

业绩下滑 分化加剧

——新三板挂牌公司 2013 年年报分析

内容要点：

- **新三板 13 年整体业绩下滑。**截止 4 月 30 日，已公布 2013 年年报的 709 家挂牌公司 共实现营业收入 666.9 亿元，同比增长 12.5%，增速较 12 年回落 4.4 个百分点；归属母公司净利润 52.1 亿元，同比下降 1.8%，增速较 12 年回落 17.1 个百分点。
- **毛利率稳定，盈利和营运能力下降，现金流改善。**1) 新三板毛利率水平相对较高，且较为稳定。2013 年新三板整体毛利率为 33%，高于中小板，与创业板基本相当。2) 三项费用率上升是净利率下滑的主要原因。13 年三项费用率达 24.4%，高于中小盘股 14.6% 的平均水平，尤其管理费用率有较大提升空间。另外新三板整体 R&D 占营业收入比重 6%，略高于创业板 5.7% 的水平。3) 应收账款和存货周转率逐年下滑，营运资本周转率较为稳定。4) 现金流状况明显改善。13 年整体经营性净现金流由负转正，经营性现金流占营业收入比重也从 -1.25% 上升至 4.32%。
- **净利率下滑是 ROE 下滑的主要原因。**13 年挂牌公司整体 ROE 为 11.6%，同比下滑 2.2 个百分点，平均 ROE 为 12.2%，同比下滑 4.4 个百分点。新三板与创业板的 ROE 差距从 12 年 6.2% 大幅缩减至 13 年的 3.8%。从杜邦分析看，最近三年挂牌公司净利率和资产周转率趋势性下滑，权益乘数也有回落，13 年净利率下滑和资产周转率下滑对 ROE 的负贡献分别为 1.75% 和 0.68%，其中净利率下滑是拖累 ROE 回落的最主要原因。
- **包容更促分化。**新三板是包容性最强的全国性资本市场，包容则意味着分化，分化同时意味着巨大的机会和巨大的风险。从 13 年报来看，这种分化的趋势在加剧。1) 从绝对水平看，88.3% 的公司盈利，最高净利 1.35 亿元，11.7% 的公司亏损，最大亏损 1.4 亿元。2) 从增速看，新三板的业绩增速分布与正态相去甚远，众数落在中间和两端，与中小板创业板增速分布差距较大。
- **行业分化波动。**新三板多属于细分行业，从大的方向看，仍建议重点关注 TMT、生物医药、新材料和高端装备。1) 已公布年报的 709 家挂牌公司覆盖 24 个申万一级行业。从公司家数看，计算机仍为第一大行业，占比 26.4%，其次为机械设备，占比 19%，不过随着行业多样化的提升，原有的行业空白基本被填补，消费类占比也在提升。2) 计算机、机械设备、电子、化工、通信等大行业公司平均净利润规模在 560-670 万区间，医药生物在 900 万左右。3) 半数行业正增长，增速分化大，过半数行业 ROE 下滑，多数行业毛利率保持稳定。

证券分析师

李筱璇，CFA FRM
A0230511040044
lixix@swsresearch.com
(8621)23297818×7280

联系人

严晓鸥
yanxo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

目录

1. 整体业绩下滑	2
1.1 8 家公司年报披露逾期	2
1.2 业绩小幅转负	2
1.3 毛利率稳定，盈利和营运能力下降，现金流改善	3
1.4 净利率下滑是 ROE 下滑的主要原因	6
2. 包容更促分化	7
2.1 正负净利 1.4 亿元	7
2.2 正负增速超 10 倍	9
3. 行业分化波动	10
3.1 行业已呈多样性特征	10
3.2 从行业看业绩分化大波动大	11

1. 整体业绩下滑

1.1 8家公司年报披露逾期

8家公司年报爽约。截止4月30日，新三板共有挂牌公司717家，除8家公司外，其他公司均在规定期限内披露2013年年报。金豪制药、鼎普科技、华高世纪、汉唐自远、优炫软件、佳星慧盟等6家挂牌公司因“逾期未披露年报”被股转系统暂停股票转让；桦清股份因高层涉嫌非法经济活动，已于今年年初向股转系统申请股票暂停转让；ST羊业则长期处于暂停转让状态。根据《股转系统业务规则》，“未在规定期限内披露年度报告或者半年度报告的，自期满之日起两个月内仍未披露年度报告或半年度报告”有终止挂牌风险。

表 1：8家公司未按时披露 2013 年报

代码	公司	预约披露日期	未能及时披露的原因
430013	ST 羊业	未预约披露	连续 7 年未披露财报，且未向证监会申请成为非上市公众公司
430026	金豪制药	2014/4/30	年度审计工作未完成
430036	鼎普科技	2014/4/29	审计机构合并更换主审会计师，安排审计时间较晚，导致年度报告不能按时披露
430039	华高世纪	2014/4/29	更换审计机构，审计未完成
430124	汉唐自远	2014/4/29	因年度审计时间安排，未能及时披露
430208	优炫软件	2014/4/30	变更会计师事务所
430232	桦清股份	2014/4/30	公司年报中一些经济数据还应进一步查实受前任董事长和前任财务总监的刑事案件影响的程度，经公司慎重研究，将 2013 年年度报告延期
430246	佳星慧盟	2014/4/30	公司年报审计工作未按期完成

资料来源：申万研究

1.2 业绩小幅转负

截止4月30日，已公布2013年年报的709家挂牌公司¹共实现营业收入666.9亿元，同比增长12.5%，增速较12年回落4.4个百分点；归属母公司净利润52.1亿元，同比下降1.8%，增速较12年回落17.1个百分点。而同期中小板和创业板分别录得6.38%和10.75%的净利润增速。

表 2：新三板可比公司最近三年盈利数据统计

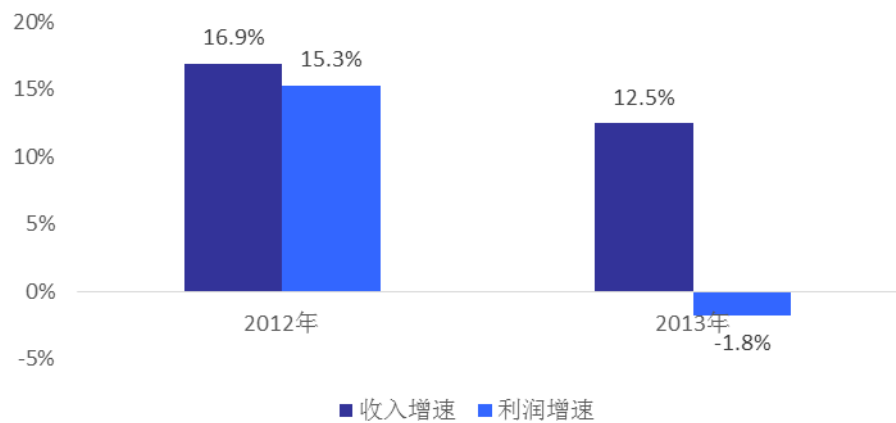
	营业收入/万元			归属母公司净利润/万元		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年

¹ 由于今年以来挂牌公司家数已翻倍，TTM 法样本覆盖度较低，鉴于数据可得性，我们仅在年报层面上进行分析。

合计	5,071,711	5,929,232	6,669,175	459,856	530,131	520,682
平均	7,174	8,363	9,406	649	748	734
中值	3,062	3,963	4,631	244	322	348
最大	159,852	212,509	267,965	8,169	16,642	13,476
最小	0	0	7	-1,581	-3,155	-14,216

资料来源：股转系统，Wind，申万研究

图 1：13 年业绩下降



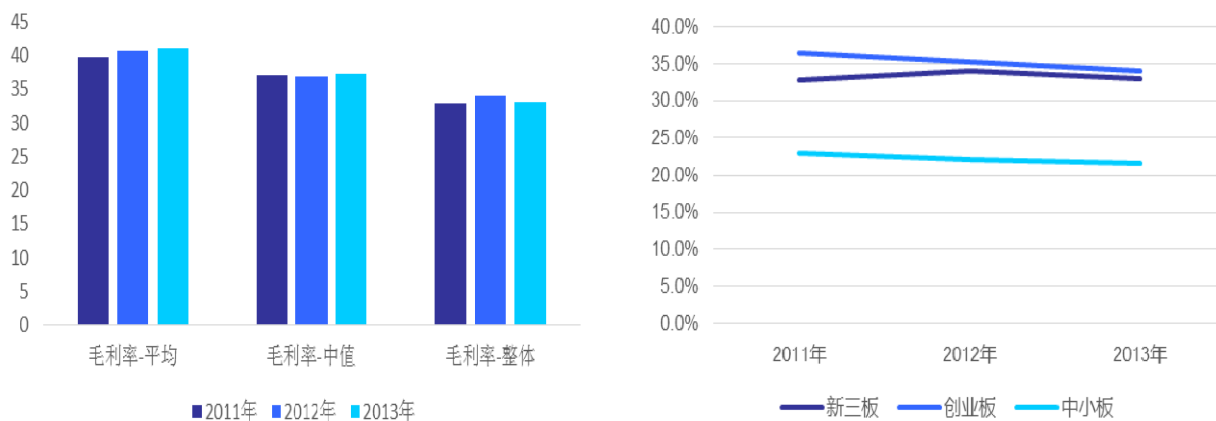
资料来源：Wind，股转系统，申万研究

1.3 毛利率稳定，盈利和营运能力下降，现金流改善

毛利率维持在较高水平。新三板的毛利率水平相对较高，且较为稳定，2013 年整体毛利率水平为 33%，较 12 年略有回落；平均值和中值分别为 41% 和 37%，均略高于 12 年水平。新三板毛利率高于中小板，与创业板基本相当，我们认为一方面新三板多处于新兴产业；另一方面新三板中软件公司占比高，特殊的行业属性拉高了整体毛利率水平。

图 2：毛利率较为稳定 (%)

图 3：新三板毛利率与创业板相当

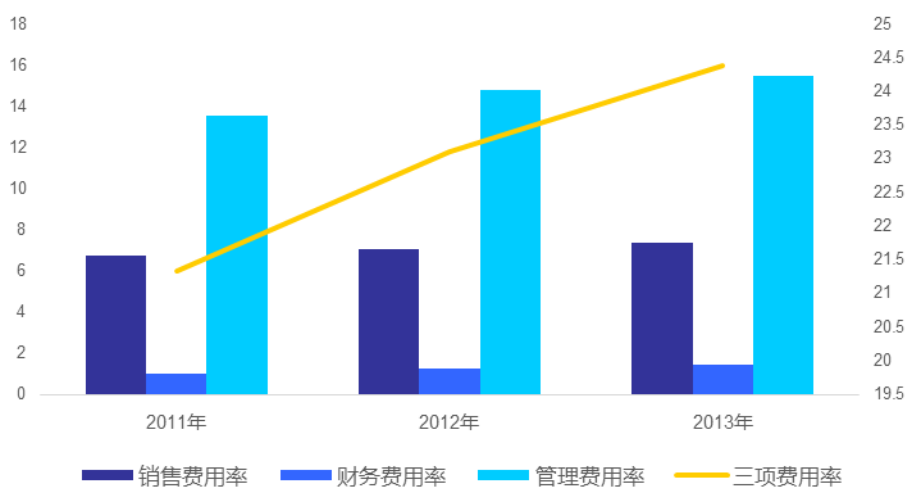


资料来源：Wind，股转系统，申万研究

资料来源：Wind，股转系统，申万研究

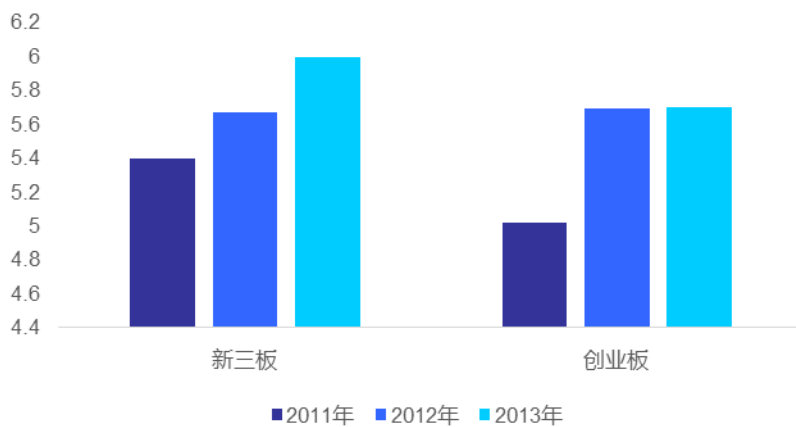
三项费用率上升是净利率下滑的主要原因。1) 最近三年，挂牌公司的销售费用、财务费用和管理费用率均在不断上升，共同推升期间费用率。2013年挂牌公司三项费用率已达24.4%，同比上升1.3个百分点，而毛利率相对稳定，我们认为费用率上升是挂牌公司净利率率下滑（下文分析）的主要原因。2) 较高的费用率也意味着盈利能力尚有较大的提升空间，同期中小板和创业板三项费用率仅为14.6%。13年新三板销售费用率低于创业板1.5个百分点，但管理费用率和财务费用率分别比创业板高3.9和1.6个百分点，财务费用受新三板融资结构限制，但管理费用尚有较大提升空间。3) 另外值得注意的是，新三板公司的R&D水平相对较高且逐年提升，2013年新三板整体R&D占营业收入比重6%，略高于创业板5.7%的水平。

图4：三项费用率呈上行趋势（%）



资料来源：Wind，股转系统，申万研究

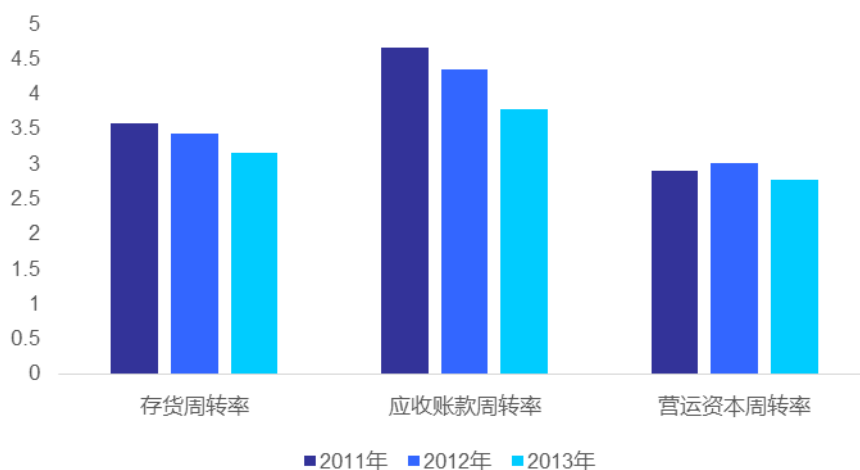
图 5: R&D 略高于创业板 (%)



资料来源: Wind, 股转系统, 申万研究

营运能力略有下降。2013 年挂牌公司整体存货周转率为 3.15, 应收账款周转率为 3.79, 均呈逐年下滑态势, 不过营运资本周转率较为稳定, 13 年为 2.77。

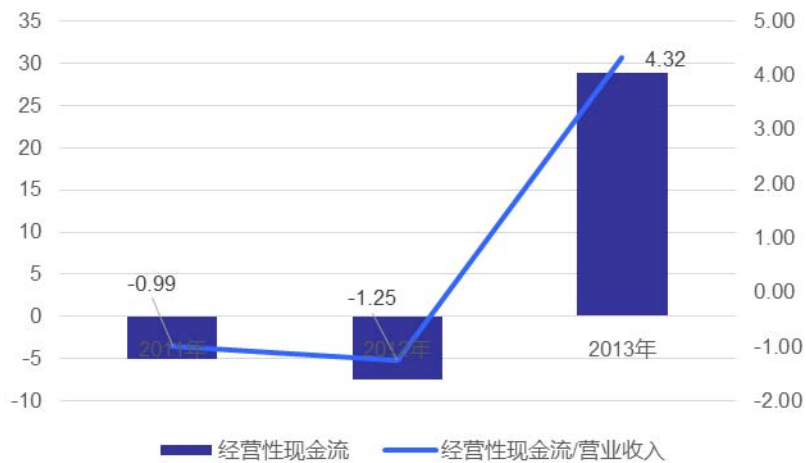
图 6: 营运能力略有下降 (%)



资料来源: Wind, 股转系统, 申万研究

现金流状况明显改善。2013 年挂牌公司整体经营性净现金流由负转正, 经营性现金流占营业收入比重也从-1.25%上升至 4.32%。

图 7：现金流有所改善（亿元/%）



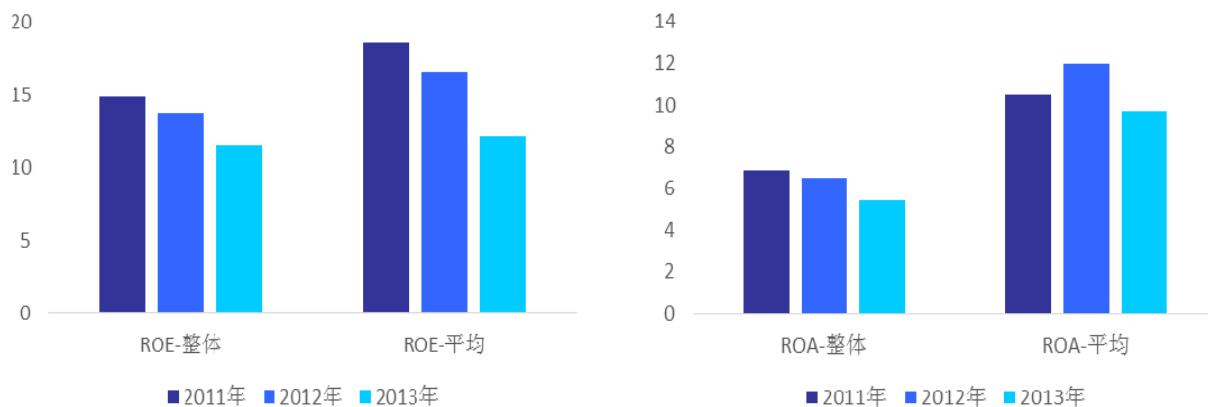
资料来源：Wind，股转系统，申万研究

1.4 净利率下滑是 ROE 下滑的主要原因

ROE 优势大幅减弱，主要源自净利率下滑。1) 2013 年挂牌公司整体 ROE 为 11.6%，同比下滑 2.2 个百分点，平均 ROE 为 12.2%，同比下滑 4.4 个百分点。由于新三板公司没有经历 IPO 的大幅股权稀释，ROE 相较 A 股一直存在优势，不过这种优势在 13 年大幅削弱，新三板与创业板的 ROE 差距从 12 年 6.2% 大幅缩减至 13 年的 3.8%。2) 从杜邦分析看，最近三年挂牌公司净利率和资产周转率趋势性下滑，权益乘数也有回落，13 年净利率下滑和资产周转率下滑对 ROE 的负贡献分别为 1.75% 和 0.68%，其中净利率下滑是拖累 ROE 回落的最主要原因，而根据我们上文分析，费用率上升又是拖累净利率的主要原因。

图 8：新三板 ROE 下滑

图 9：新三板 ROA 下滑



资料来源：Wind，股转系统，申万研究

资料来源：Wind，股转系统，申万研究

表 3：ROE 杜邦分析

	2011 年	2012 年	2013 年
ROE	14.9%	13.8%	11.6%
净利率	9.1%	8.9%	7.8%
总资产周转率	75.9%	73.0%	69.4%
权益乘数	2.17	2.12	2.14

资料来源：申万研究

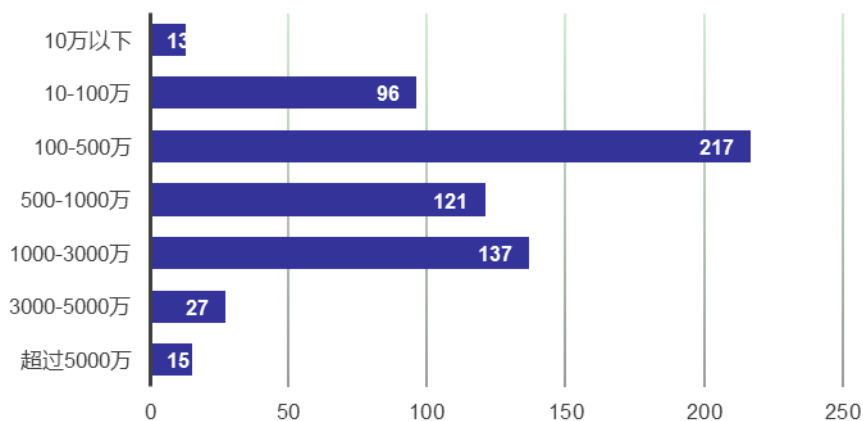
2. 包容更促分化

新三板是包容性最强的全国性资本市场，包容则意味着分化，分化同时意味着巨大的机会和巨大的风险。从 13 年报来看，这种分化的趋势在加剧。

2.1 正负净利 1.4 亿元

将近 90% 的挂牌公司实现盈利。709 家公布年报的挂牌公司中，有 626 家公司盈利，占比 88.3%，其中中科软以 1.35 亿元居于榜首，其次是湘财证券 1.3 亿元，盈利规模最小的威控科技归属母公司净利润仅为 8907 元。从 626 家盈利公司的分布来看，仍以 100-500 万居多，占比 34.7%，不过超过 1000 万的占比也有 28.6%，另外还有 13 家公司净利在 10 万以下。

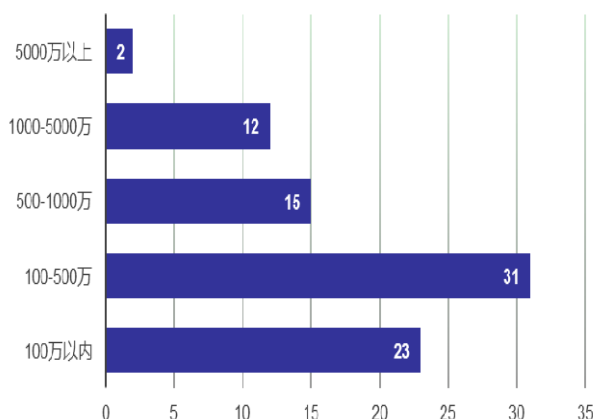
图 10：盈利公司的净利润分布



资料来源：Wind，股转系统，申万研究

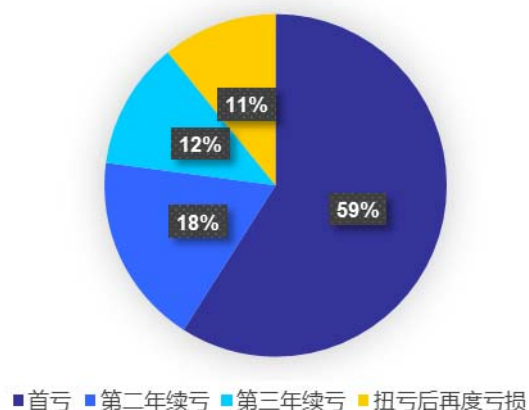
亏损公司家数和亏损规模明显扩大。83家公司亏损，占比11.7%，其中中搜网络亏损额最大，为1.42亿元，三灵科技亏损额最小，为3.4万元。1) 从分布看，最集中的是100-500万和100万以内，占比分别为37.3%和27.7%，不过也开始出现6000万及1亿以上的巨亏。12年亏损公司为59家，亏损额超过1000万的仅有6家，最大3155万元，可见从亏损公司家数和规模上，13年都迅猛扩大，这些盈利恶化的公司拉低了13年新三板整体的盈利水平。2) 从结构看，83家亏损公司中，有49家是最近三年首次亏损，占比超过一半，其中63.3%的是14年以前挂牌的公司，36.7%是14年全面扩容以后挂牌的公司；有10家三年连续亏损（全面扩容前后的公司占比各半），占比12%；另有9家公司11年亏损，12年盈利后，13年再度亏损。

图 11：亏损公司业绩分布



资料来源：Wind，股转系统，申万研究

图 12：亏损公司结构

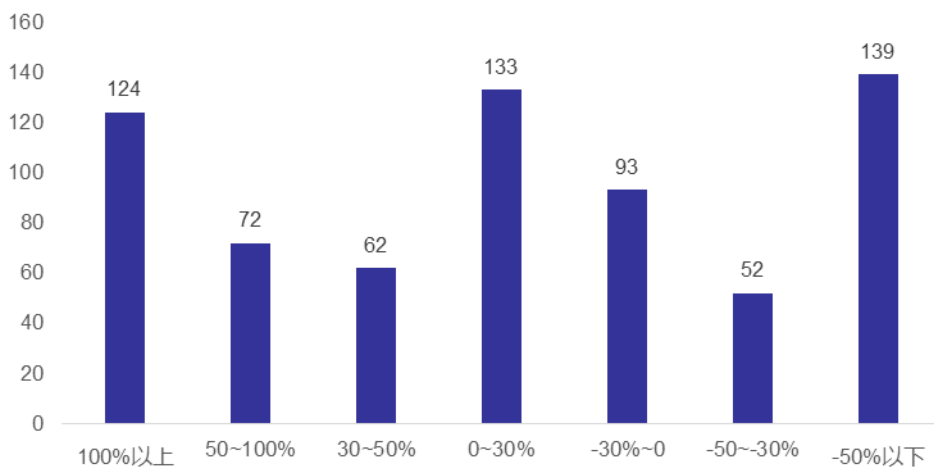


资料来源：Wind，股转系统，申万研究

2.2 正负增速超 10 倍

新三板的业绩增速分布与正态相去甚远，众数落在中间和两端。709 家挂牌公司中，34 家公司 13 年业绩实现反转扭亏为盈，占比 4.8%，占 12 年亏损公司的比例为 57.6%。除扭亏公司以外的 675 家公司中，57.9% 的公司实现正增长。相比较中小板和创业板，新三板公司的业绩增速分布呈现有趣的特点，一方面，虽然也有相当大数量落在 0-30% 区间，但 19.7% 的占比远小于中小板的 27.3% 和创业板的 35.9%；另一方面，新三板公司呈现明显的两极分化，增速超过 100% 的公司和下滑超过 50% 的公司占比分别高达 18.4% 和 20.6%，其中增速超过 1000% 的公司有 13 家，500-1000% 的公司有 14 家，下滑超过 1000% 的公司有 8 家，两级分化符合新三板规模小、高科技、初创期的公司特征。

图 13：新三板 13 年业绩增速众数分别落在两端和中间



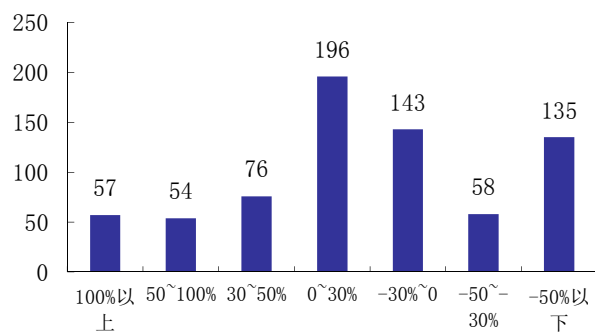
资料来源：Wind，股转系统，申万研究

图 14：中小板 2013 年业绩同比增长公司数量略高于下滑公司数量²

图 15：创业板 2013 年多半数公司业绩同比增长

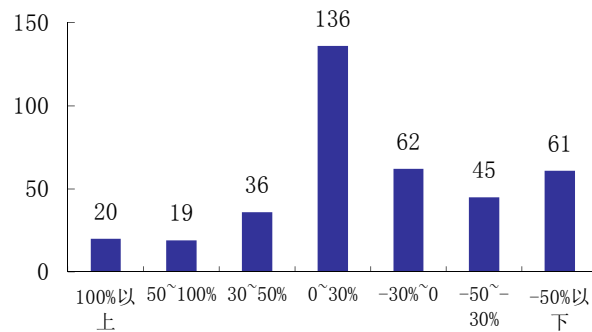
² 引用自申万中小公司年报点评

中小板2013年业绩增速分布



资料来源: wind, 申万研究

创业板2013年业绩增速分布



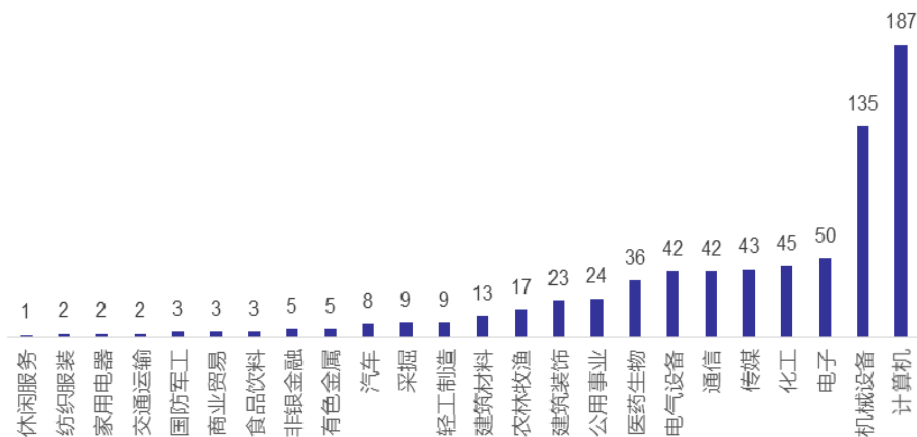
资料来源: wind, 申万研究

3. 行业分化波动

3.1 行业已呈多样性特征

已公布年报的 709 家挂牌公司覆盖 24 个申万一级行业。从公司家数看, 计算机仍为第一大行业, 占比 26.4%, 其次为机械设备, 占比 19%, 不过随着行业多样化的提升, 原有的行业空白基本被填补, 消费类占比也在提升。

图 16: 计算机公司仍占近三成



资料来源: Wind, 股转系统, 申万研究

3.2 从行业看业绩分化大波动大

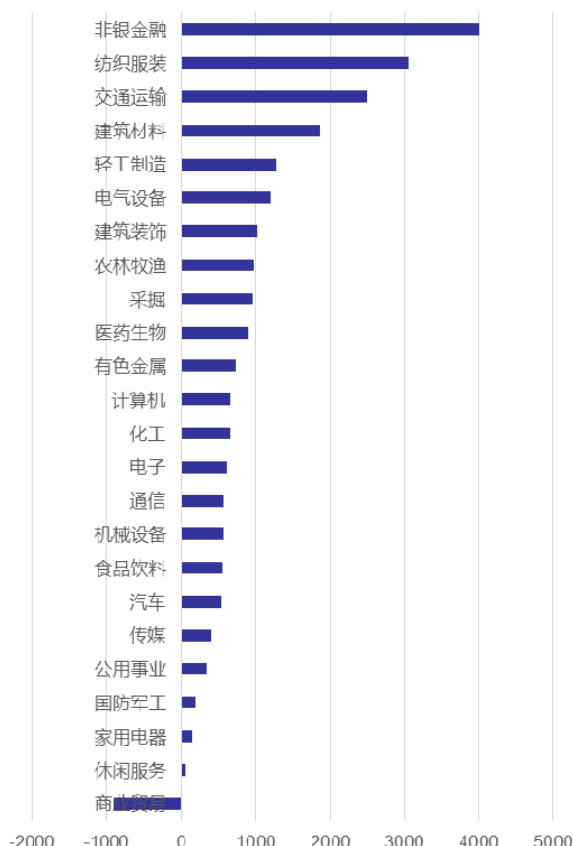
大行业公司平均净利多在 500-1000 万水平。1) 从盈利规模看, 前两位也是计算机和机械设备, 行业净利润分别为 12.6 亿元和 7.6 亿元, 其次为电气设备和医药生物。2) 从平均净利看, 由于湘财证券的贡献, 非银金融行业中的公司平均净利最高, 为 3997 万元, 其次是纺织服装和交通运输, 大行业中, 计算机、机械设备、电子、化工、通信等净利润规模在 560-670 万区间, 医药生物在 900 万左右。

图 17: 盈利规模 (万元)



资料来源: Wind, 股转系统, 申万研究

图 18: 平均净利 (万元)



资料来源: Wind, 股转系统, 申万研究

半数行业正增长, 增速分化大。从 13 年业绩增速看, 有超过一半的行业实现正增长, 但增速超过 30% 的行业只有休闲服务和交通运输; 而业绩下滑的行业下滑幅度大都较大, 负增长超过 50% 的行业有商业贸易、家用电器、国防军工、传媒和有色金属。从最近两年的行业增速看, 稳定增长的行业有建筑材料、建筑装饰和食品饮料; 增速加快的行业有医药生物; 由负转正的行业有电

气设备、化工、机械设备、交通运输和休闲服务；增速明显下滑的行业有非银金融、商业贸易、国防军工、家用电器、采掘、传媒、农林牧渔和有色金属。

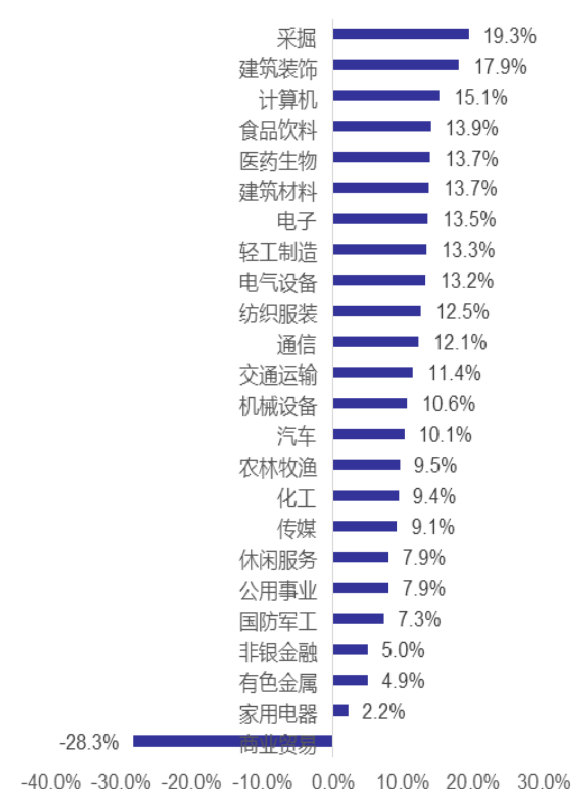
过半数行业 ROE 呈下滑态势。从 ROE 来看,58.3%的行业 ROE 超过 10%，超过 15%的有采掘、建筑装饰和计算机。从最近三年的趋势看，超过半数的行业 ROE 有下滑态势，降幅较大（超过 5 个百分点）的有商业贸易、传媒、国防军工、家用电器、有色金属、通信和农林牧渔；ROE 略有提升的有非银金融和交通运输；相对稳定（变动 3 个百分点以内）的有采掘、公用事业、计算机、建筑装饰、汽车、轻工制造、食品饮料、休闲服务和医药生物。

图 19：行业增速分化大



资料来源：Wind，股转系统，申万研究

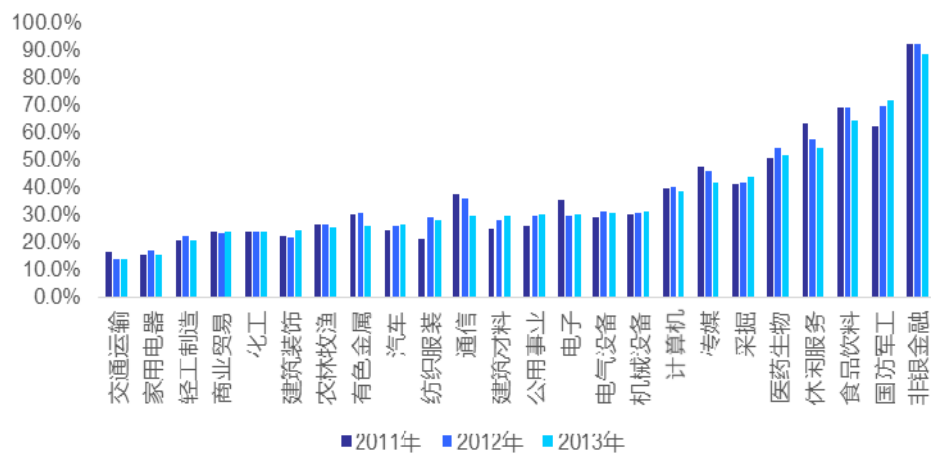
图 20：近六成行业 ROE 超过 10%



资料来源：Wind，股转系统，申万研究

多数行业毛利率保持稳定。毛利率水平因行业性质不同差距很大，大多数行业变动幅度不大，其中呈较明显上升态势的有建筑材料、公用事业、采掘和国防军工；呈较明显下降态势的有通信、电子、传媒、休闲服务。

图 21：最近三年行业毛利率



资料来源：Wind，股转系统，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。