有赛事一家独大的局面。

**赛事运营：公司赛事运营能力国内领先，在运营赛事项目持续增加。**公司自 2006 年起开始承接 WCG 中国区的运营，连续五年获得 WCG 授予的全球最佳 SP 称号，近年来开始承办 NESO、WCA 等全球顶级电竞大赛，赛事运营能力国内领先。经过近 10 年积累，公司逐步形成了完整的大中型赛事运营团队。2015 年公司承办赛事项目较 2014 年增长近 2 倍，2016 年赛事资源预计将较 2015 年增加 1 倍，目前公司已经成为国家体育总局、网易、腾讯等的主要电竞赛事合作伙伴，长期赛事资源储备充足。

**其他业务：自有品牌赛事、视频制作等业务持续发力。**2015 年，公司新增 3 项自有品牌电竞赛事，并先后成功举办了 SL 炉石联赛、SL 风暴联赛、SL 星际争霸 II 战队联赛等自有品牌赛事，逐步获得市场认可。同时，公司围绕赛事运营积极开展赛事直播、游戏娱乐视频制作等业务，2015 年公司和斗鱼签订赛事版权出售合同，将未来三年自有品牌赛事转播权作价 3000 万出售给斗鱼，赛事版权价值显现。公司研发的电竞垂直类 APP “电竞圈”目前已进入正式推广阶段。

**业务策略：以赛事运营为核心，推动电竞生态构建。**公司聚焦中高端电竞赛事，通过第三方赛事承办、自主赛事品牌等方式，继续以赛事运营为核心，不断发展视频制作、艺人运营等赛事周边和衍生业务，实现电竞生态的构建。长期看，公司有望受益于国内电竞市场快速增长、公司承办及自有赛事资源增加、视频版权及艺人经营等业务持续拓展等。

**风险因素。**宏观产业政策风险，电竞赛事运营行业竞争持续加剧风险，新业务进展不及预期风险，重大赛事合同续约风险等。

**首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计公司 2015/16/17 年整体收入分别为 0.33/0.79/1.45 亿元，净利润 371/1508/3339 万元。目前国内主板电竞相关公司 14/15/16 年的平均 PE 为 115/101/55 倍，新三板缺乏相关可比标的，三板做市转让游戏研发及发行公司较主板大约折价 30%左右。考虑公司在国内电竞赛事运营领域的突出市场地位，以及公司未来的高业绩成长性、相关标的稀缺性，参考主板三板折价水平，我们给予公司 2016 年 39 倍的 PE（较主板可比公司折价 30%），对应市值为 5.89 亿元，对应每股 58.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。



## 华强文化（834793）新三板公司投资价值分析报告—研发运营内容三位一体，文化科技航母扬帆起航

华强文化是一家专注于文化和科技的主题公园全产业链运营企业。公司建成运营“方特”品牌大型文化科技主题公园 16 家，成为国内少数集创意设计、研发生产和经营管理为一体的全产业链布局的主题公园运营企业。公司出品了《熊出没》等系列作品，在动漫制作市场迅速打响品牌影响力。公司主营业务涵盖文化内容产品及服务和文化科技主题公园两个板块，2014 年公司实现营业收入 23.54 亿元，净利润 7.11 亿元。其中主题公园业务占营业收入的 78%，收入水平稳居国内主题公园行业前列。

**主题公园行业：市场空间辽阔，高科技和多业态引领变革。**随着居民收入的增长和旅游业的繁荣，我国主题公园数量持续增长，至 2020 年行业总投资额有望达到 1600 亿元。主题公园产业链由内容设计、研发生产建设和运营管理三部分组成，其中内容设计占据产业链核心。游乐园是我国最受欢迎的主题公园类型，投资模式向“公园+演艺”、“公园+高科技”发展。但同时，我国主题公园整体同质化较高，内容设计端建设任重道远，多业态组合运营打造泛娱乐生态将成为行业发展方向。

**动漫行业：精品国漫续力发展，优质内容推动繁荣。**近年来我国动漫产业快速发展，过去 4 年 CAGR 达 21%，2014 年行业总产值突破千亿。由于受海外动漫影响深远，国产动漫优质 IP 亟待孵化。随着国家政策加大对国漫创作的扶持，精品国漫的发展空间巨大。原创优质动漫 IP 是高收视的关键，精品 IP 授权将使动漫二次创作和衍生开发成为新的盈利增长点。

**华强文化：研发-运营-内容三位一体打造产业链闭环。**研发方面，公司掌握内容设计端核心竞争力。拥有 2000 多人的研发团队，181 项专利，完成 3 种类型公园设计，推出多个演艺项目。公司创意设计业务有望受益于行业投资建设热潮，单园设计项目有望创收 2-2.5 亿元，特种电影销售预计在 2016 年迎来井喷；运营方面，规模扩张开启连锁经营。公司已在全国建成 16 座主题公园，预计未来三年还将新增运营 8-10 家主题公园。2015 年实现客流量 1300 万人次，同比增长 40%，未来三年公园运营收入有望 CAGR 近 17%；内容方面，依托顶级动漫 IP 发展动漫衍生领域。公司凭借《熊出没》等顶级 IP 布局电影与衍生品领域，过去 2 年单片平均票房近 3 亿元，动漫衍生业务 2015 年破亿。优质 IP 也将丰富主题公园中的内容设计，利用动漫形象的高人气为公园引流，形成互动效应。

**风险因素。**税收优惠政策变化的风险；市场竞争风险；政府补助下降的风险；游园的季节性波动风险；创意设计、项目开发和技术转化的风险。

**估值分析与投资建议。**我们预计华强文化 2015-2017 年净利润分别为 6.52、8.54 和 9.61 亿元，2015-2017 年 EPS 为 1.63、2.13 和 2.40 元。我们参考 2015 年剔除在线旅游行业的 A 股旅游服务类公司的平均估值水平（PE 为 47X），而三板估值水平较 A 股折价 48%，给予华强文化 2015 年 22X 的估值，对应 36 元目标价和 144 亿元目标市值，首次覆盖给予“买入”评级。

## 君实生物（833330）新三板公司研究报告—中国首家获得 CFDA 临床批件的 PD-1 单抗研发企业

**君实生物：国内抗体药领域未来之星。**公司主要从事抗体药的研发及相关技术的转让和服务。目前，公司主要处在新药研发战略亏损阶段，营业收入主要通过提供技术服务实现。公司现有 6 个药物已正式立项并处于研发阶段，其中 JS001 已经在 2016 年 1 月成为国内首例取得 PD-1 抑制剂临床批件的药物，预计 2017 年能完成 III 期临床试验。2015 年公司收入和净利润分别为 288.68 万元和-5797.03 万元。此外，公司于 2015 年 12 月成立了深圳前海君实医院投资管理有限公司，借此子公司进一步进军医疗服务领域。

**生物技术是制药工业的亮点，单抗药是其中的北极星。**单克隆抗体是由 B 淋巴细胞和骨髓瘤细胞杂交而成的抗体，具有良好的特异性、均一性和靶向增强功能，对肿瘤和自身免疫性疾病的疗效超越了传统疗法。据新康界统计，全球抗体药在全球生物制药中使用占比从 10.50% 提升至 56.41%，成为最瞩目的药物品类。我国抗体药物在重症疾病中的使用比例低于 10%，随着单抗药接受程度的提高，医保报销范围的扩大、以及产品竞争加剧及国产化导致价格下降等因素带动，我们预计 2013-2018 年中国单抗市场增速在 35% 左右，达到 147.9 亿元。

**六大核心技术平台构筑高端研发平台，助推公司研发出更多前沿靶点药物。**公司目前共有研发人员 23 名，占员工总数的 71.87%，其中硕士和博士以上高技术人员占 50% 以上。2015 年公司加码研发投入，费用支出达 5230 万元。公司通过建立的 6 个关键技术平台，具备了跨平台研发代谢类疾病、循环系统疾病、肿瘤、自身免疫系统疾病等重症疾病的新药开发实力。此外，公司在中美两地建立了三个研发生产基地，其中上海为研发总部，负责抗体的开发和评价；位于苏州的单抗药物产业化基地建筑面积达 40000 平方米，可年产 PD-1 单克隆抗体注射液 200 万支，保证了公司新药上市后的生产能力。

**国内首个进入临床阶段的 PD-1 单抗有望给公司业务带来几何级数增长。**BMS 已经上市的 Nivolumab (PD-1 抑制剂) 高居 2014 年全球前十名最具价值的研发项目之首，2020 年其预期销售额将达到 60.12 亿美元。君实生物的 PD-1 单抗通过改造 LGGastritis4 的 Fc 部分，减少细胞因子风暴的副作用，活性高于普通 PD-1 单抗，在技术上不逊色于国外产品，可用于多种肿瘤治疗，疗效优于传统技术。在恶性肿瘤和重症疾病高发情况下，预计 2020 年开始，随着公司新药陆续上市，其业务收入有望实现几何级数增长。

**风险因素。**(1) 政策变化的风险；(2) 新药研发和产业转化的风险；(3) JS001 不能如期上市的风险；(4) 长期不能实现盈利的风险。

**估值分析。**以 2016 年 2 月 24 日收盘价为参考，可比公司平均市值 331.3 亿元，PE(TTM) 为 47.7X。2015 年公司收入和净利润为 288.68 万元和-5797.03 万元(扣非后净利润-5525.85 万元)。

## 喜相逢（834499）新三板公司研究报告-独辟蹊径生深耕汽车租赁市场

**以融资租赁为主的汽车租赁服务公司。**喜相逢成立于 2007 年 9 月 7 日，2015 年 12 月 11 日挂牌新三板。公司总部位于福建，以汽车经营性租赁业务起家，2012 年年末开始战略发展汽车融资性租赁业务，以厦门和福州为业务中心辐射周边城市，当前该业务占比已超过 90%。相较于经营性租赁业务，高出租率以及低管理成本的融资性租赁业务具有更高的利润率，在该业务带动下公司业绩快速增长，2014 年实现营业收入 2,996 万元（+91%）和净利润 445 万元（+278%），2015 年 1-5 月实现营业收入和净利润 2,316 万元和 433 万元。

**汽车融资租赁市场空间广阔，竞争格局分散。**根据《2015 中国汽车金融白皮书》（德勤），2014 年国内汽车金融市场规模超过 6,500 亿，预计 2020 年将突破 2 万亿元。作为汽车金融三大核心业务品种，融资租赁当前渗透率不足 2%，与国外成熟市场超过 50%的渗透率存在显著差距，未来随着对车贷产品丰富度以及灵活性要求更高的 80、90 后成长为主力消费群体，融资租赁发展潜力巨大。当前融资租赁领域主要供给方为专业系和经销商系，领域尚处于成长期，企业间竞争相对缓和，处于共同做大市场蛋糕的阶段。

**打造独特“直租+三四线客群”经营模式。**区别于市场主流类信贷回租模式，公司依托早期业务积累的汽车厂商资源以及汽车管理经验，开展直租模式。直租模式以经营资产而非经营资金为业务核心，该模式下除了息差以外公司还可以赚取车辆集采、车险团购等多块差额收益，公司也顺应该模式下消费者可选车型有限的特征将客群锁定在三四线城市，该客群具备购买力但可获取的汽车消费信贷渠道有限，市场发展潜力巨大。差异化的定位为公司独辟蹊径，具备潜力的市场为公司快速发展打开空间，直租模式的深耕也有望逐步打造公司经营资产的核心竞争力。

**设置多重风控保驾护航。**公司设立客服、法务、执行、技术支持等一系列风险控制职能部门，针对贷前/贷中/贷后三个环节建立信息审核、信用调查、保证金缴付、资产监控、租赁催收、违约资产处置等风控制度，构筑全方位全过程风控体系。其中，贷后管理是公司核心风控所在，公司会为每辆汽车安装多套先进 GPS 定位设备，对车辆进行实时监控，同时公司也建立独立的催收团队等，打造坚实后控能力。公司当前坏账率在 2%左右，由于直租模式下公司利润率高，同时公司也具备较强的回收车辆处置能力，风险较为可控。

**加速向外拓展，多融资渠道输送炮弹。**自开展融资租赁业务公司连续 3 年实现高速增长，预计 2015 年存量车辆数量将超过 3,000 台。未来公司计划在多个中心城市开设分公司，并以这些城市为中心向周边区域延伸，重点抢占市场空白的三四线城市，并同时深耕现有区域，实现持续快速增长。当前公司也逐步建立了资本市场增发、银行委托贷款、发行债券、P2P 网络借贷等资金渠道，多元化融资渠道将为公司持续输送炮弹，其中债务融资将作为主要途径。

**风险因素。**新区域拓展业绩低于预期；信用风险加剧；金融监管趋严风险。

**估值比较。**公司是国内资本市场首家汽车融资租赁公司，无显著可对比标的。公司当前处于协议转让阶段，未有市值。

## 瓦力科技（832638）新三板公司研究报告—专注打造入口级产品的互联网厂商

**专注打造入口级产品的互联网厂商。**公司成立于 2012 年，主要从事 PC 互联网、移动互联网工具应用的开发和运营。在 PC 端，公司先后开发了网址导航、软件下载站、Linux 桌面操作系统等多个产品，移动端则包括抢红包软件、wifi 连连看、LBS 工具、桌面工具等入口级产品。未来公司计划通过旗下丰富产品组合、精准数据数据分析持续提升流量规模和变现效率。公司预计 2015 年实现收入 1.1~1.3 亿元，主要由 PC 端业务贡献，净利润 1500~1800 万元，收入、净利润较 2014 年分别增长超过 100%、200%。基于对公司未来流量规模、变现效率的分析，我们测算公司 16 年收入、利润增幅将在 100% 左右。

**PC 用户流量有望保持稳定，移动互联网用户入口呈现层级化、多样化特征。**我们分析认为，国内 PC 用户流量长期仍将保持稳定，较难出现急剧下滑。PC 互联网用户追求简单、便捷的习惯使得网址导航等仍为 PC 用户重要流量入口。相较于 PC 互联网，我们认为移动互联网用户流量入口具有如下典型特征：（1）层级化。入口之间具有天然的层级关系，硬件/操作系统为最底层，入口效应最大，垂直细分 app 为最上层，入口效应相对最弱。（2）多元化。受参与者众多，以及用户使用场景多样化、碎片化特征决定，用户流量入口呈现碎片化、多样化特征。

**公司团队产品、技术能力突出，阵容稳定。**公司董事长罗文具有丰富的互联网从业经历，能够敏锐捕捉互联网用户基础需求，在其职业生涯中曾先后开发出了 start os 操作系统等多款社会大众耳熟能详的明星级产品。公司创始人罗文、运营负责人钟志华，及其他公司核心员工在一起工作时间超过 5 年，且长时间保持较为稳定状态。团队整体具有系统级产品研发能力，产品策划、技术研发能力突出。

**公司专注打造入口级互联网产品。**（1）PC 端。自 2012 年公司成立以来，公司已有 999 网址导航、下载吧、天地联盟和 StartOS 操作系统等系列核心产品，其中网址导航在国内同类产品排名第六，下载吧排名第五，天地联盟排名第五。（2）移动端。持续捕捉和满足用户需求，打造入口级产品，先后推出瓦力抢红包、WIFI 连连看等多款产品，其中瓦力抢红包 android 渠道累计下载量已经超过 1000 万，并保持快速增长，WIFI 连连看测试阶段 android 下载量就已经超过 10 万，显示出良好发展势头。

**流量基石稳定，变现条件具备。**（1）PC 端流量，受自身产品天地联盟流量资源拓展、PC 端市场竞争减弱等因素推动，公司 PC 端流量在 16 年有望保持 20% 左右增幅。（2）移动端流量，移动产品在 2015 年，仅半年时间下载量突破 1 千万，保守预计 16 年新增下载量不低于 15 年，按下载到 DAU 10% 的转化率测算，16 年底移动产品合计 DAU 预计不低于 200 万。（3）流量变现，目前公司正通过大数据分析等举措实现上下游流量精准匹配，提升流量变现能力。

**风险因素。**国内流量市场竞争持续加剧风险，公司可能不能持续推出成功新移动入口级产品应用风险。

**可比公司估值分析。**按 2 月 15 日收盘价格，主板可比公司平均市值 174.55 亿元，对应 14 年/TTM 的平均 PE 为 313/125，公司当前为做市转让，市值为 7.41 亿元，对应 2014 的 PE 为 148。

## 市场展望及投资建议

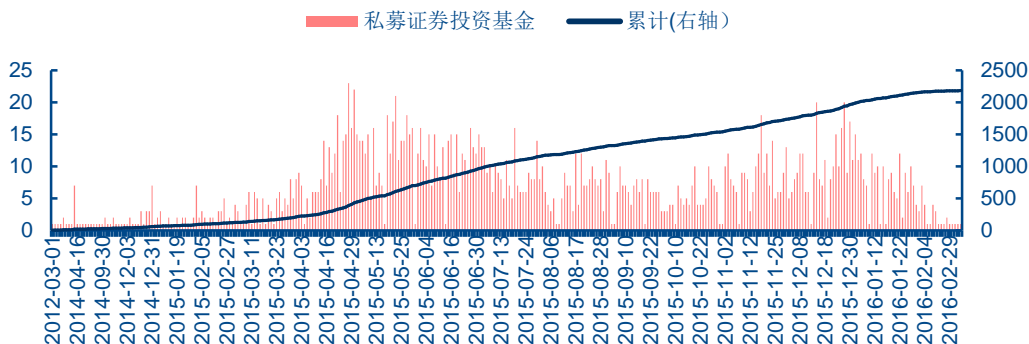
### 市场展望：分层的意义

新三板分层成受到极高关注。3月3日，股转系统公告了《关于做好挂牌公司分层信息揭示技术准备的通知》；3月4日，证监会在新闻例会上表示新三板分层或于5月实施。这预示着新三板在2016年最重要的制度建设开始进入推进期，市场各方对此举表示出了高度关注。毕竟，今年一季度新三板运行再次陷入僵局，对于挂牌企业和投资机构而言，分层后的配套制度以及市场形态将成为他们下一步决策的重要依据。

关于分层的意义，我们从宏观和微观两个角度来看，得到的启示和认知将会完全不同。微观上的意义主要在于降低投资者的搜寻成本，提高资金配置效率。对此，我们在《新三板市场策略专题—板分层，渐行渐近》中通过对美国纳斯达克市场的比对做过全面分析。但是，从宏观的角度来看，新三板分层的意义应该不仅于此。

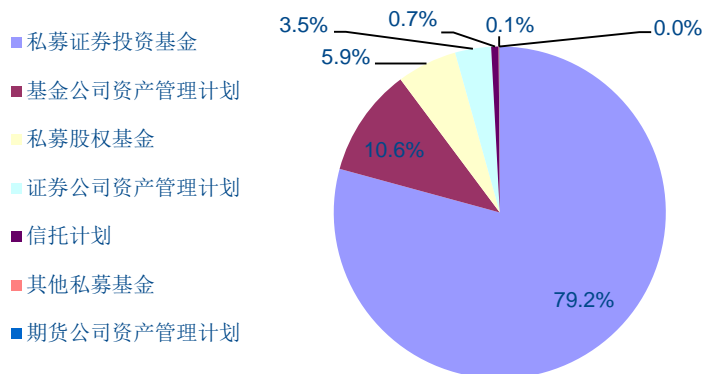
从新三板市场建设的参照对象来看，相比较于美国的纳斯达克市场，我国台湾柜台市场其实对我们的借鉴参考意义更大。然而恰巧的是，在这一点上，海外市场的参与者对此的认知存在明显的预期差。以纳斯达克市场为参考系的投资人，倾向于把竞价制度以及投资者门槛调降作为新三板在中期达到的制度建设目标。由这种认知所推导出来的投资逻辑则是通过在一个流动性欠缺的市场低价获取定增，留待市场流动性转好后高价出售。上述投资策略的构建本无可厚非。可是，在一个交易机制尚不完善的市場，大部分投资者的交易策略均被限制于此，这就造成了我们通常所说的“个体理性导致集体非理性”的困境。如果投资者既赚不到流动性的钱，又赚不到企业成长的钱，则只能通过存量博弈来赚差价。而对于新三板市场而言，做市商是重要的参与者，这个群体自然会从自身利益与自身责任义务上去寻找新的平衡。这也是为什么市场各方会明显感受到做市商制度的有效性在目前出现了显著减弱。

图 11：新三板私募基金每月成立数量（家）



资料来源：Choice，中信证券研究部整理

图 12: 新三板相关理财产品按类型分布



资料来源: Choice, 中信证券研究部整理

如果我们把类比的对象进一步聚焦于我国台湾的多层次资本市场,或许对新三板未来政策演进的理解将更加深刻。事实上,在分层出现之前,新三板的制度规则与台湾的兴柜市场具有非常高的相似度。这主要包括发行制度和交易制度的趋同,而台湾兴柜市场的建设则大量参照了美国 OTCBB 市场的经验。从制度构建的框架来看,我们认为,新三板虽然在过去的一年引入了做市商,并且在证监会的监管序列中成为了全国性的场内交易市场。<sup>1</sup>但是,从新三板的现行的交易发行制度来看,新三板更多的是承担传统意义上场外市场的功能——即帮助中小企业达到融资需求。在过去的两年,新三板的融资功能被证明是高效的,我们认为,从政策制定者的角色来看,新三板已取得了阶段性的发展成果。

表 12: 兴柜、OTCBB 以及新三板市场发行公司申请条件比较

项目	兴柜	OTCBB	新三板
发行公司	1.已经申报上市(柜)辅导满一个月以上; 2.经两家以上券商书面推荐并报送最近三个月对该公司的《财务业务及资讯公开检查表》等	1.符合 Eligibility Rule 要求发行公司向 SEC 或其他相关主管单位定期提供财务报表	1.存续满两年; 2.主营业务突出,具有持续经营能力; 3.主板券商持续督导等
交易标的	股票	股票、ADR	股票
推荐券商家数	两家以上	一家以上	一家
维持资格	1.有两家以上的推荐券商,且与发行公司签订辅导上市和上柜契约; 2.定期公告年报和半年报	1.依据 OTCBB 管理规则 6530、6540 要求,定期向相关主管单位申报财务咨询	--

资料来源: 相关交易所网站, 中信证券研究部整理

表 13: 兴柜与 OTCBB 交易方式比较

项目	兴柜	OTCBB
交易方式	自营商营业处议价, 无电脑撮合交易、盘后定价交易及零股交易	自营商营业处议价, 无电脑撮合交易、盘后定价交易及零股交易
委托流程	投资人直接与推荐券商议价买卖, 或: 以限价方式委托证券经纪商, 由证券经纪商与推荐券商议价买卖	投资人直接与推荐券商议价买卖, 或: 以限价方式委托证券经纪商, 由证券经纪商与推荐券商议价买卖
电脑系统	推荐券商使用兴柜股票电脑议价点选系统所为之报价, 一律确定报价	仅提供证券商内部报价, 仍需与做市商联系议价
信用交易	不得信用交易	投资人不得信用交易
最低成交单位	兴柜推荐券商最低报价单位 1000 股; 兴柜最低成交单位 1 股	有最低报价单位要求
每日库存量	推荐券商就其所推荐的兴柜股票开始柜台买卖之日二年内, 应维持其每月平均库存数量不低于初次认购的 30% 或 3 万股 (以孰低者为准)	做市商必须拥有部位, 约为市场交易市值多部位的 25% 及空部门的 30%, 以提供流动性

资料来源: 相关交易所网站, 中信证券研究部整理

<sup>1</sup>证监会于 7 月 31 日发布的《场外证券业务备案管理办法》中明确指出, 场外证券业务是指在上海和深圳证券交易所、期货交易所、全国中小企业股份转让系统以外开展的证券业务。

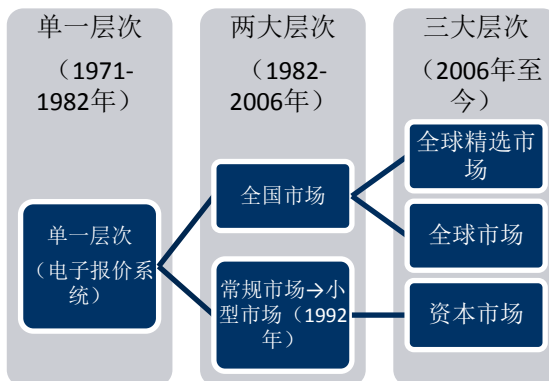
表 14：台湾柜台市场发展阶段

年份	所属阶段	发展描述
1994-1999	草创和萌芽	此阶段以推动经济发展为宗旨，配合台湾经济政策，扶持中小企业筹集资金，推动优良企业上柜，活跃市场成交量。主要为鼓励证券业、新银行及传统产业申请上柜，以扩大柜台市场规模。
2000-2004	成长和茁壮	以吸引科技型企业进入柜台市场为重心，期望形成以科技型企业为主要特色的台斯达克市场（TAISDAQ）。另外解决未上市（柜）企业的股份流通要求，于 2002 年推出兴柜股票交易市场，协助未上市（柜）企业筹资发展
2005-2009	展翅和深耕	鼓励推动生物科技、新能源等高附加值、低污染、技术与资本密集型产业上柜。
2010-2014	创新和回馈	积极推动包括农业、文化创意、电子商务等特色产业企业进入资本市场筹资发展，并协助发展多层次市场架构，满足不同规模的企业在各发展阶段的筹资需求

资料来源：《台湾柜台市场 2014 年年报》，中信证券研究部整理

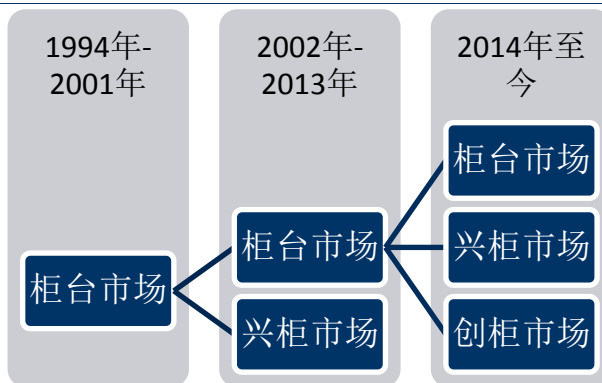
分层是新三板实现真正意义上由场外市场向场内市场转变的必经途径。纳斯达克市场的分层是自下而上的分层，是从 OTCBB 市场上逐渐演变发展而来，而即使在单一层次的体系下，纳斯达克市场也对股权分散度做了安排，如 1971 年纳斯达克的首套标准中就规定在 OTCBB 市场的股票发行，公众持股数必须达到 100 万股，股东人数必达到 300 人。而我国台湾的柜台市场则是自上而下的分层，分别在 2002 年和 2014 年设立兴柜市场和创柜市场，其中兴柜市场的建立是旨在协助未上市（柜）企业的股份流通、筹集资金，而创柜市场的建立则是继续向下扎根服务未公开发行的中小微企业。需要指出的是，台湾的兴柜市场与柜台市场保持紧密联系则是通过柜台中心内部的转板机制打通的，那就是申请上柜公开发行的公司必须在兴柜挂牌满 6 个月，并且股东人数达到 300 人，公众持股必须超过 1000 万股或大于总股本的 20%。从市场分层的机理和方向来看，新三板的分层应该是介于两者之间的一种分层方式。以规模来看，新三板的分层是自下而上的分层，即通过分层来优化市场结构，提高资源配置效率；以机制构建来看，新三板的分层则更多的是类似台湾柜台的市场的制度安排，其必须达到的政策目的是将融资市场和交易市场进行分开，而两者由通过所谓“转板机制”来建立密不可分的联系。

图 13：纳斯达克市场的历史沿革



资料来源：纳斯达克年度报告，中信证券研究部整理

图 14：台湾柜台市场历史沿革



资料来源：台湾柜买中心 2014 年度报告，中信证券研究部整理

表 15：1971 年纳斯达克首套标准

项目	具体要求
财务及质量要求	无
总资产	100 万美元
股本及资本公积	50 万美元
流动性要求	无
公众持股数	100 万股
股东数	300
做市商	2

资料来源：NASDAQ, NOTICE TO MEMBERS: 81-36, 中信证券研究部整理

表 16：台湾上（兴）柜市场申请标准及流程

项目	上柜要求	兴柜要求
公司规模	实收资本金额新台币 5000 万元以上	无限制
设立年限	设立登记满 2 个完整的会计年度	无限制
财务及质量(税前利润/股本)	1.最近一年 4%，且无亏损；2.最近两年平均达到 3%/最近两年平均达到 3%，最近一年高于前一年/最近一年税前利润不低于新台币 400 万元	无限制
股东数	300 人	无限制
公众持股数	1.大于 1000 万股/2.公众持股总额超过 20%以上	无限制
推荐券商	二家以上推荐券商，必须指定一家为主板推荐券商	同左
辅导期限	不需辅导，只需在兴柜交易满 6 个月	公开发行后，已报送一个月的检查表

资料来源：台湾柜台买卖中心，中信证券研究部整理

**关于交易市场和融资市场的定位。**我们认为，新三板的创新层未来将是一个以类 IPO 的交易市场为主的层次。两点理由：第一，借鉴海外市场的经验，不管自上而下的分层还是自下而上的分层，交易市场绝对是必不可少的，而打造交易市场的前提则是在股权分散度上作出安排，纳斯达克和柜台市场均对公众持股数和股东数做出安排；第二，在创新层标准一中也开始考虑到股东人数的问题。这是在现行证券法和证券发行制度下新三板所能做的突破性尝试，而考虑到创新层支持融资制度和交易制度的政策目标，我们推测创新层最理想的政策演进路线是“公开发行——股权分散度的培育得以快速提升——混和交易”，在这种情形下，投资者门槛的难题前置到了发行端，而不是交易端。因此，归根到底，只有解决了发行端的问题才能推进交易端的改革。这也是为什么我们坚持认为注册制发行对新三板而言其实是利大于弊的。

**关于转板，也是投资者特别关心的问题。**我们认为，转板很难在当前的制度体系下取得突破性的进展。对于企业和投资者而言，转板的直接目的是享受流动性溢价。根据 wind 不完全统计，透露过 IPO 意向的公司从去年 11 月份开始迅速上升，至今达到 89 家。如果新三板制度流动性仍然无实质性好转，更多的公司将会采取类似行为。根据我们的跟踪统计，新三板市场符合创业板 IPO 财务条件的公司基本稳定在 30%左右，考虑极端情况，如果这



么大体量的挂牌企业均开始进行 IPO 排队并且均能很快上市成功。那么，这与注册制无异，仅由于交易场所不同就享受估值溢价可能性基本不存在。此时，优秀企业可以在各大交易所之间自由选择，三板如果不做交易制度创新就无法保证融资功能，那么支持中小微企业的定位就会出现动摇，这与“十三五规划”中对三板的定位显然不符。因此，我们倾向于认为，在注册制全面稳定推行之前，新三板的转板机制应该是场内转板，这与台湾柜台市场制度安排较为类似，优秀的企业依然集聚在新三板，并且同样享受流动性溢价与融资便利，而在注册制稳定推行之后，新三板向主板市场的转板机制也将打开，这或许是发生在各大交易所估值水平基本趋同的背景下。

## 投资建议

因此，我们短期的投资策略依然不会有变化。基本原则是：（1）财务上符合创新层甚至是战略新兴板的要求；（2）行业属于新兴行业且能快速成长；（3）在多层次资本市场形成期，强有力的股东背景或者战略投资人也是挑选企业的重要考量因素；（4）考虑到转板套利可能成功的个案，可适当关注那些较早申请 IPO 辅导且仍处于交易状态的股票。

三大投资策略，精选 4 家新增挂牌企业。二月份新三板新增挂牌企业总计 203 家。我们根据高景气行业、财务优异、强势股东三大投资策略，从中筛选出 4 家企业供投资者参考。其中，建议关注的标的包括但不限于从事市政污水及垃圾渗滤液处理的中联环、生产医用磁共振成像系统的鑫高益、中航工业集团下属从事电连接器行业的富士达、以及从事模拟器和电动运动仿真平台的研发和生产的摩诘创新等。

表 17：中信证券新三板 2016 年 3 月精选股票池

代码	简称	总股本 (百万)	收入 (亿元)	收入增速 (YOY%)	净利润 (百万)	ROE(%)	毛利率(%)	净资产 (百万)	所属行业
835750.OC	中联环	105.62	1.38	31.67	35.22	16.61	46.328	231.75	商业和专业服务
835758.OC	鑫高益	80.00	2.00	10.83	24.32	11.29	47.2797	220.68	医疗保健设备与服务
835640.OC	富士达	62.70	4.51	41.47	56.14	28.58	31.5668	234.55	通信设备及服务
836008.OC	摩诘创新	42.00	1.33	20.54	47.44	27.04	60.4615	200.57	资本品

资料来源：Wind，中信证券研究部整理注：财务数据取 2014 年年报；净利润为扣非后净利润

表 18：2015 年以来有关辅导上市意向的新三板挂牌企业

代码	简称	主办券商	转让方式	代码	简称	主办券商	转让方式
430346.OC	哇棒传媒	东北证券	做市	831719.OC	菱湖漆	国元证券	做市
430229.OC	绿岸网络	国信证券	做市	831822.OC	米奥会展	国金证券	做市
430305.OC	维珍创意	东海证券	做市	831988.OC	乐普四方	平安证券	做市
430011.OC	指南针	中信证券	协议	831996.OC	永裕竹业	方正证券	做市
430370.OC	谢裕大	国元证券	协议	832000.OC	安徽凤凰	国元证券	协议
430432.OC	方林科技	东吴证券	做市	832090.OC	时代装饰	中银国际证券	做市
430456.OC	和氏股份	国信证券	协议	832130.OC	圣迪乐村	国金证券	做市
430478.OC	禾益化学	国元证券	做市	832154.OC	文灿股份	中信建投	协议
430483.OC	森鹰窗业	广发证券	协议	832180.OC	绿洲森工	国元证券	协议
430489.OC	佳先股份	国元证券	做市	832196.OC	秦森园林	光大证券	做市
430499.OC	中科股份	华安证券	做市	832218.OC	德长环保	财通证券	做市
430515.OC	麟龙股份	申万宏源证券	做市	832245.OC	慧翰股份	广发证券	协议
430591.OC	明德生物	天风证券	做市	832263.OC	淮河化工	国元证券	做市
430746.OC	七星科技	申万宏源证券	做市	832283.OC	天丰电源	华西证券	做市
830771.OC	华灿电讯	平安证券	做市	832295.OC	富泰股份	广发证券	协议
830793.OC	阿拉丁	中信证券	做市	832362.OC	佩蒂股份	安信证券	协议
830822.OC	海容冷链	国金证券	做市	832388.OC	龙磁科技	国元证券	做市
830837.OC	古城香业	财达证券	做市	832566.OC	梓潼宫	平安证券	做市
830838.OC	新产业	招商证券	协议	832568.OC	阿波罗	东北证券	做市
830866.OC	凌志软件	天风证券	做市	832580.OC	中绿环保	中信建投	协议
830879.OC	基康仪器	东方花旗证券	做市	832582.OC	众源新材	国元证券	协议
830885.OC	波斯科技	平安证券	做市	832681.OC	宇邦新材	金元证券	协议
830940.OC	科宏生物	招商证券	协议	832737.OC	恒信玺利	中信建投	做市

代码	简称	主办券商	转让方式	代码	简称	主办券商	转让方式
830955.OC	大盛微电	国盛证券	做市	832898.OC	天地壹号	广发证券	做市
830964.OC	润农节水	国泰君安	做市	832899.OC	景津环保	银河证券	协议
830968.OC	华电电气	东吴证券	做市	832933.OC	九典制药	西部证券	协议
830970.OC	艾录股份	国金证券	做市	832950.OC	益盟股份	东兴证券	做市
830980.OC	日懋园林	平安证券	做市	833081.OC	顺博合金	国海证券	协议
831067.OC	根力多	国海证券	做市	833123.OC	瑞丰股份	西南证券	协议
831088.OC	华恒生物	华安证券	协议	833310.OC	仁新科技	西南证券	做市
831103.OC	怡达化学	平安证券	协议	833327.OC	泰林生物	财通证券	协议
831213.OC	博汇股份	光大证券	做市	833545.OC	千年设计	海通证券	做市
831243.OC	晓鸣农牧	申万宏源证券	做市	833677.OC	芯能科技	国都证券	协议
831265.OC	宏源药业	长江证券	做市	834099.OC	蓝怡科技	国金证券	协议
831274.OC	瑞可达	中信建投	做市	834337.OC	宏川智慧	东莞证券	协议
831317.OC	海典软件	财通证券	协议	834393.OC	爱柯迪	国金证券	协议
831325.OC	迈奇化学	中信证券	做市	834418.OC	好买财富	华泰证券	协议
831344.OC	中际联合	湘财证券	协议	834484.OC	博拉网络	申万宏源证券	协议
831374.OC	吉人高新	光大证券	协议	834571.OC	润建通信	华创证券	协议
831377.OC	有友食品	东北证券	做市	834639.OC	晨光电缆	西部证券	协议
831378.OC	富耐克	中原证券	做市	834864.OC	万马科技	中信证券	协议
831397.OC	康泽药业	广发证券	做市	835183.OC	鸿禧能源	西部证券	协议
831417.OC	峻岭能源	中银国际证券	做市	835196.OC	开天股份	安信证券	协议
831450.OC	金宏气体	招商证券	做市	835594.OC	时联特溶	安信证券	协议
831517.OC	凯伦建材	中泰证券	协议				

资料来源: Wind

## 风险提示

宏观经济下行引发小微企业经营困难, 新三板市场交易制度改革慢于预期等。

## 中信新三板团队覆盖股票

表 19: 中信新三板研究团队覆盖股票财务数据

证券代码	名称	总股本(百万)	收入(亿元)		收入 YOY(%)		扣非净利润(百万元)		ROE(%)	2015H 净资产(百万元)	行业	是否做市
			2014	ttm	2014	2015H	2014	ttm				
电子和其他												
430339.OC	中搜网络	112.58	2.00	2.13	4.17	14.93	-131.94	-96.10	-67.44	143.95	信息技术	做市
430208.OC	优炫软件	70.95	0.97	1.28	16.32	108.15	20.63	30.06	22.31	137.15	信息技术	做市
830866.OC	凌志软件	146.38	2.54	2.53	13.42	-0.24	31.07	29.44	22.90	197.58	信息技术	做市
430515.OC	麟龙股份	145.35	1.07	1.84	79.90	178.58	49.94	96.26	49.62	164.35	信息技术	做市
831101.OC	奥维云网	30.30	0.40	0.52	284.74	79.01	4.36	8.49	35.75	64.58	信息技术	做市
430130.OC	卡联科技	134.77	0.99	1.02	33.14	8.03	31.53	45.88	21.57	160.59	信息技术	做市
831688.OC	山大地纬	80.45	2.26	2.54	12.06	44.90	37.15	41.66	35.73	122.74	信息技术	做市
832317.OC	观典航空	118.75	0.40	0.48	108.95	29.06	8.68	23.93	27.52	53.78	信息技术	做市
832491.OC	奥迪威	100.50	2.20	2.59	22.46	41.23	34.43	58.19	19.99	196.29	信息技术	做市
430229.OC	绿岸网络	64.80	2.26	2.09	-21.87	-14.01	40.22	34.67	16.97	376.13	可选消费	做市
832422.OC	福昕软件	31.50	1.22	1.25	25.34	5.24	0.00	3.78	25.26	103.10	信息技术	做市
832950.OC	益盟股份	437.50	3.31	5.41	34.24	175.71	0.99	48.12	8.15	2,268.44	信息技术	做市
832498.OC	明源软件	40.00	3.29	3.50	25.64	16.81	0.00	2.53	24.65	271.63	信息技术	协议
833711.OC	卓易科技	103.00	2.28	2.28	99.08	0.00	80.68	80.68	83.34	0.00	信息技术	协议
831402.OC	帝联科技	56.70	4.78	5.24	12.89	20.43	28.86	54.43	25.01	283.52	信息技术	协议
834534.OC	曼恒数字	43.20	0.56	0.56	65.74	0.00	-9.19	-9.19	-0.46	0.00	信息技术	做市

证券代码	名称	总股本(百万)	收入(亿元)		收入 YOY(%)		扣非净利润(百万元)		ROE(%)	2015H 净资产(百万元)	行业	是否做市
			2014	ttm	2014	2015H	2014	ttm				
430237.OC	大汉三通	33.26	0.82	1.19	10.74	137.11	4.22	3.73	15.17	47.98	电信服务	做市
833967.OC	万极科技	40.11	1.06	1.06	35.15	0.00	15.19	15.19	26.51	0.00	材料	做市
832015.OC	基调网络	51.00	0.57	0.66	25.83	37.33	5.45	0.24	20.21	24.58	信息技术	协议
833658.OC	铁血科技	53.48	1.16	1.16	3.88	0.00	0.24	0.24	6.59	0.00	信息技术	做市
832638.OC	瓦力科技	21.22	0.62	0.92	181.89	127.25	4.88	12.00	25.33	26.38	信息技术	做市
互联网营销												
830999.OC	银橙传媒	135.42	1.21	1.82	151.89	137.44	35.98	63.50	20.96	294.02	信息技术	做市
430346.OC	哇棒传媒	60.49	1.01	1.46	229.73	142.12	13.53	16.87	22.13	72.75	可选消费	做市
832115.OC	喜宝动力	6.00	0.46	0.59	123.86	117.28	2.76	3.23	27.54	11.18	信息技术	协议
430177.OC	点点客	277.28	0.80	1.19	17.02	118.68	13.93	17.69	19.05	305.50	信息技术	做市
430240.OC	随视传媒	44.80	0.97	1.10	48.53	30.19	-8.85	-5.13	-8.99	238.76	工业	做市
834156.OC	优蜜移动	71.62	4.09	4.09	458.23	0.00	38.02	38.02	35.33	0.00	信息技术	做市
430174.OC	沃捷传媒	204.61	6.50	7.30	28.60	27.63	49.97	51.02	16.47	665.60	可选消费	做市
834157.OC	威科姆	12.92	0.02	0.02	406.56	0.00	-1.60	-1.60	-3.01	0.00	信息技术	协议
教育												
430223.OC	亿童文教	95.00	3.13	3.45	23.69	22.63	75.05	82.49	42.62	218.70	可选消费	做市
430664.OC	联合水道	37.06	0.65	0.60	53.35	-19.71	5.52	-4.56	36.75	41.25	信息技术	做市
831850.OC	分豆教育	125.00	0.29	0.91	410.08	520.08	7.35	62.77	14.94	198.29	信息技术	做市
830858.OC	华图教育	123.00	11.55	12.59	17.38	17.55	78.35	149.60	31.13	493.62	可选消费	做市
831299.OC	北教传媒	66.67	2.63	2.78	19.10	15.77	12.96	19.54	18.98	100.09	可选消费	做市
430545.OC	星科智能	36.00	1.01	1.04	20.03	8.38	9.92	6.41	10.62	102.40	信息技术	做市
430244.OC	颂大教育	45.93	0.65	0.89	155.62	366.78	16.00	21.50	27.01	85.31	信息技术	做市
831505.OC	朗顿教育	20.41	0.46	0.43	44.78	-25.95	20.22	20.79	48.89	235.26	可选消费	协议
430518.OC	嘉达早教	68.71	3.15	3.11	5.03	-2.27	32.43	32.14	11.68	369.98	信息技术	做市
831891.OC	行动教育	31.22	2.15	2.31	-10.40	17.22	16.33	23.80	60.55	166.54	可选消费	做市
工业												
430394.OC	伯朗特	34.50	0.84	1.08	42.84	61.85	11.27	13.98	11.41	63.91	工业	做市
430622.OC	顺达智能	69.12	1.91	2.09	30.33	20.44	20.23	21.04	19.06	131.36	工业	做市
430607.OC	大树智能	60.98	0.98	1.00	-3.99	6.90	16.26	19.69	30.28	87.24	工业	做市
831544.OC	北超伺服	69.50	1.31	1.38	39.80	13.24	23.15	30.51	26.26	115.13	工业	做市
金融												
831379.OC	融信租赁	475.00	0.84	0.93	-8.22	27.20	25.35	34.63	10.25	299.59	金融	做市
430558.OC	均信担保	462.00	1.12	1.35	15.65	52.57	26.06	42.14	8.99	529.78	金融	做市
832028.OC	汇元科技	46.20	1.32	1.43	28.89	17.64	60.98	69.80	22.77	308.01	信息技术	协议
600053.SH	九鼎投资	433.54	8.03	8.33	32.79	21.06	74.84	84.44	8.62	878.32	金融	0
833044.OC	硅谷天堂	1,477.38	3.71	10.87	7.91	693.85	121.83	621.27	6.28	4,505.34	金融	协议
832168.OC	中科招商	1,804.75	9.39	12.39	35.21	65.63	355.06	707.61	18.81	13,722.65	金融	协议
831566.OC	盛世大联	60.60	0.92	1.36	5.83	113.75	3.10	14.14	7.65	126.44	金融	做市
833499.OC	中国康富	2,497.92	5.52	5.52	42.90	0.00	76.23	76.23	8.54	0.00	金融	协议
832793.OC	同创伟业	421.05	1.05	1.83	43.82	169.39	35.05	85.78	25.77	607.95	金融	协议
832144.OC	软智科技	25.00	0.08	0.08	76.49	-5.09	1.34	1.29	29.07	24.55	信息技术	协议
医药												
430323.OC	天阶生物	99.39	0.44	0.49	56.15	19.80	0.06	1.09	1.73	151.79	医疗保健	做市
430601.OC	吉玛基因	10.72	0.36	0.38	26.74	15.85	-3.34	-3.34	29.38	14.06	医疗保健	协议
831425.OC	致善生物	33.30	0.16	0.19	36.18	63.41	-4.87	-4.86	-34.72	46.78	医疗保健	协议
430222.OC	瓊泓科技	51.60	0.80	0.92	99.53	31.97	10.34	14.99	15.66	171.20	医疗保健	做市
830838.OC	新产业	370.40	5.45	6.23	44.21	32.71	244.15	268.24	41.42	701.77	医疗保健	协议
430353.OC	百傲科技	51.08	0.39	0.55	115.00	106.41	4.51	6.82	14.60	73.66	医疗保健	做市
430620.OC	益善生物	50.00	0.51	0.55	4.08	17.58	-2.57	-2.28	12.87	67.85	医疗保健	协议
430175.OC	科新生物	79.20	0.62	0.63	35.72	3.82	10.70	10.44	12.05	258.07	医疗保健	协议
430591.OC	明德生物	49.94	0.58	0.79	122.77	94.68	19.31	30.31	43.44	90.38	医疗保健	做市
834360.OC	天智航	158.15	0.39	0.39	-7.16	0.00	-22.18	-22.18	-29.83	0.00	医疗保健	协议
830938.OC	可恩口腔	36.00	0.64	0.87	213.32	120.00	8.35	13.83	30.32	122.27	医疗保健	做市
430335.OC	华韩整形	77.76	2.47	2.80	46.38	28.90	4.23	10.41	3.33	77.12	医疗保健	协议
831672.OC	莲池医院	69.01	0.87	0.89	137.18	5.57	13.90	19.81	18.16	106.42	医疗保健	做市

证券代码	名称	总股本 (百万)	收入(亿元)		收入 YOY(%)		扣非净利润 (百万元)		ROE(%) 2014	2015H 净资产 (百万元)	行业	是否 做市
			2014	ttm	2014	2015H	2014	ttm				
832705.OC	达瑞生物	35.11	0.96	1.28	48.66	78.55	8.27	18.46	25.40	60.16	医疗保健	协议
831049.OC	赛莱拉	69.14	0.55	0.67	129.69	50.97	8.55	9.21	17.03	118.62	材料	做市
430140.OC	新眼光	83.61	0.86	1.26	82.75	125.62	22.54	32.09	25.14	108.29	医疗保健	做市
833330.OC	君实生物	27.56	0.00	0.01	0.00	1,313.33	-26.07	-39.24	-18.94	114.17	医疗保健	协议
<b>消费</b>												
831399.OC	参仙源	100.40	1.16	1.18	-41.41	215.01	66.06	44.84	15.90	427.62	日常消费	协议
430759.OC	凯路仕	242.30	3.65	4.55	69.61	73.24	42.40	72.90	25.30	203.81	可选消费	做市
430366.OC	金天地	198.44	1.08	1.12	32.29	581.00	25.63	26.00	10.60	250.13	可选消费	做市
832698.OC	青雨传媒	104.00	1.86	2.14	52.93	213.94	33.90	49.99	25.05	234.29	可选消费	做市
430508.OC	中视文化	65.00	1.53	1.93	13.10	56.28	8.36	16.99	14.81	124.92	可选消费	做市
430358.OC	基美影业	297.53	1.54	2.07	218.40	514.03	52.77	82.44	26.89	626.87	可选消费	做市
833482.OC	能量传播	79.30	3.99	2.31	46.87	0.00	20.92	5.79	12.08	0.00	可选消费	做市
834499.OC	喜相逢	170.00	0.30	0.30	90.90	0.00	3.85	3.85	2.54	0.00	可选消费	协议
834793.OC	华强文化	400.00	23.54	24.10	7.87	4.91	379.25	250.69	20.38	3,964.38	可选消费	做市
834902.OC	网映文化	10.00	0.15	0.15	-7.92	0.00	1.47	1.47	77.15	0.00	可选消费	协议
<b>化工新材料</b>												
831170.OC	熵能新材	30.00	0.78	0.75	25.32	-7.21	15.43	21.50	47.94	46.98	材料	做市
430056.OC	中航新材	79.95	2.15	2.06	-4.65	-12.22	11.44	10.88	12.49	164.32	材料	协议
830793.OC	阿拉丁	37.85	0.80	0.87	23.07	18.23	23.25	34.05	17.41	159.15	材料	做市
430141.OC	久日新材	73.75	4.58	5.40	41.28	42.35	41.01	44.43	14.06	443.43	材料	做市
830881.OC	圣泉集团	643.72	39.50	37.17	9.84	-11.94	289.36	315.04	15.73	2,903.19	材料	做市

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理 注: 截止日期为 2016 年 3 月 11 日

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业亿童文教（430223）、嘉达早教（430518）、银橙传媒（830999）、点点客（430177）、中搜网络（430339）、麟龙股份（430515）、山大地纬（831688）、观典航空（832317）、融信租赁（831379）、天阶生物（430323）、阿拉丁（830793）、瀚能新材（831170）、优蜜移动（834156）、金天地（430366）、圣泉集团（830881）、北教传媒（831299）、可恩口腔（830938）、莲池医院（831672）、万极科技（833967）、赛莱拉（831049）、能量传播（833482）、汇元科技（832028）、大汉三通（430237）、瓦力科技（832638）、新眼光（430140）、威科姆（831601）、华强文化（834793），按照公司公告信息，上述企业股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。