

星火燎原

——高新区与新三板专题投资报告

报告日期

2011-11-4

报告关键点:

- 高新区催化了城市经济的发展,也培育了大批快速成长的公司,其中不乏业绩优良者
- 新三板的扩容对创业板和中小板不构成直接的威胁,但是间接对创业板市场产生资金分流的作用
- 研究分析高新园区的增长因素为整体的经济发展提供一些借鉴。这些因素包括低税费、高研发、以及灵活的体制

报告摘要:

- 过去二十年,高新区的建立不但培育了大批快速成长的公司,还成为城市发展的强劲引擎。截止到今年十月,国家级高新区已经发展到了88家,在去年创造了全国11.5%的工业增加值,8%的GDP以及16.8%的出口创汇。此篇报告从四方面介绍高新区和新三板:包括它们的发展状况;“新三板”所带来的改变和机遇;园区自身所面临的考验;以及它们对经济产生的溢出效应。
- 高新区培育了众多优秀的公司,我们挑选出其中五家业绩优良的公司股票给投资者做出推荐。它们不但享受政策红利和技术进步,而且具有防御性,有望带来相对收益。它们分别是云南白药、新希望、烽火通信、华微电子和歌尔声学。
- 在新三板方面,我们认为扩容后的新三板仍然只是一个场外交易市场,对创业板和中小板不构成直接的威胁。然而,新三板的扩容预计将间接对创业板市场产生资金分流的作用。预计扩容之后的两年,新三板总市值可以达到1000亿元左右。从PEG较低同时ROE较高的角度出发,我们认为新三板概念股中的鲁信创投、电子城以及中炬高新值得投资者的关注。
- 比较三个市场的盈利状况,主板在传统行业例如机械、食品饮料、材料金属等更具优势。然而在知识密集型的新兴行业例如电子、信息技术和医药生物,新三板内的公司其实表现不俗。在创业板里面,传播和批发零售,这类注重新型商业模式的公司表现出更多的活力。
- 然而经过近二十年的高速增长,不但是高新区本身的增长和利润出现了瓶颈,它们对城市的拉动作用也在经历边际上的减退。这就好比是在高速公路上开动跑车,刚起步的时候马力越强,加速越快,可是一旦达到某个时速,再加大马力所得到得效果就大打折扣了。
- 即便如此,研究分析高新园区的增长因素却可以为中国整体的经济发展提供一些借鉴。我们的研究发现低税费可能是导致员工增长的最主要的原因。这是因为低税费提供了更加稳定的政策预期。其他促进增长、提升利润的因素还包括较高的研发投入、股份制公司体制和中型的公司体量。按照这样的一条思路,我们挑选了五家具成长前景的公司供投资参考。它们分别是西部材料、四维图新、科大讯飞、天晟新材和泰豪科技。
- 风险提示:投资高新园区类公司和新三板概念股,需要注意政策的推出可能迟于和/或低于市场的预期。高新企业的研发和产品也存在着技术风险、市场风险和审批风险。

研究员

程定华

021-68766193

执业证书编号

诸海滨

021-68766170

执业证书编号

范妍

021-68765053

执业证书编号

首席策略分析师

chengdh@essence.com.cn

S1450511020035

高级策略分析师

zhuhb@essence.com.cn

S1450511020005

高级策略分析师

fanyan@essence.com.cn

S1450511020012

报告联系人

李科

021-68766135

like@essence.com.cn

前期研究成果

不审势则多空皆误

2011-10-10

屋漏偏逢连夜雨

2011-09-05

血雨腥风应有涯

2011-08-09

1. 发展状况

如果回顾过去二十年，高新技术产业开发区不失为中国经济、科技和工业发展路途上一道亮丽的风景线。它们的建立不但培育了大批快速成长的公司，而且还成为城市发展的强劲引擎。据科技部副部长曹健林介绍，截止到今年十月，国家级高新区已经发展到了 88 家，在 2010 年创造了全国 11.5% 的工业增加值，8% 的 GDP 以及 16.8% 的出口创汇。

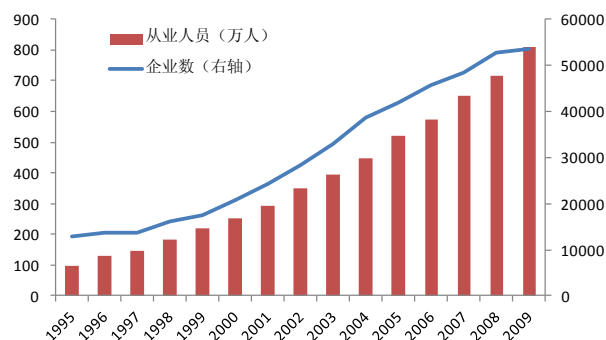
此篇报告从四方面介绍高新区和新三板，我们首先描述它们的发展状况；然后阐述将推出的“新三板”所带来的改变和机遇；现在几乎所有的主要城市都成立了高新区，园区概念的快速扩展令到园区自身的效益也面临严峻的考验，如何进一步提升效益成为下一步发展的关键；从一个更加广阔的视角去审视，高新区对当地经济产生了溢出效应，对上市公司又意味着什么，这些都是此篇报告所讨论的问题。

1.1. 国家高新区

自 1988 年 5 月，国务院批准建立中国第一个国家级高新技术产业开发区——中关村科技园以来，高新区这种“产学研”相结合的园区形式便在中国普及开来。1995 年至 2009 年，高新区企业的数量及吸纳从业人员数目一直保持稳步增长，企业数量由 12980 家增至 53692 家；从业人员数目由 99 万人增至 810 万人。

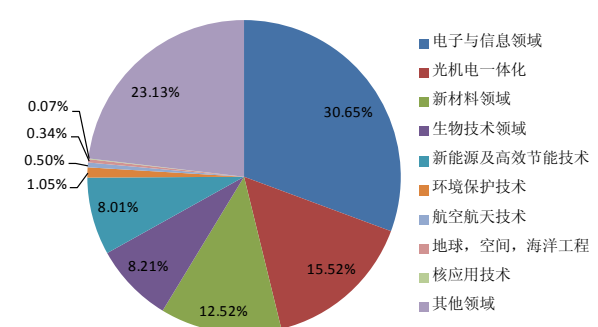
现时的高新区产品按照技术领域分类，电子与信息领域排在首位，产品数达到 22457 种，产值为 14694 亿元。其余前五位依次为光机电一体化领域 11797 种，产值 7443 亿元；生物技术领域 5920 种，产值 3937 亿元；新材料领域 5774 种，产值 6003 亿元；新能源及高效节能技术 2355 种，产值 3839 亿元。

图 1 国家高新区从业人员与企业数



数据来源：安信证券研究中心、科技部

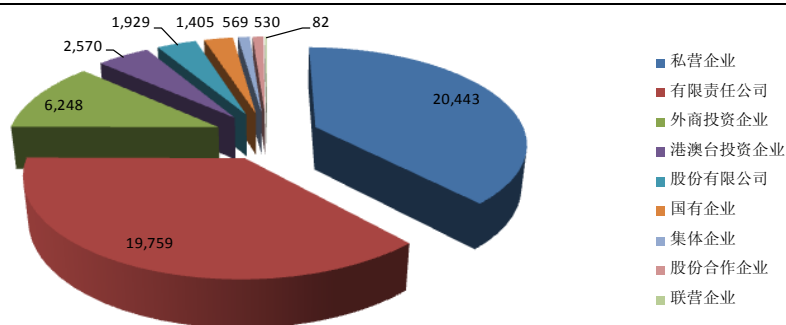
图 2 高新区产业分布，按工业总产值



数据来源：安信证券研究中心、科技部

截至 2009 年底高新区 53692 家企业中，私营企业有 20443 家，占高新技术企业总数的 38.07%，排在首位；其次是有限责任公司 19759 家，占 36.8%；外商投资企业 6248 家，占 11.64%；港澳台投资企业 2570 家，占 4.79%；股份有限公司 1929 家，占 3.59%。以上五类企业占到高新区企业总数的 95%。

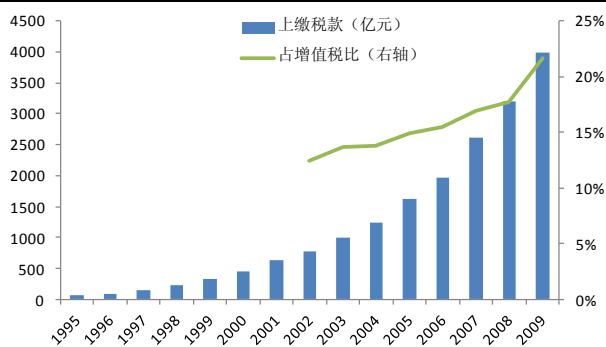
图 3 高新区企业类型分布及企业数



数据来源：安信证券研究中心、科技部

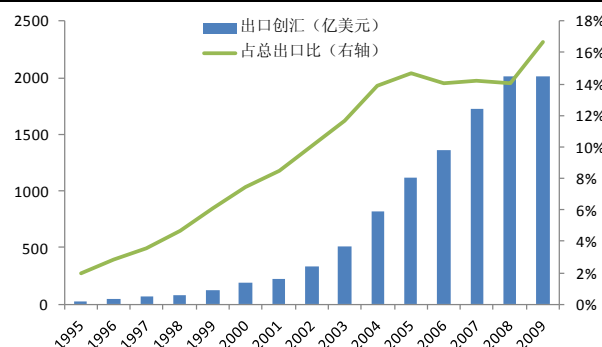
受金融危机的洗礼，沿海地区以出口导向为主的高新区发展速度受到一定影响，08 年的营业收入、工业产值等指标增幅有所降低。不过在整体扩张、规模经济、产业转型、产品升级的背景下，高新区占中国经济的重要性日益提升。根据 09 年的数据，各高新区总共上缴税款 3995 亿，已占国家增值税的 21.6%；出口创税 2007 亿美元，已占全国出口创税的 16.8%。

图 4 高新区上缴税额以及占全国增值税比



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

图 5 高新区出口创汇以及占全国总出口比



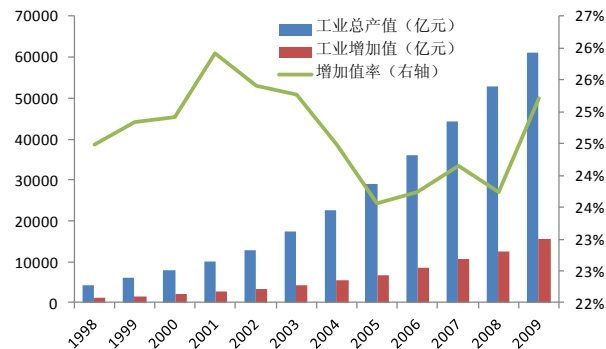
数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

1.2. 优惠与效益

政府为促进高新区的发展，在税收、信贷等多方面均制定了优惠政策。例如国家对区内的高新技术企业按 15% 的税率征收所得税；内资办的高新技术企业新建技术开发和生产经营类用房，免征建设税；出口产品除国家限制出口或者有规定的以外，免征出口关税。

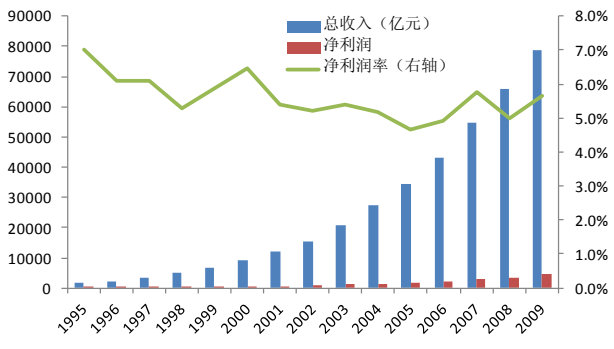
在信贷方面，为扩大高新园区的融资渠道，不少园区设立融资计划以及贷款担保资金，为企业提供融资服务。此外，地方政府为园区企业实施其他优惠政策，如基础建设投资，土地费用减免，资金补贴，配套服务设施优惠等等。在各项优惠政策的扶持下，区内企业的产值和收入年年增长，工业增加值比总产值率在 09 年达到 25%，而净利润率也达到了 5.7%。

图 6 高新区工业总产值与工业增加值



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

图 7 高新区总收入与净利润



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

表 1 最大的十二家国家高新区，按总收入排列

城市	企业数	从业人员 (万)	总收入 (亿)	净利润 (亿)	工业总产值 (亿)	工业增加值 (亿)
北京	16948	109.7	12995	957	4193	751
上海	1403	30.9	4867	299	3374	638
西安	3471	27.5	3137	147	2016	642
深圳	399	27.3	2669	148	2551	599
广州	1751	29.2	2666	120	1882	467
无锡	1075	26.3	2509	129	2506	579
南京	253	14.9	2390	113	2256	451
天津	2779	24.8	2322	182	1568	407
成都	1398	22.7	2271	147	2090	606
武汉	2194	29.6	2261	132	1975	667
苏州	1022	25.0	2002	94	1859	469
长春	885	10.7	1947	174	1900	469

数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

1.3. 硅谷案例

参考国外案例可提供他山之玉。我们不妨看看美国硅谷的例子。它以芯片为核心的系列产品，开创了信息时代。硅谷是世界上第一个，也是当今最具创新活力的高科技园区。据统计，截至 2008 年，硅谷的 GDP 占美国总 GDP 的 5%，而人口却不到全国的 1%；人均 GDP 达到 83000 美元，居全美第一，已成为全球高新科技园区学习和效仿的榜样。

硅谷的成功可归于多方面的因素，主要的成功经验有以下几点：

➤ 合理的产业变迁

作为全球技术创新的中心，硅谷却不依赖任何一个单独的技术产业或技术部门，不将发展重心集中在某个固定的产业或部门上，而是利用市场的导向开发应用分裂式的技术成果。这种方式有效避免了自身随着特定部门的生命周期而走向衰落，为可持续发展与保持活力提供了保障。由于产业重心不固定，硅谷近半个世纪以来的主要产业是有所变迁的，主要经过了以下几次变化：从 20 世纪 50 年代由对国防事业的投入开始，到 60、70 年代的半导体、电子元器件，再到 80 年代的个人计算机产业，以及 20 世纪末的互联网产业，最后到现在的移动通讯和生物技术。正是这种不断改变技术重心的能力，才使硅谷在创新中一直处于领先地位，掌控了引领全球技术变革的风向标。

图 8 硅谷不同时期的主要产业发展情况



数据来源：安信证券研究中心

➤ 双赢的政企合作

当地政府愿意并积极与企业合作，但却很少对园区经济发展进行直接的干涉介入，而是透过制定各种适宜政策和相关法律来推动企业的发展，通过鼓励研发创新的法案，实施研发抵税的优惠，允许企业拥有利用联邦资助所产生的知识产权。美国还曾经出台“中小企业技术创新法案”，设立了包括国防、医疗、能源、信息等项目的研发基金供科技企业申请。通过倡导合作精神，政府的工作更加快速灵活，理念由管理转为服务，实现了双赢。

➤ 良好的融资环境

除了政府的支持，民间的风险资本以市场需求为导向，以投资回报为目的，加快了技术向生产力的转化的过程，成为高新产业的催化剂。美国风险投资规模占世界风险投资的一半以上，而又有将近一半的风险投资基金设立在硅谷。当地的风险投资资本额从 1983 年的 35 亿美元猛增至 2000 年的 345 亿美元，十几年间上升了十倍。其后虽然经历了互联网泡沫爆破，但是在 04 年又东山再起，07 年达到 294 亿美元。

➤ 优质的科研条件

硅谷周边有多所国际知名的研究型大学，如斯坦福大学和加州大学。与大学的合作使得科研与生产紧密结合，将科研成果迅速转化为生产力。这种密切的合作注重高新技术的研究开发和商业应用。另外，硅谷地理位置良好，大多处于美国的阳光地带。气候宜人、地域广阔，不断吸引工程师和新公司的到来。同时硅谷有一个开放、宽松的社会环境，有利于不同地区、不同种族、不同宗教、不同党派的人一起工作和生活。

1.4. 善用高新区

回头看国内的情况，高新区在过去二十年也培育了众多优秀的公司，其中有不少在 A 股市场上市。在芸芸的公司中，我们挑选出五家业绩优良的股票给投资者做出推荐。它们不但享受政策红利和技术进步，而且具有防御性，有望带来某程度上的相对收益。

➤ 云南白药

◇ 知名中成药生产企业，主要经营化学原料药、化学药制剂、中成药、中药材、生物制品等。2010 年公司主营收入实现 100.75 亿元；2011 年上半年实现主营收入 50.74 亿元，比上年同期增长 12.7%

◇ 云南白药成立于 1993 年 11 月，位于昆明市国家高新技术产业开发区。于 1993 年 11 月发行 2000 万股，并于同年 12 月上市

◇ 预测 2011 至 2013 年的营业总收入复合增长率为 20%；净利润的复合增长率

为 29%

➤ 新希望

- ◇ 全国性大型民营企业和中国中西部最大的饲料生产商之一，业务涉及饲料、乳制品、化工行业及金融投资，总资产近 50 亿元。2010 年公司主营收入实现 77.85 亿元。2011 年上半年实现主营收入 46.73 亿元，比上年同期增长 33.10%
- ◇ 成立于 1998 年 3 月，位于四川省绵阳市国家高新技术产业开发区。公司于 1998 年 2 月发行 4000 万股，并于同年 3 月上市
- ◇ 预测 2011 至 2013 年的营业总收入复合增长率为 17%；净利润的复合增长率为 18%

➤ 烽火通信

- ◇ 国内领先的信息通信领域设备与网络解决方案提供商，武汉中国光谷的龙头企业之一。公司掌握大量光通信领域核心技术，是国家基础网络建设的主流供应商，光传输设备和光缆占有率居全国首列。2010 年公司主营收入实现 56.84 亿元。2011 年上半年实现主营收入 28.54 亿元，比上年同期增长 16.2%
- ◇ 公司由武汉邮电科学研究院 1999 年底转制成立，位于湖北武汉洪山区关东科技园，于 2001 年 8 月发行 8800 万股上市
- ◇ 预测 2011 至 2013 年的营业总收入复合增长率为 21%；净利润的复合增长率为 23%

➤ 华微电子

- ◇ 公司为国内功率半导体行业的龙头企业，拥有一整套具有自主知识产权的高反压大功率晶体管的生产技术，拥有 3 英寸、4 英寸、5 英寸与 6 英寸等多条功率半导体分立器件及 IC 芯片生产线，具有进口替代优势。与荷兰飞利浦、美国 FAIRCHILD 公司合资合作。10 年公司主营收入实现 11.48 亿元。11 年上半年实现主营收入 5.41 亿元，比上年同期下滑 5.6%
- ◇ 公司位于吉林省吉林市高新区，前身为吉林市半导体器件厂，于 2001 年 2 月发行 5000 万股上市
- ◇ 预测 2011 至 2013 年的营业总收入复合增长率为 16%；净利润的复合增长率为 26%

➤ 歌尔声学

- ◇ 歌尔声学主营业务为微型电声元器件，包括微型麦克风、微型扬声器/受话器、蓝牙系列产品和便携式音频产品。10 年公司主营收入实现 26.45 亿元。11 年上半年实现主营收入 14.66 亿元，比上年同期增长 41.23%
- ◇ 歌尔声学前身是潍坊怡力达电声有限公司，成立于 2001 年 6 月 25 日，位于山东省潍坊市高新技术产业开发区。公司于 2008 年 5 月发行 3000 万股，于 5 月 22 日上市

- ✧ 预测 2011 至 2013 年的营业总收入复合增长率为 57%；净利润的复合增长率为 52%

2. “新三板”之盼

2.1. “新三板”扩容

三板市场是指代办股份转让系统，挂牌企业主要为原 STAQ、NET 系统的挂牌公司以及沪深交易所的退市公司。而新三板市场现时特指中关村科技园区非上市股份有限公司转让报价系统，挂牌企业均为高科技企业。新三板扩容的目标主要是为了完善中国资本市场结构，并同时成为高新技术企业成长的孵化器。

➤ 完善多层次资本市场

在国外，柜台交易在资本市场上占有很重要的地位，例如 NASDAQ 就曾在交易量、上市公司数量、上市公司市值等方面一度超过纽约证交所，成为全球规模最大的市场。场外市场作为资本市场的一个基础组成部分，应该是主板和创业板的土壤之一，然而中国的柜台交易却比较落后，不同层次的市场也没有建立起相互链接的桥梁。其中一个改革办法就是先完善各个层次的市场，再打通市场之间的联系。因此新三板的扩容显得十分迫切。

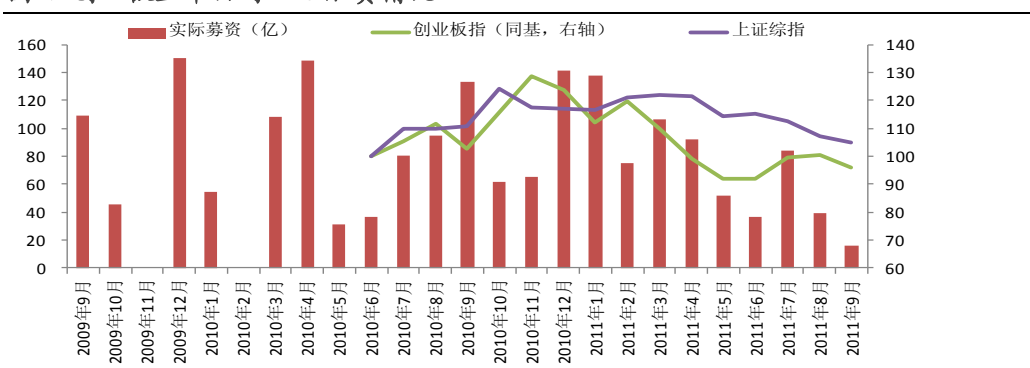
➤ 推动高科技产业

新三板市场首先锁定在中关村科技园区，并预计扩展到其他高新园区。高新园区内绝大部分企业规模都不大，很多都处于起步阶段，需要大量的资金支持和政策扶持。新三板市场恰好能为高科技产业提供这样一个平台，促进其高速发展。它的出现可以产生了一系列的正效应：对资本市场来说，新三板作为场外市场，对于完善资本市场起到了积极的作用；对投资者来说，新三板为风险投资者提供了一个平台，拓宽了投资渠道，有利于合理分配资源和分散风险；对企业来说，新三板为其拓宽了融资渠道，解决了很多中小高科技企业融资难的问题，并且促进了其财务管理和公司治理。

➤ 市场规模

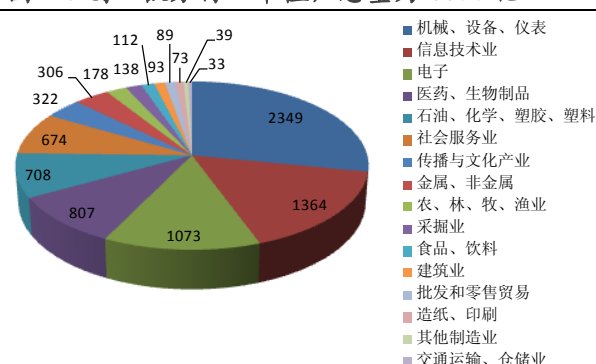
那么新三板扩容之后将有多少资金进入这个场外市场呢？回答这个问题我们可以先参考一下创业板的情况。自从 2009 年 9 月第一批公司登陆创业板起，累计已有 260 多家公司在创业板上市，他们的平均 IPO 融资额为 7 亿元左右。直到 10 年年底，创业板融资都维持旺盛的势头。而从 11 年开始，受到大盘指数和创业板指数双双下跌的影响，创业板融资的步伐也开始放慢。然而得益于市场的助力，现时创业板的市值总量高达 8350 多亿，平均每家公司市值 32 亿，中位数公司市值 25 亿。相比之下，现时的新三板相形见绌，92 家公司合起来的总市值才仅仅 223 亿，平均每家 2.43 亿，中位数公司 1.48 亿。

图 9 创业板上市公司 IPO 融资情况



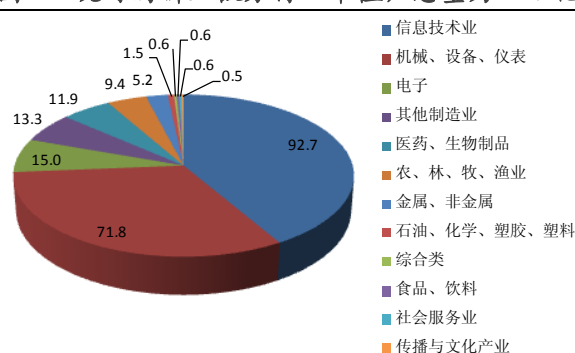
数据来源：安信证券研究中心、WIND

图 10 创业板分行业市值，总量为 8357 亿



数据来源：安信证券研究中心、WIND

图 11 现时的新三板分行业市值，总量为 223 亿



数据来源：安信证券研究中心、WIND

扩容后的新三板仍然只是一个场外交易市场，对创业板和中小板不构成直接的威胁。然而，新三板的扩容预计将允许个人投资者购买和交易新三板公司的股份，这将间接对创业板市场产生资金分流的作用。预计扩容之后，新三板的公司平均市值每家可能在 3 亿元左右，在未来两年如果有 200 家进入新三板的话，加上原有的 90 多家公司，新三板总市值可能约为 1000 亿元左右。

2.2. “新三板” vs. “创业板”

由于新三板是场外市场，它与创业板、中小板存在着一系列的差别，主要体现在以下几个方面：

➤ 挂牌条件

表 2 新三板、创业板以及中小板的挂牌条件比较

新三板	创业板	中小板
◇ 存续满两年(有限公司整体改制可以连续计算);	◇ 持续经营满三年;	◇ 持续经营满三年;
◇ 主营业务突出,具有持续经营记录;	◇ 最近两年内主营业务和董事,高级管理人员均没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更;	◇ 最近三年主营业务,管理层,控制人不变;
◇ 公司治理结构健全,运作规范;	◇ 最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于 1000 万元,且持续增长;或者最近一年盈利,且净利润不少于 500 万元,最近一年营	◇ 最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元。
◇ 股份发行和转让行为合法合规;		◇ 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元;或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿
◇ 地方政府确认的试点资格。		

业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%。	◇	元。	发行前股本总额不少于人民币 3000 万元。
◇ 最近一期末净资产不少于 2000 万元，且不存在未弥补亏损。	◇	最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 20%。	
◇ 发行后股本总额不少于 3000 万元。	◇	最近一期末不存在未弥补亏损。	

数据来源：上交所、深交所、CCA、安信证券研究中心

➤ 交易与披露

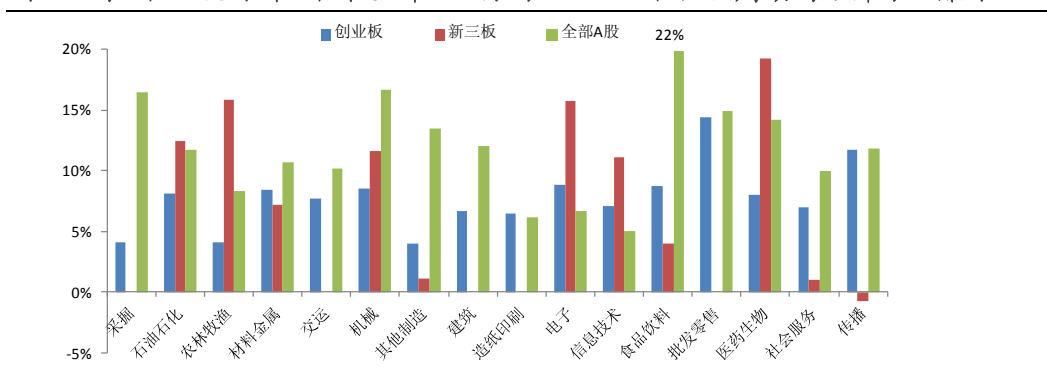
表 3 新三板、创业板以及中小板的交易方式与披露要求

		新三板	创业板	中小板
交易	交易方式	协议成交，不撮合	集合竞价+连续竞价	集合竞价+连续竞价
	交易单位	不低于 3 万股	手（100 股）	手（100 股）
	涨跌幅	30%	10%	10%
	委托方式	通过券商，人工报单，电子化报单	通过券商，自助委托	通过券商，自助委托
结算	结算方式	T+1 交收，逐笔结算，货银对付，无担保交收	T+1 交收，净额结算，货银对付，结算参与人担保交收	T+1 交收，净额结算，货银对付，结算参与人担保交收
	股份账户 资金账户	深交所证券账户 银行资金账户	深交所证券账户 银行资金账户	深交所证券账户 银行资金账户
披露	披露要求	适度信息披露，鼓励出季报	强制性信息披露，要求出年报、中报和季报	强制性信息披露，要求出年报、中报和季报

数据来源：深交所、CCA、安信证券研究中心

➤ 现时三个板块的比较

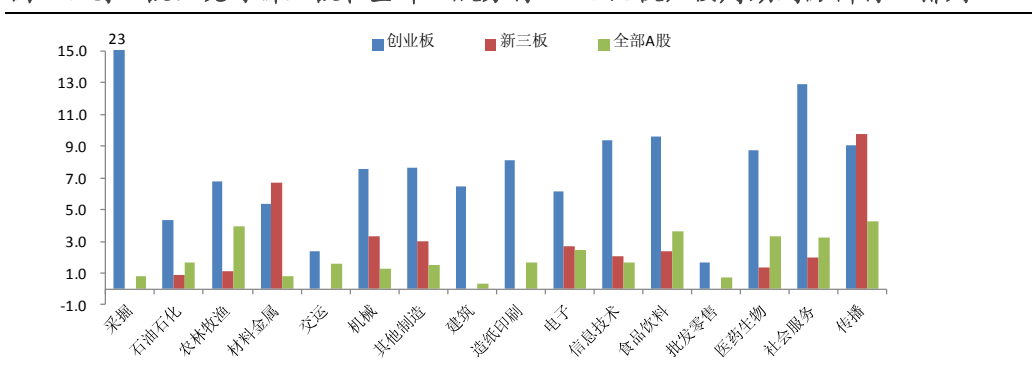
图 12 创业板、现时新三板和全部 A 股分行业 ROE 比较，按周期到防御行业排列



数据来源：安信证券研究中心、WIND

比较主板、创业板与现时的新三板各个行业的盈利状况，可以看到在传统行业例如机械、食品饮料、材料金属，主板的公司得益于经济规模，显得更具优势。然而在知识密集型的新兴行业例如电子、信息技术和医药生物，新三板内的公司其实表现不俗。对于这些行业来说，研发能力、机制灵活可能更为重要。在创业板里面，传播和批发零售，这类注重新型商业模式的公司表现出更多的活力。

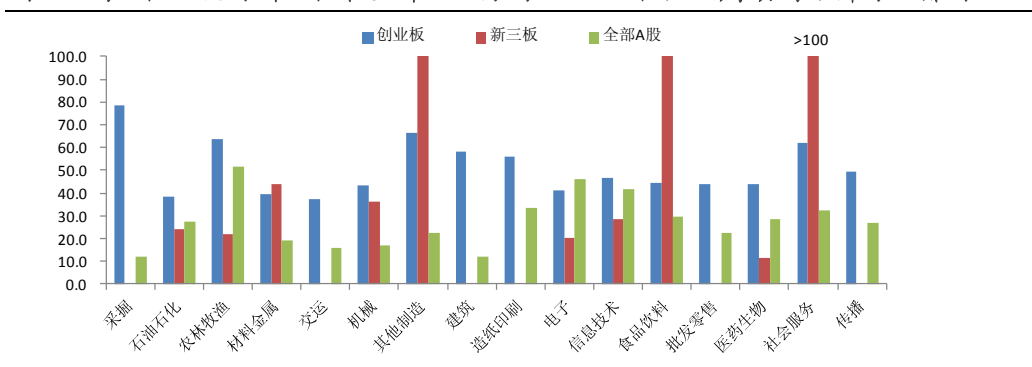
图 13 创业板、现时新三板和全部 A 股分行业 PS 比较，按周期到防御行业排列



数据来源：安信证券研究中心、WIND

从市销率的数据来看，创业板的公司大多都拥有比较高的市销率，主要是因为创业板公司的规模比较小，同时又属于高成长的产业。预计当新三板的扩容政策实施以后，基于投资参与者的增加，新三板各个行业的市销率也会得到相应提升。

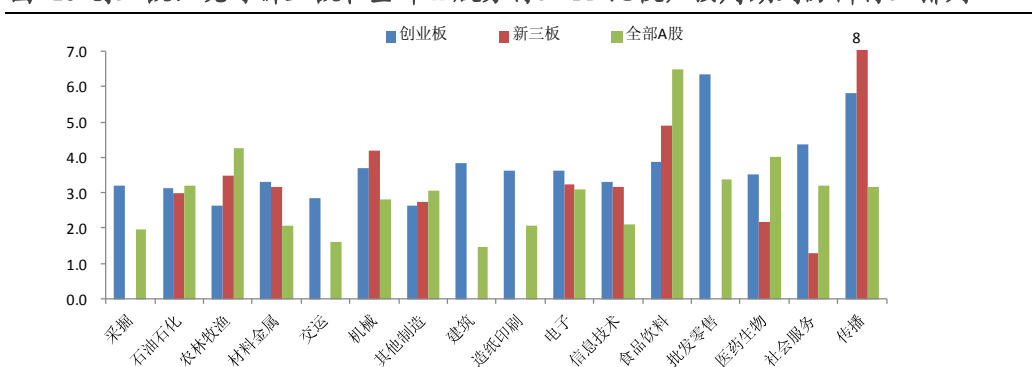
图 14 创业板、现时新三板和全部 A 股分行业 PE 比较，按周期到防御行业排列



数据来源：安信证券研究中心、WIND

在市盈率方面，在采掘、交运、机械、建筑以及其他制造等这些中上游行业，创业板明显要比主板的估值为高。如果新三板扩容之后，创业板的投资者得到更多的选择，这些行业的估值也可能承受比较大的下行压力。

图 15 创业板、现时新三板和全部 A 股分行业 PB 比较，按周期到防御行业排列



数据来源：安信证券研究中心、WIND

在估值方面三个市场最为接近的指标应该就是市净率了。创业板只是在建筑、印刷以及商贸、传播这几个中下游的行业具有明显的较高市净率。反而主板在食品饮料以及农林牧渔等行业比创业板和新三板具有更高市净率。值得注意的是现时的新三板的市净率在大多数的行业内，都和其他两个板块差异不大。这说明在缺乏交易量和流通性的情况下，市净率往往成为投资者最为依赖的一项估值指标了。

2.3. “新三板”受益股

根据投资项目在园区内，或是身为园区开发者的条件，我们筛选统计出以下 14 家“新三板”扩容受益股票。从 PEG 较低同时 ROE 较高的角度考虑，我们认为鲁信创投、电子城以及中炬高新值得投资者的关注。

表 4 新三板扩容受益股数据

代码	公司	行业	总市值 (亿)	流通市 值(亿)	PE (ttm)	盈利增 长	PEG	PB	ROE (11)
000532.SZ	力合股份	电子	40	40	187	24%	7.9	6.4	3.5
000628.SZ	高新发展	房地产	26	22	165	N/A	N/A	16.5	-11.4
000661.SZ	长春高新	医药生物	53	53	61	38%	1.6	9.0	16.3
000836.SZ	鑫茂科技	综合	18	15	N/A	108%	N/A	2.3	-11.0
000931.SZ	中关村	房地产	45	34	150	298%	0.5	6.7	8.5
600064.SH	南京高科	房地产	58	58	18	33%	0.5	1.3	7.0
600082.SH	海泰发展	房地产	30	30	40	44%	0.9	1.8	4.1
600133.SH	东湖高新	综合	44	35	N/A	262%	N/A	5.6	-13.5
600624.SH	复旦复华	综合	25	25	99	N/A	N/A	4.5	4.2
600658.SH	电子城	房地产	56	17	16	23%	0.7	3.0	17.5
600736.SH	苏州高新	房地产	61	61	18	21%	0.9	2.1	7.5
600783.SH	鲁信创投	金融服务	163	89	19	139%	0.1	6.1	34.5
600872.SH	中炬高新	食品饮料	45	45	45	152%	0.3	2.6	6.7
600895.SH	张江高科	房地产	145	145	N/A	37%	N/A	2.5	0.8

数据来源：安信证券研究中心、WIND

表 5 新三板扩容受益股简介与投资逻辑

代码	公司	简介与逻辑
000532.SZ	力合股份	主要控股、参股清华科技园（珠海）等十几家公司，公司营业收入主要来源于子公司
000628.SZ	高新发展	以高新区为依托，积极发展金融投资业、贸易业，是成都高新区的骨干企业
000661.SZ	长春高新	公司作为长春高新技术开发区的经营管理者，围绕朝阳产业生物制药进行投资
000836.SZ	鑫茂科技	重组完成后主营业务为科技园的开发建设及孵化器经营，以及高科技产业投资和经营
000931.SZ	中关村	公司致力于科技园和物流园区的开发与管理、房地产开发与建筑施工等业务领域，以及“科技地产”等新业务领域
600064.SH	南京高科	公司定位为南京城市化和高新园区的建设者与配套服务提供商，在市政基础设施建设与公用事业中具有相对的垄断性质
600082.SH	海泰发展	以天津新技术产业园区为依托，致力于建设经营全国最大的孵化器产业群，向区域运营商转变，构造包括医药、通讯、环保、新材料等高科技产业平台
600133.SH	东湖高新	公司以“武汉·中国光谷”的开发为业主，从事科技园开发和生物农药产业，未来还将重点发展可再生能源行业
600624.SH	复旦复华	公司是具有高校背景的上海本地上市公司，主营业务为医药、软件与园区房产等
600658.SH	电子城	公司原是一家以通信和 IT 产业为核心业务的高科技上市公司，经过资产重组公司主营业务将由原来的通信变更为园区地产、房地产开发与销售
600736.SH	苏州高新	公司主营业务为园区房地产开发，同时还从事高新技术产品以及市政基础设施的投资
600783.SH	鲁信创投	公司现时是山东省省内最大的专业创投机构，投资于先进制造、现代农业、海洋经济等山东省优势产业和国家战略性新兴产业
600872.SH	中炬高新	依托中山火炬高技术产业开发区，公司主营为高新技术产业投资和国家级开发区招商，可提供完善的基础设施、群集的产业配套、高效的后勤服务和便捷的物流配送
600895.SH	张江高科	公司依托浦东张江高科技园区，形成了生物医药、房产物业、通讯信息和海外投资四个投资集群。

数据来源：安信证券研究中心、公司报告与资料

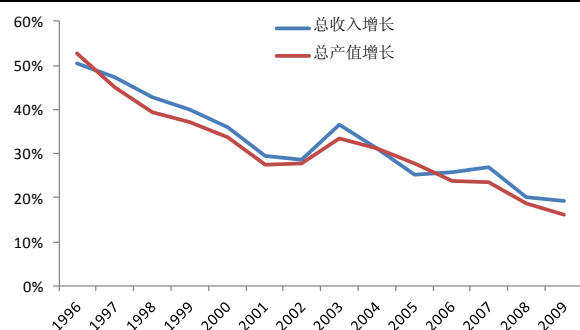
3. 优化“高新区”

3.1. 发展瓶颈

然而当全国各个主要城市都建立高新区之后，高新区作为一个深具增长活力的经济板块，它的整体增长速度却不断地下降。无论是从总收入还是总产值的指标，我们都观察到这样的下降趋势。其原因一是因为当高新园区建立到更内陆的城市的时候，尽管当地政府在财税、土地和运营方面积极配合，但是在科研力量、产业链配合等方面还有所欠缺，使得这些地方对优质企业的吸引力在减弱。二是其他园区与非园区的兴起，如经开区、工业园对高新区构成了竞争。三是当各地的高新区相继落成而竞相争取入驻企业的时候，定位不清晰，体制不到位的园区容易陷入建设重复、资源浪费、低端竞争的困局。因此即使高新区的数目在逐年增加，进入高新区企业的数目在逐年增长，可是收入和产值的增长速度却在不断地下降。

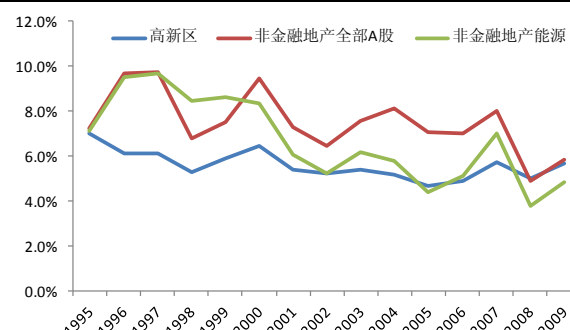
在利润率方面高新区也存在着隐忧，图 17 对比了高新区板块和上市公司板块两个企业群体，发现自 95 年开始，高新区企业的净利润整体上低于剔除金融地产类的全部 A 股上市公司。即使刨掉受到价格政策影响的 A 股能源行业，高新区企业的利润率在大部分的年份也要低于 A 股，仅仅是在最近几年略微好于上市公司。而从其本身板块来看，净利润率也从 7% 下滑到了 5.7%。受益于区内的各项优惠政策，企业利润率的波动相比起整体上市公司略显得较为稳定。

图 16 高新区总收入与总产值增长减慢



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

图 17 高新区板块与上市公司板块净利润比较



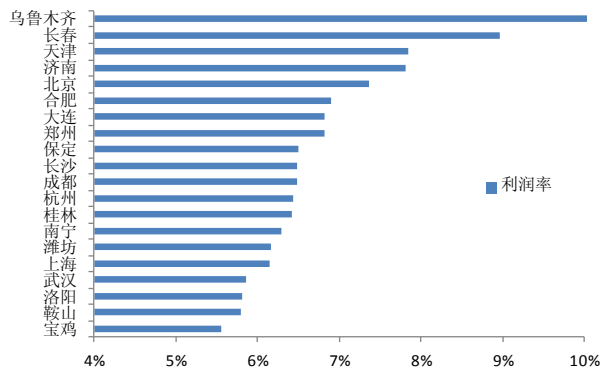
数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴、WIND

可是高新区如何面对这些困境，进一步提升竞争力是值得思考的。对此我们通过分析比较各地高新区的三项指标来找出一些线索。

3.2. 综合竞争力

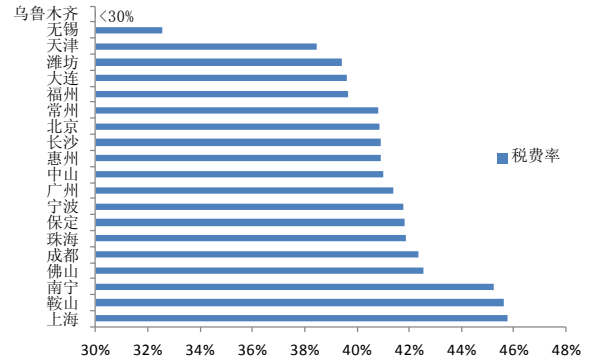
这三项指标分别是高新区企业的利润率、税费率和研究经费占比。根据这些指标的排序进行打分并加总，从而得出各地区的综合排名。其中税费率中的上缴税费总额为企业实际上缴的各项税金、特种基金和附加费等，而不仅仅只是企业所得税，因此不少高新区的税费率还是比较高的，甚至超过了 40%。

图 18 各地高新区利润率比较



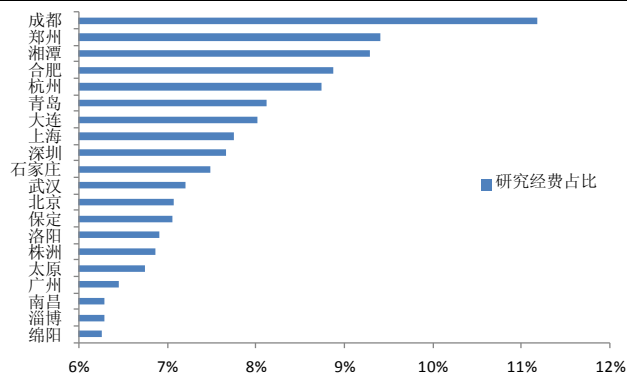
数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴，利润率=净利润/总收入

图 19 各地高新区税费率比较



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴，税费率=上缴税费/(上缴税费+净利润)

图 20 各地高新区研究经费占比比较



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴，研究经费占比=(研究经费+科技经费)/总成本

由表 6 的综合排名可见，大连和北京在反映盈利能力、政府优惠和研发投入的这三项指标上表现较为平衡，分列第一和第三；而乌鲁木齐和天津则因为政府税收优惠力度较大，利润率较高，但在研发上投入较少，分列第二和第四。

表 6 全国高新区综合排名

排名	城市	利润率得分	税费率得分	研发占比得分	总得分
1	大连	14	16	14	44
2	乌鲁木齐	20	20	0	40
3	北京	16	13	9	38
4	天津	18	18	0	36
5	成都	10	5	20	35
6	合肥	15	0	17	32
7	郑州	13	0	19	32
8	保定	12	7	8	27
9	杭州	9	0	16	25
10	潍坊	6	17	0	23
11	长沙	11	12	0	23
12	长春	19	0	0	19
13	上海	5	1	13	19
14	无锡	0	19	0	19

数据来源：安信证券研究中心搜集整理

3.3. 定位与集群

探讨以上高新区能够获得竞争力的原因，我们发现名列前茅的城市都有一个共同点，那就是他们对自身的定位比较清晰，注重产业集群和产业链的完善。例如大连的高新区就围绕着软件与信息服务，多媒体与数字娱乐等新兴产业形成产业集群。在高新区 2900 多家企业中，集中了大连市 90%以上的高新技术企业，成为了产业聚集和自主创新的平台。

乌鲁木齐则结合新疆的实际情况，发展石油化工、新型建材、优势自然资源深加工等重点领域。在具体操作上，他们每年筛选 1~2 个技术含量高、市场前景好的项目，在资金、政策、土地、规划建设等方面进行重点扶持。

至于最早建立的北京中关村，位于中国科研教育和人才资源最为密集的区域。利用这项优势，中关村其实是定位于打造“人才特区”。通过人才中关村聚集了以联想、百度为代表的高新技术企业近 2 万家，形成了以研发和服务为主要形态的高新技术产业集群。

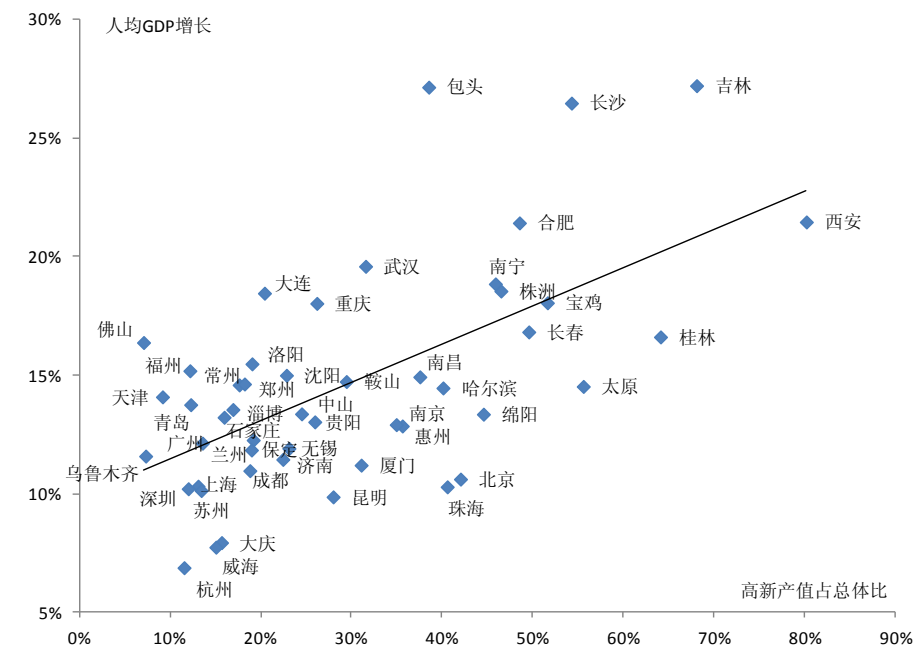
如果把各地高新区当作一场比赛的竞争对手。取胜的应该是那些从自身的实际情况出发，结合当地资源和环境，形成产业集群并完善产业链的地区。产业集群在地理和组织上进一步向外扩张，辐射周边区域，形成产业带，这还将推动整个区域的产业升级与经济合作。

4. 溢出效应

4.1. 带动效果

高新区吸引了大量的资金、技术和人才，成为区域发展的增长极，并对所在区域产生拉动作用。它们发展对当地的配套设施提出要求，从而带动区域的交通设施、通讯网络、金融服务和住宅建设。同时，区内企业作为领头羊，对传统企业和地区经济起到示范和带动的作用。

图 21 各地人均 GDP 增长（06-09）与高新区产值占当地总产值比（06）

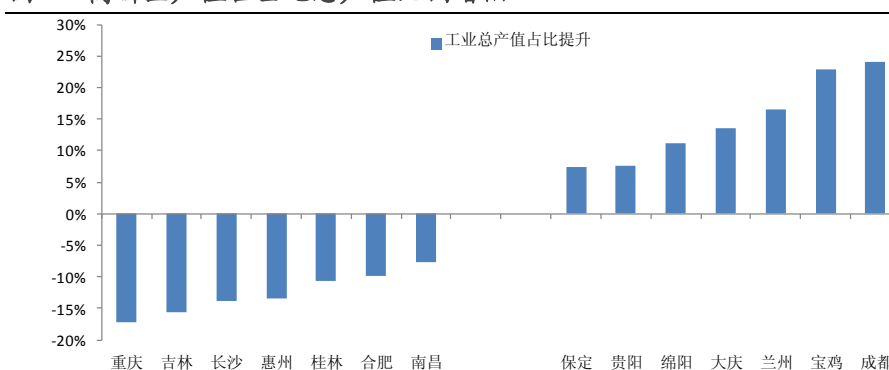


数据来源：安信证券研究中心、国家统计局、科技部

从数据上我们也能够得到这样的佐证。通过分别计算 2006 年各地高新区工业总产值占当地工业总差值的比例，并结合当地 06 年至 09 年的复合人均 GDP 增长，我们发现两者的关系相当密切。（图 21）高新区就像是为城市加添一副助推器，帮助他们在短时间内完成了产业与人口的增长和集聚。

但是经过近二十年的高速增长，不但是高新区本身的增长和利润出现了瓶颈，他们对城市的拉动作用也在经历边际上的减退。许多地区，尤其是一线城市和东部地区，他们的高新区工业产值占当地工业产值比重出现了降幅。（图 22）例如从 06 年到 09 年，重庆的降幅达到 17 个百分点，长春和沈阳下降 7 个百分点，北京与大连也下降了 4 个百分点。如果用一个比喻来说明这个情况，这就好像是在高速公路上开动跑车，刚起步的时候马力越强，加速越快，可是一旦达到某个时速，再加大马力所得到得效果就大打折扣了。

图 22 高新区产值占当地总产值比例增幅



数据来源：安信证券研究中心、国家统计局、科技部

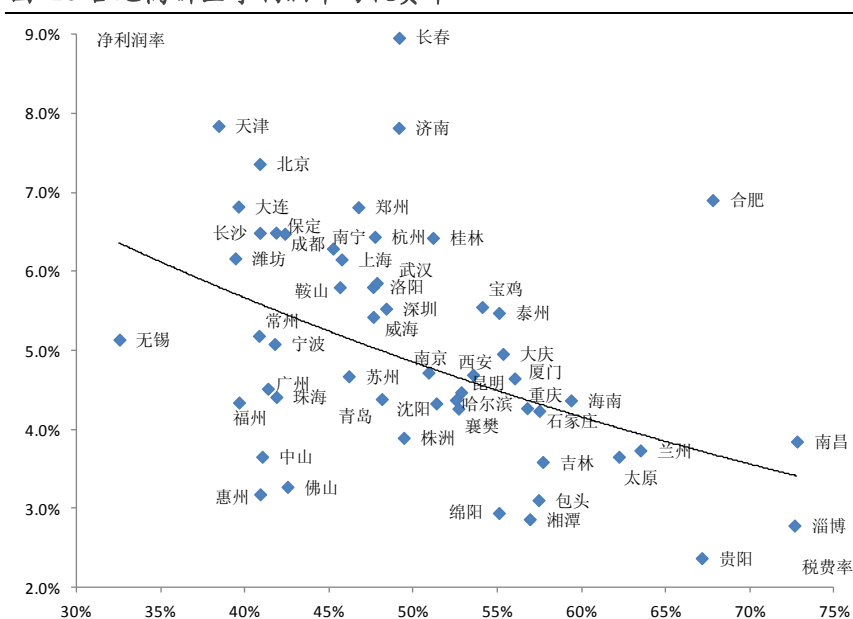
即便如此，分析高新园区的增长因素却可以为中国经济整体的发展提供一些借鉴。

4.2. 低税费、高研发

高新园区内的税收优惠政策一方面直接减少了高新技术企业的税收负担，提高税后利润；另一方面增强了企业对资金的吸引力，使得他们容易获得各类资金的支持而加速扩张。企业研发费用的加计扣除和高端技术设备的加速折旧等会计处理方式，也促使了企业加大研发投入，提高自主创新能力和核心竞争力。

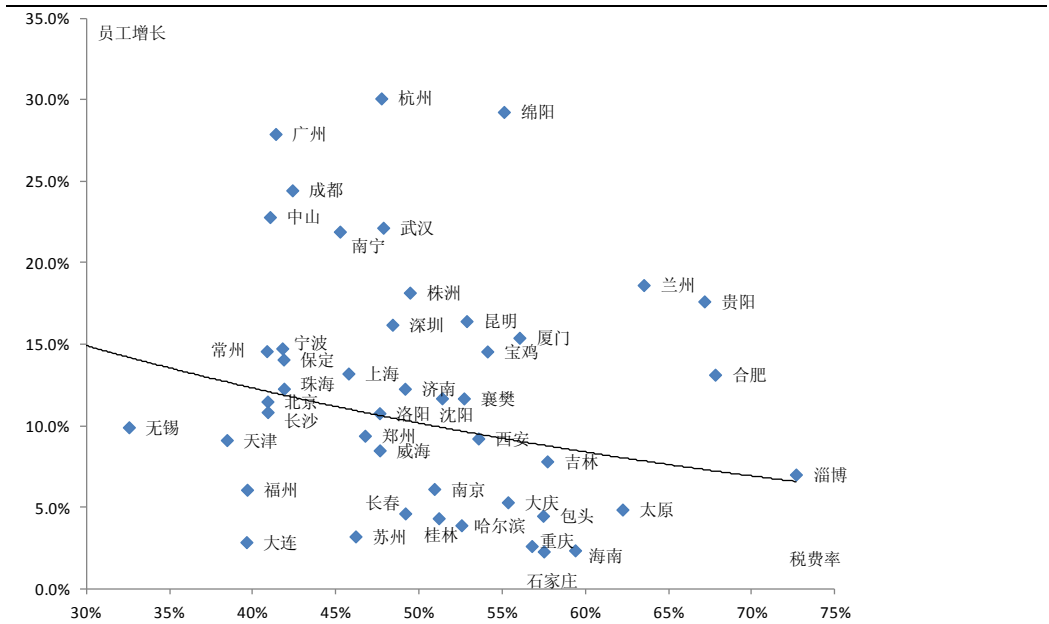
如图 23 所示，对比各地的税费率和利润率，可以证实较低的税费引致较高的利润。这项结果应当说是理所当然的，然而低税费的正效应可能还不仅仅只是囿于企业自身。如果我们对比各地税费率和近三年高新园区员工的增长速度，可以发现低税费很可能导致了更高的员工增长（图 23）。而其他因素如利率则并不能够直接导致企业增聘员工（图 24）。这可能是因为低税费提供了更加稳定的政策预期，实质上鼓励了更多的企业投入，从而增聘了更多的员工。园区也因此在此短时间内完成企业与员工的聚集，对当地的城镇化和经济增长起到了催化的作用。

图 23 各地高新区净利润率与税费率



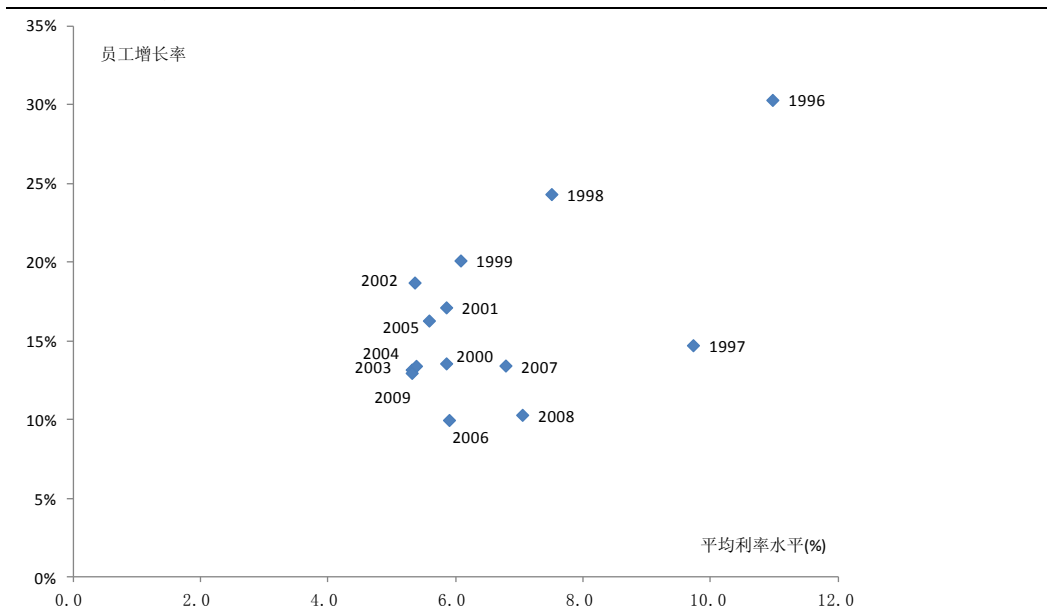
数据来源：安信证券研究中心、国家统计局、科技部

图 24 各地高新区员工增长率与税费率



数据来源：安信证券研究中心、国家统计局、科技部

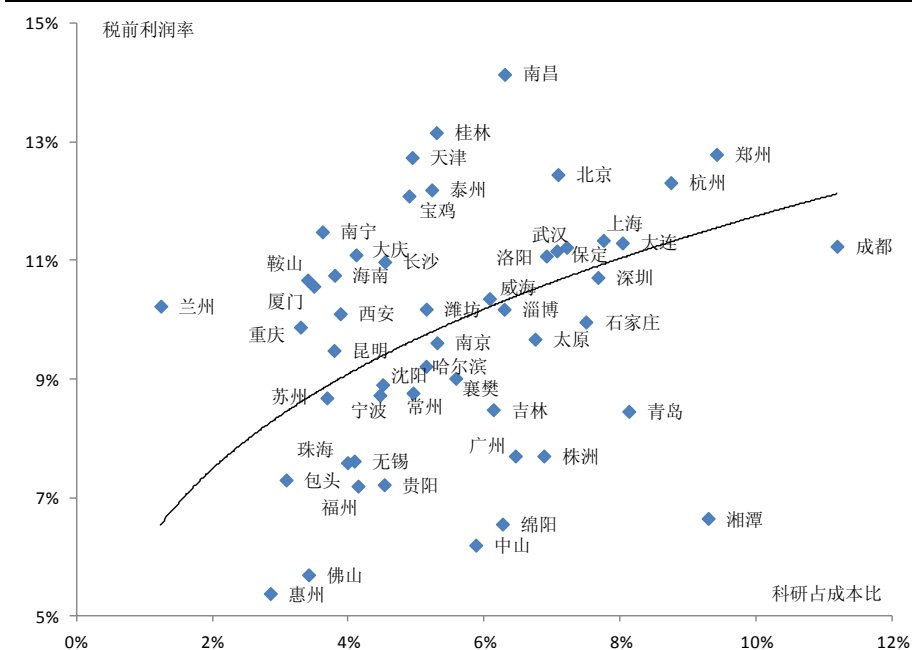
图 25 全国高新区员工增长率与利率，并没有呈现反比关系



数据来源：安信证券研究中心、国家统计局、科技部；用年份数据比较是因为利率具有一定的空间一致性，而税费则具有一定的时间一致性

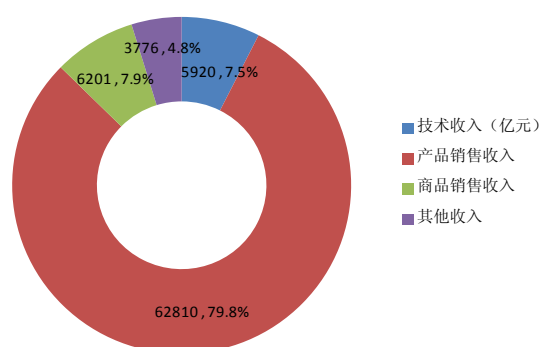
除了低税费，科研投入的增加能提高企业的核心竞争力，提升企业的盈利水平，2010年高新区企业的 R&D 经费占到了全国的 35%，占园区生产总值的比重达到了 5.7%，已诞生了“中国芯”组群、千万亿次高性能计算机、人用禽流感疫苗、3G 技术、燃料电池等多项高端技术。对比各城市税前利润率和科研占成本比例，我们发现科研投入与税前利润呈正向关系；然而达到一定比例之后，呈现出边际效用递减，表明园区和企业 在管理、人力等其它方面，有进一步的提升空间以促进科研投入的效用发挥。

图 26 各地高新区税前利润率与科研占成本比



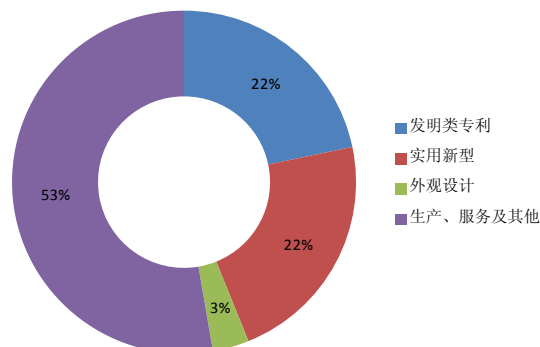
数据来源：安信证券研究中心、国家统计局、科技部

图 27 高新区企业产品收入分布



数据来源：安信证券研究中心、科技部

图 28 高新区企业专利收入分布

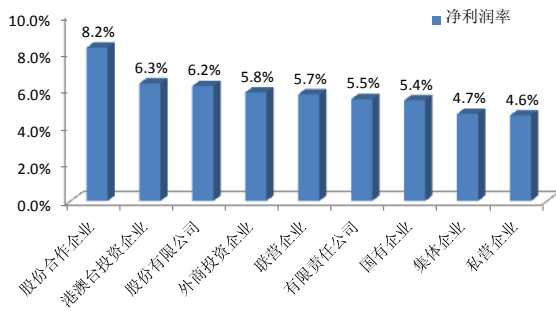


数据来源：安信证券研究中心、科技部

4.3. 体制的泛园区化

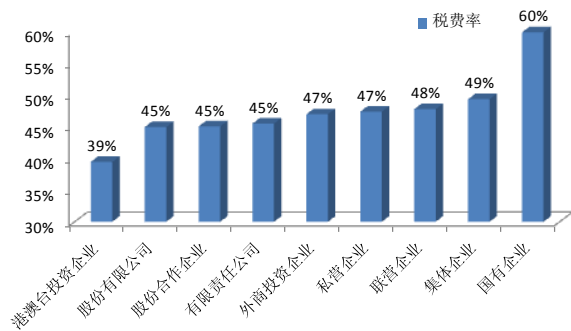
所有制对高新区企业的利润也有明显的影响。股份合作制企业的净利润率最高，达到 8.2%，股份有限公司的净利润率也达到 6.2%。而国有企业和集体企业的净利润率相对较低，仅为 5.4% 和 4.7%。股份制企业资本的流动性高，资金的使用效率强，并且易于达到最优的负债资本比。另外，股份制企业产权关系清楚，管理体制比较完善，税费率大大低于国有企业，提高了竞争力。逐渐开始进行的股权激励试点工作，将员工与公司的长远利益捆绑，更是有效激励了研发人员和管理层，降低了代理成本。

图 29 不同体制的企业净利润率比较



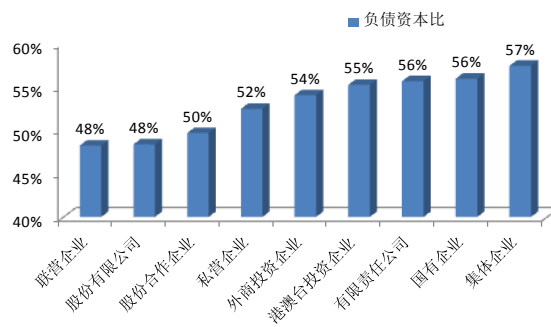
数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

图 30 不同体制的企业税费率比较



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

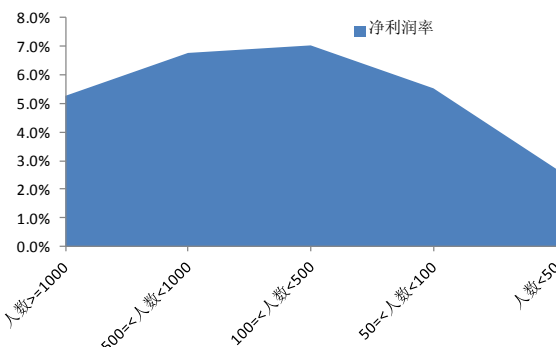
图 31 不同体制的企业负债资本比比较



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

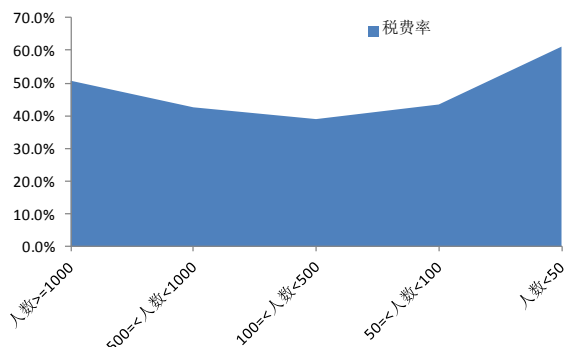
从公司规模上看,虽然规模效应可能会使得规模越大,利润越高。但是高新区企业的实际情况表明,企业人数增长到100-500之间时,税费率最低,利润率最高;规模进一步扩大,则导致税费率上升,净利润下降。中等规模的企业,更加易于有效使用优惠政策,管理层数少,市场反应快,企业凝聚力也更强。

图 32 不同体量的企业净利润率比较



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

图 33 不同体量的企业税费率比较



数据来源：安信证券研究中心、火炬统计年鉴

参考高新区的经验,低税费、重研发、股份公司体制和中型公司体量应当最能提升企业效益。这不但是对高新区,而且是对中国其他领域,其他地区的经济发展也有一定的启示。诚然,减低税费、投入研发、精简事业单位架构并推进企业体制改革可能恰恰是应对当今需求下滑,经济减速的一道苦口良药。

4.4. 寻找园区类股票

高新园区这些有利于增长的因素也可以推行到公司的层面。我们依据低税费、高研发、

灵活体制这样一条思路，挑选了五家具有成长前景的公司供投资者参考。

➤ 西部材料

- ◇ 公司位于西安高新区，从事稀有金属复合材料及制品。06 年到 10 年，营业收入从 5.43 亿增加到 12.53 亿，年复合增长率 23.24%，预计 11 年到 13 年复合增长率 23%；06 年到 10 年，归属母公司股东的净利润从 0.26 亿增加到 0.40 亿，年复合增长率 11.20%，预计 11 年到 13 年复合增长率 80%
- ◇ 2010 年公司所得税率为 15.83%。同年研发费用为 0.28 亿，占金属材料业务收入比例为 2.67%
- ◇ 公司 5000T 钛材技改项目预计于年底建设完工，成为公司发展重点，作为军工和航空产品的潜在钛材供应商，公司未来钛材收益值得看好

➤ 四维图新



- ◇ 公司是中国领先的导航地图和动态交通信息服务提供商。06 年到 10 年，公司营业收入从 1.33 亿增加到 6.75 亿，年复合增长率 49.96%。归属母公司股东的净利润从 0.26 亿增加到 2.33 亿，年复合增长率 72.26%，预计 11 年到 13 年复合增长率 41%
- ◇ 2010 年公司所得税率为 11.19%。同年研发费用 2.5 亿，占营业总成本 55.39%，占营业总收入 36.88%
- ◇ 11 年 1 月公司全资收购荷兰 Mapscape 公司，正式拓展海外市场；4 月率先推出 Telematics 业务，战略布局车联网产业

➤ 科大讯飞



- ◇ 公司是专业从事智能语音及语言技术研究、软件及芯片产品开发、语音信息服务的软件企业。06 年到 10 年，公司营业收入从 1.71 亿增加到 4.36 亿，年复合增长率 26.30%。归属母公司股东的净利润从 0.35 亿增加到 1.01 亿，年复合增长率 30.24%，预计 11 年到 13 年，复合增长率 69%
- ◇ 2010 年公司所得税率为 9.71%。同年研发费用 0.91 亿，占营业总成本 25.98%，占营业总收入 20.97%
- ◇ 公司 11 年 8 月 4 日公告拟向 370 名激励对象授予 2520 万份股票期权，对应标的股份数量为 2520 万股，占公司总股本的 10%。激励对象占当前公司员工总数的 22.9%

➤ 天晟新材

- ◇ 公司主要从事高分子发泡材料，是江苏省高新技术企业。08 年到 10 年，公司营业收入从 2.32 亿增加到 3.51 亿，年复合增长率 23.02%，预计 11 年到 13 年复合增长率 36%；归属母公司股东的净利润从 0.30 亿增加到 0.49 亿，年复合增长率 34.83%，预计 11 年到 13 年复合增长率 44%
- ◇ 2010 年公司所得税率为 19.58%。同年研发费用 0.08 亿，占营业总成本 2.68%，占营业总收入 2.24%

- ◇ 公司与全球第一大复合材料商思瑞安合作，有助于提高全球市场份额。若公司现有储备项目进展顺利，盈利增长也相当可观

➤ 泰豪科技



- ◇ 公司位于南昌市高新开发区，是国内智能建筑电气产业领域的首家上市公司。06年到10年，公司营业收入从1.64亿增加到2.97亿，年复合增长率16.05%，预计11年到13年，复合增长率23%；归属母公司股东的净利润从0.64亿减少到0.54亿，预计11年到13年，复合增长率48%
- ◇ 2010年公司所得税率为15.88%。同年研发费用0.23亿，占营业总成本0.79%，占营业总收入0.77%
- ◇ 今年9月1日公司董事会会议决定授予公司116位激励对象合计2000万份股票期权

分析师简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

诸海滨，统计学学士，八年证券研究经验，2007年5月加盟安信证券研究中心，从事策略、行业组合研究。

范妍，复旦大学企业管理学士，复旦大学金融工程硕士。2008年9月加入安信证券研究所，从事策略研究。

分析师声明

程定华、诸海滨、范妍分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034