

## 新三板“2+6”规则出台，改革思路逐一落实

——证券行业快评

## 强于大市（维持）

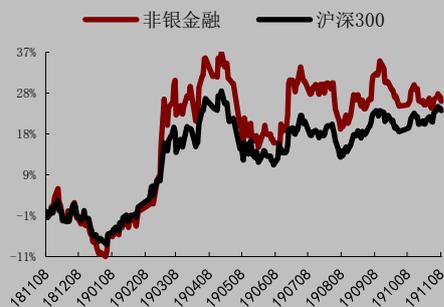
日期：2019年11月13日

**主要事件：**近期，证监会对《非上市公众公司监督管理办法》进行修订（简称《公众公司办法》），同时起草《非上市公众公司信息披露管理办法》（简称《信息披露办法》），全国股转公司配套制定了《股票向不特定合格投资者公开发行并在精选层挂牌规则（试行）》（简称《股票公开发行规则》）、《挂牌公司治理规则》，修订了《分层管理办法》《股票定向发行规则》《挂牌公司信息披露规则》和《股票交易规则》。

### 投资要点：

- **新三板“2+6”征求意见稿出台，是对前期新三板改革总体思路的落实和具化：**2019年10月25日，证监会启动全面深化新三板改革，提出了将重点推进几方面的改革措施：优化发行融资制度、完善市场分层、建立挂牌公司转板上市机制、加强监督管理、健全市场退出机制。此次新三板“2+6”征求意见稿出台，多项改革措施逐一得到体现，涉及新三板内部各层级、各业务条线的全面改革，后续股转公司还将会同中国结算、中证协等制定、修订细则及指引指南等操作性文件。
- **安排多元化发行机制，满足不同阶段需求。**在公开发行制度方面，主要内容有：1、发行人为在全国股转系统挂牌满一年的创新层公司；2、发行对象为符合投资者适当性管理规定的非特定合格投资者；3、公开发行条件需满足《公众公司办法》公开发行股票相关要求和《分层管理办法》精选层财务要求；4、实施保荐制度以新三板保荐制度为基础，增加保荐人免责条款；5、承销采取代销或包销方式，定价方式可以采取协商定价、网上竞价和网下询价三种。在改进定向发行制度方面，主要内容有：1、统一定向发行的规则体系，解决200人以下情形的监管依据缺乏问题；2、放开35名投资者的限制；3、增加自办发行方式，允许在一定发行额度下，符合特定条件的，无需券商出具推荐文件以及律所出具法律意见书。两种发行机制并行，并在定价方式等方面有多种选择，满足了挂牌公司不同发展阶段的需求，提高融资效率，公开发行的发行人为创新层公司，体现出差异化监管，有助于防控风险。
- **优化审核机制，提高融资效率。**比照科创板推进简政放权，主要表现在：1、优化公司申请股票公开转让和挂牌公司发行审核程序，股东少于200人的股票公开转让、向特定对象发行股票后股东累计不超过200人的公司，证监会豁免核准，由股转系统审查；2、发挥全国股转系统的自律管理作用，下放部分职能到股转公司，对股票公开发行、保荐承销等业务实施监管，可以采取自律管理措施、进行现场检查等。相关政策的制定有助于提高审核效率，有助于挂牌公司尽快完成融资、降低融资成本。

### 非银金融行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年11月12日

### 相关研究

万联证券研究所 20191107\_行业专题报告\_上市券商2019年三季报综述

万联证券研究所 20191107\_行业专题报告\_AAA\_从价值打平收益率看上市险企利差损风险和利源结构

万联证券研究所 20191104\_非银金融行业周观点(10.28-11.03)\_量价均有提升，资本市场改革有望提速

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号：0270518030001/S0270518090001

电话： 010-56508510

邮箱： jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 喻刚

电话： 010-56508512

邮箱： yugang@wlzq.com

- **完善市场分层，建立差异化制度体系，设置各层间流动机制。**设置精选层，在准入财务标准设置方面与科创板类似，按照市值、财务指标、研发投入匹配的原则，设置四套标准，分别适合形成一定规模有盈利能力、成长性高现金流较好、有较高市场认可度研发强度高、市场高度认可研发投入高的企业，覆盖面更加广泛。基础层、创新层和精选层设立差异化制度安排，在准入标准、交易规则、投资者适当性、信息披露、公司治理、监管措施等方面有所不同，精选层与上市公司趋同，例如交易方式采取连续竞价、设置 30%涨跌幅限制、需要披露详式年报半年度和季报、年度股东大会每年召开一次等，创新层和基础层的要求逐阶简化。设置各层间的流动机制，完善调入调出情形，对符合条件的进行调入，对财务恶化的定期调出、重大违法违规行及时调出，可以实现市场出清，保证公司质量与各层要求相匹配，维持各个层级的稳定性。
- **确立转板机制，实现多市场互联互通。**目前科创板上市公司中近 15%都是新三板摘牌公司，从新三板摘牌再重新上市与直接上市无差异，增加了企业的融资成本和监管的审核成本。《分层管理办法规定》符合中国证监会、证券交易所和全国股转公司有关规定的精选层挂牌公司，可以直接向证券交易所申请上市交易，这就在制度上确认了转板机制，但后续转板的具体规则有待出台。转板机制有利于降低企业负担、实现多市场的互联互通。
- **投资建议：**新三板在经历了爆发增长后，由于投资者门槛过高、流动性不足、早期投资不理性、市场间互联互通机制缺乏、现行制度安排不能满足优质挂牌公司的需求等原因，自 2017 起开始增长乏力，2018 年后摘牌数量不断增加，存量公司数量逐渐减少，作为多层次资本市场的重要一环，亟待进行改革。在 10 月份证监会发布推进深化新三板改革后，此次多政策出台在时间、内容和广度方面出市场预期，增加公开发行制度、建立分层和转板机制、引入连续竞价等都有利于增强流动性，利好新三板市场的发展，有望拉动券商停滞的新三板业务，业务规模较大的券商将最先受益，我们仍维持证券行业“强于大市”投资评级。此外，后续还需关注投资者适当性规定、公募基金入市等对新三板流动性影响较大的政策。
- **风险因素：**宏观经济下滑超预期、新三板改革不及预期

图表 1：新三板公开发行和定向发行制度的主要内容

项目	主要内容	具体条款
向不特定合格投资者公开发行	发行人	<b>《股票公开发行规则》11条</b> 发行人应当为在全国股转系统挂牌满一年的创新层公司
	公开发行条件	<b>《公众公司办法》55条</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 具备健全且运行良好的组织机构</li> <li>◇ 具有持续盈利能力，财务状况良好，最近3年财务会计文件无虚假记载</li> <li>◇ 业务明确，产权清晰，不存在主要资产、核心技术等的重大权属纠纷，主要股东所持公司的股份权属清晰</li> <li>◇ 依法规范经营，最近3年内，公司及其控股股东、实际控制人不存在贪污、贿赂等破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，不存在欺诈发行等重大违法行，最近12个月内未受到中国证监会行政处罚</li> </ul>
		<b>《分层管理办法》15-16条</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 挂牌公司进入精选层，应当符合下列条件之一：（一）市值不低于2亿元，最近两年净利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于10%，或者最近一年净利润不低于2500万元且加权平均净资产收益率不低于10%；（二）市值不低于4亿元，最近两年营业收入平均不低于1亿元且增长率不低于30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正；（三）市值不低于8亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%；（四）市值不低于15亿元，最近两年研发投入合计不低于5000万元。</li> <li>◇ 在全国股转系统连续挂牌满12个月的创新层挂牌公司，可以申请公开发行并进入精选层。创新层挂牌公司完成公开发行并进入精选层时应当符合下列条件：（一）最近一年期末净资产不低于5000万元；（二）公开发行的股份不少于100万股，发行对象不少于100人；（三）公开发行后，公司股本总额不少于3000万元；（四）公开发行后，公司股东人数不少于200人，公众股东持股比例不低于公司股本总额的25%；公司股本总额超过4亿元的，公众股东持股比例不低于公司股本总额的10%；（五）中国证监会和全国股转公司规定的其他条件。</li> </ul>
	发行对象	<b>《公众公司办法》54条</b> 符合投资者适当性管理规定的非特定合格投资者
	实行保荐制度	<b>《公众公司办法》60-63条</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 公开发行股票，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐</li> <li>◇ 尚未盈利且在申请文件中充分揭示风险，公开发行股票当年即亏损的，可免除保荐人的责任</li> <li>◇ 保荐人应当按照证监会和股转系统规定申报相关文件，遵守相关规定，自提交保荐文件之日起承担相应的责任。</li> <li>◇ 保荐人持续督导期间为公开发行完成后当年剩余时间及其后2个完整会计年度</li> </ul>
实行承销制度	<b>《公众公司办法》64-69条</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 聘请具有证券承销业务资格的证券公司承销，确定采取代销或包销方式</li> <li>◇ 公司、承销机构及相关人员的禁止行为</li> <li>◇ 定价方式可以有协商定价、网上竞价和网下询价</li> <li>◇ 发行价格可以参考公司股票的市场价格（如有）、同行业可比公司的市盈率或市净率等</li> </ul>	
进一步完善定向发行	统一定向发行的规则体系	<b>《公众公司办法》42条</b> 定向发行包括股东累计超过200人，以及公众公司向特定对象发行股票两种情形。特定对象的范围包括下列机构或者自然人： （一）公司股东；

	(二) 公司的董事、监事、高级管理人员、核心员工; (三) 符合投资者适当性管理规定的自然人投资者、法人投资者及其他经济组织。
放开35名投资者的限制	<b>《公众公司办法》42条</b> 股票未公开转让的公司确定发行对象时,符合本条第二款第(三)项规定的投资者合计不得超过35名。(不含股东、董监高和核心员工)
增加自办发行方式	<b>《公众公司办法》47条</b> 股票公开转让的公众公司定向发行股票,连续12个月内发行的股份未超过公司总股本10%且融资总额不超2000万元的,符合特定情形之一的,无需提供证券公司出具的推荐文件以及律师事务所出具的法律意见书。 (一) 发行对象范围为公司股东、董事、监事、高级管理人员或者核心员工; (二) 其董事会审议相关方案时已经确定发行对象。

资料来源:证监会、交易所、万联证券研究所

图表2:新三板优化审核机制的主要内容

主要内容	条款内容
优化公司申请股票公开转让和挂牌公司发行审核程序	<b>《公众公司办法》36、37、48、58条</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 股东人数超过200人的公司申请其股票公开转让,应当按照中国证监会有关规定制作公开转让的申请文件;未超过200人的证监会豁免核准,由股转系统进行审查</li> <li>◇ 向特定对象发行股票后股东累计超过200人的公司,应当持申请文件向证监会申请核准,还应当包括全国股转系统的自律监管意见;不超过200人的,证监会豁免核准,由股转系统自律管理</li> </ul>
发挥股转系统自律管理作用	<b>《公众公司办法》72条</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 股转系统应当发挥自律管理作用,对股票公开转让的公众公司及相关信息披露义务人披露信息进行监督。发现违法违规行为,应向证监会通告,并采取自律管理措施</li> <li>◇ 证监会可以要求全国股转系统对相关事项进行调查处理,或者直接责令公司、证券公司暂停或中止发行</li> <li>◇ 股转系统可以依据相关规则对股票公开转让的公司进行现场检查</li> </ul>

资料来源:证监会、全国股转公司、万联证券研究所

图表3:新三板市场分层标准和差异化制度体系

分层	基础层	创新层	精选层
进入主要条件	未进入创新层和精选层的	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 财务指标:(一)最近两年净利润均不低于1000万元,最近两年加权平均净资产收益率平均不低于8%,股本总额不少于2000万元;(二)最近两年营业收入平均不低于6000万元,且持续增长,年均复合增长率不低于50%,股本总额不少于2000万元;(三)最近有成交的60个做市或者集合竞价交易日的平均市值不低于6亿元,股本总额不少于5000万元;采取做市交易方式的,做市商家数不少于6家。</li> <li>◇ 其他条件:(一)公司挂牌以来完</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>(一) 市值不低于2亿元,最近两年净利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于10%,或者最近一年净利润不低于2500万元且加权平均净资产收益率不低于10%;</li> <li>(二) 市值不低于4亿元,最近两年营业收入平均不低于1亿元且增长率不低于30%,最近一年经营活动产生的现金流量净额为正;</li> <li>(三) 市值不低于8亿元,最近一年营业收入不低于2亿元,最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于8%;</li> </ul>

		成过定向发行股票（含优先股），且发行融资金额累计不低于1000万元；（二）符合全国股转系统基础层投资者适当性条件的合格投资者人数不少于50人；（三）最近一年期末净资产不为负值；	（四）市值不低于15亿元，最近两年研发投入合计不低于5000万元。前款所称市值是指以挂牌公司向不特定合格投资者公开发行（以下简称公开发行）价格计算的股票市值。
定期调出主要条件	-	（一）最近两年净利润均为负值，且营业收入均低于3000万元，或者最近一年净利润为负值，且营业收入低于1000万元； （二）最近一年期末净资产为负值； （三）最近一年财务会计报告被会计师事务所出具否定意见或无法表示意见的审计报告。	（一）最近两年净利润均为负值，且营业收入均低于5000万元，或者最近一年净利润为负值，且营业收入低于3000万元； （二）最近一年期末净资产为负值； （三）最近一年财务会计报告被会计师事务所出具否定意见或无法表示意见的审计报告。 仅根据本办法第十五条第一款第四项规定进入精选层的挂牌公司，不适用前款第一项的规定。
即时调出主要条件	-	（一）连续60个交易日，符合全国股转系统创新层投资者适当性条件的合格投资者人数均少于50人； （二）连续60个交易日，股票每日收盘价均低于每股面值； （三）未按照全国股转公司规定在每个会计年度结束之日起4个月内编制并披露年度报告，或者未在每个会计年度的上半年结束之日起2个月内编制并披露半年度报告； （四）挂牌公司最近24个月内受到全国股转公司纪律处分累计达到2次，或者被中国证监会及其派出机构处以《证券法》规定的最高金额罚款，或者受到刑事处罚； （五）因更正年度报告导致出现本办法第十八条第一项至第三项规定情形； （六）不符合所属市场层级进入条件，但依据虚假材料进入的； （七）仅根据本办法第十一条第三项或第十四条第一项规定中的市值标准进入创新层的挂牌公司，连续60个交易日，股票交易市值均低于2亿元的。	（一）同调出创新层第二项至第四项、第六项规定情形； （二）连续60个交易日，公众股东持股比例均低于公司股本总额的25%；公司股本总额超过4亿元的，连续60个交易日，公众股东持股比例均低于公司股本总额的10%； （三）连续60个交易日，股东人数均少于200人； （四）因更正年度报告导致出现本办法第二十条第一项至第三项规定情形； （五）仅根据本办法第十五条第一款第四项规定进入精选层的挂牌公司，连续60个交易日，股票交易市值均低于5亿元的。
交易规则	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 做市或集合竞价</li> <li>◇ 集合竞价频次由一天1次提升至一天5次</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 做市或集合竞价</li> <li>◇ 集合竞价频次由一天5次提升至一天25次</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 连续竞价交易方式，同时提供开、收盘集合竞价安排</li> <li>◇ 30%涨跌幅限制</li> <li>◇ 首日临时停牌机制</li> </ul>

<p><b>信息披露</b></p>	<p>◇ 定期报告：披露简式年度报告和半年度报告</p> <p>◇ 临时报告：以资产总额、资产净额等的金额及占比数为判断指标</p>	<p>◇ 定期报告：披露年度报告和半年度报告，无需披露季度报告</p> <p>◇ 临时报告：以资产总额、资产净额等的金额及占比数为判断指标</p> <p>◇ 审计要求：由具有证券、期货相关业务资格的会计师事务所审计</p>	<p>◇ 定期报告：披露详式年度报告、半年度报告、季度报告</p> <p>◇ 临时报告：以成交金额、交易标产生的净利润、收入等为主要判断指标；在开展新业务、重要在研产品或项目有重要进展、大股东股权质押和减持时及时披露相关公告</p> <p>◇ 审计要求：由具有证券、期货相关业务资格的会计师事务所审计</p>
<p><b>公司治理</b></p>	<p>◇ 审议需要进行单独计票事项的，应当实行网络投票</p> <p>◇ 从总资产、净资产两个维度对公司的交易事项进行管理</p>	<p>◇ 年度股东大会每年召开一次，审议需要进行单独计票事项的，应当实行网络投票</p> <p>◇ 从总资产、净资产两个维度对公司的交易事项进行管理</p>	<p>◇ 年度股东大会每年召开一次，提供网络投票方式</p> <p>◇ 建立独立董事制度和累积投票制度</p> <p>◇ 从六个方面对挂牌公司的交易事项进行管理</p>

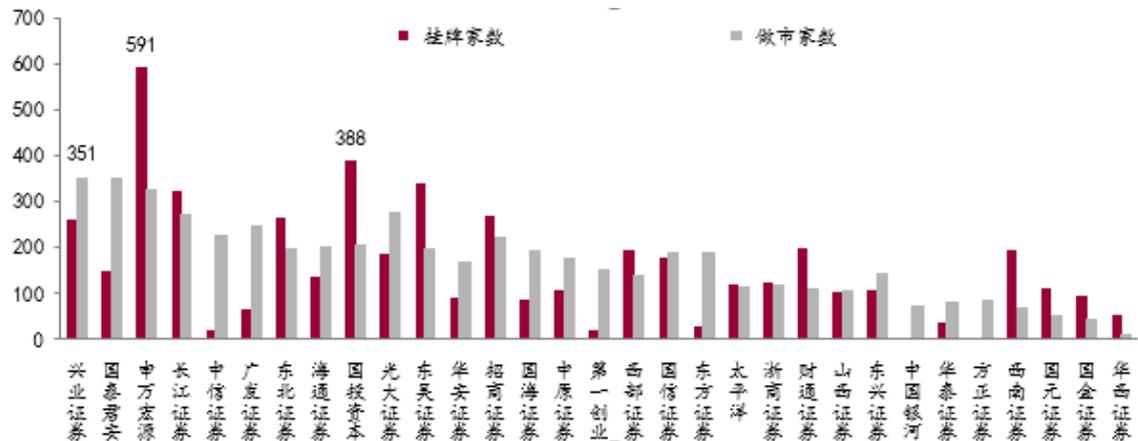
资料来源：证监会、全国股转公司、万联证券研究所

图表 4：新三板单月挂牌和摘牌家数统计



资料来源：wind、万联证券研究所

图表 5：上市公司新三板挂牌和做市家数统计



资料来源：wind、万联证券研究所

截止 2019.11.10

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道2007号金地中心  
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场