

# 新三板作为并购池的重要性提升

2016 年 7 月 18 日

## 投资要点

- ❖ **2016 年六月新三板二级市场回顾：** 双指持续下跌，六月成交金额持续回落。截至 2016 年 6 月 30 日，三板成指和三板做市指数分别下跌 2.65% 和 4.19%，分层制度在 6 月末正式推出后，市场交投迎来了短暂的活跃后迅速降温，三板成指和三板做市指数整月成交金额持续回落至 92.01 亿元和 59.30 亿元；六月创新层和基础层的成交金额分别为 58.40 亿元和 63.89 亿元。六月份做市板块新增企业数降至 41 家，较五月份的 56 家继续减少。目前，全市场总股东户数为 27.92 万户，仅较五月的 27.64 万户提升 1.01%，市场股权分散度的培育进程放缓。
- ❖ **2016 年六月新三板一级市场回顾**
  - 1) **颖泰生物实募 12 亿元，促使化肥农药行业六月融资金额领先。** 六月份新三板市场按增发预案统计的拟募资总额合计 186 亿元，实际完成募资总额为 94 亿元，较 5 月实际完成的 88 亿元有明显上升。从增发明细看，资金流向维持失衡的状态，融资金额前 5 家占总融资额的 29%，互联网行业融资金额为 10.48 亿。
  - 2) **一级融资市场定价依然较高。** 六月份，新三板一级市场按预案公告日计算的整体定增市盈率 32.19 倍，较五月的 29.15 倍小幅上升。六月份，207 例已完成的增发项目整体市盈率为 34.17 倍，与二级市场的交易价格基本持平。
  - 3) **新三板挂牌企业全部股权被收并购的案例开始出现。** 2016 年 6 月，新三板挂牌企业作为交易买方的并购事件总共有 2 例，其中 1 例已通过董事会预案，为鑫融基对郑州万富 30% 股权的收购。除了主动收购以外，新三板企业作为标的方发生的股权转让事件当月发生 2 例。其中包括康跃科技对羿珩科技 100% 股权的收购、国瓷材料对泓源光电 100% 股权的收购等。
- ❖ **关于新三板中短期内走势的思考：** (1) 分层政策的引导带来新三板板块内成交金额和估值水平的进一步分化。(2) 不妨借用高德纳曲线的发展规律来观察新三板。目前新三板处于向泡沫化低谷期理性回归的阶段，以新生事物的发展规律来看，估值调整结束后新三板有望持续向稳步爬升期过渡。(3) 投资者投资思路的变化正在导致新三板挂牌企业整体估值水平持续向 20 倍左右的水平回落。(4) 新三板作为并购池的重要性正在提升，主板定增并购定价或为新三板估值底部区间提供重要参考。6 月份以来，主板公司业务转型的诉求与新三板公司上市遇阻的困境共同造成了新三板企业被主板公司收并购案增多的局面。
- ❖ **从投资策略的构建而言，我们认为“分化”将是新三板市场的常态。** 投资策略应对公司的成长性和经营表现赋予更高的权重，因为这决定了公司在未来是否能够享受估值和业绩的“戴维斯双击”，同时它也决定了在新三板流动性环境改善不明朗的情况下，获取成长性溢价是享受估值跃迁的主要手段。我们建议从以下三个方面筛选每月新增挂牌的企业，即：(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。
- ❖ **精选 5 家新增挂牌企业。** 六月份新三板新增挂牌企业总计 252 家。其中，建议关注的标的包括但不限于德青源、亚洲电力、应达利、德芯科技、华信水道。
- ❖ **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：huyl@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五—寻底新三板..... (2016-07-12)
2. 新三板市场策略随笔系列之四—关于新三板分层后估值跃迁的思考..... (2016-06-07)
3. 新三板市场策略点评 20160527—道阻且长，行则将至.. (2016-05-27)
4. 新三板市场 2016 年下半年投资策略—转换视角，聚焦成长 (2016-05-16)
5. 新三板市场策略专题—2015 年年报解读：强者恒强..... (2016-05-08)
6. 新三板市场策略专题—路在何方，问道台湾..... (2015-04-01)
7. 新三板市场策略随笔系列三—关于新三板融资市场遇冷的判断和思考..... (2016-04-15)
8. 新三板市场策略随笔系列二—分层的意义..... (2015-03-05)
9. 新三板市场策略随笔系列一—为什么新三板跟跌不跟涨 (2015-02-17)

## 目录

<b>新三板二级市场月度回顾</b> .....	<b>1</b>
分层方案正式实施，市场交投依然清淡 .....	1
企业做市意愿持续减弱 .....	2
市场流动性不足，分层后整体估值变化暂不明显 .....	5
<b>新三板一级市场月度回顾</b> .....	<b>7</b>
定增市场实际募资较五月有所回暖 .....	7
新三板挂牌企业全部股权被收购的案例开始出现 .....	11
<b>市场展望及投资建议</b> .....	<b>11</b>
寻底新三板 .....	11
<b>风险提示</b> .....	<b>16</b>
<b>中信证券研究部新三板团队覆盖股票</b> .....	<b>16</b>
<b>近期研究成果回顾</b> .....	<b>19</b>
新三板市场策略随笔系列之四—关于新三板分层后估值跃迁的思考（2016/6/7） .....	19
新三板教育行业深度研究报告之三—K12 课外培训行业：积跬步以致远，沐春风而日新（2016/7/12） .....	20
易瓦特（834809）投资价值分析报告—全产业链布局的工业级无人机龙头（2016/7/13） .....	21
唐人影视（835885）新三板公司投资价值分析报告—精品制作提升 IP 价值，多元布局打造全娱乐生态（2016/7/8） .....	22

## 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: 创新层和基础层月度成交额.....	1
图 4: 新三板每月新增做市转让企业数.....	3
图 5: 做市板块平均每家企业的股东户数 .....	3
图 6: 新三板各板块估值水平 .....	5
图 7: 创新层和基础层估值水平.....	5
图 8: 新三板各行业 PE (TTM) .....	6
图 9: 新三板每月预计募资金额.....	8
图 10: 新三板实际募资金额.....	8
图 11: 新三板实际募资完成率 .....	8
图 12: 新三板定增预案 PE(TTM, 整体法).....	9
图 13: 创新层和基础层近两个月成交金额分布.....	11
图 14: 创新层每日成交金额排名前 50 累计贡献创新层成交金额占比.....	12
图 15: 创新层、基础层和创业板营收增速 .....	12
图 16: 创新层、基础层和创业板 ROE.....	12
图 17: 高德纳技术成熟度指标 .....	13
图 18: 创新层和基础层 PE(TTM, 中值) .....	13
图 19: 创新层各标准 PE (TTM, 中值) .....	13
图 20: 主板公司每月发布有关定增重组预案数.....	14
图 21: 主板公司拟并购标的所处行业分布 .....	14
图 22: 主板公司每月定增并购标的资产交易总价与 2016/17 年所承诺的净利润所对应的估值倍数.....	14
图 23: 主板公司各行业定增并购交易总价与标的资产 2016 年净利润对应的估值倍数 ....	14
图 24: 新三板按预案按实施口径的静态增发 PE.....	15
图 25: 新三板做市板块和协议板块静态 PE.....	15

## 表格目录

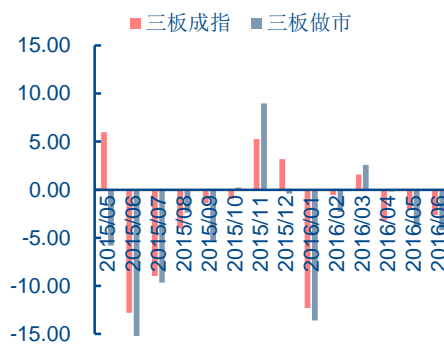
表 1: 六月份新三板成交金额排名前 50 的公司.....	2
表 2: 创新层成交金额排名前 30 的公司 .....	2
表 3: 六月份新增做市商挂牌企业一览.....	3
表 4: 六月份部分做市商新增做市股票一览 .....	4
表 5: 新三板行业估值比较.....	6
表 6: 新三板各行业在做市板块和协议板块的估值比较 .....	6
表 7: 新三板各行业在创新层和基础层的估值比较.....	7
表 8: 六月份新三板各行业实际募资金额（亿元） .....	8
表 9: 六月份新三板一级市场按定增预案计算的各行业市盈率 .....	9
表 10: 六月份新三板一级市场按定增实施计算的各行业市盈率 .....	10
表 11: 六月份新三板挂牌企业作为交易买方发生的并购事件 .....	11
表 12: 六月份新三板挂牌企业作为交易标的发生的并购事件 .....	11
表 13: 近一个季度以来主板公司收购新三板公司 .....	15
表 14: 中信证券研究部新三板 2016 年 6 月精选股票池 .....	16
表 15: 中信证券研究部新三板团队覆盖股票财务数据 .....	16

## 新三板二级市场月度回顾

### 分层方案正式实施，市场交投依然清淡

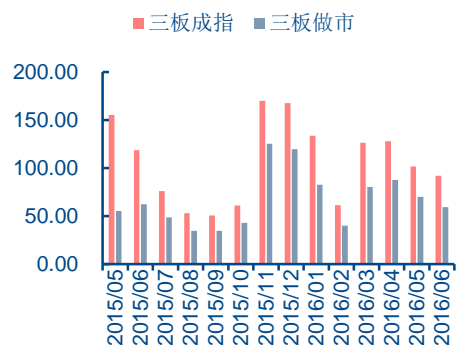
双指持续下跌，六月成交金额持续回落。截至 2016 年 6 月 30 日，三板成指和三板做市指数分别下跌 2.65% 和 4.19%，分层制度在 6 月末正式推出后，市场交投迎来短暂的活跃后迅速降温，六月三板成指和三板做市指数成交金额持续回落至 92.01 亿元和 59.30 亿元；六月创新层和基础层的成交金额分别为 58.40 亿元和 63.89 亿元。2096 支有交易行为的股票累计成交金额为 122.29 亿元，其中成交金额前 50 的挂牌企业合计达到 60.89 亿元，占比 50%；创新层中 713 支有交易行为的股票累计成交金额为 58.40 亿元，其中成交金额前 50 的挂牌企业合计达到 35.59 亿元，占比 61%；基础层中 1383 支有交易行为的股票累计成交金额为 63.89 亿元，其中成交金额前 50 的挂牌企业合计达到 40.92 亿元，占比 64%。做市板块相对活跃的挂牌企业主要集中在联讯证券、安达科技、凌志软件、仁会生物等；做市板块换手率较高的挂牌企业有科能腾达、枫盛阳、世优电气、海源达等；创新层相对活跃的挂牌企业主要集中在东海证券、成大生物、安达科技、凌志软件等；创新层换手率较高的挂牌企业有云端网络、嘉行传媒、科能腾达、世优电气。

图 1：新三板市场月度涨跌幅（%）



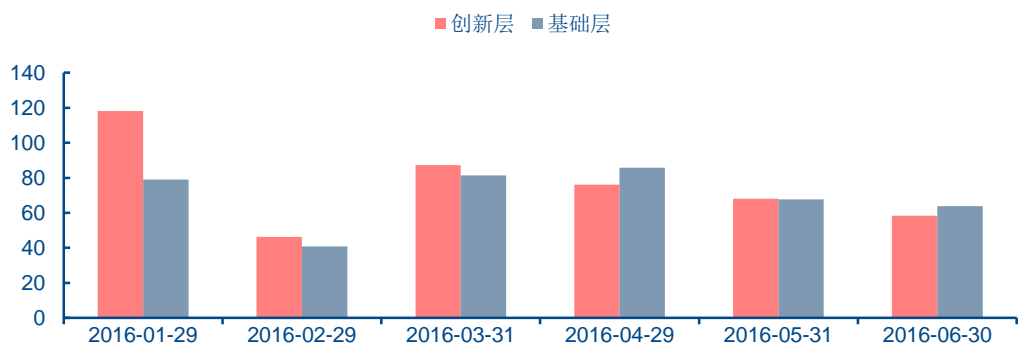
资料来源：Wind，中信证券研究部

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

图 3：创新层和基础层月度成交额（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部



表 1：六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	830899.OC	联讯证券	9.17	22.16	金融	做市	26	430609.OC	中磁视讯	0.69	7.57	信息技术	做市
2	833044.OC	硅谷天堂	4.19	13.25	金融	协议	27	832950.OC	益盟股份	0.67	1.38	信息技术	做市
3	834397.OC	新安金融	3.16	12.02	金融	协议	28	430021.OC	海鑫科金	0.63	3.07	信息技术	做市
4	832168.OC	中科招商	3.09	3.22	金融	协议	29	430339.OC	中搜网络	0.62	15.59	信息技术	做市
5	430127.OC	英雄互娱	3.07	6.07	文化传媒	协议	30	832445.OC	世博新材	0.61	161.20	基础化工	协议
6	832970.OC	东海证券	2.61	1.83	金融	协议	31	430555.OC	英派瑞	0.61	19.42	基础化工	做市
7	831550.OC	成大生物	1.96	20.06	医药生物	协议	32	833529.OC	视纪印象	0.57	16.02	信息技术	做市
8	830809.OC	安达科技	1.93	14.99	基础化工	做市	33	831208.OC	洁昊环保	0.54	15.22	机械设备	做市
9	830866.OC	凌志软件	1.92	21.83	信息技术	做市	34	830827.OC	世优电气	0.54	40.73	电气设备	做市
10	830931.OC	仁会生物	1.37	6.25	医药生物	做市	35	831764.OC	拓美传媒	0.53	34.20	文化传媒	做市
11	832899.OC	景津环保	1.35	10.69	机械设备	协议	36	831900.OC	海航冷链	0.53	3.21	交通运输	做市
12	430140.OC	新眼光	1.34	17.74	医药生物	做市	37	834409.OC	西电动力	0.51	62.89	电气设备	协议
13	830881.OC	圣泉集团	1.30	3.23	基础化工	做市	38	835337.OC	华龙证券	0.51	1.79	金融	协议
14	831450.OC	金宏气体	1.27	12.44	基础化工	协议	39	430173.OC	欧美城	0.49	10.42	交运设备	协议
15	830986.OC	九星娱乐	1.24	26.11	电子设备	协议	40	831329.OC	海源达	0.48	37.33	商贸零售	做市
16	830771.OC	华灿电讯	1.12	15.39	信息技术	做市	41	430759.OC	凯路仕	0.48	4.60	交运设备	做市
17	430223.OC	亿童文教	1.11	8.26	轻工制造	做市	42	430092.OC	金刚游戏	0.48	4.52	信息技术	协议
18	835941.OC	启鑫新能	0.93	12.02	电子设备	协议	43	430393.OC	三景科技	0.47	8.04	机械设备	协议
19	831850.OC	分豆教育	0.93	9.88	信息技术	做市	44	833677.OC	芯能科技	0.46	3.21	电子设备	协议
20	833451.OC	璧合科技	0.92	11.29	文化传媒	做市	45	835902.OC	科盾科技	0.46	7.18	信息技术	协议
21	831963.OC	明利股份	0.80	5.61	交通运输	做市	46	832571.OC	点击网络	0.45	12.13	文化传媒	做市
22	832432.OC	科列技术	0.80	7.05	电子设备	协议	47	834214.OC	百合网	0.45	3.48	文化传媒	协议
23	831628.OC	西部超导	0.80	1.43	有色金属	做市	48	832028.OC	汇元科技	0.45	3.20	文化传媒	做市
24	833187.OC	九川竹木	0.71	121.76	农林牧渔	协议	49	833220.OC	思比科	0.44	12.30	电子设备	协议
25	830777.OC	金达莱	0.69	2.80	公用事业	做市	50	834670.OC	宏达小贷	0.44	8.57	金融	协议

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 2：创新层成交金额排名前 30 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	2.61	1.8329	金融	协议	16	430609.OC	中磁视讯	0.69	7.5660	信息技术	做市
2	831550.OC	成大生物	1.96	20.0646	医药生物	协议	17	832950.OC	益盟股份	0.67	1.3792	信息技术	做市
3	830809.OC	安达科技	1.93	14.9891	基础化工	做市	18	430021.OC	海鑫科金	0.63	3.0709	信息技术	做市
4	830866.OC	凌志软件	1.92	21.8280	信息技术	做市	19	430555.OC	英派瑞	0.61	19.4197	基础化工	做市
5	830931.OC	仁会生物	1.37	6.2506	医药生物	做市	20	833529.OC	视纪印象	0.57	16.0163	信息技术	做市
6	832899.OC	景津环保	1.35	10.6935	机械设备	协议	21	831208.OC	洁昊环保	0.54	15.2211	机械设备	做市
7	430140.OC	新眼光	1.34	17.7377	医药生物	做市	22	830827.OC	世优电气	0.54	40.7266	电气设备	做市
8	830881.OC	圣泉集团	1.30	3.2346	基础化工	做市	23	831764.OC	拓美传媒	0.53	34.2021	文化传媒	做市
9	831450.OC	金宏气体	1.27	12.4398	基础化工	协议	24	831900.OC	海航冷链	0.53	3.2107	交通运输	做市
10	830771.OC	华灿电讯	1.12	15.3914	信息技术	做市	25	430759.OC	凯路仕	0.48	4.6044	交运设备	做市
11	430223.OC	亿童文教	1.11	8.2566	轻工制造	做市	26	430092.OC	金刚游戏	0.48	4.5194	信息技术	协议
12	831850.OC	分豆教育	0.93	9.8822	信息技术	做市	27	833677.OC	芯能科技	0.46	3.2121	电子设备	协议
13	833451.OC	璧合科技	0.92	11.2937	文化传媒	做市	28	832571.OC	点击网络	0.45	12.1266	文化传媒	做市
14	832432.OC	科列技术	0.80	7.0471	电子设备	协议	29	832028.OC	汇元科技	0.45	3.1972	文化传媒	做市
15	831628.OC	西部超导	0.80	1.4303	有色金属	做市	30	430208.OC	优炫软件	0.42	5.7064	信息技术	做市

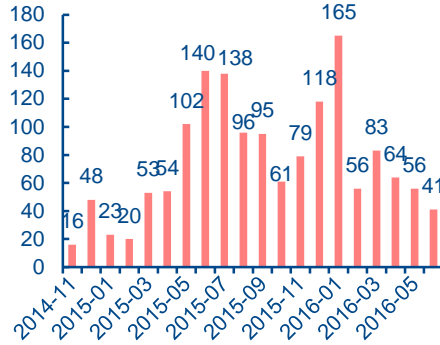
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 企业做市意愿持续减弱

六月份新增做市转让企业数为 41 家。由于做市制度供需结构的失衡，加之做市市场处于持续低迷状态，挂牌企业转做市的意愿明显趋弱，六月份做市板块新增企业数降至 41 家，较五月份的 56 家继续减少。目前，全市场总股东户数为 27.92 万户，仅较五月的 27.64 万户提升 1.01%，市场股权分散度的培育进程放缓。与此同时，做市板块平均股东户数小幅上

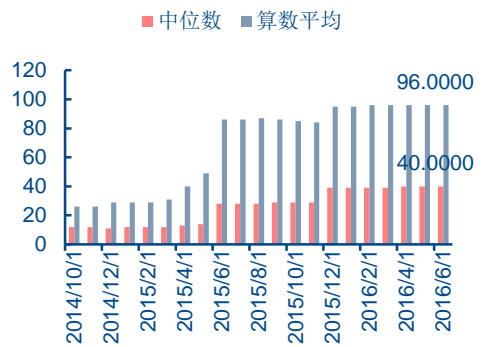
涨至 96 户，中位数稳定在 40 户。此外，六月另有 66 家挂牌企业得到做市商追加做市，其中新增做市商家数较多的有凌志环保、福昕软件、经证投资、伊禾农品、上陵牧业。

图 4：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

图 5：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

表 3：六月份新增做市商挂牌企业一览

代码	简称	首次做市日期	六月新增做市商数	六月累计做市商家数	六月成交金额(亿元)	代码	简称	首次做市日期	六月新增做市商数	六月累计做市商数	六月成交金额(亿元)
831068.OC	凌志环保	2015-01-22	3	19	0.18	430237.OC	大汉三通	2015-06-23	1	5.00	0.10
832422.OC	福昕软件	2015-05-12	3	9	0.14	832571.OC	点击网络	2015-06-29	1	10.00	0.45
832051.OC	经证投资	2016-05-17	3	20	0.06	430244.OC	颂大教育	2015-07-02	1	8.00	0.30
430225.OC	伊禾农品	2014-08-25	2	13	0.19	430046.OC	圣博润	2015-07-08	1	3.00	0.00
430505.OC	上陵牧业	2014-08-25	2	12	0.12	832938.OC	国林环保	2015-07-28	1	7.00	0.42
830978.OC	先临三维	2014-09-25	2	16	0.19	831516.OC	金科环保	2015-08-10	1	9.00	0.00
430209.OC	康孚科技	2015-07-22	2	5	0.00	831900.OC	海航冷链	2015-08-14	1	15	0.53
832267.OC	诺君安	2015-07-27	2	4	0.01	430426.OC	长城软件	2015-08-20	1	3	0.00
831725.OC	凌志股份	2016-03-29	2	5	0.05	831274.OC	瑞可达	2015-08-31	1	8	0.12
430037.OC	联飞翔	2014-08-25	1	23	0.13	831529.OC	能龙教育	2015-09-22	1	7	0.02
430074.OC	德鑫物联	2014-08-25	1	16	0.06	430680.OC	联兴科技	2015-10-14	1	7	0.00
430065.OC	中海阳	2014-08-25	1	16	0.37	831988.OC	乐普四方	2015-10-27	1	15	0.09
430174.OC	沃捷传媒	2014-08-25	1	11	0.19	832043.OC	卫东环保	2015-11-06	1	21	0.04
430253.OC	兴竹信息	2014-08-25	1	18	0.08	833529.OC	视纪印象	2015-11-20	1	7	0.57
430607.OC	大树智能	2014-08-25	1	8	0.01	833755.OC	扬德环境	2015-11-23	1	3	0.16
430609.OC	中磁视讯	2014-08-25	1	14	0.69	832532.OC	大亚股份	2015-11-23	1	8	0.00
830970.OC	艾录股份	2014-11-25	1	7	0.19	430088.OC	七维航测	2015-11-30	1	9	0.08
430062.OC	中科国信	2014-12-23	1	8	0.20	430351.OC	爱科凯能	2015-12-15	1	3	0.01
430622.OC	顺达智能	2014-12-30	1	10	0.07	832602.OC	泰通科技	2015-12-16	1	7	0.22
830771.OC	华灿电讯	2014-12-31	1	3	1.12	831243.OC	晓鸣农牧	2015-12-25	1	5	0.02
830984.OC	德邦工程	2014-12-31	1	6	0.00	831998.OC	合迪科技	2016-01-05	1	8	0.00
830862.OC	丰海科技	2015-01-14	1	7	0.00	830809.OC	安达科技	2016-01-11	1	10	1.93
831839.OC	广达新网	2015-02-06	1	12	0.04	430021.OC	海鑫科金	2016-01-29	1	9	0.63
430229.OC	绿岸网络	2015-03-17	1	7	0.06	833874.OC	泰祥股份	2016-01-29	1	7	0.01
830827.OC	世优电气	2015-03-30	1	8	0.54	833627.OC	多尔克司	2016-01-29	1	7	0.05
830966.OC	苏北花卉	2015-03-31	1	11	0.06	834178.OC	金田铜业	2016-01-29	1	8	0.01
430375.OC	星立方	2015-04-16	1	10	0.03	833984.OC	民太安	2016-03-01	1	6	0.01
832023.OC	田野股份	2015-05-12	1	20	0.23	831199.OC	海博小贷	2016-03-15	1	7	0.00
831056.OC	千叶药包	2015-05-14	1	6	0.00	835174.OC	五新隧装	2016-03-21	1	10	0.01
831850.OC	分豆教育	2015-06-01	1	7	0.93	835200.OC	迅销科技	2016-03-23	1	3	0.00
831859.OC	祁药股份	2015-06-04	1	4	0.02	834859.OC	新锐股份	2016-05-05	1	3	0.00
830899.OC	联讯证券	2015-06-18	1	42	9.17	836558.OC	香草香草	2016-05-05	1	3	0.00
831963.OC	明利股份	2015-06-19	1	33	0.80	833332.OC	多尔普泽	2016-05-12	1	3	0.00

资料来源：Wind，中信证券研究部

做市商业业务拓展方面，东吴证券、申万宏源证券、中山证券、联讯证券、华安证券当月新增做市企业数量分别为 25 家、13 家、10 家、9 家、9 家。其中天津华宇在做市首日即有 10 家企业为其提供做市转让服务。

表 4：六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
东吴证券	25	瑞可达, 安达科技, 威门药业, 分豆教育, 苏北花卉, 艾录股份, 联飞翔, 华灿电讯, 联兴科技, 泰通科技, 中科国信, 扬德环境, 伊禾农业, 兴竹信息, 海鑫科金, 颂大教育, 绿岸网络, 七维航测, 英派瑞, 诺泰生物, 宝美户外, 中磁视讯, 顺达智能, 大树智能, 裕久装备
申万宏源证券	13	新邦股份, 永辉股份, 一乘股份, 桂林五洲, 锐英科技, 威能电源, 圣博润, 宝美户外, 中建信息, 天津华宇, 亿玛在线, 实力文化, 前程人力
中山证券	10	凌志股份, 创星科技, 三利达, 经证投资, 飞日科技, 天津华宇, 诺泰生物, 银禧光电, 中建信息, 宝美户外
联讯证券	9	一乘股份, 国林环保, 科旺科技, 广生行, 天津华宇, 飞日科技, 大亚股份, 明利股份, 京弘全
华安证券	9	凌志环保, 爱科凯能, 诺泰生物, 春盛中药, 裕久装备, 上陵牧业, 先临三维, 田野股份, 诺君安
中信证券	9	能龙教育, 沃格光电, 广生行, 丰源股份, 爱玩网络, 亿玛在线, 远望信息, 福昕软件, 中建信息
招商证券	7	一乘股份, 丰海科技, 京弘全, 威能电源, 大唐融合, 千叶药包, 慧云股份
东莞证券	7	凌志环保, 慧云股份, 上陵牧业, 永辉股份, 晓鸣农牧, 银禧光电, 科旺科技
国海证券	7	埃森普特, 前程人力, 桂林五洲, 一乘股份, 飞日科技, 五洲无线, 远望信息
兴业证券	7	凌志环保, 中建信息, 精通科技, 伊禾农业, 留成网, 实力文化, 环钻环保
国泰君安	6	一乘股份, 金田铜业, 卫东环保, 新锐股份, 香草香草, 多尔克司
西部证券	6	威能电源, 五洲无线, 数字认证, 海博小贷, 沃捷传媒, 天津华宇
万联证券	6	天津华宇, 京弘全, 慧云股份, 大唐融合, 泰祥股份, 诺泰生物
万和证券	6	永辉股份, 宝美户外, 埃森普特, 凯东源, 新邦股份, 天津华宇
中泰证券	6	慧云股份, 大唐融合, 丰源股份, 亿玛在线, 实力文化, 狼卜股份
信达证券	6	新邦股份, 络捷斯特, 利达股份, 中建信息, 诺泰生物, 永辉股份
民生证券	5	春盛中药, 先临三维, 凌志软件, 海航冷链, 广生行
东兴证券	5	络捷斯特, 广生行, 旭成科技, 五洲无线, 威能电源
中原证券	5	诺泰生物, 迅销科技, 星立方, 锐英科技, 一乘股份
华泰证券	5	裕久装备, 中海阳, 宝美户外, 中建信息, 利达股份
平安证券	5	凯东源, 爱玩网络, 民太安, 乔扬数控, 丰源股份
上海证券	5	中宇万通, 合迪科技, 凌志股份, 埃森普特, 前程人力
海通证券	4	五洲无线, 慧云股份, 广生行, 威能电源
第一创业	4	五新隧装, 利达股份, 经证投资, 广达新网
长江证券	4	慧云股份, 沃格光电, 络捷斯特, 三利达
财通证券	4	新邦股份, 多尔普泽, 环钻环保, 远望信息
东方证券	4	亿玛在线, 留成网, 络捷斯特, 沃格光电
浙商证券	4	精通科技, 留成网, 远望信息, 沃格光电
首创证券	3	联讯证券, 络捷斯特, 实力文化
南京证券	3	宝美户外, 天津华宇, 诺泰生物
华融证券	3	广生行, 旭成科技, 威能电源
红塔证券	3	丰源股份, 利达股份, 一乘股份
开源证券	3	一乘股份, 数字认证, 埃森普特
渤海证券	3	经证投资, 丰源股份, 康孚科技
湘财证券	3	春盛中药, 威能电源, 丰源股份
广发证券	3	五洲无线, 精通科技, 点击网络
太平洋	3	络捷斯特, 视纪印象, 亿玛在线
德邦证券	2	长城软件, 天津华宇
西南证券	2	沃格光电, 威能电源
恒泰证券	2	威能电源, 春盛中药
东北证券	2	亿玛在线, 数字认证
华龙证券	2	祁药股份, 康孚科技
新时代证券	2	福昕软件, 远望信息
国信证券	2	凯东源, 狼卜股份
九州证券	2	络捷斯特, 春盛中药
金元证券	2	实力文化, 五洲无线
安信证券	2	远望信息, 乔扬数控



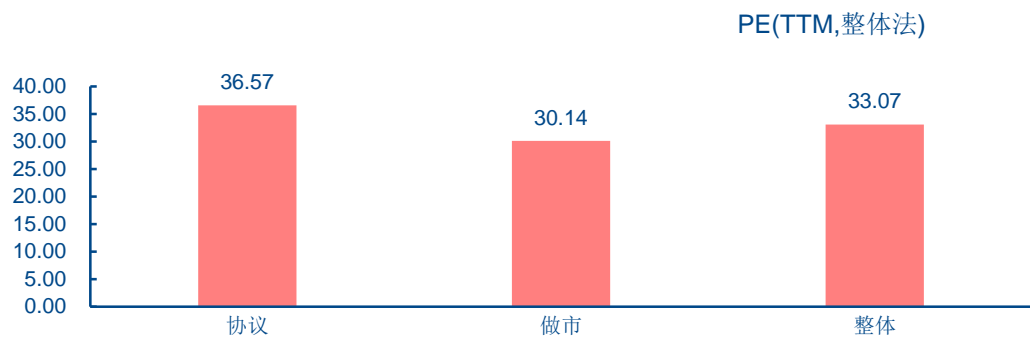
做市商	做市股票数量	做市股票
财富证券	2	京弘全,留成网
东海证券	2	埃森普特,创星科技
华林证券	2	中宇万通,诺君安

资料来源: Wind

## 市场流动性不足，分层后整体估值变化暂不明显

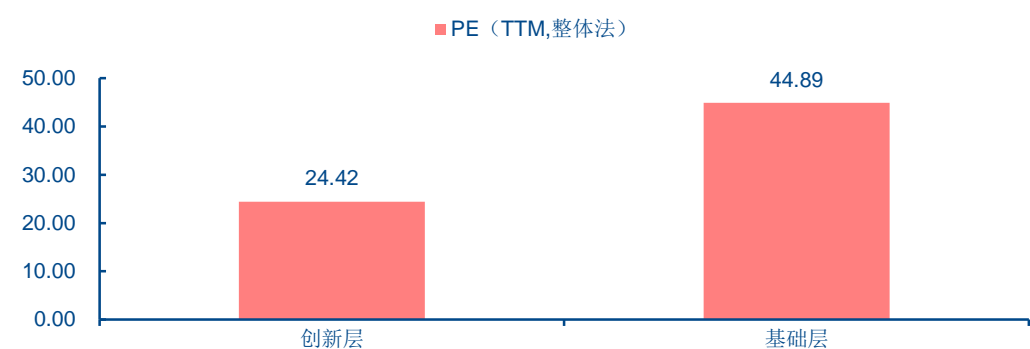
新三板整体估值水平出现小幅回落。3327 家具有市值的统计样本显示，截至 2016 年 7 月 13 日，新三板整体 PE (TTM,整体法) (含协议和做市) 为 33.07 倍，其中做市板块和协议板块的估值水平分别为 30.14 倍和 36.57 倍；创新层和基础层的估值水平分别为 24.42 倍和 44.89 倍。分层制度已正式推出，但是市场期待分层后时代相关的配套政策，因此市场流动性依然不足，分层后整体估值变化暂并不明显，做市板块、协议板块估值水平较 5 月份并未出现剧烈波动，分别下跌 2.92%和 1.04%。

图 6：新三板各板块估值水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 取 2016 年 7 月 13 日数据

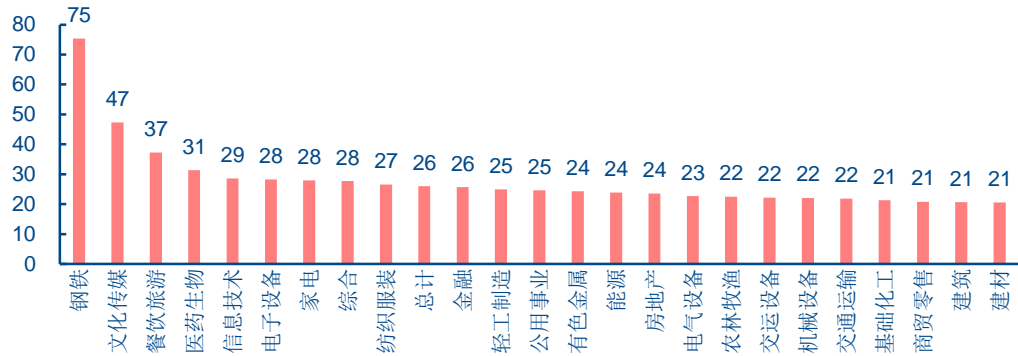
图 7：创新层和基础层估值水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 取 2016 年 7 月 13 日数据

由于新三板做市制度功能的削弱以及协议板块的非公允定价，细分行业中做市板块相对于协议板块的流动性折价持续存在。从东财一级行业来看，截至 2016 年 7 月 13 日，新三板文化传媒、医药生物、信息技术、金融等主要行业的 PE(TTM,整体法)分别为 47 倍、31 倍、29 倍、26 倍。从东财二级行业来看，计算机软件、专用设备、通用设备、化学制品、电子设备制造、通信设备等主要行业的估值水平分别为 30 倍、25 倍、21 倍、24 倍、30 倍和 20 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。如样本数较大的计算机软件、专用设备、通用设备等行业的折价分别为 12.26%、0.05%、20.97%；从创新层和基础层的估值对比来看，创新层相对基础层在计算机软件、专用设备、通用设备等行业的折价分别为 9.32%、4.23%、19.88%。

图 8：新三板各行业 PE（TTM；单位：倍）



资料来源：Wind，中信证券研究部。注：采用东财一级行业分类。剔除净利润（TTM）为负的公司，且只保留有成交价格股票。取 2016 年 7 月 13 日数据

表 5：新三板行业估值比较

行业	PE(TTM)	样本数	行业	PE(TTM)	样本数
计算机软件	30	487	生物医药	27	47
专用设备	25	196	输变电设备	26	45
通用设备	21	183	化学原料	23	39
化学制品	24	129	化学制药	27	36
电子设备制造	30	101	医疗器械	52	36
建筑施工	18	79	畜牧业	22	35
通信设备	20	76	广告营销	40	35
农业	20	75	电子器件	24	30
环保	25	73	建筑安装	22	30
金属非金属新材料	22	71	影视娱乐	44	30
综合	28	71	装修装饰	20	30
非银行金融	28	63	造纸印刷	27	26
金属制品	19	63	石油天然气	23	24
其他电气设备	21	63	物流	19	24
汽车	22	57	照明设备	32	23
食品	20	52	电子元件	24	20
互联网	55	49	林业	34	20

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：采用东财二级行业分类。剔除净利润（TTM）为负的公司，且只保留有成交价格股票。取 2016 年 7 月 13 日数据。

表 6：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
计算机软件	-12.26%	32.82	28.80	237	250
专用设备	-0.05%	24.54	24.53	104	92
通用设备	-20.97%	24.35	19.24	83	100
化学制品	-9.83%	25.31	22.82	65	64
电子设备制造	-37.13%	39.56	24.87	45	56
非银行金融	251.88%	17.81	62.66	39	24
农业	-17.09%	21.84	18.11	39	36
其他电气设备	-8.03%	21.29	19.58	38	25
综合	-29.30%	32.50	22.98	38	33
金属非金属新材料	83.20%	14.47	26.51	35	36
建筑施工	-43.38%	26.32	14.91	33	46
金属制品	15.00%	17.42	20.03	32	31
通信设备	69.08%	13.78	23.29	31	45
环保	-22.61%	29.93	23.16	28	45
食品	-26.95%	24.45	17.86	27	25

行业	做市板块溢价	PE(TTM)		样本数	
		协议	做市	协议	做市
汽车	-43.22%	28.63	16.26	25	32
化学原料	-20.89%	26.22	20.74	24	15
互联网	-58.29%	91.68	38.24	22	27
畜牧业	-36.97%	28.09	17.71	18	17
影视娱乐	-55.51%	54.43	24.22	18	12
生物医药	122.63%	19.29	42.95	17	30

资料来源：Wind，中信证券研究部。注：采用东财二级行业分类；剔除净利润（TTM）为负的公司，且只保留有成交价格股票；取 2016 年 7 月 13 日数据。

表 7：新三板各行业在创新层和基础层的估值比较

行业	创新层溢价	PE(TTM)		样本数	
		基础层	创新层	基础层	创新层
计算机软件	-9.32%	32.30	29.29	321	166
通用设备	-4.23%	21.52	20.61	149	34
专用设备	-19.88%	26.78	21.46	149	47
化学制品	-18.85%	26.38	21.41	96	33
电子设备制造	-19.67%	33.59	26.98	70	31
非银行金融	-65.29%	35.82	12.43	58	5
金属非金属新材料	10.99%	21.04	23.35	54	17
综合	44.89%	23.73	34.39	53	18
农业	-43.59%	27.22	15.35	52	23
其他电气设备	-34.64%	24.49	16.01	51	12
环保	-18.94%	27.32	22.14	49	24
金属制品	21.72%	17.13	20.85	48	15
建筑施工	-40.79%	25.47	15.08	47	32
通信设备	18.49%	17.67	20.93	44	32
汽车	-36.62%	26.28	16.66	42	15
食品	-32.29%	24.44	16.55	37	15
化学原料	-40.30%	31.02	18.52	32	7
生物医药	-30.39%	34.94	24.32	31	16
输变电设备	-41.74%	33.69	19.63	30	15
互联网	-22.98%	61.45	47.33	28	21
化学制药	72.38%	20.13	34.70	27	9

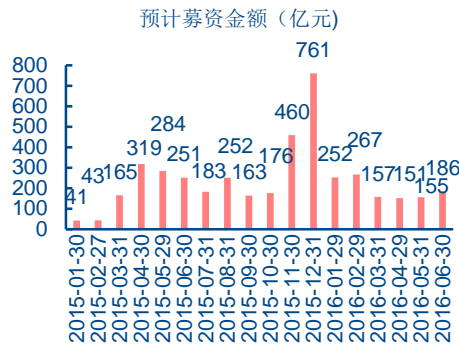
资料来源：Wind，中信证券研究部。注：采用东财二级行业分类。剔除净利润（TTM）为负的公司，且只保留有成交价格股票；取 2016 年 7 月 13 日数据。

## 新三板一级市场月度回顾

### 定增市场实际募资较五月有所回暖

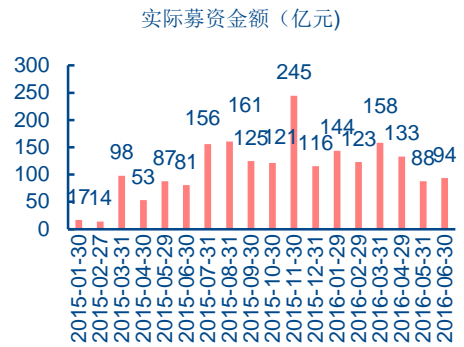
颖泰生物实募 12 亿元，促使化肥农药行业六月融资金额领先。六月份新三板市场按增发预案统计的拟募资总额合计 186 亿元，随着分层制度的进一步推进，一级定增市场有所回暖。实际完成募资总额为 94 亿元，较 5 月实际完成的 88 亿元上升。从增发明细看，资金流向维持失衡的状态，颖泰生物、好买财富、景域文化、芯能科技、瑞必达五家企业，分别成功融资 11.95 亿元、5.00 亿元、4.60 亿元、3.00 亿元、2.73 亿元，占总融资额的 29%。

图 9：新三板每月预计募资金额（亿元）



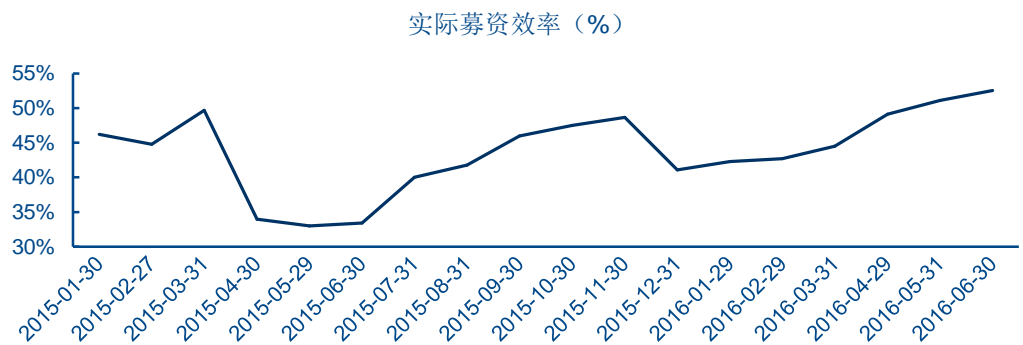
资料来源：Choice，中信证券研究部

图 10：新三板实际募资金额（亿元）



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 11：新三板实际募资完成率



资料来源：Choice，中信证券研究部，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，化肥农药行业、计算机软件业、互联网行业、电子设备制造业、非银金融业、化学制品业融资金额相对较多，分别为 13.17 亿、10.48 亿、6.73 亿、6.73 亿、6.28 亿和 6.15 亿元。

表 8：六月份新三板各行业实际募资金额（亿元）

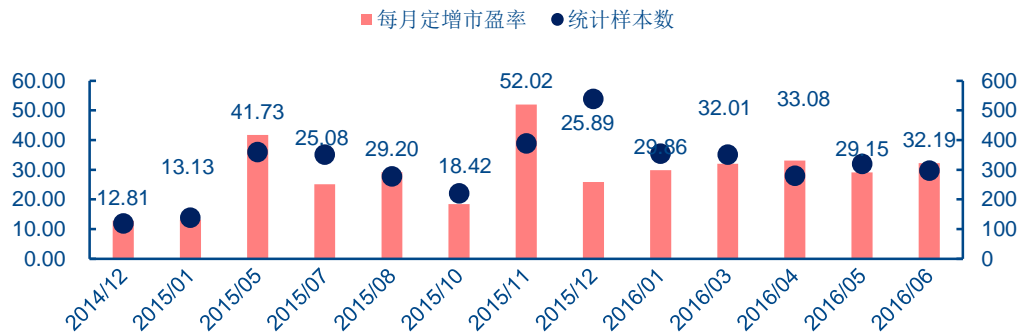
行业	实际募资总额 (亿元)	统计样本	行业	实际募资总额 (亿元)	统计样本
化肥农药	13.17	3	化学制药	0.67	3
计算机软件	10.48	38	增值服务	0.65	5
互联网	6.73	8	环保	0.58	4
电子设备制造	6.73	6	房地产服务	0.52	2
非银行金融	6.28	4	金属制品	0.49	1
化学制品	6.15	10	食品	0.44	3
通用设备	4.19	17	农业	0.40	2
电子器件	3.66	5	通信运营	0.33	1
广告营销	3.66	8	建筑安装	0.30	1
专用设备	3.48	12	服装家纺	0.28	2
畜牧业	2.72	5	装修装饰	0.27	2
通信设备	2.32	5	玻璃	0.24	1
其他电气设备	2.04	5	纺织	0.20	1
医药商业	1.80	1	生物医药	0.20	2
化学原料	1.54	2	物流	0.16	4
石油天然气	1.23	1	金属非金属新材料	0.15	2
广播与电视	1.22	2	贸易	0.13	1
建筑施工	1.22	4	文娱用品	0.13	1
医疗器械	1.17	3	动漫	0.13	1

行业	实际募资总额 (亿元)	统计样本	行业	实际募资总额 (亿元)	统计样本
综合	1.17	4	照明设备	0.13	1
港口航运	1.08	1	基本金属	0.11	1
影视娱乐	1.02	4	医疗服务	0.11	1
电池	0.89	4	电力	0.08	1
输变电设备	0.81	4	其他交运设备	0.06	1
造纸印刷	0.80	2	半导体	0.04	1
小家电	0.78	1	零售	0.03	1
汽车	0.72	2			

资料来源: Choice, 中信证券研究部

一级融资市场公告预案的定价依然较高。六月份,新三板一级市场按预案公告日计算的整体定增市盈率为 32.19 倍,较五月的 29.15 倍小幅上升。结构上来看,文化传媒业、机械设业、医药生物业、信息技术业按预案统计的增发市盈率分别为 77 倍、18 倍、17 倍、17 倍。六月份,207 例已完成的增发项目整体市盈率为 34.17 倍,与二级市场的交易价格基本持平。其中较为有代表性的计算机软件业、广告营销业、互联网业、环保业、医疗器械等行业实际完成的增发 PE 分别为 20.00 倍、40.70 倍、14.58 倍、27.97 倍、21.04 倍。

图 12: 新三板定增预案 PE(TTM, 整体法)



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 每月定增市盈率按增发前总股本计算, 已剔除尚无有效数据的企业。

表 9: 六月份新三板一级市场按定增预案计算的各行业市盈率

所属行业	六月预案定增市盈率	样本数
信息技术	16.81	60
文化传媒	76.60	24
机械设备	18.04	19
电子设备	20.54	18
基础化工	24.60	17
建筑	15.40	12
医药生物	17.47	11
公用事业	22.81	10
轻工制造	21.44	8
有色金属	20.01	8
电气设备	18.85	7
食品饮料	12.11	7
综合	15.14	7
交运设备	20.41	6
农林牧渔	18.32	6
交通运输	19.97	5
家电	25.14	4
建材	17.92	4
餐饮旅游	7.37	2
房地产	15.62	2
金融	64.44	2

所属行业	六月预案定增市盈率	样本数
能源	54.32	2
纺织服装	22.22	1
商贸零售	68.45	1

资料来源: Wind, 中信证券研究部。定增市盈率=定增价格\*定增前总股本/归母净利润(TTM); 已剔除尚无有效数据和 2015 年净利润为负的企业。

表 10: 六月份新三板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
计算机软件	20.00	30	农业	13.20	2
通用设备	18.58	16	汽车	18.67	2
化学制品	20.69	10	医疗器械	21.04	2
专用设备	20.32	10	影视娱乐	35.41	2
广告营销	40.70	8	装修装饰	17.80	2
电子设备制造	39.62	6	半导体	21.87	1
电子器件	21.58	5	玻璃	22.53	1
互联网	14.58	5	动漫	52.05	1
其他电气设备	21.38	5	纺织	59.65	1
增值服务	18.66	5	服装家纺	11.11	1
畜牧业	30.56	4	港口航运	74.13	1
电池	18.46	4	基本金属	18.58	1
非银行金融	100.63	4	建筑安装	14.00	1
环保	27.97	4	金属制品	13.06	1
建筑施工	21.17	4	零售	24.93	1
输变电设备	17.14	4	其他交运设备	8.18	1
物流	14.89	4	生物医药	149.54	1
化肥农药	23.39	3	石油天然气	30.38	1
化学制药	30.58	3	通信运营	29.89	1
食品	14.82	3	文娱用品	18.71	1
通信设备	11.21	3	小家电	17.12	1
综合	14.55	3	医疗服务	11.58	1
房地产服务	20.29	2	医药商业	31.89	1
广播与电视	65.48	2	造纸印刷	14.31	1
化学原料	24.51	2	照明设备	33.51	1
金属非金属新材料	20.66	2			

资料来源: Wind, 中信证券研究部, 已剔除 2015 年净利润为负的企业。

## 新三板挂牌企业全部股权被收购的案例开始出现

新三板挂牌企业全部股权被收购的案例开始出现。2016 年 6 月，新三板挂牌企业作为交易买方的并购事件总共有 2 例，其中 1 例已通过董事会预案，为鑫融基对郑州万富 30% 股权的收购。除了主动收购以外，新三板企业作为标的方发生的股权转让事件当月发生 2 例。其中包括康跃科技对羿珩科技 100% 股权的收购、国瓷材料对泓源光电 100% 股权的收购等。

表 11：六月份新三板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
2016-06-24	常州世杰 100% 股权	三卓韩一(837704.OC)	通信设备	50.31	111.65	5,168.00	签署转让协议
2016-06-01	郑州万富 30% 股权	鑫融基(832379.OC)	特殊金融服务	0.9978	39.85	4,661.10	董事会预案

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 12：六月份新三板挂牌企业作为交易标的发生的并购事件

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
2016-06-25	羿珩科技 100% 股权	康跃科技(300391.SZ)	电子设备和仪器	—	45.46	90,000.00	董事会预案
2016-06-14	泓源光电 100% 股权	国瓷材料(300285.SZ)	电气部件与设备	1.1	9.92	12,240.00	董事会预案

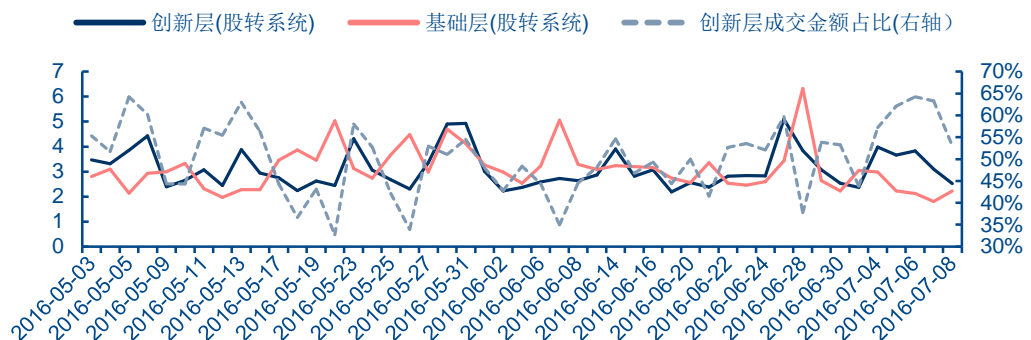
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 市场展望及投资建议

### 寻底新三板

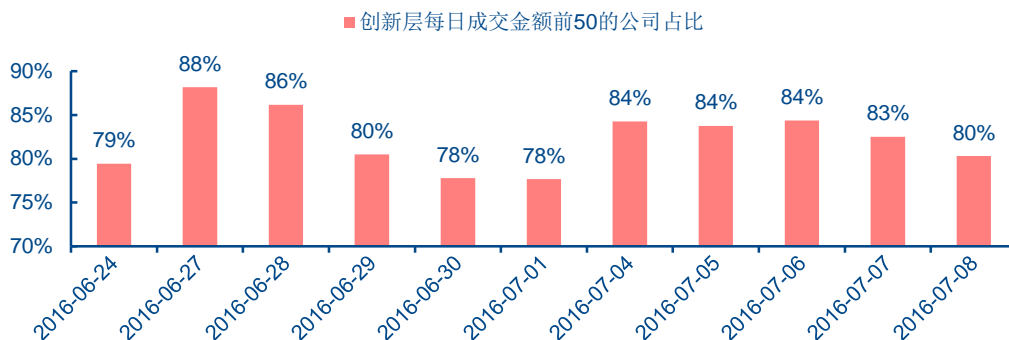
分层政策带来场内成交金额的结构化分化。由于与交易制度相关的基础性配套政策尚未有明确预期，新三板在分层后的整体交投与分层前并无本质上差别。不过，分层政策的引导却带来了新三板场内成交金额结构的进一步分化。我们观察到，创新层成交金额占比从 6 月下旬后出现了明显抬升，接近日均 60% 左右的水平。进一步拆分创新层内部结构可以看到，创新层内部每日成交金额排前 50 的公司，累计的成交金额占创新层总和的比重基本维持在 80% 左右。

图 13：创新层和基础层近两个月成交金额分布（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

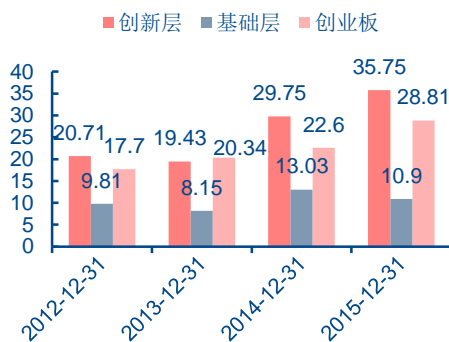
图 14: 创新层每日成交金额排名前 50 累计贡献创新层成交金额占比 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

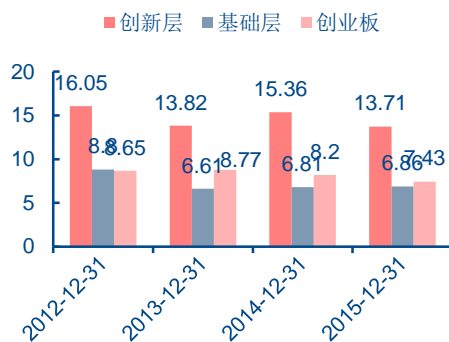
不妨从高德纳技术成熟曲线来重新观察新三板的现状和未来。企业的估值溢价无非来自于成长性溢价和流动性溢价两个方面。事实上，从流动性溢价的角度观察，2014 年下半年做市商制度推出以来，新三板的制度构建虽然进展低于市场预期，但确实处于不断完善和推进的过程之中；而从成长性溢价的角度观察，随着越来越多的企业登陆新三板市场，大样本的数据对照可以看到相对于创业板企业而言，新三板企业作为一个整体并未在盈利能力和成长能力方面体现出压倒性的优势（见图表 3 和 4）。如果把新三板看做中国资本市场上的一项新的“金融资源配置解决方案”，那么高德纳（GARTENR）技术成熟度曲线或许也适用于刻画新三板不同发展阶段的市场热度。从 2014 年中开始，伴随着大量制度红利加快推出的预期新三板开始进入投资人视野，并迅速进入估值迅速抬升阶段。这与高德纳曲线中的科技诞生促动期（Technology Trigger）极其相似。然而，进入 2015 年二季度以后，随着投资者对新三板发展要素、发展条件和发展环境认知的加深，新三板在达到期望峰值（Peak of Inflated Expectations）后逐渐暴露出一些发展中遇到的问题，市场正开始向泡沫化的低谷期（rough of Disillusionment）理性回归。我们认为，这就是新三板各方参与者目前同处的一个背景。从新生事物的客观发展规律来看，新三板作为中国资本市场新的资源配置机制，其稳步爬升的光明期（Slope of Enlightenment）是必然发生的事情，只不过在这之前，投资者和挂牌企业的应对策略必须做出相应调整，而这种调整也正在悄然发生。

图 15: 创新层、基础层和创业板营收增速 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 16: 创新层、基础层和创业板 ROE (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部



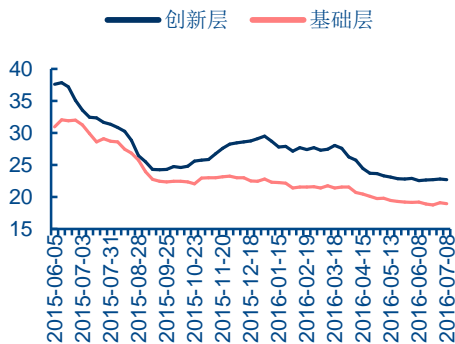
图 17：高德纳技术成熟度指标



资料来源：Gartner，中信证券研究部

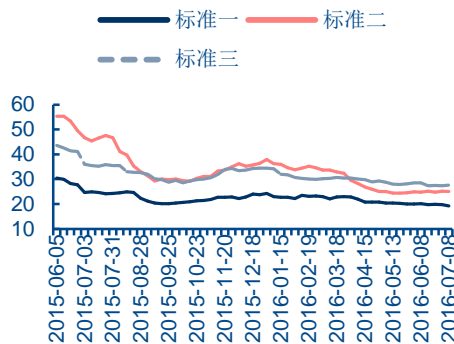
投资者投资思路的变化导致新三板挂牌企业整体估值水平持续回落。截至 2016 年 7 月 8 日，基础层和创新层的挂牌企业市盈率（TTM,中值）已分别降至 19 倍和 23 倍，较去年最高点的估值水平回落近 40%。但是，我们一直强调观察新三板市场必须更加注重对结构性变化的把握。在整体估值水平持续滑落的背景下，符合创新层各标准的企业估值走势则不尽一致。其中，符合标准一的挂牌企业 PE（TTM，中值）在过去一段时间基本维持在 20 倍的区间波动；以市值+股东权益+做市商家数为主要参考的标准三企业估值水平则依然处于从 30 倍向下持续滑落的阶段；以成长能力较好为代表的标准二挂牌企业则开始在 25 倍左右的水平呈现企稳的状态。这意味着，当市场向理性回归之时，新三板投资者所能接受的估值水平以及所秉承的投资策略也逐渐显现出清晰的轮廓。

图 18：创新层和基础层 PE(TTM,中值)



资料来源：Wind，中信证券研究部

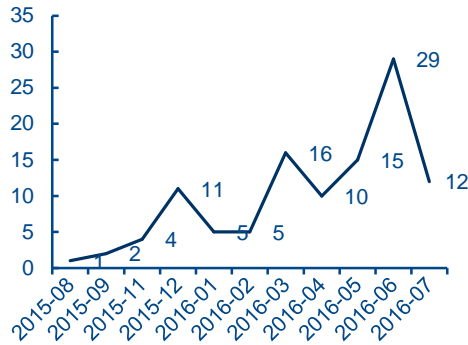
图 19：创新层各标准 PE（TTM，中值）



资料来源：Wind，中信证券研究部

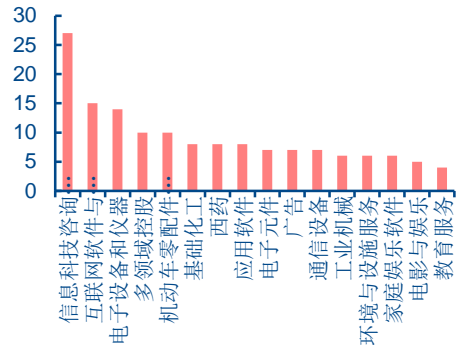
主板并购市场热门标的的交易总价对应 2016 年的估值处于 20 倍上下波动。以董事会预案为观察口径可以看到，主板公司定增并购事件从 2015 年 3 季度开始呈现爆发式增长。2016 年 1-6 月份，主板公司平均每月发布 13 起有关定增并购的董事会预案。从行业分布来看，信息技术、医疗健康、可选消费等行业成为并购标的最为集中的领域；从细分子领域来看，信息科技与咨询、互联网软件与服务、电子设备和仪器、机动车零配件、基础化工、西药、环境设备与服务、家庭娱乐、电影娱乐与教育服务等行业成为最受关注的领域。在我们所观察的 110 例主板公司定增并购资产中，有 55% 的公司与标的资产签订了业绩承诺协议。从交易总价与并购标的所承诺的净利润比值来看，主板公司所并购标的资产对应 2016 年 PE 基本在 15 倍上下，对应 2017 年 PE 基本在 11 倍上下。从标的资产的行业分布来看，高于平均值的行业主要分布在信息科技与咨询、电脑硬件、医疗保健、教育服务等，上述行业交易总价所对应的 2016 年估值基本在 20 倍左右。

图 20：主板公司每月发布有关定增重组预案数



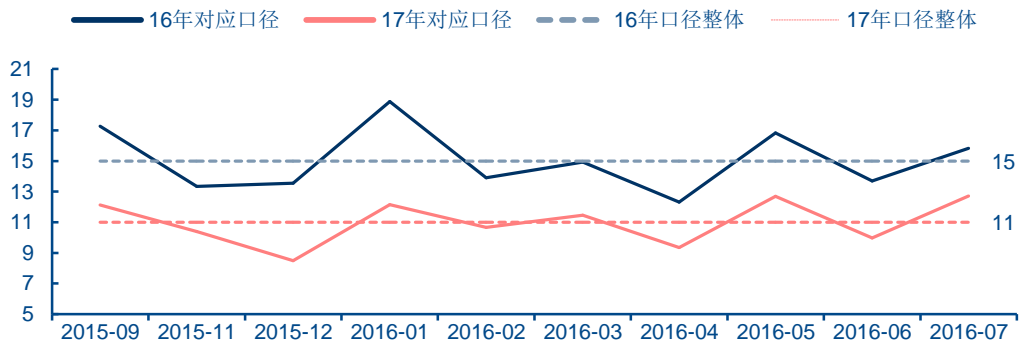
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 21：主板公司拟并购标的所处行业分布



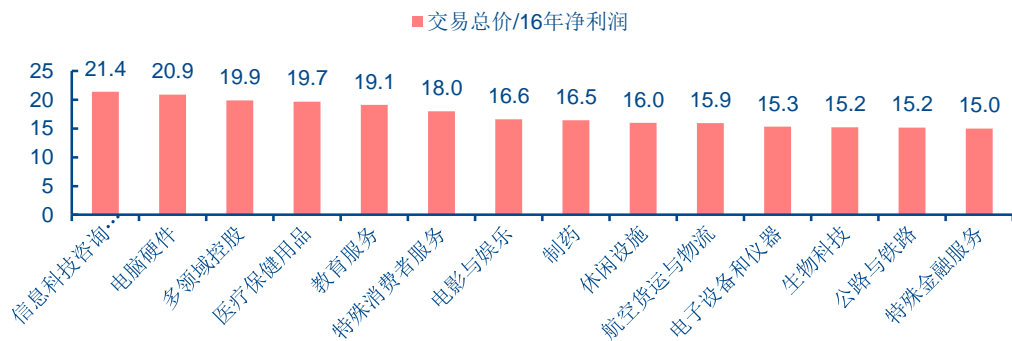
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 22：主板公司每月定增并购标的资产交易总价与 2016/17 年所承诺的净利润所对应的估值倍数



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：主板公司各行业定增并购交易总价与标的资产 2016 年净利润对应的估值倍数

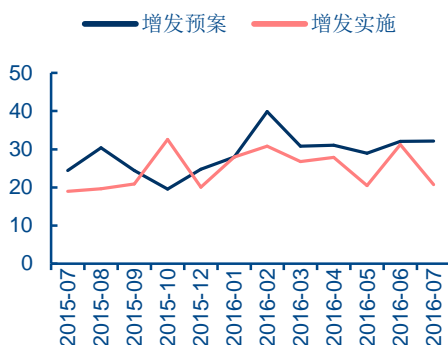


资料来源：Wind，中信证券研究部

新三板作为并购池的重要性正在提升，主板定增并购定价或为新三板估值底部区间提供重要参考。在今年初的时候，我们在策略专题《并购风起，众流归海》中提到，促进新三板并购现象发生的积极因素包括政策放行、估值分化以及产业链整合进程的开启。在中期策略《转换视角，聚焦成长》中也提到“分层后并购手段料将成为新三板投资者最为倚重的退出渠道”，并指出“主板和新三板的流动性溢价在竞价交易全面推出之前将有望维持，这为主板公司收购新三板企业提供了现实条件，在这样的逻辑下，基础层的潜在优质标的投资价值料将显著提升”。分层后，市场的运行基本正在强化此种预判，并呈现出几个新的特征，如

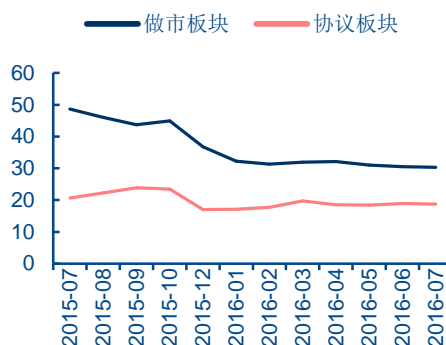
(1) 做市板块估值呈缓慢回归的态势，而这主要是分层前期企业冲击创新层标准三时所带来的冲击消退所致；(2) 协议板块估值维持在 20 倍以下的区间波动，这意味着受流动性预期冲击较小的板块开始进入稳态；(3) 企业增发预案与企业增发实施之间的估值裂口依然存在。如最近一个季度，企业端增发预案的 PE 静态倍数在 30 倍左右波动，然而增发实施完成时的估值则出现较大波动，7 月份该数值已降至 20 倍左右。这意味着在当前的市况下，挂牌企业的融资定价晚于投资者的投资策略也开始发生了转变。当市场参与各方均把新三板定位成一级和一级半市场之时，定价分歧自然减少，交易促成或许也将重新提速，随之而来的便是新的估值定价体系逐渐形成。而主板定增并购的定价中枢或将成为新三板中短期内估值底部区间的重要参考。

图 24：新三板按预案按实施口径的静态增发 PE



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 25：新三板做市板块和协议板块静态 PE



资料来源：Choice，中信证券研究部

**主板公司对新三板的兴趣渐浓。**主板公司业务转型与拓展的诉求与新三板公司上市遇阻的困境共同造成了新三板企业被主板公司收购案增多的局面。6 月份以来，先后有西安旅游、康跃科技、国瓷材料三家主板公司分别对三人行、羿珩科技、泓源光电三家新三板挂牌企业进行了资产收购。与过往情况不同的是，上述三笔交易均是对新三板公司 100% 的股权收购。我们认为，上述交易在此时点发生的现象表明：(1) 随着新三板估值的理性回归，新三板公司的股权价值逐步步入了产业资本所认可的区间；(2) 挂牌企业在经历了估值的“非理性繁荣”之后，也开始对新三板当前的定位和未来发展进程有了更为清晰的认知和了解；(3) 不同成长阶段和不同收入规模企业所对应的估值有明显差异。收入规模大的估值相对较高，这与海外市场的估值定价体系呈现相似的特征。

**完善的分析框架包括流动性、企业盈利和估值比较，优质企业股权价值进入产业资本的视野。**在新三板发展的 1.0 时代，市场各方对制度红利集中释放可能带来的流动性溢价给予了高度关注。但是，市场运行的实际情况显示，新三板流动性的改善不仅取决于场内交易机制的构建进程、市场要素的培育速度，同时也取决于中国金融市场改革的整体推进力度。因此，在新三板发展的 2.0 时代，投资策略可适当将关注重点转移到企业盈利能力以及市场估值变化两大要素。随着市场估值中枢持续向 20 倍左右的区间下沉，优质企业的股权价值已逐渐进入产业资本和长期资金的视野。

表 13：近一个季度以来主板公司收购新三板公司

首次披露日	交易标的	交易买方	交易总价值(万元)	业绩承诺 (万元)			对应 PE			标的公司主营介绍	最新进度
				2016	2017	2018	2016	2017	2018		
2016-07-09	三人行 100%股权	西安旅游	110,400	8000	10000	12500	13.8	11.0	8.8	校园大学生市场数字整合营销	董事会预案
2016-06-25	羿珩科技 100%股权	康跃科技	90,000	5000	6700	8800	18.0	13.4	10.2	智能化成套装备及太阳能电池组件供应商，主要产品面向光伏、激光及高铁等领域。	董事会预案
2016-06-14	泓源光电 100%股权	国瓷材料	12,240	2000	3000	4000	6.12	4.08	3.06	太阳能导电背铝浆料、背银浆料、正银浆料的研发、生产和销售。	董事会预案
2016-04-28	川山甲供应链 2%股权	银亿股份	10,000							综合支持服务	签署转让协议

首次披露日	交易标的	交易买方	交易总价 值(万元)	业绩承诺 (万元)			对应 PE			标的公司主营介绍	最新进度
				2016	2017	2018	2016	2017	2018		
2016-04-23	铁血科技 5%股权	光线传媒	3,914							信息科技咨询与其它服务	签署转让协议
2016-04-19	新安金融 10%股权;新 安资本 10% 股权	新华联	60,000							多领域控股	董事会预案
2016-04-16	众智同辉 20%股权	万顺股份	2,475							电子制造服务	完成
2016-04-01	朝歌科技 4%股权	二六三	2,040							消费电子产品	董事会预案

资料来源: Wind, 中信证券研究部。

## 投资建议

从投资策略的构建而言,我们认为“分化”将是新三板市场的常态。投资策略应对公司的成长性和经营表现赋予更高的权重,因为这决定了公司在未来是否能够享受估值和业绩的“戴维斯双击”,同时它也决定了在新三板流动性环境改善不明朗的情况下,获取成长性溢价是享受估值跃迁的主要手段。我们建议从以下三个方面筛选每月新增挂牌的企业:(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。

**精选 5 家新增挂牌企业。**六月份新三板新增挂牌企业总计 252 家。其中,建议关注的标的包括但不限于德青源、亚洲电力、应达利、德芯科技、华信永道。

表 14: 中信证券研究部新三板 2016 年 6 月精选股票池

代码	简称	总股本 (百万)	收入 (万元)	收入增速 (YOY%)	净利润 (万)	ROE(%)	毛利率(%)	净资产 (万)	所属行业
835923.OC	德青源	450.26	47004	8.83	1672.16	4	27	47974	农林牧渔
837584.OC	亚洲电力	101.25	28985	5.29	5109.98	15	44	35155	电气设备
837645.OC	应达利	60.00	15434	-3.36	1983.10	11	36	17483	电子设备
837611.OC	德芯科技	60.00	15971	23.54	4203.54	39	55	10732	电子设备
837592.OC	华信永道	40.00	6676	17.25	438.01	9	27	4996	信息技术

资料来源: Wind, 中信证券研究部。

注: 财务数据取 2014 年年报; 净利润为扣非后净利润

## 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。

## 中信证券研究部新三板团队覆盖股票

表 15: 中信证券研究部新三板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	85.00	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	360.00	2.54	2.53	13.42	-0.24	31.04	29.41	22.90	197.58	信息技术	做市
430515.OC	麟龙股份	363.38	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

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				
831688.OC	山大地纬	82.75	2.26	2.54	12.06	44.90	37.15	41.66	35.73	122.74	信息技术	做市
832317.OC	观典防务	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	108.50	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	63.00	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
430237.OC	大汉三通	88.14	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
833658.OC	铁血科技	55.87	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
834448.OC	遥望网络	41.47	1.16	1.16	2,113.89	0.00	8.89	8.89	54.78	0.00	信息技术	协议
430021.OC	海鑫科金	190.38	3.65	0.00	4.39	-20.05	56.70	0.00	16.48	313.53	信息技术	做市
835713.OC	天阳科技	137.54	2.23	3.38	17.61	0.00	39.03	49.12	85.66	171.14	信息技术	做市
835955.OC	易流科技	23.30	0.39	0.70	32.60	0.00	-6.50	-10.97	0.00	22.64	信息技术	协议
834968.OC	玄武科技	50.87	1.76	1.76	31.96	0.00	19.88	19.88	45.04	0.00	信息技术	做市
<b>互联网营销</b>												
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	8.70	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	有米科技	78.20	4.09	4.09	458.23	0.00	38.02	38.02	35.33	0.00	信息技术	做市
834157.OC	沃捷传媒	12.92	0.02	0.02	406.56	0.00	-1.60	-1.60	-3.01	0.00	信息技术	协议
831601.OC	威科姆	109.56	3.18	3.78	3.79	46.21	-3.74	11.28	0.39	355.79	信息技术	做市
835505.OC	光音网络	31.80	1.65	3.05	197.64	0.00	24.18	53.77	96.30	37.35	信息技术	协议
834805.OC	淘粉吧	40.25	0.99	0.99	95.16	0.00	20.31	20.31	72.77	0.00	信息技术	做市
<b>教育</b>												
430223.OC	亿童文教	100.00	3.13	3.45	23.69	22.63	75.05	82.49	42.62	218.70	可选消费	做市
430664.OC	联合永道	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	130.38	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
835079.OC	全美在线	55.88	1.52	1.52	82.38	0.00	26.63	26.63	47.15	0.00	可选消费	协议
<b>工业</b>												
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
836019.OC	阿尔特	198.38	3.15	4.98	19.71	0.00	14.54	30.22	7.27	228.86	工业	协议
834809.OC	易瓦特	50.87	1.37	1.37	76.76	0.00	14.67	14.67	30.63	0.00	工业	协议
<b>金融</b>												
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	600.60	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	92.40	1.32	1.43	28.89	17.64	60.98	69.80	22.77	308.01	信息技术	做市
430719.OC	九鼎集团	15,000.00	6.86	9.91	119.50	179.04	342.60	529.07	3.06	12,445.42	金融	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				
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
<b>医药</b>												
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	11.92	0.36	0.38	26.74	15.85	-3.34	-3.34	29.38	14.06	医疗保健	做市
430222.OC	璟泓科技	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	做市
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	协议
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	36.15	0.96	1.28	48.66	78.55	8.27	18.46	25.40	60.16	医疗保健	做市
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
832705.OC	达瑞生物	36.15	0.96	1.28	48.66	78.55	8.27	18.46	25.40	60.16	医疗保健	做市
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	441.00	0.00	0.01	0.00	1,313.33	-26.07	-39.24	-18.94	114.17	医疗保健	协议
834480.OC	丽都整形	60.00	1.73	0.00	29.78	0.00	8.06	0.00	70.92	0.00	医疗保健	协议
430047.OC	诺思兰德	105.04	0.01	0.00	-64.53	10.38	-15.01	0.00	-9.51	110.86	医疗保健	协议
831550.OC	成大生物	360.00	9.37	0.00	10.10	8.67	425.54	0.00	25.92	1,596.38	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	华强方特	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
831226.OC	聚宝网络	24.49	0.83	0.76	17.51	-19.10	26.64	16.71	31.96	165.29	可选消费	做市
831015.OC	小白龙	57.63	1.12	1.25	3.89	24.47	12.22	11.67	10.96	116.90	可选消费	做市
833745.OC	恐龙园	165.00	4.45	4.45	7.42	0.00	53.59	53.59	10.84	0.00	可选消费	协议
834195.OC	华清飞扬	31.80	1.68	0.00	26.24	0.00	34.06	0.00	32.67	155.00	可选消费	做市
835188.OC	景域文化	90.00	13.96	0.00	98.28	0.00	-162.16	0.00	-640.03	0.00	可选消费	协议
834949.OC	耀客传媒	60.00	2.09	2.60	264.90	0.00	31.10	21.45	44.92	105.03	可选消费	协议
835885.OC	唐人影视	106.29	0.78	1.19	93.52	0.00	17.68	29.23	7.32	285.29	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	79.47	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

注: 截止日期为 2016 年 7 月 8 日

## 近期研究成果回顾

### 新三板市场策略随笔系列之四——关于新三板分层后估值跃迁的思考 (2016/6/7)

分层方案短暂刺激交投，成交金额回归常态。我们取 Wind 统计的 1024 家和 choice 统计的 946 家有交集的 932 家公司作为准创新层样本进行分析。从成交金额来看，分层刺激新三板 5 月 30 日当天成交金额达到 9.59 亿元后，市场活跃度逐步回归至分层前的状态。从成交金额占比来看，分层前后市场结构并未发生明显变化，准创新层公司成交金额占比依然维持在 50%-60% 的区间波动。

准创新层内部结构分化，37% 的公司未有成交。截止 6 月 3 日，准创新层的 932 家公司中依然有 346 家公司未有成交，占比达 37.2%；区间成交总额（5 月 30 日-6 月 3 日）分布在 500 万元以下的公司有 512 家，占比高达 55%；从结构上看，区间成交总额小于 2500 万元的公司，累计贡献成交额 10.49 亿元，占比高达 53%，区间成交金额高于 5000 万元的公司，累计贡献成交额 7.96 亿元，占比为 40%。从个股的分布来看，准创新层内区间成交金额排名前 10 的公司累计贡献成交额 44%，仅联讯证券一家公司贡献成交额就达到 16%。

符合创新层标准二的公司更受市场关注。从换手率的角度来看，符合标准二的准创新层公司过去一周平均换手率从分层前的 0.21% 小幅提升到 0.26%，并且基本维持上升态势。从结构上看，准创新层公司中换手率超过 1% 的 105 家挂牌企业中符合标准二的公司数为 38 家，占比达到 36%。

由于市场流动性不足，分层后整体估值变化暂并不明显。准创新层和准基础层的 PE（整体法，上年年报计算）在过去一周的均值分别为 23 倍和 31 倍。我们认为造成这种情况的因素主要有两个：首先，准基础层有 85% 的挂牌企业采取协议转让的方式，而准创新层的公司中 64% 的公司采取做市转让的方式，准基础层挂牌企业成交价格的公允性有待提升；其次，创新层标准一内的挂牌企业相对成熟，净利润占比接近新三板整体的 20%，但是其营收增速仅仅为 2%，拉低整体的估值水平。

但是，成长性溢价已领先于流动性溢价开始出现。我们选用了中位数法观察准创新层和准基础层的市盈率水平。可以看到，在分层后一周内，准基础层的市盈率延续了下行态势，而准创新层的市盈率则出现了小幅上升的态势，准创新层较准基础层小幅溢价为 16%，而标准二、标准三、以及同时符合标准二和标准三的板块市盈率分别为 25 倍、29 倍以及 44 倍。对于这些定价相对公允的准创新层企业而言，市场的差异化定价依然是存在的，并且，投资者对那些商业模式有创新并且处于快速成长阶段的公司也赋予了相应的成长性溢价。

在市场流动性环境改善不明朗的情况下，赚取成长性溢价逐渐成为共识，投资者未放松对基础层公司的布局。数据显示，分层后准基础层挂牌企业的换手率并未出现显著下降，甚至比新三板整体表现更好。我们对中国台湾柜台市场和纳斯达克市场转板公司的研究均表明，优质公司的估值跃迁主要取决于成长性溢价。对于大部分的优质公司而言，由于其质地相对优异，在转板前就已有估值溢价，往往在转板后估值提升并不明显。

对于新三板而言，考虑到分层后的交易制度创新，投资者结构的差异是未来导致创新层相对于基础层出现流动性溢价的主要因素，这是新三板与境外市场的不同之处。但是，我们依然认为获取成长性溢价才是享受估值跃迁的关键，因为“分化”是新三板市场的常态。投资策略应对公司的成长性和经营表现赋予更高的权重，这决定了公司在未来是否能够享受估值和业绩的“戴维斯双击”。

## 新三板教育行业深度研究报告之三—K12 课外培训行业：积跬步以致远，沐春风而日新（2016/7/12）

**报告源起：**中小学（K12）课外培训行业已在资本市场形成巨大产业集群，一线龙头机构美股 IPO、二线老牌机构拟被主板并购、初创优质机构挂牌新三板。中小学义务教育阶段举足轻重且以应试为纲，校外培训作为校内学习的有效补充，已形成教育产业中最大的产业集群，且行业内众多优质公司均已或即将登陆资本市场：**（1）美股：**新东方、好未来；**（2）A 股主板：**学大教育（银润投资）、龙文教育（勤上光电）、昂立教育（新南洋）、京翰英才教育（恒立实业）、精锐教育等；**（3）新三板：**佳一教育、明师教育和龙门教育等；**（4）一级市场：**巨人教育、卓越教育、凹凸教育等。

**K12 课外培训行业供需分析：海量市场空间，竞争格局高度分散。**（1）需求端：中小学阶段巨大的人口基数、二胎政策红利和家庭收入的提升驱动行业拥有广阔空间。我们测算 2015/2020 年行业市场规模约 5000 亿元和 1.2 万亿元，5 年 CAGR 约 18%。（2）供给端：K12 课外培训市场竞争格局高度分散，目前全国约 20 万家中小学培训机构，新东方、好未来和学大教育的 CR3 收入占比仅约 2%。我们认为市场份额有望加速向拥有品牌、管理和资本优势的公司集中。

**从业公司成长路径：内生增长品质重于规模，同行业外延扩张道阻且长，跨行业外延扩张构筑生态。**（1）内生性成长方面，K12 课外培训机构核心成长逻辑在于“一地成功，异地复制”，可沿着地域、学科、年级和授课模式四大成长维度进行扩张，但是品质管控重于规模扩张。（2）外延扩张方面，同行业内横向并购虽然有助于规模的快速扩大，但是管理难度也随之大幅提升，安博和巨人的横向并购战略均收效甚微；由于教育产业细分行业众多，上市/挂牌公司借助资本力量，进行跨赛道的纵向并购已是众多企业的重要成长路径。

**行业趋势：资产证券化元年开启，三四线城市孕育巨大机会。**（1）《教育法》对“教育资产不以营利为目的”进行修法且《民办教育促进法》三审在即，非学历类教育资产上市/挂牌料将不存在大的障碍，K12 课外培训机构有望加速资产证券化。（2）区域市场空间增速不一：一线城市市场巨大但增速平稳，二三四线城市增长快速，我们认为一线、二线和三四线城市未来 5 年 CAGR 约 10%、20%和 30~50%。（3）高考教改使语文、数学、外语的重要性大幅上升，语数外培训的市场份额有望快速提升。（4）教育+互联网：融合而不是颠覆。我们预计未来主流仍将是线下面授教学，互联网难以颠覆线下培训机构，但有助于优质的线下机构拓展三四线城市市场，未来最大的教育企业大概率是拥有在线教育基因的线下机构。（5）中高考复读和自主招生等新兴赛道有望实现错位竞争。

**看好小班模式；看好拥有标准化课程、精细化管理、品牌积淀、互联网基因的从业公司；看好精选细分赛道和深耕二三四线城市的初创培训机构。**（1）标准化课程体系是“去名师化”、快速异地扩张和教学过程可控的核心；（2）精细化管理：优秀的管理模式和“合伙人制”利益分配是异地直营校良好运营的核心；（3）长期品牌积淀：高口碑将有望大幅降低招生成本；（4）互联网基因：是提供增值服务和布局三四线城市的关键。

**风险因素：**教育政策变化、市场竞争加剧等。

**行业判断和投资策略。**我们看好 K12 课外培训行业的发展前景，优秀的培训机构往往具备高定价权和较高的学生留存率、续费率和满班率，因此拥有良性现金流和较强盈利能力。（1）新东方和好未来作为行业两大龙头公司，具备品牌、管理和资本等核心竞争力，有望受益于行业增长和集中度提升；（2）新三板挂牌的初创公司中，重点推荐布局新兴赛道和拥有强大管理能力的**龙门教育**（安博京翰前高管+高考复读班）、**明师教育**（好未来前高管+中高考复读班）；搭建标准化课程体系、深耕二三线城市并以数学培训业务为主的**佳一教育**。（3）学大教育等老牌机构在被主板公司并购之后，有望在强大的资本助力下，进行跨行业的并购整合和生态圈搭建。



## 易瓦特（834809）投资价值分析报告—全产业链布局的工业级无人机龙头（2016/7/13）

**国内工业级无人机领先企业。**易瓦特成立于 2010 年，主营无人机整机、周边设备制造及飞行服务、培训服务和电力产品等。公司是国内无人机电力巡检领域的龙头之一，目前正在向新闻影视、物流等领域拓展。2015 年收入 2.12 亿元（2013-2015 年 CAGR65.6%），其中无人机业务收入占比 62%，净利润 2353.6 万元（2013-2015 年 CAGR154.6%）。

**行业高速增长，产业链逐步清晰。**仅按照硬件口径测算，2015-2018 年无人机市场 CAGR 在 65%左右。航拍、农业、安防和电力是无人机的主要应用领域，预计 2025 年市场空间约 300/200/150/50 亿元。目前大部分无人机企业集中在研发和制造环节，随着下游应用的拓宽和深化，制造商业务料将逐步下沉；未来，飞行服务有望升级为无人机行业的下一片蓝海，飞手、无人机的数量和质量会成为相关企业的核心竞争力；短期来看，无人机培训是企业向客户提供的配套服务之一，长期来看，市场空间有望达到数十亿元。

**易瓦特位列工业级无人机领域第一梯队。**我们对行业内主流的无人机企业进行了梳理，总体呈现一超多强的态势，大疆是民用无人机行业龙头。在工业级领域，易瓦特和观典航空两家新三板企业的业绩居领先地位，2015 年无人机业务收入分别为 1.31、0.6 亿元。易瓦特在无人机领域布局广泛，机型更加全面，而且拥有相对较强的培训实力，后期增长可期。

**布局制造、服务等关键环节，打造五大产业集群。**公司的产品线全面，覆盖了多旋翼、固定翼和无人直升机三大系列，在无人机周边产品领域也布局较多；易瓦特在无人机培训方面实力强劲，是首家获得 AOPA 认证的培训机构，同时也是 8 个考点之一；公司正在向飞行服务领域进军，出色的培训实力和全面的产品线有助于迅速打开市场；2015 年底，投资 200 万元参股优云智翔，易瓦特正式完成对无人机云系统的布局。未来，公司料将在整机制造、机载设备、核心部件、无人机服务和大数据互联网平台等领域持续发力，通过内生式增长和外延式投资打造五大产业集群。

**纵向深耕电力巡检，横向拓展其他应用领域。**电力巡检是无人机应用的重要领域之一，2015 年国网采购了近 300 架无人机代替人工巡线。易瓦特是电力巡检领域的龙头之一，我们认为，随着无人机电力巡检模式的逐步推广，公司业绩将呈现稳定增长的态势。2015 年，公司顺利进入新闻航拍领域，新华网贡献收入 1359 万元。在未来几年内，公司将重点布局警用消防、新闻影视、国土测绘、物流配送、农林植保、婚庆旅游、能源巡检等领域。

**风险因素。**行业监管风险；产品技术替代风险；市场拓展风险。

**估值分析。**预计 2016/2017/2018 年公司无人机整机制造及周边设备收入分别为 1.67/2.29/3.14 亿元，增速为 37.8%/37.4%/36.8%，无人机服务业务收入分别为 1701/3150/5882 万元，增速为 83.4%/85.2%/86.7%。截止 2016 年 7 月 4 日，新三板、A 股无人机板块无人机标的对应 2014/2015 年平均 PE 分别是 69X/31X、299X/95X；一级市场被并购的无人机标的资产，2015 年 PE 均值为 108X。公司 2014/2015 年收入和净利润分别为 1.37/2.12 亿元、0.17/0.24 亿元，公司目前无流通股，按照最近一次定增价格 10 元/股计算，对应 2014/2015 年 PE31X/22X。

## 唐人影视（835885）新三板公司投资价值分析报告—精品制作提升 IP 价值，多元布局打造全娱乐生态（2016/7/8）

唐人影视是一家专注于精品剧和艺人经纪业务的全产业链影视公司。公司依靠强大的影视制作和发行团队曾先后推出《仙剑奇侠传》、《步步惊心》、《轩辕剑之天之痕》、《无心法师》等多部热播作品，旗下签约艺人有胡歌、刘诗诗、古力娜扎等人气明星。公司核心管理团队经过十余年的发展，深耕年轻精品剧的制作发行树立起行业品牌。2015 年公司业绩高速增长，实现营收 2.9 亿元，同比增长 271%，净利润 8867 万元，同比增长 344%。

我国电视剧产业进入成熟期，竞争加剧精品争流。我国电视剧产业经过三十年发展，现已进入成熟阶段，行业竞争加剧，新剧发行数量在 2012 年达到高峰后趋稳回落。过去 5 年我国电视剧市场实现稳定增长，CAGR 达 20.3%。题材上看，IP 改编作品称霸势头不减，古装、玄幻题材备受追捧。“一剧两星”和内容审查趋严等政策推动行业向精品化制作的方向发展。

电视剧制作机构是产业链的核心主体，“优质内容+制作实力+渠道资源”成为在激烈竞争中实现突围的关键因素。在内容上，围绕优质 IP 改编的精品剧正引领收视狂潮，凭借在收视率上的强大优势，版权售价水涨船高；在制作上，强大的创制团队可将非顶级 IP 通过精心再创作实现收视和口碑的双赢，打造专属的精品剧 IP 效应；而在渠道上，受传统电视端播放能力的限制和消费者观剧方式转变的影响，网络剧伴随映播平台的发展而快速崛起，付费观剧成为趋势，同时也为优质 IP 的二次创作打开空间。

唐人影视立足内容制作，巩固 IP 价值管理能力。（1）核心团队创作实力雄厚，合作稳定。核心创作团队单台收视破 1% 的过往作品数量达 11 部，与多位知名编剧、导演及胡歌、刘诗诗等一线明星深度合作。核心创作人员与艺人持股强化团队稳定性；（2）专注年轻精品剧，IP 跨界改编业内领先。公司针对 15-35 岁受众打造年轻精品剧，是国内仙侠类影视制作的标杆企业，2014-15 年上映的 4 部作品收视均破 1%。公司拥有《仙剑》、《秦时明月》、《梦幻西游》等大热游戏动漫 IP，凭借跨界改编相关影视作品都获得了超 20 亿的网络播放量；（3）优质 IP 储备丰富。公司围绕 ACGN 优质资源，坚持跨界改编打破次元壁。近半年已有《秦时明月》、《青丘狐传说》、《女医明妃传》、《旋风十一人》、《云之凡》相继上星热播。预计 2016-17 年均有 6 部作品落地，业绩增长空间巨大，未来 3 年营收 CAGR 达 74.8%。

自身制作优势+专业外部合作，打造全娱乐生态闭环。（1）立足精品制作，强化网剧及艺人经纪业务。公司 2015 年首部自制网剧《无心法师》累计播放量达 11.6 亿，收视与口碑双赢，还有 4 部作品正在筹备。公司旗下拥有胡歌、刘诗诗、娜扎等 15 位艺人，大量影视项目有望保障一线艺人的高人气和新晋艺人的快速成长；（2）初探影游联动挖掘 IP 价值。伴随《青丘狐传说》的热播，公司与紫龙互娱合作推出同名手游，首月流水突破 1 亿元，实现微利并深化 IP 价值；（3）布局影视发行及直播平台，打造全娱乐生态。公司 2016 年先后投资了联瑞影业和米熊科技。联瑞影业位居国内电影发行商第一梯队，2015 年发行影片 6 部、总票房 45 亿元，其中包括《捉妖记》、《终结者》、《美人鱼》等。此外，公司投资米熊科技进军视频直播以加强优质内容的线上互动，进一步完善全娱乐生态闭环。

风险因素。市场竞争加剧的风险；政策监管风险；影视剧适销性的风险；客户集中度较高的风险；收入及现金流周期性波动的风险。

估值分析。我们预计唐人影视 2016-18 年净利润分别为 2.18、3.74 和 4.74 亿元，对应 EPS 为 2.05、3.51 和 4.46 元。目前公司处于协议转让阶段，且无流通股，暂时无法给出估值。

## 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
<b>股票评级</b> 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；
<b>行业评级</b>	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中搜网络（430339）、麟龙股份（430515）、山大地纬（831688）、观典防务（832317）、福昕软件（832422）、大汉三通（430237）、万极科技（833967）、铁血科技（833658）、瓦力科技（832638）、海鑫科金（430021）、天阳科技（835713）、玄武科技（834968）、银橙传媒（830999）、点点客（430177）、有米科技（834156）、威科姆（831601）、光音网络（835505）、淘粉吧（834805）、亿童文教（430223）、北教传媒（831299）、嘉达早教（430518）、融信租赁（831379）、汇元科技（832028）、天阶生物（430323）、璟泓科技（430222）、可恩口腔（830938）、莲池医院（831672）、达瑞生物（832705）、赛莱拉（831049）、新眼光（430140）、金天地（430366）、能量传播（833482）、华强方特（834793）、聚宝网络（831226）、小白龙（831015）、瀚能新材（831170）、阿拉丁（830793）、圣泉集团（830881），按照企业公告信息，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/或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。