

[2009.10.20]

海外创业板发展对我国创业板市场的启示

——创业板专题研究

✍ 金融创新小组

☎ 86-22-2845 1808

✉

核心观点:

- 从海外创业板市场的发展状况来看,美国的纳斯达克(NASDAQ)、英国的替代型投资市场(AIM)和韩国的科斯达克市场(KOSDAQ)是目前世界上发展较好、交易量较大、比较有影响力的创业板市场,而包括日本的佳斯达克(JASDAQ)和香港的创业板市场在内的多数创业板市场,其发展状况都不尽如人意。
- 从海外创业板市场发展的经验看,创业板市场上市初期通常具有较高的溢价,也易引发投资者非理性的投机热潮。参考英国、韩国、香港等国家和地区经验,我们发现创业板推出前后对主板市场的资金分流作用较为有限。通过分析海外创业板市场推出前后其主板市场的走势,我们发现创业板的上市对主板市场走势影响甚微,主板市场仍将按照其自身趋势运行;中长期创业板市场投机泡沫将逐渐缩小。
- 我国创业板在借鉴了海外创业板的基础上,充分考虑了我国具体国情。创业板发行标准具有海外创业板市场的普遍特点,但标准更为严格。我国创业板市场主要吸纳新能源、新材料、生物医药、电子信息、环保节能等领域的企业和其他领域成长性特别突出的企业,以及在技术、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。与国外市场相比,我国内地的创业板可能会走出一条全新的道路,在这一过程中,大量的细分市场的龙头公司都可能会有爆发式的发展,未来的创业板中也会诞生出世界级的大型企业。
- 综合海外创业板市场和我国中小板市场建立时的相关经验,我们认为:创业板推出初期易受投资者追捧而出现较高的溢价;经历短期投机炒作之后,市场将逐渐趋于理性,估值泡沫会随之缩小,创业板市场的中长期走势将取决于上市公司的基本面情况;创业板市场推出对主板市场资金链的影响作用非常有限;创业板推出不会对主板市场的趋势形成决定性的影响,主板市场仍将按其原有的趋势运行;但短期内,创业板上市对相关板块的利好效应将有所显现,这些上市公司的股价也因此会呈现短暂高溢价,不过随着创业板的推出相关板块的溢价也将逐渐收窄。

目 录

1. 全球主要创业板市场发展情况比较.....	3
1.1 主要创业板市场发展历史与现状比较	3
1.2 主要创业板市场表现比较	8
2. 我国创业板市场的特点	12
3. 我国创业板市场展望	15
3.1 来自中小板上市表现的启示	15
3.2 创业板未来市场表现展望	17

1. 全球主要创业板市场发展情况比较

创业板市场，又称二板市场，是与传统主板市场在上市资源、上市条件、交易方式、监管手段等方面有显著差别的新市场的总称。

创业板的上市资源主要是高成长性的中小型企业，其中高科技行业占有较大比重。例如，美国的纳斯达克（NASDAQ）市场行业分类中，计算机行业的市值占到 42%；韩国的科斯达克（KOSDAQ）市场中，电子行业占到 15%。

创业板的上市条件较主板市场宽松，但有严格的退市制度。放松的上市标准、鼓励和扶植新兴高新技术企业上市是创业板市场的主要特点。创业板一般在股本规模、设立、盈利年限等方面要求较松。另外，创业板市场有严格的退市制度，这保证了创业板市场上市公司的领先性和市场灵活性。例如：英国的 AIM 市场采取严格的退市制度。

创业板运行模式可分为平行市场和独立市场两大类。平行市场一般由证券交易所经营和运作，与主板共享人员和场地。大部分新设立的市场属于平行市场，像英国 AIM 市场，香港创业板市场等。而美国纳斯达克市场拥有独立于主板市场的交易系统、监管系统合上市标准。另外，创业板拥有严格的信息披露为主的监管体系。

灵活的上市机制，严格的退市制度，先进的交易系统及严格的监管机制是海外发展较为成功的创业板市场的共同特点。

1.1 主要创业板市场发展历史与现状比较

2008 年底，全球有 47 家创业板市场在运作，其中有 13 家是 2002 年以后新设立的市场。这些市场覆盖了全球主要经济实体和产业集中地区。目前，全球 GDP 前 10 名的国家中，只有中国此前没有创业板。

从海外创业板市场的发展状况来看，美国的纳斯达克（NASDAQ）、英国的替代型投资市场（AIM）和韩国的科斯达克市场（KOSDAQ）是目前世界上发展较好、交易量较大、比较有影响力的创业板市场，而包括日本的佳斯达克（JASDAQ）和香港的创业板市场在内的多数创业板市场，其发展状况都不尽如人意。

（1）美国纳斯达克市场

从目前开办了创业板市场的国家来看，运作最为成功的莫过于美国的纳斯达克市场。纳斯达克市场自设立后 30 多年来，经历了两次重大变革。第一次变革发生在 1982-1986 年，NASD 将纳斯达克系统中的高市值股票同其它小型股票分开，分别组建了纳斯达克全国市场和纳斯达克小型资本市场；在 2006 年 7 月经历了第二次变革，创设了新上市标准，将原有两个层次市场改为三个层次市场，即纳斯达克全球市场、纳斯达克资本市场和纳斯达克全球精选市场，自此纳斯达克交易市场等级增加到三级。

为了便于直观地与其他主要创业板市场比较，我们将纳斯达克市场的规模、上市公司行业特征、组织架构、制度设计等特征整理成表 1。

表 1: 美国纳斯达克市场基本特征

国家或地区	美国	名称	纳斯达克（NASDAQ）	
设立时间	1971	网址	www.nasdaq.com	
市场规模				
	1971 年	2009 年	历史最高值	历史最低值
上市公司家数	1350	2801	5556（1997 年）	1350（1971 年）
总市值(亿美元)	N/A	32900	52046(1999 年)	N/A
市场指数	100	2173.29	4696（2000 年）	55.67（1974 年）
上市公司行业特征				
初期以互联网产业、计算机行业、电讯等高科技产业为主；2000 年后呈多元化				
组织架构				
组织形式	独立的，公司制（已经上市）			
设立方式	由多家全国 OTC 市场合并而成			
与主板关系	独立市场			
制度设计				
发行上市条件	财务指标	资本市场：股东权益 500 万美元或市值 5000 万美元或持续经营的净利润 75 万美元；(NASDAQ 市场分全球精选市场、全球市场和资本市场三层，这里以资本市场为例说明)		
	非财务指标	公众持股数量和市值分别不低于 100 万股和 500 万美元；持有 100 股以上的股东人数不低于 300 人，营运历史不低于 1 年或市值不低于 5000 万美元，最低报价不低于 4 美元；做市商不低于 3 家。		
保荐人制度	无			
交易制度	竞价机制	1997 年前为竞争性做市商制度，1997 年后为混合交易制度。		
	稳定机制	无涨跌停板限制。当指数下跌分别达到 10%、20%和 30%时，采取不同时间长度的断路措施。		
持续上市条件	财务指标	股东权益 1000 万美元或者市值 5000 万美元（或总资产和总营收皆 5000 万美元）		
	非财务指标	公众持股数量和市值分别不低于 75 万股和 500 万美元（或 110 万股和 1500 万美元），持有 100 股以上的股东人数不低于 400 人；做市商不低于 2 家（或 4 家）；最低报价不低于 1 美元。		
转板制度	OTCCBB 的股票股东超过 300 名，价格不低于 5 美元，净资产不低于 400 美元，即可转板到 NASDAQ 资本市场，NASDAQ 内部各层次可自由转板，转板方式分为主动申请和强制转板）			
主要股东禁售规定	没有具体规定，但根据惯例，发行包销商会要求主要股东及大股东承诺在上市后的 6 个月内不出售所持股份。包销商有权自行决定增减股份禁售期。			
备注	2006 年于 NASD 分离，成为由 SEC 监管的全国性证券交易所			

资料来源：王晓津、余坚，《海外创业板市场发展状况及趋势研究》，渤海证券研究所

（2）英国 AIM

英国另类投资市场（AIM）成立于 1995 年 6 月，是伦敦国际交易市场为中小发展型公司设立的。截至 2008 年底，AIM 的上市公司有 1550 家，其交易也异常活跃，也是全球较成功的创业板市场之一。

AIM 主要有以下特点：一是，AIM 上市条件较宽松。AIM 对上市公司规模、公司收入标准、公司收益标准、公司股份转让及公众持股的最低要求都没有规定和限制。二是，AIM 是一个定位于全球性的创业板市场。境外上市公司数逐年递增，目前占到上市公司总数的 10% 左右。三是，AIM 上市公司的行业结构呈现出典型的多元化特征，并不再强调企业的高科技特性。这种多元化行业结构不但扩大了上市企业的范围，而且有效降低了系统性的市场风险。四是，融资对象主要是中小企业，长期以来，AIM 上市公司主要集中于市值在 5000 万英镑以下的企业。

关于英国 AIM 市场的规模、上市公司行业特征、组织架构、制度设计等方面的具体特征，参考表 2。

表 2：英国 AIM 市场基本特征

国家或地区	英国	名称	AIM(Alternative Investment Market)	
设立时间	1996	网址	www.londonstockexchange.com	
市场规模				
	1996 年	2009 年	历史最高值	历史最低值
上市公司家数	236	936	5556（1997 年）	1350（1971 年）
总市值(亿美元)	N/A	705	1932.48(2007 年)	2.14（1996 年）
市场指数	1042.9	675.03	1932.68（2002 年）	602.92（1999 年）
上市公司行业特征				
多元化，各种小型及新兴公司（本土及海外）				
组织架构				
组织形式	公司制			
设立方式	由原未挂牌证券市场（USM）转化而来			
与主板关系	附属于主板（一所两板为主，附属递进为辅）			
制度设计				
发行上市条件	财务指标	无		
	非财务指标	无		
保荐人制度	终身保荐人，但对上市公司的信息披露在事前并不介入，在没有做市商为保荐对象做市时，由保荐人承担交易保荐责任。			
交易制度	竞价机制	做市商报价驱动为主，电子撮合为辅		
	稳定机制	指示性价格标示措施，以保证特殊时期做市商能够维持报价能力，以及暂停交易措施。		
持续上市条件	财务指标	无		
	非财务指标	严格的管理层信息披露、经营状况的信息披露、实质性交易的信息披露和影响股价异常变化敏感信息的披露，以“信息披露为本”。		
转板制度	较为宽松			
主要股东禁售规	如果公司主营业务产生收益的时间低于两年，则所有持股量超过 1%的董事和雇员及其关系人在			

定	上市后 1 年内不得出售其股份
投资者结构	
机构投资者和创业投资家为主	

资料来源：王晓津、余坚，《海外创业板市场发展状况及趋势研究》，渤海证券研究所

（3）韩国科斯达克市场

亚太地区有 10 个国家创设了创业板市场,其中最成功的既非国际金融中心香港,也非亚洲经济的龙头日本,而是迅速成长的韩国。韩国科斯达克市场成立于 1996 年 7 月,是韩国政府在已有的场外交易市场上发展起来。其成立的初衷是为知识密集型、创造高附加值的高科技新兴公司以及小企业融资,同时也为寻求高风险、高预期回报的投资者提供新的投资工具。

长期以来,韩国经济以大集团和寡头经济为主,中小企业发展相对艰难,鉴于这种情况,从上个世纪 80 年代后期,韩国开始实施一系列扶植中小企业发展的战略规划。科斯达克市场的迅猛发展也得益于韩国政府的大力支持,韩国政府不仅放松上市标准,而且给予这些上市公司税收优惠。韩国科斯达克市场近几年的交易也异常活跃,2007 年全年的成交量达到 1511 亿韩元,是 1999 年近 3000 倍。

从韩国科斯达克市场上的行业比重中可以看出,一个成功的创业板市场不应当将上市公司的范围仅仅局限于高科技企业,任何有成长潜力的公司都可以在创业板市场上得到发展。

与美国、英国创业板市场一样,我们在表 3 中,总结了韩国科斯达克市场的规模、上市公司行业特征、组织架构、制度设计等特征。

表 3: 韩国科斯达克市场基本特征

国家或地区	韩国	名称	科斯达克（KOSDAQ）	
设立时间	1996 年	网址	www.kosdaq.or.kr	
市场规模				
	1996 年	2009 年	历史最高值	历史最低值
上市公司家数	331	1018	1015（2007 年）	331（1996 年）
总市值(亿韩元)	N/A	705	1030（2007 年）	70.7（1997 年）
市场指数	1020.4	508.26	2734.3（2000 年）	331.21（2004 年）
上市公司行业特征				
中小型、高科技企业、风险型公司				
组织架构				
组织形式	会员制			
设立方式	由非证券交易所设立，OTC 市场转换而来，与韩国证券交易所合并			
与主板关系	相互独立			
制度设计				
发行上市条件	财务指标	标准一：实收资本达 5 亿韩元（建筑业 10 亿韩元）；净收入为正数；标准二：股东权益达 100 亿韩元；总资产达 500 亿韩元；风险型公司无财务指标标准		

	非财务指标	公司成立至少 3 年；公众持股比例占总股本的 30%，或占 10%但数量大于 500 万股；股东人数达到 500 人。
保荐人制度	无	
交易制度	竞价机制	指令驱动
	稳定机制	涨跌幅限制为前一交易日收盘价的 12%；KOSDAQ 综指下跌 10%达到 1 分钟或以上时程序交易暂停机制
持续上市条件	财务指标	无法提交年报、中报或季报；公司主要经营活动暂停一年以上；审计事务所连续 2 个以上时间区间出具不同意见。
	非财务指标	连续 6 个月发行人每月的交易量小于 1000 股；1 年内发行人无法达到最小持股分布；在交易所发出投资警戒 6 个月内，公司情况没有改变。
转板制度	较为宽松	
主要股东禁售规定	大股东自企业上市日起 1 年内不得出售股份，第一年至第二年内每月只可出售持股的 5%；对于投资于风险企业的风险金融，其投资企业不到两年时，自该企业上市起一个月内不得出售其股份。	
备注		

资料来源：王晓津、余坚，《海外创业板市场发展状况及趋势研究》，渤海证券研究所

（4）其他主要创业板市场的发展

其他包括日本的佳斯达克（JASDAQ）和香港的创业板市场在内的多数创业板市场，其发展状况都不尽如人意。

日本创业板市场的发展不尽人意。日本 JASDAQ 综合指数从初创时的 60 多点到目前的 48.79 点（截至 2009 年 10 月 16 日），累计下跌了 28%，而且，其成交也不活跃，从 2006 年开始就逐渐萎缩。日本先后存在多家创业板市场。先是 JASDAQ 市场，其是东京证券交易所的“准市场”。进入 90 年代，日本创业板市场格局在全球竞争和国内金融变革的背景下发生了剧烈的变化。表现在：（1）1998 年 JASDAQ 市场为适应新环境而进行制度改革。（2）1998 年 12 月大阪证券交易所创设创业板新市场。（3）1999 年 6 月“NASDAQ 日本”市场启动。（4）1999 年 12 月东京证券交易所创设新市场“Mothers”。此后，日本创业板市场出现了互相竞争的局面。

由于佳斯达克、Mothers 及大阪所的创业板市场对市场资源定位趋同，互相竞争，使得市场交易量不断萎缩，这也是日本创业板市场发展不成功的直接原因。

自 1999 年 11 月香港创业板正式成立以来，香港创业板的总体表现同当初的设想相差甚远。在经历了最初的火爆之后，香港创业板市场迅速降温，并走入低迷。自 2002 年以来，在香港创业板市场上进行 IPO 的公司数目逐年递减，2006 年全年的 IPO 企业只有 6 家，在所有亚太地区的创业板市场中仅高于菲律宾。IPO 融资额以及总融资额也呈现下降的趋势，尽管 2006 年香港创业板市场的总融资额出现强烈反弹，但 IPO 融资额度依然很低，多数融资来自增发。

香港创业板市场的低迷，主要原因在于：香港创业板市场缺乏本地高科技高成长性企业的有力支持；香港创业板市场在上市公司资源上的欠缺迫使其将目标企业定位在内地的科技企业和民营企业，这就和深圳的中小企业板市场存在一定的趋同性；融资成本和跨境监管等方面的问题也是香港创业板不容回避的劣势。

1.2 主要创业板市场表现比较

1.2.1 短期市场超额收益大

从海外创业板市场发展的经验看，创业板市场上市初期通常具有较高的溢价，也易引发投资者非理性的投机热潮。图1~图4列出美国、英国、韩国及香港这四大市场创业板指数及其主板指数在创业板推出后两年内走势情况。海外创业板市场上市初期其平均收益率明显高于主板市场，且超额收益急速膨胀，市场的活跃度较高。

图 1：美国 NASDAQ 上市初期市场和创业板走势

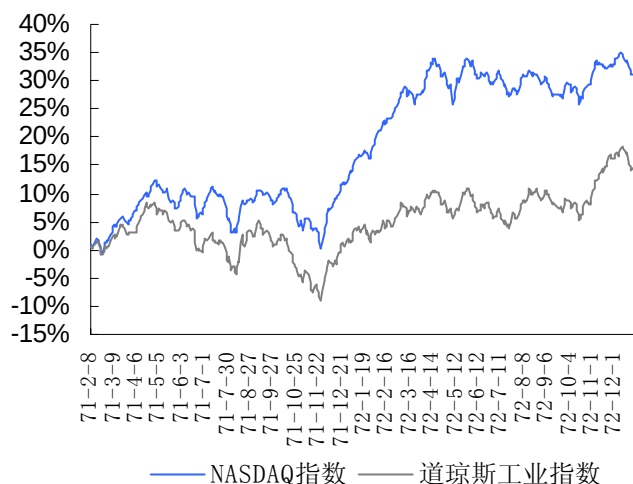


图 2：英国 AIM 上市初期主板和创业板走势

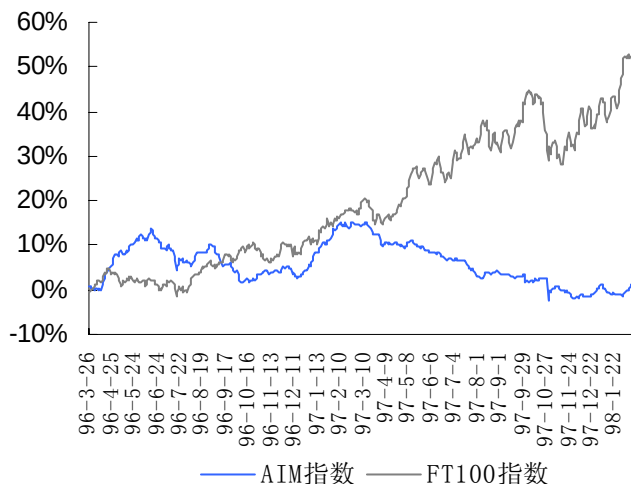


图 3：韩国 KOSDAQ 上市初期主板和创业板走势

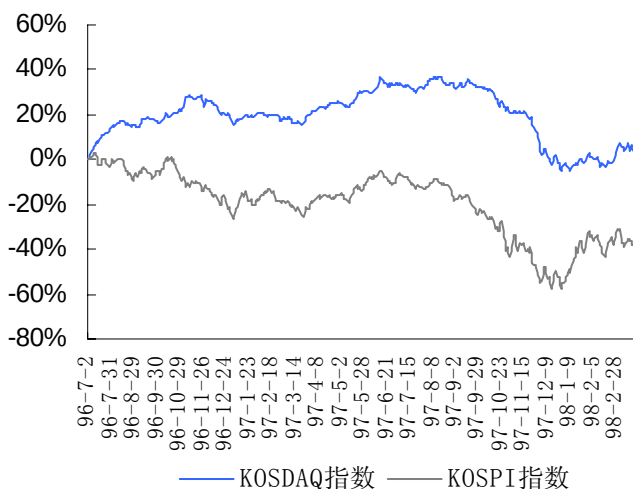
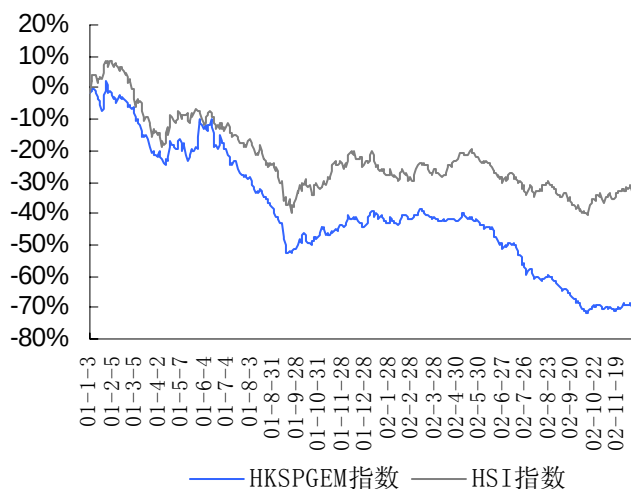


图 4：香港创业板上市初期主板市场和创业板走势



注：因数据限制，香港市场指数数据起始于 01 年。

资料来源：Bloomberg, 渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1.2.2 创业板对主板市场资金分流作用有限

参考英国、韩国、香港等国家和地区经验，我们发现创业板推出前后对主板市场的资金分流作用较为有限。图 5 给出英国 AIM、韩国 KOSDAQ、香港创业板上市前后一年内主板市场的成交情况，很显然其主板市场均未出现成交急剧下降的情形，创业板推出对主板市场的资金链的影响并不显著。此外，从各国创业板市值规模看，其占主板市场的比例均较小，因此从这个意义上说创业板市场对主板市场也不会形成决定性影响。

图 5：英国创业板上市前后主板市场成交情况

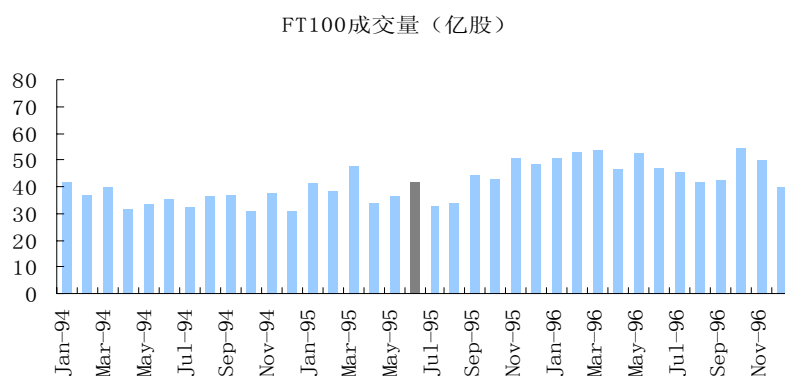


图 6：韩国创业板上市前后主板市场成交情况

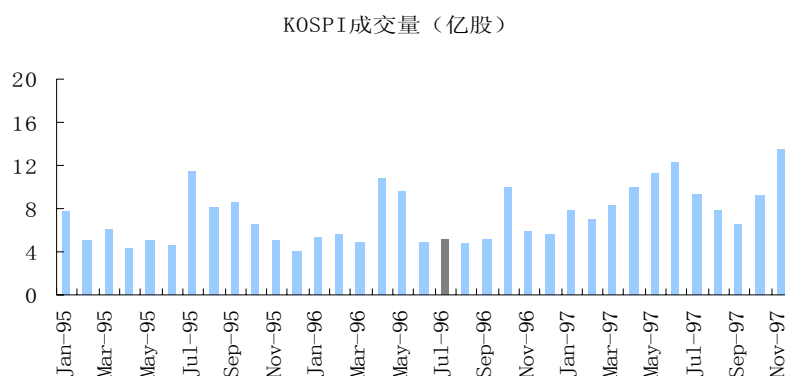
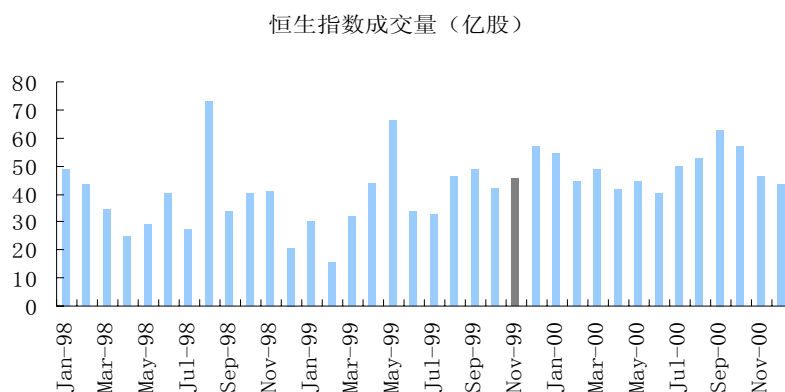


图 7：香港创业板上市前后主板市场成交情况



注：图中灰色柱子代表创业板推出当月
资料来源：Bloomberg, 渤海证券研究所

1.2.3 创业板推出未改变主板市场运行规律

通过分析海外创业板市场推出前后其主板市场的走势，我们发现创业板的上市对主板市场走势影响甚微，主板市场仍将按照其自身趋势运行。美国纳斯达克市场建立时，美国股市正处于上升通道，纳斯达克上市后，美股依然延续之前的上涨行情。英国 AIM 市场、香港市场同样也未因创业板推出改变原先的上升趋势，而韩国 KOSDAQ 推出时主板市场正处于一轮熊市，创业板上市并未扭转其熊市格局。

图 8：美国创业板市场推出前后主板市场走势



图 9：英国创业板市场推出前后主板市场走势

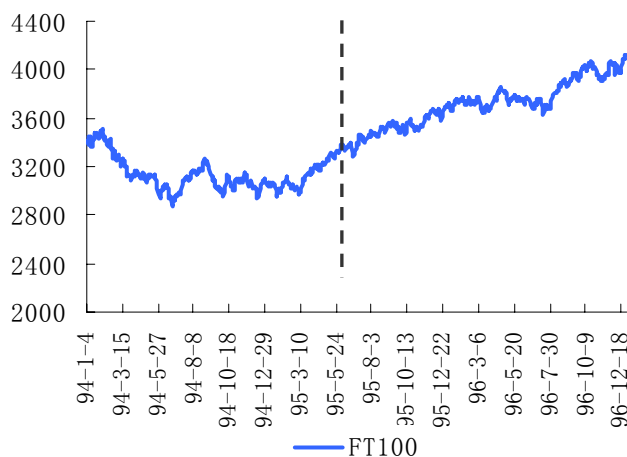


图 10：韩国创业板市场推出前后主板市场走势

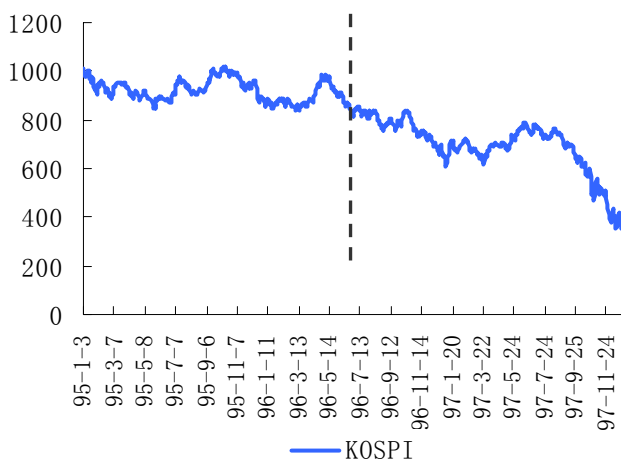
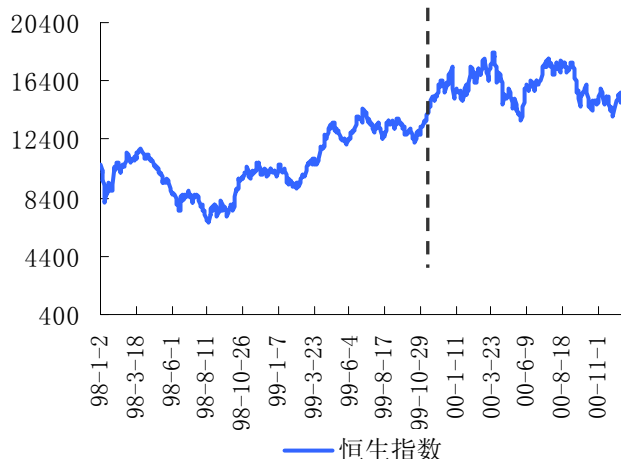


图 11：香港创业板市场推出前后主板市场走势



资料来源：Bloomberg, 渤海证券研究所

1.2.4 中长期创业板市场投机泡沫缩小

经历了上市初期的疯狂炒作后，市场理性投资逐渐增强，投机泡沫也因此被挤压，请务必阅读正文之后的免责条款部分

创业板指数随之回落，创业板市场相对主板市场的超额收益也日益收窄（图 12~图 15）。

图 12：美国创业板相对主板市场的超额收益

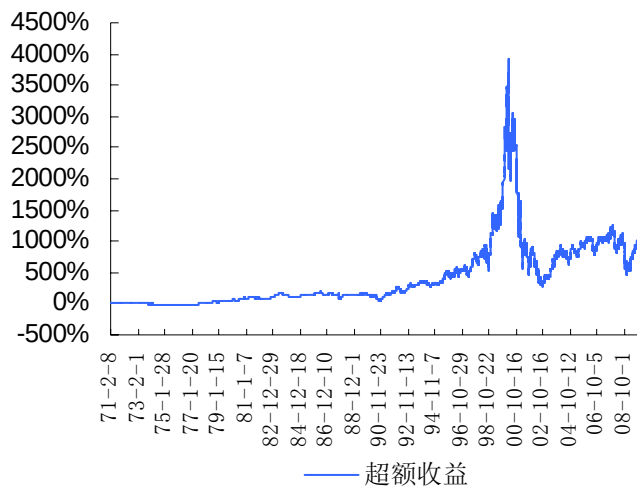


图 13：英国创业板相对主板市场的超额收益

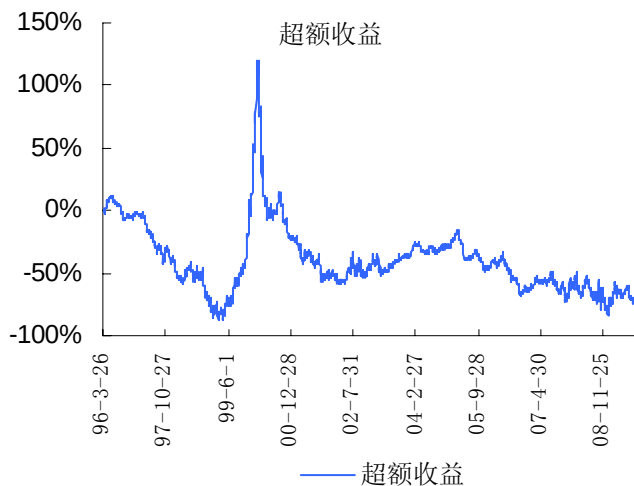


图 14：韩国创业板相对主板市场的超额收益



图 15：香港创业板相对主板市场的超额收益

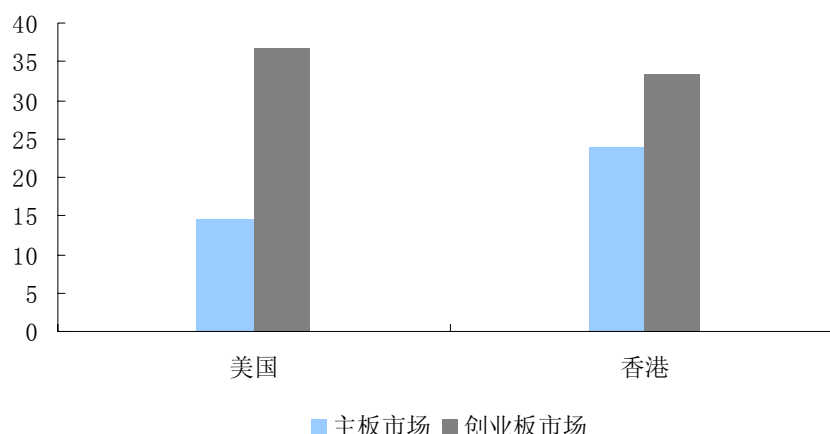


资料来源：Bloomberg, 渤海证券研究所

1.2.5 创业板相对主板市场具有更高估值

由于创业板上市企业通常具有较高的成长性，因此上市公司股价的溢价程度会高于主板市场。海外市场的经验也验证了这一点，目前美国主板市场的市盈率为 14.48 倍，纳斯达克市场的市盈率则为 36.91 倍，而香港市场创业板的市盈率为 33.32 倍，也高于主板市场 23.96 倍。

图 16: 美国、香港主板市场与创业板市场估值比较



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

2.我国创业板市场的特点

我国创业板市场主要吸纳新能源、新材料、生物医药、电子信息、环保节能等领域企业和其他领域成长性特别突出的企业,以及在技术、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。

与国外大部分创业板市场相同,我国创业板市场定位于发展处于创业与创新阶段的企业。从定位上看,中国内地主板是蓝筹股市场,中小板是中小企业“隐形冠军”的摇篮,而创业板则是创业创新的“助推器”。

图 17: 我国创业板市场的定位



资料来源: 中国证券业协会

我国创业板市场的发行标准及退市制度

我国创业板相对主板有较为宽松的发行条件，在净利润/营业收入上设置有两套标准，发行人符合其中之一即可。第一套标准要求发行人最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；第二套标准要求最近一年盈利，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。

除符合净利润/营业收入外，我国创业板还要求发行前企业净资产不少于二千万，发行后总股本不少于三千万股，且要求最近一期末不存在未弥补亏损。

创业板也像主板一样实行全流通制度，但为了保持公司股权与经营权的稳定，同时满足股东适当的退出需求，创业板有针对性的、有区分的对上市后的相关股份提出了限售要求。

相对主板而言，我国创业板的退市制度更为严格，主要体现在以下几个方面：

一、增加了直接退市，不再像主板要求必须进入代办股份转让系统。

二、针对创业板公司的风险特征，增加了更为严格的退市标准，在主板退市标准基础上，对出现以下情形的公司也将启动退市程序：

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的财务会计报告，且在规定的期限内仍不能消除的；2) 会计报表显示净资产为负，而未能在规定的期限内消除的；3) 股票连续 120 个交易日累计成交量低于 100 万股，限期内不能改善的。

三、创业板将对三种退市情形将启动快速退市程序。

此外，创业板公司连续两年亏损也会特别处理。但在主板市场，允许被实施退市风险警示和其他特别处理公司，在完成重大资产重组后即可向交易所申请撤销退市风险警示或其他特别处理。创业板则取消了上述相关规定。

我国创业板的发审制度仍为核准制

创业板发行审核制度仍为核准制，由中国证监会负责。同时创业板设立独立的发行审核委员会。

考虑到创业企业的实际特点，对创业板拟上市企业的审核在理念上、程序上体现创业企业的特色，在尽量降低发行上市成本的同时，适应资本市场深化发展的新形势，注重发审质量和效率；同时，改进信息披露，增加创业企业透明度。

同主板与中小板相比，创业板还有一个特色是取消了无形资产占比的限制，突出对自主创新的支持。主板与中小板要求最近一期无形资产占净资产比例不得高于 20%，而考虑到创业板企业大多是高新技术企业，以科技成果入股的情况比较普遍，无形资产占比差异较大，我国的创业板对无形资产的占比不做要求。

我国创业板实施投资者准入制度

随着我国多层次资本市场体系的逐步建立，建立以适当性为内容的投资者保护制度，使制度发展与投资者的风险认识和风险承受能力相适应，成为市场发展的迫切要求。因此，创业板 IPO 管理办法中规定，创业板市场应当建立与投资者风险承受能力相适应的投资者准入制度，向投资者充分提示投资风险。

针对我国证券市场中小投资者比例较高，投资者投资经验不足、盈利能力偏弱、喜好投机炒作、对市场规则不熟悉，市场非理性因素较多等特点，我国创业板实施投资者准入制度，符合一定条件的投资者在签署风险揭示书以后才能参与创业板的投资。

我国创业板将严控首日炒作的风险

为警示和防范创业板股票上市首日过度炒作风险，深交所《关于创业板首次公开发行股票上市首日交易监控和风险控制的通知》中规定，创业板在中小企业板现有新股上市首日开盘价 $\pm 20\%$ 、 $\pm 50\%$ 临时停牌阈值的基础上，新增 $\pm 80\%$ 停牌阈值且直接停牌至 14 时 57 分。

由于我国有庞大的优质后备资源，我国创业板发行标准较海外市场严格

我国创业板在借鉴了海外创业板的基础上，充分考虑了我国具体国情。创业板发行标准具有海外创业板市场的普遍特点，但标准更为严格：

- (1) 我国创业板仍然强调“净利润”要求，且在数量上均严于海外创业板市场；
- (2) 我国创业板对企业规模与存续时间仍然有较高要求；
- (3) 我国创业板对发行人的成长性有定量要求。

创业板市场可能的发展路径

由于我国经济长期较快的发展，我国的创业板应该是极富前景的。中国内地创业板将会按自己的方式发展，中国有大量有活力的中小企业需要融资，据不完全统计，中国有约 1000 万家中小企业，如果其中只有 1% 的优质企业想上市，也有 10 万家之多。在我们看来，这就是中国创业板最大的资源，也是中国创业板取得成功的重要保证。

长期以来，融资难已经成为制约我国中小企业发展的瓶颈。由于传统商业模式等多方面的原因，银行在为中小企业提供融资服务有一定的缺陷。推动直接融资体系，使更多符合条件的中小企业上市需要创业板市场。

美国纳斯达克目前拥有大约 3300 家上市公司，总市值约 4 万亿美元，在创业板市场，被称为典范。随着纳斯达克的成功，各国证券市场也开始了一轮设立创业板的热潮，但是随着时间的推移，这些市场成功的案例却很少，有的陷入经营困境，有的甚至被主板市场合并。

与国外市场相比，我国内地的创业板可能会走出一条全新的道路，在这一过程中，请务必阅读正文之后的免责条款部分

大量的细分市场的龙头公司都可能会有爆发式的发展，未来的创业板中也会诞生出世界级的大型企业。

从首批向证监会提出创业板上市申请的公司名单来看，申请在创业板上市的企业主要集中在新能源、新材料、电子信息、生物医药、环保节能、现代服务等六大行业，沿海和发达地区企业较多。从各方资料来比较，IT 科技行业、网络软件概念、环保行业、高端制造业等一些行业和公司最有希望通过证监会审批，且未来前景较好。

我国创业板市场开板后，最开始可能会吸引投机资金的炒作，交易会比较活跃，投资者应注意风险。

3. 我国创业板市场展望

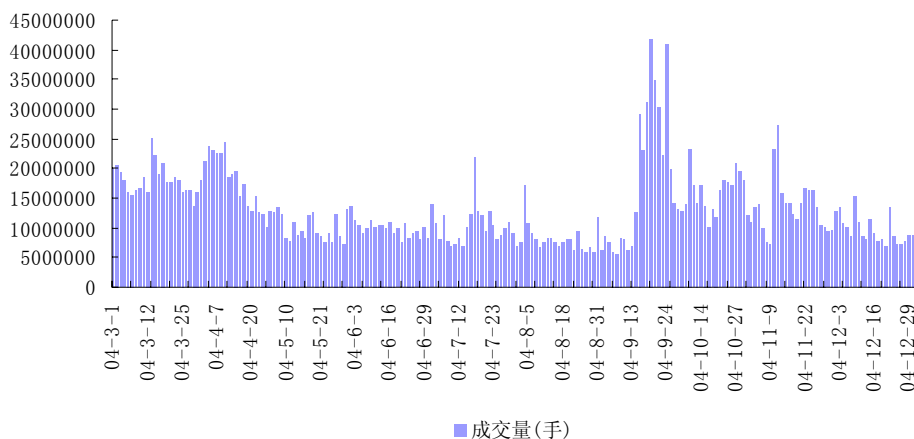
3.1 来自中小板上市表现的启示

本文第一部分已对海外创业板发展情况和经验做了分析，考虑到我国中小板市场上市经验也可作为重要参考，在此我们对中小板市场推出时的情况做一回顾和总结：

资金分流作用不大

2004 年 5 月经国务院批准，中国证监会批复同意深圳证券交易所在主板市场内设立中小企业板块。深圳证券交易所 5 月 20 日公布了《中小企业板块交易特别规定》、《中小企业板块上市公司特别规定》和《中小企业板块证券上市协议》。6 月 25 日中小企业板正式开市。在中小板上市当月主板成交量并没有明显萎缩，且当月发行中小板募集资金不足 50 亿元，此后其流通市值也不到 150 亿元，相对主板市场的流通市值的占比很小，可见中小板推出对主板资金的实际分流效应并不太大，更多影响来自是投资者心里上的恐惧和担忧。

图 18：中小板市场推出前后 A 股市场成交情况

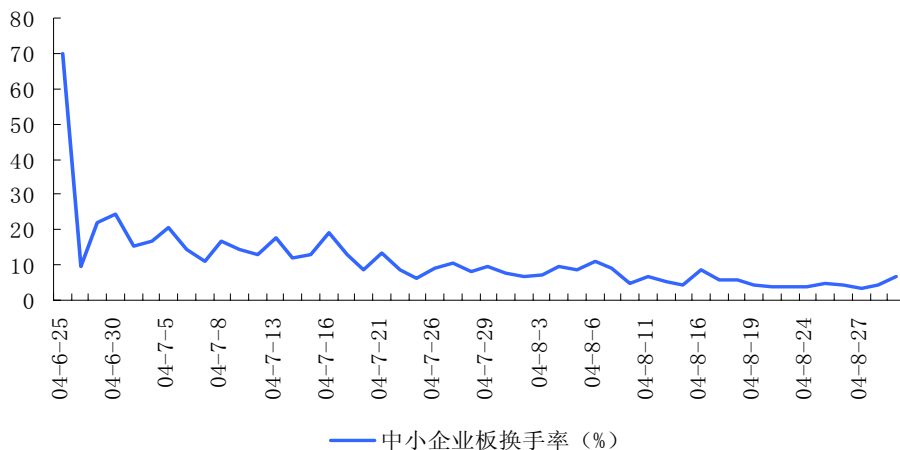


资料来源：Wind, 渤海证券研究所

上市初期受追捧活跃度高

类似海外创业板市场，中小板市场在上市初期受资金青睐，交易活跃度明显较高，上市一个月平均日换手率高达 17.1%。

图 19：中小板上市初期换手率

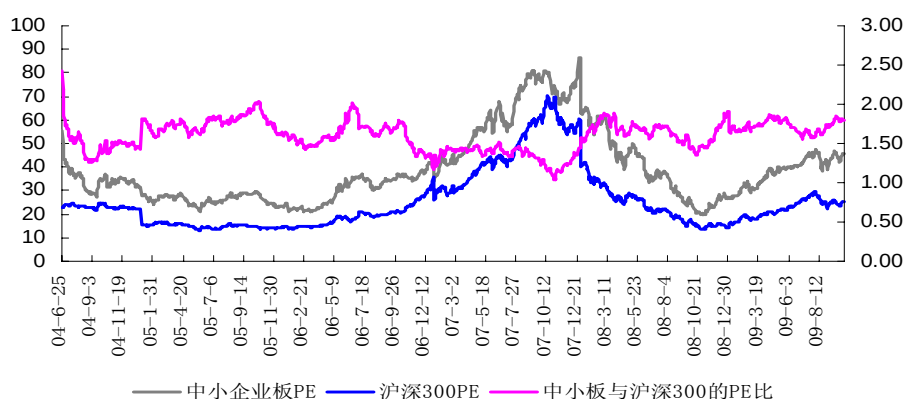


资料来源：Wind, 渤海证券研究所

中小板估值相较主板市场存在明显溢价

由图 18 可以看出，中小板市场估值明显高于主板市场，截止 10 月 16 日中小板市场与沪深 300 的市盈率之比仍高达 1.8，且与海外成熟市场相比，我国中小板市场对主板市场的溢价波动较小，并未出现大幅回落的现象，一方面说明投资者对于新兴市场的中小企业的成长性具有较大信心，另一方面也反映除中小板市场容易成为市场炒作的对象。

图 20：中小板市场与主板市场的估值比较

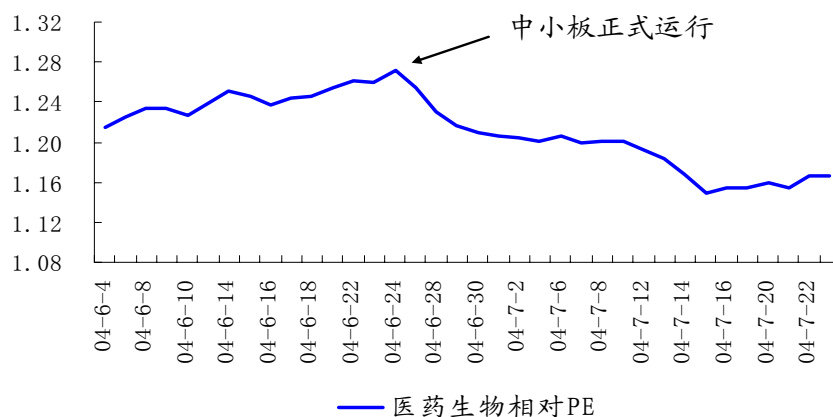


资料来源：Wind, 渤海证券研究所

中小板推出前后相关板块先涨后跌

回顾中小板初期运行的情形，最初在中小板上市的企业中以医药生物的企业居多，从中小板市场运行前两个月中，医药生物企业占上市企业总数的 24.2%。中小板市场孕育成立期间带动医药板块的上涨，在中小板推出前该板块表现显著超越大盘，但在中小板正式推出后由于投机力量的抛售，医药板块的估值也迅速回落。

图 21：中小板推出前后医药生物板块相对估值变化



资料来源：Wind, 渤海证券研究所

3.2 创业板未来市场表现展望

2004 年作为我国创业板过渡市场的中小板市场成立，中小企业板在构建多层次资本市场、支持国家自主创新战略等方面发挥了重要作用。鉴于中小板市场上市公司的来源与创业板较为相近，其发展状况很大程度上反映了国内中小企业的现状。作为分步推进创业板市场战略的前期步骤，中小板市场五年来的实践经验为创业板的推出和发展提供有益的借鉴。我国创业板上市后的市场表现及其投资者的行为可能会与中小板有所近似，同时我国创业板与主板的之间的相互影响以及比价关系也可参考海外市场的情况。因此，我们在汲取海外创业板市场经验的基础上结合了中小板市场建立和发展时期的相关经验得出以下结论：

- 创业板推出初期易受投资者追捧而出现较高的溢价，该阶段市场投机性较强，短期内能获得较高投机收益的机会，但同样面临较高风险。
- 经历短期投机炒作之后，市场将逐渐趋于理性，估值泡沫会随之缩小，创业板市场的中长期走势将取决于上市公司的基本面情况。不过鉴于新兴市场的中小企业的发展速度较快、成长性较好，市场会相应给与一定高溢价，因此创业板市场通常较主板市场具有更高的估值，通常而言创业板市场的市盈率是主板市场市盈率的 1.5 倍~2.5 倍，当然其波动性也将明显大于主板市场。
- 创业板市场推出对主板市场资金链的影响作用非常有限。从美国、英国、韩国、香港创业板市场以及我国中小板市场的经验看，创业板市场较主板市场规模占比较小，在市场流动性充裕的情况下，创业板上市短期不会对主板市场造成太大的资金分流的影响。
- 历史经验表明，创业板推出不会对主板市场的趋势形成决定性的影响，主板市场仍将按其原有的趋势运行。但短期内，创业板上市对相关板块的利好效

应将有所显现，这些上市公司的股价也因此会呈现短暂高溢价，不过随着创业板的推出相关板块的溢价也将逐渐收窄。

附录：首批上市企业相关情况

中国证监会主席尚福林 17 日在京表示，经国务院同意，证监会已经批准深交所设立创业板，并于 23 日举行开板仪式。30 日首批 28 家创业板公司将集中在深交所挂牌上市。

股票简称	股票代码	所属行业领域	发行价（元）	发行规模（万股）	申购市盈率（倍）
特锐德	300001	电气设备	23.8	3500	52.76
神州泰岳	300002	电信服务	58.0	3160	68.8
乐普医疗	300003	医疗器械	29.0	4100	59.56
南风股份	300004	专用设备	22.9	2400	71.53
探路者	300005	服饰商业	19.8	1700	53.1
莱美药业	300006	化学制药	16.5	2300	47.83
汉威电子	300007	仪器仪表	27.0	1500	60.54
上海佳豪	300008	工业设计	27.8	1260	40.12
安科生物	300009	生物制品	17.0	2100	46.83
立思辰	300010	计算机应用	18.0	2650	51.49
鼎汉技术	300011	轨道交通电源系统	37	1362.4	82.22
华测检测	300012	技术检测服务	25.78	2100	59.95
新宁物流	300013	高端综合物流服务	15.6	1500	45.48
亿纬锂能	300014	锂亚电池	18	2200	54.56
爱尔眼科	300015	眼科医疗服务	28	3350	60.87
北陆药业	300016	医药行业	17.86	1700	47.89
网宿科技	300017	互联网	24	2300	63.16
中元华电	300018	电力系统智能化	32.18	1635	52.62
硅宝科技	300019	有机硅新材料	23	1300	47.96
银江股份	300020	信息技术应用服务业	20	2000	52.63
大禹节水	300021	节水滴灌领域	14	1800	53.85
吉峰农机	300022	农机流通行业	17.75	2240	57.26
宝德股份	300023	石油行业	19.6	1500	81.67
机器人	300024	工业机器人	39.8	1550	62.9
华星创业	300025	通信技术	19.66	1000	45.18
红日药业	300026	医药	60	1259	49.18
华谊兄弟	300027	影视制作	28.58	4200	69.71
金亚科技	300028	广电行业	11.3	3700	45.2

风险提示：此报告所载的资料及推测是基于报告发表日之前的历史数据的判断、分析，仅供于投资参考，并不能保证日后由于股票市场波动或股市环境变化，所有判断结论均能实现。投资者需注意市场风险，合理判断，谨慎投资。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

化工行业研究
刘威
+86 10 5836 2155

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论
研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

博士后工作站:

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn