



2009 年 8 月 6 日

创业板投资 · 高收益 VS 高风险

—创业板系列研究专题

创业板研究小组

吕丽华

+86 755 83199599 - 8202

lvlh@cscsco.com.cn

冉飞

+86 755 83199599 - 8267

ranfei@cscsco.com.cn

顾静

+86 755 83199599 - 8206

gujing@cscsco.com.cn

分析师申明:

本人，吕丽华、冉飞、顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 日前，中国证监会正式受理创业板上市发行申请材料，昭示着创业板正式开张指日可待。初步预计，第一批创业板的上市公司将在 10 月底或者 11 月初正式上市。这对于今年以来已经很火热的 A 股而言，更是添加了利多的题材与未来投资的选择性。
- 创业板市场的高收益主要体现在三个方面：股息、资本利得、资本增值。其中，股息在投资收益中只占了很小的比例，大部分收益来源于资本利得：一方面，因为在创业板上市的企业大都是高成长性的高新技术企业，市场前景很好，未来的创收增值能力很强，所以反映在创业板市场上就表现为股价的连续大幅上涨机会较多，投资者从中可以获得较高的收益。另一方面，与投资者投资获利想象空间大有关系，股票的买卖抛吸受投资者心理的影响甚大，而投资心理是由目标公司的实际运行状况所引领。由于某些创业企业发展前景极具潜力，投资者会普遍看好此类公司，对良好业绩回报预期反映在二级市场上股价有较好的表现。
- 创业板市场的高风险主要是来自市场的风险以及来自创业板自身的风险。创业板市场的上市公司规模小，多处于创业及成长期，经营业绩不稳定，未来获利能力不明，所以比主板的风险要高。其中，直接退市风险是最大的风险，创业板市场不存在 ST 警示过渡阶段，也不再像主板要求必须进入代办股份转让系统，若一旦退市，投资者手持股票的流动性和价值都将急剧降低甚至归零。
- 我国创新企业在美国 NASDAQ、韩国 KOSDAQ 和香港创业板市场的收益与风险历程，印证了公司的业绩决定公司的商业价值进而决定了公司的股价这一基本商业逻辑。
- 基于创业板市场高收益高风险的特征，并根据我国创业板市场的特点以及借鉴境外市场的经验，我们认为，投资创业板股票，或更适合那些具有成熟的投资理念、较强的风险承受能力和市场分析能力的投资者。实际投资时，建议知晓产业创新的程度、合理确定投资比例、坚持长期投资理念、选择投资组合等策略，以防范和化解风险。

日前，中国证监会正式受理创业板上市发行申请材料，昭示着创业板正式开张指日可待。初步预计，第一批创业板的上市公司将在 10 月底或者 11 月初正式上市。这对于今年以来已经很火热的 A 股而言，更是添加了利多的题材与未来投资的选择性。

创业板市场的功能与特点

创业板市场不同于主板、中小板和场外市场，虽然这四种均是我国多层次资本市场的重要组成部分，但由于服务对象不同，各层次市场在发行标准、制度设计、风险特征、估值水平等方面都有所区别。简单讲，主板主要面向经营相对稳定、盈利能力较强的大型成熟企业；中小板主要面向进入成熟期但规模较主板小的中小板企业；创业板主要面向尚处于成长期的创业企业，重点支持自主创新企业；而统一监管下的场外市场则主要为非上市公众公司、高新园区股份公司等提供报价转让服务。

我国的创业板市场重点服务于自主创新企业及其他成长型创业企业。按照证监会透露的信息，创业板主要吸纳新能源、新材料、生物医药、电子信息、环保节能、现代服务等领域的企业和其他领域成长性特别突出的企业，及在技术、业务模式上创新性较强、行业排名靠前和市场占有率较高的企业上市。这类企业具有不同于成熟企业的很多特征：高成长性；较强的活力和适应性；自主创新能力强；人力资本的作用突出；对股权融资的依赖性较强；经营风险相对较高。

虽然创业板吸纳的是高成长性的创业企业，但这并不代表所有在创业板上市的企业都会获得高成长或持续成长性。企业的发展受到内外部诸多因素的影响，如企业家的管理能力、技术性人力资源（知识和人才）、技术创新能力（创新投入能力和研发能力）、技术商品化的能力（生产能力和市场推广能力）。有些创业企业，由于技术环境的变化或商业模式的变革，应对不及时，也可能出现突然的衰退，甚至是非常彻底的失败，这点与传统企业，特别是传统制造业不同（只要市场供需不发生重变化，传统企业的利润都会维持在一个相对可以预期的线性变化范围内）。例如：数码照相技术的出现对传统照相技术和胶卷企业的颠覆，A 股的乐凯胶片（600135）因主业传统影像受数字技术发展的持续影响，市场容量大幅减少，业绩渐萎靡，08 年业绩同比下降近 96%；手机的迅速普及对原有寻呼企业的致命打击，A 股的*ST 波导（600130）在寻呼机鼎盛时期，1997 年公司净资产收益率高达 74.78%，但近二年平均回报率却达-53.93%，巨亏高达 7.61 亿元。而有些创业企业，特别是创新型企业则由于适应市场的新需求或改变原有市场结构，容易形成爆发式

增长。比如：在纳斯达克上市的百度（Baidu），其搜索服务模式由于适应网络发展新需求，每年净利润以 100% 以上的速度在成长；空中网、完美时空等企业成立 2 年多就完成了上市。

此外，证券市场尤其自身的运动规律，即便发展良好的企业，其股价也不会只涨不跌，证券市场本身的波动也可能会给投资者造成损失。可以说，没有任何一个股票市场能够保证购买股票会获得高收益。

创业板市场的高收益与高风险

从财务的角度，我们知道，风险和收益是对等的，风险程度大，风险收益率就越高。而经济学的一般规模也告诉我们如果资本市场是有效的，就不会有任何人会得到任何超额收益，也就是说：收益总是和它特定的相对的风险并存的，任何“经济人”都不应该怀有从资本市场中得到超额收益的念头，几乎没有很高收益而不伴随风险或很小风险的机会。

创业板市场的高收益

创业板市场的高收益主要体现在三个方面：股息、资本利得、资本增值。其中，股息在投资收益中只占了很小的比例，大部分收益来源于资本利得。

创业板的高收益正是由于投资者能获得很高的资本利得收益导致的。一方面，因为在创业板上市的企业大都是高成长性的高新技术企业，市场前景很好，未来的创收增值能力很强，所以反映在创业板市场上就表现为股价的连续大幅上涨机会较多，投资者从中可以获得较高的收益。另一方面，与投资者投资获利想象空间大有关系，股票的买卖抛吸受投资者心理的影响甚大，而投资心理是由目标公司的实际运行状况所引领。由于某些创业企业发展前景极具潜力，投资者会普遍看好此类公司，对良好业绩回报预期反映在二级市场上股价有较好的表现。

创业板市场的高风险

高收益一般对应着高风险，创业板的风险主要是来自市场的风险以及来自创业板自身的风险。首先，主板市场存在的上市公司经营风险、上市公司诚信风险、上市公司盲目投资风险、中介机构不尽职导致的公司质量风险、股票大幅波动风险、市场炒作风险等，创业板市场都会存在，其次是来自创业板自身的风险，由于创业板市场上市公司规模相对小，多处于创业及成长期，发展相对不成熟，其较主板的风险相对较高。

综合起来，以下六种风险最为突出：

一是**上市公司的经营风险**。从首批申报上市企业的行业分布看，主要集中在新能源、新材料、电子信息、生物医药、环保节能、现代服务等新兴产业。这类企业在技术和商业模式上具有明显的创新特色，但创业企业的历史不长，经营的稳定性整体上低于主板上市公司，一些上市公司经营可能大起大落甚至经营失败，股价也会因此出现大幅波动，甚至直接退市。

二是**上市公司诚信风险**。创业板公司多为民营企业，可能存在更加突出的信息不对称问题，公司治理、市场诚信建设亦可能不完善。信息披露上可能存在不充分的风险，投资者不一定能准确了解到公司真实经营情况，因此也就难以把握企业未来发展的前景。此外，风险投资公司存在急功近利与 PE 式行贿，也可能导致投资者遭受损失。

三是**估值风险**。创业企业，特别是创新型企业往往创造了全新的企业盈利模式和企业生存法则，经营业绩亦不稳定，未来前景很难判断。大多数情况下其定价没有可用的参照系，对其进行准确估值是非常困难的，因此对股票价格判断的误差风险较大。而且，创新型企业价值更多取决于其所具有的核心竞争力，但这种判断需要更高的专业性要求，并更多地取决于投资者的偏好以及当时的市场形势。所以，投资者在判断上市公司的投资价值上存在很大的随意性和盲目性是必然的事，股票价格的波动性也随之加大。例如，在网络股痴迷 NASDAQ 时，曾出现了网络股定价模型，但估值结果差异很大，有的应用效果较好，有的不理想，有的事后看完全是一个笑话，时至今日仍然没有一个成熟的网络股定价模型。

四是**盲目炒作风险**。虽然主板也存在盲目炒作的风险，但创业板的上市公司流通股本偏小，因而发生市场操纵和内幕交易的可能性较主板大大提高，被控盘或爆炒现象的概率也较高，因此，股价涨得快跌得也快，涨得高跌得也深。预计在创业板设立初期，因上市公司数量有限，不排除会出现典型的非理性“炒新”而导致股票价格系统性高估的现象。例如：香港创业板初创期共有 14 家挂牌公司，这些股票首日上市的涨幅（与招股价相比）均值为 105.04%，而同期香港主板市场股票的首日上市涨幅均值仅为 3.2%，之后行情步入萧条，首日及最初数周股价的系统性高估给投资者，特别是首日参与“炒新”的投资者，带来了巨大损

失，14 只股票中有 5 只股票的首日价格即为其历史最高价格，有 7 只股票在最初 5 个交易日中创出其历史最高价格，参与新股炒作的投资者至今都没有“解套”的机会。

五是**股价大幅波动的风险**。创业板股票流通股本小，换手率高，较大数量的股票买卖行为就有可能诱发股价出现大幅波动，股价操作也更为容易。从海外创业板市场发展经验看，创业板市场的股价波动幅度显著高于主板市场。在 NASDAQ 市场，我们熟悉的国内三大网站（新浪、网易、搜狐）在 1999 - 2004 年间都经历过下跌时股价超过 90%，上涨时股价涨幅超过 20 倍的情况。

六是**直接退市风险**。我国主板市场的股票在 ST、*ST 后，若仍未达到盈利标准，也会面临退市风险。但相对而言，我国创业板退市制度更为严格，也更加市场化。创业板不会出现 ST、*ST 等警示过渡阶段，也不再像主板要求必须进入代办股份转让系统，而是采取直接退市。一旦触发任何一项退市标准：（1）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；（2）净资产为负；（3）股票连续 120 个交易日累计成交量低于 100 万股，上市公司都将面临退出创业板市场的命运。届时，投资者手持股票的流动性和价值都将急剧降低甚至归零，这是创业板最大的风险。

上述分析看似参与创业板投资的风险要大于收益，但事实上，收益与风险永远是成正比的，只不过投资者需要有比主板更高的投资风险心理准备，而且我国创业板上市门槛与交易规则比国外创业板市场更严格，且上市资源多、行业分布广。

中企公司在境外创业板市场的收益与风险

美国纳斯达克市场（NASDAQ）

从目前全球三十多个国家和地区的四十多个创业板市场看，最成功的要数美国的纳斯达克市场（NASDAQ），其成功原因在于：一是面向全球，投资者众多；二是拥有微软、英特尔、戴尔、思科等一大批真正的成长型高科技企业，这些企业从小到大不断发展，对投资者构成较大的吸引力；三是有可行有效的市场制度和运行机制，比如说市场分级制度（分为纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场和纳斯达克资本市场）、合理的做市商制度等。

深圳证券交易所综合研究所 2008 年 6 月曾对 57 家我国创新型中小企业在纳斯达克上市后股价表现进行分析，发现 57 家公司股价波动幅度较大，就“个股”而言，“暴涨暴跌”现象表现得十分突出；但是，它们的股价变化没有出现显著的联动效应，即股价变化不存在“齐涨齐跌”现象。三种有代表性股价趋势情况是：（1）“中芯国际”、“富维薄膜”等上市后股价持续下跌，较其上市时最高价，股价已跌去了 80% 以上；（2）“尚德电力”、“携程”、“百度”等上市后持续走高，并都在 2007 年出现了巨幅波动：上涨时两三个月时间里涨幅可以超过数倍，下跌一两个月时间里股价跌幅可以超过 50%；（3）早期在 NASDAQ 上市的搜狐、新浪、网易等三大门户网站，上市时间长，且都经历过 NASDAQ “网络股泡沫破灭”冲击，其股价变化更为典型地体现出了赴美上市企业股价“暴涨暴跌”的特点。以搜狐为例，2000 年上市后最高价超过 13 美元，但随后的暴跌在四个月的里就将其股价推到了 1 美元左右的退市边缘线上，最低时其股价仅为 0.52 美元，与上市第一个月的平均价相比已跌去 95% 以上。但是，一年后随着网络公司商业模式逐步成熟和投资者的重新认同，搜狐的股价花了一年的时间就上涨到了 34 美元，比最低价已经高出 60 余倍。

我们也统计了新浪、搜狐、网易、百度这四家网络科技公司上市后的股价表现，发现走势大致相同，即上市初期这些公司的股价均经过大幅度回落，而后上扬，最后呈平稳态势。其股价走势基本趋同于互联网行业发展历程与趋势，印证了公司的业绩决定公司的商业价值进而决定了公司的股价这一基本商业逻辑。

Figure 1 搜狐上市以来股价表现



资料来源：世纪证券研究所

Figure 2 网易上市以来股价表现



资料来源：世纪证券研究所

Figure 3 新浪上市以来股价表现



资料来源：世纪证券研究所

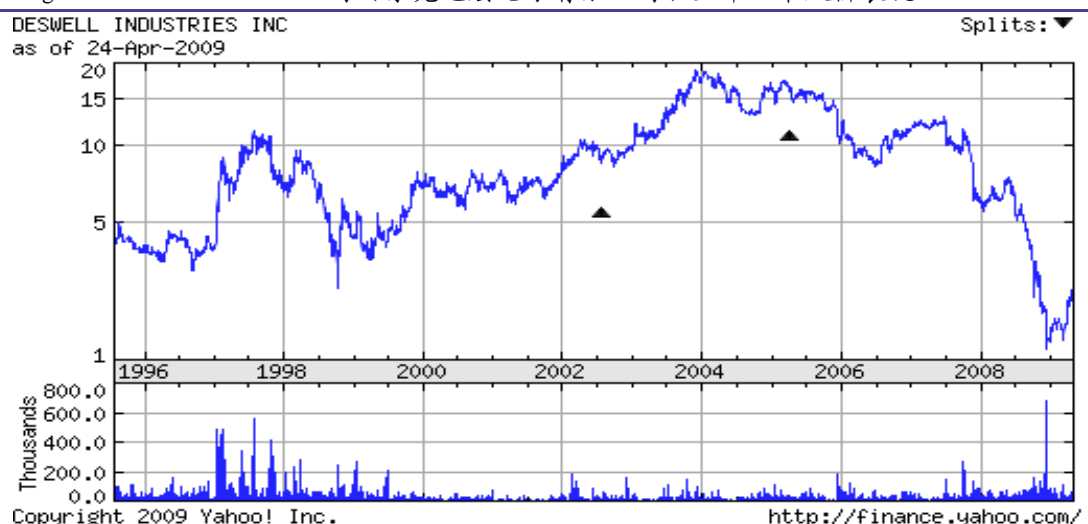
Figure 4 百度上市以来股价表现



资料来源：世纪证券研究所

再从东莞冠宏的上市表现看，其股价走势也基本趋同于行业发展态势，以及受经济危机的冲击。东莞冠宏主要为设备制造商和合约制造商生产网络通讯、专业音响等高科技产品以及提供一条龙服务（调音台、周边设备、吉它功放、数字集团电话、自动贩卖机、自动柜员机等），属于通信行业。

Figure 5 Deswell 工业公司（东莞冠宏电子有限公司）上市以来股价表现



资料来源：世纪证券研究所

韩国科斯达克（KOSDAQ）市场

从产业结构与中国较相似的韩国看，韩国的科斯达克市场（KOSDAQ）也是全球最成功的创业板市场之一，其成交量及换手率仅次于美国纳斯达克。

以深圳三诺数码和河北嘉美印铁制罐（中国食品包装）两家中企公司的上市表现看：三诺数码主要生产包括电脑、电视、手机、便携式数字音乐压缩播放器和汽车相关音频产品，上市后连续四天以涨停板收市，市值在三天之内上涨了 109%。中国食品包装从事制造及销售马口铁三片罐生产，用于饮料罐、食品罐的包装业务，上市后的 13 个交易日内，除两天以外，每天都达到涨停板，持有该公司股票的投资者在近半个月的时间里取得了 640% 的收益。

Figure 6 深圳三诺电子上市后股价表现



资料来源：世纪证券研究所

Figure 7 中国食品包装上市后股价表现



资料来源：世纪证券研究所

香港创业板市场

美国的 NASDAQ 和韩国的 KOSDAQ 是创业板市场成功的代表，但大多数国家和地区的创业板市场因缺乏长期存续、效益优良的上市公司，以及上市监管过于宽松、高管频繁套现，导致交投清淡，对投资者的吸引力不大。

以香港创业板市场为例：香港的创业板于 1999 年 11 月设立，当初是为提供未符合香港联合交易所主板上市的企业提供集资的渠道，尤其当时正处科技网络泡沫的时期，许多刚刚成立尚未赚钱的科技网络公司就希望透过创业板筹措资金，但随着 2000 年科技网络泡沫破灭，香港与全球股市都进入大熊市，随后两年在创业板退市的企业便大幅增加。根据香港创业板过去 1 年的统计，2008 年 2 月时创业板上市公司总市值为 1367 亿港元，但至今年 2 月这一数字只剩下 458 亿港元，萎缩 66.49%。同样比较 2008 年 2 月香港上市公司（主板+创业板）市值总值为 18.21

万亿港元，至今年 2 月香港上市公司（主板+创业板）市值总值为 9.28 万亿港元，整体仅萎缩 49.01%。再从单月总成交金额来看，2008 年 2 月时创业板总成交金额为 69 亿港元，至今年 2 月时创业板总成交金额只剩下 13 亿港元，总成交金额萎缩 81.18%。而 2008 年 2 月香港上市公司（主板+创业板）总成交金额为 8593 亿港元，至今年 2 月时总成交金额为 7990 亿港元，总成交金额仅仅衰退 7%。由此两项数据便可清楚说明创业板股票在过去一年的熊市大环境下潜在风险要比主板股票大得多。

创业板市场的投资策略

基于创业板市场高收益高风险的特征，并根据我国创业板市场的特点以及借鉴境外市场的经验，我们认为，投资处于成长期、规模较小、经营稳定性相对较低的创业板股票，或更适合那些具有成熟的投资理念、较强的风险承受能力和市场分析能力的投资者。实际投资时，建议可采取以下策略防范和化解风险：

一、了解产业创新的程度

我国创业板市场主要吸纳创新企业上市，因此作为投资者最好了解投资目标公司的产业创新程度，分析其是否符合国家产业结构优化或升级。我们归纳五个角度分析产业创新的程度：第一，是否能为现有产品寻找新的顾客，包括在产业销售区扩大顾客群以及扩大产业的地区范围。第二，是否能通过技术创新来改变产业生产流程，比如用稀缺度低的要素取代稀缺度高的要素，用价值低的要素取代价值高的要素，用绿色要素取代有污染的要素等；第三，是否能开辟新的供货渠道；第四，在原产业内通过技术创新开发出新产品；第五，开发全新的产业。这五个角度代表企业创新的五个自由度，依次递增，带来的投资回报也成正比递增。

例如，中小板的怡亚通(002183)、御银股份(002177)、冠福家用(002102)，其创新业务支撑业绩提升的同时，也给投资者带来了高额回报。

二、合理确定投资比例

中小“散户”投资者虽然不像机构投资者有严格的投资比例限制，但考虑到创业板市场的投资风险与预期收益相对主板市场均较高。因此，我们建议投资者应综合考虑自身的风险承受能力以及两个市场的规

模对比，合理确定投资的基本比例，以期分散风险，获取更高收益。

三、 坚持长期投资理念

由于创业板上市公司的发展前景存在很大变数，因此一旦选对投资企业，则可能带来类似诺基亚、微软等数千倍的投资收益。长期投资收益造就了创业板市场最大的盈利机会。当然，长期投资必须建立在相当高的专业水平和判断能力的基础上。

四、 选择投资组合

顾名思义，就是在仓位控制、股票数量、股票之间的行业匹配等方面进行组合投资。通过分散投资，兼顾风险与收益，提高投资收益率。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.

