



新三板蓝皮书

BLUE BOOK OF NEW THIRD BOARD

No.3

中国新三板市场 发展报告

(2018~2019)

新三板挂牌公司质量评价

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 (2018-2019)



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

2019
版



中国新三板市场发展报告 (2018~2019)

ANNUAL REPORT ON CHINA'S NEW THIRD BOARD MARKET
(2018-2019)

新三板挂牌公司质量评价

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：新三板挂牌公司质量评价. 2018—2019 / 王力主编. -- 北京：社会科学文献出版社，2019. 5

(新三板蓝皮书)

ISBN 978 - 7 - 5201 - 4509 - 1

I. ①中… II. ①王… III. ①上市公司 - 经济发展 - 研究报告 - 中国 - 2018 - 2019 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2019) 第 049166 号

新三板蓝皮书

中国新三板市场发展报告 (2018 ~ 2019)

——新三板挂牌公司质量评价

主 编 / 王 力

副 主 编 / 刘 坤 王子松

出 版 人 / 谢寿光

责任编辑 / 王玉山

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 59367083

印 装 / 天津千鹤文化传播有限公司

规 格 / 开 本：787mm × 1092mm 1/16

印 张：21.75 字 数：323 千字

版 次 / 2019 年 5 月第 1 版 2019 年 5 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 4509 - 1

定 价 / 138.00 元

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 李茂生 李光荣 王国刚
王松奇 何德旭 胡 滨 陆文山 高传捷
邓智毅 黄湘平 马庆泉 谢 平 陈文辉
阎庆民 宣昌能 孙国茂 朱建国

学术委员 (按姓氏笔画排序)

于 潇 王 力 王 师 王子松 王 伟
朱元甲 许 言 刘 坤 孙春雷 李圣刚
张红亮 郑艳侠 祝玉坤 胡啸兵 郭哲宇
夏陆然 黄育华 谭 卓

主 编 王 力

副主编 刘 坤 王子松

主要编纂者简介

王 力 研究员，经济学博士，特华博士后科研工作站执行站长，中国社会科学院金融研究所博士生导师，北京大学经济学院校外导师。主要研究领域：区域金融、产业经济、资本市场和创业投资。主要社会兼职：中国生产力学会常务理事和副秘书长、中国保险学会常务理事和副秘书长、中国城市经济学会常务理事等，还受聘担任多家地方政府经济顾问和上市公司独立董事。主要研究成果有：编辑出版《兼并与收购》、《香港创业板市场研究》、《中国创业板市场运行制度研究》、《中小企业板市场研究》、《国际金融中心研究》、《中国区域金融中心研究》、《国有商业银行股份制改革研究》等 10 多部著作，在国家核心刊物发表学术论文 170 余篇，主编《中国服务外包竞争力发展报告》、《中国金融中心城市金融竞争力发展报告》、《中国上市公司质量评价报告》、《中国融资租赁业发展报告》和《中国保险业竞争力发展报告》等蓝皮书多部，主持《深圳金融后台与服务外包体系建设研究》、《北京中关村科技园区金融资源整合研究》、《当前金融领域流动性紧张问题研究》和《上海自贸试验区金融创新机制研究》等省部级和国家级重点课题 50 余项。

刘 坤 经济学博士，济南大学金融研究院研究员、特华博士后科研工作站博士后兼研究员，山东省资本市场创新发展协同创新中心研究员。主要研究方向：资本市场、公司金融与创新经济。近年来，参与国家社科基金项目 2 项，主持教育部人文社会科学研究项目 1 项、山东省社科规划研究项目 1 项，参与北京市金融业十三五规划编制，组织或参与社会合作课题研究项目 10 余项。先后在《中国工业经济》、《经济科学》、《财经研究》等知名期

刊发表论文 10 余篇，多篇文章被《新华文摘》、《中国社会科学文摘》、《人大复印资料》等转载。获山东省社会科学优秀成果奖一等奖 1 项。连续三年主持编写新三板蓝皮书《中国新三板市场发展报告》，获优秀皮书报告奖三等奖 1 次。

王子松 经济学博士，研究领域为资本市场。参与主持编写新三板蓝皮书《中国新三板市场发展报告》，获优秀皮书报告奖三等奖 1 次。

摘 要

伴随着 2018 年末国内资本市场并购重组政策的重新放宽以及科创板的提出,围绕科技板块与成长性的并购重组活动再度活跃起来,新三板市场上的并购重组活动也很可能会再放光彩。沿着 2017 年新三板挂牌公司质量评价报告的研究思路,本报告立足于挂牌公司的群体特征,从持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性四个维度对挂牌公司投资质量进行全面评价,以期为各方市场参与者提供有参考价值的信息。本报告研究分为两部分:总报告和行业篇。

总报告的主要内容包括新三板市场发展现状、挂牌公司质量评价方法的修订与完善、样本选择、总体质量评价结果以及总结与展望。具体来说,市场发展现状旨在给出一幅远景图,作为本报告的参照背景,主要介绍新三板市场总体发展情况与挂牌公司在 2017 年度的总体经营状况;本报告采用的挂牌公司质量评价方法是对上一年所用评价方法的继承和发展,整体上仍由持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性四个维度构成评价模型,评价指标体系共由 28 个基础指标组成,较上年做了较明显的调整;本报告共选择 2189 家样本公司,约占挂牌公司总数的 20%,平均得分为 67.50 分,得分分布在 46.80 分~83.45 分之间,总体呈正态分布,显示具有较好的区分度。

行业篇主要从行业维度对挂牌公司质量评价的结果进行总结,分别给出了 14 个大类行业挂牌公司的质量评价结果。从结构上来说,首先是行业基本情况介绍、主要细分行业的行业分析以及行业发展趋势展望,其次是行业内挂牌公司的质量评价结果,最后是行业内挂牌公司案例分析。

关键词: 新三板 挂牌公司 质量评价

序 新三板将与科创板竞相绽放

2018年11月5日，国家主席习近平出席首届中国国际进口博览会开幕式并发表题为《共建创新包容的开放型世界经济》的主旨演讲。习近平主席在演讲中强调：创新是第一动力，各国应该把握新一轮科技革命和产业变革带来的机遇，加强数字经济、人工智能、纳米技术等前沿领域合作，共同打造新技术、新产业、新业态、新模式。我国将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。一石激起千层浪，上交所将设立科创板并试点注册制的消息一经发布，便立即牵动国内资本市场的神经，A股市场创投概念股票纷纷涨停报收。市场人士分析认为，上交所设立科创板并试点注册制将重构国内资本市场生态，有人已经开始憧憬科创板将会成为中国版的纳斯达克市场，与此同时，也对新三板市场未来发展的不确定性表现出忧虑。

诚然，科创板的设立与注册制的试点来自国家最高决策层的意志，肩负着助力创新驱动战略的使命，只能成功，不容失败。事实上，在11月5日下午，证监会积极表态将抓紧完善科创板的相关制度规则安排。由此可见，科创板的推出正在紧锣密鼓地进行。那么带来的问题是，新三板市场会不会被边缘化？优质科技创新企业是不是更倾向于选择到科创板上市？新三板市场会不会沦为劣质公司挂牌市场的代名词？已经明确的是，科创板的设立属增量改革，设立科创板的目的是绝不是替代新三板市场，更不是要放弃新三板市场。党的十九大报告已明确指出，要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，要创造条件实施股票发行注册制，发展多层次股权融资市场。应该说，科创板与新三板都是我国多层次资本市场的组成部分，双方有着差异化的市场定位，未来它们将在各自的领域内提供高效的资



本市场服务。

从我国多层次资本市场定位来说，新三板的服务对象是“创新型、创业型、成长型中小微企业”，包括但不限于科技创新类企业，挂牌公司规模通常较小，而科创板则是为创新型科技企业服务，特别是为初创或者规模较大但没有达到盈利要求等硬性指标的企业，提供一个上市渠道。因此新三板与科创板的服务对象在类型、规模等方面都有显著差异，并不构成绝对的竞争。换句话说，适合在科创板上市的公司，与适合在新三板挂牌的公司，并不是同一类群体。如果说两个市场板块之间存在潜在竞争，可能会表现为科创板对在新三板成长起来的优质挂牌公司的吸引力，这一点有待于新三板市场在发展中建立自身的差异化竞争优势来解决。从更积极的角度来看，科创板在制度设计方面可能会为新三板市场改革起到引领和示范效应，进而带动新三板与科创板形成良性竞争、互相促进的发展新格局。比如，新三板市场当前被广为诟病的问题是流动性差，市场人士普遍认为，这既与投资者准入门槛过高有关，又与挂牌公司股权集中度高有关，还与缺乏交易需求情形下做市商低效有关。如果科创板在投资者准入、交易机制设计等方面探索出一条可行的道路，将有利于推动新三板市场的改革达成共识，引导新三板市场分化出一个新的市场层次，在服务科技创新企业方面与科创板“竞相绽放”。

对于新三板市场来说，挂牌公司数量庞大，质量难免良莠不齐，发掘新三板挂牌公司的投资价值是一项十分有意义的工作。特别是在当前市场关注度持续下降的背景下，从第三方的角度、以年报公开披露信息为依据，坚持定期发布新三板挂牌公司质量评价报告，为市场各参与主体提供参考，就显得更加有意义。《中国新三板市场发展报告（2018）》是对年度新三板挂牌公司的投资质量进行全面评价。该报告基于新三板挂牌公司的群体特征，构建了包括持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性四个维度的质量评价模型，对28个基础性指标进行测度。评价模型延续上年，但在基础指标的选择上做了较大调整，调整的总体思路是，删减冗余、低效指标，增加能更准确反映评价内容的指标。本年度报告以2017年新三板挂牌公司年度报



告披露的数据为依据，对 2189 家样本公司进行全面的投资质量评价，样本公司占全部挂牌公司的比例约为 20%。读者的信息反馈将是我们进一步完善新三板挂牌公司质量评价的直接推动力，我们期待着能与关心质量评价工作的各领域专家并肩合作，共同努力将新三板挂牌公司质量评价做得更好！

王 力

2019 年 1 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 王 师 / 001

一 导言 / 002

二 新三板市场发展现状 / 004

三 新三板挂牌公司质量评价方法 / 012

四 挂牌公司样本选择与质量总体评价结果 / 035

五 总结与展望 / 048

B.2 科创板的落地、比较与影响..... 王 力 孙春雷 / 051

II 行业篇

B.3 新三板分行业挂牌公司质量评价报告 王 力 于 潇 等 / 071

III 附 录

B.4 样本挂牌公司评价得分排名分行业列表 / 274



新三板蓝皮书

Abstract / 321

Contents / 323

皮书数据库阅读使用指南



B.1

新三板挂牌公司质量评价

王 力 刘 坤 王子松 王 师*

摘 要： 伴随着2018年末国内资本市场并购重组市场的重新放宽以及科创板的提出，围绕科技板块与成长性的并购重组活动必然会再度活跃起来，新三板市场上的并购重组活动也将再放光彩。沿着2017年新三板挂牌公司质量评价报告的研究思路，本报告立足于挂牌公司的群体特征，从持续经营能力、信息披露质量、成长性和创新性四个维度对挂牌公司投资质量进行全面评价，评价指标体系共由28个基础指标组成。本年度的评价中，课题组对2189家样本公司（约占2017年末全部

* 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，济南大学金融研究院研究员、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，经济学博士，中国社会科学院研究生院，主要研究领域为资本市场。王师，特华财经研究所研究员，主要研究领域为资本市场、区域产业规划。



挂牌公司的 20%) 进行了综合评价。挂牌公司质量评价平均得分为 67.50 分, 得分分布在 46.80 分~83.45 分之间, 总体呈正态分布, 显示具有较好的区分度, 可以较好地识别相对优质的挂牌公司。应该说, 质量评价得分本质上反映了挂牌公司质量指数的相对排名。在此意义上, 从投资者关注的角度来说, 细分行业内具有共性特征的挂牌公司之间的排名更具有参考价值。

关键词: 新三板 挂牌公司 质量评价 并购重组

一 导言

2017 年, 落实和推进供给侧结构性改革成为全国经济工作的主线, 政府以“三去一降一补”五大任务为抓手, 推动供给侧结构性改革取得显著成效。在“去产能”、“去杠杆”的改革过程中, 经济下行的压力对中小微企业的冲击尤其明显, 大量缺乏创新能力的中小企业与落后产能被淘汰出局, 即使是对于具备发展潜力的中小企业来说, 融资也变得更加困难。这一点从中小企业上市(挂牌)公司在资本市场上的表现可以看得更加清楚: 在经历了 2015 年的股灾后, 2016~2017 年, A 股市场呈现出结构性慢牛走势的特征, 众多大盘蓝筹股不但走出了股灾的阴影, 甚至还创出历史新高, 沪深 300 指数由 2016 年初最低的 2821 点逐级攀升至 2018 年初的 4403 点; 而中小盘股票的表现则让投资者十分失望, 大量小盘股票不断创出新低, 跌幅超过 60% 的公司比比皆是。

在资本市场估值剧烈调整的背景下, 规模小、技术和市场风险高、业务稳定性差的新三板挂牌公司的市场表现则更加不尽如人意。三板做市指数已由 2015 年最高点的 2673.17 点跌至 2018 年 10 月份的 716.34 点, 最大跌幅 73.2%。针对新三板市场流动性不足等问题, 监管部门在 2017 年推出了市场



分层、信息披露、交易制度等多项制度改革，未能收到预期效果，三板做市指数在此后仍是不断下挫。目前，万余家挂牌公司中，每日成交额超过 100 万元的挂牌公司数量不过二三十家，市场上的流动性几近枯竭，新三板市场生态圈中正处于肃杀的严冬季节，与三四年前新三板市场的火热景象形成鲜明对比。

新三板市场扩容之初，全新的制度设计为市场引来无尽的想象空间。市场上普遍寄希望于新三板能够打造成为中国的纳斯达克市场，成为科技型、小型上市公司借助资本市场发展壮大的沃土，成为科技股明星企业云集的市场。各方市场参与者抱着极大的热情参与到了市场建设中，挂牌公司数量在 3 年内净增 10000 余家。与此同时，一系列创新性的制度引入新三板市场，就像一个新生的生命，充满了希望。2017 年，新三板首次被写入政府工作报告，提出要深化多层次资本市场改革，完善主板市场基础性制度，积极发展创业板、新三板，规范发展区域性股权市场；2017 年，新三板还被写入《证券法》二审稿，被明确为我国证券市场的三个市场层次之一。时任证监会主席刘士余在 2017 年全国证券期货监管工作会议上提到新三板定位问题，表示“新三板挂牌企业还需优化分层的制度和办法，新三板既要有苗圃功能，又要发挥土壤功能。让一批创新能力强、诚实守信、市场前景好的企业，能够转板的就转板，不愿意转板的就在新三板里面绽放”。尽管新三板的市场地位毋庸置疑受到很大重视，但从二级市场的发展情况来看，交投极为清淡，更像是一个缺乏市场流动性的 PE 市场，新三板挂牌公司的投资价值难以通过交易价格有效揭示。大量的市场参与者在迷茫中选择了离场，市场迅速冷却。

“试玉要烧三日满，辨才需待七年期。”新三板仍然是成长中的市场，还面临许多成长中的烦恼，不能因一时的成绩而沾沾自喜，也不能因一时的困难而裹足不前，新三板的成长需要各方参与者的包容和支持。当前，新三板市场已经进入转型升级的关键时期，生动的市场正是激励制度创新的最佳环境。本报告沿袭 2017 年的研究思路，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、行业做出评价和展望，以期为各方市场参与者提供有参考价值的信息。



二 新三板市场发展现状

(一) 市场基本情况统计

自 2013 年末新三板市场扩容至全国范围开始,新三板经历了三年的“野蛮”生长期,挂牌公司数量从 2013 年末的 356 家骤增至 2016 年末的 10163 家,成为全国最大的基础性证券市场。2017 年末,新三板挂牌公司数量达到 11630 家,全年新增 1467 家,同比增长 14.43%,数量扩张的势头明显放缓。事实上,自 2016 年开始,新三板市场便进入了一个监管更加严格的时代,在防范系统性金融风险的宏观背景下,监管力度有增无减,新三板市场的发展重心也从数量型增长逐步转向质量型增长。

表 1 市场主要统计指标概览

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
挂牌规模				
挂牌公司家数	11630	10163	5129	1572
总股本(亿股)	6756.73	5851.55	2959.51	658.35
总市值(亿元)	49404.56	40558.11	24584.42	4591.42
股票发行				
发行次数	2725	2940	2565	330
发行股数(亿股)	239.26	294.61	230.79	26.60
融资金额(亿元)	1336.25	1390.89	1216.17	134.08
优先股发行				
发行次数	8	3	—	—
融资金额(亿元)	1.49	20.20	—	—
股票转让				
成交金额(亿元)	2271.80	1912.29	1910.62	130.36
成交数量(亿股)	433.22	363.63	278.91	22.82
换手率(%)	13.47	20.74	53.88	19.67
市盈率(倍)	30.18	28.71	47.23	35.27
投资者账户数				
机构投资者(万户)	5.12	3.85	2.27	0.47
个人投资者(万户)	35.74	29.57	19.86	4.39

资料来源:全国中小企业股份转让系统。



通过表 1 中的数据,从规模指标来看,2017 年新三板挂牌公司数量达到 11630 家,总股本 6756.73 亿股,总市值 4.94 万亿元,均保持了稳中有增的势头。从一级市场股票发行情况来看,2017 全年共发行股票 2725 次,同比减少 215 次(或 7.31%);发行股票 239.26 亿股,同比减少 18.79%;融资金额达到 1336.25 亿元,同比减少 3.93%,表明一级市场的融资能力较为稳定。从二级市场股票转让情况来看,全年共成交股票 433.22 亿股,成交金额 2271.80 亿元,同比分别增加 19.14%、18.80%,但从换手率指标来看,全年换手率仅为 13.47%,较上年大幅降低,表明交易趋于不活跃。从投资者发展情况来看,截至 2017 年末,机构投资者户数增加至 5.12 万户,同比增加 1.27 万户(或 32.99%);个人投资者户数增加至 35.74 万户,同比增加 6.17 万户(或 20.87%)。

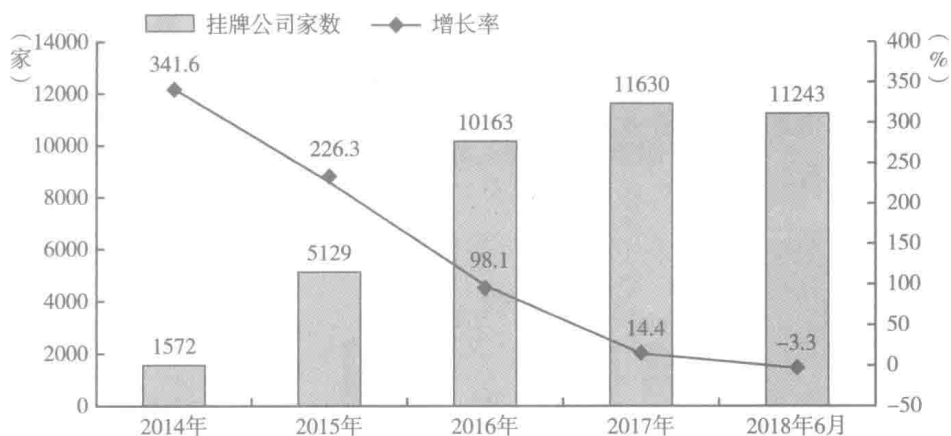


图 1 新三板挂牌公司数量 (2014 ~ 2018 年)

截至 2017 年末,新三板共有挂牌公司 11630 家。进入 2018 年后,新三板市场新增的挂牌公司数量要少于摘牌的企业数量,挂牌公司总量出现了小幅减少的态势。截至 2018 年 6 月,新三板共有挂牌公司 11243 家,较 2017 年末减少 387 家(或 3.3%)。从整体来看,挂牌公司进入质量重于数量的发展时代。

根据股转公司的行业划分标准,全部挂牌公司分布在制造业、信息传