

## 新三板策略

报告  
原因：年度策略

2017 年 01 月 18 日



三板成指与三板做市走势图



新三板市场估值

分析师

张红兵

执业证书编号：S0760511010023

Tel：010-83496356

E-mail：

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

徐治翔

Tel：010-83496311

xuzhixiang@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 国贸中心 A 座  
28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国  
际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

## 精挑细选，耐心等待

看好

维持  
评级

策略研究/年度报告

### 投资要点：

- **2016 年局部热点突出，2017 年将稳中有升。**上一篇报告我们预计 2016 年年底挂牌数将过万，市场主基调为由“量”转向“质”，并购及转板将持续升温，相关数据指标也印证我们的判断，诸如退市企业数进一步增多，并购市场风起云涌，拟转板企业数也持续增加。同时，2016 年下半年也出现一些新的变化，诸如做市企业数量持续下降，11、12 月出现较多做市企业转为协议，协议转让交易活跃，2016 年年底市场估值有所上扬。我们认为 2017 年将延续“播种期”，市场情绪缓慢回升。
- **政策供应是市场最大的红利。**目前市场存在诸多问题，流动性差等问题短期内难以解决，靠市场自身解决问题的能力较低，制度供应显得尤为必要。2016 年股转公司及证监会针高层针对新三板市场频频发声，政策释放频率更快，更加贴近市场实际问题，政策方向也从“放量”开始向“重质”转变，更加强调市场规范及公司规范治理。针对市场目前存在的实际问题，我们大胆提出相关未来政策导向及市场演变方向。
- **多角度覆盖投资领域。**上一篇报告我们提及行业+公司的筛选方法建立股票池，我们仍然坚持此种方法寻找市场中具有较高投资价值的企业。除了按照基本面选择投资标的的外，我们也强调政策调控所带来的机会，我们建议关注拟 IPO 的相关企业。经过分析及实地调研，山西证券新三板团队也整理出具有较高投资价值的标的，建议关注。
- **风险提示。**宏观经济下行超预期；政策红利释放不及预期；IPO 政策发生变化。

## 目录:

<b>1. 前言</b>	<b>1</b>
<b>2. 聚焦市场热点</b>	<b>1</b>
2.1 市场容量破万, 2017 年挂牌速度大概率减缓	1
2.2 新增做市骤减, 近期多企业做市转协议	2
2.3 退市数量增加, 常态化仍需制度供应及时间	3
2.4 历经调整期, 2016 年年底估值有所回升	5
2.5 并购市场风起云涌	6
2.6 IPO 转板持续升温, 2017 年或多家企业转板	6
2.7 中国版纳斯达克? A 股预备板?	10
<b>3. 市场分析及展望</b>	<b>11</b>
3.1 宏观: 市场分析	11
3.1.1 股权市场将成 2017 年重要投资方向	11
3.1.2 供给侧主基调, 大众创业万众创新	13
3.1.3 股权基金规模扩张, IPO 提速明显	14
3.2 中观: 新三板市场篇	16
3.2.1 2016 年: 回调盘整, 2016 年年底 IPO 概念股爆发	16
3.2.2 2017 年: 二季度为重要窗口期, 市场将稳中有升	17
3.3 中观: 新三板政策篇	19
3.3.1 2016 年证监会及股转中心针对市场频频发声	19
3.3.2 2016 年股转针对市场政策相继出台	19
3.3.3 2017 年可能的政策预期	20
3.4 微观: 新三板市场结构分析及展望	22
3.4.1 企业市场结构: 二八定理	22
3.4.2 投资者市场结构: 量少单一	23
3.4.3 中介机构市场结构: 百家争鸣	24
<b>4. 投资策略</b>	<b>24</b>
4.1 政策层: IPO 概念股	24
4.1.1 扶贫 IPO	24
4.1.2 关注已申请上市辅导企业	27



<b>4.2 价值层：财务+战略新兴行业 .....</b>	<b>30</b>
<b>4.3 山西证券新三板团队重点研究领域.....</b>	<b>31</b>
4.3.1 教育：幼儿教育+职业教育 .....	31
4.3.2 新材料：锂电池+OLED+石墨烯.....	32
4.3.3 环保：PPP .....	33
4.3.4 新零售：全渠道+内容电商+淘品牌资本化 .....	34
4.3.5 医药：重组人源胶原蛋白+血液透析+精准医疗+养老产业.....	34
<b>5. 风险提示 . . . . .</b>	<b>36</b>

## 1. 前言

上篇报告我们认为 2016 年市场处于重要调整期。2016 年上半年市场多数指标不尽如人意，交易量低，流动性不佳，市场估值持续下跌，估值从年初 30 倍下行至年中 25 倍附近；从 2016 年下半年指数走势及估值来看，从 8 月份开始，市场估值持续在 25 倍上下震荡，12 月数据显示，2016 年年底估值回升，接近 25.5 倍。

我们亦提及政策红利预期及释放，从 2016 年下半年股转及证监会领导层的讲话及相关政策出台的频率来看，政策制定更加偏向市场治理，更加贴近市场所暴露的问题，随着股转领导层人事落定，政策完善空间值得期待。

从时间维度来看，前期诸多的基金产品将从 2017 年第二季度开始集中到期；从空间维度上看，市场估值经过调整将越来越接近合理估值水平。我们认为 2017 年是价值发现，“播种”优质企业的重要时期。

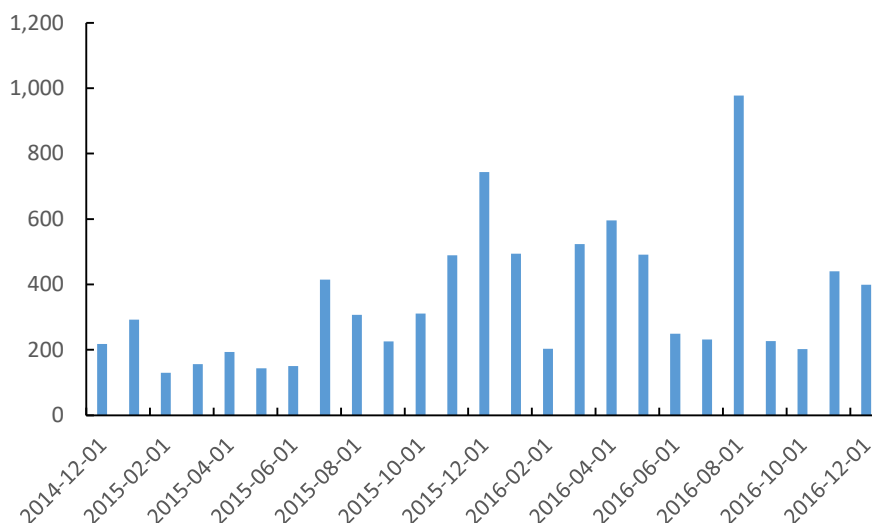
## 2. 聚焦市场热点

### 2.1 市场容量破万，2017 年挂牌速度大概率减缓

12 月 19 日，新三板市场突破 10000 家挂牌企业，2016 年增加将近 5000 家挂牌企业，市场容量翻番。从增量来看，2015 年下半年及 2016 年上半年新增挂牌企业数较多，2016 年年末挂牌增速有所放缓。

2016 年上半年监管机构相继出台《全国中小企业股份转让系统自律监管措施和纪律处分实施办法（试行）》、《全国中小企业股份转让系统主办券商内核工作指引（试行）》、《全国中小企业股份转让系统主办券商执业质量评价办法（试行）》等一系列强监管等规范性措施。随着市场监管的加强及券商受考核评分的压力，预计 2017 年新增挂牌数进一步下降。

图表 1：每月挂牌数



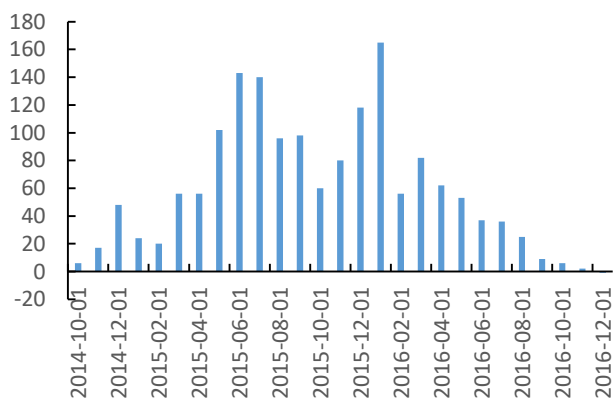
数据来源：choice、山西证券研究所

## 2.2 新增做市骤减，近期多企业做市转协议

从新增做市企业数量来看，2016 年挂牌数逐月递减，12 月份出现负值（主要原因为近期部分企业集中做市转协议）；从已挂牌做市企业来看，交易量额均有所下降。

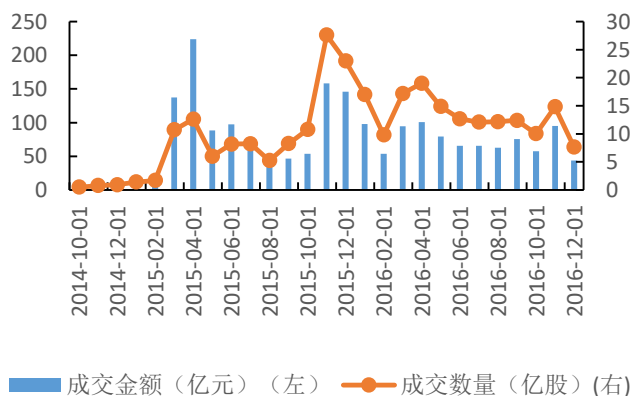
每月新增做市企业数减少主要有以下几个原因：一是部分做市企业市场融资及估值未得到体现，价值发现不及预期，遂改为协议；二是部分企业存在转板预期，为减少未来转板不确定性（主板与新三板规则存在诸多出入，诸如股东人数等问题），多数企业转为协议以规避风险。

表 2：新增做市数



数据来源：choice、山西证券研究所

图表 3：做市企业成交量额

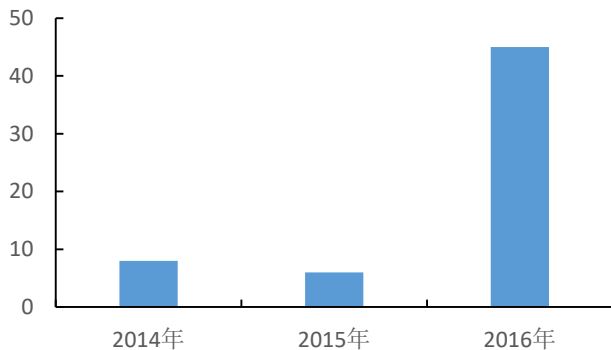


数据来源：choice、山西证券研究所

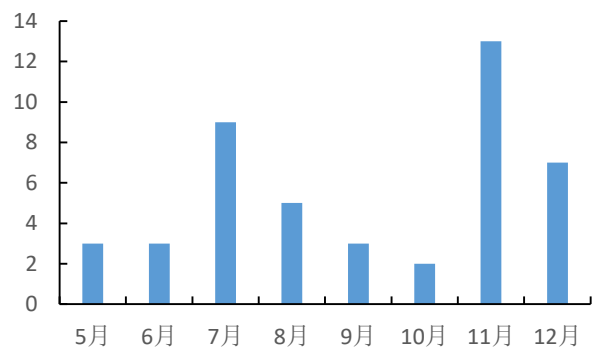
## 2.3 退市数量增加，常态化仍需制度供应及时间

2016 年以来，除转板及并购外，开始出现主动+强制摘牌企业，共有 40 多家企业摘牌，相比往年数量大幅增加，意味着新三板市场越来越向流动型市场发展。自 5 月份开始，每月平均有 5 家企业退市，11 月单月有超过 10 家退市企业；2016 年因为未在法定规定日期内公布报告而强制摘牌的共有 5 家企业。值得注意的是世纪空间（835225.OC）成为首家退市的创新层企业，于 12 月 5 日摘牌。

图表 4：近两年退市企业数



图表 5：2016 年月度摘牌企业数



数据来源：choice、山西证券研究所

数据来源：choice、山西证券研究所

稳定有序的退市制度对于容量较为庞大的新三板市场来说至关重要，目前市场容量已过万，挂牌上市公司数量是主板的三倍多，量大质异，行业纷杂，给市场各方参与者来说信息搜集成本普遍较高。参考国外较为成熟的纳斯达克市场，正是其严格的退市制度，才使得美国产业优胜劣汰，新型产业不断替代老旧产业，实现经济结构与时俱进、不断转型。

目前强制摘牌的企业均是由于信息披露不及时或不能满足股转系统信息披露要求而被强制摘牌，仍属于制度性规范而被摘牌。主动摘牌的企业较为复杂，除去有转板预期及并购预期的企业外，企业主动摘牌较大可能是因为市场不能满足其融资需求，自身活动却受市场规则制约，需支付相关费用，按时披露企业相关信息，据不完全统计，2016 年摘牌的企业中有超过 70%的企业自挂牌无交易记录。

图表 6：2016 年强制摘牌企业一览（截至 12 月 14 日）

代码	名称	摘牌日期	挂牌日期	交易天数	摘牌原因
430154.OC	中科通达	2016-12-13	2012-10-25	13	其他被终止上市的情形

839087.OC	迁徙股份	2016-12-13	2016-08-18	0	其他被终止上市的情形
834899.OC	恒大文化	2016-12-07	2015-12-04	0	其他被终止上市的情形
831848.OC	合信达	2016-12-06	2015-01-23	0	其他被终止上市的情形
833083.OC	爱林至善	2016-12-05	2015-08-07	0	其他被终止上市的情形
834032.OC	天融信	2016-12-05	2015-11-02	0	其他被终止上市的情形
835225.OC	世纪空间	2016-12-05	2016-01-06	1	其他被终止上市的情形
833270.OC	沃福枸杞	2016-11-28	2015-08-25	1	其他被终止上市的情形
430631.OC	早康枸杞	2016-11-25	2014-01-24	0	其他被终止上市的情形
833304.OC	申昊科技	2016-11-25	2015-08-13	0	其他被终止上市的情形
836526.OC	船牌日化	2016-11-25	2016-04-05	0	其他被终止上市的情形
835154.OC	昌盛日电	2016-11-18	2016-01-19	0	其他被终止上市的情形
836538.OC	网城科技	2016-11-17	2016-03-29	0	其他被终止上市的情形
836423.OC	网营科技	2016-11-16	2016-05-03	0	其他被终止上市的情形
833092.OC	健耕医药	2016-11-09	2015-07-29	0	其他被终止上市的情形
835552.OC	中汇瑞德	2016-11-07	2016-01-11	1	其他被终止上市的情形
834535.OC	远特科技	2016-11-03	2015-12-01	0	其他被终止上市的情形
835497.OC	金桥教育	2016-10-20	2016-01-20	0	其他被终止上市的情形
830897.OC	志向科研	2016-10-13	2014-07-29	39	其他被终止上市的情形
837139.OC	时间互联	2016-09-22	2016-04-22	0	其他被终止上市的情形
836824.OC	鸿翔股份	2016-09-21	2016-04-22	0	其他被终止上市的情形
835758.OC	鑫高益	2016-09-09	2016-02-24	0	其他被终止上市的情形
430711.OC	泓源光电	2016-08-30	2014-04-24	6	其他被终止上市的情形
831310.OC	航嘉电子	2016-08-22	2014-11-13	0	其他被终止上市的情形
831347.OC	大禹阀门	2016-08-17	2014-11-13	18	其他被终止上市的情形
832269.OC	耶萨智能	2016-08-10	2015-04-13	0	其他被终止上市的情形
832668.OC	无锡环卫	2016-08-01	2015-07-01	0	其他被终止上市的情形
831245.OC	扬开电力	2016-07-08	2014-10-31	24	其他被终止上市的情形
835424.OC	宝莲生物	2016-07-08	2016-01-20	38	其他被终止上市的情形
831164.OC	腾楷网络	2016-07-08	2014-09-29	110	其他被终止上市的情形
833259.OC	新泰材料	2016-07-08	2015-08-10	0	其他被终止上市的情形
832122.OC	泽辉股份	2016-07-08	2015-03-17	0	其他被终止上市的情形
834981.OC	ST 实杰	2016-07-08	2015-12-17	0	其他被终止上市的情形
832700.OC	卡松科技	2016-07-07	2015-07-07	0	其他被终止上市的情形
834435.OC	东田药业	2016-06-30	2015-11-24	0	其他被终止上市的情形
834229.OC	南京微创	2016-06-14	2015-12-22	0	其他被终止上市的情形
834024.OC	华夏科创	2016-06-13	2015-10-29	0	其他被终止上市的情形
430436.OC	万洲电气	2016-05-12	2014-01-24	3	其他被终止上市的情形
833045.OC	禾健股份	2016-05-11	2015-07-29	0	其他被终止上市的情形
831180.OC	华苏科技	2016-05-03	2014-10-14	126	其他被终止上市的情形

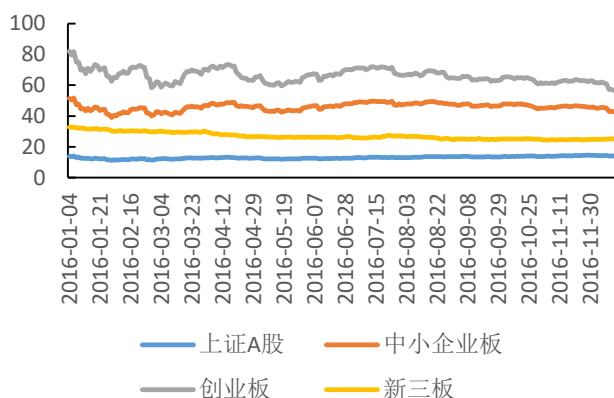
数据来源: choice、山西证券研究所



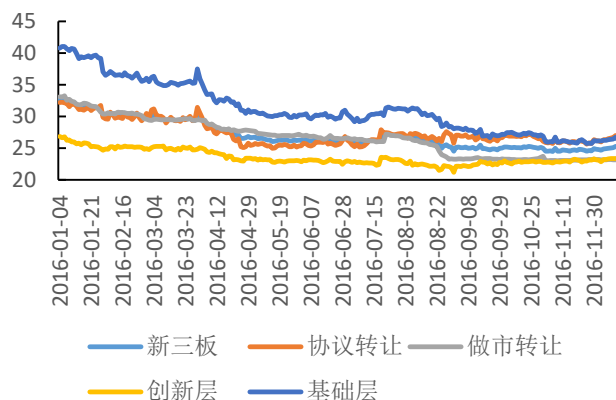
## 2.4 历经调整期，2016 年年底估值有所回升

市场从 2016 年年初将近 30 倍估值下降至年底 25 倍估值附近，并在 25 倍估值经历较长调整期。做市转让和创新层估值趋同，略高于 20 倍估值。

图表 7：新三板与主板各市场估值



图表 8：新三板估值

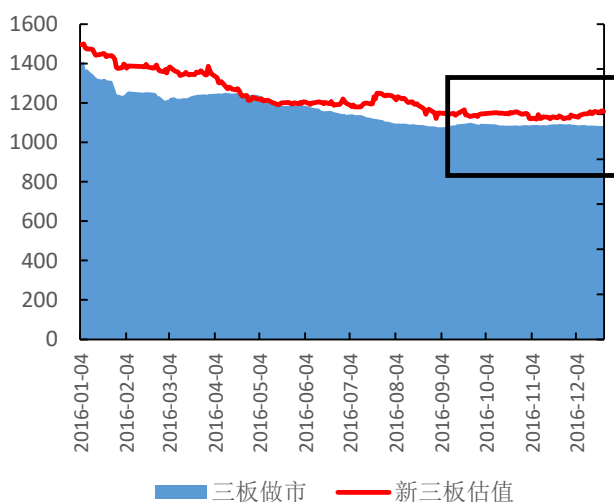


数据来源：wind、山西证券研究所

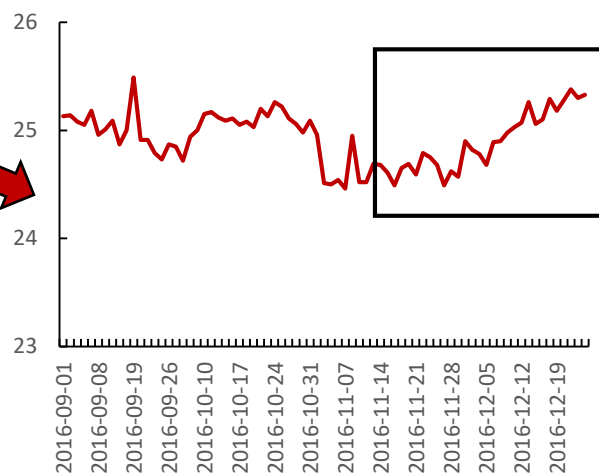
数据来源：wind、山西证券研究所

新三板指数自 8 月份后较为平稳，市场估值 8 月底开始也在 25 倍估值上下波动，市场已经经历 4 个多月的盘整，12 月份开始，受 IPO 概念转板预期的影响，市场转暖。

图表 9：新三板市场三板做市指数及市场估值



图表 10：市场 9 月份以来市场估值



数据来源：wind、山西证券研究所

数据来源：wind、山西证券研究所



## 2.5 并购市场风起云涌

相比较往年并购情况，2016 年上市公司并购数上升，且并购的形式发生相应变化，并购市场创造多个记录，部分并购事件影响力较大。

上市公司并购新三板企业数较去年有量增。

2015 年全年，上市公司收购新三板企业有 164 起并购事件，交易金额达 187.87 亿元。全资收购有 6 起，交易金额达 80.78 亿元，其中四起失败；股权收购比例达 50% 以上有 16 起，交易金额达 94.82 亿元，完成 3 起，失败 6 起；收购比例低于 50% 有 107 起；收购比例不详 41 起。

2016 年全年，上市公司收购新三板企业有 127 起并购事件，交易金额达 333.63 亿元。全资收购有 11 起，交易金额达 99.5 亿元，其中 2 起失败；股权收购比例达 50% 以上有 21 起，交易金额达 283.46 亿元，其中完成 2 起，失败 3 起；收购比例低于 50% 有 57 起；数据不完全有 49 起。

上市公司收购新三板企业更多的采取股权现金相结合的方式。

从支付方式来看，相比去年，股权+现金的方式比重越来越高，以现金结算的收购次数比例有所下降。

图表 11：上市公司收购新三板企业方式统计

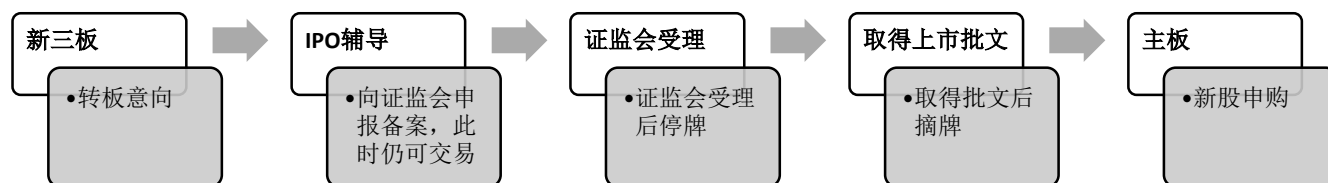
支付方式	2015 年（事件数）	占比	2016 年（事件数）	占比
股权	1	0.61%	1	0.79%
股权+现金	5	3.05%	14	11.02%
现金	127	77.44%	93	73.23%
资产	2	1.22%	0	0
上市公司股份+现金+资产	1	0.61%	0	0
其他	28	17.07%	19	14.96%

数据来源：wind、山西证券研究所

## 2.6 IPO 转板持续升温，2017 年或多家企业转板

一方面受制于新三板市场流动性较差，融资及估值受限；另一方面新三板市场与 A 股市场存在较大估值差，转板将使得企业估值急剧提升。诸多优质企业（特别是创新层企业）受制于新三板融资、估值的影响，转板意愿强。

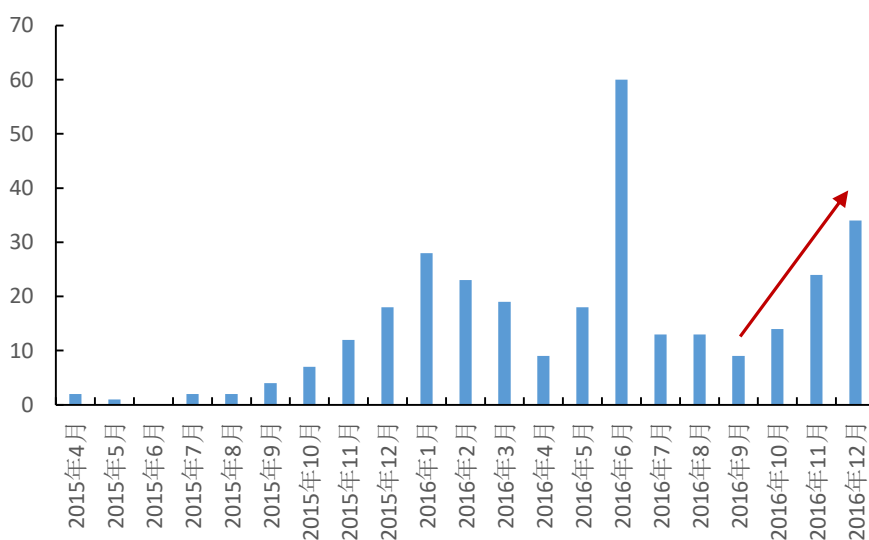
图表 12: IPO 流程



信息来源: 山西证券研究所

**2016 年申请上市辅导企业数急剧增加。**据不完全统计, 目前市场上申请上市辅导的企业达 300 家, 自 2015 年第四季度开始, 申请上市辅导企业数增多, 月均申请数超过 15 家, 2016 年 6 月份达到峰值, 有 60 家企业申请 (可能的原因因为 6 月底新三板市场分层, 较多创新层企业开始筹措转板事宜), 自从 2016 年 9 月出台贫困县 IPO 以来, 市场中申请上市辅导企业数增加明显。

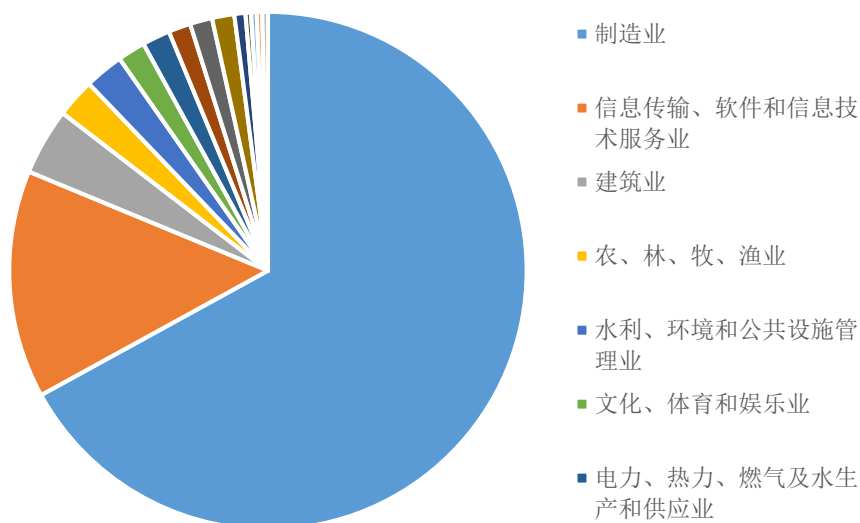
图表 13: 申请上市辅导企业



数据来源: choice、山西证券研究所

按照证监会行业大类划分, 申请上市辅导企业中制造业占比最高, 达 67%, 其次为信息传输、软件和信息技术服务业, 占比达 14%。

图表 14：申请上市辅导企业所属行业统计情况



数据来源：choice、山西证券研究所

已有多家企业经证监会受理及反馈。挂牌公司 IPO 首次申报已受证监会反馈或处理有 66 家，其中，15 年 11 家，16 年 67 家。

图表 15：挂牌公司 IPO 首次申报（证监会披露）

代码	名称	申报稿首次公告日	所属领域	拟上市板块	审核状态
430599.OC	艾艾精工	2015-03-27	橡胶和塑料制品业	主板	预先披露更新
831215.OC	新天药业	2015-06-26	医药制造业	中小板	已反馈
830822.OC	海容冷链	2015-11-13	通用设备制造业	主板	已受理
831008.OC	百华悦邦	2015-11-13	机动车、电子产品和日用产品修理业	创业板	已受理
831102.OC	湘佳牧业	2015-11-13	畜牧业	中小板	已受理
831377.OC	有友食品	2015-12-18	食品制造业	主板	已受理
831517.OC	凯伦建材	2015-12-18	非金属矿物制品业	创业板	已反馈
830968.OC	华电电气	2015-12-25	电气机械和器材制造业	创业板	已受理
430483.OC	森鹰窗业	2016-01-08	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	主板	已受理
430605.OC	阿科力	2016-01-08	化学原料和化学制品制造业	主板	已受理
830885.OC	波斯科技	2016-01-08	橡胶和塑料制品业	主板	已受理
832388.OC	龙磁科技	2016-04-01	计算机、通信和其他电子设备制造业	创业板	已受理
832568.OC	阿波罗	2016-04-08	专用设备制造业	主板	已受理
830838.OC	新产业	2016-04-15	医药制造业	创业板	已反馈
830854.OC	族兴新材	2016-04-15	化学原料和化学制品制造业	创业板	已受理
430591.OC	明德生物	2016-04-22	医药制造业	中小板	已受理
832154.OC	文灿股份	2016-04-29	汽车制造业	主板	已受理
832582.OC	众源新材	2016-04-29	有色金属冶炼和压延加工业	主板	已受理
834484.OC	博拉网络	2016-04-29	互联网和相关服务业	创业板	已反馈
831325.OC	迈奇化学	2016-05-20	化学原料和化学制品制造业	创业板	已受理

832362.OC	佩蒂股份	2016-05-20	农副食品加工业	创业板	已受理
430162.OC	聚利科技	2016-06-03	计算机、通信和其他电子设备制造业	中小板	已受理
831171.OC	海纳生物	2016-06-17	食品制造业	创业板	已受理
831895.OC	爱威科技	2016-06-17	专用设备制造业	创业板	已受理
832090.OC	时代装饰	2016-06-17	建筑装饰和其他建筑业	中小板	已受理
832130.OC	圣迪乐村	2016-06-17	畜牧业	创业板	已受理
430011.OC	指南针	2016-06-24	软件和信息技术服务业	创业板	已受理
831088.OC	华恒生物	2016-06-24	化学原料和化学制品制造业	主板	已受理
832675.OC	福达合金	2016-06-24	电气机械和器材制造业	主板	已受理
832772.OC	银都股份	2016-06-24	通用设备制造业	主板	已受理
833138.OC	长江材料	2016-06-24	非金属矿物制品业	中小板	已受理
833327.OC	泰林生物	2016-06-24	专用设备制造业	创业板	已受理
834081.OC	通领科技	2016-06-24	汽车制造业	主板	已受理
834571.OC	润建通信	2016-06-24	软件和信息技术服务业	中小板	已受理
834864.OC	万马科技	2016-06-24	计算机、通信和其他电子设备制造业	创业板	已受理
835486.OC	国安达	2016-06-24	专用设备制造业	创业板	已受理
835933.OC	钜泉光电	2016-06-24	软件和信息技术服务业	主板	已受理
430555.OC	英派瑞	2016-07-01	橡胶和塑料制品业	主板	已受理
830771.OC	华灿电讯	2016-07-01	计算机、通信和其他电子设备制造业	创业板	已受理
830866.OC	凌志软件	2016-07-01	软件和信息技术服务业	主板	已受理
830980.OC	日懋园林	2016-07-01	土木工程建筑业	中小板	已受理
831208.OC	洁昊环保	2016-07-01	专用设备制造业	创业板	已受理
831374.OC	吉人高新	2016-07-01	化学原料及化学制品制造业	主板	已受理
832374.OC	丽岛新材	2016-07-01	金属制品业	主板	已受理
833456.OC	世纪天鸿	2016-07-01	新闻和出版业	创业板	已受理
836201.OC	和力辰光	2016-07-01	文化、体育和娱乐业	创业板	已受理
834337.OC	宏川智慧	2016-07-08	仓储业	中小板	已受理
834393.OC	爱柯迪	2016-07-29	汽车制造业	主板	已受理
830948.OC	捷昌驱动	2016-08-26	电气机械和器材制造业	主板	已受理
831175.OC	派诺科技	2016-08-26	软件和信息技术服务业	创业板	已受理
832681.OC	宇邦新材	2016-09-30	有色金属冶炼和压延加工业	创业板	已受理
430372.OC	泰达新材	2016-10-14	化学原料和化学制品制造业	创业板	已受理
430539.OC	扬子地板	2016-10-14	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	中小板	已受理
832292.OC	曙光电缆	2016-10-14	电气机械和器材制造业	中小板	已受理
832933.OC	九典制药	2016-10-14	医药制造业	创业板	已受理
833745.OC	恐龙园	2016-10-14	娱乐业	主板	已受理
832099.OC	新疆火炬	2016-10-28	燃气生产和供应业	主板	已受理
833081.OC	顺博合金	2016-11-11	废弃资源综合利用业	主板	已受理
833566.OC	和顺科技	2016-11-11	橡胶和塑料制品业	创业板	已受理
834947.OC	耐普矿机	2016-11-11	专用设备制造业	创业板	已受理
832715.OC	华信股份	2016-12-09	软件和信息技术服务业	主板	已受理
430447.OC	广信科技	2016-12-16	电气机械及器材制造业	创业板	已受理

834108.OC	万隆股份	2016-12-16	计算机、通信和其他电子设备制造业	创业板	已受理
834870.OC	瑞翌新材	2016-12-16	非金属矿物制品业	创业板	已受理
430515.OC	麟龙股份	2016-12-23	信息传输、软件和信息技术服务业	创业板	已受理
831265.OC	宏源药业	2016-12-23	医药制造业	主板	已受理
831475.OC	春晖智控	2016-12-23	通用设备制造业	创业板	已受理
834098.OC	慧尔股份	2016-12-23	化学原料和化学制品制造业	创业板	已受理
835183.OC	鸿禧能源	2016-12-23	电器机械和器械制造业	主板	已受理
831406.OC	森达电气	2016-12-30	电气机械和器材制造业	创业板	已受理
831450.OC	金宏气体	2016-12-30	化学原料和化学制品制造业	主板	已受理
832196.OC	秦森园林	2016-12-30	土木工程建筑业	主板	已受理
832706.OC	时代凌宇	2016-12-30	软件和信息技术服务业	创业板	已受理
832745.OC	奥飞数据	2016-12-30	软件和信息技术服务业	创业板	已受理
832897.OC	回头客	2016-12-30	食品制造业	中小板	已受理

数据来源：choice、山西证券研究所

**江苏中旗成首例。**江苏中旗（831223.OC）成为自 2015 年 11 月 IPO 重启以来首家从新三板转到 A 股的公司，12 月 6 日成功在创业板首发。除了江苏中旗外，还有两家企业：拓斯达（831535.OC）、三星建材（831645.OC）。

## 2.7 中国版纳斯达克？A 股预备板？

目前市场上针对新三板市场定位存在讨论，市场存在两种声音，一是作为独立性更高的市场，二是作为依附于主板存在的过渡市场。

从市场现状来看，市场预期可能越来越倒向 A 股预备板。一方面，新三板市场已经成为主板市场的“并购池”；另一方面，拟实行 IPO 转板的挂牌企业数增多。无论是被主板上市公司并购还是实行 IPO 转板，公司都将以“新的形象”存在于 A 股市场。

从股转公司高层人事变动看，市场定位或愈加清晰。已任职 4 年的股转公司董事长杨晓嘉即将退休，非公部副主任李明将出任全国中小企业股份转让系统公司总经理，原股转公司总经理谢庚将出任股转公司董事长。

我们认为，新三板独立性较强，当前不能将注意力集中于市场流动性等问题，建立多层次资本市场，必定会有市场间的联动，我们相信，新三板未来会有相当多的优质标的脱颖而出，也会有部分优质企业并购转板。无论是何种定位，新三板市场都有别于主板市场。制度创新和强大的包容性都将成为新三板市场独特的印记，以价值投资为主的投资理念亦有别于主板市场。

## 3. 市场分析及展望

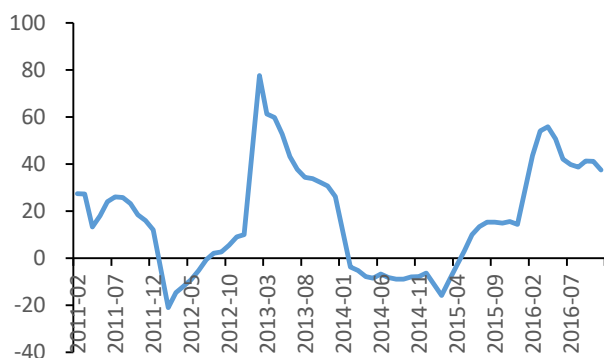
### 3.1 宏观：市场分析

#### 3.1.1 股权市场将成 2017 年重要投资方向

2016 年供给侧改革和“三去一降一补”效果明显，但是，市场资金与资产矛盾有所加强，一方面，市场流动性较为充裕，随着地产调控、货币中性，房市及债市面临较大压力，大类资产回报率下行，市场缺少预期回报率的投资标的；另一方面，新三板市场经历较长时间估值盘整期，亦存在诸多优质标的等待发掘。我们有理由相信 2017 年将是股权投资重要的一年。

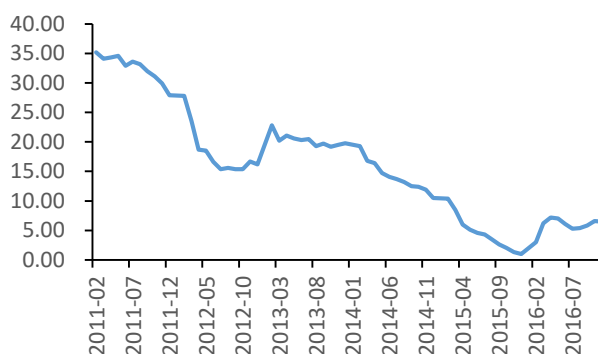
**房地产投资增速下降。**商品房销售额累计同比自 2016 年 5 月开始下滑，8 月份小幅回升，9 月份地产调控后进一步下滑。房地产开发投资额完成同比数据显示，自 16 年初至 16 年 5 月份，投资完成额度增速较快，之后同样经历一波减速，至 10 月份时增速仍不及上半年峰值（投资额度指标滞后于销售额度指标，预计 2016 年第四季度数据下滑（12 月数据未出））。

图表 16：商品房销售额累计同比（月）



数据来源：wind、山西证券研究所

图表 17：房地产开发投资完成额：累计同比

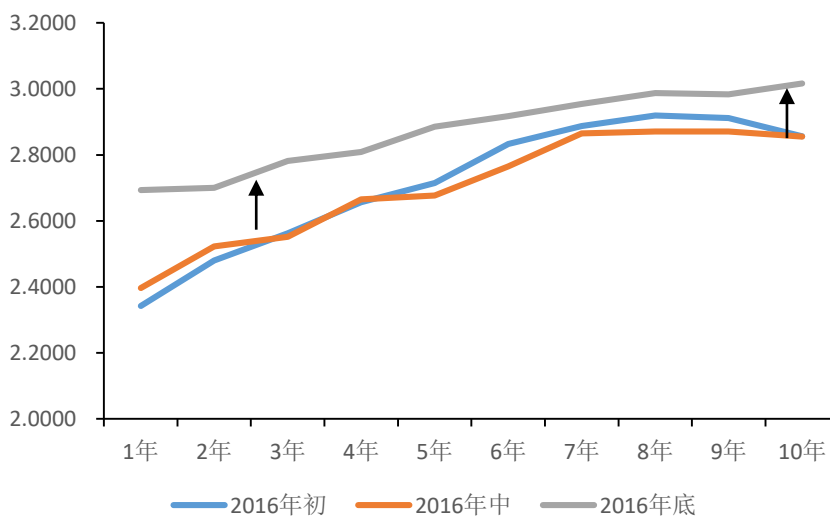


数据来源：wind、山西证券研究所

**债市情绪悲观，货币政策仍将维持中性。**从国债到期收益率曲线上看，2016 年年初至年中，市场情绪变化不大，收益率曲线趋同，而到了 2016 年底，收益率曲线上移，说明债券价格下降，行情利空，债券市场悲观。2016 年年底召开的中央经济工作会议奠定了 2017 年货币政策总基调，货币政策仍将保持稳健中性，防范泡沫将会放在更加突出的位置，总体不会太松。



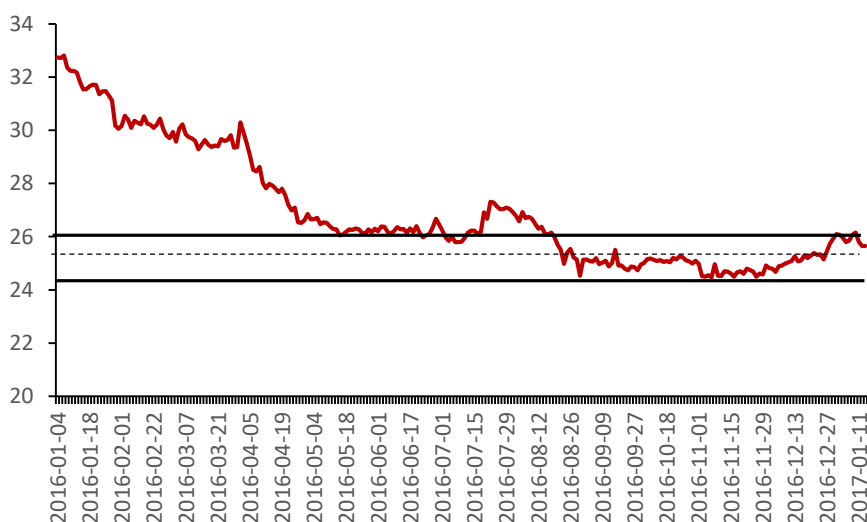
图表 18：国债到期收益率



数据来源：wind、山西证券研究所

新三板市场较长时期盘整，仍有将近 1/3 企业估值处于低位。2016 年指数经历长时期的，市场估值一路下探，9 月初之后，市场估值趋于稳定，小幅范围内在 24~25 倍估值附近震荡徘徊，2016 年年底估值有小幅上升，估值区间上升至 25~26 倍。以 2016 年年底企业估值为标准，我们发现市场中有 1000 多家企业估值介于 0~15 倍之间，占比例约为 30%。（注：除去未有估值及估值为负的样本，样本总量为 3527）

图表 19：新三板市场估值



数据来源：wind、山西证券研究所



新三板市场存在诸多优质可投资标的。据 2014、2015 年报及 2016 年中报显示，截至 2016 年 8 月底，归属母公司净利润同比增速两年半均超过 20% 的有 1436 家，占比 16.14%；超过 30% 的有 1178 家，占比 13.24%；超过 50% 的有 823 家，占 9.25%。而创业板中归属母公司净利润同比增速两年半均超过 20% 的有 85 家，占比 16.01%；超过 30% 的有 54 家，占比 10.17%；超过 50% 的有 29 家，占比 5.46%。从占比来看，新三板市场中高成长公司的比例要高于创业板，同时新三板具有绝对的数量优势，市场中将近 10% 的高成长的“潜力股”等待发掘。

### 3.1.2 供给侧主基调，大众创业万众创新

供给侧改革仍为当前中国经济改革的主基调，从国务院 2016 年出台的相关政策来看，着重强调两点：**创新与投融资**。大众创业、万众创新继续开展，中小企业及私募股权投资等仍是政策层面重要扶持方向，积极促进经济脱虚向实。

图表 20：2016 年政府相关政策

名称	实施日期	主要内容
国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见	2016 年 10 月 10 日	其中提及加快健全和完善多层次股权市场、推动交易所市场平稳发展、创新和丰富股权融资工具、拓宽股权融资资金来源。
国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见	2016 年 9 月 20 日	构建促进创业投资发展的制度环境、市场环境和生态环境，加快形成有利于创业投资发展的良好氛围和“创业、创新+创投”的协同互动发展格局，进一步扩大创业投资规模，促进创业投资做大做强做优
国务院关于印发降低实体经济企业成本工作方案的通知	2016 年 8 月 22 日	推进供给侧结构性改革，采取针对性、系统性措施，有效降低实体经济企业成本，优化企业发展环境，助推企业转型升级，进一步提升产业竞争力，增强经济持续稳定增长动力
国务院关于印发“十三五”国家科技创新规划的通知	2016 年 8 月 8 日	全面深化科技体制改革，大力推进以科技创新为核心的全面创新，着力增强自主创新能力，着力建设创新型人才队伍，着力扩大科技开放合作，着力推进大众创业万众创新，塑造更多依靠创新驱动、更多发挥先发优势的引领型发展，确保如期进入创新型国家行列
中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见	2016 年 7 月 5 日	着力推进结构性改革尤其是供给侧结构性改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用。进一步转变政府职能，深入推进简政放权、放管结合、优化服务改革，建立完善企业自主决策、融资渠道畅通，职能转变到位、政府行为规范，宏观调控有效、法治保障健全的新型投融资体制。
国务院办公厅关于进一步做好民间投资有关工作的通知	2016 年 7 月 4 日	针对近期民间投资增速有所回落，为促进民间投资健康发展，国务院部署开展了促进民间投资政策落实专项督查和第三方评估调研。国务院常务会议听取了专项督查和第三方评估调研情况汇报，对做好民间投资有关工作提出进一步要求。

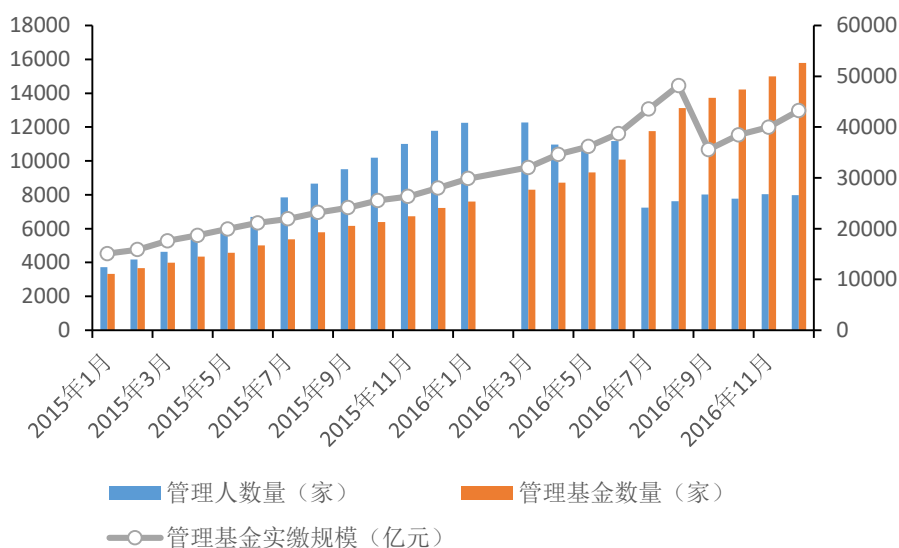
中共中央 国务院印发《国家创新驱动发展战略纲要》	2016 年 5 月 19 日	把创新驱动发展作为国家的优先战略，以科技创新为核心带动全面创新，以体制机制改革激发创新活力，以高效率的创新体系支撑高水平的创新型国家建设，推动经济社会发展动力根本转换
国务院办公厅关于建设大众创业万众创新示范基地的实施意见	2016 年 5 月 12 日	加强顶层设计和统筹谋划，通过试点示范完善双创政策环境，推动双创政策落地，扶持双创支撑平台，构建双创发展生态，调动双创主体积极性，发挥双创和“互联网+”集众智汇众力的乘数效应，发展新技术、新产品、新业态、新模式，总结双创成功经验并向全国推广，进一步促进社会就业，推动形成双创蓬勃发展的新局面，实现发展动力转换、结构优化，促进经济提质增效升级。
国务院办公厅关于加快众创空间发展服务实体经济转型升级的指导意见	2016 年 2 月 18 日	促进众创空间专业化发展，为实施创新驱动发展战略、推进大众创业万众创新提供低成本、全方位、专业化服务，更大释放全社会创新创业活力，加快科技成果向现实生产力转化，增强实体经济发展新动能。

信息来源：中国政府网

### 3.1.3 股权基金规模扩张，IPO 提速明显

**私募基金数及规模扩张明显。**从 15 年初至 16 年底，私募股权基金数量及规模不断增加，管理基金数量一路增长，从 3322 家增长至 15789 家，增幅达 375%；基金实缴规模 2016 年 8 月有所下降，9 月份又开始回升。

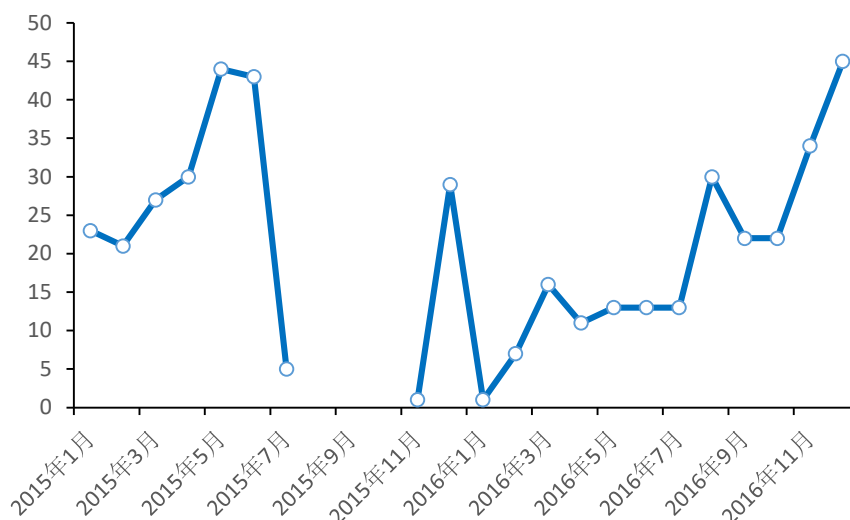
图表 21：私募股权基金统计



数据来源：中国证券投资基金业协会

**IPO 挂牌速度加快。**从 2015 年重启 IPO 以来，特别是 2016 年初至年底，企业挂牌过会速度不断加快，2016 年 12 月当月有 45 家企业成功上市，已达到 2015 年峰值水平。

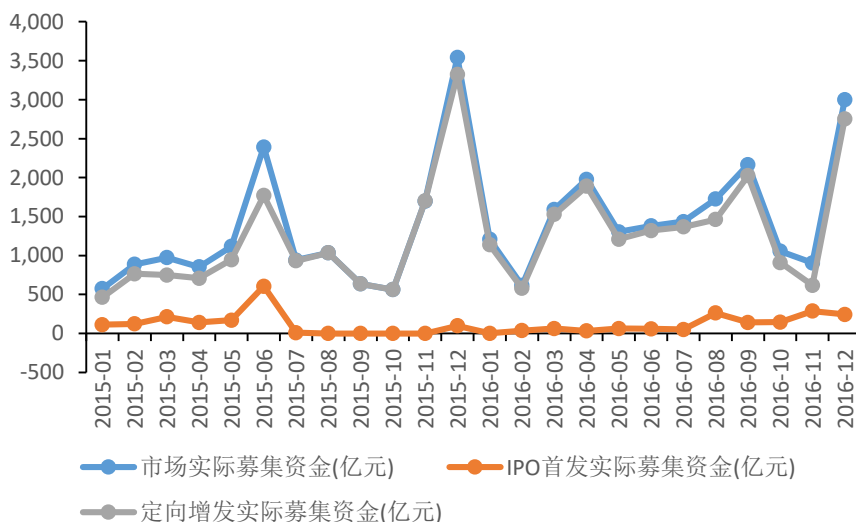
图表 22: IPO 挂牌数



数据来源: wind、山西证券研究所

**IPO 融资额度远不及定增额度。**从市场实际融资额度上看,仍以定增融资为主,2016 年全年定增实际融资额度达 1.68 万亿,而 IPO 首发融资额度约为 0.14 万亿,差距明显。一方面,对刚上市企业估值有所影响(低估);另一方面,IPO 扩容对市场资金分散程度较小。

图表 23: A 股市场融资额度



数据来源: wind、山西证券研究所

股权私募基金数量及规模的增加、IPO 挂牌速度提升对新三板市场来说均是利好。IPO 挂牌速度的提升有助于提升新三板市场中达到上市要求企业转板

速度，而私募股权基金的成熟与发展也有利于新三板企业获得融资、成熟及发展。

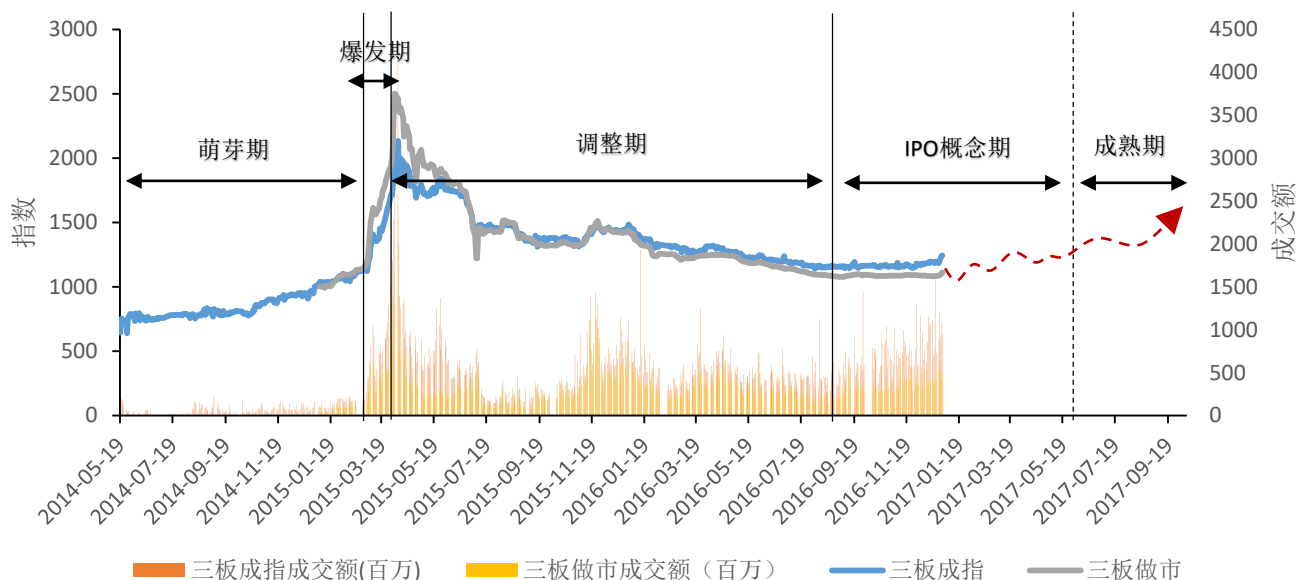
## 3.2 中观：新三板市场篇

### 3.2.1 2016 年：回调整整，2016 年年底 IPO 概念股爆发

可将新三板发展时期分为 4 个阶段：萌芽期、爆发期、调整期、IPO 概念期，未来还将达到成熟期。

2016 年全年大趋势下行，全年可分为 2 个阶段，第 1 阶段从年初至 9 月初，市场处于回调整整期，交易量有所缩减，市场长时期盘整，场外资金处于观望状态，指数一路下探，三板成指从 2016 年初 1448.29 点下跌至 9 月初 1156.5 点，跌幅达 20.15%，三板做市从年初 1405.49 点下跌至 8 月初 1075.94 点，跌幅达 23.45%；第二阶段为 9 月初至年底，市场前期处于盘整期，受 IPO 概念利好，市场指数年底有所回升，交易量上升明显。

图表 24：三板指数及成交额

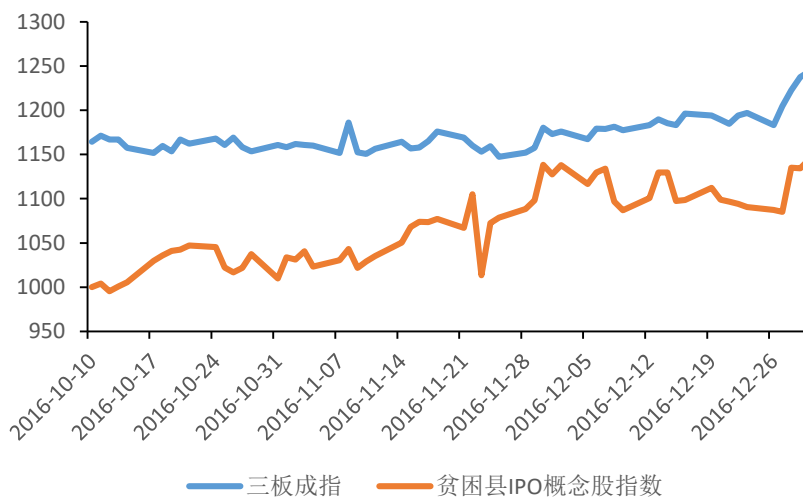


数据来源：wind、山西证券研究所

截取 10 月至 12 月底数据，分析三板成指与贫困县概念股走势具有较强相关性。我们发现，贫困县 IPO 概念股中多数为协议转让企业，这与 2016 年年底协议转让成交量有所回升相吻合。但是，贫困县 IPO 概念股体量有限，与市场整体容量相比占比过小，市场上调空间有限，同时，短期内作为市场中少数

的较大利好，偏向于价值投资的新三板市场缺少短期内快速上涨的条件。

图表 25：三板成指与贫困县 IPO 概念股指数



数据来源：山西证券研究所、choice

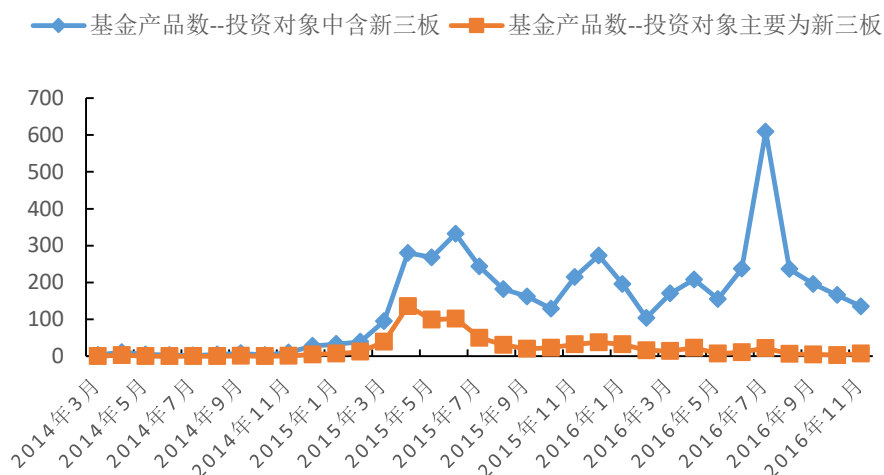
注：贫困县 IPO 概念股为选取筛选后的满足上市条件的相关股票，以流通市值为指标计算指数。（除去部分未交易企业，筛选后共 25 家企业，其中 6 家企业为做市转让）

### 3.2.2 2017 年：二季度为重要窗口期，市场将稳中有升

我们维持上一篇报告的结论，2017 年第二季度将是市场调整的重要时点，主要原因有以下两点：

第一批私募产品于 2017 年二季度集中到期。据不完全统计，2015 年伊始，涉及新三板产品的基金产品数开始活跃。其中，投资对象主要为新三板的理财产品 2015 年 4 月达到峰值 136 个，基金产品成立期主要集中在 2015 年 4 月~6 月区间内。按照大部分基金运行的“2+1”“3+1”模式，2017 年第二季度诸多基金理财产品将集中到期，市场将迎来窗口期。

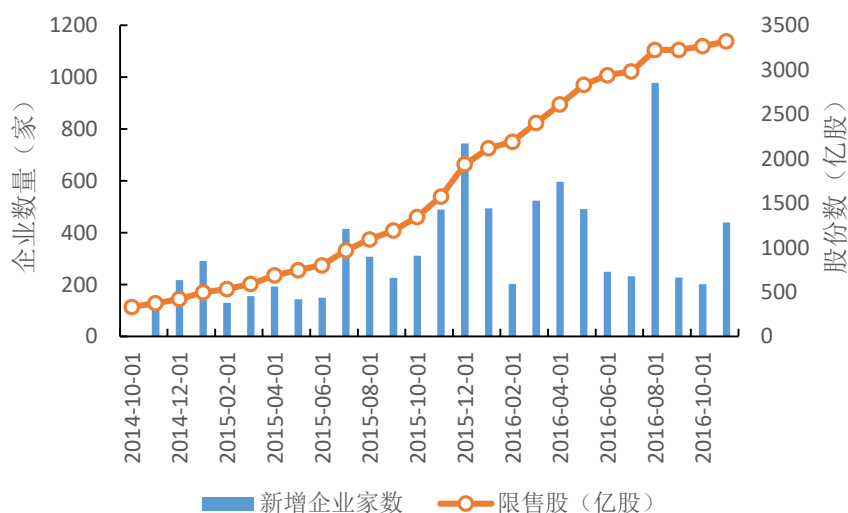
图表 26：新三板市场中相关基金理财产品个数



数据来源：wind、山西证券研究所

**大量限售股即将解禁。**2015年7月、11、12月，2016年1月、3月、4月、5月、8月等若干月月挂牌数大大超过正常水平，这也意味着将有大量的限售股集中到期。按照《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》中说明针对控股股东及实际控制人实行“两年三批次”，预计2017年第二季度市场将迎来首个较大规模的限售股解禁期。

图表 27：新增挂牌数及限售股份数



数据来源：wind、山西证券研究所

**展望：**2017年二季度出现相关政策利好的可能性较大，虽然市场情绪对政策层面反应较为敏感，但各项可能的政策红利需要时间消化吸收。二级市场

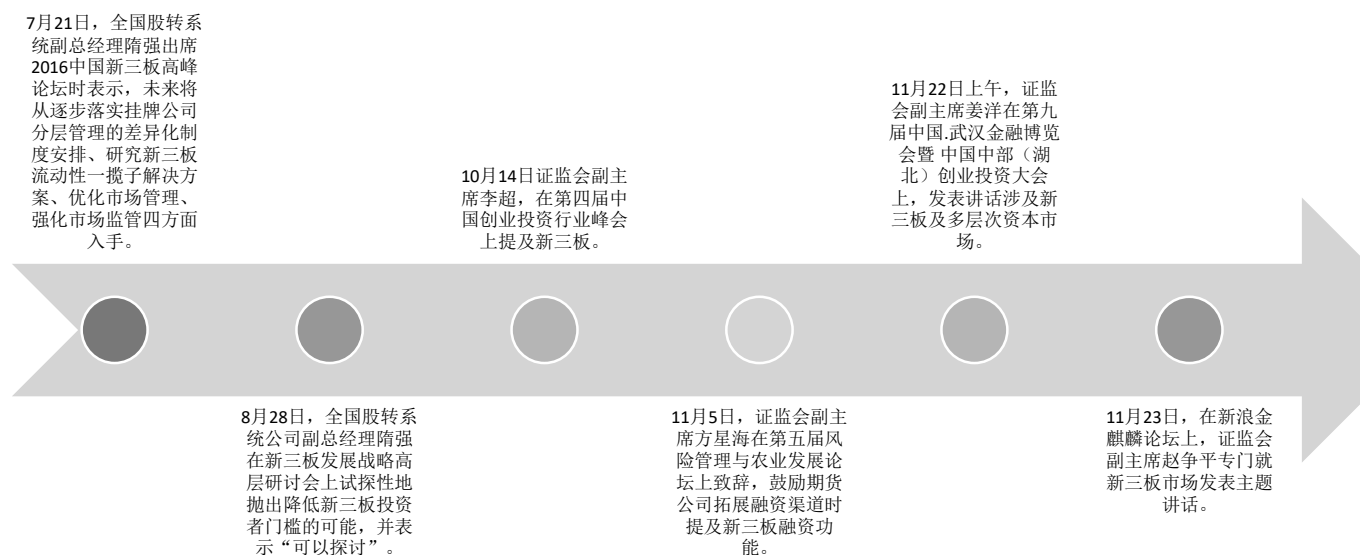
流动性短时间内难以缓解，2017 年出现较大波动的可能性不大，市场调整的空间有限，从股转及监管层谨慎及监管力度有所加强来看，我们认为 2017 年仍处于规范调整期。随着政策红利的消化吸收，市场走势稳中有升。

### 3.3 中观：新三板政策篇

#### 3.3.1 2016 年证监会及股转中心针对市场频频发声

2016 年针对制度改革，股转高层与证监会领导频频发声，并出台相关实际政策，2016 年对新三板市场影响力较大的政策为 6 月底的市场分层及 9 月中旬私募做市制度出台。从时间跨度上看，从 9 月份私募做市制度出台到 12 月中旬首批私募名单揭晓仅仅 3 个月的时间，政策力度及频率前所未有提高。

图表 28：针对新三板市场部分领导发言汇总



信息来源：山西证券研究所

#### 3.3.2 2016 年股转针对市场政策相继出台

2016 年股转中心较为集中的出台相关规则措施，多涉及市场监管及规范治理。相比较 2015 年规则措施，一方面，细则出台量及频率更高，另一方面，2015 年出台的相关规则多集中于挂牌细则上，而 2016 年出台的细则主要针对相关机构和挂牌公司业务，以市场监管、合规性及公司治理为主。显而易见，市场内部运行规则不断拓展完善，已经从强调市场“量”向市场“质”方面转化。



图表 29:2016 年股转出台细则明细

机构	法律规则	业务规则	名称	主要内容
股转中心	业务规则	综合类	《全国中小企业股份转让系统自律监管措施和纪律处分实施办法（试行）》	加强和规范全国股转系统自律监管措施和纪律处分工作，股转公司可对参与人实施自律监管措施和纪律处分
		公司业务类	《全国中小企业股份转让系统挂牌公司董事会秘书任职及资格管理办法（试行）》	加强挂牌公司董事会秘书管理，完善公司治理
			《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》	设立创新层和基础层，符合不同标准挂牌公司分别纳入创新层或基础层管理
		交易监察类	全国中小企业股份转让系统转让意向平台管理规定（试行）	针对股转系统转让意向平台相关说明
		机构业务类	全国中小企业股份转让系统主办券商执业质量评价办法（试行）	以券商执业质量负面行为记录为基础，结合其他相关措施处分及券商贡献程度，对券商执业质量综合打分
	服务指南	公司业务类	《挂牌公司股票发行常见问题解答（三）——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》	针对挂牌公司募集资金用途及相关融资流程规范问题解答
			《挂牌公司并购重组业务问答（二）》	针对并购重组业务相关问答
			《挂牌公司并购重组业务问答（一）》	针对并购重组业务相关问答
			全国中小企业股份转让系统挂牌公司年度报告内容与格式模板	——
			挂牌公司信息披露及会计业务问答（二）发行费用的核算	——
			挂牌公司信息披露及会计业务问答（一）——利润分配与公积金转增股本	——
		机构业务类	全国中小企业股份转让系统机构业务问答（二）——关于私募投资基金登记备案有关问题的解答	——

信息来源：股转中心、山西证券研究所

### 3.3.3 2017 年可能的政策预期

结构性的转化有利于市场的健康运行。市场依旧存在诸多不完善之处，也是未来政策层面亟待解决的问题。



### 市场主要存在的问题：

- 1.美国风险投资公司伴随纳斯达克市场一同成长，而国内产业资本还有待成长。
- 2.资本市场风气尚需时间适应。相比较 A 股市场，投机较为严重，而新三板市场强调价值投资，投资时间跨度较长。
3. 现在市场上主要投资者为私募公司及相关资管计划，500 万资产门槛较高，投融资不能很好匹配。市场资金需求较高，而场外资金持观望态度，市场资金有限，“僧多粥少”，只有极具投资价值的企业融资较为顺利，融资方式较为单一。
- 4.挂牌企业质量良莠不齐，过量的企业需要耗费一定成本的信息收集成本。另一方面，挂牌企业与资本市场还需时间磨合。
- 5.做市商量少，且不规范，离规范做市商还有很长的路要走。
- 6.投资者退出渠道少。目前只有 3 个渠道：IPO 转板、并购及转手其他投资者，三种渠道都面临各自的局限，IPO 转板准备期较长，时间成本较高；并购存在较大不确定性；市场流动性不高，转手其他投资者难度较大。
- 7.市场定位仍模糊。特别对市场参与者而言，新三板究竟是作为中国版的纳斯达克市场还是 A 股市场的预备板，市场定位仍不清晰。就目前日益活跃的转板而言，市场可能更偏向于后者定位。

### 未来政策导向及市场演变方向：

- （1）产业资本越来越活跃，数量越来越多，服务越来越完善，将成为促进产业更新迭代的主力军。
- （2）相比较 A 股市场较浓的投机气氛，新三板市场将成为价值投资的主战场，机构投资者及产业资本将成为重要推动力。
- （3）市场维持机构投资者入市规则不变，门槛高度（500 万）可能有所降低。门槛降低或制度红利的释放，将一定程度上减少“僧多粥少”的局面，另外，政策上将鼓励实现更多的融资方式，优化股票发行制度。
- （4）分层标准奠定分类监管的基础，创新层可能成为分类监管的最先受益



者。分层及分类监管一方面降低市场投资者搜集成本的难度，另一方面，挂牌企业与不同市场规则及制度磨合度较好。

（5）私募做市已提上日程，做市制度的完善有待做市商量的增加及竞价交易（大宗交易）等交易制度的推行。

（6）目前新三板市场已经成为上市公司的“并购池”，不同市场规则的异同及估值预期等并购问题尚需时间磨合；转板绿色通道尚未实行，新三板转板制度红利有待推行，IPO 转板受排队时间限制；“活水”引入后，市场交易趋于活跃，机构投资者间的资产转移更为灵活。

### 3.4 微观：新三板市场结构分析及展望

#### 3.4.1 企业市场结构：二八定理

以融资意愿及投资价值为标准，可将市场中企业分为四类：**融资意愿强且投资价值高、融资意愿弱投资价值高、融资意愿强投资价值低、融资意愿弱投资价值低**，市场中四类企业具有不同的投资价值。

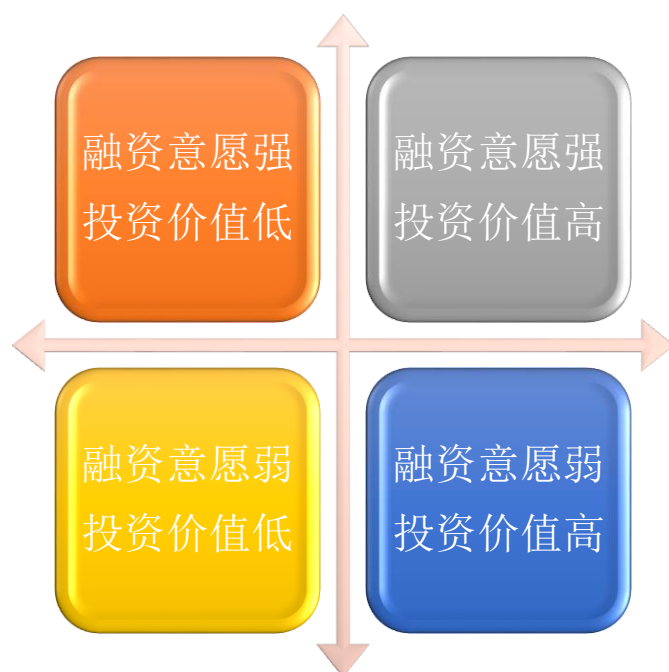
融资意愿强、投资价值高的企业多处于创新层，多采取做市制度，该类企业是市场投资者最为中意的投资标的，部分企业已成为各个行业中的明星企业，大部分该类型企业表现出较高的增长速度，借助新三板市场融资优势，将会进一步成长。

融资意愿弱、投资价值高的企业多采取协议转让，此类企业占比较少，此类企业挂牌目的多为为实现转板，对自有股权保护程度较高，不愿稀释股权。

融资意愿强、投资价值低的企业中鱼龙混杂，此类企业在市场中占比较大，多数企业业绩一般，增长较为缓慢。当市场中投资价值较高的企业融资饱和后，该类企业有望获得市场资金实现进一步成长；或成为其他优质企业（如创新层企业）并购的标的。

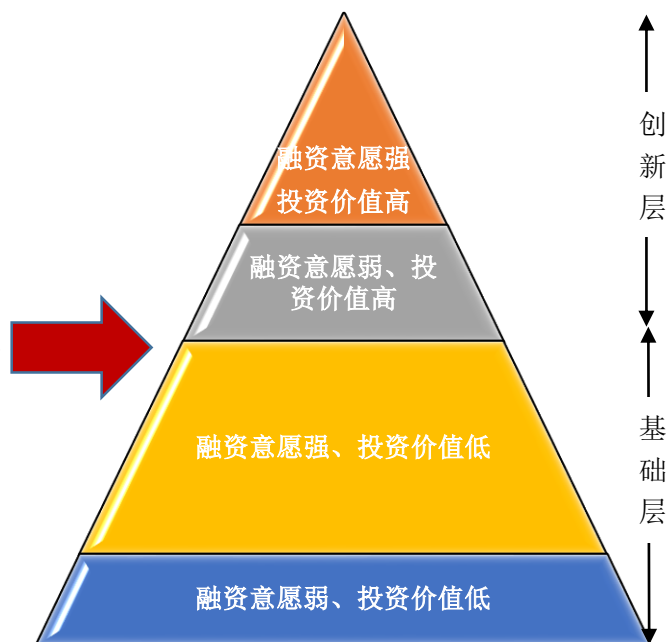
融资意愿弱、投资价值较低的企业占比极少，挂牌的原因多出于前期新三板市场挂牌红利（如地方政府鼓励及政策支持），挂牌及融资意愿较低。该类型企业亦将成为市场淘汰的最早一批企业。

图表 30：市场四大分类



数据来源：山西证券研究所

图表 31：投资金字塔



数据来源：山西证券研究所

展望：定量来看，市场中优质企业与一般企业比例维持在 1:9~2:8 之间，优质企业与创新层重合度较高，具有较高投资价值。该类型企业目前有两种利好，一是未来以分层为基础，所实行的分类管理及服务安排；二是部分企业满足转板要求，未来几年可实现转板。

### 3.4.2 投资者市场结构：量少单一

投资者量少，结构性亦成问题。根据全国中小企业股份转让系统 2015 年度统计快报显示，机构投资者数量为 22717 户，个人投资者为 198625 户。相比较成熟市场投资者数偏少，且存在部分投资者合规问题。除投资者量少外，结构性也成问题。目前市场上主要投资者为私募基金，结构较为单一，而且投资理念具有趋同性，尚缺少诸如公募、保险、QFII 等体量较大的投资者。

公募基金 2017 年较大可能试水新三板，模式与主板投资有别。2017 年可能引入公募基金“活水”。《关于进一步推进全国中小企业股转系统发展的若干意见》中指出“研究制定公募证券投资基金投资挂牌证券的指引，支持封闭式公募基金以及混合型公募基金投资全国股转系统挂牌证券。”公募在成熟市场的运营模式是建立股票池，动态管理所持股票，更多的强调市场的流动性。但是“活水”不是“接盘侠”，由于目前新三板市场固有的缺陷，流动性不足，传统



的股票池不太可行，较大的可能模式为定增为主、二级市场买卖为辅。另一方面，市场中企业众多，质地不一，尚缺少足量的研究报告支持，投资企业更多的强调前期的公司调研，以一级及一级半调研为基础，进行二级股票池管理。目前市场存在两种交易方式：协议转让+做市转让。由于协议转让存在极低价格转让的可能性，对公募基金产品净值影响较大，所以公募基金较大可能性考虑做市企业。

**展望：2017 年公募有较大可能性进入市场，有助于丰富市场投资者结构，一定程度促进二级市场流动，但是缓解的程度有限，市场流动性关节点在于一级市场不断向外抛压，二级市场缺少买方接盘。**

### 3.4.3 中介机构市场结构：百家争鸣

好的开头，但私募做市短期内无法改变流动性问题。目前新三板做市商均为券商机构，目前有 89 家券商参与做市，无论是从做市商数量上还是资金规模上都无法与成熟市场比较。目前已有 10 家私募机构拟参与做市，限于数量，无法短时间内改变做市格局。

市场活跃有赖于中间服务及相关研究。伴随市场容量的扩增，当前相关企业服务显得有些滞后及吃力。除了做市商（券商）外，部分私募及民间智库（研究所），一方面开始联合券商等传统中介机构，举办路演及交流会；另一方面也纷纷开展新三板公司及行业研究。

**展望：成熟的市场及完善的机构服务不是一蹴而就，需要时间磨合及创新。未来市场做市、研究等中介服务对解决市场流动性至关重要，一方面，私募做市放开，做市商量上进一步扩增，同时，私募具有较强的市场嗅觉，对市场敏感性较高，有利于形成公平的做市价格（需要成熟的规范机制防范私募坐庄的可能）；另一方面市场研究机制的成熟，有利于信息流通和企业价值发现。**

## 4. 投资策略

### 4.1 政策层：IPO 概念股

#### 4.1.1 扶贫 IPO

2016 年 9 月 9 日，证监会公布《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》，《意见》指出，“对注册地和主要生产经营地均在贫困



地区且开展生产经营满三年、缴纳所得税满三年的企业，或者注册地在贫困地区、最近一年在贫困地区缴纳所得税不低于 2000 万元且承诺上市后三年内不变更注册地的企业，申请首次公开发行股票并上市的，适用‘即报即审、审过即发’政策。”且“对注册地在贫困地区的企业申请在全国中小企业股份转让系统挂牌的，实行‘专人对接、专项审核’，适用‘即报即审、审过即挂’政策，减免挂牌初费。”

证监会于 9 月 20 日公布国家级贫困县名单（供参考），全国共 832 县。按照上述两条标准筛选挂牌企业，筛选后共 106 家企业，其中满足条件一的有 101 家，满足条件二的有 5 家。

图表 32：满足条件一的企业（数据截至 12 月 26 日）

股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称
430447.OC	广信科技	835584.OC	爱度股份	832958.OC	艾芬达	834867.OC	匡通电子	836510.OC	蒙都羊业
430753.OC	琼中农信	832099.OC	新疆火炬	837324.OC	益生环保	834947.OC	耐普矿机	831067.OC	根力多
831044.OC	家喻新材	832197.OC	丹江电力	833100.OC	爱己爱牧	835018.OC	中天股份	836775.OC	高迪环保
831136.OC	颖元股份	832205.OC	全宇制药	833158.OC	马上游	835223.OC	瑞华股份	832376.OC	天原药业
831139.OC	江西广蓝	831528.OC	尚真新材	833180.OC	瀚丰矿业	835286.OC	中科纳米	836910.OC	利民生物
831265.OC	宏源药业	831523.OC	亚成生物	833215.OC	红星美羚	835310.OC	洁利康	837121.OC	中天亿信
831332.OC	申高制药	832372.OC	西藏能源	833563.OC	力天铝业	835409.OC	佰惠生	837206.OC	西藏天旅
831339.OC	新思路	832558.OC	爽口源	833760.OC	天然谷	835438.OC	戈碧迦	837221.OC	金穗生态
831422.OC	奥根科技	832523.OC	天山黑蜂	833829.OC	鹏飞股份	835448.OC	秦汉精工	837411.OC	华宇工艺
831453.OC	远泉股份	832548.OC	金泉科技	839999.OC	莹科精化	835461.OC	瑞霖环保	833491.OC	沧海核装
835300.OC	人为峰	833079.OC	金桥水科	834067.OC	华勤互联	835723.OC	宝海微元	836324.OC	宏润核装
831567.OC	南达农业	832615.OC	双发股份	833130.OC	司珈尔	835813.OC	任森科技	837754.OC	荣辉矿业
831048.OC	天成股份	832622.OC	咏鹅家纺	834128.OC	新中合	835837.OC	维恩木塑	836903.OC	汇东管道
831696.OC	赤诚生物	834303.OC	华龙期货	834252.OC	中藻生物	835877.OC	诺克特	833335.OC	天水风动
831705.OC	永通股份	832746.OC	长明机械	834408.OC	盛源科技	836113.OC	春泉园林	839481.OC	精诚股份
831851.OC	绿健神农	832751.OC	金秋科技	835976.OC	白鹿温泉	836180.OC	华青股份	832952.OC	坤七药业
831875.OC	岳塑股份	835337.OC	华龙证券	834545.OC	润升牛业	833177.OC	时代股份	835156.OC	丽江文旅
831939.OC	博琳包装	832780.OC	科瑞生物	834573.OC	梅山黑茶	836358.OC	和韵文化		
832008.OC	金天高科	832783.OC	恒源食品	832955.OC	七丹药业	836374.OC	武当旅游		
832020.OC	恩施商贸	832821.OC	金丹科技	834691.OC	鑫固环保	836382.OC	宏邦节水		
832049.OC	广德环保	832880.OC	长泰源	834866.OC	利欣制药	836492.OC	种源农业		

数据来源：choice、山西证券研究所

图表 33：满足条件二的企业（数据截至 12 月 26 日）

股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称	股票代码	股票名称
834086.OC	德泓国际	832737.OC	恒信玺利	833371.OC	蓝天燃气	837848.OC	玉禾田	838290.OC	灵思云途

数据来源：choice、山西证券研究所

根据首次公开发行股票并上市管理办法，梳理达到主板及创业板标准（量化标准，以 16 年中报业绩暂代 16 年全年业绩）的企业。

图表 34：达到转板标准的贫困县企业（量化标准）

股票代码	股票名称	主板	创业板	注册地址
430447.OC	广信科技	√	√	湖南省新邵县酿溪镇东西路 8 号
430753.OC	琼中农信	√	√	海南省琼中县营根镇海榆路 169 号
831139.OC	江西广蓝		√	江西省赣州市兴国经济开发区新区
831265.OC	宏源药业	√	√	罗田县凤山镇义水北路 428 号
832020.OC	恩施商贸		√	湖北省恩施市马鞍山路 41 号 23 栋
832099.OC	新疆火炬	√	√	新疆喀什市世纪大道南路 77 号
831523.OC	亚成生物		√	甘肃省兰州市城关区张苏滩 800 号(高科大厦)
832558.OC	爽口源		√	兰州市城关区嘉峪关南路 6 号
833079.OC	金桥水利		√	甘肃省兰州市城关区酒泉路 279 号
832622.OC	咏鹅家纺		√	安徽省岳西县天堂镇回龙社区(天鹅工业园)
834303.OC	华龙期货		√	兰州市城关区静宁路 308 号 4 楼
835337.OC	华龙证券	√	√	甘肃省兰州市城关区东岗西路 638 号兰州财富中心 21 楼
832783.OC	恒源食品	√	√	黑龙江省佳木斯市桦南县桦南镇东风村
832821.OC	金丹科技	√	√	河南省郸城县金丹大道 08 号
832958.OC	艾芬达	√	√	江西省上饶经济开发旭日片区
837324.OC	益生环保		√	河北省石家庄市灵寿县城南环东路 177 号
833563.OC	力天铝业		√	湖南省安化县高明乡高明工业园
834408.OC	盛源科技		√	濮阳市范县产业集聚区新区产业园
835976.OC	白鹿温泉	√	√	河北省平山县温塘镇鹿台村
834573.OC	梅山黑茶		√	湖南省安化县经济开发区江南工业园
834867.OC	匡通电子		√	湖北省宜昌市秭归县茅坪镇建东大道 268 号
834947.OC	耐普矿机	√	√	江西省上饶市上饶经济技术开发区兴园大道 52 号
835223.OC	瑞华股份		√	河南省兰考县产业集聚区(兰兴工业区)310 国道北侧
835409.OC	佰惠生	√	√	内蒙古自治区赤峰市林西县林西镇南门外工业园区
835438.OC	戈碧迦	√	√	湖北秭归经济开发区九里工业园区
835723.OC	宝海微元		√	江西省萍乡市莲花县工业园
835813.OC	任森科技	√	√	湖北省长阳经济开发区长阳大道 689 号
835877.OC	诺克特	√	√	孝昌县城南工业园站前三路东延线
836113.OC	春泉园林		√	潢川县城关镇迎宾南路
833177.OC	时代股份		√	张家口市产业集聚区沈孔路 11 号
836374.OC	武当旅游		√	湖北省十堰市武当山旅游经济特区武当金街 9 号
836510.OC	蒙都羊业	√	√	内蒙古自治区赤峰市翁牛特旗食品工业园区
831067.OC	根力多	√	√	威县世纪大街东侧、北二环南侧
832376.OC	天原药业		√	承德市围场满族蒙古族自治县四合永镇(工业园区)
833491.OC	沧海核装	√	√	河北省盐山县小庄乡南徐小庄村
836324.OC	宏润核装	√	√	河北省盐山县工业开发区
836903.OC	汇东管道		√	河北省沧州市盐山县城东正港工业开发区



839481.OC	精诚股份	✓	✓	湖北省黄冈市团风县城南工业园
835156.OC	丽江文旅	✓	✓	云南省丽江市玉龙纳西族自治县白沙镇东巴谷景区
834086.OC	德泓国际	✓	✓	宁夏吴忠市同心县永安路 18 号
832737.OC	恒信玺利	✓	✓	西藏曲水县人民路雅江工业园 204 室
833371.OC	蓝天燃气	✓	✓	确山县生产街北段路西
837848.OC	玉禾田	✓	✓	安徽省岳西县经济开发区连云大道 68 号
838290.OC	灵思云途	✓	✓	拉萨经济技术开发区 A 区苏州路金凯新能源大厦 606 室

数据来源：山西证券研究所、choice

注：筛选的标准主要根据《首次公开发行股票并上市管理办法》及《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，其中《首次公开发行股票并上市管理办法》中涉及最近一期无形资产占净资产比例小于 20%及最近一期不存在未弥补亏损两项标准未采用（2016 年年报尚未披露）。本次筛选仅根据量化筛选。

#### 4.1.2 关注已申请上市辅导企业

截至 12 月 30 日，共有约 300 家企业申请上市辅导，根据主板及创业板相关条件筛选，结果如下：

图表 35：已申请上市辅导企业筛选

股票代码	股票名称	满足主板	满足创业板	股票代码	股票名称	满足主板	满足创业板
832684.OC	天运股份	✓		831406.OC	森达电气	✓	
834778.OC	通源环境	✓		833368.OC	江苏新能	✓	✓
836053.OC	友宝在线		✓	831975.OC	温迪数字		✓
833010.OC	盛景网联	✓		832089.OC	禾昌聚合	✓	✓
832188.OC	科安达	✓	✓	830809.OC	安达科技	✓	✓
834682.OC	球冠电缆	✓	✓	831392.OC	天迈科技	✓	✓
839064.OC	舒华股份	✓		830985.OC	浙江力诺	✓	
830849.OC	平原智能	✓		832292.OC	曙光电缆	✓	✓
834915.OC	津同仁堂	✓	✓	833719.OC	宏发新材	✓	
835770.OC	有方科技	✓	✓	835637.OC	林华医疗	✓	✓
835174.OC	五新隧装	✓	✓	834316.OC	振威展览	✓	
839402.OC	广联航空		✓	430156.OC	科曼股份	✓	✓
830896.OC	旺成科技	✓		833932.OC	奥雷德		✓
430229.OC	绿岸网络	✓	✓	835502.OC	深装总	✓	
832834.OC	林江股份	✓	✓	835933.OC	钜泉光电	✓	✓
834021.OC	流金岁月	✓	✓	832838.OC	华绿生物	✓	
835009.OC	金力永磁	✓	✓	835406.OC	瑞联新材	✓	✓
835147.OC	恒达新材	✓	✓	831067.OC	根力多	✓	✓
834955.OC	永威安防	✓		430369.OC	威门药业	✓	
834990.OC	新数网络	✓	✓	430459.OC	华艺园林	✓	✓
831135.OC	永冠股份	✓	✓	831463.OC	凯雪冷链	✓	✓
831188.OC	正兴玉	✓		833147.OC	华江环保	✓	✓
832491.OC	奥迪威	✓		834870.OC	瑞翌新材		✓

833645.OC	安联锐视	√	√	832675.OC	福达合金	√	
832332.OC	巨鹏食品	√	√	833429.OC	康比特	√	√
834291.OC	中信出版	√	√	832709.OC	达特照明	√	√
834801.OC	淳中科技	√	√	831129.OC	领信股份		√
834647.OC	若羽臣		√	832390.OC	金海股份	√	
835776.OC	招金励福	√		832938.OC	国林环保	√	
837354.OC	威派格	√		834947.OC	耐普矿机	√	√
833900.OC	阿尔创	√		831019.OC	博硕光电	√	√
835409.OC	佰惠生	√	√	430555.OC	英派瑞	√	
838223.OC	金维制药	√	√	831036.OC	裕国股份	√	√
837380.OC	润丰股份	√	√	430372.OC	泰达新材	√	√
831063.OC	安泰股份	√	√	833708.OC	捷佳伟创	√	√
831873.OC	环宇建工	√		834081.OC	通领科技	√	
832559.OC	熊猫乳业	√		833745.OC	恐龙园	√	
838982.OC	阳光中科	√	√	830948.OC	捷昌驱动	√	√
831868.OC	新农股份	√	√	831895.OC	爱威科技	√	
831621.OC	中镁控股	√	√	831417.OC	峻岭能源		√
832982.OC	锦波生物		√	834186.OC	健隆生物	√	
831053.OC	美佳新材	√		833638.OC	贝斯达	√	
833875.OC	博信通信	√	√	833418.OC	中兰环保	√	
837611.OC	德芯科技	√	√	832899.OC	景津环保	√	√
832602.OC	泰通科技	√		831274.OC	瑞可达	√	
833656.OC	确成硅化	√	√	430017.OC	星昊医药	√	
834312.OC	悠派智能	√		831317.OC	海典软件		√
834917.OC	苏立电热		√	834864.OC	万马科技	√	√
831697.OC	海优新材	√	√	830879.OC	基康仪器	√	
833677.OC	芯能科技	√		831397.OC	康泽药业	√	√
836862.OC	凯金能源		√	835183.OC	鸿禧能源	√	√
430462.OC	树业环保	√	√	430456.OC	和氏股份	√	
831699.OC	泰力松	√	√	430432.OC	方林科技	√	
832706.OC	时代凌宇	√	√	831103.OC	怡达化学	√	√
833994.OC	翰博高新	√	√	831344.OC	中际联合	√	√
834317.OC	正帆科技	√		832681.OC	宇邦新材	√	√
834980.OC	宁波水表	√	√	832196.OC	秦森园林	√	√
430662.OC	罗曼股份		√	831243.OC	晓鸣农牧	√	√
833879.OC	中环海陆	√	√	832898.OC	天地壹号	√	
834108.OC	万隆股份	√	√	834571.OC	润建通信	√	√
831263.OC	科华控股	√	√	833123.OC	瑞丰股份	√	√
835520.OC	信诺立兴	√	√	830964.OC	润农节水	√	√
835920.OC	湘村股份	√	√	831124.OC	中标节能	√	
430625.OC	联创种业		√	831208.OC	洁昊环保		√
834991.OC	新瀚新材	√	√	832566.OC	梓橦宫	√	

832023.OC	田野股份	√		833327.OC	泰林生物		√
836099.OC	天元集团	√	√	834337.OC	宏川智慧	√	√
831175.OC	派诺科技	√		835594.OC	时联特溶	√	
832513.OC	汇群中药	√		831374.OC	吉人高新	√	√
833300.OC	利树股份	√	√	831996.OC	永裕竹业	√	
834779.OC	美瑞新材	√	√	834342.OC	慧云股份	√	
833451.OC	璧合科技		√	430346.OC	哇棒传媒	√	√
832469.OC	富恒新材		√	831184.OC	强盛股份	√	√
833761.OC	科顺防水	√	√	834393.OC	爱柯迪	√	√
832246.OC	润天智	√		833310.OC	仁新科技	√	
831507.OC	博广热能	√		831450.OC	金宏气体	√	
832063.OC	鸿辉光通	√		830955.OC	大盛微电	√	
833423.OC	穗晶光电	√	√	833545.OC	千年设计	√	
835679.OC	日新科技	√	√	834003.OC	挖金客	√	√
430539.OC	扬子地板	√		834099.OC	蓝怡科技	√	
836709.OC	昀丰科技	√		430011.OC	指南针	√	√
832857.OC	宏景电子	√		832130.OC	圣迪乐村	√	√
832862.OC	惠柏新材	√		832933.OC	九典制药	√	
833047.OC	天堰科技	√		832000.OC	安徽凤凰	√	√
833249.OC	浙江国祥	√		832295.OC	富泰股份	√	
832622.OC	咏鹅家纺		√	831856.OC	浩淼科技	√	√
836383.OC	蓝特光学		√	832180.OC	绿洲森工	√	√
834809.OC	易瓦特	√		832263.OC	美亚高新	√	
830771.OC	华灿电讯	√		430370.OC	谢裕大	√	
831475.OC	春晖智控	√	√	430489.OC	佳先股份		√
833137.OC	通宝光电		√	831719.OC	菱湖漆		√
833456.OC	世纪天鸿	√		831402.OC	帝联科技	√	
832897.OC	回头客	√		831088.OC	华恒生物	√	√
833695.OC	富士莱	√	√	832388.OC	龙磁科技	√	√
832745.OC	奥飞数据	√	√	834484.OC	博拉网络		√
832238.OC	康泰股份	√	√	832099.OC	新疆火炬	√	√
837020.OC	华通线缆	√		834639.OC	晨光电缆	√	√
832715.OC	华信股份	√	√	430478.OC	哈一药业		√
833263.OC	大承医疗	√		832582.OC	众源新材	√	√
430088.OC	七维航测	√		831988.OC	乐普四方	√	
832821.OC	金丹科技	√	√	832090.OC	时代装饰	√	
430447.OC	广信科技	√		430515.OC	麟龙股份	√	
831530.OC	才府玻璃	√	√	832362.OC	佩蒂股份	√	√
831866.OC	蔚林股份	√		831378.OC	富耐克	√	√
832041.OC	中兴通科	√		831265.OC	宏源药业	√	
832422.OC	福昕软件	√		830866.OC	凌志软件	√	
832639.OC	正和生态	√		832218.OC	德长环保	√	√

833585.OC	千叶珠宝	√		830838.OC	新产业	√	√
833770.OC	宏伟供应	√	√	831822.OC	米奥会展	√	
833868.OC	南京证券	√		832154.OC	文灿股份	√	
834718.OC	绿创声学	√		830980.OC	日懋园林	√	
836201.OC	和力辰光	√		832283.OC	天丰电源	√	
837311.OC	药石科技	√	√	430591.OC	明德生物	√	√
430141.OC	久日新材	√		833081.OC	顺博合金	√	√
831120.OC	达海智能	√		832950.OC	益盟股份	√	
831171.OC	海纳生物	√	√	830837.OC	古城香业	√	
831688.OC	山大地纬	√		830970.OC	艾录股份	√	√
831508.OC	拓新股份	√		831325.OC	迈奇化学	√	√
832651.OC	天罡股份	√	√	832568.OC	阿波罗	√	√
833138.OC	长江材料	√	√	831377.OC	有友食品	√	√
833229.OC	龙利得	√		832245.OC	慧翰股份		√
834098.OC	慧尔股份	√	√	830885.OC	波斯科技	√	
835470.OC	伯特利	√	√	831213.OC	博汇股份	√	√
835825.OC	德固特	√		430746.OC	七星科技	√	
430037.OC	联飞翔	√	√	830968.OC	华电电气	√	√
430599.OC	艾艾精工	√		430483.OC	森鹰窗业	√	
430738.OC	白兔湖	√		831517.OC	凯伦建材	√	√
834243.OC	紫竹慧	√		430605.OC	阿科力	√	√
832708.OC	三力制药	√	√	830822.OC	海容冷链	√	√

数据来源：山西证券研究所、choice

注：筛选的标准主要根据《首次公开发行股票并上市管理办法》及《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，其中《首次公开发行股票并上市管理办法》中涉及最近一期无形资产占净资产比例小于 20%及最近一期不存在未弥补亏损两项标准未采用（2016 年年报尚未披露）。本次筛选仅根据量化筛选。

## 4.2 价值层：财务+战略新兴行业

我们采取由表及里的方式宏观选股。表层主要根据财务数据筛选，中层主要按照行业筛选，里层则以公司治理结构及管理层筛选。

表：我们仍延续中期策略的投资建议。选取增长速度较快、利润额度较高估值较低的企业建立股票池。以 2015 年报、2016 年半年报数据为基础，以“一年半”的营收增速（均大于 30%）及净利润（均大于 30%）、2016 年上半年净利润（大于 2000 万）、估值（介于 0~25 倍）为依据。

中：12 月 19 日，国务院发布关于印发“十三五”国家战略新兴产业发展规划的通知，提出新一代的战略新兴产业：信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意。

里：实际调研，需要接触企业管理层及团队。

图表 36：股票池

证券代码	证券简称	wind 行业	转让方式	证券代码	证券简称	wind 行业	转让方式
830809.OC	安达科技	基础化工	做市转让	833423.OC	穗晶光电	电子设备和仪器	协议转让
830855.OC	盈谷股份	半导体产品	做市转让	833344.OC	巨网科技	互联网软件与服务	协议转让
830951.OC	嘉行传媒	工业机械	协议转让	833757.OC	天力锂能	特种化工	做市转让
830948.OC	捷昌驱动	电气部件与设备	协议转让	833851.OC	景云祥	信息科技咨询与其它服务	协议转让
830964.OC	润农节水	基础化工	协议转让	833994.OC	翰博高新	基础化工	做市转让
831344.OC	中际联合	工业机械	协议转让	833979.OC	天图投资	多领域控股	协议转让
831385.OC	大地和	电气部件与设备	做市转让	835184.OC	国源科技	互联网软件与服务	做市转让
831557.OC	中呼科技	互联网软件与服务	做市转让	835315.OC	驱动人生	互联网软件与服务	协议转让
831697.OC	海优新材	多元化工	做市转让	835560.OC	羿珩科技	电子设备和仪器	协议转让
831954.OC	协昌科技	电子元件	做市转让	835679.OC	日新科技	半导体产品	协议转让
831979.OC	林格贝	生物科技	做市转让	835905.OC	中达软塑	基础化工	协议转让
832031.OC	嘉银金科	信息科技咨询与其它服务	协议转让	836430.OC	移远通信	通信设备	协议转让
832571.OC	点击网络	互联网软件与服务	做市转让	836301.OC	双翼科技	通信设备	协议转让
832795.OC	南京欣网	通信设备	协议转让	836614.OC	奥其斯	电子制造服务	协议转让
832772.OC	银都股份	工业机械	协议转让	837611.OC	德芯科技	通信设备	协议转让
833173.OC	赢鼎教育	教育服务	做市转让	838053.OC	嘉泰数控	工业机械	做市转让
833147.OC	华江环保	环境与设施服务	协议转让				

数据来源：wind、山西证券研究所

## 4.3 山西证券新三板团队重点研究领域

我们根据人口结构的变化及社会的变迁，我们关注教育、医疗养老、环保、休闲娱乐、品质生活、高端制造、新能源，对这些行业我们也进行了重点覆盖。

### 4.3.1 教育：幼儿教育+职业教育

教育证券化元年的开始。11月7日，十二届人大常委会第二十四次会议审议并通过了关于修改民办教育促进法的决定，2017年9月1日起，民办学校的举办者可以自主选择设立非营利性或者营利性民办学校，但是不得设立实施义务教育的营利性民办学校。这意味着民办教育由此可实现营利，可在资本市场实现证券化。

二胎红利释放，幼教刚性需求。二胎政策全面落实将使得生育率在近五年以较快的速度上升，新生幼儿数量进一步扩增，从卫计委的数据来看，新生人



口数 2016 年超过 1750 万，我们估计新增人口增速约为 20%，早教+幼教前景广阔。

**职业教育人才缺口。**根据人社部数据，我国目前专业人才缺口达到 1746 万人~2665 万，高等教育供过于求，而专业技术人才缺口巨大。高等教育就业率有所下滑，一方面，经济增速下行，宏观环境不乐观；另一方面，高等教育毕业生数量上升，质量有所下滑，与企业需求匹配度下滑。而经济下行，证书等资格证地位凸显，则给职业相关教育（诸如公务员考试）提供相关契机。

图表 37：教育类关注企业

分类	证券代码	证券简称	所属挂牌公司管理型行业名称 [行业级别] 全部明细
K12:	833142.OC	佳一教育	教育-教育-技能培训、教育辅助及其他教育-其他未列明教育
	870155.OC	高思教育	教育-教育-技能培训、教育辅助及其他教育-其他未列明教育
	839264.OC	世纪明德	教育-教育-技能培训、教育辅助及其他教育-其他未列明教育
教育信息化:	430375.OC	星立方	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业-软件开发-软件开发
	831850.OC	分豆教育	信息传输、软件和信息技术服务业-软件和信息技术服务业-软件开发-软件开发
幼教:	430223.OC	亿童文教	教育-教育-学前教育-学前教育
职业教育:	830858.OC	华图教育	教育-教育-技能培训、教育辅助及其他教育-职业技能培训

数据来源：wind、山西证券研究所

#### 4.3.2 新材料：锂电池+OLED+石墨烯

**锂电池——产业链政策红利频发。**政策为带动行业发展的最重要因素之一，占有此驱动因素的子行业长期发展趋势较为确定，其中最具代表性的是锂离子电池产业链，在新能源汽车相关政策持续推进的背景下，其正极材料能量密度的持续提升及负极材料的成本下降值得期待。

**OLED——国产替代。**国内制造业发展曾经长期依赖国外技术与设备，而国内厂商则多数依靠中间产物制造及加工存活。近几年来，随着国内科研、制造能力的飞速增长，自主研发、全流程制造已为大势所趋，国产替代下游市场空间广大，以 OLED 为代表的新型显示器件的产能释放和成本下降，以及先进半导体材料是其中的典型。

**石墨烯——前沿材料。**除已得到大规模量产的新材料之外，还有一部分仍处于产业化边缘的前沿材料，其下游应用领域和优异性能极富想象空间，是目前的市场热点之一。石墨烯是其中的代表性材料，其产业化之后的下游应用领域突破值得期待。

图表 38：新材料类关注企业

分类	证券代码	证券简称	所属挂牌公司管理型行业名称 [行业级别] 全部明细
锂电池：	830809.OC	安达科技	制造业-电气机械及器材制造业-电池制造-锂离子电池制造
	831742.OC	纽米科技	制造业-橡胶和塑料制品业-塑料制品业-塑料薄膜制造
	835185.OC	贝特瑞	制造业-非金属矿物制品业-石墨及其他非金属矿物制品制造-石墨及碳素制品制造
OLED：	835406.OC	瑞联新材	制造业-化学原料及化学制品制造业-专用化学产品制造-其他专用化学产品制造
	836198.OC	拓捷科技	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业-电子器件制造-光电子器件及其他电子器件制造
	833994.OC	翰博高新	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业-电子器件制造-光电子器件及其他电子器件制造
石墨烯：	831190.OC	第六元素	制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业-电子元件制造-电子元件及组件制造
	833608.OC	二维碳素	制造业-非金属矿物制品业-石墨及其他非金属矿物制品制造-石墨及碳素制品制造

数据来源：wind、山西证券研究所

### 4.3.3 环保：PPP

**PPP 大环境利好。**据统计，截至 2017 年 1 月，财政部入库 PPP 项目达 10828 个，其中环保类项目 2334 个，占全部入库项目总数的 21.56%；2016 年年初至 9 月落地率从 19.96%增至 9 月 25.99%，落地速度明显加快；示范项目落地率从 2016 年年初的 32.67%增至 9 月份 58.18%，相关利好有望反映到公司 2017 年的财报中，业绩将有所兑现。

**关注处于发展初期、集中度低、技术壁垒较高的细分行业。**PPP 模式更多利好资金实力强的 A 股企业，尤其是大型国企和央企。新三板企业融资能力较弱，难以承接大规模订单，只能在 PPP 大潮下“分一口汤喝”。新三板企业体量小、主营业务更加细分，相比之下，其竞争优势更容易在集中度低，竞争格局尚未形成的领域显现出来。在行业发展初期便拥有独特技术优势的中小企业，更有可能在行业整合、落后产能淘汰的过程中发展壮大。该类典型的行业包括危险废物治理和节能减排。

图表 39：环保类关注企业

证券代码	证券简称	所属挂牌公司管理型行业名称 [行业级别] 全部明细
837164.OC	新中天	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业-环境治理业-危险废物治理
832218.OC	德长环保	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业-环境治理业-固体废物治理
836661.OC	特利尔	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业-环境治理业-大气污染治理
837865.OC	亘峰嘉能	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业-环境治理业-固体废物治理
836806.OC	亚洲生态	水利、环境和公共设施管理业-生态保护和环境治理业-环境治理业-大气污染治理

数据来源：wind、山西证券研究所



#### 4.3.4 新零售：全渠道+内容电商+淘品牌资本化

消费市场供给侧变革催生新零售时代。我国经济正在由投资主导向消费主导转换，这是我国经济向中高端迈进的必然趋势。随着我国经济的持续发展和国民休闲需求的日益增长，居民的消费能力和意愿均有所提升，消费增长的潜力巨大，消费市场也呈现多元化、规范化发展态势，新零售的消费热点将引领消费结构转型，并对传统零售业造成较大的冲击，倒逼传统零售业进行创新变革。

政策发酵促进行业良性发展。12月29日，商务部、中央网信办、发展改革委三部门联合印发《电子商务“十三五”规划》，构建了“十三五”电子商务发展框架体系。规划明确了到2020年电子商务交易额40万亿元、网络零售总额10万亿元、相关从业者5000万人三大发展目标，首次系统的阐述了电子商务对社会发展和民生发挥的作用，电子商务从国民经济领域全面扩展到社会发展领域。经历过粗放式发展的跑马圈地阶段，电商已开始关注发展质量，进入了精细化经营的新阶段。各种规划与意见的出台，既明确了政策导向，又为行业的健康有序发展指明了方向。

电商下半场，主旋律变革。随着行业监管的收紧、线上红利的封顶以及资本寒冬的洗礼，电商行业爆发式增长的上半场模式行将结束，行业将迎来理性发展的过渡期，行业逐渐走向了下半场的深水区。在这个消费大升级，用户需求变革的时代，互联网已进入整合线下资源承接线上需求能力的阶段，未来新零售的版图正在逐渐成型。重点关注布局全渠道零售和注重内容消费的电商企业，以及谋求资本化的淘品牌电商企业。

图表 40：新零售类关注企业

分类	证券代码	证券简称	所属挂牌公司投资型行业名称 [行业级别] 全部明细
全渠道新零售：	830993.OC	壹玖壹玖	非日常生活消费品-零售业-互联网与售货目录零售-互联网零售
内容电商：	832887.OC	如涵控股	日常消费品-家庭与个人用品-个人用品-个人用品
淘品牌服务商：	838711.OC	韩都电商	非日常生活消费品-耐用消费品与服装-纺织品、服装与奢侈品-服装与配饰

数据来源：wind、山西证券研究所

#### 4.3.5 医药：重组人源胶原蛋白+血液透析+精准医疗+养老产业

HPV 治疗产品市场空间巨大。国内感染 HPV 人数众多，而 HPV 常见亚型国内外存在较大差距，市场上抗 HPV 疫苗局限性很大，而且多数疫苗为广谱抗

病毒类的,专门针对 HPV 的风毛麟角,抗 HPV 治疗性产品市场空间不可限量。

**重组人源胶原蛋白市场空间巨大。**国内胶原蛋白行业还处于起步阶段,市场远远还未被激发,发展潜力巨大,市场增长表现较为可观,2015 年我国胶原蛋白市场将达到 1000 亿元,其中胶原蛋白美容市场将达到 200 亿元左右,年增长率达 40%至 60%。

**药用玻璃更新换代带来行业变革。**医改的不断深入及各项医药政策的出台,医药产业将迎来高速发展期,作为附加产业的药用玻璃包装市场也将迎来春天。同时,随着环保政策加码,传统的火焰炉生产药用玻璃管将逐步淘汰,一级耐水药用玻璃管将替代传统玻璃管,需求空间巨大。

**血液透析迎来黄金发展期。**随着国内一系列大病医保政策的出台,国内透析治疗需求将彻底释放,独立透析中心也将逐步放开,这将改变原本只有二级甲等及以上资质医院单位才有资格开办血液透析中心的格局。目前国内血透市场规模达到 300 亿,市场至少还有 5 倍增长空间。

**精准医疗迎来春天。**“十三五”生物产业发展规划提出加快发展发展精准医学新模式,据相关机构测算,预计 2015 年至 2020 年五年间全球精准医疗市场将迎来春天,市场规模增速达 15%,为医药行业增速的 3~4 倍。

**养老服务有望迎来加速发展。**我国老龄化程度不断加深,预计到 2030 年 65 岁以上人口占比将超过 15%,养老产业需求空间巨大,目前行业供给不足,缺口较大。同时,国家也开始放宽养老服务市场,2016 年底,国务院出台养老相关意见,意见提出到 2020 年,养老服务市场全面放开,随着政策落地,养老产业将迎来发展新机遇。

图表 41: 医药类关注企业

分类	证券代码	证券简称	所属挂牌公司投资型行业名称 [行业级别] 全部明细
HPV 治疗产品&重组人源胶原蛋白	832982.0C	锦波生物	医疗保健-制药、生物科技和生命科学-生物科技-生物科技
药用玻璃	839394.0C	宏光医玻	原材料-原材料-新材料-新型功能材料
	837502.0C	四星玻璃	医疗保健-医疗保健设备与服务-医疗保健设备与用品-医疗保健用品
血液透析	838057.0C	山外山	医疗保健-医疗保健设备与服务-医疗保健设备与用品-医疗保健设备

数据来源: wind、山西证券研究所

## 5. 风险提示

宏观经济下行严重；政策红利不及预期；IPO 政策发生变化。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

### 特别申明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。