

新三板破冰启航，迎接 OTC 业务浪潮

——制度改革后券商获新业务增长点

核心观点：

● 新三板核心制度改革取得实质性突破

2012 年 5 月，证券行业重启创新后，各项制度进入大幅度变革阶段，新三板核心制度开始“破冰”并在 2013 年取得实质性突破，有望成为证券行业 OTC 业务增长爆发点。

● 2012 爆发性增长凸显业务扩张动能，但融资交易存在大幅提升空间

2012 年全年挂牌 110 家企业，相比 2011 年，企业挂牌数量增幅达 340%，相比 2006 年则增多 11 倍。从市值规模上看，2012 年末新三板公司总股本 57.08 亿股，总市值 307 亿元，相比 2011 年总市值增幅达 43.5%，相比 2006 年则增加 20.5 倍。但从融资量和交易量两个指标看，新三板 OTC 市场仍有大幅度提升空间。2012 年以来，13 个月合计仅成交 755 笔，平均每月仅有 20 家公司出现交易，13 个月尚不如创业板单日交易量的 1/15、主板 A 股单日交易量的 1/100。而境外可比市场 OTC 日均交易量可达主板约 1%。

● 核心制度破冰，改革方案落地

限制券商新三板业务收入大幅度提增的核心制度束缚在于：扩容（步调缓慢，区域发展不平衡）、做市商缺位（交易功能丧失）、准入严格（投融资功能模糊）、转板不明（企业宁可直接上市）。改革后，相关制度预期落地：1）园区继续扩容；2）准入门槛降低；3）引入做市商；4）介绍上市及转板机制建立等都有助于市场规模的进一步扩大。从境外可比市场情况看，这些制度对于提增券商业务空间、活化市场投资、融资、交易具有促进作用。

● 收入进入快速增长期，未来业务浪潮值得期待

基于改革方案的未来业务空间，谨慎预测了 2013-2015 年业务孕育期内，新三板业务对证券行业的收入贡献：（1）中性情景下，新三板业务收入合计预计将达 91.84 亿元，预期对 2015 年证券行业总收入贡献约为 4.67%；（2）乐观情景下，新三板业务收入合计预计将达 215.87 亿元，预期对 2015 年证券行业总收入贡献约为 10.97%。在考虑成本端的变动影响后，若出现大幅度业务成本上升情况，净利润提增可能低于收入提增幅度。

● 投资建议

长期而言，新三板业务对券商业务模式及收入结构将全方位影响，并与其他业务产生协同作用。1）基本面上，新三板做市商对闲余资金的快速消化，会加速券商启动债务融资并迈入杠杆化阶段，进而支持 roe 中长期趋势逐渐向上。2）估值目前已大幅修复，大型券商 2013 年 PE 仍在 27 倍左右，预计未来股价上涨的驱动因素将更多来自于市场环境向好、相关 OTC 等创新业务超预期带来的盈利预测上调。3）维持证券行业“买入”评级，推荐：方正证券、光大证券、兴业证券、中信证券、海通证券、国元证券。

● 风险提示

新三板扩容及制度改革受阻，业务成本端上升及做市商引致相关风险导致利润下滑。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2013-03-14

相对市场表现



分析师：李 聪 S0260512080001



021-60750635



licong@gf.com.cn

分析师：张 黎 S0260512080002



0755-88286925



gfzhangli@gf.com.cn

分析师：曹恒乾 S0260511010006



020-87555888-8419



chq@gf.com.cn

分析师：潘 峰 S0260512070005



020-87555888-8668



panf@gf.com.cn

相关研究：

政策为券商杠杆化铺路：—— 2013-03-04

关于《证券公司债务融资工具
管理暂行规定（征求意见稿）》
的点评

【广发证券】非银行金融周报 2013-03-04

20130304：政策为券商杠杆

化铺路，IPO 重启暂无时间表

资产证券化松绑，前景广阔：

关于资产证券化业务开展的

点评

2013-02-28

目录

一、	结论	4
二、	新三板制度改革的破冰之路	4
三、	新三板定位、改革预期及现状折射核心制度	5
	（一）新三板的功能定位——扭转市场结构、培育新兴企业	5
	（二）新三板的改革预期——激活投资交易、重塑融资功能	6
	（三）现状——爆发增长后面临融资量、交易量“双低”困境	6
四、	影响券商新三板业务收入提增的核心制度分析——扩容、准入、交易、转板 ..	8
	（一）扩容步调缓慢，区域发展不平衡	9
	（二）做市商制度缺位导致交易功能缺失	9
	（三）市场准入要求严格，投融资功能不明晰	10
	（四）挂牌后转板制度不明，企业宁可选择直接上市	10
五、	改革预期落地，OTC 业务浪潮将至	11
	（一）境外 OTC 市场基本情况与启示	11
	（二）预期落地之一——园区继续扩容	14
	（三）预期落地之二——准入门槛降低	15
	（四）预期落地之三——引入做市商交易与宽松的再融资制度	15
	（五）预期落地之四——介绍上市制度打通转板渠道	16
六、	券商 OTC 业务收入提增预测	17
	（一）假设 1：针对园区内企业增长数量	17
	（二）假设 2：针对扩容改革后候选挂牌企业数量	18
	（三）假设 3：针对准入门槛降低后企业挂牌率	18
	（四）传统通道业务收入测算	19
	（五）资本中介业务收入测算	22
七、	券商 OTC 业务成本端变动讨论	23
八、	投资建议	23
九、	风险提示	25

图表索引

图 1: 新三板构成与现有园区情况.....	4
图 2: 新三板历年定增家数.....	6
图 3: 新三板历年定增融资及发行规模.....	6
图 4: 历年新三板新增挂牌公司数量与园区挂牌率.....	7
图 5: 历年新三板挂牌公司总市值与总股本.....	7
图 6: 我国多层次市场交易额历年情况 (亿元) (新三板因数据过小无法体现) ..	8
图 7: 美国正金字塔型多层次市场结构 (挂牌家数)	12
图 8: 台湾倒金字塔型多层次市场结构 (挂牌家数)	12
图 9: OTCBB 与 NYSE 日均交易情况对比	13
图 10: OTCBB 与 NASDAQ 日均交易情况对比	13
图 11: 兴柜市场与上柜市场日均交易情况对比.....	13
图 12: 兴柜市场与主板市场日均交易情况对比	13
图 13: 乐观情景下新三板业务收入增长及构成	23
表 1: 新三板制度“破冰”重要时间节点.....	5
表 2: 2012 年以来新三板每月交易情况一览	7
表 3: 新三板转板企业情况 (截至 2013 年 1 月)	10
表 4: OTC 业务制度改革预期落实一览表.....	11
表 5: 美国与台湾多层次资本市场.....	12
表 6: 潜在扩容的主要高新园区概况及预测	14
表 7: OTCBB 与兴柜市场准入门槛制度概览	15
表 8: 新三板准入门槛降低一览表.....	15
表 9: OTCBB 与兴柜市场交易与再融资制度概览.....	16
表 10: 新三板改革后的交易规则、做市商制度及融资规则	16
表 11: OTCBB 与兴柜市场转板制度概览.....	17
表 12: 谨慎情景: 2013-2015 新三板挂牌企业数量和规模预测.....	18
表 13: 中性情景: 2013-2015 新三板挂牌企业数量和规模预测.....	18
表 14: 乐观情景: 2013-2015 新三板挂牌企业数量和规模预测.....	19
表 15: 新三板扩容后券商传统通道业务收入预测.....	21
表 16: 券商做市商价差收入预测	22
表 17: 券商“新三板”业务收入预测合计 (亿元)	22
表 18: 证券行业盈利预测及估值表.....	24

一、结论

新三板OTC市场建设从2009年第一次启动改革后，一直是证券行业投资中持续受到关注的热点之一。这是因我国OTC市场尚未起步，新三板和随之带来的场外业务机遇提供了巨大的想象空间。

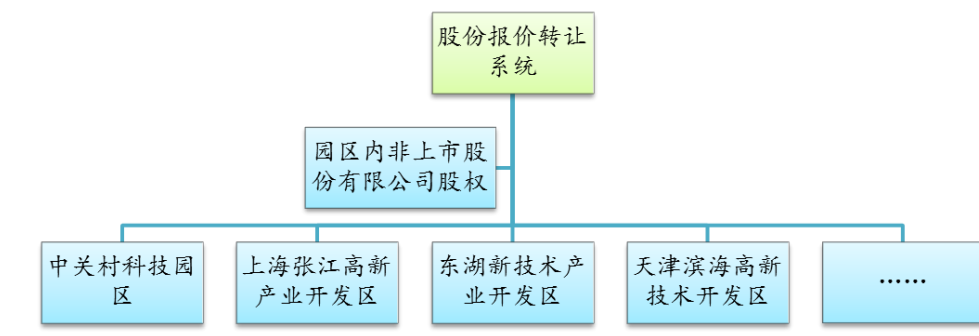
2012年监管层为证券行业创新松绑后，新三板迎来真正制度破冰之旅。此前认为束缚OTC市场发展的核心制度相继得到解冻，并取得实质性进展。鉴于市场中缺乏破冰之后新制度系统性的梳理，以及对新三板制度带来盈利提增机会的严谨预测，我们形成了本报告并取得如下结论：

- (1) 新三板市场2012爆发性成长凸显了该业务松绑后的扩张动能巨大，但融资量和交易量仍有大幅提增空间；
- (2) 券商新三板业务大规模开展的核心制度束缚在于：扩容（步调缓慢，区域发展不平衡）、做市商缺位（交易功能丧失）、准入严格（投融资功能模糊）、转板不明（企业宁可直接上市）；
- (3) 改革预期落地后，参比境外可比市场基本情况，新三板在候选挂牌企业数量、投资者准入、做市商机制、再融资与“介绍上市”方面取得了广阔业务空间。
- (4) 基于未来业务空间，我们谨慎预测了2013-2015年业务孕育期内，新三板业务对证券行业的收入贡献：（1）中性情景下，新三板业务收入合计预计将达91.84亿元，预期对2015年证券行业总收入贡献约为4.67%；（2）乐观情景下，新三板业务收入合计预计将达215.87亿元，预期对2015年证券行业总收入贡献约为10.97%。未来发展空间取决于制度落实和执行情况，我们仍然长期看好券商OTC业务发展机遇。

二、新三板制度改革的破冰之路

“新三板”市场指“认定的高新开发区科技园区内”+“用于非上市股份有限公司的”+“股份报价转让系统”。新三板属于“OTC市场(Over-The-Counter, 即场外市场)”。2012年8月5日，经国务院批准后，监管层新增上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术产业开发区、天津滨海高新区加入该系统，实现新三板园区的扩容。扩容后，新三板OTC以下图所示园区为基础，依照一定交易规则构成非上市公司股份转让系统。

图1：新三板构成与现有园区情况



数据来源：广发证券发展研究中心

围绕束缚新三板市场发展相关的“园区扩容、准入挂牌、交易制度、融资功能”等核心制度，资本市场自2010年下半年即开始进行热烈讨论，但制度改革进展受各方面因素一直鲜有实质性突破。直至2012年5月，证券行业重启创新后，各项制度进入大幅度变革阶段，新三板核心制度开始“破冰”并在2013年取得实质性突破，有望成为证券行业下一个业务增长爆发点。

表1：新三板制度“破冰”重要时间节点

时间	事件
2011年12月	新三板园区挂牌企业首次突破100家，市场雏形初现
2012年 4月	证券业协会培训券商从事新三板业务，提出加快新三板建设
2012年 5月	证券行业创新大会提出“探索做市商机制”
2012年 7月	副主办券商制度完善，企业挂牌趋于规范，重视内核质控
2012年 8月	园区扩容，上海张江、武汉东湖、天津滨海进入名单
2012年 9月	新三板交易平台公司核准成立，交易平台采用“公司制”
2012年12月	监管层提出累积800多家IPO申请企业部分会转入新三板市场
2013年 1月	核准成立的“全国中小企业股份转让系统有限责任公司”揭牌运转
2013年 2月	核心“做市商”制度提出，《全国中小企业股份转让系统业务规则》

数据来源：广发证券发展研究中心

三、新三板定位、改革预期及现状折射核心制度

上世纪90年代初成立的“STAQ（证券交易自动报价系统）”及“NET（全国电子交易系统）”两个系统定位于法人股、国债、其他有价证券（主要为退市股票）交易流动，采取做市商制度。1998年后，因亚洲金融危机和场外市场混乱，两系统关闭。为解决随之产生的法人股流通历史遗留问题，2001年“新三板早期雏形”——“券商代办股份转让系统”上线，俗称“老三板”。证券业协会核准申万、国信等6家券商从事STAQ/NET系统中原挂牌企业股份的转让业务，后继又有一些主板上市公司退市后进入券商代办股份转让系统。此后的新三板很多基础的交易制度，延续于STAQ/NET和“老三板”，但做市商制度没有保留，成为后继发展的束缚因素之一。

（一）新三板的功能定位——扭转市场结构、培育新兴企业

自2006年国务院“中长期科技发展规划配套措施”后，推进中关村科技园高科技企业进入“老三板”试点，并在当年就有非上市股份公司挂牌。此后，“老三板”系统升级改造成为专门针对高科技企业的新系统，并在交易制度上，新规定配对成交，超过30%需公开披露交易人。逐渐形成功能定位与老三板完全不同的市场。这区别于此前的老三板定位（老三板为解决历史遗留问题）。

从建设伊始，新三板功能定位为“为高科技成长企业提供投融资平台”。随着多

层次资本市场建设的深入，新三板功能定位开始被赋予更丰富的内涵：监管层拟通过新三板扩容和各项交易制度的改革，实现扭转我国多层次资本市场中场内交易独大，OTC市场缺位的状况，使得市场资源配置功能有效完善，有效发现科技型中小企业的价值。

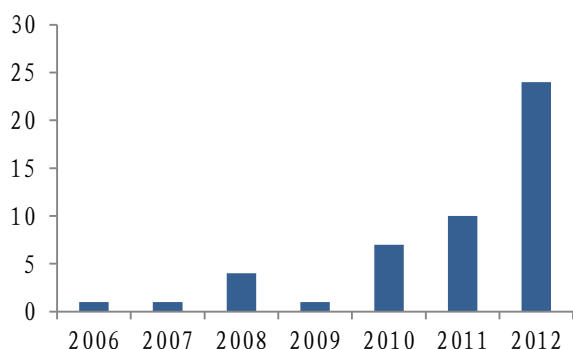
（二）新三板的改革预期——激活投资交易、重塑融资功能

新三板既然定位于为成长期的中小高新企业提供融资平台，因此融资功能是其本质属性。融资平台需要活跃的参与主体，因此新三板制度设计还将包括各种投资者参与，使之具备投资功能。两者相辅相成，相互促进。遗憾的是，2012年前由于市场其他配套制度（交易、准入、推出、转板等）的缺位，多年以来新三板挂牌企业（注：挂牌不等于融资，挂牌仅仅是公司股改后进入系统流通）通过定向增发融资额极其有限，甚至可忽略不计，融资功能事实上也名存实亡。

2006-2012年，共有40家新三板挂牌公司实施了48次定向增发，合计增发3.86亿股，共募资20.37亿元。其中，7家企业（北京时代、九恒星、联飞翔、清畅电力、现代农装、中海阳、首都在线）进行了两次以上的定向增发，共发行1.31亿股，募资7.91亿元。

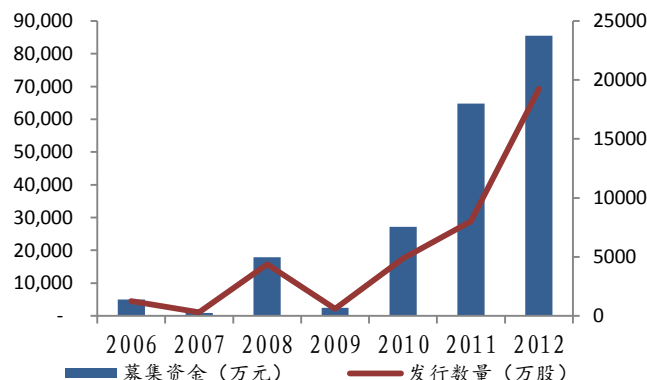
从历年数据上看，近年挂牌公司的定向增发数量正迅速发展，仅2012年前半年就超过2011年全年的次数，发行规模上也呈直线上升。从单个公司来看，一般定向增发规模在800至1000万股之间，平均单个企业募集资金为4500万元左右。从发行对象构成来看，近几年越来越多面向机构投资者和自然人增发，凸显了新三板优质公司逐渐被发掘。

图2：新三板历年定增家数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：新三板历年定增融资及发行规模



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

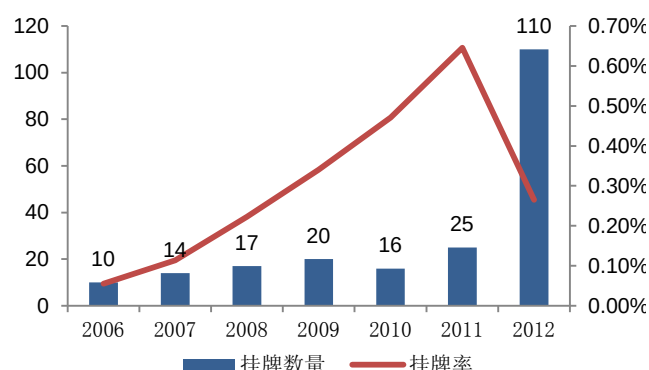
在新三板试点扩容后，交易制度改革提速明显。市场此前关注的做市商、突破股东人数200人限制、拆细每笔交易股数、放宽投资者准入标准等制度变革相继得以突破或预期有改善。监管层的下一步动作将是对现有制度进行深度改革，并为券商催生出新的业务机会，形成券商主导的全国性OTC市场。

（三）现状——爆发增长后面临融资量、交易量“双低”困境

截至2012年末，成功挂牌新三板公司合计205家，已转板7家。由于扩容新政施行，上海张江、武汉东湖、天津滨海等试点分别有10家、8家、8家挂牌企业，尚处于起步阶段。

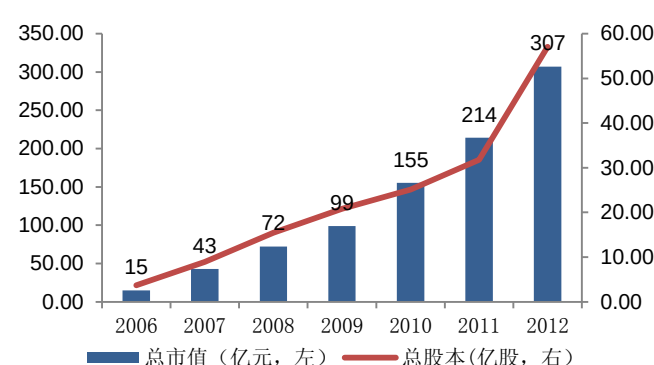
自2006年1月正式启动至2012年前，新三板发展尽管增长迅速，但从未出现过爆发增长期。2012年，新三板迎来资本市场创新与跳跃式发展的机遇，取得爆发式增长，第一次凸显了OTC市场未来的发展模式将步入高增长阶段。

图4：历年新三板新增挂牌公司数量与园区挂牌率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：历年新三板挂牌公司总市值与总股本



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2012年全年挂牌110家企业，由于园区扩容导致的企业基数膨胀，使得挂牌率从原有0.65%骤降至0.27%。但相比2011年，企业挂牌数量增幅达340%，相比2006年则增多11倍。从市值规模上看，2012年末新三板公司总股本57.08亿股，总市值307亿元，相比2011年总市值增幅达43.5%，相比2006年则增加20.5倍。

从挂牌公司行业构成来看，挂牌企业全部高新企业，主要分布于信息技术、先进制造业、新能源、新材料、新消费等领域。其中，超60%以上的企业以计算机与电子科技研发制造为主营，先进工业制造与新消费类大约各占20%。

值得指出的是，尽管新三板2012年已有爆发式增长，但依然面临融资量和交易量“双低”的困境，流动性差、融资功能薄弱成为束缚市场进一步发展的桎梏。由于新三板采取协议交易的形式，且尚未形成一个成熟高效的交易市场，目前交易整体上较为冷清。

2012年以来，13个月合计仅成交755笔，平均每月仅有20家公司出现交易，静止交易比率（即有交易公司数/挂牌数量）高达80%，意味着大部分公司从未出现过交易。13个月合计成交量9624.31万股，成交金额5.61亿元，全年尚不如创业板单日交易量的1/15、主板A股单日交易量的1/100。值得注意的是，2012年末和今年初，由于政策向好，交易量出现超过5倍的激增，凸显了三小板增长潜力。

表 2：2012 年以来新三板每月交易情况一览

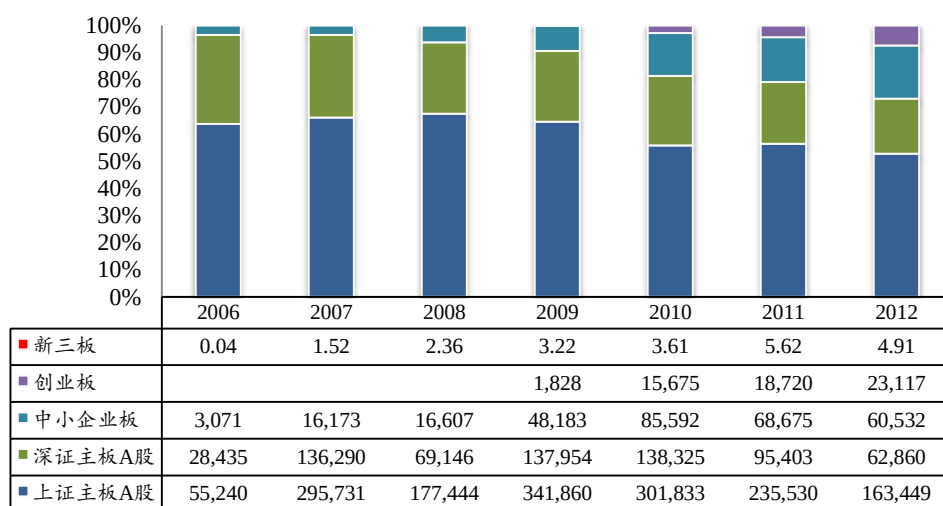
交易月份	成交笔数	有交易公司数	当月成交量为 0 的企业数	挂牌数量	静止交易比率	成交量 (万股)	成交额 (万元)
2012 年 1 月	32	7	92	99	92.93%	776.11	3545.24

2012 年 2 月	47	16	85	101	84.16%	348.89	2182.66
2012 年 3 月	79	17	88	105	83.81%	1088.73	10710.85
2012 年 4 月	44	12	103	115	89.57%	296.69	4619.48
2012 年 5 月	79	20	96	116	82.76%	1414.96	5284.89
2012 年 6 月	54	19	103	122	84.43%	1051.35	6342.10
2012 年 7 月	33	14	113	127	88.98%	531.48	3338.29
2012 年 8 月	41	17	109	126	86.51%	318.30	1318.89
2012 年 9 月	50	24	117	141	82.98%	497.39	2370.55
2012 年 10 月	37	16	134	150	89.33%	494.25	4042.66
2012 年 11 月	34	21	141	162	87.04%	201.98	2205.36
2012 年 12 月	110	38	162	200	81.00%	1042.48	3173.98
2013 年 1 月	115	35	170	205	82.93%	1561.70	6950.56
合计	755	-	-	-	-	9624.31	56085.51

数据来源：非上市股份转让系统信息披露，广发证券发展研究中心

从多层次资本市场维度看，目前大陆资本市场仍以场内A股主板为主导，成交量占全市场80%以上，成交额占全市场的70%以上，但随着多层次资本市场理念的不断推进与发展，近年来中小板、创业板等力量慢慢发展起来，成交占比逐年上升。然而，当前市场仍以场内交易为主，新三板场外交易占比可以忽略不计。2012年末，新三板全年合计成交4.91亿元，而同期创业板、中小板、深证主板A股、上证主板A股分别成交23117亿元、60532亿元、62860亿元、163449亿元，由此可见，新三板成交金额仅处于其他交易板块的数量级“零头”，完全可忽略。

图6：我国多层次市场交易额历年情况（亿元）（新三板因数据过小无法体现）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、影响券商新三板业务收入提增的核心制度分析——扩容、准入、交易、转板

新三板问世至今6年多，从上述的分析中已经显然：以最成熟的中关村为例，市

场发展与企业发展不相匹配：整个园区挂牌率仅0.65%，定向增发融资寥寥20亿元，交易极度不活跃，投资、融资、交易功能难以体现。

而6年时间内，中关村企业利润总额从434亿元增加至1731亿元，年复合增长24%，从业人数、出口额均有明显增长。无疑，目前新三板制度的一些核心环节成为束缚该市场的主要因素，使之并未真正发生原定的功能和目标，也无法服务实体经济需求，优质企业多绕道直接创业板上市。表面上，新三板有庞大的高新企业群体可作为潜在挂牌标的，然而从现状折射出：未来巨大的提增空间反衬出目前制度的核心环节可能起到了阻滞和束缚作用，使得新三板市场迟迟发展不起来：市场对资金、企业和投资的吸引力远远不够。

新三板扩容后相关核心环节改革将势在必行，对于券商而言意味着前所未有的业务机会，并对券商盈利具有明显提增作用。目前的制度束缚主要体现在四大方面上：扩容、准入、交易、转板。

（一）扩容步调缓慢，区域发展不平衡

2006-2011年新三板各年新挂牌企业数量分别为10家、14家、17家、20家、17家、24家。相比之下，台湾兴柜市场自2002年1月2日正式挂牌开业起至2004年短短3年时间内，就累计受理了705家公司的买卖申请，到2005年8月挂牌公司达到274家（不包括转板公司）。

新三板扩容步伐缓慢不仅因为开办之初园区企业和投资者对新三板关注度和认同度较低，更是由于制度性因素存在诸多缺漏。2009年，新三板进行开办以来的第一次改革，建立了投资者适当性制度，调整挂牌条件，优化交易制度，但制度陈旧且不完善。

另一方面，新三板挂牌企业存在区域发展不平衡的现象。最主要原因在于新三板推出之时仅是为中关村科技园区未上市高新技术企业进入证券公司代办股份转让系统进行股份转让试点，因此仅北京中关村科技园区内企业可寻求挂牌交易，而全国其他高新园区内企业则被排除在外。相比美国OTCBB市场、台湾兴柜市场等涵盖全国或全地区企业的场外市场，本应作为全国性市场的新三板区域发展极不平衡的现象并不合理。

因此，在2012年8月监管层决定新增上海、武汉和天津三地高新园区试点后，这种区域发展不平衡的现象大大修正，当年实现挂牌企业激增至110家，是上年4倍多。

（二）做市商制度缺位导致交易功能缺失

新三板采用公共平台询价，投资者在场外议价撮合成交。实践中，券商绝大部分时间仅仅是一个“通道”作用，为交易双方提供一个合法化的买卖平台，从中抽取1‰~3‰左右的佣金。券商发挥不了定价和提高流动性作用，且获得的微利也难以激发券商积极参与三板市场。

交易不活跃的主要原因，在于OTC市场的价格信号的传导远远没有场内市场好，交易深度与广度、供需的不平衡结构抑制等都需要中介商以自有资金和信息平抑。**良好的场外交易制度基础在于拥有做市商制度**：做市商可以依靠自身的信息、资本优势从事流动性提供服务，并从中收取交易费用和利差。而投资者则通过做市商表

达或传递自身对价格的表达。

（三）市场准入要求严格，投融资功能不明晰

从融资者的准入上看，表面上挂牌标准并未对盈利能力和企业规模有硬性规定，但实际执行过程中，达不到一定财务状况要求的企业会被排除在外。而对于初创企业最佳的实践是“大浪淘沙”，由市场决定其优劣。因此目前新三板挂牌标准仍然带有浓厚“核准”色彩，而非“注册制”，限定了挂牌企业数量增长。

改革前，新三板投资者主要以机构客户为主，挂牌公司自然人股东仅能买卖其持股公司的股份，且每笔报价委托最低数量限制为30000股。因此，普通个人投资者无法参与挂牌公司股份报价转让，资金实力不足的合格投资者也被较大的单笔交易拒之门外。

另一个关键因素是目前初始挂牌时并不融资，挂牌后可在报价系统中采用定向增资的方式融资，属于私募股权融资性质。由于是非公开招股，且需要在定增公告前明确价格、融资规模和融资对象，使得初创企业融资难问题依然难以解决。新三板融资功能不明晰也是该市场发展缓慢的关键症结。

（四）挂牌后转板制度不明，企业宁可选择直接上市

截至2012年底，6年内新三板挂牌企业仅有7家顺利实现转板上市，绝大多数转板创业板。转板企业数量稀少的一个重要原因是目前新三板转板制度不明，挂牌企业进行转板尚不具有明确可操作的转板依据。转板制度的缺失使部分企业由于在新三板挂牌后转板前景不明朗而心存顾虑，担心影响其上市进程，宁可选择直接上市，从而抑制了这些企业在新三板挂牌的主动性和积极性。

表3：新三板转板企业情况（截至2013年1月）

转板前		板块	转板时间	转板后	
代码	名称			代码	名称
430045	东土科技	创业板	2012.09.11创业板发行	300353	东土科技
430012	博晖创新	创业板	2012.05.15创业板发行	300318	博晖创新
430008	紫光华宇	创业板	2011.10.26完成创业板上市	300271	紫光华宇
430023	佳讯飞鸿	创业板	2011.05.05完成创业板上市	300213	佳讯飞鸿
430001	世纪瑞尔	创业板	2010.12.22完成创业板上市	300150	世纪瑞尔
430006	北陆药业	创业板	2009.10.30完成创业板上市	300016	北陆药业
430007	久其软件	中小板	2009.08.11完成中小板上市	002279	久其软件

数据来源：中关村国家自主创新示范区网站，广发证券发展研究中心

从海内外经验看，美国OTCBB市场、粉单市场与作为创业板的纳斯达克市场和作为主板的纽交所、美国交易所不同的上市标准和交易方式，且它们之间具有明确的转板机制。台湾的多层次资本市场将场外市场作为交易所市场的后备市场，并通过建立转板制度和下柜制度，实现公司在各个市场的有序升降。

以此为鉴，要处理好我国场外市场和场内市场的层次和逻辑关系，使企业转板操作有法可依、有迹可循，以消除企业顾虑，提高企业挂牌新三板的积极性和活跃度，则新三板市场转板制度的建立和明确略显急迫且势在必行。

五、改革预期落地，OTC 业务浪潮将至

自2009年《中关村报价转让试点办法》正式实施，新三板进入第一轮改革，挂牌数量逐年缓慢增长，市场关注度仍然不足。2012年，随着监管层对资本市场和行业的系列改革创新大潮到来，新三板扩容也正式被提上日程。《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》、《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》扫清了市场上对券商OTC业务发展的担忧。

表4：OTC业务制度改革预期落实一览表

日期	事件	政策内容或建议
2012年3月27日	国务院副总理王岐山考察中关村非上市公司股份转让试点工作	➢ 加快推进改革创新，探索建设OTC市场 ➢ 证监会首次提出新三板五大建议：建立和完善各层次市场间的转板制度；探索实行做市商制度；支持主办券商开展直接投资业务；开展挂牌企业股权激励试点；适度扩大合格投资者队伍。
2012年4月17日	郭树清出席湖北资本市场建设工作会议	➢ 加紧推动新三板市场的建设和区域股本转让市场的建设； ➢ 各大园区要做好和新三板的对接； ➢ 证监会已成立新三板筹备机构； ➢ 股东人数将来也可突破200人。
2012年5月6日	姚刚在创新大会上的讲话	➢ 首度公开表态要引入做市商制度； ➢ 新三板将不设硬性财务指标，只要求挂牌企业满足一定存续期限； ➢ 全国统一监管的场外市场将在中关村试点的基础上逐步推开； ➢ 新三板将设立专门的市场管理机构； ➢ 考虑引入个人投资者。
2012年6月15日	《非上市公众公司监督管理办法（征求意见稿）》	➢ 向特定对象发行或转让后股东可以超过200人； ➢ 非上市公众公司在准入条件上不设财务门槛和盈利指标，重点要求主营业务明确，信披真实、准确、及时，准入程序大大简化，不设发审委，不实行保荐制； ➢ 规定非上市公众公司只允许私募发行，不允许公开发行，限定每次发行合计不超过35人； ➢ 建立储架发行制度（一次核准，分次发行）及快速融资豁免制度（符合条件的公司小额融资不要求向监管部门核准申请，自办发行，事后备案）
2012年7月13日	新三板扩容正式获批	➢ 新增上海张江高新技术产业开发区，东湖新技术开发区和天津滨海高新区。
2012年9月20日	全国中小企业股份转让系统有限责任公司核准成立	➢ 组织安排非上市股份公司股份的公开转让 ➢ 为非上市股份公司融资、并购相关业务提供服务 ➢ 为市场参与者提供信息、技术服务

数据来源：证监会，广发证券发展研究中心

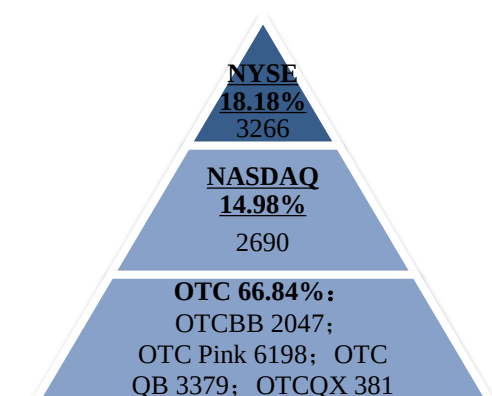
（一）境外 OTC 市场基本情况与启示

境外资本市场一般也可分为主板、创业板、场外市场三个层次，而场外交易市场又可分为“未上市企业公开交易”以及“私募证券非公开转让市场”等。各层次的设立均为满足不同的融资企业与投资者需求，实现资源的优化配置。我国新三板的设立及类似于国外的未上市企业公开交易市场，目的均为为符合条件的公司提供次一级的流通市场与再融资渠道。

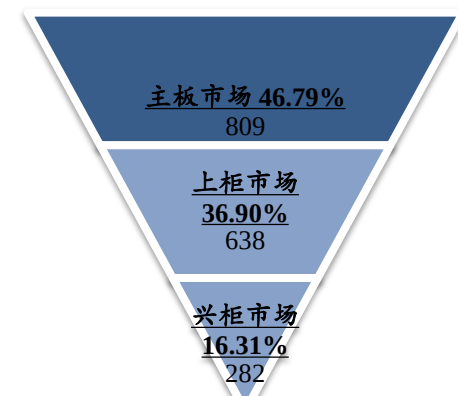
从市场结构来看，资本市场的层次构造不外乎两种类型，即以美国为代表的自下而上自然形成的金字塔型，及以台湾为代表的自下而上政府主导的倒三角型。

图7：美国正金字塔型多层次市场结构（挂牌家数）

图8：台湾倒金字塔型多层次市场结构（挂牌家数）



数据来源：OTCBB, OTC Markets, 广发证券发展研究中心



数据来源：Wind, 台交所, 广发证券发展研究中心

台湾场外市场规模仅占16%左右，但由于其作为公司上市的必经之路，各项制度已较趋于完善，加上其自上而下政府主导特征与中国市场颇为相似，因此对于我国新三板的发展具有重要的借鉴意义。

与台湾相反，美国在场外市场挂牌交易的企业占据市场总数的70%以上（未包括私募股权转让数据），为NASDAQ创业板及纽交所主板市场的发展奠定了丰富的企业储备根基。庞大的场外市场体系继续细分为OTCBB、OTC QX、OTC Pink、OTC QB等几个层次，OTCBB较后者受到SEC更多的监管，透明度与信息披露要求更高，OTC Pink市场是美国最大的非公开企业公开交易市场，占据整个场外市场一半以上，门槛与监管也较OTCBB放松。

美国与台湾市场虽然呈现两种截然不同的市场结构，但场外交易活跃度有一个共同的特征，即与场内交易相比，做市商制度保证了单笔交易量小、涉及金额亦小。同时企业来源广泛，准入标准宽松。这一启示在于：OTC市场拆细每笔交易最低股数和采用做市商制度有利于活跃市场。此外，兴柜市场的拟上市公司登陆及转板制度也保证了其市场的吸引力。

表 5：美国与台湾多层次资本市场

主板	成长/中小/创业板	未上市企业公开交易	私募证券转让市场
美 国	纳斯达克 (NASDAQ) : GSM-全球精选市场; GM-全球市场; CM-成长型企业。	电子公告板柜台市场 (OTCBB) : 场外市场中最高层次，为未能在主板与创业板上市的公司提供次级流通市场； 粉单市场 (Pink Sheet) : 仅提供报价与转让服务，公司无法以公开方式再融资。	私募证券交易市场 (Portal 交易平台)
台 湾	证券柜台买卖中心市场 (上柜市场) : 财团法人制，服务于规模较小的成长型企业	兴柜市场: 拟上市公司须强制登陆此市场，挂牌交易至少 6 个月，被定位为上市的预备交易所，旨在鼓励公司成长到交易所上市或收编公众公司的 OTC 市场。市值占 2.6%，公司数量占全部拟上市及上市公司的 16%。	盘商市场：非公开的私人股权交易市场，以盘商为中介，无监管也无统计

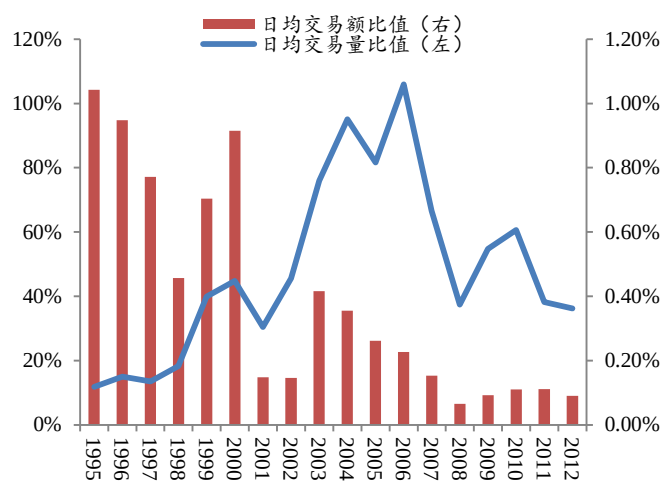
数据来源：广发证券发展研究中心

虽然OTCBB曾在1995年发展到挂牌企业6000家、交易量与NYSE旗鼓相当的历

史高位，但1999年SEC对其彻底整顿后，交易逐年冷清。金融危机后，2008-2012年间，OTCBB日均交易量为5.57-16.09亿股，为NYSE、NASDAQ市场日均交易量的36%-61%之间，日均交易额0.53-0.79亿美元，为NYSE、NASDAQ的0.07%-0.15%之间。近年，OTCBB市场成交因主板市场膨胀略微下降，总体趋于稳定。

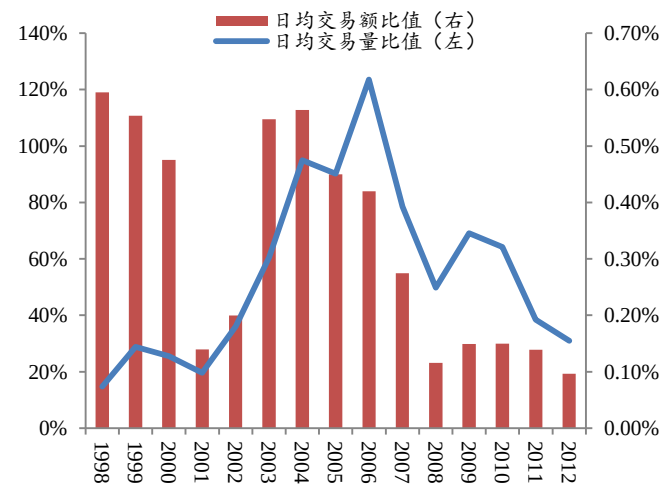
反观我国，2012年以来，13个月合计仅成交755笔，平均每月仅有20家公司出现交易，静止交易比率（即有交易公司数/挂牌数量）高达80%，意味着大部分公司从未出现过交易。13个月合计成交量9624.31万股，成交金额5.61亿元，日均交易0.037亿股，成交金额0.02亿元，以最新交易情况为基准，占A股主板市场（不包括中小板、创业板）日均成交量的0.019%，日均成交额的0.001%，近似可忽略不计。

图9：OTCBB与NYSE日均交易情况对比



数据来源：OTCBB, CEIC, 广发证券发展研究中心

图10：OTCBB与NASDAQ日均交易情况对比



数据来源：OTCBB, CEIC, 广发证券发展研究中心

2012年，台湾兴柜市场日均交易量0.24亿股，日均交易额6.16亿新台币，分别为台交所日均交易量与的交易额的1.10%、0.76%，上柜市场的7.62%、5.21%。虽然成交规模依然较小，但与主板、创业板的差距正逐年缩小。我国相比台湾市场，新三板OTC日均交易量和交易额近似为0，可见未来预期提增巨大。

无论是市场流动性、交易深度、规模还是制度上，我国新三板仍处于稚嫩成长期。在当前发展政策下，继续落实扩容、降低准入门槛、完善做市商制度与转板制度仍将是未来的改革主方向。参比美国和台湾市场情况，若谨慎假设我国新三板日均交易量可达主板1%，则成熟期内交易量情况是目前交易量的50倍之多（1%:0.019%）。

图11：兴柜市场与上柜市场日均交易情况对比

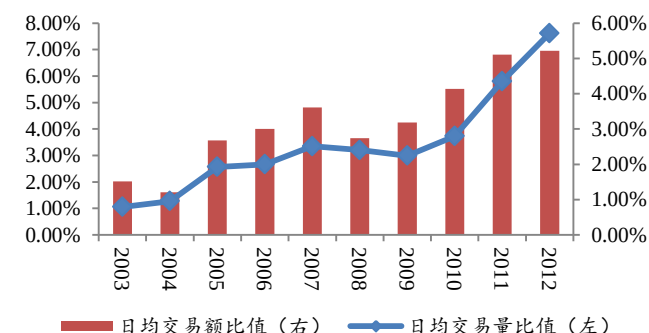
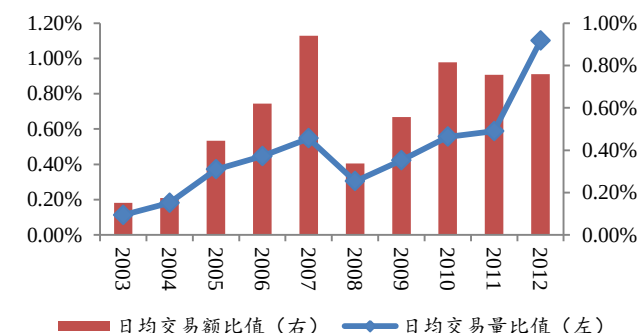


图12：兴柜市场与主板市场日均交易情况对比



数据来源: Wind, 台湾兴柜市场官网, 广发证券发展研究中心

数据来源: Wind, 台湾兴柜市场官网, 广发证券发展研究中心

(二) 预期落地之一——园区继续扩容

2012年8月3日, 新三板扩容正式启动, 上海张江、湖北东湖、天津滨海等三大高新区率先进入扩容队列, 形成分别代表华东、华中、华北三大区域的“金三角”, 新扩容园区企业在9月底正式挂牌。

毋庸置疑的是, 市场预期中新三板扩容循序渐进扩大是必然趋势。试点园区将从部分扩容, 逐步发展至全部国家级高新区扩容, 最后将有望覆盖所有非上市公司。市场推测第二批扩容试点可能在年中出台, 并向二三线城市推进。虽然再扩容试点名单尚不可而知, 但继续扩容的预期则是从企业、市场到监管层一致获得的共识。

根据各大园区近年的发展情况(由于多数园区尚未公开最近年度的园区情况, 我们仅能利用可收集到的2010年度数据, 以期具有可比性), 以及监管部门在区域与战略发展上的考虑, 我们预测: 西安、大连、广州、成都、苏州、长沙、沈阳、深圳等地处西北、华南、东北、华中等核心城市的高新园区将有望获得第二批新三板扩容试点资格。届时, 12大园区的企业储量将超过3万家, 工业产值超过3万亿元, 为新三板挂牌提供充足的后备资源。

表 6: 潜在扩容的主要高新园区概况及预测

预期扩容步调	园区	企业数 (2011)	从业人员数 (万人)	工业总产值 (亿元)	营业总收入 (亿元)	出口总额 (亿元)
第一阶段 (2012)	中关村科技园区	15,720	115.80	4,988.02	15,938.67	227.42
	天津滨海高新技术产业开发区	3,463	28.56	1,845.07	3,016.42	48.45
	武汉东湖新技术开发区	2,468	32.88	2,508.78	2,926.14	37.77
	上海张江高科技园区	1,108	33.05	3,772.19	5,805.54	239.74
第二阶段 (2013E)	西安高新技术产业开发区	2,129	24.62	2,530.03	3,505.97	49.51
	大连高新技术产业开发区	1,934	19.72	1,220.88	1,625.32	61.53
	广州高新技术产业开发区	1,929	33.46	2,689.45	3,413.80	204.16
	成都高新技术产业开发区	1,420	26.06	2,682.79	2,860.63	79.90
	苏州高新技术产业开发区	1,018	22.70	2,075.40	2,213.05	207.62
	长沙高新技术产业开发区	725	17.99	1,687.79	1,841.81	6.45
	沈阳高新技术产业开发区	724	13.96	1,522.24	1,815.11	16.06
	深圳高新技术产业开发区	505	29.85	3,021.13	3,117.07	150.07
第三阶段 (2014E)	郑州高新技术产业开发区	621	10.42	1,115.33	1,264.33	3.61
	佛山高新技术产业开发区	452	17.99	1,949.81	1,856.90	82.33
	合肥高新技术产业开发区	406	13.34	1,502.78	1,454.16	11.26
	南昌高新技术产业开发区	288	9.41	781.24	839.86	11.65
	哈尔滨高新技术产业开发区	252	11.54	1,076.05	1,200.14	9.98
	昆明高新技术产业开发区	217	5.59	727.51	923.35	4.81
	青岛高新技术产业开发区	145	7.93	1,106.00	1,307.86	18.29
	贵阳高新技术产业开发区	112	11.29	380.93	443.61	7.21

数据来源: 科技部, 各高新园区网站, 广发证券发展研究中心

（三）预期落地之二——准入门槛降低

在准入门槛上，OTCBB与兴柜市场均对挂牌公司无财务、企业规模上的具体限制，企业挂牌要求较低；投资者结构也以个人和中小机构为主，准入要求不高。

表 7：OTCBB 与兴柜市场准入门槛制度概览

OTCBB		兴柜市场
挂牌条件	➢ 门槛较低，无财务、市值、换手率等要求 ➢ 有 3 名以上做市商愿意为其做市	➢ 对公司的规模、财务、股东人数、年限没有限制 ➢ 必须是公开发行人公司；经两家以上券商书面推荐初次申请登录的公司，应提出由其推荐券商认购已发行股票总数 3% 以上且不低于 50 万股
投资者结构	➢ 以中小投资机构与自然人为主 ➢ 以买者自负为原则，并无准入要求 ➢ 需联系经纪人与交易商才能买卖	➢ 以个人为主，也有部分机构投资者与外国投资者

数据来源：OTCBB 官网、台湾兴柜市场官方网站、广发证券发展研究中心

2012年以来，中国证监会陆续发布了《非上市公众公司监督管理办法》、《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》和《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》，对新三板企业的挂牌标准和投资者的准入门槛都做出了相应的调整，除园区扩容外，还在财务门槛、盈利指标、准入程序上予以放松与简化，并允许个人投资者参与交易，准入条件预期也将有所降低，逐步向成熟市场靠拢。

表 8：新三板准入门槛降低一览表

市场主体	预期改革落地
挂牌企业	➢ 不设财务门槛和盈利指标，不局限于高新企业，任何存续两年，可描述盈利模式企业均可挂牌 ➢ 股东人数可超 200 人（经核准为非上市公众公司） ➢ 不设类似发审委组织，也不实行保荐制，挂牌核准程序大大简化
投资者	➢ 机构投资者注册资本为 500 万门槛，自然人可以买卖所有挂牌公司的股份，突破之前的“挂牌公司自然人股东只能买卖其持股公司股份”规定 ➢ 自然人投资者名下前一交易日日终证券类资产市值大于等于 300 万元人民币，且具有两年以上证券投资经验（或接受相关培训） ➢ 单笔最小交易从 30000 股拆细为 1000 股，借鉴兴柜市场
证券公司	➢ 新三板副主办券商核查机制实施，副主办券商的区域回避范围做调整，业务机会更加均衡 ➢ 简化了申报程序，加快挂牌推荐工作进度 ➢ 可开展做市商业务、经纪业务、投资业务为挂牌企业交易提供流动性

数据来源：证监会，广发证券发展研究中心

（四）预期落地之三——引入做市商交易与宽松的再融资制度

做市商制度是成熟OTC市场的必然选择。其能拓展交易深度与广度，使市场流动性得以维持。从再融资方面看，台湾兴柜市场融资功能较弱，而OTCBB则十分灵活。我国新三板再融资功能呼声已久，缺乏再融资功能的新三板市场在我国新兴加转轨的市场背景下缺乏足够的吸引力。新三板最终的融资功能的改革会介于美国与台湾之间，相对适度中庸。

表 9: OTCBB 与兴柜市场交易与再融资制度概览

	OTCBB	兴柜市场
交易制度	➢ 做市商制度； ➢ 做市商只能对可报价证券进行报价，且报价必须满足最低交易量规则。	➢ 竞争性推荐券商做市，交易方式亦可为议价交易； ➢ 上柜市场最低交易量为 1000 股，不能进行信用交易，没有涨跌幅限制，结算时间为 T+2 日。
再融资	➢ 可通过公开或私募方式再融资； ➢ 配股、增发必须通过 SEC 批准，而小资本发售等私募形式则豁免批准； ➢ 私募融资对象限于机构投资者、高净值客户和海外投资者； ➢ 私募发售股份有一年限售期，但可私下交易；对超过 100 万美元的私募有较多限制。	➢ 挂牌后公司不能进行公开发行股票、可转债与权证，但可发行公司债和进行现金增资； ➢ 融资功能弱于 OTCBB，在初次登陆时一般对推荐券商增发新股以提供做市商股票来源（约认购 3% 股份或 50 万股以上），券商认购股份在约定期限内不得转让，券商实质承担资本中介功能。

数据来源：广发证券发展研究中心

监管层对新三板交易规则进行调整后，以提高新三板市场的活跃性和融资能力为目的。新三板扩容后的市场融资功能及相关规则、做市商制度基本落地。

表 10: 新三板改革后的交易规则、做市商制度及融资规则

交易规则	➢ 在开盘和收盘环节引入集合竞价、增加交易系统自动匹配成交功能、将每笔报价委托最低数量限制从 30000 股降低至 1000 股、调整委托报价涨跌幅限制； ➢ 向特定对象发行或者转让后股东可以超过 200 人
做市商	➢ 现阶段推出做市商制度还存在一定操作层面障碍，有方案提出允许挂牌企业在正式挂牌前定向发行，增加供给、提供做市商库存股票来源（参照台湾经验），允许挂牌企业用本公司的期权支付推荐费用等措施，为做市商制度做好准备； ➢ 做市商制度本身已被允许，须有 2 家以上从事做市业务的主办券商为其提供做市报价服务。
定向融资细则	➢ 预期：定增对象放宽至 35 名——将新增股东人数限制由目前中关村试点内部执行的 20 名，放宽至除公司原有股东及内部职工外不得超过 35 名； ➢ 符合投资者适当性要求的自然人投资者参与定向增资； ➢ 在确保老股东优先认购权的前提下，不再对新老股东认购比例做出限制，而由公司自主决定新老股东之间的利益平衡； ➢ 预期：扩容后的挂牌企业，可以选择定向发行股权融资或发行可转债； ➢ 预期：允许扩容试点挂牌企业自主选择定向增资发行方式，包括小额快速融资或储架发行；对挂牌公司小额融资豁免审查，执行报备；大额定向融资（含股票、可转债及公司债）可申请储架发行。

数据来源：证监会、证券时报、广发证券发展研究中心

（五）预期落地之四——介绍上市制度打通转板渠道

针对实践中挂牌企业融资需求与私募创投的退出需求，新三板若要发展做大，转板制度的完善将是建立多层次资本市场的必要条件，而业界与学术界也一直呼吁要建立有别于 IPO 通道、专属于新三板挂牌企业的“绿色转板通道”，以加大场外市场的吸引力。

参考 OTCBB 与台湾兴柜市场的转板制度，可以发现，以注册制上市、市场主导的的美国交易所之间并无程式化的转板制度，企业不同板块之间的切换灵活多样。以核准制上市、政府驱动为核心的台湾市场则要求在兴柜市场“强制挂牌”，再进

行转板，定位于培育大型上市公司。

现阶段同样执行核准制且极具政策主导色彩的中国市场，在转板制度上采取了“折中”方式，通过“介绍上市”制度突破了此前对于转板的预期。

表 11: OTCBB 与兴柜市场转板制度概览

OTCBB	兴柜市场
转板机制 ➤ 无程式化的转板机制，符合上市条件的公司自主决定是否转板，灵活方便； ➤ 申请转板所需时间较短，一般在 6 周以内。	➤ 兴柜转台交所或上柜市场上市均无特别优惠政策； ➤ 所有拟上市或上柜的公司都必须先在兴柜市场交易满 6 个月； ➤ 遵照上市或上柜审核程序进行。

数据来源：广发证券发展研究中心

全国中小企业股份转让系统公司总经理谢庚2013年2月22日表示，新三板挂牌的公司已经通过证监会核准成为公众公司，这些公司只要不公开发行（不再公开发行新股融资），就可以直接向沪深交易所提出上市申请，无需证监会二次审核。全国中小企业股份转让系统公司高层的表示，实质就是成熟市场的“介绍上市”模式。今后除了公开发行并上市之外，企业取得上市公司地位将拥有一条更市场化的途径。

介绍上市的产生短期内直接影响在于提升市场吸引力，缓解IPO压力。短期内，介绍上市企业的上市门槛可能会略低于IPO企业，这会刺激待IPO企业转为选择新三板挂牌。此外，PE/VC等也可以获得新的退出方式。

六、券商 OTC 业务收入提增预测

作为连接挂牌公司与交易平台的桥梁，从挂牌、交易、再融资、转板、IPO，主办券商在各个环节均扮演着重要的中介角色。因此，在新三板扩容与改革浪潮下，券商将迎来重大盈利提升机遇，将成为制度改革的首要受益者之一。

从潜在的市场规模看，未来挂牌企业数量存在较大增长空间。一方面随着新三板试点园区的进一步扩充，“新三板”企业储备数量非常可观。为做出相应的盈利提增预测，我们此处进行几个假设：

（一）假设 1：针对园区内企业增长数量

截止2011年，全国88家高新技术园区企业总数为57033家（数据来源：科技部），2008-2011年近三年来每年园区企业数量自然增长率不低于3%左右。2012年，国务院新增17家国家级高新区，平均每个高新区入驻企业数量平均保守估计为500家，仅凭园区数量扩容，不考虑自然增长，预计105家园区内企业总数约：57033+8500=65533家，增长率爆发为15%。

1) 谨慎情景：面临宏观经济危险调控失效等极端情况下，假设未来三年园区企业数量出现零增长且不能扭转，增长率保持为3%；

2) 中性情景：未来三年园区企业数量以不低于4%左右速度增长，且年均增幅为1%，持续3-5年；

3) 乐观情景：未来三年园区企业数量高于5%速度快速增长，且年均增幅超2%，并可持续3-5年。

（二）假设 2：针对扩容改革后候选挂牌企业数量

2011年末，试点园区占高新区总企业数提增至39%（增幅12%=39%-27%，包含扩容的三个试点园区）。监管层于2012年5月行业创新大会时表态，新三板将扩大到全国高新园区，最后扩大到全国所有符合条件的股份公司（不仅限于高新技术企业）。因此在最近2-3年内，待新三板制度成熟完善后，爆发式扩容将是较大概率事件。

1) 谨慎情景：保守假设环比增幅递减，2013、2014和2015候选挂牌企业数量比例为47%（环比增幅8%）、53%（环比增幅5%）、57%（环比增幅4%）；

2) 中性情景：按照我们对扩容步调预期，2013-2015候选挂牌企业数量比例保持不低于12%的增速，依次为51%、63%、75%；

3) 乐观情景：监管层爆发式扩容，2013年实现60%，2015年实现监管层目标100%：即扩大到全国高新区。

（三）假设 3：针对准入门槛降低后企业挂牌率

准入门槛的降低，将导致园区内企业挂牌率逐渐提高，同时，由于新三板做市商和融资功能的完善，势必对企业吸引力加大，也会带来挂牌交易企业的增长。因此部分难以量化和估计，对因做市商和融资转板制度改善带来的未来预期业务量，我们谨慎不做盈利提增处理。

1) 谨慎情景：假设挂牌率从当前的不到1%提高到2015年的4%；

2) 中性情景：假设挂牌率从当前的不到1%提高到2015年的6%，参比美国OTCBB市场，实现多层次市场的“金字塔”结构；

3) 乐观情景：假设挂牌率从当前的不到1%提高到2015年的10%，与爆发式扩容相对应，实现场外挂牌率突变式增长。

表 12：谨慎情景：2013-2015 新三板挂牌企业数量和规模预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
新三板试点园区数量	1	4	10	20	50
园区企业数量增速假设	2.50%	15%	3.0%	3.0%	3.0%
全国高新区总企业数量	57033	65533	67499	69524	71610
试点园区企业占比	27%	38%	47%	53%	57%
试点园区候选企业数量	15026	24903	31725	36848	40818
挂牌率	0.65%	0.82%	1.50%	3.00%	4.00%
挂牌企业数量	97	205	476	1105	1633
平均每家企业市值（亿元）	2.2	1.8	1.8	1.7	1.5
挂牌企业总市值	214	369	857	1879	2449

数据来源：广发证券发展研究中心

表 13：中性情景：2013-2015 新三板挂牌企业数量和规模预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
新三板试点园区数量	1	4	10	20	50
园区企业数量增速假设	2.50%	15%	4.0%	5.0%	6.0%

全国高新区总企业数量	57033	65533	68154	71562	75856
试点园区企业占比	27%	38%	51%	63%	75%
试点园区候选企业数量	15026	24903	34759	45084	56892
挂牌率	0.65%	0.82%	2.00%	4.00%	6.00%
挂牌企业数量	97	205	695	1803	3414
平均每家企业市值（亿元）	2.2	1.8	1.8	1.7	1.5
挂牌企业总市值	214	369	1251	3065	5121

数据来源：广发证券发展研究中心

表 14：乐观情景：2013-2015 新三板挂牌企业数量和规模预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
新三板试点园区数量	1	4	10	20	50
园区企业数量增速假设	2.50%	15%	5.0%	7.0%	9.0%
全国高新区总企业数量	57033	65533	68810	73626	80253
试点园区企业占比	27%	38%	60%	80%	100%
试点园区候选企业数量	15026	24903	41286	45084	80253
挂牌率	0.65%	0.82%	3.00%	6.00%	10.00%
挂牌企业数量	97	205	1239	2705	8025
平均每家企业市值（亿元）	2.2	1.8	1.8	1.7	1.5
挂牌企业总市值	214	369	2229	4599	12038

数据来源：广发证券发展研究中心

无论是在苛刻的谨慎假设或乐观假设下，券商在“新三板”市场上均大有可为。我们将券商可开展的“新三板”业务分为传统通道业务和资本中介（做市商）业务，并对两大板块业务机会分析如下：

（四）传统通道业务收入测算

传统通道业务上，券商主要能在挂牌、定向融资顾问、交易佣金、转板承销等方面获得扩容带来的盈利提增。

1. 挂牌业务收入

企业在“新三板”挂牌前，没有改制的需要券商介入协助改制，券商可收取改制费用；如果已改制，则需要支付审计费、律师费、主办券商推介费等。在这个过程中，目前券商全程收费总计约在80-120万元之间。按平均收费最低档次80万元计算，同时主办券商每年可向已挂牌企业收取3万元年费。

2. 定向融资顾问费

“新三板”企业在初始挂牌时并未融资，而是在挂牌后可采取定向增资的方式进行私募融资，因此挂牌企业存在一定的定向融资需求。以每个定向增资企业平均增资额6000万元、定向增资费率约4%、谨慎估计定向增资企业占挂牌企业比例从2012年约12%逐渐提高到2014年的30%左右计算。

3. 交易佣金收入

作为经纪业务之一，券商在“新三板”撮合交易可收取交易额0.3%的交易佣金费用。未来“新三板”扩容后，随着新投资者的引入和交易机制的完善，每年交易

额有望持续扩大。2012年“新三板”挂牌企业交易量0.81亿股（总股本57.1亿股），交易金额4.91亿元（总市值307亿元），年换手率约1.4%（ $0.81/57.1$ ），年交易额占总市值比1.6%（ $4.91/307$ ）。台湾2003-2011年年平均周转率22.84%，与之相比，新三板换手率有较大提升空间，谨慎假设周转率三年提升至台湾可比市场水平（20%）。

4.转板承销收入

在“新三板”挂牌交易企业因为在规范运作方面较易获证监会认可，从而在未来更易顺利实现转板上市或通过“介绍上市”并再融资。2011年97家挂牌企业有2家实现转板上市，转板率约2%，谨慎估计平均单个企业募资规模约5亿元。以2011-2012年的数据保守估计（注：2012年IPO暂停，属于特殊情况），转板率每年上升1%。

表 15: 新三板扩容后券商传统通道业务收入预测

项目	2011	2012	谨慎情景			中性情景			乐观情景		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
1.挂牌业务收入(亿元)	1.00	1.70	3.95	9.17	13.55	5.77	14.96	28.34	10.28	22.45	66.61
挂牌企业数量	97	205	476	1105	1633	695	1803	3414	1239	2705	8025
挂牌费(万元/家)	100	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
挂牌费合计(亿元)	0.97	1.64	3.81	8.84	13.06	5.56	14.42	27.31	9.91	21.64	64.20
主办券商年费	0.03	0.06	0.14	0.33	0.49	0.21	0.54	1.02	0.37	0.81	2.41
2.定向融资顾问费(亿元)	0.23	0.59	1.71	5.30	11.76	2.50	8.65	24.58	4.46	12.98	57.78
定向增资企业占比	10%	12%	15%	20%	30%	15%	20%	30%	15%	20%	30%
平均定向增资金额(亿元)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
定向增资费率	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
3.交易佣金收入(亿元)	0.02	0.04	0.21	0.85	1.47	0.30	1.38	3.07	0.53	2.07	7.22
新三板总市值(亿元)	214	307	857	1879	2449	1251	3065	5121	2229	4599	12038
年均换手率	3%	1.6%	8%	15%	20%	8%	15%	20%	8%	15%	20%
交易额(亿元)	6.42	14.76	68.56	281.85	489.8	100.08	459.75	1024.2	178.32	689.85	2407.6
佣金率	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
4.转板承销收入(亿元)	0.60	0.90	1.43	4.97	9.80	2.09	8.11	20.48	3.72	12.17	48.15
挂牌企业数量	97	205	476	1105	1633	695	1803	3414	1239	2705	8025
转板率	2%	1%	2%	3%	4%	2%	3%	4%	2%	3%	4%
转板企业数量	2	2	10	33	65	14	54	137	25	81	321
募集资金规模(亿元)	10	10	47.6	165.75	326.6	69.5	270.45	682.8	123.9	405.75	1605
承销费率	6%	6%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
传统通道业务收入合计	1.85	1.85	7.30	20.29	36.58	10.66	33.11	76.47	19.00	49.68	179.76

数据来源: 广发证券发展研究中心

（五）资本中介业务收入测算

目前来看，券商在“新三板”开展的资本中介业务主要是做市商业务。虽然当前新三板尚未引入做市商制度，但监管层正积极研究相关交易机制，并计划在市场逐步完善之际适时实施推进。我们认为，监管层为紧跟扩容步伐、活跃“新三板”市场、完善市场价格形成机制，或将于2013年下半年开始引入做市商制度进行试运行。

在“新三板”引入做市商制度后，做市商业务收入可成为券商长期的收入来源之一。台湾兴柜市场做市商价差平均约5%，做市商交易占比平均约30%。参比台湾市场，2013-2015年券商做市商业务收入可预测如下表。

表 16：券商做市商价差收入预测

			<u>谨慎情景</u>			<u>中性情景</u>			<u>乐观情景</u>		
	2011	2012	<u>2013E</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2013E</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>	<u>2013E</u>	<u>2014E</u>	<u>2015E</u>
做市商业务收入（亿元）	0.00	0.00	1.03	4.23	7.35	1.50	6.90	15.36	2.67	10.35	36.11
新三板总市值（亿元）	214	369	857	1879	2449	1251	3065	5121	2229	4599	12038
年均换手率	3%	4%	8%	15%	20%	8%	15%	20%	8%	15%	20%
交易额（亿元）	6.42	14.76	68.56	281.85	489.8	100.08	459.75	1024.2	178.32	689.85	2407.6
做市商交易占比	0%	0%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
做市价差假设	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

数据来源：广发证券发展研究中心

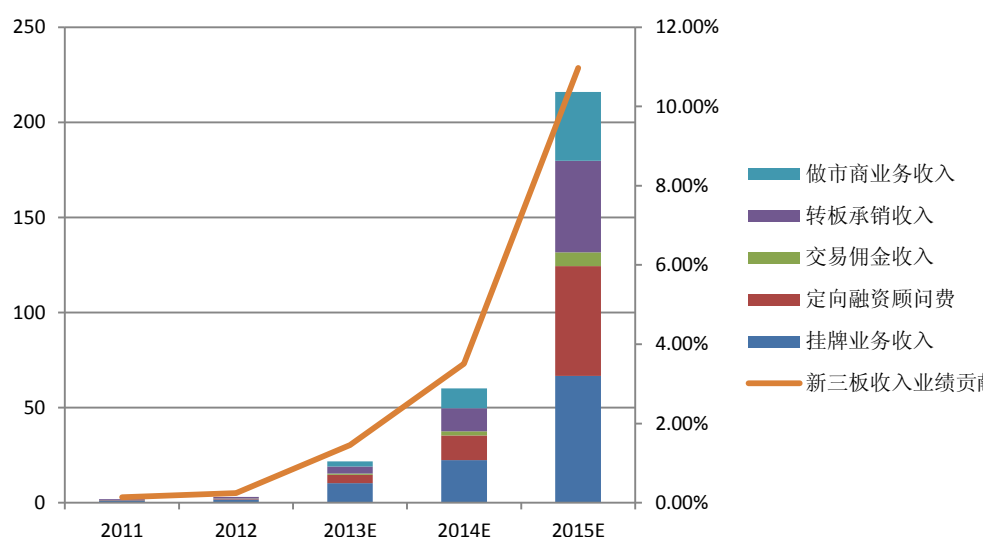
综合各项传统通道业务收入和资本中介业务收入预测，2013至2015年，新三板相关业务收入占比进入快速增长期，在市场中性情景下，预计收入占比2015年可达4.67%。在乐观情景下，新三板业务收入贡献可达10.97%。

表 17：券商“新三板”业务收入预测合计（亿元）

			<u>谨慎情景</u>			<u>中性情景</u>			<u>乐观情景</u>		
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
挂牌业务收入	1.00	1.65	3.95	9.17	13.55	5.77	14.96	28.34	10.28	22.45	66.61
定向融资顾问费	0.23	0.46	1.71	5.30	11.76	2.50	8.65	24.58	4.46	12.98	57.78
交易佣金收入	0.02	0.04	0.21	0.85	1.47	0.30	1.38	3.07	0.53	2.07	7.22
转板承销收入	0.60	0.90	1.43	4.97	9.80	2.09	8.11	20.48	3.72	12.17	48.15
做市商业务收入	0.00	0.00	1.03	4.23	7.35	1.50	6.90	15.36	2.67	10.35	36.11
合计	1.85	3.05	8.33	24.52	43.93	12.16	40.01	91.84	21.67	60.03	215.87
证券行业总收入	1360	1294	1488	1711	1968	1488	1711	1968	1488	1711	1968
新三板收入贡献	0.14%	0.24%	0.56%	1.43%	2.23%	0.82%	2.34%	4.67%	1.46%	3.51%	10.97%

数据来源：广发证券发展研究中心

图13: 乐观情景下新三板业务收入增长及构成



数据来源: 广发证券发展研究中心

七、券商 OTC 业务成本端变动讨论

从上述分析来看,新三板OTC业务中:挂牌、定向融资、转板保荐承销等具有波动较大的变动成本,可参考传统投行业务成本进行分析。市场景气度低以及企业融资需求降低可能会对净利润造成负面影响。

另一方面,做市商业务在市场波动较大情况下会带来风险,也可能影响净利润实现。

因此,(1)中性情景下,新三板业务收入合计预计将达91.84亿元,预期对2015年证券行业总收入的业绩贡献约为4.67%;(2)乐观情景下,新三板业务收入合计预计将达215.87亿元,预期对2015年证券行业总收入的业绩贡献约为10.97%。在考虑成本端的影响后,实际对净利润的影响可能会略有降低,但当做市商收入增长后,由于净利率高,则净利润构成占比又会提升。因此,做市商作为低成本的资本中介业务开展在新三板业务中需要重点关注。

八、投资建议

从近三年测算情况看,新三板将进入收入快速增长期,除直接收入贡献外,新三板作为全国性OTC市场中的核心环节,对券商的间接贡献也值得期待。

开展新三板业务对券商的盈利模式、业务重心的影响是全方位的。例如:从产业链的延伸上,券商获得与高新科技园区直接接轨的机会,能更好服务于实体经济,有可能产生更多投行业务交叉销售机会;盈利模式上,做市商等资本中介业务的开展无疑对ROE提增起到直接作用,间接促进提升券商投研、资金实力。

(1) 长期而言,资本实力充足、投研能力卓越的综合性券商受益最大。OTC市场做市商的出现可能会改变行业盈利模式,并逐渐推广到券商柜台市场、衍生品交易等领域。储备较多资本、投研能力卓越的综合性券商可借做市商等“资产驱动型”业务快速消化闲余资金,促使券商逐渐启动新一轮融资并迈入杠杆化阶段,进

而支持roe长期趋势逐渐向上。且自身全牌照特征可为中小企业成长提供“一站式”服务。推荐标的：中信证券、海通证券、光大证券、兴业证券。

(2) 业务中心临近高新区、新三板业务积累优势明显中小券商有望一枝独秀。从主办券商市场份额看，西部证券、长江证券在上市券商中排列前三，已有明显优势，在新三板的主题性投资中受益较大。

(3) 从近期行业估值来看已大幅修复，预计未来股价驱动将主要来自于盈利上调。根据监管部门要求的“净资产/负债>20%”监管标准，国内证券公司的权益乘数最高可以达到6倍，而2012年末仅为2.5倍，未来杠杆提升空间较大。参考成熟市场经验，证券公司杠杆化初期，roe逐渐提升，同时由于初期杠杆率较低，市场对资产不良的担忧尚早，此阶段市场通常仍然会给予证券公司估值溢价。考虑到目前大型券商2013年PE仍临近30倍，预计未来股价上涨的驱动因素将更多来自于股市环境向好、创新业务超预期带来的盈利预测上调。

维持证券行业“买入”评级，证券行业推荐标的：

1) 事件驱动（如增发、收购）的公司：方正证券、光大证券、兴业证券。

2) roe提升预期有望逐步兑现的公司：中信证券、海通证券、国元证券。

表 18：证券行业盈利预测及估值表

	每股综合收益 (最新股本口径)			每股净资产(最新股本口径)			PE(综合收益口径)			PB		
	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
中信	-0.00	0.42	0.50	7.86	7.85	8.34	-3,224	31	27	1.68	1.68	1.58
海通	0.19	0.38	0.43	4.70	6.12	6.49	57	29	26	2.38	1.83	1.72
华泰	0.21	0.32	0.33	5.93	6.10	6.34	49	32	32	1.74	1.69	1.63
招商	0.38	0.41	0.46	5.29	5.56	5.89	34	31	28	2.46	2.34	2.21
光大	0.03	0.47	0.59	6.28	6.49	7.04	483	29	23	2.15	2.08	1.91
长江	0.09	0.36	0.39	4.85	5.11	5.33	109	26	24	1.93	1.83	1.76
国元	0.21	0.17	0.34	7.53	7.61	7.90	51	60	31	1.40	1.38	1.33
西南	0.02	0.21	0.27	4.26	4.47	4.66	403	44	35	2.18	2.07	1.99
宏源	0.10	0.57	0.63	3.59	7.46	7.91	181	33	30	5.25	2.52	2.38
太平洋	0.09	0.04	0.04	1.28	1.29	1.32	63	137	158	4.65	4.61	4.52
东北	-0.26	0.17	0.26	3.15	7.36	7.63	-74	115	72	6.02	2.58	2.49
国金	0.17	0.21	0.34	2.51	4.96	5.30	92	76	47	6.35	3.21	3.00
兴业	0.16	0.23	0.29	3.83	3.96	4.19	71	51	40	3.02	2.92	2.76
山西	0.06	0.11	0.11	2.48	2.54	2.62	142	71	69	3.17	3.09	2.99
方正	-0.02	0.07	0.13	2.33	2.32	2.43	-444	101	53	3.00	3.00	2.87
国海	0.03	0.08	0.10	1.50	1.52	1.60	417	154	131	8.53	8.37	7.97
东吴	0.10	0.17	0.18	3.69	3.79	3.92	85	50	49	2.32	2.27	2.19
西部	0.05	0.10	0.22	2.64	4.14	4.33	333	145	68	5.71	3.64	3.48
行业							95	36	31	2.37	2.14	2.02

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

九、风险提示

新三板扩容及制度改革预期受阻，步调缓慢。成本端费用上升导致利润下滑，做市商引致的相关风险（市场风险、操作风险、流动性及利率风险）可能影响利差收入波动。

广发非银行金融行业研究小组

- 李 聪: 首席分析师, 伦敦城市大学卡斯商学院保险精算学硕士。曾在普华永道担任高级精算顾问、长江证券研究所担任非银行金融高级研究员、华泰联合证券研究所担任非银行金融首席分析师及社会服务业产业链总监, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2009 年获“新财富”非银行金融第三名、“水晶球”非银行金融第二名; 2010 年获“新财富”非银行金融第三名、“水晶球”非银行金融第三名; 2011 年和 2012 年获“新财富”非银行金融第一名, “水晶球”非银行金融第一名。
- 张 黎: 分析师, 浙江大学工商管理专业(MBA)管理学硕士, 2012 年进入广发证券发展研究中心。2010 年获“新财富”非银行金融第三名, “水晶球”非银行金融第三名; 2011 年和 2012 年获“新财富”非银行金融第一名, “水晶球”非银行金融第一名。
- 曹恒乾: 分析师, 英国达勒姆大学(University of Durham)金融学硕士, 2008 年进入广发证券发展研究中心。2012 年获“新财富”非银行金融第一名, “水晶球”非银行金融第一名。
- 潘 峰: 分析师, 西安交通大学理学博士, 曾在广发证券博士后工作站从事境外投资银行研究, 理论经济学博士后, 2010 年进入广发证券, 2012 年加入广发证券发展研究中心。2012 年获“新财富”非银行金融第一名, “水晶球”非银行金融第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。