

2009 年 11 月 09 日

——A 股策略

相关研究报告

《公地悲剧之后，剩草还是种子》
《奶酪，在复苏与泡沫升级之间》
《从 C. P. I 到 P. P. I：A 股范式之变迁》
《潜伏，只为下一轮泡沫》
《心中拥有春天》
《金融股领涨，政策预期促反弹》
《两会行情如何走：向左 or 向右》
《春回大地暖人心》
《警惕经济飞鞋，期盼政策红包》
《荆棘路上觅阳光》

报告作者：**肖彦明 高级研究员**

电话：021-58766036-205

xiaoyim@glsc.com.cn

李斌 研究员

电话：0510-82833217

E-mail: lib@glsc.com.cn

立性申明：

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

要点：

- 市场的估值标准是由市场制度、历史沿革、市场结构和公司状况等因素决定，每个细分市场都有它的特殊性，这就意味着创业板估值与主板乃至海外市场的差异性。
- 目前成功入驻创业板的 28 家企业，幸运地完成了从实物资产到资本资产的嬗变，嬗变过程存在两次价值的创造过程，资本资产价值 = 账面价值 + 企业家精神溢价 + 流动性溢价。
- 企业家通常有两大追求：丰厚的经济报酬和自我价值的实现。创业板的问世，使得优秀的企业家不断被挖掘，创业板市场通过让这些企业家的企业上市，以市值暴增的形式来奖励这一批优秀的企业家。
- 目前创业板流动性无疑是很好的，这其中有制度设计的原因，也有市场情绪的因素。流动性好的品种对应着相对较低的风险溢价和相对较高的估值。

创业板开板至今，话题不断、争议不休，有人形象地将它喻作“带刺的玫瑰”，刺便是它的高 PE（高估值），近期这只玫瑰仍在热辣辣地开放，让那些心存“中石油”阴影的投资者大跌眼镜。然而，存在即有道理，笔者认为，如果从企业家精神和流动性的角度出发，似乎可以部分解析创业板的高估值困惑了。

估值是硬道理，逻辑却是软科学

如同地心引力一样，再好的企业也不能摆脱估值约束。估值是硬道理，但估值方法与逻辑却是软科学或者说是艺术。“因为成长性所以高市盈率”是创业板风靡多时的美丽逻辑，给估值“估值”实际上变成了给成长性“估值”。

时至今日，理论界和实务界创造出的各种股票估值理论和方法已形成一套严密的体系，证券分析师最常用的估值方法是相对估值法，除了市盈率（PE）外，还有许多其他形式的估值乘数（如 PB、PS、PCF、PEG 等）也被使用；绝对估值法处于从属地位，在其中相对使用较多的是 DCF 估值法，DDM 估值法在对个别分红稳定的蓝筹股估值中有所提及，EVA 估值法则鲜有使用。市场的估值标准是由市场制度、历史沿革、市场结构 and 公司状况等因素决定，每个细分市场都有它的特殊性，也就没有一个统一的估值标准，所以方法论上的生搬硬套显然不可取。试想西方证券市场发展了近 200 多年，中国主板市场也有 10 多年的“炒龄”，创业板才是一个尚未满月的婴儿呢，我们怎可轻谈所谓的与国际接轨，所谓的与主板接轨？

从实物资产到创业板资产的完美嬗变

资本资产由实物资产演化而来。目前成功入驻创业板的 28 家企业，其实是幸运地完成了从实物资产到资本资产的嬗变。这一过程存在两次金融创新活动，也伴随着两次价值的创造过程。第一次转变是从实物资产到公司资产的转变，是通过企业家的经营管理来实现的，相应的价值变化过程是公司“账面价值”通过增加“企业家精神溢价”变成为公司价值；第二次转变是，公司资产通过股份化和上市转变为可以流动的股票等可交易的资本资产，市场提供的流动性为公司资产提供了一次价值增加的过程，相应的“公司价值”通过“流动性溢价”而转变为“资本资产价值”。 $\text{资本资产价值} = \text{账面价值} + \text{企业家精神溢价} + \text{流动性溢价}$ 。

理解了创业板企业的两次嬗变，我们就可以从这些企业的人格属性与金融属性来解析估值之惑。目前业内对创业企业成长性的判断主要从

增长速度、增长质量、增长的内部驱动因素和外部环境等 4 个方面进行衡量。主要的成长性看点则包括行业前景、技术能力、商业模式、生命周期、人的因素等。其中人的因素就包括了企业家精神。

企业家精神有溢价

资本市场“买卖企业”的背后是买卖企业的盈利能力，归根结底是买卖企业家的能力，投资一家企业，更多时候是投资一个企业家，所以企业家精神这个因素在创业板尤为重要。

企业家通常有两大追求：丰厚的经济报酬和自我价值的实现。在未上市前，许多企业家的价值尚未市场化，其价值可能被低估。而创业板的问世，使得优秀的企业家不断被挖掘，创业板市场通过让这些企业家的企业上市，以市值暴增的形式来奖励这一批优秀的企业家，而这样的回报模式进一步激励有志向的优秀企业家，为了自己的理想而奋斗。近几年来，国内成功实现纳斯达克上市的一些企业，如盛大、前程无忧、第九城市、分众传媒、携程网等就是很好的标杆。企业家的管理经验、管理能力、知识专长和商业网络等无疑是评价企业家精神溢价的重要指标。

谁说流动性不值钱？

金融资产有三大属性：安全性、收益性和流动性。其中流动性是指金融资产在短期内变现而不遭受损失的能力，如果资产变现时其价格越接近期望值，那么因流动性原因而遭受的损失就少，即流动性风险低、流动性好。反之，当投资者正常的交易需求得不到满足，那么流动性就差。正是因为流动性存在不确定性，所以需要风险补偿。显然，流动性好的品种对应着相对较低的风险溢价和相对高的估值。

目前创业板流动性无疑是很好的，这其中与制度设计的原因，也有市场情绪的因素。主板市场历史上的平均换手率在 3% 左右，从今日盘面看，主板上证 A 股换手率为 1.31%，深证 A 股 3.98%，中小板 5.84，沪深 A 股换手率低于 2% 的多达 500 只股票。而创业板换手率平均高达 20%，换手率最高的宝德股份，换手率为 30%。从涨幅来看，创业板也高于主板的大多数行业及风格指数，创业板交投活跃。另外创业板交易机制中的熔断机制，一定程度上防止了市场操纵，保护了投资者的正常交易需求，提高了市场的流动性。因此，从这个意义上说，创业板较好的流动性也为高估值提供了一定支撑。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。