

“新三板市场”扩容对证券市场的效应—创新动态

创新动态研究报告

发布时间：2011 年 3 月 24 日

投资要点：

1、2011 年证券期货监管重点工作之一就是抓紧启动中关村试点范围扩大工作，加快建立统一监管的全国性场外市场。新三板市场的相关制度已经到位，择机推出。新三板市场的扩容就是将中关村试点范围逐步扩大到具备条件的国家高新技术产业园区内未上市股份公司。

2、新三板市场可能在交易机制方面进行改革，如实施做市商制度，每家挂牌公司可选定两家以上有做市资格的主办券商担任做市商，可能做市商制度并不具备强制性。注册制是新三板扩容改革中最期望的一个突破。可能对个人投资者开放，最小交易单位可能将由原先的 3 万股降至 1000 股，这有利于活跃新三板市场交易。

3、“新三板市场”扩容为券商提供了新的利润增长点，一方面证券公司有望获得推荐公司挂牌的费用，在三板市场定向增发业务中收取企业融资额一定比例的费用，更为重要的是，做市商制度有望使证券公司获得价差收入，提高价格发现功能。根据美国等西方发达国家经验，做市商业利润一般占券商全部业务利润的 40%-60%，这一比例相当高。估计做市商制度能为券商行业带来数十亿甚至上百亿元的价差收入，其前景看好，做市商制度有望在 2011 年下半年实施试点。但短期内新三板业务可能还难以为券商贡献可观的利润。

4、新三板市场扩容是对中国场外市场进一步的完善，未来的三板市场不再有新旧之分。新三板的扩容在某种程度上会平衡企业上市的供求关系，也使得园区开发板块的上市公司、参股高新技术企业的创投类公司以及大型券商类上市公司受益，受到二级市场追捧，值得投资者关注。

东北证券金融工程研究小组

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550511010005

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

“新三板市场”扩容对证券市场的效应—创新动态

一、引言

2011年1月13日，中国证监会主席尚福林在部署2011年证券期货监管重点工作时表示，2011年重点工作之一就是抓紧启动中关村试点范围扩大工作，加快建立统一监管的全国性场外市场。3月7日，中国证监会主席尚福林在十一届全国人大四次会议期间表示，新三板市场的相关制度已经到位，将择机推出，退出机制改革也将逐步推出。近期，证监会负责人表示，“十二五”期间场外市场建设将分步推进，首先将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；在稳定运行后再扩大到全国符合条件的股份有限公司。截至2010年末，新三板市场已有78家挂牌公司，总股本26亿股，有15家公司累计完成16次定向增资，募集资金逾7亿元，平均市盈率20倍左右。

从管理层在不同场合的表态来看，新三板市场的扩容已经愈来愈近，基于此，本报告试图对新三板市场的交易机制及其对证券市场、证券行业的影响和发展动态做一剖析。

二、新三板市场的交易机制——可能有重大改革

新三板市场是指2006年专门为中关村高新技术企业开设的中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让系统，不同于三板市场即原STAQ、NET系统挂牌公司和退市公司。新三板的扩容就是将中关村试点范围逐步扩大到具备条件的国家高新技术产业园区内未上市股份公司。其实，在中关村试点多年来，新三板并未得到投资者认可，面临诸多问题，如审批效率比较低、交投不活跃、融资困难、券商大都未盈利、参与热情不高等，尽管通过增加挂牌企业数量、实行电子化报盘、引入第三方存管制度等手段来活跃市场，但效果仍然不明显。针对这些问题，需要对新三板市场的交易机制进行大幅度改革，以推动三板市场的持续发展。

（1）做市商制度

目前新三板是采取协商配对的方式进行成交，如果超过30%幅度，要公开买卖双方信息。做市商制度的作用融合了场外交易和场内交易的优点，做市商需要付出资金，随时应付买卖进行报价，活跃市场。可见，做市商保证了市场不间断交易。根据相关规则，“新三板”引入做市商制度后，每家挂牌公司可选定两家以上有做市资格的主办券商担任做市商，做市商向市场提供双向报价，投资者根据报价选择是否与做市商成交，投资者委托不直接配对成交，其中报价最小单位也将被拆分为1000股/手。当然，做市商制度可能并不具备强制性，投资者和挂牌公司可以根据规定，选择协议转让或者通过做市商双向报价进行交易。由于做市商是以自有资金、证券与投资者不断交易维持市场的流动性，为了避免风险，监管部门可能将做市商持有其做市的股票仓位控制在20%以下，超过门槛应该卖出。

（2）发行上市有望采用注册制

用注册制取代备案制，是新三板扩容改革中最重要的突破。注册制实际上是一种发行证券公司的强制财务公开制度，以美国证券法为代表。但目前新三板挂牌实行的是备案制，在新三板挂牌交易的企业，由主办券商进行尽职调查和推荐，无需经过中国证监会审批，只需通过主办券商向中国证券业协会备案，即可挂牌交易。但新三板扩容后，新三板公司挂牌，除了要在证监会进行注册之外，还需到证券业协会的“场外市场工作委员会”的交易所备案。这个部门可能单独出来，成立所谓的新三板交易所，履行备案以及日常监管职责，还负责拟挂牌公司的材料审核工作。但新的注册制能否实施，还有待于验证，大方向是没有变的。

（3）交易单位的改革以及向个人投资者开放

新三板最小交易单位可能将由原先的3万股降至1000股，为中小投资者的参与降低门槛。新三板市场对个人投资者会实施适当性管理的标准，可能会借鉴创业板、股指期货的合格投资者标准，参照“股龄不低于2年、资金不少于50万元”拟定。重新允许个人投资者进场，将有利于活跃新三板市场交易。在国外成熟市场，场外柜台市场的投资主体是熟悉当地企业的中小投资者，柜台交易是分散而非一个全国性的

市场，但由于中国市场的特有背景，不大可能在各地设立大量柜台交易市场，新三板市场集中交易。

另外，由于“新三板”挂牌企业性质上仍属于非公众公司，根据《公司法》规定，非公众公司的股东不能超过 200 人。在新改革方案中，对“股东总数不能突破 200 人”的限制进行改革，或有中国证监会发文明确在新三板挂牌的企业属于公众公司，这个问题即可解决。

三、“新三板市场”扩容有利于拓宽券商新的利润增长点

场外市场为民营企业发展提供了巨大的平台。那么，新三板市场的扩容对于证券公司无疑是一个极大的利好。目前国内有申银万国、西部证券、国信证券等券商获得了新三板主办券商资格。但据有关人士透露，截至 2010 年，在新三板业务中盈利的寥寥无几，申银万国是盈利的一个代表，多数券商获得了主办券商资格，但并未开展业务。但目前，借着“新三板市场”扩容的东风，各大券商都在抢人才、挖客户、跑园区，成立场外市场业务部，以望在新三板市场抢得先机。

（一）有望获得推荐公司挂牌的费用

新三板扩容后，挂牌企业数量大大增加，将为主办券商带来承销收入即挂牌费用，也将为券商的直投部门提供丰富的直投资源。三板市场的挂牌承销费用利润也比较少，一般一个项目挂牌费用的市场价在 100-150 万元，但券商最终只能拿到几十万元，很难覆盖高额的人力成本费用，难以有盈利空间。但随着新三板的扩容，该项业务有望会带来一定的盈利能力。

（二）定向增发

三板市场的定向增发业务是一项低成本高回报的业务，每做一笔能够收取企业融资额一定比例的费用，这项业务是一个不错的收益来源。据 Wind 统计，从 2006 年新三板开板到 2010 年底，五年之内，仅有 11 家挂牌公司完成增发，可见，目前三板市场的增发并不多，而扩容的增加有望使证券公司获得这项业务的利润。此外，新三板的股份转让、企业收购也将给券商提供一定的盈利空间。

（三）做市商制度受益者是证券公司——获得价差收入

新三板做市商制度的推出对于券商而言是一个新的业务增长点。做市商制度最大受益者是证券公司，根据美国经验，做市商业利润一般占券商全部业务利润的 40%-60%，这一比例相当高。由于主板市场没有做市商制度，新三板市场实行做市商制度以后，做市商业自然成为券商新的盈利点。当然，根据海外场外市场的经验，做市商初始须取得一部分股份作为库存，这部分股份来自于挂牌前股东的协议转让，在豁免禁售义务前提下，还可以来自于定向增发。做市商可以进行 T+0 回转交易，而投资者则不允许。做市商买卖价差不得超过 10%。如公司退市或者破产，主办券商要遭受一定惩罚。

做市商的价值在于引导估值的合理，而做市商的增加会显著缩小价差，提高价格发现功能。但在新三板扩容初期，做市商制度的风险相对比较大，不容忽视，挂牌公司的质量及券商自身的监管体系以及券商能否承担报价风险，都是要关注的问题。监管部门在风险控制方面准备通过对做市商的净资本等指标进行监控，以达到管控风险的目的。估计做市商制度能为券商行业带来数十亿甚至上百亿元的价差收入，其前景看好，做市商制度有望在 2011 年下半年实施。

新三板扩容后，券商将参与包括推荐挂牌、报价、撮合交易、直接投资、投行等新业务，挂牌费用自然上涨，市场规模的扩大使得融资额和交易额同步放大，可见新三板的利润前景让证券公司看好，但在短期内新三板业务可能还难以为券商贡献可观的利润。

四、新三板市场扩容的市场效应及发展前景

新三板扩容在即，其市场规模有望爆发性增长。新三板市场扩容是对中国场外市场进一步的完善，根据证监会规划，未来新三板覆盖面将扩展至全国所有非上市股份公司，形成全国集中统一监管的场外交易市场，最终形成多层次资本市场的格局。可以说，未来的三板市场不再有新旧之分，未来园区企业、原 STAQ(法人股转让系统)、NET 系统挂牌公司，主板、中小板、创业板退市公司以及自然人股东超过 200 人的公司等都将逐步进入三板市场。根据不完全统计，目前经国务院批准、与中关村类似的国家级高新区有 54 个，区内企业共有 5 万多家。如果按照 6-10% 的挂牌率来估算，新三板的挂牌企业数量有望在 3000-5000 家左右，每年有望有 200-300 家企业挂牌。首批可能纳入 5 家-15 家园区，每家园区挂牌企业在 10 家左右。

据透露，三板扩大试点工作正在加速启动，试点范围将从中关村高新技术园区分批扩大到全国各大高新技术园区，首批扩容企业有望在 2011 年下半年登陆新三板市场。根据估计，国内规模较大的高新园区将先进入新三板，如上海张江高新区、苏州高新区、天津高新区、成都高新区、西安高新区、广州高新区以及省会一级城市的国家级高新区等。

新三板市场是资本市场基础市场，新三板的扩容，在某种程度上会平衡企业上市的供求关系。自从国务院批准中关村科技园区代办股份报价转让试点以来，新三板对于中关村战略新兴产业的孵化器、策源地效应开始凸显，不少挂牌公司通过新三板平台发展壮大，成功转向创业板或者中小板。新三板挂牌公司通过新三板平台，实现了企业的融资需求，扩大了知名度，并成为园区发展战略性新兴产业的主力军。从目前来看，新三板的不断扩容和发展，催生了企业转板的需求。目前从新三板公司成功转板的企业已经有世纪瑞尔、北陆药业、久其软件等，还有多家公司已明确表示准备转板。

新三板的扩容，使得园区开发板块的上市公司、参股高新技术企业的创投类公司以及大型券商类上市公司受益，也受到市场追捧。我们统计了相关上市公司自年初以来的涨跌幅情况，见表 1。从表可以看出，这些股票受到投资者的青睐，涨幅可观。

表 1 样本上市公司股价表现统计（1 月 4 日-3 月 22 日）

		涨跌幅	市净率	市销率
000931.SZ	中关村	34.36%	8.94	2.65
000938.SZ	紫光股份	12.91%	4.27	0.84
002077.SZ	大港股份	11.83%	5.03	2.92
600030.SH	中信证券	8.42%	2.27	6.35
600064.SH	南京高科	-1.25%	1.22	3.66
600082.SH	海泰发展	28.62%	2.67	5.51
600133.SH	东湖高新	6.65%	5.6	15.51
600215.SH	长春经开	9.54%	1.45	6.66
600736.SH	苏州高新	44.08%	2.61	2.24
600872.SH	中炬高新	11.16%	4.06	6.87
600895.SH	张江高科	29.59%	3.11	8.36
		17.81%	3.75	5.60

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

很显然，新三板扩容将有利于高新技术企业的快速发展，园区内企业规模和数量的扩大将提升园区地产与服务价值，从事园区地产开发与服务的公司将明显受益，业绩自然会得到提升，这种预期反映在股价当中。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

