

2011 年 4 月 28 日

“新三板”扩容迫在眉睫

——2011 年 5 月股市发展环境展望

短期评价：☆☆☆；中长期评价：☆☆☆☆

相关研究

《转型是十二五规划最强音——2011 年 4 月股市发展环境展望》
2011 年 3 月 31 日

主要内容：

- 福岛陷入“核持久战”，其核泄漏等级被调高到最高的 7 级，越来越多的国家检测到来自福岛的微量放射性物质。但历史经验显示，核事故的实质危害远小于人们的心理预期。福岛事故使全球的核能发展短期处于停滞状态，但各国政府对待核能的基本态度是积极的。核危机为新能源发展带来了契机，但新能源还无法成为能源结构中的中坚力量。
- 欧洲央行宣布加息，表明全球的货币政策开始步入紧缩周期。市场对于已经蔓延在新兴市场的政策紧缩周期是否向发达国家传递产生了明显的预期。在增长稳定、价格压力不断突破货币政策上限的环境中，货币政策可能比预期更早进入紧缩周期。
- 2011 年是多层次资本市场完善的关键年。从制度推出的操作性和重要性来讲，继创业板推出后，场外市场建设应该成为今年尤其是上半年制度建设工作的重中之重。展望今年，“新三板”建设有望成为率先破冰的制度。

表 1：股市发展环境主要因素预测（2011 年 5 月）

市场政策	■ 资金供给：资金继续偏紧 ■ 证券供给：新股扩容加速 ■ 市场监管：加大内幕交易打击力度
宏观调控	■ 货币政策：准备金率继续上调 ■ 财政政策：个税修正案公布 ■ 其他政策：关注保障房建设和“十二五”项目新开工
国内经济	■ 经济增长：保障房建设将拉动投资增长 ■ 物价指数：步入缓慢下降通道 ■ 企业效益：成本上涨影响企业毛利回升
国际环境	■ 世界经济：关注欧洲量化宽松政策退出 ■ 国际股市：维持向上格局

分析师

钱康宁 A0230511040071
qiankn@swsresearch.com

蒋健蓉 A0230511040021
jiangjr@swsresearch.com

联系人

钱康宁
(8621)23297346
qiankn@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1. 总体结论

福岛核危机不能改变全球核能发展格局。欧洲央行加息拉开了全球货币紧缩的大幕。“新三板”建设有望在今年的多层次资本市场建设中率先破冰。

福岛陷入“核持久战”，其核泄漏等级被调高到最高的 7 级，越来越多的国家检测到来自福岛的微量放射性物质。但历史经验显示，核事故的实质危害远小于人们的心理预期。福岛事故使全球的核能发展短期处于停滞状态，但各国政府对待核能的基本态度是积极的。核危机为新能源发展带来了契机，但新能源还无法成为能源结构中的中坚力量。

欧洲央行宣布上调利率 25 个基点至 1.25%，为金融危机以来首次加息。欧洲央行加息的开始，也表明全球的货币政策开始步入紧缩周期。3 月以来市场对于已经蔓延在新兴市场的政策紧缩周期是否向发达国家传递产生了明显的预期。在增长稳定、价格压力不断突破货币政策上限的环境中，货币政策可能比预期更早进入紧缩周期。

2011 年是多层次资本市场完善的关键年。从制度推出的操作性和重要性来讲，继创业板推出后，场外市场建设应该成为今年尤其是上半年制度建设工作的重中之重。展望今年，“新三板”建设有望成为率先破冰的制度。

2. 核危机不改全球核能发展格局

福岛陷入“核持久战”。

日本大地震及其引发的海啸已经发生一个多月，而令人担忧的福岛核电站危机也已持续了一个多月仍然未解。日本政府 4 月 12 日宣布，对福岛第一核电站的核泄漏等级评定由当时的 5 级提高到最高级别——7 级。与此同时，越来越多的国家检测到来自福岛的微量放射性物质。但从历史来看，核事故的影响并非如人们想象中那样恐惧。

核危机的实质危害远小于心理恐惧。

日本福岛核事故之前，全世界共发生严重的民用、军用核事故约数十次，其中七级事故 1 次（即 1986 年切尔诺贝利核电站事故），六级事故 1 次，五级事故 5 次，分布区域几乎遍及全球。与科幻电影中耸人听闻的灾难场景不同，这些事故造成的危害其实相当有限。即使严重如切尔诺贝利事故，根据联合国原子辐射效应科学委员会报告，其影响也有限：除了周边大片区域严重污染外，确认急性放射病者 134 人，其中 28 人在数周内死亡，另有 14 人在 10 年内死亡。估计直接、间接致死 4056 人。

福岛核事故危害比切尔诺贝利事故低。

与切尔诺贝利事故相比，福岛核电站的影响有两大不同。第一，时隔 24 年，核能科技与事故处理的技术显著进步，人们对核辐射的认知也有了长足发展，事故信息披露更加透明，因此辐射导致直接死亡的数量会大幅下降；第二，切尔诺贝利在内陆，高浓度的辐射物直接散播在陆地上，因此附近受到广泛辐射的居民数量众多，污染物落在地面常年不散；而福岛面朝大海，辐射物直接排放到太平洋中，随着洋流很快得以稀释，本该由日本一国居民

抑制核电的政策是权宜之计。

承受的辐射变成全球居民一起来负担，而且核电站周边受到严重辐射的人员数量并不多。

核能被视为高效、清洁的能源。半个世纪前，苏联建成世界第一座核电站，如今全世界有 15% 的电力依靠核能提供。然而，日核危机发生后不久，全球对核电的抵制心理便迅速升温，许多国家都暂停了核电建设计划。但是我们认为，如果说核电产业从此寿终正寝还为时尚早。当前，石油价格上涨，太阳能、风能等清洁能源的装机容量远远跟不上经济发展的要求，因此核能作为传统能源最佳补充和替代的地位尚无法撼动。

深受切尔诺贝利事故的欧洲地区，反核人士的力量最大最坚决，德国、法国、意大利、英国等国家民众对限核、弃核的呼声相当高，但是政府态度基本以“慎重”为主，主要措施是检查已有设施安全性、暂停未来设施审批等，没有任何国家提出彻底放弃核能。大洋彼岸的美国，更倾向于发展核能。当前，核能占美国能源总产量 1/5 左右，奥巴马 3 月 30 日抛出的能源计划强调，在确保安全的前提下大力发展核能。值得关注的是，美国核电站安全标准目前已经相当苛刻，未来在进一步提高安全标准的前提下，核电发展的成本阻力会更大，最终将导致核电发展的速度也随之下降。

中国的核能态度相对积极。

由于碳排放目标约束和高油价的影响，中国对于核能的态度相对西方国家更为积极。福岛核事故之前，我国核能规划是大步前进的态势：到 2020 年达到 8600 万千瓦，2030 年到 2 亿千瓦，全球 40% 的核能在建项目在中国进行。即使福岛核事故发生后，国务院常务会议要求抓紧编制核安全规划，调整完善核电发展中长期规划，在批准核安全规划之前，暂停审批核电项目（包括开展前期工作的项目）。也就是说，等待核安全规划制定出来之后，所有核电计划就继续进行。

新能源，发展的契机，但路漫漫而修远。

福岛核事故发生后，各国都强调新能源的发展。欧洲更加重视风能的利用，奥巴马的能源政策也将新能源作为美国政府主要推进的能源。依据 iSuppli 的预计，未来几年，全球光伏发电新装机容量增长速度将保持持续的增长，欧洲的新装机容量将远高于世界其他地区。但由于新能源在全球能源中的占比很低，而且，风能需要在特定区域安装，能源的获取受气候影响不具有持续稳定性；光伏只在白天阳光明媚时才有，而用电高峰偏偏在傍晚。因此新能源虽然是未来发展的方向，但在克服自身固有缺陷及取得技术突破之前，尚无法完全替代常规能源。

3. 全球紧缩周期拉开大幕

欧洲央行加息表明全球货币政策开始步入紧缩周期。

欧洲央行 4 月 7 日宣布上调利率 25 个基点至 1.25%，为金融危机以来首次，欧元区正式进入加息行列。欧洲央行加息的开始，也表明全球的货币政策开始步入紧缩周期。3 月以来市场对于已经蔓延在新兴市场的政策紧缩周期

是否向发达国家传递产生了明显的预期。在增长稳定、价格压力不断突破货币政策上限的环境中，2 季度将迎来欧洲、英国、澳大利亚、美国等关键经济体的货币政策会议，货币政策可能比预期更早进入紧缩周期。

当前欧洲的通胀水平明显超出欧洲央行设置的 2% 的警戒线，3 月份 2.7 的 CPI 水平，创下了近 29 个月以来最高升幅。而从 12 个月移动平均水平来看，CPI 也达到了警戒线水平。4 月德国的 CPI 同比 2.6% 的增长预示着欧洲央行持续加息的可能性。我们认为，欧洲央行加息预期逐渐加重，未来大体上保持两个月加一次息的节奏。由于通胀形势二、三季度相比四季度严峻，因此加息将主要集中在二三季度。同时值得关注的是，丹麦、芬兰等欧洲国家由于通胀的加剧，可能也会选择在近期加息。反观英国，由于近期制造业活动放缓、英镑严重受压等因素，其加息时点可能延后至 6 月下旬。

联储最近表示 QE2 将如期于 6 月末结束，联储资产负债表规模将成为未来几个月联储货币政策的重点，在 QE2 结束后几个月预计联储资产负债表规模将维持稳定。联储预期名义通胀可能短时上升至 2.5%，但随后将回落到 2% 以下。联储小幅上调了对核心通胀的预测，预测到 2013 年核心通胀可能才会达到 2% 水平。虽然近期经济增长预期遭到小幅下调，但我们倾向于认为美国经济仍在可持续的复苏。伯南克把资产负债表规模的收缩看做为货币紧缩的开始，我们预期在今年四季度末联储可能会开始收缩资产负债表。资产负债表收缩之时也就意味着政策紧缩的开始，从资产负债表规模收缩到开始加息可能仍需要几个月的时间。

相比发达国家的温和通胀而言，金砖国家的经济增长受到了高通胀的持续纠缠。今年以来，俄罗斯的物价水平连续 3 个月均超过 9.5、巴西、中国的 CPI 也迭创经济危机后的新高。尽管采取了多种措施抑制通胀，但面对全球金融和商品市场的冲击，我们认为金砖国家未来的通胀水平仍将维持在高位。3 月末，俄罗斯开始上调准备金率，因此继续调整准备金将会是俄罗斯政府抑制通胀的不二选择，巴西则将着力于刺激政策的逐步退出，中国和印度将延续推出加息、调准备金、升值的政策组合拳。

此外，物价上涨正在严重干扰拉美和亚洲国家的经济和汇市发展。委内瑞拉是世界第五大原油出口国，也是欧佩克中唯一的拉美国家。而高油价也导致了委内瑞拉的高通胀。当前该国通胀率高达 28.7%，远高于政府设定的 12% 的目标。IMF 预计今年委内瑞拉的通货膨胀率将继续增加到 31.3%，成为世界上通胀率最高的国家之一。为此，委内瑞拉政府 26 日宣布下调石油暴利税起征点并上调税率，从原油价格超过每桶 40 美元时开征，最高档税率 95%。同时饱受通胀飙升之苦的还有越南，其 4 月份 CPI 达到了 17.51，创两年多的新高。尽管越南政府采取持续贬值的手段保护本国的出口贸易，但其货币贬值可能在亚洲引发连锁反应，并影响经济结构相似的泰国、马来西亚等周边国家。总之，在高通胀威胁下，新兴市场和地区中的紧缩步伐仍将持续。

欧洲加息预期逐渐加重，年内还将有 3-4 次。

联储资产负债表收缩之时即意味着美国政策紧缩的开始。

通胀猛于虎，新兴经济体再念“紧箍咒”。

4. “新三板”建设有望率先破冰

场外市场建设是上半年
制度建设工作的重中之
重。

2011 年是多层次资本市场完善的关键年。从制度推出的操作性和重要性来讲，继创业板推出后，场外市场建设应该成为今年尤其是上半年制度建设工作的重中之重。而从社会和市场舆论情况来看，也印证了这一点。在 2011 年第一个季度，我们看到场外市场建设的讨论日益增多，市场也对新三板扩容产生了较大的预期。

新三板扩容迫在眉睫。

在证券期货监管工作会议中，尚福林主席明确强调了新三板扩容的紧迫性。“扩大代办股份转让系统试点，加快发展场外交易市场”也出现在了“十二五”规划当中。3 月 21 日证监会某部门负责人接受媒体采访时称，“十二五”期间，场外市场建设将分两步推进，一是将首先允许国家级高新技术产业开发区内具备条件的未上市股份公司进入证券公司代办股份转让系统进行股份公开转让，进一步探索场外交易系统运行规律和管理经验；二是在制度体系和工作机制基本形成并稳定运行后，将市场服务范围扩大到全国具备条件的股份有限公司。证券业协会副会长邓映翔也于近期表示：当前，扩大试点范围、建设全国性统一场外市场成为资本市场的急迫任务。

遵循从“试点扩容”到
“全国推广”两个阶段。

从中央文件到监管层领导的讲话中，我们看到了场外市场建设的紧迫性，并且其制度内容也与我们的预期一致。我们前期预测，场外市场建设应遵循从“试点扩容”到“全国推广”的两个阶段。由于高新区准备较为充分、拥有较多创新型企业资源，先将高新区纳入其中具有合理性。目前，共有 83 家国家级高新技术开发区，首次纳入扩容试点的园区可能在 15-20 个左右，而未来两到三年，随着纳入高新区增多，新增速度应该会加快。

“新三板”交易、结算、
挂牌等制度有待进一步
完善。

当“新三板”成功扩容后，“新三板”的交易、结算和挂牌等制度将有望进一步全面梳理和完善。目前“新三板”的发展主要面临的是交易清淡、流动性不足的问题。我们认为未来新三板可以从两个角度对上述问题加以解决，一是个人投资者将允许进入，为控制风险稳定市场，个人投资者准入门槛可能较高；二是做市商制度的推出，这需要研究制定交易规则、券商持有企业股份细则和融资细则。

股票发行制度改革的深
化、创业板市场配套制
度完善、场外市场建设
加速以及国际板市场的
探索是未来制度建设关
键点。

我们认为，股票发行制度改革的深化、创业板市场配套制度的完善、场外市场建设的加速以及国际板市场的探索将是未来资本市场制度建设的关键点。新股发行制度改革的深化的焦点还将在继续强化承销商和询价对象的约束方面，相信伴随着市场条件的逐渐成熟，对充分赋予主承销商配售权以及存量配售等制度将择机推出，新股发行体制改革将最终走向市场化。创业板市场配套机制方面，我们认为直接退市制度以及转板机制的建立是近年攻关的重点。场外市场的建设方面现阶段仍将以扩大代办股份转让试点为主，逐步推行到全国从而建立统一监管的场外市场。国际板的建立仍处在探索阶段，相关的法律规范有可能在年内有所突破。

证券市场
 制度创新

“新三板”扩容有望在年内有所突破
转融通机制是后续制度建设的重点
新股发行制度改革仍将以强化承销商和询价对象责任为主
《上市公司监督管理条例》有望年内出台，公司治理制度将进一步完善
股权投资管理办法有望年内取得一定突破
并购制度将进一步完善，以市场化为主方向
退市和保荐制度的完善是 2011 年创业板制度建设重点之一
国际板相关制度乐观估计在 2011 年底前有所突破

信息披露

分析师承诺

钱康宁、蒋健蓉：制度与发展。

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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，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。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。