

推荐 (维持)

分层落地配套做市商扩容，制度建设稳步推进 ——新三板策略点评

2016年05月29日

相关报告

【兴业新三板】新三板2015年报全景扫描——融资功能尽显，净利大幅增长

【兴业新三板】行业点评：“健全多层次资本市场”为先，大力发展新三板亦或为先

【兴业新三板】全面解读《全国股转系统挂牌公司分层方案（征求意见稿）》

【兴业新三板】全面解读《证监会关于进一步推进新三板发展的若干意见》

【兴业新三板】规模、交易、估值三维对比研究——新三板 VS 创业板 VS 纳斯达克

【兴业新三板】做市商制度研究：加强竞争，提高定价效率，以释放流动性——新三板 vs 纳斯达克 vs 兴柜

分析师：
纪云涛

jiyt@xyzq.com.cn
S0190511020003

研究助理：
代云龙

daiyunlong@xyzq.com.cn

邢军亮

xingjl@xyzq.com.cn

投资要点

- **股转系统一日内公布三大政策。**2016年5月27日，股转系统公布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》、关于金融类企业挂牌融资有关事项的通知、全国股转公司积极准备私募机构做市业务试点相关工作。
- **分层后，短期内，做市券商受益；私募机构参与做市的推出对创新层具有促进作用。**①我们通过分层量化指标对企业进行初步筛选，共971家企业进入创新层，占比13%左右，后续此比例可能会有一定上升。②短期内，分层对于既有做市券商是一大利好，因为申请挂牌且能进入创新层的企业，进入创新层须得做市，近期可能会有较为急迫的增发需求。③从申请挂牌且要进入创新层企业必须做市可见，股转系统希望创新层企业能做市，这会降低股转系统的监管成本，并提高其运作及制定政策的效率。④**私募机构参与做市与分层管理办法的一起推出，对创新层有促进作用**，因为申请挂牌且要上创新层的企业必须做市，而现有做市商在人力物力财力的多重限制下，将影响到这类企业的挂牌进程，而做市商的增加则能较好地解决此问题。⑤短期内，并没有相关的交易制度改革配套实施，因此分层对流动性不会有太大改善，长期来看，流动性将逐渐向创新层集中。⑥创新层落地有助于推动增量资金进场，为被动型投资产品推出创造条件。
- **私募机构参与做市，将会增强做市业务竞争性，引入更多资金，且为后续制度探路。**①私募机构进场，无疑会打破券商对做市业务的垄断；②短期内，券商可能会加速圈地，且偏好基础层中的优质企业及申请挂牌的优质企业，因为准创新层企业已无做市或增加做市商的刚性需求。③对于流动性而言，短期内，私募机构参与做市并不会从根本上改变买盘缺乏的格局；④但是私募机构参与做市，业务链得到衍生，拿票议价能力得以提高，中长期来看，私募机构参与做市很有可能会为市场带来增量资金。⑤私募机构参与做市，能在一定程度上解决做市券商管理乏力及资金有限的问题。⑥私募机构进场做市，将成为后续完善交易制度及公募入市的探路石。
- **金融类企业挂牌，除了一行三会监管企业，及部分私募机构，其他类金融企业暂停挂牌。**①从《通知》可见，股转系统并不希望金融机构将重点放在跨市场套利。②金融类企业的监管会变得更加严格，信批成本大幅上升。③除了一行三会监管企业，及部分私募机构，其他类金融企业暂停挂牌。
- **风险提示：系统性风险，政策落地不达预期**

报告正文

1、对于分层的评析

1.1、《分层管理办法》的要点及评析

● 《分层管理办法》的要点

2016年5月27日,《分层管理办法》推出以后,市场更多关注的是分层的量化指标及能进入创新层的公司,可能会遗漏管理办法中的其他要点,如下:

表 1、《分层管理办法》可能被忽视的要点

1	企业要进入创新层,公司必须设立董事会秘书并作为公司高级管理人员,董事会秘书取得全国股转系统董事会秘书资格证书。
2	申请挂牌公司,若想通过标准1和标准3进入创新层,均需要申请挂牌同时发行股票,且融资额不低于1000万;若通过标准2进入创新层,挂牌同时发行股票虽非必须,但是也需做市,所以挂牌前也会发行股票。
3	申请挂牌公司,需要挂牌同时即采用做市转让方式。
4	维持标准中,除了规模类指标(营业收入,总股本,股东权益)及做市商家数与“进入标准”一致以外,盈利及成长性指标均打6折。
5	维持标准中,通用标准中还有,合格投资者不少于50人;最近60个可转让日实际成交天数占比不低于50%。
6	可进入创新层的企业,可自愿放弃进入创新层,并只能在股转系统公布创新层名单后的3个转让日内提出。
7	目前,创新层调整频率为1年(股转系统会根据分层管理需要,适当提高或降低频率),调整统计截止日为4月30日,调整方案公布时间为每年5月最后一个交易周的首个转让日。
8	2016年分层各项时间节点:5月30日股转系统公布创新层企业名单;6月6日,拟进入创新层的挂牌公司通过主办券商在相应平台填报经审计的2013年度营业收入等数据;6月27日起,全国股转公司正式对挂牌公司实施分层管理;进入创新层的挂牌公司应当最迟于8月31日前,经主办券商督导后,公开披露《分层管理办法》第7条规定的相关制度(包含股转系统的董事会秘书资格证书)。
9	申请挂牌公司的定义为,截至《分层管理办法》发布之日(2016年5月27日)尚未正式挂牌的企业。
10	申请挂牌同时发行股票:是指申请挂牌公司在依法取得全国股转公司同意挂牌函后至正式挂牌前,按照全国股转公司有关规定向合格投资者发行股票的行为
11	私募机构管理机构按照相关监管要求整改后,符合创新层标准的,可以进入创新层;小额贷款公司、融资担保公司、融资租赁公司、典当行、商业保理公司以及互联网金融等特殊行业挂牌公司,在相关监管政策明确前,暂不进入创新层。

数据来源:全国中小企业股份转让系统、兴业证券研究所

● 《分层管理办法》的评析

(1) **创新层企业比例在13%左右,后续此比例可能会有一定上升。**我们根据分层次量化指标的初步筛选,共有971家企业进入创新层,创新层企业比例为13%左右,而由于有源源不断的企业挂牌新三板,条件属于基础层的企业挂牌动力可能会较弱,条件属于创新层的企业挂牌动力可能会更强,所以进入创新层企业的占比可能会有一定的上升。

(2) **对于即将进入创新层的企业而言,利好与监管并驾齐驱。**融资的角度,储架发行制度可能会推出,企业融资将会呈现出“短小快”的特点,对企业的经营是利好;“创新层”此标签也会让企业更容易受到市场的关注;当然,企业将会有

更严的信息披露及受到更严的监管。

(3) 短期内，处于申请挂牌状态且有能力进入创新层的企业，很可能具有急迫的增发需求，对于做市商一大利好。这类待挂牌且有能力进入创新层的企业，由于挂牌前均需增加做市商，短期内会着急寻找做市商，而此时对于短期仍然具有垄断优势的券商做市商仍有一定的议价能力。

(4) 对于投资者而言，创新层的推出也有一定意义。一旦创新层企业采取了储架发行制度，投资者对单一企业的投资也可以小额的投资试探，既可以降低风险，也可以在证实企业情况之后，再以相同的价格跟投。创新层若推出做市企业的大宗交易制度，投资者在产品到期等原因要退出时，可以一次性交割，减少损失。而创新层企业会有更加严格的信披制度及监管，这也有利于降低投资的筛选成本及跟进成本。当然总体来看，市场仍然缺乏十分明显的投资机会及套利机会，市场预期仍然比较动摇，所以，短期内，分层的投资机会不是十分的明显。

(5) 股转系统希望创新层企业能做市，这会降低其监管成本并提高运作效率。申请挂牌企业要想进入创新层，必须得做市，这说明股转系统希望创新层企业尽量都以做市的形式来转让（目前，大概有三分之一的创新层企业仍然是以协议转让的方式在转让），这对于整个市场的健康发展十分有利，因为每家企业都有 2 家以上的做市商为企业背书，做市商数量的足够多，这会降低股转系统的监管成本，并提高其运作及制定政策的效率。

1.2、分层的战略意义

(1) 私募机构参与做市与分层管理办法的一起推出，对创新层有促进作用。分层管理办法中明确规定，申请挂牌企业若想进入创新层，必须得做市，而标准 3 甚至需要 6 家做市商；而当挂牌企业越来越多，而做市商数量有限时，势必会对想上创新层企业的挂牌速度有一定的阻碍，而私募机构参与做市以后，则能较好的解决优质企业迅速挂牌并进入创新层的问题。

(2) 短期，分层对流动性不会有太大改善，长期，流动性将逐渐向创新层集中。最终，流动性在基础层及创新层可能实现二八分化，甚至更加集中。分层管理办法的实施，经历了半年左右的发酵，这段时间足够投资者筛选出准创新层标的进行布局，因此在创新层正式落地之际，反而有资金流出的压力。此外，分层的实施对市场情绪带来了一定的正能量，但并没有相关的交易制度改革配套实施，市场仍面临较大的产品清盘压力和中小创的估值压制，我们对市场短期走势仍保持谨慎乐观。长期来看，参考美国纳斯达克的表现，流动性将逐步向最上层的企业集中，实现二八分化，也就是 20% 的企业的交易量占市场总交易量的 80%，甚至可能更多。

(3) 创新层落地有助于推动增量资金进场，为被动型投资产品推出创造条件。之前新三板两大指数成指和做市指数的编制依据是市值和成交额，对企业成长性和盈利能力是没有要求的，因此依据两大指数进行被动型产品的配置是不合适的。创新层推出后，相当于是根据成长性、盈利能力和流动性筛选出一批综合能力强的公司，并进一步加强了政府背书，为被动型基金产品的推出创造了良好的条件，有助于吸引增量资金进场。

(4) 分层不是目的，而是新征程的开始。3月29日隋强总在上海的发言中曾经指出会在现有交易制度下进行充分挖掘。我们认为，对新三板来讲，挂牌制度和融资制度已经足够便利，未来的改革将主要围绕交易制度进行，但仍将以做市商制度为前提。我们在去年的深度报告《做市商制度研究：加强竞争，提高定价效率，以释放流动性——新三板 vs 纳斯达克 vs 兴柜》中详细讨论了做市商制度改革要点：①降低做市商门槛，扩大做市商资格范围，加强竞争；②库存股获取方式需引导，可考虑做市商间公开询价确定库存价格，促使做市商转变盈利方式；③允许做市商之间交易，促使交易价格稳定。目前私募机构参与做市已经开始推进，我们认为后续两大改革正在路上，第二点其实就是去年11月在《中国证监会关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》中提出的“小IPO”，也就是鼓励探索放开挂牌同时向合格投资者发行股票新增股东人数35人的限制；第三点或许也不远了，一旦推出，将极大的提升市场的流动性水平。

2、私募机构参与做市的要点及评析

2.1、私募机构参与做市的要点

由于私募机构参与做市的具体方案及细则并未公布，只能从既有的公告里提取股转系统对于挑选参与做市的私募机构偏好，具体如下：

表 2、私募机构参与做市可能被忽视的要点

1	私募机构纳入做市，将从资本实力、专业人员、业务方案、信息系统和诚信记录等方面设置备案条件。
2	试点初期，全国股转公司将按照规范程序审慎遴选规模较大、运行时间较长、风控水平较高、财务状况稳健的私募机构参与试点。

数据来源：数据来源：全国中小企业股份转让系统、兴业证券研究所

2.2、私募机构参与做市的评析

(1) 私募机构进场，无疑会打破券商对做市业务的垄断。私募机构的进场，长期来看，无疑会打破券商做市的垄断，会抬高做市券商拿筹码的成本，逐渐压缩资本利得的空间，进而促使做市商提供更多的流动性。

(2) 短期内，券商可能会加速圈地，偏好基础层中企业及申请挂牌企业。目前，私募机构未进场，在做市业务竞争相对还可控的情况下，做市券商很有可能会加速为更多的企业做市。目前，分层结果几乎也只差一份公告，既有挂牌且大概率能进入创新层的企业，已无做市的刚性需求，对于这类企业，券商的议价能力也会减弱。所以，短期内，做市券商可能会更加偏好基础层中的优质企业及申请挂牌企业。

(3) 对于流动性而言，短期内，私募机构的入场并不会从根本上改变买盘缺乏的格局。对有意向参与做市的私募机构来说，我们认为第一批进场的可能大多是自带筹码，在市场中买盘始终缺乏的情况下，所以短期内流动性会有一定的边际改善，但是也不会特别大。

(4) 私募机构参与做市，会为市场带来一定增量资金。私募机构中，特别是本来

是以一级市场为主的机构，他们本身能够更早期发现好的标的，以前业务更多的局限在投资业务和财务顾问上，目前多了做市业务，这有利于私募机构业务产业链的衍生与拓展，短期内，也能增加私募机构对投资标的议价能力；与此同时，外部来看，私募机构内部约束相对券商可能较少，效率可能也较高，所以在做市业务上可能也存在一定的优势。而这些点都有可能吸引一批对做市业务感兴趣的私募机构进入新三板，这有可能会为市场带来一定的增量资金。

(5) 私募机构参与做市，能够在一定程度上解决做市券商管理乏力及资金有限的问题。当做市券商数量较少，却要管理大量的做市企业时，很容易出现管理乏力的问题；另一方面，做市券商的做市资金毕竟有限，这将对于股转系统推崇的做市交易制度有一定的限制，而私募机构的进入能在一定程度上补充资金。

(6) 私募机构进场做市，将成为后续交易制度的完善及公募的入市探路石。进一步引导市场合理定价：如果结合小 IPO 和公开询价制度，竞争的加剧有望引导市场对公司初始交易价格的正确定价。为公募基金入场铺路：私募机构其风险偏好相对较高，其进场很大的意义在于作为完善市场交易制度及引入公募入市的探路石，待市场格局更为明朗，即可引入风险偏好更低但资金量更大的公募机构。

3、对金融类企业挂牌融资通知的评析

(1) 《通知》体现了新三板设立的根本目的是服务创新型、创业型、成长型中小微企业的市场定位，并不希望金融机构将重点放在跨市场套利。

(2) 金融类企业未来的监管会变得更加严格，信批成本大幅上升。

(3) 一行三会监管下的企业仍可挂牌，私募机构门槛提高，主要吸引大型股权投资机构而非沪深交易所股票投资机构，其他具有金融属性的企业终止审查等待监管政策进一步明确。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于15%;
增持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhudsd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。