



证券研究报告·行业动态

新三板扩容，券商多业务受益

行业动态信息

新三板扩容是资本市场制度建设和创新的又一大步

我国要构建多层次资本市场体系，迫切需要搭建统一监管下的全国性场外交易市场。因此，新三板市场作为我国全国性场外交易市场的雏形，扩容势在必行。从海外情况看，台湾 OTC 股票市值达到 20327.57 亿台币，占总市值的 8.39%。日本的场外交易市场市值占比和交易均较低，占总市值比维持在 2.9-4.5% 之间。

新三板概况及扩容展望

至今在板的企业有 77 家。从行业布局来看，新经济与传统行业兼顾。总体市盈率仅 18.21，低于大盘；市值合计在总市值中的占比也极低，仅 0.065%。目前的新三板仅局限于中关村科技园。截至 2009 年末，我国各高科技园区企业数达到 53692 家，合计实现营业收入 78707 亿元，实现利润 4465 亿元；投资者扩容将提升新三板的市场活跃度，新三板股票的换手率和估值都将有较大幅度提升。

新三板带给券商的业务机会和业绩贡献分析

目前，共有 44 家券商获得了主办资格。新三板可以为券商带来交易收入（做市商和佣金收入），承销费用和注册费收入，直投业务收入等。从两条路径分析新三板给券商的业绩贡献度：

美国投资银行与证券经纪业 OTC 股票手续费收入占全部手续费收入比大约在 15.5%。OTC 做市收入/OTC 股票手续费收入平均大约在 40% 左右。OTC 业务将会为我国券商的经纪业务收入带来 21% 左右的业绩贡献，将给券商业绩带来 15% 以上的业绩贡献。考虑到承销费用以及直投业务机会，受益程度还将更大。

2009 年底全国 50 余家科技园区共有 53692 个企业，实现收入 78707 亿元，实现净利润 4465 亿元。按照 30% 的利润增速测算，2010 年底净利润应该有 5600 亿元左右。假设有 10% 的企业进入新三板，即 5300 家左右（50 个园区，每家 100 个左右），净利润大约合计为 1150 亿元左右，给予 25 倍 PE，则市值大约为 25000 亿元左右。对券商经纪业务收入贡献大约 10% 左右，加上做市收入，合计贡献应该在 15%。此外，对于投行承销费用，带来投行承销收入 5-25 亿元。

投资建议

对于券商的受益程度，我们认为有两类公司受益较大：一类是投行实力强的公司，如中信等；另一类是注册地当地的科技园区实力强大的证券公司，如长江的注册地有东湖高新、西南证券的注册地有重庆高新、国元证券注册地有合肥高新、广发所在地的广州高新、中信万通的青岛高新、国金证券注册地的成都高新。其中，东湖高新基本可以确定进入首批试点。

我们的券商推荐组合为：中信、长江、华泰和光大证券。

请参阅最后一页的重要声明

证券业

维持

增持

魏涛

weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

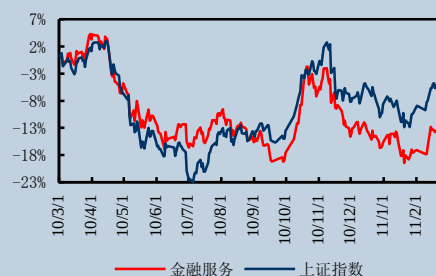
联系人：曾羽

zengyu@csc.com.cn

010-85156333

发布日期：2011 年 3 月 1 日

市场表现



相关研究报告

11.02.15

证券业：制度创新提速 券商股价值提升

新三板扩容是资本市场制度建设和创新的又一大步

“新三板”是业界对“中关村科技园区非上市股份有限公司代办股份报价转让系统”的通俗称法，其背后涵盖了我国场外交易从“两网”，到“三板”，再到“新三板”的漫长历程。新三板从开办之初就坚持为高科技高成长企业提供投融资平台，迄今已经成为我国资本市场不可或缺的组成部分。

◆ 新三板扩容势在必行

新三板中关村试点启动以来，整体运行平稳有序，基本实现预期目标。但长远来看，过于局限的试点范围不利于新三板以及我国场外交易市场的发展。我国要构建多层次资本市场体系，迫切需要搭建统一监管下的全国性场外交易市场。因此，新三板市场作为我国全国性场外交易市场的雏形，被挂牌企业、投资者以及监管层均给予了厚望，扩容势在必行。

◆ 国外成熟场外交易市场

纵观全球，资本市场非常发达的国家对场外交易市场的建设比我国早了几十年，甚至上百年。成熟的场外交易市场已不仅仅是主板和二板市场的蓄水池，其自身制度完善、监管宽松、流动性强和效率高，充分满足在此市场挂牌企业的融资需求。我们选择了最为典型的美国场外交易市场、周边的日本场外交易市场和我国台湾的场外交易市场为代表，以期能给我国新三板市场的扩容发展给予参考借鉴。

美国场外交易市场

美国场外交易市场以纳斯达克(NASDAQ)为核心，以美国场外柜台交易系统(OTCBB)和粉红单市场(Pink Sheet)为外围，有明确的层次划分，是全球范围内规模最大的场外交易市场。其各级市场之间已经建立起良好的转板通道，资金和资源的流通效率极高。其中，纳斯达克拥有超过 5000 家在该场外交易市场的挂牌公司，500 多家做市商，6 万多个竞买和竞卖价格，业务和信息终端覆盖 55 个国家。此外的美国场外柜台交易系统和粉红单市场则在差异化的服务上与纳斯达克瓜分不同细分市场。资本市场层次错落有致，各种资源均有较为高效的途径寻求融资。

台湾场外交易市场

1968 年，台湾地区提出场外交易概念。1988 年，台北市证券商业同业公会成立柜台买卖服务中心。1988—1994 年期间，由于交易便携性等的限制，交易清淡，上柜企业不足 30 家。在 1994 年引入电子化交易方式并公布柜台交易指数后，台湾柜台交易开始提速发展。1996 年，柜台交易放宽投资者门槛，允许侨资、外资上柜。1999 年，上柜股票获准信用交易。2002 年，继续扩大监管股票范围。

在挂牌条件上，台湾柜台交易的条件比上市低，但仍大致相当于大陆对创业板公司的上市要求。在交易方式上，台湾场外交易市场的特色是主要采取计算机交易系统，做市商制度仅居于辅助地位。

截至 2011 年 1 月，台外场外交易市场股票市值达到 20327.57 亿台币，占总市值的 8.39%。该占比在 2003 年之后有所下降，但仍一直保持在 6.40%水平以上，平均水平保持在 10.10%。相比之下，台湾场外交易市场交

易占比随比值不高,平均在 0.44%的水平,但近年则呈现上扬态势。截至 2011 年 1 月,月度股票交易额达到 107.36 亿台币,占总交易比为 0.40%。场外交易月度换手率大致在 19.9 的水平,高于周边香港 7.8 和新加坡 5.8 的水平。

图 1: 台湾 OTC 市场市值占比

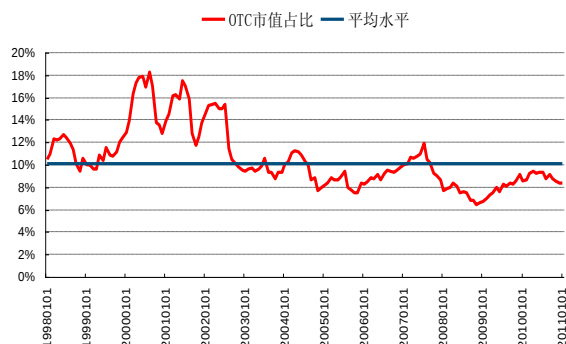
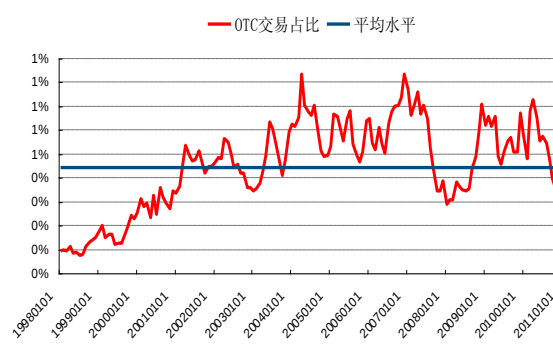


图 2: 台湾 OTC 市场交易占比



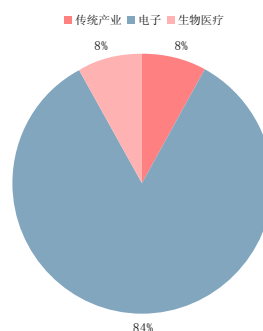
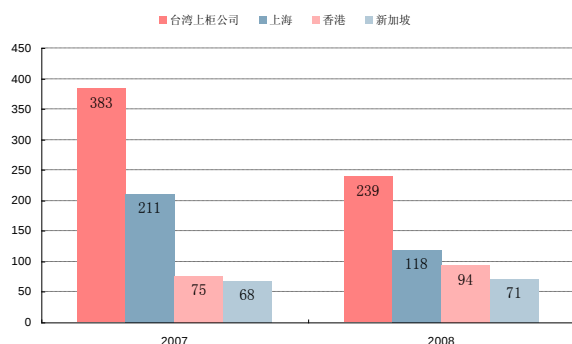
资料来源: CEIC,, 中信建投研发部

从上柜公司结构来看,台湾上柜交易市场侧重支持高新家数产业。截至 2008 年,电子行业和生物医疗行业公司分别有 166 和 26 家,合计占比高达 84%。同时,企业再融资额度有逐年下降趋势。

图 3: 台湾 OTC 市场再融资额年度走势

单位: 亿新台币

图 4: 台湾 OTC 企业类型结构



资料来源: CEIC,, 中信建投研发部

台湾场外交易市场上柜公司还表现出良好的成长性,对比前后五年的同样指标,可以看出,高尔夫球类、太阳能及生物医疗的资本额增长率分别为 48.28%、99.79%、54.39%;营业收入增长率分别为 110.12%、538.17% 和 124.32%;净利润的增长率分别为 97.89%、2085.71%和 1952.38%。而人员增速较以上指标略慢,也反映出台湾场外交易市场知识、技术、资本密集的特点。

表 1: 台湾 OTC 市场分类别增长指标对比

产业	项目	挂牌当年 (新台币亿元/百人)	挂牌后第五年 (新台币亿元/百人)	增长率
高尔夫球类	资本额	5.8	8.6	48.28%
	营业收入	20.26	42.57	110.12%
	净利润	2.84	5.62	97.89%
	员工数	3.79	4.96	30.87%

太阳能	资本额	9.43	18.84	99.79%
	营业收入	10.69	68.22	538.17%
	净利润	0.56	12.24	2085.71%
	员工数	2.46	6.36	158.54%
生物医药	资本额	4.56	7.04	54.39%
	营业收入	9.5	21.31	124.32%
	净利润	1.47	30.17	1952.38%
	员工数	2.1	4.2	100.00%

资料来源：中信建投研发部

日本场外交易市场

日本加斯塔克场外交易市场和台湾场外交易市场的市场运行差别主要反映在，日本的场外交易市场市值占比和交易均较低。台湾场外交易市场股票市值曾达到 3.5 万亿日元，占总市值比维持在 2.9-4.5% 之间。该占比在 2000 年左右达到峰值，此后又有所下降。日本场外交易市场交易占比相对较高，维持在 2-8% 水平区间，平均在 5.94% 左右，但近年则呈现下降态势。场外交易月度换手率大致在 2%—7% 之间，交易不是很频繁。

图 5：日本 OTC 市场市值占比

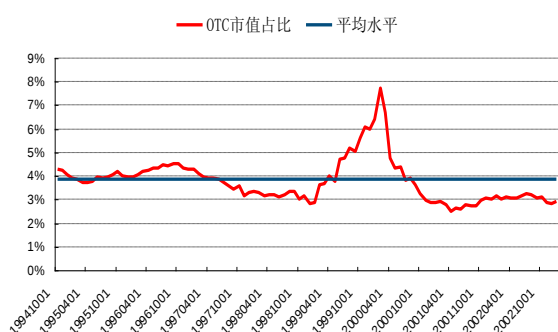


图 6：日本 OTC 市场交易占比



资料来源：CEIC, 中信建投研发部

新三板概况及扩容展望

◆ 新三板现状概况

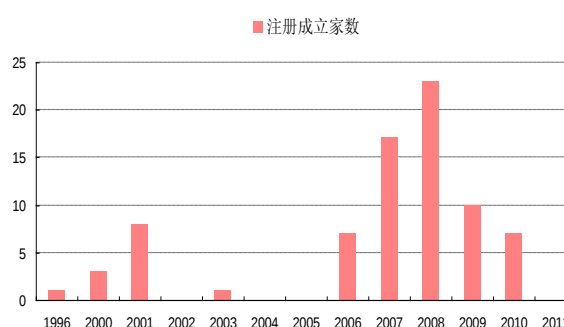
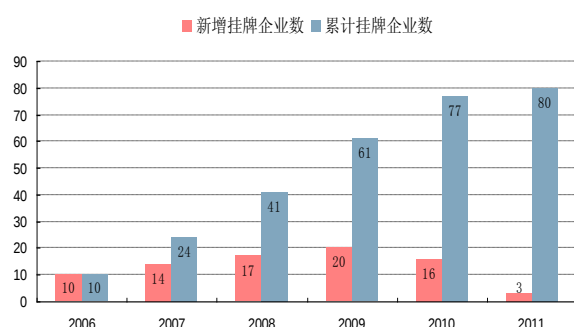
首先，从挂牌企业数量来看，2006—2010 年，新三板新增挂牌企业分别是 10 家、14 家、17 家、20 家和 16 家，累计挂牌企业数量逐年壮大。今年年初至今，已经又有 3 家公司在该板挂牌，新三板累计挂牌企业达到 80 家。除久其软件和北陆药业升级中小板和创业板外，至今在板的企业有 77 家。从这些企业成立的时间来看，80%集中在 2006—2010 年，其余企业成立的最早年限为 1996 年，可见该板融资服务对象以新兴公司为主。

图 7：新三板企业家数年度走势

单位：家

图 8：新三板企业成立年份分布

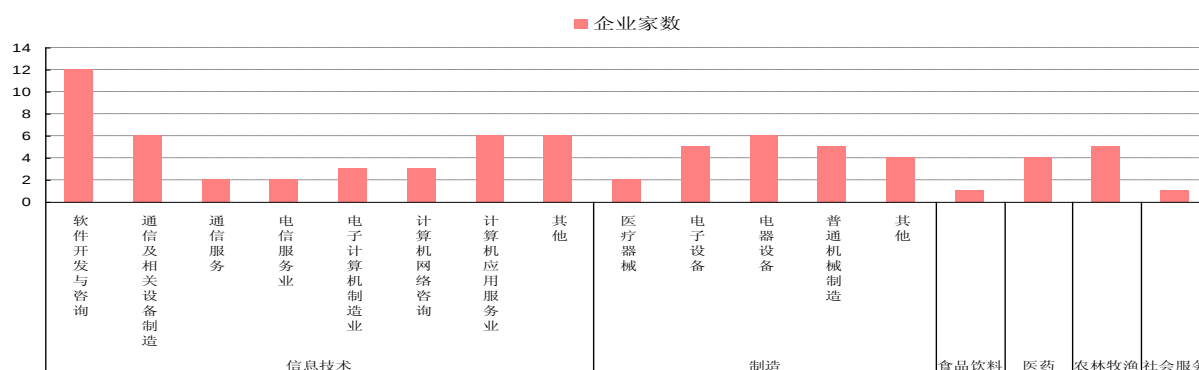
单位：家



资料来源：wind 咨询，中信建投研发部

从行业布局来看，新经济与传统行业兼顾。新三板亲睐新经济行业公司，其中，信息技术行业公司 41 家，占去新三板半壁江山；其他新经济企业诸如医药生物企业 4 家、新材料 1 家，传播和文化行业 1 家。在围绕新经济概念的同时，新三板并不排斥传统行业，这一点从制造业的 24 家企业，近 1/3 的占比就可见一斑。但是，新三板的制造业又有其区别于普通制造业的核心竞争力，一般均掌握某些技术能力、专利或者专利应用领域的开发、拓展和运用等。此外，新三板挂牌的农林牧渔、食品饮料和公共服务企业分别有 5 家、1 家和 1 家。

图 9：新三板企业行业分布



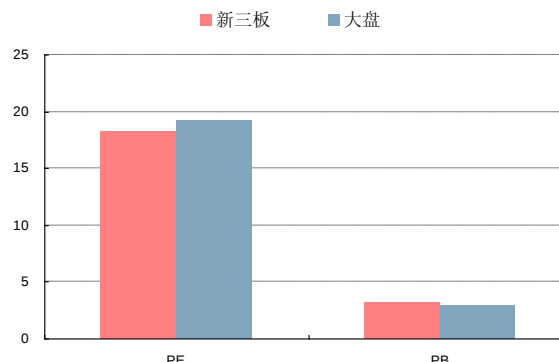
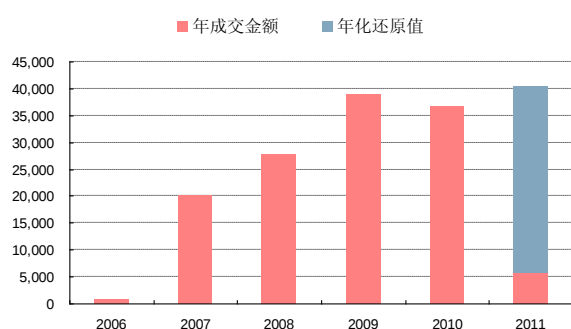
资料来源：wind 咨询，中信建投研发部

◆ 新三板市场运行情况

截至 2011 年 2 月，新三板上市公司总市值合计 168.54 亿元，其中流通市值 77.14 亿元，流通市值占比仅 45.77%，

远低于主板及创业板 73.62% 的流通市值比。总体市盈率仅 18.21，低于大盘 19.26 的水平；总体市净率仅 3.19，高于大盘 2.95 的水平。同时，新三板公司市值合计在总市值中的占比也极低，仅 0.065%，流通市值占总流通市值的占比更是低至 0.007%。

新三板市场自 2006 年运作以来，除 2007 年交易量有大规模放大外，其余年份增长缓慢。交易总体较为清淡，累计成交才 2.56 亿股，金额合计 12.98 亿元；年均换手率仅 4.53%，

图 10：新三板公司交易量年度走势
单位:万元 图 11：新三板 PE、PB 水平对比


资料来源: wind 咨询,中信建投研发部

◆ 供给扩容带来新三板规模的急剧提升

对于新三板扩容，我们判断有三个维度可以进行探讨，对应三种不同的路径方案：第一，园区扩容，即将目前仅有的中关村科技园区扩大到全国 54 家国家级科技园区，中间采取分步推进的方式，按照园区企业质量等指标，第一批获批可能在上海张江科技园、武汉东湖光谷等 19 个科技园中；第二，企业扩容，改变属地管理，采取资质管理办法，上板企业面向全国的高新技术企业；第三，投资者扩容，从需求端盘活市场，主要采取降低投资者门槛的办法。

目前的新三板仅局限于中关村科技园

中关村拥有以联想、方正为代表的高新技术企业近 2 万家，以北京大学、清华大学为代表的高等院校 39 所，以中国科学院和国家部委在京院所、民营研究院所 140 多家；拥有在校大学生 40 余万人，每年毕业生超过 10 万。拥有高素质创新创业人才超过百万，留学归国创业人员数量占全国的近四分之一；拥有国家级重点实验室 57 个，国家工程研究中心 26 个，国家工程技术研究中心 29 个；大学科技园 17 家，留学人员创业园 29 家，企业自发设立、自主管理、职业化运作的新型协会组织超过 30 家。

中关村每年发生的创业投资案例和投资金额均占全国的三分之一左右；每年上市企业数量在 10 家以上；涌现出一大批具有自主知识产权的辐射全国的重大科技创新成果，中关村企业获得国家科技进步一等奖 13 项，承接的“863 项目”占全国的三分之一，“973 项目”占全国的三分之一；创制了 TD-SCDMA、闪联、个域网无线通信等 20 项重要国际标准，150 多项国家标准；中关村技术交易额达到全国的四分之一以上，其中 60% 以上输出到北京以外地区。

中关村国家自主创新示范区重点发展新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种、信息产

业等战略性新兴产业。

2009 年，中关村企业总收入超过 12000 亿元，同比增长超过 20%；软件与信息服务业持续引领国内产业发展，约占全国总量的七分之一；计算机市场占有率、手机产量稳居国内第一；集成电路设计收入占全国的四分之一。截止目前，上市公司总数达到 175 家，其中境内 103 家，境外 72 家，初步形成了创业板中的“中关村板块”。

未来新三板将扩展至全国高科技园区的高科技企业

迄今，全国共有国家级科技园区 54 家。根据监管层的思路，全国高科技技术园区申请新三板试点资格的验收标准主要两个关键指标：园区综合实力和对新三板的准备情况。下面对我国国家级科技园区做了一个梳理。除中关村科技园区外，其余重点标注的开发区为积极争取新三板试点，并且较好具备基本条件的。

表 2：全国高科技产业开发区

1	中关村科技园区	28	苏州高新技术产业开发区
2	武汉东湖新技术开发区	29	无锡高新技术产业开发区
3	南京高新技术产业开发区	30	常州高新技术产业开发区
4	沈阳高新技术产业开发区	31	佛山高新技术产业开发区
5	天津新技术产业园区	32	惠州高新技术产业开发区
6	西安高新技术产业开发区	33	珠海高新技术产业开发区
7	成都高新技术产业开发区	34	青岛高新技术产业开发区
8	威海火炬高技术产业开发区	35	潍坊高新技术产业开发区
9	中山火炬高技术产业开发区	36	淄博高新技术产业开发区
10	长春高新技术产业开发区	37	昆明高新技术产业开发区
11	哈尔滨高新技术产业开发区	38	贵阳高新技术产业开发区
12	长沙高新技术产业开发区	39	南昌高新技术产业开发区
13	福州高新技术产业开发区	40	太原高新技术产业开发区
14	广州高新技术产业开发区	41	南宁高新技术产业开发区
15	合肥高新技术产业开发区	42	乌鲁木齐高新技术产业开发区
16	重庆高新技术产业开发区	43	包头稀土高新技术产业开发区
17	杭州高新技术产业开发区	44	襄樊高新技术产业开发区
18	桂林高新技术产业开发区	45	株洲高新技术产业开发区
19	郑州高新技术产业开发区	46	洛阳高新技术产业开发区
20	兰州高新技术产业开发区	47	大庆高新技术产业开发区
21	石家庄高新技术产业开发区	48	宝鸡高新技术产业开发区
22	济南高新技术产业开发区	49	吉林高新技术产业开发区
23	上海市张江高科技园区	50	绵阳高新技术产业开发区
24	大连高新技术产业开发区	51	保定高新技术产业开发区
25	深圳高新技术产业开发区	52	鞍山高新技术产业开发区
26	厦门火炬高技术产业开发区	53	杨凌农业高新技术产业示范区
27	海口高新技术产业开发区	54	宁波高新技术产业开发区

资料来源：中信建投证券研究发展部

截至 2009 年末，我国各高科技园区企业数达到 53692 家，年末从业人员达到 815 万人；创造工业总产值 61151 亿元，其中工业增加值达到 15417 亿元；合计实现营业收入 78707 亿元，实现利润 4465 亿元；上缴税额 3995 亿元，创汇 2007 亿美元。

图 12：我国高科技园区企业数及人员数

单位：个，万人

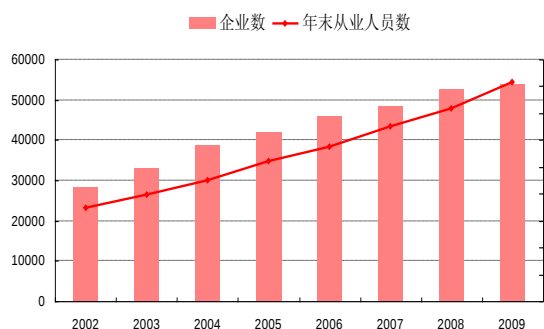
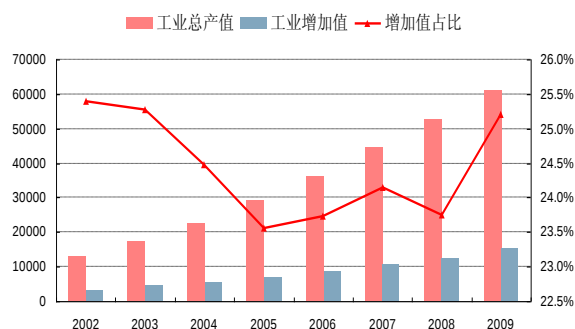


图 13：我国高科技园区企业

单位：亿元



资料来源：wind 咨询,中信建投研发部

图 14：我国高科技园区企业收入状况

单位：亿元

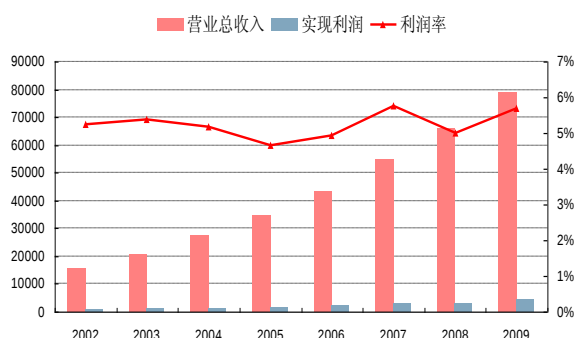
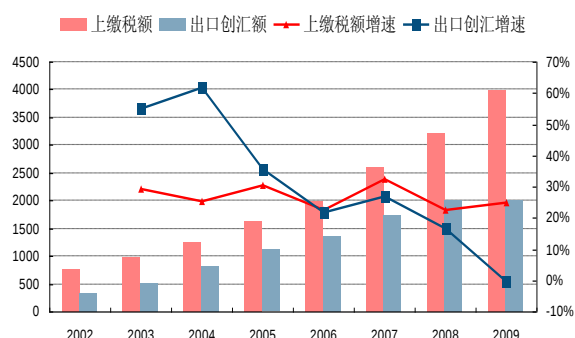


图 15：我国高科技园区企业上缴税额及出口创汇 单位：亿元，亿美元



资料来源：wind 咨询,中信建投研发部

从企业结构上看，国有企业和集体企业较少，股份和三资企业等占重要比重。从行业分布来看，高科技园区企业亲睐新经济行业，电子信息行业占比高，达到 30.4%；其他高科技、新经济行业如光机电一体化、新材料、生物技术、新能源与高效节能及环境保护等行业也备受关注。

图 16: 我国高科技园区企业分类

单位:家

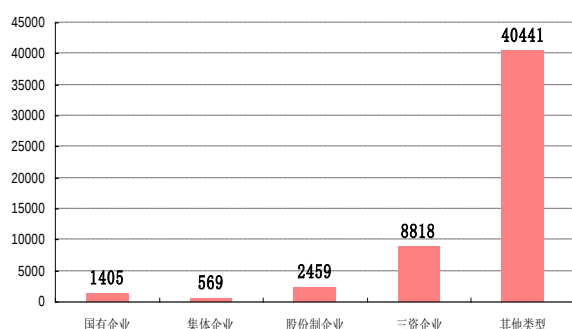
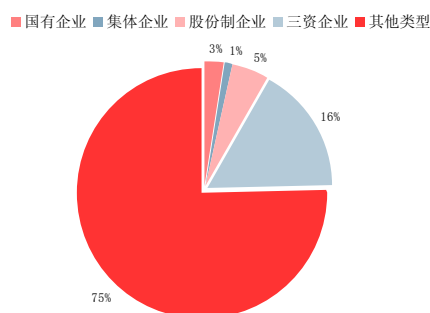


图 17: 我国高科技园区企业构成



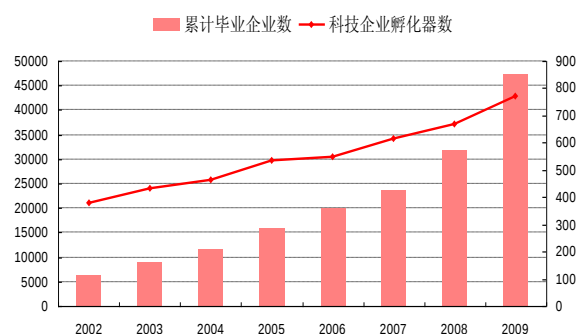
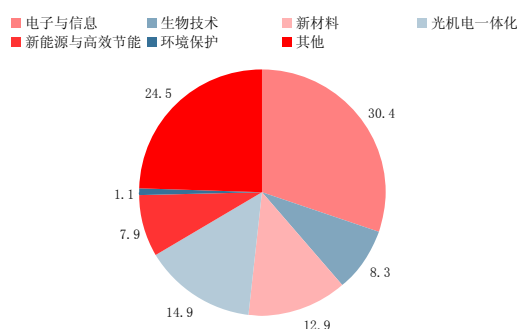
资料来源: wind 咨询, 中信建投研发部

2001 年-2009 年, 全国各高科技园区企业孵化企业合计达到 47273 个, 孵化器个数也逐年稳步增长, 截至 2009 年末, 达到 771 个。

图 18: 我国高科技园区企业类型

图 19: 我国高科技园区企业孵化情况

单位: 个



资料来源: wind 咨询, 中信建投研发部

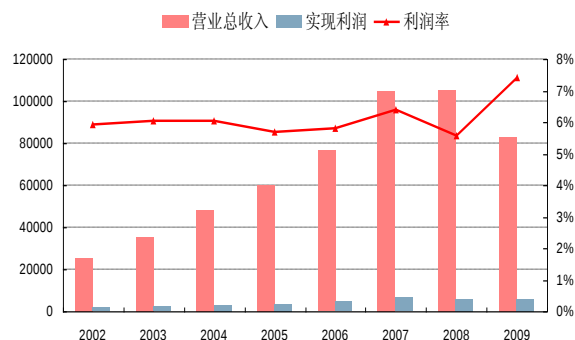
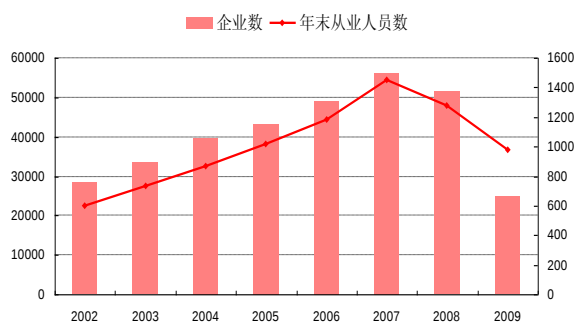
新三板未来将主要以高科技园区注册地高科技企业为主。截至 2009 年末, 我国各高新技术企业数达到 24876 家, 年末从业人员达到 974 万人; 创造工业总产值 90312 亿元, 其中工业增加值达到 17644 亿元; 合计实现营业收入 83074 亿元, 实现利润 6158 亿元; 上缴税额 4131 亿元, 创汇 2388 亿美元。

图 20: 我国高新技术企业及员工数

单位:个, 万人

图 21: 我国高新技术企业营业状况

单位: 亿元



资料来源: wind 咨询, 中信建投研发部

图 22：我国高新技术企业工业产值情况

单位:亿元

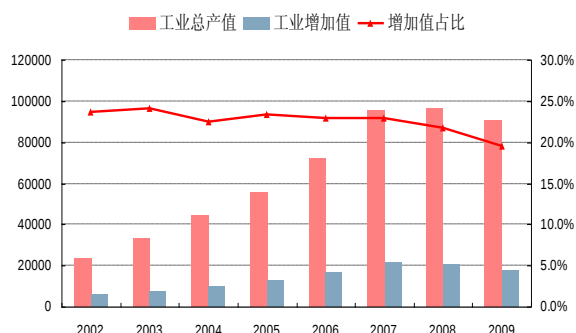
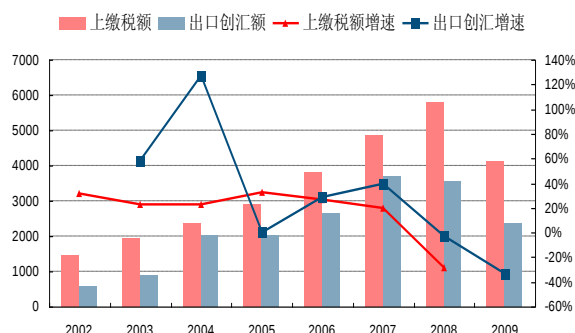


图 23：我国高新技术企业缴税及创汇情况 单位：亿元
亿美元



资料来源: wind 咨询,中信建投研发部

◆ 投资者扩容将提升新三板的市场活跃度

当前新三板的投资者准入制度要求投资者具备相应的风险识别和承担能力：

- （一）机构投资者，包括法人、信托、合伙人企业等。
- （二）公司挂牌前的自然人股东。
- （三）通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人股东。
- （四）因继承或司法裁决等原因持有公司股份的自然人股东。
- （五）协会认定的其他投资者。

以盘活需求刺激市场的思路，以上的门槛有待降低。同时 3 万股的最低购买门槛也有待放宽。随着投资者门槛的放宽，越来越多的投资者将会参与到新三板中来，新三板股票的换手率和估值都将有较大幅度提升。

新三板带给券商的业务机会

券商是作为代办股份转让业务主办券商的角色来参与新三板的。要成为主办券商，需要符合以下条件：

- （一）具备协会会员资格，遵守协会自律规则，按时缴纳会费，履行会员义务；
- （二）经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批准为综合类证券公司或比照综合类证券公司后运营一年以上；
- （三）同时具备承销业务、外资股业务和网上证券委托业务资格；
- （四）最近年度净资产不低于人民币 8 亿元，净资本不低于人民币 5 亿元；
- （五）经营稳健，财务状况正常，不存在重大风险隐患；
- （六）最近两年内不存在重大违法、违规行为；
- （七）最近年度财务报告未被注册会计师出具否定意见或拒绝发表意见；
- （八）设置代办股份转让业务管理部门，由公司副总经理以上的高级管理人员负责该项业务的日常管理，至少配备两名有资格从事证券承销业务和证券交易业务的人员，专门负责信息披露业务，其他业务人员须有证券从业资格；
- （九）具有 20 家以上的营业部，且布局合理；
- （十）具有健全的内部控制制度和风险防范机制；
- （十一）具备符合代办股份转让系统技术规范和技术标准的技术系统；
- （十二）协会要求的其他条件。

目前，共有 44 家券商获得了主办资格，但部分券商目前还没有进行主办业务。获得资格券商及其主办公司数量情况见下表：

表 3：资格券商及其主办公司数量情况

主办报价券商	主办的新三板公司数量
申银万国证券股份有限公司	21
国信证券股份有限公司	10
西部证券股份有限公司	8
广发证券股份有限公司	7
上海证券有限责任公司	5
国泰君安证券股份有限公司	3
南京证券有限公司	3
东吴证券有限责任公司	2



宏源证券股份有限公司	2
华泰联合证券有限责任公司	2
齐鲁证券有限公司	2
东北证券股份有限公司	1
东海证券有限责任公司	1
光大证券股份有限公司	1
国海证券有限责任公司	1
海通证券股份有限公司	1
金元证券股份有限公司	1
平安证券有限责任公司	1
山西证券股份有限公司	1
招商证券股份有限公司	1
中国建银投资证券有限责任公司	1
中信建投证券有限责任公司	1
中信证券股份有限公司	1
中原证券股份有限公司	1

资料来源：中信建投证券研究发展部

交易收入（做市商和佣金收入）

新三板采用的是做市商制度。所谓做市商制度，就是指证券交易的买价和卖价均（或主要）由做市商连续报出，买卖双方的委托不直接配对成交，而是从做市商手中买进或卖出。做市商通过这种不断买卖可以赚取差价，并维护市场的流动性。

作为做市商的券商，往往对三板公司所在行业和公司经营情况有较为深刻的了解，基于对公司价值的判断，并提供流动性，以获取做市的差价收入。

除了做市收入外，主办券商可能还会收取一定的手续费收入。

承销费用和注册费收入

注册费：公司在代办系统挂牌时，主办券商可以收取一定费用，金额在几十万元不等。

三板公司在挂牌后处于企业发展需要，很可能会进行后续再融资，类似主板一样，主办券商作为具体承销商，可以收取一定比例的承销费用。

表 4：新三板公司目前已再融资情况

单位：万元

公司名称及代码	定向增发次数	定向增发年	增资数额	增资价格	增发金额
世纪瑞尔 430001	1	2010	2000	4.35	8700
中科软 430002	1	2006	3000	2	6000
北京时代 430003	3	2008	1250	4	5000
		2006	605.9945	4.05	2454
		2011	1000	6	3185
紫光华宇 430008	1	2009	350	9.1	5500



现代农装 430010	1	2008	1000	5.5	7315
指南针 430011	1	2007	1463	5	2087
恒业世纪 430014	1	2008	907.4136	2.3	8749
盖特佳 430015	1	2007	291.6397	3	3000
合纵科技 430018	1	2008	1000	3	3340
联飞翔 430037	2	2009	1044	3.2	1500
		2010	900	5.5	
清畅电力 430057	1	2010	300	5	1500
中海阳 430065	2	2010	1250	9	1125
		2010	2120	21.2	2245

资料来源：中信建投证券研究发展部

直投收入

作为主办券商或副主办券商的证券公司，对该企业的经营情况和价值有着专业的认识，可以通过发现投资机会来提高直投项目储备。待新三板公司实现转板后获取直投投资收益。

券商从新三板受益几何？

◆ 柜台交易带来的业绩贡献：美国经验

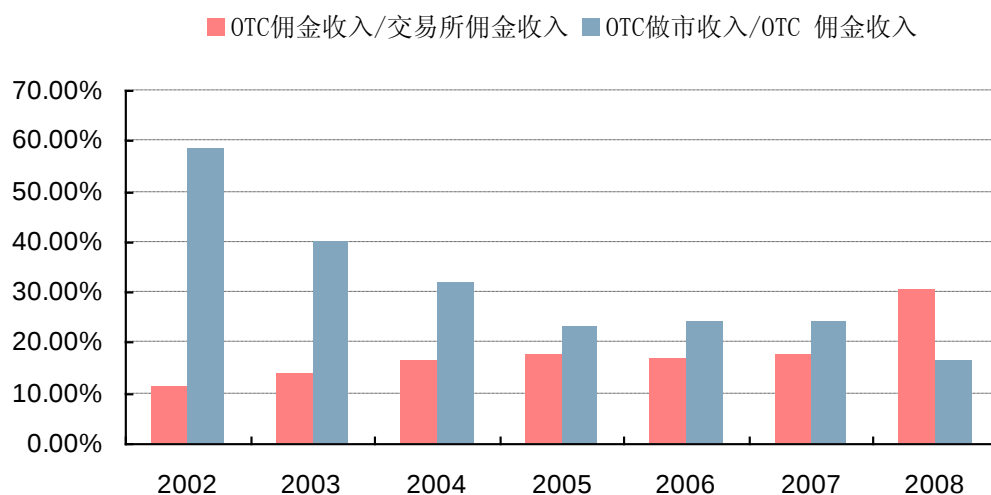
我们研究了美国投资银行与证券经纪业（NASDAQ + NYSE）行业的收入构成情况，其手续费收入由交易所手续费收入、OTC 股票交易手续费收入、期权交易手续费收入、其他类组成，其中，OTC 股票交易手续费收入占全部手续费收入的比重平均大约在 15.5%左右。

柜台交易还可以为券商带来做市收入，根据美国情况，做市收入可以分为 OTC 做市收入、债券做市收入、期权做市收入、其他。其中债券做市收入占主要比例。我们计算发现，OTC 做市收入/ OTC 股票交易手续费收入平均大约在 40%左右。

综合手续费收入和做市收入来看，OTC 业务将会为券商的经纪业务收入带来 21%左右的业绩贡献。按目前券商经纪业务收入占总收入比重为 70%计算，意味着新三板业务未来将给券商业绩带来 15%以上的业绩贡献。

如果再考虑到新三板增发给券商带来的承销费用以及直投业务机会，券商的受益程度还将更大。

图 24：美国投资银行和证券经纪业 OTC 佣金收入和做市收入情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

◆ 新三板扩容对券商业绩贡献度分析

2009 年底全国 50 余家科技园区共有 53692 个企业，实现收入 78707 亿元，实现净利润 4465 亿元。我们按照创业板 30% 的利润增速测算，2010 年底这 50 家科技园区实现的净利润应该有 5600 亿元左右。

我们假设有 10% 的企业，即 5300 家左右（按 50 个园区，每家 100 个左右），最终可以进入新三板，他们的净利润大约合计为 1150 亿元左右，给予 25 倍 PE，则市值大约为 25000 亿元左右。由于新三板的换手率也很高，因此对券商经纪业务收入贡献大约 10% 左右，加上做市收入，合计贡献应该在 15%。

此外，对于投行承销费用，我们假设共 5300 家企业，每年上 500 家左右的企业，这样每年带来的挂牌费收入 500×50 万元，但后续再融资，至少按照 100-500 亿元左右，带来投行承销收入 5-25 亿元。

对于券商的受益程度，我们认为有两类公司受益较大：一类是投行实力强的公司，如中信等；另一类是注册地当地的科技园区实力强大的证券公司，如长江的注册地有东湖高新、西南证券的注册地有重庆高新、国元证券注册地有合肥高新、广发所在地的广州高新、中信万通的青岛高新、国金证券注册地的成都高新。其中，东湖高新基本可以确定进入首批试点。

表 5：高科技园区及其所在地注册地的券商情况

主办报价券商	省份	城市	国家级科技园区	是否是预计下一批扩容园区
申银万国证券股份有限公司	上海	上海市	上海市张江高科技园区	是
国信证券股份有限公司	广东省	深圳市	深圳高新技术产业开发区	是
西部证券股份有限公司	陕西省	西安市	西安高新技术产业开发区	是
广发证券股份有限公司***	广东省	广州市	广州新技术产业开发区	是
上海证券有限责任公司	上海	上海市	上海市张江高科技园区	是



国泰君安证券股份有限公司	上海	上海市	上海市张江高科技园区	是
南京证券有限公司	江苏省	南京市	南京高新技术产业开发区	否
东吴证券有限责任公司	江苏省	苏州市	苏州高新技术产业开发区	是
宏源证券股份有限公司***	新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市	乌鲁木齐高新技术产业开发区	否
华泰/联合证券有限责任公司		南京/深圳	南京高新技术产业开发区	否
***	江苏/广东省	市	深圳高新技术产业开发区	是
齐鲁证券有限公司	山东省	济南市	济南高新技术产业开发区	否
东北证券股份有限公司***	吉林省	长春市	长春高新技术产业开发区	否
东海证券有限责任公司	江苏省	常州市	常州高新技术产业开发区	否
光大证券股份有限公司***	上海	上海市	上海市张江高科技园区	是
国海证券有限责任公司	广西壮族自治区	南宁市	南宁高新技术产业开发区	否
海通证券股份有限公司***	上海	上海市	上海市张江高科技园区	是
金元证券股份有限公司	海南省	海口市	海口高新技术产业开发区	否
平安证券有限责任公司	广东省	深圳市	深圳高新技术产业开发区	是
山西证券股份有限公司	山西省	太原市	太原高新技术产业开发区	否
招商证券股份有限公司***	广东省	深圳市	深圳高新技术产业开发区	是
中国建银投资证券有限责任公 司	广东省	深圳市	深圳高新技术产业开发区	是
中信建投证券有限责任公司	北京	北京市	中关村科技园区	已纳入
中信证券股份有限公司***	广东省	深圳市	深圳高新技术产业开发区	是
中原证券股份有限公司	河南省	郑州市	郑州高新技术产业开发区	是

资料来源：中信建投证券研究发展部



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

魏涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。