

“创业板”投资机会分析

研究员

高凌智

☎ 0755 - 83516242

✉ gaolz@cgws.com

要点:

- 通过比较近年来国务院对“创业板”实施意见的表述,分析“创业板”推出的法律制度基础、交易场所基础、证券市场环境基础,可以看到 2009 年推出“创业板”值得期待。2009 年 3 月,“两会”召开前后将会是比较敏感的时间与政策窗口。投资者应该密切关注“创业板”相关概念公司的股价走势。
- 受益于创业板市场与创业板上市公司的“券商板块”,其机会更多体现在“创业板”概念的集体上涨中。我们建议重点关注承销业务基础雄厚的中信证券(600030)、海通证券(600837)。对于含有券商股权的 A 股公司,我们建议重点关注吉林敖东(拥有广发证券股权 27.14%)、辽宁成大(拥有广发证券股权 27.3%)。重点关注北京城建(拥有国信证券股权 4.9%)
- 受限于创业板储备、排队公司信息收集的局限性,直接受益类 A 股公司面临发掘难度大的困难,通过对 A 股公司相关信息的筛选,综合考虑公司治理结构、发展的稳定性、创投概念的信息确定性。我们建议重点关注具有科技园区孵化功能的 A 股公司张江高科(600895)。
- “创业板”上市公司,绝大多数通过专业“创投机构”投资得以快速成长。“创业板”的推出不但为这类机构创造了退出机会,还提供了丰富的回报。拥有“创投机构”股权的 A 股公司,将获取明显的股权价值间接提升机会。通过对 A 股公司投资“创投机构”的信息整理,结合最近 3 年中国创投机构排名变化,我们建议重点建议关注的电广传媒(000917)[达晨创业投资公司]、南天信息(000948)[盈富泰克创业投资公司]、大众公用(000635)[深圳创新投资集团]、钱江水利(600283)[浙江天堂硅谷创业投资有限公司]。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

“创业板”投资机会分析

一、“创业板”：曲折中再现曙光

1 “创业板”新表述重拾信心

中国自 1998 年提出“创业板”建设构想，至今已有十多年的曲折历程。2008 年 12 月，为落实“扩内需、保增长”经济方针，支持优质中小企业渡过全球经济寒冬，国务院再度提出“适时推出创业板”的意见。经过比较近年来国务院对于“创业板”的意见表述和准备基础，可以看出“创业板”在 2009 年离投资者已是越来越近。

2004 年表述：“分步推进创业板市场建设”（国九条）。2008 年初表述：“建立创业板市场”（国务院 2008 年工作要点）。2008 年末表述：“适时推进创业板”（金融国九条）。

表 1：创业板市场建设大事记

时间	事件
2008 年 12 月	国务院发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》，提出适时推出创业板。
2008 年 3 月	中国证监会就《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》向社会公开征求意见。
2007 年 12 月	尚福林表示，推进以创业板为重点的多层次市场条件已经比较成熟。
2007 年 8 月	《创业板发行上市管理办法（草案）》获得国务院批准。
2007 年 3 月	深交所称创业板技术准备到位，尚福林则要求积极稳妥推进。
2004 年 5 月	证监会同意深交所设中小板。6 月，8 只新股在中小板上市。
2003 年 10 月	十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》，对创业板有了明确说法，“推进风险投资和创业板市场建设”
2003 年 3 月	十届全国人大一次会议，广东省副省长宋海提交《关于尽快推出创业板市场的议案》。创业板讨论再度白热化。
2002 年 8 月	《中小企业促进法》出台。深交所调整定位为中小企业服务。成思危也提出创业板“三步走”建议，中小板作为创业板的过渡。
2000 年 10 月	深市停发新股，筹建创业版。但是随着纳斯达克神话的破灭，创业板推出延缓。
1999 年	深交所提交《深圳证券交易所关于进行成长板市场的方案研究的立项报告》，开始着手筹建创业板。
1998 年	全国人大常委会副委员长成思危提交《关于借鉴国外经验，尽快发展我国风险投资事业》提案。提出创业板构想。

数据来源：长城证券研究所

2 “创业板”推出基础较为成熟

从法律制度基础、交易场所基础、证券市场环境基础三方面来看，“创业板”

具备较为成熟的推出条件，管理层选时推出将成为问题关键所在。但是 2009 年仍将是值得期待的年份。

法律制度基础：2008 年 3 月 21 日，中国证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》，对创业板上市公司条件、承销商责任都进行了详细规定。通过座谈会等各种形式宣传，发行人、投资者对其中内容已经较为熟悉。

表 2：创业板上市公司主要条件

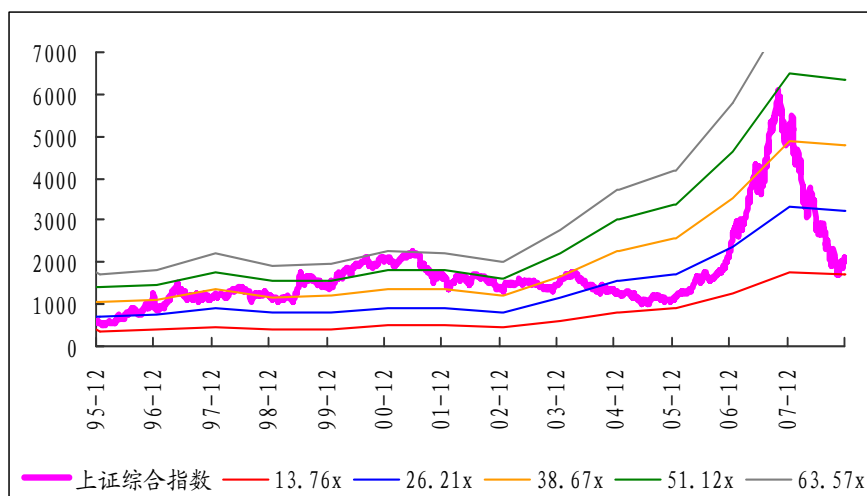
要求	创业板
发行人	发行人应当是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司。发行人主要经营一种业务，符合国家产业政策及环境保护政策。最近两年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。
盈利能力	标准 1：最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元，且持续增长。 标准 2：最近一年盈利，且净利润不少于五百万元，最近一年营业收入不少于五千万元，最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十。
净资产	发行前净资产不少于 2000 万元。
股本	发行后股本总额不少于 3,000 万元。
保荐期限	要求保荐人在发行人上市后三个会计年度内履行持续督导责任。

数据来源：长城证券研究所

交易场所基础：从沪深交易所的比较来看，深交所具有优势条件。深交所为创业板的启动已经准备多年，其在上市规则、信息披露规则、报价交易规则、技术系统准备方面也经过了多次前期测试。经过持续改进，也具备启动条件。

证券市场环境基础：这一基础涉及到估值环境、资金环境、风险环境、投资者成熟程度等方面。从估值环境看，目前 A 股市场 PE 水平 14.5 倍、PB 水平 2.07 倍，处于历史低位，即使考虑到发行上市的溢价因素，投资者承担整体风险相对较低；从资金环境来看，为应对经济下滑，央行通过降息、支持贷款等措施实现宽松的货币供应，09 年 M2 的增长目标是 17%。宽松的流动性环境已经成为证券市场共识，根据普华永道中小企业 320 亿融资规模的估计，上市承接资金较为雄厚。从风险环境与投资者成熟程度来看，投资者经历 08 年熊市洗礼后，在股市投资与投机追捧上已经教训颇深，创业板市场的投资风险会受到一定遏制。

图 1：上证综指静态 PE 走势



数据来源：长城证券研究所

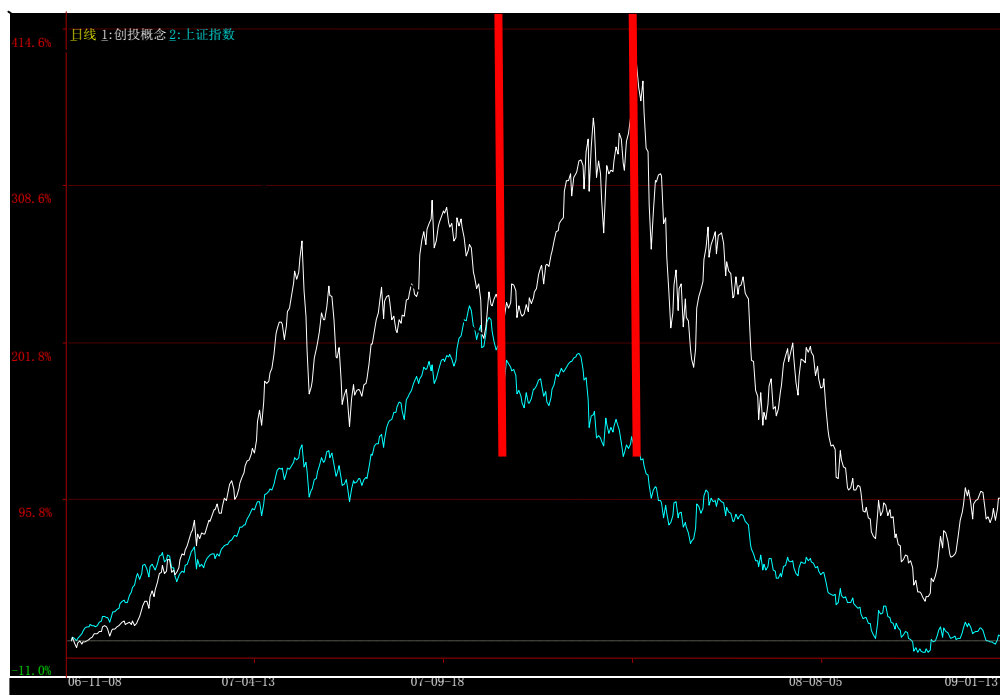
二、A 股投资者：寻找时间与价值链维度

对于 A 股市场投资者，“创业板”机会，可以从时间、公司价值链两个维度来把握。

1 不确定性时间维度中的诱惑

从“时间”维度来看，在“创业板”推出预期较为强烈的时期，A 股“创投概念”板块会通过上涨来提前反应这一预期。2007 年 8 月，《创业板发行上市管理办法(草案)》获得国务院批准后，A 股市场“创投概念”题材公司股价受到疯狂炒作。我们选取“创投概念”板块中隐含股价投资较为确定、成交活跃的股票，创建了“创投概念”指数。通过比较“创投概念”指数与上证综合指数的涨幅表现，可以看到，2007 年 11 月至 2008 年 3 月初，创投概念股与基准指数明显出现背景走势，投资创投概念股获取非常明显的优势回报。

图 2：创投概念指数与上证综指 06-11-8 至 09-01-13 比较图



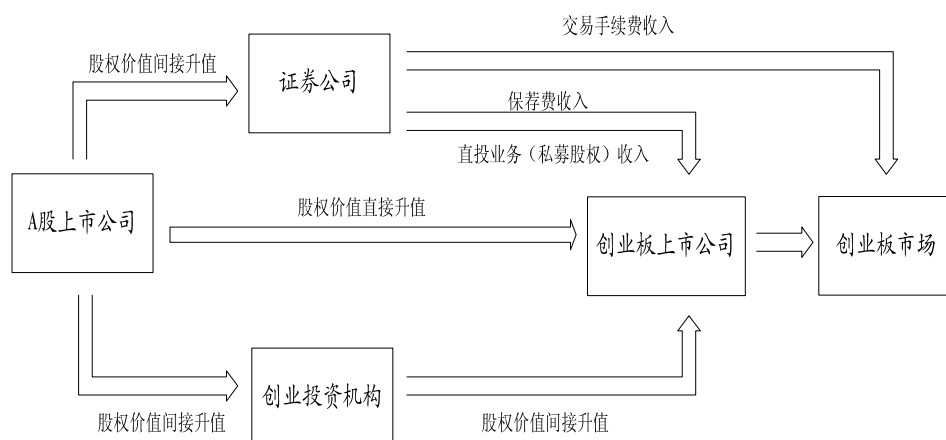
数据来源：长城证券研究所 天相证券分析系统

“时间维度”，充满着丰富的回报与难以把握的时间点矛盾。综合各种情况，我们认为 2009 年 3 月，“两会”召开前后将会是比较敏感的时间与政策窗口。投资者应该密切关注“创业板”相关概念公司的股价走势。

2 确定性价值链中的布局

从公司价值链维度来看，“创业板”推出将会提升相关 A 股公司的股价投资价值、拓宽相关证券公司的业务范围。

图 3：创业板受益价值链分解



数据来源：长城证券研究所

通过上述链式分解，可以看到创业板受益上市公司可以从三个方面来发掘：



第 1, 受益于创业板市场与创业板上市公司的“券商板块”。其中以创新类券商、含有创新类券商股权的 A 股公司为主。第 2, “直接受益板块”。以直接参股投资创业板上市公司的 A 股公司为主。第 3 类, “间接受益板块”。A 股公司参股投资“中国创业投资机构”, 此类创投机构投资的公司登陆“创业板”市场后, A 股公司获取间接受益。

三、受益板块与重点个股推荐

1 券商板块

“创业板”推出后, 可以为创新类券商带来交易手续费收入、股票承销收入、直投业务(私募股权)收入三部分增量收入。如果从定量收入考虑, 由于“创业板”上市公司都是小市值公司, 其贡献交易量较为有限, 不构成收入亮点。从股票承销收入考虑, 根据普华永道预计 2009 年有 80 只中小盘新股上市, 融资额为 320 亿, 假设都以“创业板”为主, 根据 07 年 4.5% 的平均承销费率, 创业板能实现的承销收入只有 14.4 亿, 这部分收入在券商增量收入中占比有限。直投业务由于仍处于初始拓展期, 短期内不会有较多的收入提供。

因此“券商板块”受益, 更多体现在“创业板”概念的集体上涨机会。对于券商板块, 我们重点关注承销业务基础雄厚的中信证券(600030)、海通证券(600837)。对于含有券商股权的 A 股公司, 我们重点关注吉林敖东(拥有广发证券股权 27.14%)、辽宁成大(拥有广发证券股权 27.3%)。重点关注北京城建(拥有国信证券股权 4.9%)。

表 3: 券商相关相关公司业绩与估值

A 股公司	股价 090113	07EPS	E08EPS	E09EPS	08PE	09PE
中信证券	18.44	3.73	1.16	1.20	15.90	15.37
海通证券	8.93	1.32	0.33	0.35	27.06	25.51
吉林敖东	20.70	3.47	1.36	1.05	15.22	19.71
辽宁成大	14.35	2.35	1.06	0.97	13.54	14.79
北京城建	7.42	0.35	0.69	0.70	10.75	10.60

数据来源: 长城证券研究所

2 股权价值直接提升公司

A 股公司中直接投资“创业板公司”的股权, 受益最为直接。“创业板”上市公司具有高成长性, 代表了医药、信息网络、新材料等行业。其上市股份除上获



得成长性溢价外，还因为流通盘不大，易受到游资追捧，股权增值显著。

受限于创业板储备、排队公司信息收集的局限性，直接受益类 A 股公司面临发掘难度大的困难，通过对 A 股公司相关信息的筛选，综合考虑公司治理结构、发展的稳定性、创投概念的信息确定性。我们只考虑了具有科技园区孵化功能的 A 股公司张江高科（600895）。

张江高科：

公司依托张江高科技园区，从事高科技技术园区的房地产项目开发、销售与租赁业务。张江高科技园区具有产业政策、交通环境、园区配套基础优势，已经形成了集成电路、生物医药研发、软件网络、金融 IT 服务为核心的产业群。公司在大股东上海张江（集团）有限公司的支持，获得园区大量土地储备资源，增长稳定特点突出。

公司还对园区内优质企业，提供了资金孵化服务，通过投资园区内的多个高新技术项目与创业型企业，力争培育新的业绩增长点。相关进行股权投资的公司有展讯通信（美国上市）、复旦张江（香港上市）、万得资讯（计划上市）、嘉事堂药业（计划上市）、微创医疗（计划上市）等。考虑到还有未披露的公司，该公司将是“创业板”推出的直接受益者。

公司 07、08、09 年业绩分别为 0.31、预测 0.48、预测 0.6，对应 PE 水平分别为 22.67、18.13 倍，建议重点关注。

2 股权价值间接提升公司

“创业板”上市公司，绝大多数通过专业“创投机构”投资得以快速成长。

“创业板”的推出不但为这类专业的风险投资、股权投资机构创造了退出机会，还提供了丰富的回报。拥有“创投机构”股权的 A 股公司，获取了股权价值间接提升的机会。

通过对 A 股公司投资“创投机构”的信息整理，结合最近 3 年中国创投机构排名变化，我们选出了稳定性较强的“创投机构”A 股公司股东。重点建议关注的电广传媒（000917）[达晨创业投资公司]、南天信息（000948）[盈富泰克创业投资公司]、大众公用（000635）[深圳创新投资集团]、钱江水利（600283）[浙江天堂硅谷创业投资有限公司]。

最近 3 年连续排名靠前的创投机构，耕耘中国创业投资型企业多年，其培育

的项目或公司，依然是“创业板”拟上市公司的主要企业基础。

表 4：A 股参股创投机构统计

序号	股票代码	股票简称	参股创投机构名称	参股比例	出资额合计 (亿)
1	000158	常山股份	清华紫光创业投资公司	8.00	0.24
2	000504	赛迪传媒	北京昌科晨宇科技企业孵化器有限公司	控股	-
3	000532	力合股份	清华科技创业投资有限公司	57.15	-
4	000917	电广传媒	深圳市达晨创业投资有限公司	75.00	-
5	000948	南天信息	盈富泰克创业投资有限公司	10.00	-
6	600210	紫江企业	上海紫江创业投资有限公司	98.28	2.90
7	600283	钱江水利	浙江天堂硅谷创业投资有限公司	27.13	0.40
8	600624	复旦复华	复旦复华科技创业投资有限公司	100.00	0.45
9	600630	龙头股份	上海慧谷高科技创业中心	21.30	0.30
10	600635	大众公用	深圳市创新投资集团	20.00	3.07
11	600718	东软集团	东方信息产业创业投资公司	70.00	0.70
12	000966	长源电力	武汉华工创业投资公司	-	-
13	000988	华工科技	武汉华工创业投资公司	16.16	0.10
14	000938	紫光股份	清华紫光创业投资公司	16.00	0.40
15	600884	杉杉股份	宁波杉杉创业投资有限公司	90.00	1.80
16	600770	综艺股份	江苏省高科技产业投资公司	53.85	-
17	600309	烟台万华	红塔创新投资股份有限公司	5.00	0.20

数据来源：长城证券研究所整理

表 5：最近 3 年创投机构排名

序号	2006 年	2007 年	2008 年
1	IDG 技术创业投资基金	软银赛富投资顾问有限公司	深圳市创新投资集团有限公司
2	软银亚洲投资基金	IDG 技术创业投资基金	IDG 创业投资基金
3	红杉资本中国基金	深圳市创新投资集团有限公司	红杉资本中国基金
4	联想投资有限公司	红杉资本中国基金	软银赛富投资顾问有限公司
5	寰慧投资（上海）有限公司	上海联创投资管理有限公司	联想投资有限公司
6	软银中国风险投资基金	凯鹏华盈中国基金	鼎晖创业投资
7	华登国际投资集团	海纳亚洲创投基金	兰馨亚洲投资集团
8	集富亚洲投资	鼎晖创业投资	深圳达晨创业投资有限公司
9	英特尔投资	联想投资有限公司	凯鹏华盈中国基金
10	鼎晖创业投资管理有限公司	北极光创业投资基金	德同资本管理有限公司
11	智慧创投股份有限公司	软银中国创业投资有限公司	苏州创业投资集团有限公司
12	美商中经合集团	华威科创投资管理顾问有限公司	软银中国创业投资有限公司
13	Doll 资本管理公司	恩颐投资 (NEA)	经纬创投中国基金
14	启明创投	德同资本管理有限公司	江苏高科技投资集团有限公司
15	德同资本管理有限公司	永威投资有限公司	北极光风险投资
16	上海华盈创业投资基金管理 有限公司	启明创投	上海永宣创业投资管理有限公司

17	今日资本	盈富泰克创业投资有限公司	启明创投
18	兰馨亚洲投资集团	KTB 投资集团	智基创投
19	联创策源	苏州创业投资集团有限公司	纪源资本
20	金沙江创业投资基金	金沙江创业投资基金	青云创投
其它排名			
	深圳市创新投资集团有限公司 29 名	深圳市达晨创业投资有限公司 29 名	浙江天堂硅谷创业集团有限公司 50 名内
	盈富泰克创业投资有限公司 33 名	武汉华工创业投资有限责任公司 38 名	武汉华工创业投资有限责任公司 50 名内
	深圳市达晨创业投资有限公司 34 名		
	深圳清华力合创业投资有限公司 38 名		

数据来源：长城证券研究所整理 清科-中国创业投资年度排名

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。