

赵建兴、苏舟

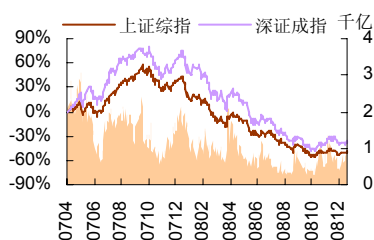
86-755-82943202

zhaojx@cmschina.com.cn

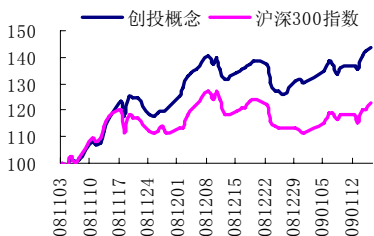
2009年2月3日

## 创业板推出临近，关注创投主题

### A股市场走势



### 创投概念股表现



### 内容摘要:

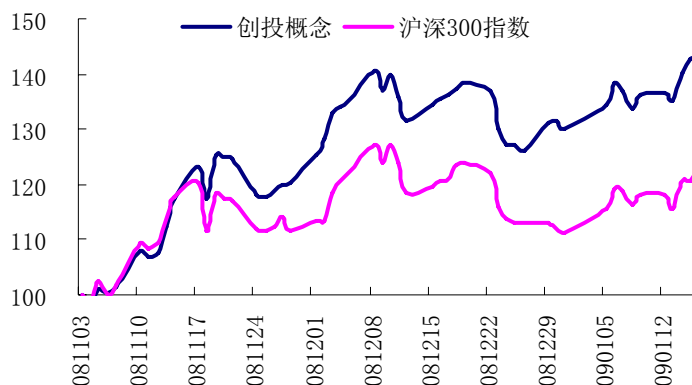
创业板的推出将是证监会 2009 年的重点工作之一。而自去年 11 月初 A 股市场见底以来，创投概念板块累计涨幅已达 42%。我们认为 2009 年创投概念板块将具备主题性的投资机会，建议投资者在充分考虑风险的前提下积极关注。

- **推出创业板已经势在必行，随时可能付诸实施。**从监管部门的准备工作进度来看，创业板的推出只不过是 2008 年未竟的工作付诸实施而已。我们认为，当前创业板的推出已无制度上的障碍，相关的准备工作也已就绪，唯一的前提便是股市稳定。而对于这一前提，无论是从市场供需层面，还是管理层的宏观调控来看，都表现出较为乐观的迹象，因此，创业板的推出随时可能付诸实施。
- **推出创业板的意义重在制度建设，提供退出渠道，并非投机乐园。**推出创业板的初衷，在于进一步完善资本市场多层次体系建设，为中小企业、新兴高科技行业提供更好的融资渠道，同时也为风险投资提供便捷有效的退出渠道。创业板在投资者准入条件方面不可避免地会设置一定门槛，以尽量避免过度炒作。
- **创业板推出将使相关公司风险投资的价值得到体现。**2007 年国内风险投资总额已超过 398 亿元，风险资本在计算机、医药、信息技术以及新材料、新能源等行业的投资大幅增加；而创业板的推出将使这些风险投资价值得以体现。
- **创业板推出时预计短期定价将偏高，创投概念的主题性投资将因此达到高点。**目前小盘股估值已经处于 A 股市场高端。而创业板在推出初期可能会吸引众多风险偏好型资金参与，从而进一步推高阶段性估值；但随着创业板规模的不断扩大，估值必然将逐步回归理性水平，甚至不能排除小公司的高风险导致低估值的可能。以此推断，在创业板第一批公司上市之时，拥有创投概念的上市公司从中获益的预期将最高，创投概念股的主题性投资届时将达到高点。
- **控制风险、以组合形式把握创投概念股的主题性投资机会。**出于对风险的考虑，我们建议关注具有较强业绩支持的创投概念股，以下列公司（但不限于）构建组合进行投资：**同方股份**（至少有 10 家以上的子公司符合创业板上市要求，预计首批将有 2-3 家进入上市流程）、**大众交通**（持股 20% 的深圳创投具有明显的竞争优势，08 年上半年已贡献净利润 0.5 亿元）、**张江高科**（投资 3 亿元、持股 30% 的张江汉世纪创业投资广泛投资于园区内优质创投企业，未来将有多家企业在创业板上市）、**电广传媒**（全资控股的达晨创投 07 年贡献利润 1.45 亿元，预计未来几年均有数家公司上市）、**南天信息**（投资 1000 万元、持股 10% 的盈富泰克创业投资，未来两年中将有多家企业在国内外上市）、**南京高科**（出资 1900 万元参股南京赛世科技创业投资有限公司，08 年出资 5 亿元成立南京高科新创投资有限公司，重点对拟上市公司实施股权投资）。

## 创业板推出临近使创投概念升温

自去年 11 月初 A 股市场见底以来，创投概念股表现极为活跃，按流通市值计算的 wind 创投概念板块累计涨幅已达 42%，约为同期沪深 300 指数涨幅的 2 倍。1 月 14 日闭幕的 2009 年全国证券期货监管工作会议上，证监会主席尚福林再次提出，将创业板的推出作为 2009 年的重点工作之一，创投概念相关个股再次受到市场的追捧。我们不否认其中存在一些炒作成分，但随着创业板的推出渐行渐近，创投概念板块的投资机会也不断涌现，我们建议投资者在充分考虑风险的前提下关注这些机会。

图 1：创投概念板块反弹幅度远超大盘



资料来源：wind，招商证券研发中心

表 1：创投概念股表现一览（%）（2008.11.3-2009.1.23）

| 涨幅在 50% 以上 |        | 涨幅在 20% -50 % |       | 涨幅在 20% 以下 |       |
|------------|--------|---------------|-------|------------|-------|
| 鲁信高新       | 173.18 | 路桥建设          | 49.50 | 华银电力       | 19.71 |
| 龙头股份       | 110.67 | 凌钢股份          | 48.39 | 隧道股份       | 18.89 |
| 复旦复华       | 109.62 | 东软集团          | 47.77 | 盐田港        | 18.26 |
| 大众公用       | 101.72 | 武钢股份          | 45.54 | 燕京啤酒       | 15.53 |
| 力合股份       | 100.56 | 张江高科          | 45.53 | 云南白药       | 13.50 |
| 南天信息       | 89.94  | 华工科技          | 45.18 | 粤电力 B      | 13.48 |
| 杉杉股份       | 87.05  | 水井坊           | 42.55 | 粤电力 A      | 12.01 |
| 电广传媒       | 78.41  | 紫江企业          | 41.13 | 广深铁路       | 6.13  |
| 亨通光电       | 75.47  | 常山股份          | 40.49 | 深圳能源       | 4.10  |
| 中科英华       | 73.42  | 特变电工          | 39.54 | 唐钢股份       | -8.35 |
| 同方股份       | 73.20  | *ST 中钨        | 39.39 |            |       |
| 中兴通讯       | 71.11  | 烟台冰轮          | 34.70 |            |       |
| 中天城投       | 68.03  | 北京城建          | 31.10 |            |       |
| 紫光股份       | 65.95  | 东方市场          | 28.07 |            |       |
| 烟台万华       | 63.99  | ST 东北高        | 27.23 |            |       |
| 同济科技       | 61.19  | 中海海盛          | 25.85 |            |       |
| 钱江生化       | 59.82  | 弘业股份          | 25.57 |            |       |
| 亚星客车       | 59.60  |               |       |            |       |
| 天茂集团       | 57.71  |               |       |            |       |
| 南纺股份       | 56.97  |               |       |            |       |
| 综艺股份       | 54.81  |               |       |            |       |

| 涨幅在 50 % 以上 | 涨幅在 20 % -50 % | 涨幅在 20 % 以下 |
|-------------|----------------|-------------|
| 博闻科技        | 53.14          |             |
| 钱江水利        | 52.48          |             |
| 长源电力        | 50.00          |             |

资料来源: wind, 招商证券研发中心

## 创业板的推出势在必行

### □ 创业板推出随时可能付诸实践

从监管部门的准备工作进度来看,创业板的推出只不过是 2008 年末竟的工作付诸实施而已。实际上,早在一年前的 2008 年全国证券期货监管工作会议上,证监会就已经将创业板的推出作为当年的重要工作之一。2008 年 5 月份,深交所及证监会的相关领导先后表示,创业板的推出只需等待成熟的时机。然而此后的 A 股市场在估值回归与全球金融危机的共同影响下呈单边下行之势,创业板的推出被迫搁置。

时至近日, A 股市场已经开始走出震荡反弹格局,股市人气也在逐步恢复中,近期举行的 2009 年全国证券期货监管工作会议再次将创业板的推出提上日程,并将此作为“贯彻落实中央经济工作会议精神和‘金融三十条’,服务国民经济发展全局”的重大措施之一。

我们认为,当前创业板的推出已无制度上的障碍,相关的准备工作也已就绪,唯一的前提便是股市稳定。而对于这一前提,无论是从市场供需层面,还是管理层的宏观调控来看,都表现出较为乐观的迹象,因此,创业板的推出随时可能付诸实践。

### □ 推出创业板的意义重在制度建设,并非投机乐园

推出创业板的初衷,在于进一步完善资本市场多层次体系建设。具体来说,是为中小企业、新兴高科技行业尤其是具有自主创新和成长性的高科技企业提供更好的融资渠道,同时也为风险投资提供了便捷有效的退出渠道。但正是由于创业板上市公司以中小企业为主,所以市场炒作风险较大。结合各国在创业板建设方面的经验看,未来我国创业板在投资者准入条件方面不可避免地会设置一定门槛,以尽量避免过度炒作;此外,在上市公司数量控制方面,也会采取循序渐进、逐步扩大的原则。

其次,在当前宏观经济面临内忧外患的情形下,推出创业板的另一个目的还在于降低金融危机对中小企业的影响,缓解中小企业融资困难、避免大规模倒闭。而从风险控制的角度来看,这一层面的要求并不能降低创业板的上市条件。很多深受金融危机影响、生存困难的中小企业或许仍难以从中受益。但从长期来看,创业板的推出将使那些具备成长潜力和长期竞争力的中小企业获得更多的资金支持。

尽管创业板的问世已经有一定历史,但是各国创业板的运作状况却差异巨大。美国的纳斯达克市场一直是创业板成功运作的典范,短短三十多年的历史却成就了相当数量的诸如微软、思科等科技巨头的神话;英国、韩国的创业板市场也较为成功,而香港、日本的创业板市场却日渐萎缩,吸引力也趋于下降。究其原因,除了市场定位的选择外,制度安排上的差异更是首当其冲。如在交易门槛方面,韩国创业板的要求比纳斯达克低很多,使得市场参与者以个人投资者为主,从而股价波动较为剧烈;而在上市条件方面,香港创业板由于设置了较低的上市条件,导致上市公司资质参差不齐、缺乏主导性优质企业,市场吸引力也受到削弱等。对于资本市场发

展历史不长、市场制度建设特别是上市制度有待完善的 A 股市场来说，如何选择合理的制度安排显得尤为重要；其次，作为新兴市场，国内资本市场的一些特有风险如投资者素质、诚信问题等也需要防范。

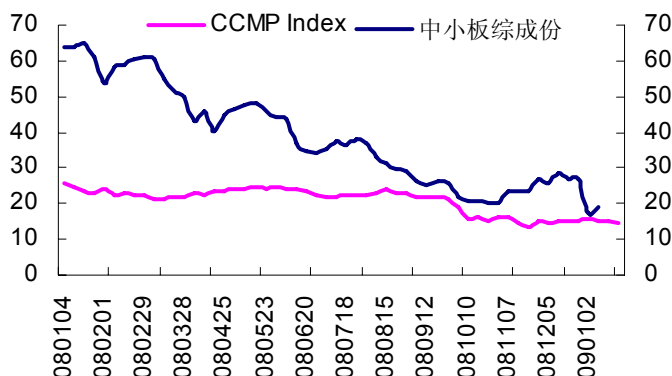
## 创投概念股具有一定的主题性投资机会

创业板推出将使相关公司风险投资的价值得到体现。中国的风险投资行业已经初具规模，广阔的市场空间和快速增长的国民经济孕育了大量的风险投资机会。近年来，风险资本在计算机、医药、信息技术以及新材料、新能源等行业的投资开始大幅增加。截至 2007 年底，在中国的风险投资机构管理的风险资本总量超过 1200 亿元，是 2006 年底的 2 倍；2007 年投资总额超过 398 亿元，投资项目数高达 741 个，两项数据均为 2006 年的 2 倍以上。<sup>1</sup> 一旦创业板推出，持有创业板公司股权的上市公司将会随着参（控）股公司的发行上市而获得相当丰厚的股权溢价收益。随着创业板的推出进程日趋明朗，这种投资价值开始变得确定起来。

但不确定性则在于估值。任何时候，收益总是与风险成比例，创业板投资更是如此。创业板公司由于在盈利模式和市场开拓等方面具有较大的不确定性，无论是公司上市前后，对其投资价值的评估都没有非常可靠的操作方法。这就使得创业板上市公司的定价既可能严重偏高，也可能严重偏低。

从目前 A 股市场的估值结构看，小盘股估值处于市场高端。原因在于：一方面国内风险偏好型的资金较多；另一方面投资者结构中散户占多数，且投资理念也欠成熟。

图 2：国内中小板估值仍然偏高



资料来源：Bloomberg, wind, 招商证券研发中心

创业板推出时预计短期定价将偏高，创投概念的主题性投资将因此达到高点。我们认为，创业板在推出初期，其高风险特征可能会吸引众多风险偏好型资金参与，从而进一步提高阶段性估值；但随着创业板规模的不断扩大，估值必然将逐步回归理性水平，甚至不能排除小公司的高风险导致低估值的可能。实际上，国内中小企业板曾出现过类似的估值演变规律。

<sup>1</sup> 数据来自中国投资咨询网发布的《2008-2010 年中国风险投资行业分析及投资咨询报告》。

**图 3：中小板在推出初期估值快速下移**


资料来源：wind，招商证券研发中心

以此推断，在创业板第一批公司上市之时，拥有创投概念的上市公司从中获益的预期将达到最高。

**控制风险、以组合形式把握创投概念股的主题性投资机会。**出于对风险的考虑，我们建议关注具有较强业绩支持的创投概念股，以下列公司（但不限于）构建组合进行投资：

## 1、同方股份（600100）

### 投资亮点：

- 公司的威视安防业务位居世界前列，海外业务相对稳定，增长确定性较高；
- 军工业务受金融危机影响较小，业务增长比较稳定；
- 以政府工程为主要对象的数字城市业务预计将能保持增长；
- 分拆上市、创业板的推出将有力提升公司的价值，公司至少有 10 家以上的子公司符合上市要求，预计首批将有 2-3 家企业进入上市流程。
- Wind 盈利预测：08、09 年 EPS 分别为 0.54、0.70 元。

### 风险提示：

- PC 业务市场竞争激烈且需求下滑较为明显；公司目前处于加速发展阶段，资金需求比较大。

## 2、大众公用（600635）

### 投资亮点：

- 大众公用投资领域广泛，涵盖了从燃气、交通、水务等市政公用行业到金融等领域；公司对金融行业的投资主要有：新世纪基金、大众保险和深圳创投等；
- 公司在市政公用领域的投资收益较为稳定，在此现金流支持下对金融领域的大胆投资则可能带来更加丰厚的汇报；
- 公司持股 20% 的深圳创投在行业内具有明显的竞争优势，其经验丰富的投资团队、雄厚的资金实力将在创业板推出后为公司带来可观的业绩增长；08 年上半年为公司



贡献净利润 0.5 亿元，占同期净利润的 36.6%。

- Wind 盈利预测：08、09 年 EPS 分别为 0.19、0.24 元。

**风险提示：**

- 公司对金融业的投资力度不断增加，所持金融资产在当前金融危机中面临缩水风险。

### 3、张江高科（600895）

**投资亮点：**

- 公司依托张江高科技园区，从事园区的房地产项目开发、销售与租赁业务；得益于大股东张江集团的资产注入，公司拥有大量廉价土地储备资源；
- 园区配套设施的完善与产业政策的支持使得科技园吸引力大增，未来业绩增长稳定；
- 公司投资 3 亿元、持股 30%的张江汉世纪创业投资有限公司，广泛投资于园区内优质创投企业，未来可能从多家创业板上市企业获益，包括儒竞电子、嘉世堂药业、万得资讯、超日太阳能、四位约翰逊等；
- Wind 盈利预测：08、09 年 EPS 分别为 0.43、0.66 元。

**风险提示：**

- 2008 年上半年，张江汉世纪亏损 1075 万元，尚未给公司带来红利；此外，公司在投资方面可能受到当地政府政策影响，自主性不够，比如此前投资中芯国际的案例。

### 4、电广传媒（000917）

**投资亮点：**

- 有线电视网络业务增长良好，未来仍将保持主营业务的增长拉动因素；
- 广电系统的改革将为公司带来长远投资价值；
- 公司拥有专业的投资机构，其全资控股的达晨创投拥有较丰富的投资经验，2007 年为公司贡献利润 1.45 亿元，占公司利润总额的 128%；预计未来几年均有数家公司上市；
- Wind 盈利预测：08、09 年 EPS 分别为 0.30、0.40 元。

**风险提示：**

- 股票投资已成为公司主业之一，有一定风险；集团公司资产注入进程和定价具有较大不确定性。

## 5、南天信息（000948）

### 投资亮点：

- 公司初步发展为全方位的金融 IT 服务商，在金融设备制造业具备较强的行业竞争力；
- 公司业绩增长迅速，未来几年将进入快速成长期；
- 公司投资 1000 万元、持股 10% 的盈富泰克创业投资，已成功运作多个公司上市案例。07 年通过广电运通的成功上市，获得了超过 25 倍的回报；预计未来两年中还有多家企业在国内外上市；盈富泰克还成功中标成为国家发改委政府基金托管机构之一；07 年该公司对南天信息的利润贡献大幅增加；
- Wind 盈利预测：08、09 年 EPS 分别为 0.40、0.45 元。

### 风险提示：

- 公司在扩张过程中面临激烈的市场竞争，且毛利率有下降趋势。

## 6、南京高科（600064）

### 投资亮点：

- 公司的产业发展战略“以房地产为龙头，以公用事业（水务）和优质股权投资为两翼”；目前已在房地产、开发区建设和经营、医药等行业形成了较为稳定的经营模式，且在股权投资方面的力度也不断增加；
- 2008 年上半年，公司参股的中信证券、南京银行等金融类上市公司为该公司实现投资收益 1.53 亿元，占同期净利润的 88%；此外，公司还持有南京证券等未上市金融资产；
- 公司出资 1900 万元组建南京赛世科技创业投资有限公司，持有其 19% 的股权；并于 2008 年出资 5 亿元成立南京高科新创投资有限公司（全资控股），重点对拟上市公司实施股权投资；
- Wind 盈利预测：09 年 EPS 为 0.97 元。

### 风险提示：

- 公司主营业务受房地产行业整体景气下滑影响较大；股权投资比例的增大也为公司带来较大的市场风险。

## 分析师简介

**赵建兴：**厦门大学管理学硕士，五年证券从业经验。2003 年进入招商证券研发中心，目前为研发中心副董事。

**苏舟：**上海交通大学经济学硕士，2008 年 4 月加盟招商证券研发中心。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。