



新三板蓝皮书

BLUE BOOK OF NEW THIRD BOARD

中国新三板市场 发展报告 (2017)

挂牌公司质量评价视角

中国社会科学院金融研究所

中国博士后特华科研工作站

主编 / 王力

副主编 / 刘坤 王子松

ANNUAL REPORT ON CHINA'S
NEW THIRD BOARD MARKET (2017)



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

2017
版

B

新三板蓝皮书

中国新三板市场 发展报告

(2017)

中国证券监督管理委员会
深圳证券交易所

深圳证券交易所研究中心

深圳证券交易所法律与政策研究中心

2017.12

ISBN 7-5095-8711-3

深圳证券交易所研究中心编

深圳证券交易所法律与政策研究中心编

深圳证券交易所研究中心





新三板蓝皮书
BLUE BOOK OF
NEW THIRD BOARD

中国新三板市场发展报告 (2017)

ANNUAL REPORT ON CHINA'S NEW THIRD BOARD MARKET
(2017)

挂牌公司质量评价视角

中国社会科学院金融研究所
中国博士后特华科研工作站
主 编 / 王 力
副主编 / 刘 坤 王子松



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国新三板市场发展报告：挂牌公司质量评价视角.
2017 / 王力主编. --北京：社会科学文献出版社，
2018. 1

(新三板蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5201 - 2112 - 5

I. ①中… II. ①王… III. ①上市公司 - 经济发展 -
研究报告 - 中国 - 2017 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 324888 号

新三板蓝皮书

中国新三板市场发展报告 (2017)

——挂牌公司质量评价视角

主 编 / 王 力

副 主 编 / 刘 坤 王子松

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 颜林柯

责任编辑 / 颜林柯

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理分社 (010) 59367226

地址：北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编：100029

网址：www. ssap. com. cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本：787mm × 1092mm 1/16

印 张：17.5 字 数：261 千字

版 次 / 2018 年 1 月第 1 版 2018 年 1 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 2112 - 5

定 价 / 89.00 元

皮书序列号 / PSN B - 2016 - 533 - 1/1

本书如有印装质量问题，请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

▲ 版权所有 翻印必究

新三板蓝皮书编委会

学术顾问 刘士余 李 扬 王国刚 王松奇 何德旭
李茂生 李光荣 陆文山 高传捷 邓智毅
黄湘平 马庆泉 谢 平 陈文辉 阎庆民
孙国茂

学术委员 (按姓氏笔画排序)

王 力 王 师 王子松 朱元甲 刘 坤
孙舒宁 李圣刚 张红亮 杨利峰 吴 迪
祝玉坤 胡啸兵 郭哲宇 夏陆然 黄育华

主 编 王 力

副主编 刘 坤 王子松

摘要

作为我国多层次资本市场的重要组成部分，新三板市场对于新常态下推动我国经济转型升级、促进创新驱动发展战略实施、解决创新型和成长型中小企业融资发展问题具有重要的战略意义。截至目前，新三板挂牌公司数量已超过 1.1 万家，实现了跨越式发展。然而，在上万家挂牌公司中，各家公司的质量参差不齐。一个能够有效揭示挂牌公司质量（或者说投资价值）的资本市场，才可能是成功的资本市场。

对于新三板市场而言，挂牌公司的数量及其整体上规模小、稳定性差、技术和市场风险大的特征决定了，无论是在监管层面还是投资研究层面，都需要开展基于大数据的研究、评价和分析。本报告的研究立足于新三板挂牌公司的群体特征以及新三板市场的发展定位，试图构建一个评价新三板挂牌公司质量的指标体系，并对挂牌公司做出评价，以期为各方市场参与者提供有参考价值的信息。本报告的研究分为 3 个部分：总报告、分报告和榜单。

总报告在对上市公司质量评价的相关研究进行述评的基础上，回顾了新三板市场的发展现状和问题，并进一步根据新三板挂牌公司的群体特征，构建了一个包括持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性 4 个维度的质量评价模型。根据这一评价模型，评价了新三板挂牌公司质量的整体情况。

分报告对全部 14 个行业大类的挂牌公司质量进行评价。首先，分别从持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性 4 个维度进行述评；其次，对细分行业内质量评价得分居前的挂牌公司予以重点说明；最后，从地域维度讨论了挂牌公司质量评价结果。

榜单部分对不同行业、不同规模的挂牌公司质量进行了排名。

关键词：新三板 挂牌公司 质量评价

Abstract

New third board market is an important part of China's multi-level capital market. Successful new third board market will be helpful to upgrading China's economy, promoting innovation-driven development strategy and financing SMEs. By recent days, the listed companies in new third board market are over 11000. It is big step. However, the qualities of all these 11000 listed companies are uneven. Capital market cannot work if it cannot efficiently reveal the quality signals, or investment value, of listed companies.

In new third board market, quantity of listed companies is huge and the listed companies show features of small size, poor stability, high technical risk and high market risk. Hence, research, evaluation and analysis of listed companies should be based on big data for both regulators and investment research. Based on features of NEEQ listed companies and development orientation of new third board market, our study try to construct a system of indicators to evaluate the quality of listed companies in new third board market. Then, we can evaluate listed companies and provide useful information to participants of new third board market. This report consists of two parts, general report and sub report.

Firstly, we briefly review the related studies on quality evaluation of listed companies. Secondly, we review new third board market development status and problems. Thirdly, based on the features of NEEQ listed companies, we construct a model of quality evaluation which is composed by the four dimensions including sustainable operating capacity, quality of information disclosure, growth and innovation. And, we specify a multi-level indicator system for evaluation. Fourthly, we describe the evaluation method of Quality Evaluation Model of listed companies in NEEQ, including weight setting method and indicators scoring rules. Then, we discussed the general result of quality evaluation of listing companies in NEEQ.

Discussion of quality evaluation result of sampling listing companies in all 14 industries is given in sub report. Firstly, we review these quality evaluation results in 4 dimensions, including sustainable operating capacity, quality of information disclosure, growth and innovation. Secondly, we show the tops listing companies of quality evaluation in sub-sectors. And we also discussed the evaluation result in provincial perspective.

Keywords: NEEQ; Listed Companies; Quality Evaluation

多层次资本市场效率依赖于 投资信号揭示（序）

党的十九大报告指出，当前我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。而建设现代化经济体系，必须把发展经济的着力点放在实体经济上，坚持实施以“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”为主要内容的供给侧结构性改革，坚持落实创新驱动发展战略，不断增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。国家“十三五”规划也明确提出，要积极培育公开透明、健康发展的资本市场，提高直接融资比重，降低杠杆率，创造条件实施股票发行注册制，发展多层次股权融资市场。

不管是从今后的改革方向着眼，还是从当下的改革现实着手，多层次资本市场的发展都肩负着重要的历史使命，是增强金融服务实体经济能力、提高直接融资比重、降低杠杆率、防范系统性区域性金融风险，进而促进发展方式转变、经济结构优化、增长动力转变的有力抓手。早在2003年，中央就提出建立多层次资本市场体系。在主板市场的基础上，国家先后推出了中小板市场、创业板市场，3个市场板块共同构成交易所市场层次。经过20余年的发展，目前已有3400余家上市公司。尽管这一数据已相当可观，但相对于数量庞大且融资需求迫切的中小企业群体而言，多层次资本市场中交易所市场的服务能力是有限的。2006年，作为场外交易市场的新三板市场应运而生，起初定位于为科技园区内科技型创业企业提供股权转让服务和融资支持，经过试点后，于2013年末扩容至全国范围，所服务的企业包括符合条件的创新型、创业型、成长型中小微企业。此后4年，新三板挂牌企业



数量从扩容初期的数百家，快速增加至 1.1 万余家。与此同时，各省还成立了满足辖区内中小微企业资本市场服务需求的区域股权转让中心。可以说，我国已经初步形成了包括主板市场、中小板市场、创业板市场、新三板市场、区域股权交易中心在内的多层次资本市场体系，不同行业、不同发展阶段、不同地域的企业都可以在多层次资本市场体系中找到适合的融资服务。

建立多层次资本市场仅是发展多层次资本市场体系的第一步，这使得不同层次资本市场服务的供给成为可能。未来，多层次资本市场发展的重要内容是打通各市场层次之间的联系，使目前处于孤立状态的市场层次之间建立“互联互通”机制，进而使得优秀的公司在成长之后能够顺畅地对接更高层次的资本市场服务，而经营不善的公司则只能退市或转板至较低的市场层次。也就是说，多层次资本市场的一项重要功能是实现优胜劣汰，揭示投资质量，以更好地发挥资本市场有效配置资源的功能，提高资本市场服务实体经济的能力。

新三板市场是我国规模最大的基础性证券市场，所服务的企业数量最多，对提升直接融资比重、降低杠杆率具有特别重要的意义。目前，新三板挂牌公司已覆盖了我国 31 个省份，以及主板和创业板上市公司中所没有的新兴行业，成为上市公司群体的生力军和并购池。新三板挂牌公司的典型特征是规模小、业务稳定性差、技术和市场风险大，其中有的公司能够持续快速增长，有的公司则可能会在某一时刻陷入经营困境，质量参差不齐。在当前新三板市场投资者退出通道狭窄的情况下，挂牌公司投资质量信息不对称的直接后果是二级市场交投清淡。在做市指数设立 2 年后，新三板做市指数甚至已跌至起点（1000 点）以下。与此同时，数量规模庞大的挂牌公司使得券商成熟的投研框架难以适用。因此，无论是在监管层面还是在投资层面，揭示挂牌公司的投资质量信息都尤为重要，迫切需要开展基于大数据的研究、评价和分析。

《中国新三板市场发展报告（2017）》是对揭示新三板挂牌公司投资价值的一次有益尝试。本书基于新三板挂牌公司的群体特征，构建了一个包括持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性 4 个维度的质量评价模型，

由 32 个基础性指标进行测度。以 2016 年新三板挂牌公司年度报告披露的数据为依据，对 3157 家样本公司进行全面的投资质量评价。通过对基础指标数据打分、加权汇总，最终量化新三板挂牌公司的投资价值。本书只是对新三板挂牌公司质量评价工作的开始，后续我们将不断完善质量评价模型，提高评价结果对投资质量信息的揭示程度，为新三板市场的各方参与者提供参考，也为促进我国多层次资本市场的发展贡献一分力量。

王 力

2017 年 11 月

目 录



I 总报告

B.1	新三板挂牌公司质量评价	王 力 刘 坤 王子松 / 001
一	引言	/ 002
二	新三板市场发展现状	/ 003
三	上市公司质量评价研究概况	/ 006
四	新三板挂牌公司质量评价方法	/ 009
五	挂牌公司质量总体评价结果	/ 035
六	总结与展望	/ 045

II 分报告

B.2	各行业挂牌公司质量评价	胡啸兵 郭哲宇 吴 迪 等 / 048
B.3	分地域挂牌公司质量评价	杨利峰 / 164



III 榜 单

B.4 不同行业挂牌公司质量评价榜单 王 师 / 183

B.5 不同规模挂牌公司质量评价榜单 王 师 / 240

后 记 / 258

皮书数据库阅读**使用指南**

CONTENTS



I General Report

B.1 Quality Evaluation on Listing Companies in NEEQ

Wang Li, Liu Kun and Wang Zisong / 001

- 1. Introduction / 002*
- 2. New Third Board Market Development Status / 003*
- 3. Review on Studies Related About Quality Evaluation on Listing Companies / 006*
- 4. Methodology of Quality Evaluation on Listing Companies in New Third Board Market / 009*
- 5. Results of Quality Evaluation on Listing Companies in New Third Board Market / 035*
- 6. Summary and Prospect / 045*

II Branch Reports

B.2 Results of Quality Evaluation on Listing Companies in

Different Industries

Hu Xiaobing, Guo Zheyu and Wu Di, etc. / 048



- B.3** Results of Quality Evaluation on Listing Companies in
Different Regions

Yang Lijeng / 164

III Ranking Lists

- B.4** The Ranking List of Quality Evaluation of Listed Companies in
Different Industries

Wang Shi / 183

- B.5** The Ranking List of Quality Evaluation of Listed Companies in
Different Scales

Wang Shi / 240

Afterword

/ 258

总 报 告



General Report

B. 1

新三板挂牌公司质量评价

王力 刘坤 王子松*

摘 要: 目前,我国已经初步构建了包括主板市场、中小板市场、创业板市场、新三板市场以及区域股权交易中心在内的多层次资本市场,其中,新三板市场定位于为创新、创业、成长型中小微企业服务。经过扩容以来4年时间的快速发展,挂牌公司数量超过1.1万家,成长为我国规模最大的基础性证券市场,同时也发展成为股权资本投资和退出的重要渠道。新三板挂牌公司的质量或者说投资价值引起包括潜在投资者、股东等相关从业人员的广泛关注,他们特别希望能够将有投

* 王力,经济学博士,特华博士后科研工作站执行站长,中国社会科学院研究生院博士生导师,主要研究领域为区域金融、创业投资、资本市场;刘坤,经济学博士,特华博士后科研工作站博士后,主要研究领域为新三板市场、公司金融、产业经济;王子松,中国社会科学院经济学博士,研究领域为资本市场。



资价值的公司从上万家挂牌公司中筛选出来。然而，此前适用于上市公司的投研体系并不适用于新三板挂牌公司。本报告从挂牌公司的群体特征出发，提出了一个包括持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性4个维度的评价体系，包括32个具体评价指标，对3157家样本公司（约占2016年末全部挂牌公司的30%）进行了综合评价。评价的结果在一定程度上反映了挂牌公司的投资价值，可供相关从业人员参考。

关键词： 新三板 挂牌公司 质量评价

一 引言

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出，“健全多层次资本市场体系”是完善现代市场体系的重要内容，也是促进我国经济转型升级的一项战略任务。资本市场健康发展已上升到国家战略层面，将成为推动经济转型升级的强大引擎。早在2003年，中央就提出建立多层次资本市场体系。由此，我国开始探索建立多层次资本市场，先后于2004年推出中小板市场，于2009年推出创业板市场。经过多年的发展，我国多层次资本市场体系中的交易所市场已成为全球第二大市场，上市公司数量3200余家。然而，相对于我国数量庞大的中小微企业的融资需求而言，交易所市场的作用是有限的。

随着我国经济发展步入新常态以及新发展阶段下创新驱动发展战略的实施，“加快发展多层次资本市场”的应有之义就是要着力解决中小微企业融资难题。2013年底，国务院决定将新三板的试点范围扩展至全国，鼓励创新、创业、成长型中小微企业融资发展，企业的挂牌准入条件也随之放宽，新三板挂牌企业的数量随之爆发式增长，截至2016年末，新三板挂牌企业