

新三板研究方法及案例分析

海通中小市值

钮宇鸣 SAC执业证书编号: S0850511010040

孔维娜 SAC执业证书编号: S0850512070006

2018年7月16日

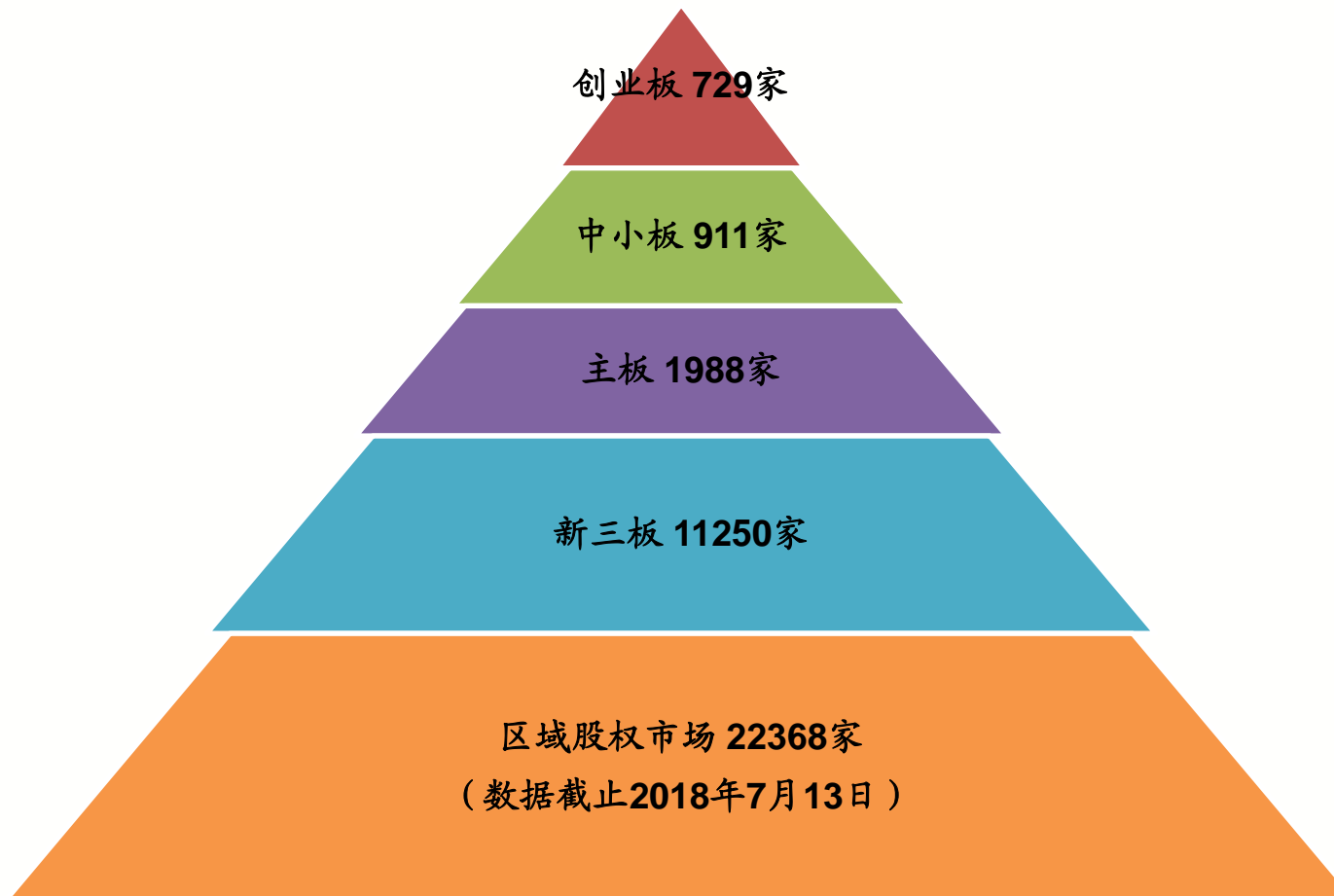
1、新三板是公开的PE投资市场

2、上主板是目前的退出通道

3、合规性是尽调重点

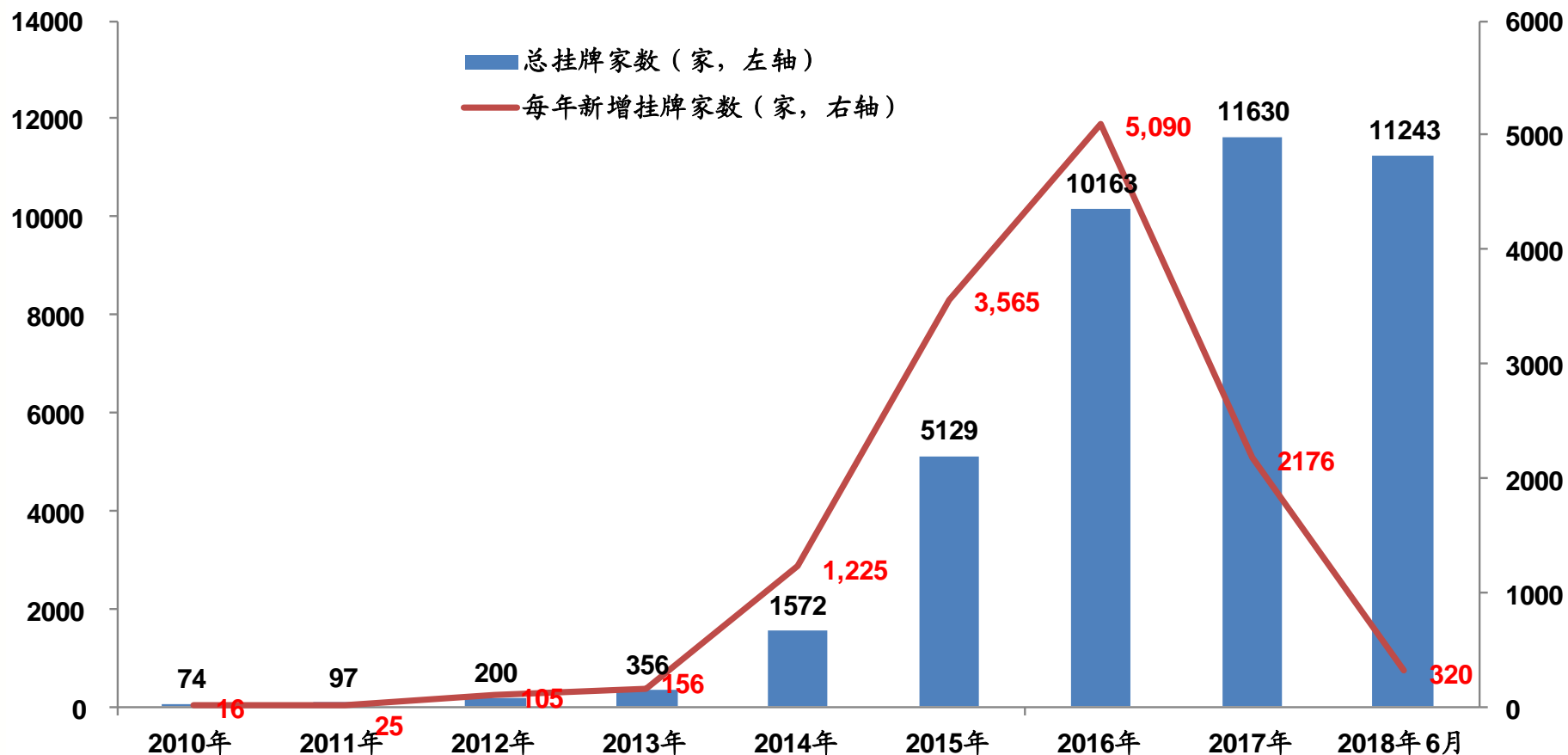
1.1 新三板市场定位

- 多层次资本市场的补充



1.2 挂牌数量从大幅增长到增速放缓

2013年底新三板全国性市场地位确立后，企业挂牌数量大幅增长。2017年开始挂牌增速放缓。



1、新三板是公开的PE投资市场

2、上主板是目前的退出通道

3、合规性是尽调重点

2.1 存量资金

新三板投资的存量资金超**4000**亿，其中私募基金占**90%**，是新三板投资的主力军。

产品类型（2015年后成立）	数量（只）
信托和私募	7369
集合理财	101
公募	161
资管	291
平均产品规模约 0.5 亿	总规模约 4000 亿
券商做市账户（ 92 个做市商*平均 5 亿）	规模约 460 亿

2.2 新三板公司离IPO有多远？

从静态财务指标看，4-6%的公司，有能力IPO。

2017年报	家数(家)	占新三板总公司数量的比重(%)
收入翻倍的公司	671	6%
净利润超过5000万元的公司	456	4.1%
利润超过3000万元，同时利润增长超过50%的公司	412	3.8%

1、新三板是公开的PE投资市场

2、上主板是目前的退出通道

3、合规性是尽调重点

3.1 上市需要达到的规范标准



3.2 财务问题

现金收支:

大额用现金采购或大额现金收取；向实际控制人无偿借入资金或实际控制人占用公司资金。

上/下游是分散的个人：向个人采购、开票不规范、现金支付、销售回款通过业务人员个人账户等。

案例：仲景股份采购香菇、花椒

仲景股份向个人供应商（农户）采购香菇、辣椒等作为原料，其中香菇占比在80%以上，是主要原材料。单个农户采购金额均不高，在实际操作中出现了频繁的现金支付、业务人员代收销售款情况。

2016年度仲景股份前五大个人供应商情况

年度	序号	个人供应商	采购产品	采购金额 (万元)	占采购总 额比例	采购数量 (千克)	采购单 价(元/ 千克)	运输 方式
2016 年度	1	梁秋丽	香菇柄、鲜香菇	83.76	0.29%	66,245.00	12.64	送货 上门
	2	宋金生	辣椒、辣椒籽	80.61	0.27%	84,834.40	9.50	
	3	程联顺	香菇柄、干香菇	76.86	0.26%	62,720.00	12.25	
	4	张书才	辣椒	75.39	0.26%	65,821.00	11.45	
	5	余文巧	香菇柄	68.84	0.23%	56,975.00	12.08	

3.2 财务问题

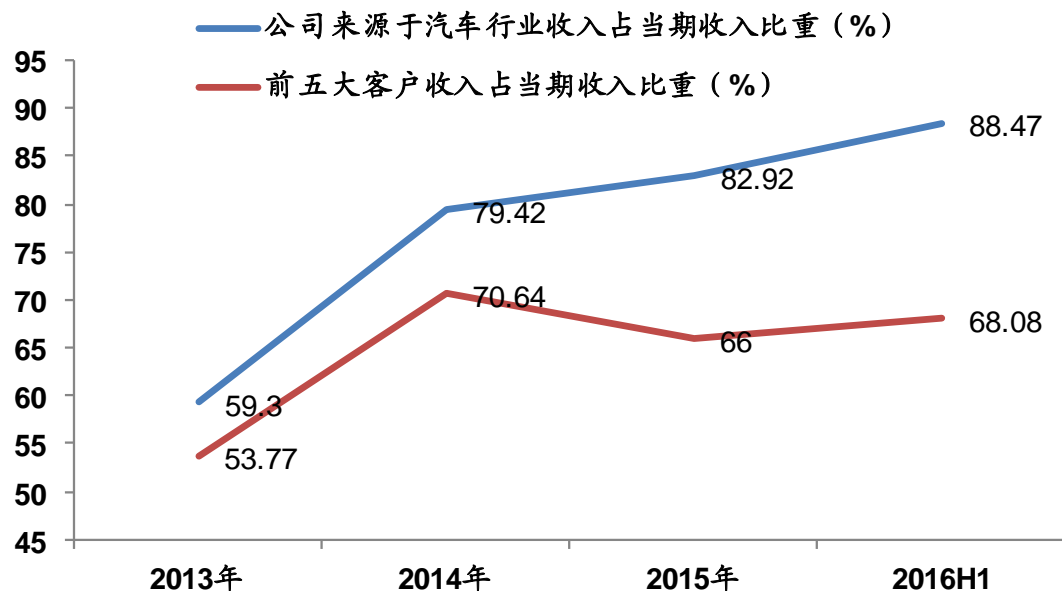
前五大客户的集中度:

大客户是否与公司存在关联关系，公司对大客户是否存在依赖，向客户供货的价格是否公允。

案例：北京信诺：对大客户和对核心员工的依赖，导致的持续经营能力存疑

公司一直从事活动传播的创意策划与执行管理业务，以活动方案的创意设计为主。

1) 客户集中度高：公司的大客户集中于汽车行业，前五大客户占比70%。 2) 经营模式：订单驱动，通过多家供应商竞标来获取订单，业绩持续增长不确定性大。 3) 核心员工对于公司业绩的影响高。



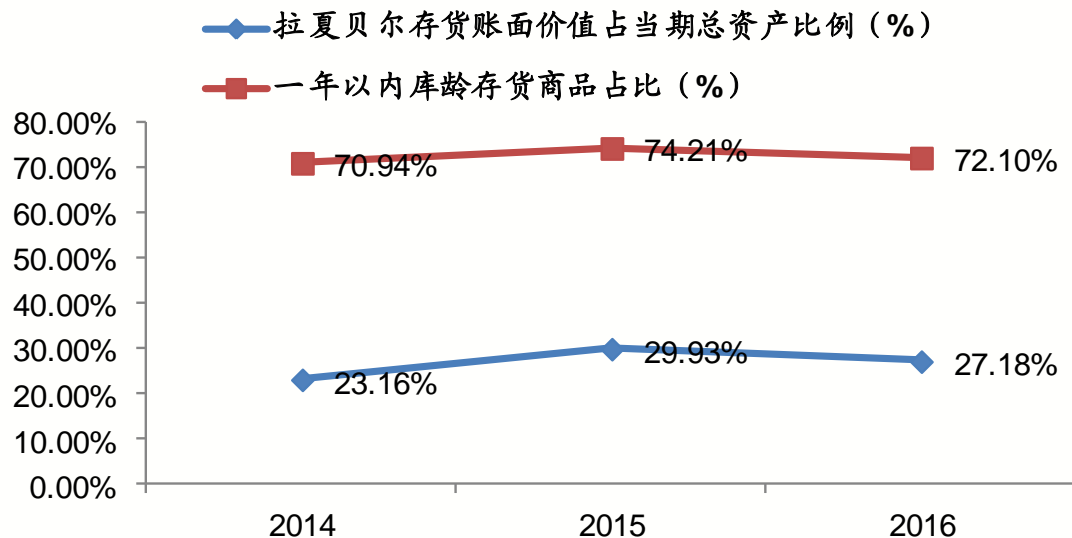
3.2 财务问题

存货:

存货金额占比、过季商品怎么处理、有没有调节库龄、存货跌价准备怎么计提、存货的盘点制度。重点是要和同行业平均水平相当。存货跌价准备计提得太少，可能导致营业成本被低估，毛利率虚高；存货跌价准备计提得太多，有故意调控利润的嫌疑。

案例：拉夏贝尔

服装是不会过期的商品，存货的调节对利润影响很大。拉夏贝尔存货属于行业平均的正常水平，顺利过会。



3.2 财务问题

第三方付款:

必须从商业模式的角度解释清楚，第三方支付必要性。

应收账款:

占营业收入、总资产、流动资产的比重都尽量不要超过**50%**

3.3 合法合规问题

五险一金:

必须按全体员工实发工资缴纳

实际控制人是否有违规行为:

例如: 实际控制人在交易其他公司股票时, 有没有触犯法规

劳务外包:

涉及到《劳动合同法》、《劳务派遣暂行规定》和《社会保险法》。

《劳务派遣暂行规定》于2014年3月1日起实施, 要求被派遣劳动者的用工比例不得超过10%: 并限期2年内降至规定比例。

3.3 合法合规问题

股东的合规性:

《中华人民共和国公务员法》、《中共中央办公厅、国务院办公厅关于县以上党和国家机关退离休干部经商办企业问题的若干规定》、《国有企业领导人员廉洁从业若干规定》、《关于严禁党政机关和党政干部经商、办企业的决定》、《关于进一步制止党政机关和党政干部经商、办企业的规定》、《关于“不准在领导干部管辖的业务范围内个人从事可能与公共利益发生冲突的经商办企业活动”的解释》、《中国人民解放军内务条令》等规定不适宜担任股东的情形。

土地性质:

土地使用权实际使用情况与规划用途必须一致，并且上市公司不能存在土地性质为划拨土地的情形。这违反了《土地管理法》和《划拨土地使用权管理暂行办法》。

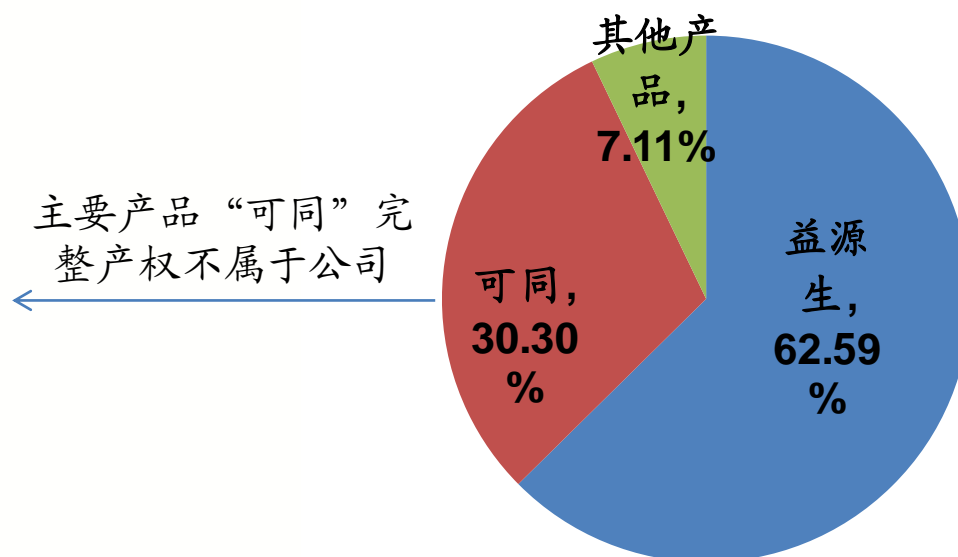
3.4 行业性问题—医药行业

对主要产品核心技术不拥有完整产权

案例：吉林西点药业

- “可同”的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得都是由香港上市公司万全科技无偿授权使用的。
- 万全科技从事药品研发及产品技术转让，拥有产品研制发明权；西点药业有生产权。

2015H1公司各产品收入占比（%）



3.4 行业性问题—医药行业



专利、商标问题

案例：陕西康惠制药

公司主要产品“坤复康胶囊”的专利被宣告无效



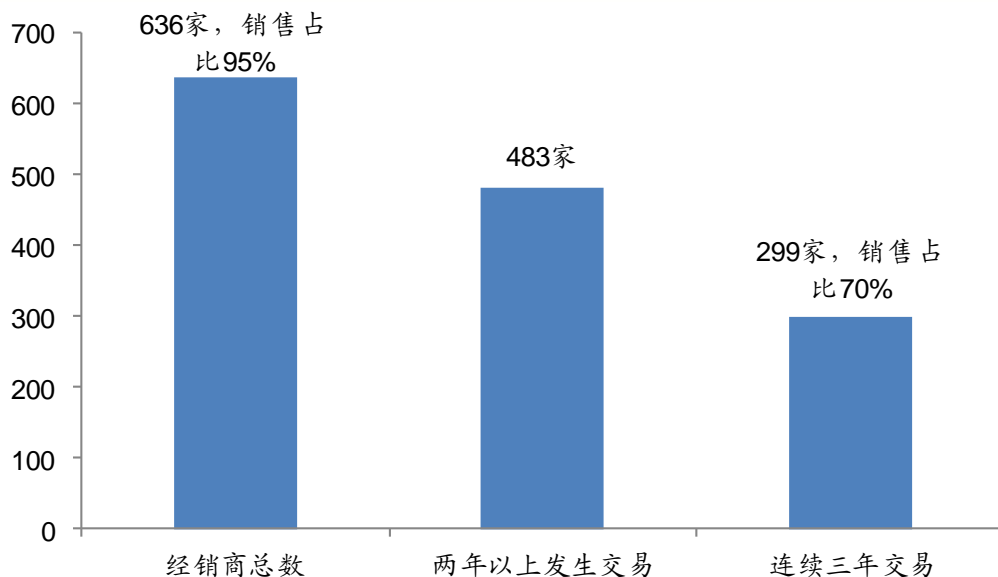
- 专利被宣告无效缘由；
- 对发行人报告期生产经营的影响；
- 是否会影响发行人以后申请坤复康胶囊列入《国家医保目录》；
- 其他专利技术是否存在纠纷或潜在纠纷。

3.4 行业性问题—医药行业

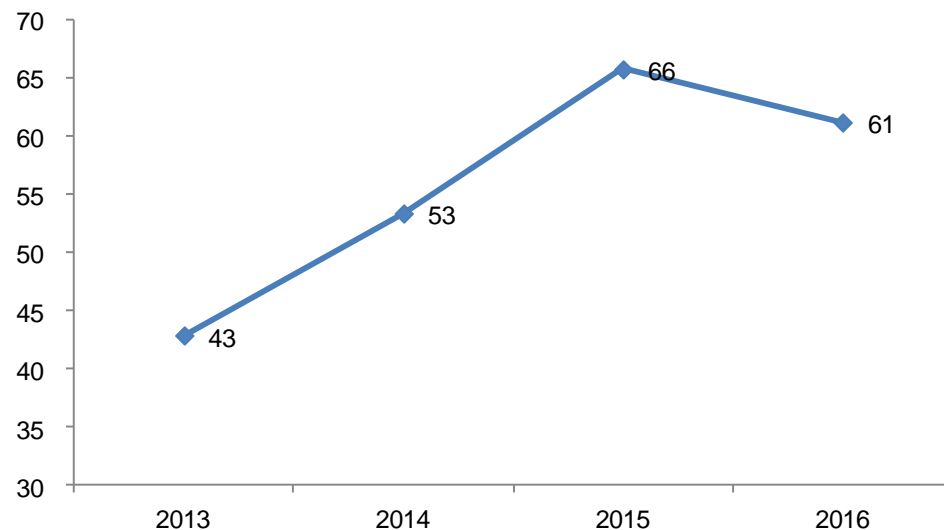
销售政策、应收账款问题

案例：西点药业、康惠制药

西点药业经销商数量大（家）



康惠制药应收账款占收入比例高 (%)



3.4 行业性问题—医药行业

学术推广费：

大量的学术推广费、客户服务费、经销商管理费等，对主要发票单位、实际付款单位、现金付款单位要提供明细。

学术推广费的具体分项构成，包括差旅费、会议费、资料费、广告费、招待费等所有开支都要列明细，要合理。

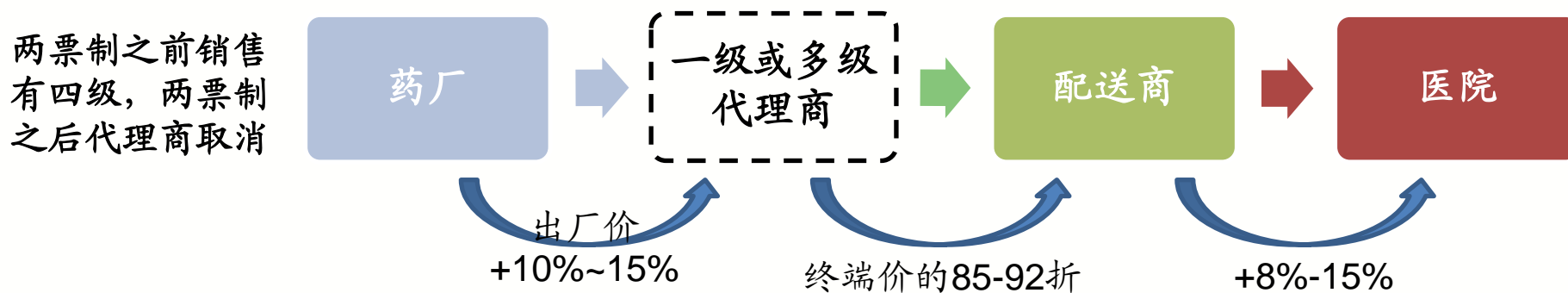
研发费用资本化：

上市公司的普遍做法：选取项目研发过程中的固定时点，作为资本化的起点。一般是从进入二期临床开始资本化。

3.4 行业性问题—医药行业

两票制：药品从出厂到终端医院只开两次增值税发票，销售扁平化

影响：销售费用增加，应收账款增加



案例：辰欣药业

为避免合规问题，公司将市场推广外包给咨询公司CSO，2016年销售费用比2015年大幅增长37%。

3.4 行业性问题—零售行业

经销商:

对经销商通过CRM系统进行管理，包括经销商的新增和退出数量，退换货政策、前十大经销商的纳税情况、库存、销售流向、对照同类上市公司是否合理，不得通过存货转移方式实现销售。

经销商与发行人的关联关系、发行人对经销商的控制能力、经销商的盈利能力和采销规模、最终销售情况、异常增加的经销商。

公司和经销商代理销售收入的确认及回款时间节点的约定，销售货款催收由谁负责。

公司或者关联方，是否以其他资金形式，资助经销商回款。因为公司对经销商存在委托贷款，是否有可能经销商把贷款用于变成回款，使得公司能够确认收入。

公司应定期对经销商进行走访对账，核对销售和回款情况，包括公司的发货台账，和经销商的进货台账，核对公司的收款和经销商的进款，确认当年的返利和经销商代垫的费用，确保公司收入的准确性，并且和经销商终端销售保持一致。

- 如果经销商使用公司名称字样的话，要说明若该经销商销售非公司产品产生的法律纠纷是否会对公司经营造成影响。

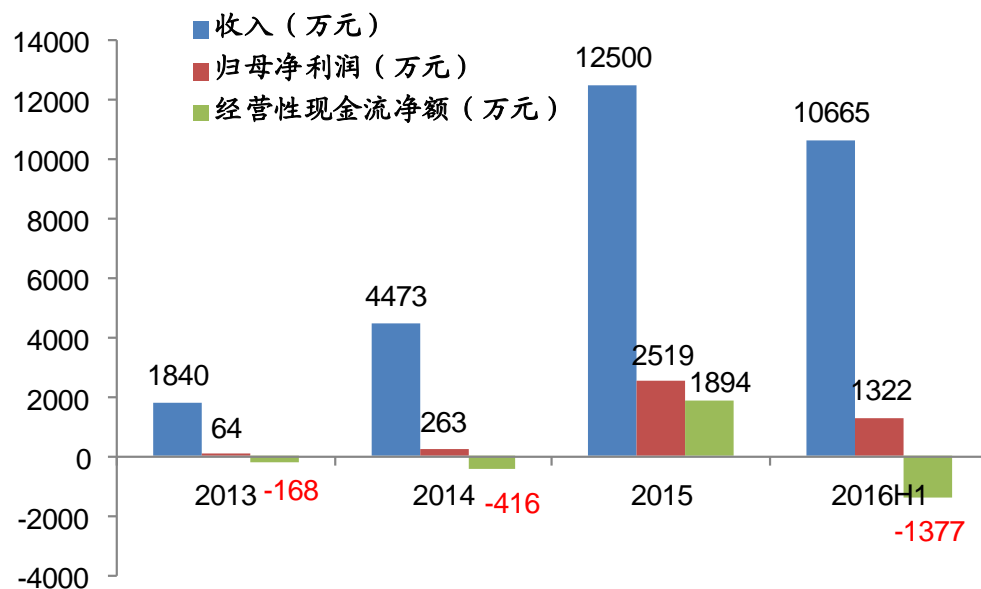
3.4 行业性问题—轻资产行业

公司的稳定性

案例：墨迹天气

1. 盈利模式过于单一，广告收入占比99%以上，前五大客户占比70%以上。一旦用户数量下降，广告收入风险较大。

项目	2016年1-6月		2015年度	
	金额	占比	金额	占比
品牌广告	6,535.83	61.29%	6,557.31	52.50%
效果广告	3,989.44	37.41%	5,694.55	45.60%
硬件销售	121.02	1.13%	224.18	1.79%
其他	17.41	0.16%	13.34	0.11%
合计	10,663.70	100.00%	12,489.38	100.00%



2. 过于轻资产。

公司220名员工。公司固定资产才470万，只有办公家具和电脑。

3.4 行业性问题—轻资产行业



员工的增减:

要关注通过裁员、降薪，降低成本做高利润的情况。

案例：筑博设计

房地产设计公司筑博设计。公司2015年营业收入较上年减少1700万元，降幅为2.68%，但2015年净利润较2014年度上升38%，公司解释主要原因系优化人员配置。

公司的员工人数2014年比2013年增加417人，但2015年比2014年又减少470人，且在报告期内有多起劳动纠纷。

3.4 行业性问题—互联网行业

IT审计：境外客户、个人客户、网络平台销售：

通过合作方收款平台收款金额与订单数量的数量和金额，以及与用以支付订单的银行卡数量匹配。

各月份的网站访问量，各细分产品收入、成本及净利润，细分产品营业收入的变动与网站访问量、产品点击率等指标的波动要相符；

最终用户IP地址及Mac地址的区域分布情况，IP地址及Mac地址集中度最高的城市或地区要列出；

各期销售收入前100名最终用户的销售金额、交易次数、所在区域要列出，说明有无大量重复购买的情况。

总之，证明公司有没有通过大量“刷单”来伪造利润。

融资的必要性：

墨迹天气公司计划募集3.3亿，但是公司过去几年一直在买理财产品，自2013年至去年上半年，墨迹天气购买理财产品支出分别为0.26亿元、0.2亿元、0.96亿元和1.19亿元。很难解释融资的必要性。

3.4 行业性问题—项目型公司

收入确认方法:

一次性实施一次验收和分部实施、分部验收，都要充分的提供内外部依据。

Step1: 识别一个合同

- 无论是交割产品还是执行工程，都归属到一种合同，所有的商业行为收入确认都可以统一为同一原则

Step2: 判断合同中需要履行的义务

- 还原到每一个步骤单独确认收入

Step3: 判断合同的对价

- 把合同涉及的所有潜在交易对象、包括未来的调整都纳入进来作为收入依据

Step4: 把总价分摊到相应的履行义务

- 如何分摊要符合业务实质
- 大型、长期合同比较特殊

Step5: 履行义务完成后确认相应收入

- 重点搞准时点
- 区分一次性控制权转移还是合同期内逐步转移

3.4 行业性问题—项目型公司

完工率和结算率的匹配性：

比如说完工已经90%，结算才20%，这种项目是否存在收款风险。

案例：巅峰智业：收入确认与实际工程进度不一致

公司主要给景区做旅游规划，设计景观，公司主要客户是各地旅游局或者景区开发商。

15年12月21日签订合同
景德镇旅游项目
总价：600万
约定时间：250个工作日

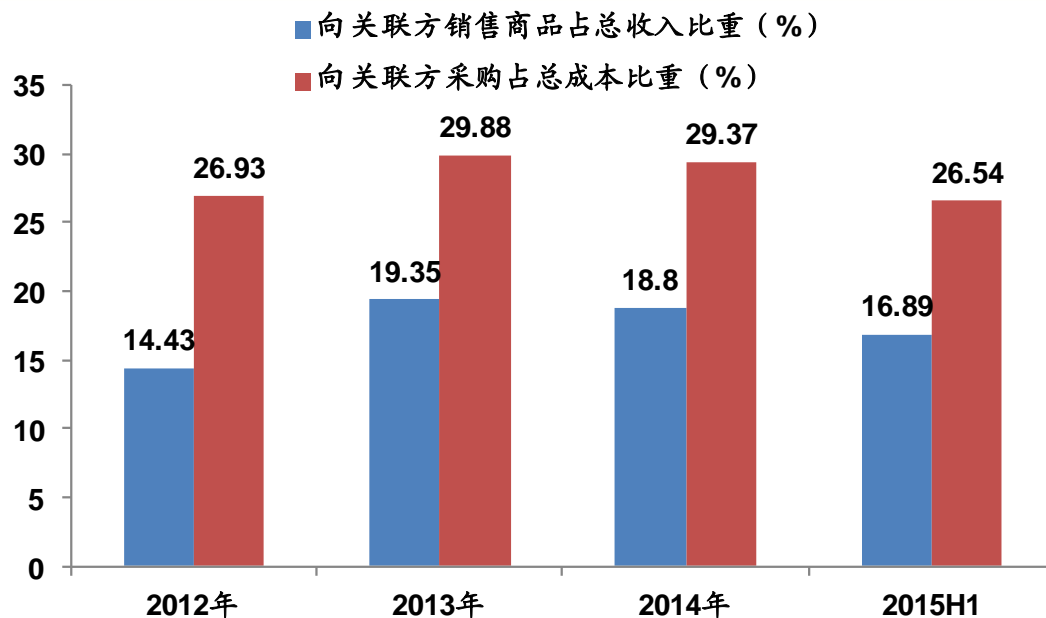
当年收入确认
金额不合理

15年年报
已确认收入：452万

3.5 关联交易

对大股东的依赖:

南航传媒是南方航空集团旗下公司，出版《南方航空》、《空中之家》等机上刊物，经营南方航空及其下属航空公司的机上闭路电视、客舱座椅头巾、客舱小桌板、飞机机身等媒体资源。公司没有办法证明，他无偿使用关联方南方航空商标的关联交易定价是否公允，也没有办法证明取得南方航空航机媒体资源关联交易的定价公允性和合理性。



3.5 关联交易

对关联方的帮衬:

江苏正丹化学一共披露了16个关联公司，有实际控制人亲家的公司，女儿参股的公司，最多的是实际控制人弟弟的公司，一共有12个之多。这12个公司，有物流公司、小贷公司、投资公司、合金材料公司、铝业公司、光学公司，其中有一个是化学品公司。需要证明这家化学品公司的主要业务及经营场所，与公司是否存在竞争及潜在竞争，在供应商、客户方面与发行人是否存在重叠；是否存在通过供应商、客户，使得两家公司发生间接交易的情况，两家公司的资产、人员、业务关系有没有完全独立。

3.6 关联交易

对关联方的帮衬:

吉林科龙建筑节能服务公司。工程项目的现场施工基本由劳务外包与专业分包完成，有40几个关联公司，其中最重要的是实际控制人弟弟控制的一家劳务公司，每年有2、3百万的关联交易，虽然这两三百万占吉林科龙的收入不到5%，但是占实际控制人弟弟的公司几乎百分之百的收入。需要证明维持这种持续性关联交易的原因和必要性。

3.7 持续经营能力

核心技术的完整产权:

商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得，都是由另一个公司无偿授权使用。

应该签订合法有效的专利使用许可的协议，防止专利权人单方面撤消专利授权使用。

行业景气度:

下游是光伏、钢铁等景气度波动很大的行业，如果处在萧条期，可能大幅度降低采购，或中止合作。

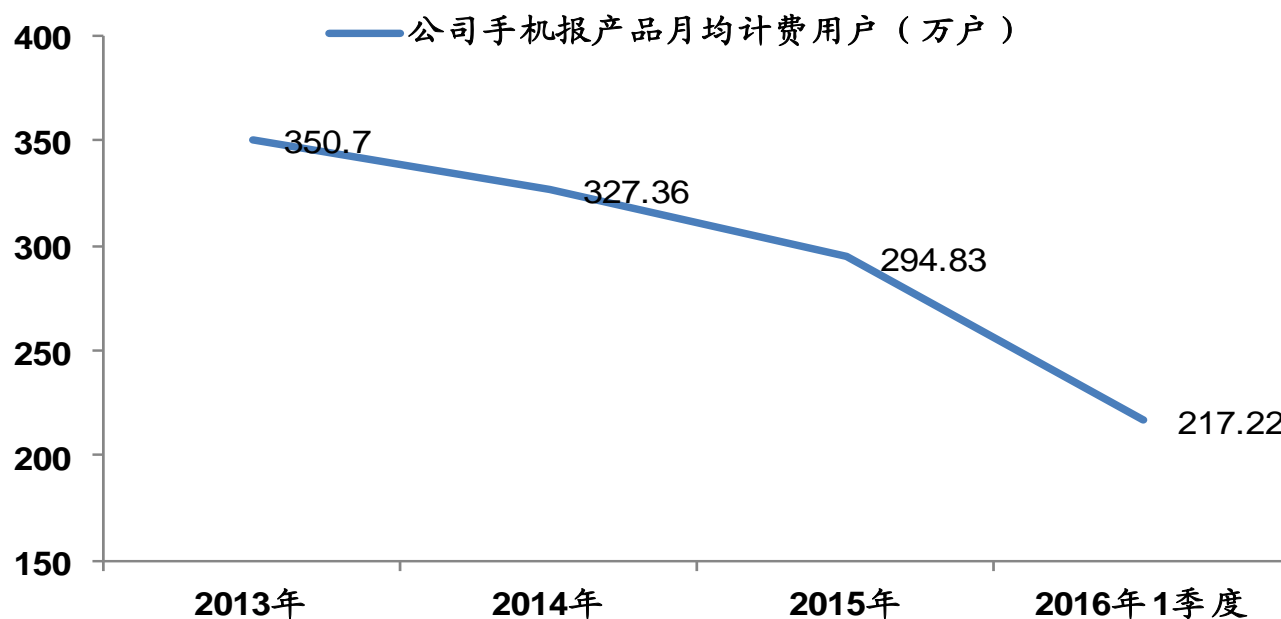
合同能源管理模式，为钢铁、石化等企业提供节能服务，先安装，后收益分享的模式，能否顺利回收资金，完全取决于客户的配合程度。在目前国内的商业环境下，这种模式有很大风险。客户很有可能拒绝抄表结算收益。客户违约沟通不成只好打官司。

时代院线被否，主要原因是电影行业资本过剩，同时行业增速放缓，上座率、影院平均利润等各项指标下降，影院亏损面增大。

3.7 持续经营能力

政策变化:

四川新闻传媒实际控制人是四川省委宣传部，主要产品是手机短信、彩信方式发送的手机报，群发外呼是移动数据业务重要的推广方式。但政策监管环境出现了重大变化，2015年停止了该模式。导致公司所从事的业务下滑乃至彻底消失。



3.8 以政府和国企为主要客户

招投标流程问题：政府、国企项目必须走招投标流程

公司资质和人员资质：

园林设计公司有乙级工程设计资质，可承担**2000**万元以下的大型风景园林工程项目的设计。如果报告期内公司有超过**2000**万的合同，就属于超越资质。

项目施工人员，无论自己员工还是外包人员，都应该有相关资质。

- 风险提示：新三板流动性、政策不及预期。

分析师声明

钮宇鸣、孔维娜

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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

中小市值研究团队:

钮宇鸣

SAC执业证书编号: S0850511010040

电话: 021-23219420

Email: ymniu@htsec.com

孔维娜

SAC执业证书编号: S0850512070006

电话: 021-23219223

Email: kongwn@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。