

2017 年 5 月 12 日第 2017014 号

联讯

周刊

亿

◆策略前瞻

趋利避害 化险为夷



◆新三板研究院

年报披露接近完成，“准创新层企业”规模扩大至近千家

◆研究撷英

投贷联动，我们能从硅谷模式中学到什么？



联讯证券

诚信 ◆ 规范 ◆ 创新 ◆ 和谐

策略前瞻

趋利避害 化险为夷

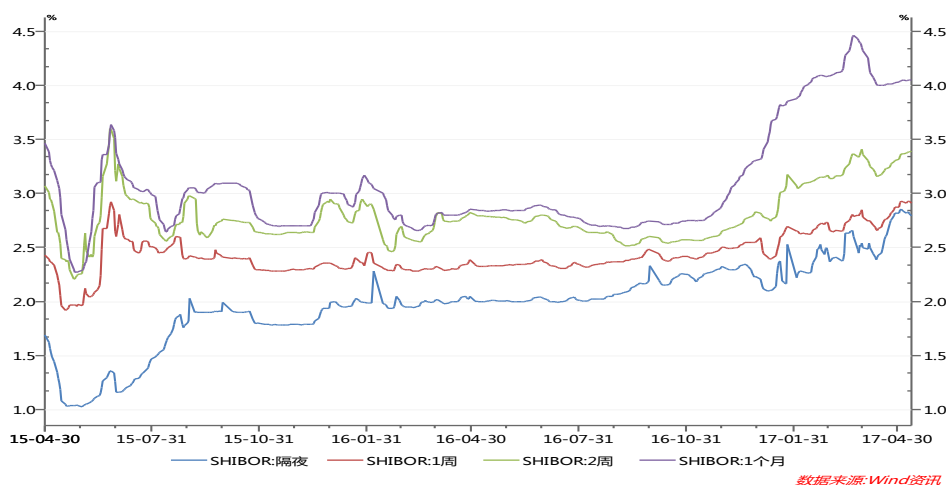
本周 A 股先抑后扬，上证综指最低探至 3016 点，在整数关口多头开始反攻。本周最突出的是保险、银行股的走强，金融股力挽狂澜，航天军工板块则遭受重挫打击，无业绩支撑品种纷纷急速下滑，红蜻蜓一度破发，成为 14 年 IPO 恢复以来的第三例。

一、 一行三会协调，缓解市场恐慌

市场之所以在近期表现疲弱，和外围市场形成极大的反差，原因在于我国宏观经济增速回落叠加金融监管加强，金融去杠杆、防风险同时产生效力。3 月 28 日，国债期货开始下跌，3 月 28 日股指曾伴随着一起回落，但 4 月初雄安新区的设立重新激发起市场的热情，强势持续了一周，股指再度加速下跌，如此来看是雄安新区设立打乱了市场调整的节奏。

金融去杠杆的效果，直接提升了市场的资金成本，也对股票市场的估值形成压力，股、债、商三大市场齐跌，并产生一定的恐慌，这和加强金融监管防风险的初衷不完全相符，一个相对稳定的金融市场才能有效地发挥“脱虚向实”，支持实体经济的作用。因此，央行召集“一行三会”加强监管政策的沟通协调、统筹推进，周五实施 4590 亿元的 MLF，直接缓解市场流动性的紧张状况，也间接弱化了投资者的担忧。从利率市场来看，短期上海同业拆放利率有明显的回落。股、债在周四都止跌反弹，做出了积极回应。

图表1： 上海同业拆放利率



资料来源：联讯证券，wind

二、 市场利率大升，保险和大银行受益

从去年底开始的市场利率的大幅上行，与大多数行业受负面影响相比，保险公司和大型商业银行相对受益。当市场利率出现向上的拐点后，占保险公司收入大头的固定收益将显著提升，四大行本身资金充裕，资金的价值提升显著。从过去一段时间的比较来看，四大行的上升趋势与中小型商业银行的走势分道扬镳，形成巨大的反差，基本面的差异决定了彼此表现的不同。在金融去杠杆、防风险的过程中，经营稳健，创新方面不冒进的大型金融机构反而有收获。从近期沪港通、深港通的数据来看，北上资金总体持续维持金融股的买入，金融股有望成为阶段市场的热点。

图表2： 工商银行与民生银行走势对比



资料来源：联讯证券

三、 价值投资的再思考

市场调整的过程中，投资者必定会反思自己的对与错，伯克希尔哈撒韦的股东会又唤起了投资者对于价值投资的向往。当机构在 A 股市场的资金力量占比上升，当 A 股与外界的联系更通畅，国内市场的投资理念也会受到潜移默化的影响，而投资理念的变化必定带来市场的股价结构、市场运行风格的变化，而现在正是这种转换最明显的时刻，个股的分化也就尤其剧烈。新股发行节奏的加快，再融资与并购的收紧，这样的组合拳大大冲击了垃圾股的壳价值，无处可去的资金避险需求仍在，各行业的龙头股、低估值，成长性稳定的个股表现相对稳定。价值投资一方面是寻找被低估的股票，另一方面是伴随着企业的成长，获取成长的收益，即使股指从 5000 多点跌到 3000 点，也有不少的股票创新高，尤其是高端白酒、家电等品种。当下这些公司曾经被低估的价值已经被充分挖掘，估值水平已经被低估，但巨大市场的需求还在，其产品的价与量的空间就还有拓展余地，是否坚守，关键在于对这方面的判断。银行、保险与券商等行业监管的加强也是一场供给侧改

革，也是优胜劣汰，适者生存的过程。适应这种变化，做到趋利避害，就能化险为夷。恐慌过后，反弹已至，但未来的价值取向，则决定着长期稳定的收益。

(分析师：陈勇，执业证书编号：S0300515060002)

新三板研究院

年报披露接近完成，“准创新层企业”规模扩大至近千家

一、每日热点

5月10日，全国股转系统监事长邓映翎在“2017 成都全球创新创业交易会--新三板交易分会”上表示，在制度的设计，目前新三板仍处于探索阶段。国务院要求证监会、股转公司研究解决市场流动性，目前一揽子解决方案已基本制定完成，将择机推出。同时，邓映翎表示，分层的差异化制度安排正在推进，目前分层披露年报的时机已经成熟，创新层的公司在 17 年必须实行上市公司的审核标准，基础层公司的年报披露截止日期可推迟到 6 月 30 日。此外，邓映翎还认为，分层的标准还要研究，仍需进一步地完善，并争取在今年推出。邓映翎的讲话是自 2017 年以来，股转官方人士为数不多的重要对外发声之一。

关于创新层标准的修改问题，是本次股转官方人士演讲的重点。邓映翎认为，在 941 家创新层公司中，按照现行的维持标准，有 450 家的公司已不符合标准，需要调出；将近 900 家的公司达到了创新层的新进标准，需要调入。在国家经济政策和工作政策“稳中求进”的方针指引下，这样的大进大出说明创新层的现行标准有问题，不符合市场的要求，需要进行完善。否则创新层入选企业不稳定，不仅投资者无法去判别投资价值，分层差异化制度安排也无法安排。

邓映翎表示，在一万一千家新三板企业的基础上，创新层应至少具备三千至四千家公司的规模，即至少三分之一比例的新三板企业应进入创新层，然后才能实施再分层制度。目前，分层的标准正在研究完善，争取在今年推出。这番表态意味着，再分层制度需要在 2017 年年报披露完毕、新分层标准制定发布后，即 2018 年 6 月以后，伴随创新层企业规模大幅扩容满足设定条件后，方可具备推出的条件，今年已无推出的可能性。而这种结果也是符合我们之前对于“精选层”传言的判断认识。

联讯新三板研究院认为，除了在发言中提到的盈利标准过高问题外，目前现行的创新层分层标准还在以下几个方面与市场现状有所脱节，有必要进行调整：

一是维持标准的“合格投资人数不少于 50 人”这一共同标准。许多创新层企业就是因为难以达到这个要求而面临被调出的，创新层现行维持标准制定的初衷是鼓励创新层企业公众化，提高创新层企业的流动性。但在近一年内，新三板行情低迷，流动性并未得到明显改善，股东人数问题反而成为令许多创新层企业头疼的非经营业绩问题。因此，将合格投资者人数作为维持共同标准是不符合当前现状的，需要调整。

二是“做市商家数不少于 6 家”这一标准。在做市转让制度停滞不前，做市股票纷纷变更协议转让，新增做市股票寥寥的现状下，6 家做市商的标准明显过高，特别是新进创新层的近 900 家新三板企业中，仅有不到 40 家企业能够满足标准三。因此这一标准已不符合当前现状，需要调整。

三是“最近有成交的 60 个做市转让日平均市值不少于 6 亿/3.6 亿”这一标准。同样，经过了难以预料的一整年低迷行情，许多新三板企业股价出现大幅下跌，在当时看起来完成难度不大的标准，放到目前就成为了难以逾越的鸿沟，需要调整。

在目前新三板新增挂牌企业数量已大幅放缓的情况下，我们预计未来新三板月新增挂牌企业数量将保持在 100-150 家左右，到 2018 年 5 月份，挂牌企业总数将维持在 12000-13000 家范围内。按照三分之一的比例计算，创新层企业数量将突破 4000 家，与今年约 1400 家规模相比，势必将会出现大幅扩容。

二、本周市况点评

2017 年 5 月 8 日至 12 日，三板做市指数收于 1091.11 点，较上一周下跌 1.61%；成交额为 16.67 亿元，较前一周成交额增加 3.68 亿元。做市转让板块本周共有 335 只股票上涨，527 只股票下跌。本周三板做市指数继续大幅下滑，一是由于年报业绩整体不理想，二是由于再分层等政策利好短期仍无法推出，投资者信心受挫所致。但周五收盘前，做市指数出现拉升，行情短期见底可能大，预计下周利空消息将基本得到消化，三板做市指数有望企稳回升。

三、本日市况点评

2017 年 5 月 12 日，三板做市指数收于 1091.11 点，上涨 0.08%，成交额 3.00 亿元，较

前一交易日减少 0.25 亿元。新三板成分指数当前数据只截止到 2017 年 5 月 11 日，收于 1222.94 点，上涨 0.03%，成交额为 7.18 亿元，成交额较前一日减少 3.25 亿元。

今日做市板块总成交 3.31 亿元，协议板块总成交 13.52 亿元。

图表 3：新三板做市指数



资料来源：联讯证券投研中心、全国中小企业股份转让系统

图表 4：新三板成分指数



资料来源：联讯证券投研中心、全国中小企业股份转让系统

四、本周变更转让方式

2017 年 5 月 8 日至 12 日，有 4 家新增做市转让公司，资和信、亘峰嘉能均被 6 家券商做市。

图表 5：做市转让新秀

序号	代码	名称	做市起始日	做市商数	做市商明细	总股本(万股)	总市值(万元)
1	871284.OC	资和信	2017-05-08	6	爱建证券, 万联证券, 华鑫证券, 渤海证券, 华金证券, 九州证券	31,185.00	—
2	837865.OC	亘峰嘉能	2017-05-08	6	山西证券, 华泰证券, 金元证券, 江海证券, 信达证券, 财富证券	7,000.00	—
3	831978.OC	金康精工	2017-05-10	2	东北证券, 联讯证券	5,200.00	—
4	832439.OC	马可正嘉	2017-05-08	2	安信证券, 信达证券	3,170.40	41,085.60

资料来源：Wind、联讯证券

截止 2017 年 5 月 12 日，总计有 1579 家公司选择做市转让。

2017 年 5 月 8 日至 12 日，共 8 家公司将转让方式由做市转让变更为协议转让。

图表 6：做市转让新秀

序号	证券代码	证券名称	做市转协议日期	所属行业	总市值(万元)	总股本(万股)
1	835923.OC	德青源	2017-05-12	农、林、牧、渔业	124,020.28	47,156.00

序号	证券代码	证券名称	做市转协议日期	所属行业	总市值(万元)	总股本(万股)
2	834795.OC	鑫玉龙	2017-05-12	农、林、牧、渔业	57,665.00	6,070.00
3	833585.OC	千叶珠宝	2017-05-12	批发和零售业	228,553.88	11,041.25
4	831594.OC	赛力克	2017-05-12	制造业	6,086.30	2,766.50
5	831456.OC	森瑞新材	2017-05-12	制造业	20,750.00	20,750.00
6	831162.OC	天河股份	2017-05-10	制造业	35,278.92	7,787.84
7	831057.OC	多普泰	2017-05-10	制造业	124,749.50	9,596.12
8	430762.OC	荣昌育种	2017-05-10	农、林、牧、渔业	70,088.19	16,970.51

资料来源：联讯证券

五、本周挂牌与退市

2017年5月8日至12日，新三板共有48家企业挂牌。股本规模最大的为盛利维尔，其总股本为3.69亿股。

图7：本周十大新股

	代码	名称	挂牌日期	主办券商	主营产品	总股本(万股)
1	871214.OC	盛利维尔	2017-05-10	华创证券	金属材料	36,942.10
2	871284.OC	资和信	2017-05-08	华鑫证券	第三方支付	31,185.00
3	871492.OC	博迈特	2017-05-09	长城证券	硼铁合金	16,350.00
4	871417.OC	华建股份	2017-05-12	恒泰证券	装饰石材	10,000.00
5	871383.OC	观唐文化	2017-05-08	中信建投证券	艺术品经营	9,900.00
6	835926.OC	缴费通	2017-05-12	国海证券	第三方支付	7,027.00
7	871520.OC	四川飞亚	2017-05-10	长江证券	汽车发动机曲轴	6,500.00
8	871397.OC	美泰科技	2017-05-08	申万宏源证券	保健品	6,500.00
9	871354.OC	同泰生物	2017-05-11	国联证券	兽用疫苗	5,560.00
10	871545.OC	凤翔通航	2017-05-12	中泰证券	通用航空作业	5,000.00

资料来源：Wind、联讯证券

截止2017年5月12日，总计有11167家公司挂牌交易。

2017年5月8日至12日，共有4家挂牌企业在新三板终止挂牌。

六、本周十大融资榜

2017年5月5日至5月11日，一共有47家挂牌企业发布定增预案，预计募集资金37.11亿元，融资规模最大的为嘉泰数控，公司拟募集4.35亿元。沧海核装本次募集资金用于偿还银行贷款和补充流动资金。

:图 8: 本周十大融资榜

	代码	名称	披露时间	方案进度	增发价格(元/股)	增发数量(万股)	预计募集资金(万元)
1	838053.OC	嘉泰数控	2017-05-05	董事会批准	8.69	5,000.00	43,450.00
2	839242.OC	大业创智	2017-05-11	董事会批准	12.58	2,860.00	35,978.80
3	834541.OC	创显科教	2017-05-10	董事会批准	16.20	1,851.85	30,000.00
4	831344.OC	中际联合	2017-05-05	董事会批准	16.00	1,250.00	20,000.00
5	430338.OC	银音科技	2017-05-05	董事会批准	4.50	4,000.00	18,000.00
6	835605.OC	正业生物	2017-05-11	董事会批准	16.00	1,000.00	16,000.00
7	838851.OC	先通医药	2017-05-08	董事会批准	35.23	425.78	15,000.23
8	830925.OC	鄂信钻石	2017-05-08	董事会批准	8.30	1,500.00	12,450.00
9	835737.OC	传神语联	2017-05-09	董事会批准	7.91	1,517.07	12,000.00
10	831512.OC	环创科技	2017-05-08	董事会批准	12.00	1,000.00	12,000.00

资料来源: Wind、联讯证券

七、本周十大新三板热点个股

2017 年 5 月 8 日至 12 日, 新道科技以 3.23 亿元的周成交额占据做市转让成交额榜首。

东海证券周成交额为 4.03 亿元, 为协议转让板块成交额最多的挂牌公司。

图 9: 做市成交额前十

代码	名称	涨跌幅(%)	成交额(万元)
833694.OC	新道科技	-4.14	32,266.87
832861.OC	奇致激光	-5.39	12,853.03
830899.OC	联讯证券	-1.50	7,700.63
831083.OC	东润环能	0.00	6,776.55
834342.OC	慧云股份	1.74	6,231.99
830809.OC	安达科技	-0.66	5,459.70
833656.OC	确成硅化	0.35	5,243.17
830881.OC	圣泉集团	-6.67	4,651.06
830819.OC	致生联发	-10.65	3,881.75
430179.OC	宇昂科技	-0.61	3,290.73

资料来源: Wind、联讯证券

图 10: 协议成交额前十

代码	名称	涨跌幅(%)	成交额(万元)
832970.OC	东海证券	-7.82	40,292.51
832861.OC	奇致激光	-5.39	12,853.03
831083.OC	东润环能	0.00	6,776.55
834342.OC	慧云股份	1.74	6,231.99
838412.OC	长江医药	7.53	6,102.45
833403.OC	华通能源	0.00	4,906.61
832168.OC	中科招商	-1.04	4,639.17
836053.OC	友宝在线	-1.11	4,280.42
836079.OC	鑫海矿装	275.00	3,478.03
832559.OC	熊猫乳业	-53.68	3,080.18

资料来源: Wind、联讯证券

图 11: 做市涨跌幅前五

代码	名称	涨跌幅(%)	成交额(万元)
832081.OC	金利股份	149.02	1,414.91
834854.OC	名颂科技	66.67	0.50
430014.OC	恒业世纪	65.96	31.06

图 12: 协议涨跌幅前五

代码	名称	涨跌幅(%)	成交额(万元)
839935.OC	百裕制药	1,500.00	955.49
834395.OC	博信资产	1,460.53	11.14
838953.OC	华汇环境	1,446.15	0.38

834955.OC	永威安防	53.50	60.85	838043.OC	中昊环保	653.33	205.43
831722.OC	阿迪克	43.84	9.16	833831.OC	鲁华泓锦	525.00	2,584.80
831758.OC	意欧斯	-49.87	1.40	835309.OC	凯成股份	-75.04	72.20
832559.OC	熊猫乳业	-53.68	3,080.18	430657.OC	楼兰股份	-75.35	37.11
831325.OC	迈奇化学	-69.58	606.50	831904.OC	优创股份	-86.00	0.39
835959.OC	好看传媒	-69.63	229.15	831797.OC	爱乐祺	-86.26	1.27
831797.OC	爱乐祺	-86.26	1.27	834346.OC	亿海蓝	-87.15	82.50

资料来源: Wind、联讯证券

资料来源: Wind、联讯证券

图表 13: 做市换手率前十

代码	名称	涨跌幅 (%)	换手率 (%)
430179.OC	宇昂科技	-0.61	49.93
833694.OC	新道科技	-4.14	30.10
832861.OC	奇致激光	-5.39	24.77
832081.OC	金利股份	149.02	18.62
831126.OC	元鼎科技	13.79	18.38
830992.OC	磐合科仪	20.57	16.56
430117.OC	航天理想	10.57	15.80
835200.OC	迅销科技	3.54	13.24
834680.OC	海天众意	0.00	11.32
831950.OC	亚太能源	-27.37	9.05

资料来源: Wind、联讯证券

图表 14: 协议换手率前十

代码	名称	涨跌幅 (%)	换手率 (%)
836982.OC	迪赛基业	0.00	100.00
833939.OC	御康医疗	0.00	50.00
430126.OC	马氏兄弟	-58.53	36.92
839293.OC	绿畅科技	0.00	36.59
838316.OC	恒通云	0.00	35.18
870104.OC	飞拓无限	0.00	35.11
835084.OC	多麦股份	0.00	31.89
834269.OC	创源环境	0.00	30.77
837989.OC	乐汇电商	0.00	30.77
430415.OC	钟舟电气	60.00	30.63

资料来源: Wind、联讯证券

风险提示: 股市有风险, 投资需谨慎

(分析师: 彭海, 执业证书编号: S0300517030001)

研究撷英

投贷联动，我们能从硅谷模式中学到什么？

✧ 投贷联动：尚待开发的“处女地”

投贷联动在国内展开较晚，较早可追溯的是 2009 年国开行突破商业银行法的限制，拿到了股权投资的牌照，设立子公司展开投贷联动。随后，招商、上海等银行以与 VC/PE 合作的方式踏足投贷联动业务。

2016 年 4 月，四大部委联合下发《指导意见》，放开了 10 家银行在 5 大高新区的股权投资限制，鼓励银行开展投贷联动。

后续，我们认为投贷联动业务还有很大的发展空间，无论对于政府还是银行，都有足够的动力推进这项业务。

✧ 国内投贷联动如何展开？

主要有三种模式：持牌模式、境外子公司模式、VC/PE 合作模式

这三种模式均存在银行专业性不足、退出难以及股权与债权投资的矛盾问题。

专业性不足。股权投资要求必须是复合型人才，与传统信贷模式不同。想借助 VC/PE 的外部专业技能，可能会面临道德风险问题。

退出难。国内市场机制建设问题，如果一开始股权投资看走了眼，未来的退出难度将进一步提高。

矛盾问题。股权与债权的考核机制不同，一个侧重现金流，一个侧重企业成长性。

✧ 他山之石：来自美国硅谷银行的成功经验

美国硅谷银行投贷联动业务规模大，坏账低，主要在于其具有良好的风控体系。而在其风控体系中，人才与技术团队是其中的核心。这启示我们在国内大环境与大制度无法改变的情况下，银行只有有足够强大的技术团队，以上三种问题都将迎刃而解。

✧ 风险提示

政策力度不及预期

（分析师：王凤华，执业证书编号：S0300515060001，研究助理：牛永涛，陈梦洁）

报告详见联讯证券网站“联讯研究”栏目：<http://www.lxsec.com/web/product/product.html>

责任编辑：万君

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。