

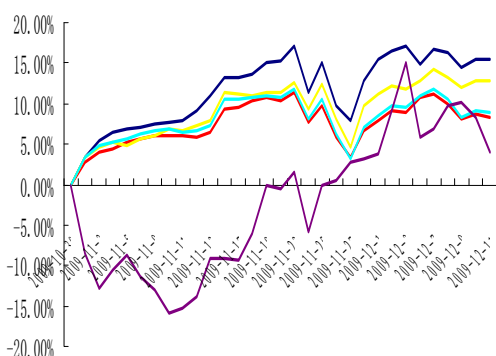
震荡下行

2009 年 12 月 15 日

创业板，看准时机再出手

——创业板 2010 年度投资策略

— 中小板100指数 — 上证综合指数 — 深证成份指数 — 沪深300 — 大证创业板综指



市场数据：2009 年 12 月 11 日

沪深 300 指数：3575.02

大证创业板综指：1166.13

研究员：张宏斌

电 话：(0351) 4131415

E mail: zhanghb@dtsec.com.cn

地 址：山西·太原·青年路8号

邮 编：030001

网 址： www.dtsbc.com.cn

相关研究：

《首批创业板上市公司投资机会分析》(10/28)

《透过韩国创业板的成功看我国创业板的发展前景》(10/09)

投资要点：

- **回顾创业板上市以来交易情况，行情火爆令人担忧** 创业板市场自上市以来呈现出“高股价、高市盈率、高波动性”的三高特征，以吉峰农机为代表的由游资主导的行情致使创业板市场积累了巨大风险。监管层通过限制涉嫌操纵吉峰农机股价账户等行政手段，有效的打击了创业板市场投机气氛，使创业板整体走向“价值回归”之路。
- **“国退民进+调结构”使得创业板市场长期向好** 国务院出台的《关于进一步促进中小企业发展的若干意见》，旨在通过最大程度上挖掘中小企业的潜力达到产业结构升级和经济增长模式的转型。我们认为，后续将会有更多的倾向中小企业的政策利好出台，而创业板公司作为“创新急先锋”将有望分享超额政策红利。
- **价格显著高于价值将促使创业板市场短期震荡下行** 市盈率高企使得创业板整体下行压力凸显，而扩容压力以及监管力度的加大将会使下行压力变为下行动力。此外，目前中小板指数市盈率较沪深 300 溢价水平已经处于历史高位，市场投资风格面临由“八”到“二”的转变，创业板整体与沪深 300 的“跷跷板”效应也将带动创业板向下修正。笔者认为，未来一年内创业板将可能面临 30%-50% 的下跌。
- **待到价值回归后再找寻投资机会** “促消费”引发市场“大消费”类投资热点，作为国内户外用品“王者”的探路者有望得到超预期的发展；“碳货币”将可能使全球经济格局重新洗牌，汉威电子将得益于“低碳经济”的大发展；新医改带给医药行业巨大的机遇和挑战，红日药业凭借其在细分市场的垄断地位享受新医改红利。
- **关于创业板市场制度的建议** 笔者认为，加快创业板市场扩容速度以及率先推出做空机制，将有效的遏制市场的非理性投机行为，从而使我国创业板市场可以持续、健康的发展。此外，创业板市场涨跌幅限制应与主板市场相区别，以匹配其风险水平。总之，进一步加强我国创业板市场的独立性，将有效规避主板市场的种种不足，让我国的创业板市场真正走上市场化和国际化的道路。

目 录

一、创业板上市回顾	3
(一) 大证创业板综指情况回顾	3
(二) 谁是“明星”之中的“明星”	5
二、ChiNext: 下一个吸引全球投资者瞩目的创业板市场	7
(一) 政府对中小企业的政策扶持决定创业板市场长期向好	7
(二) 中小板市场长期超额收益激起的“涟漪”	8
三、短期创业板估值下行无法避免	9
(一) “三高”特性决定估值下移	9
(二) 市场风格切换将是大概率事件	10
(三) 市场规模的扩大及监管力度的加大解决供需失衡	12
(四) 谁将是创业板下跌过程中的“领跑者”	13
(五) 超募资金使用情况或成“X因素”	14
四、“潮退之后”寻找投资机会	15
(一) 透过韩国创业板看享有超额收益的行业	15
(二) “促消费”引发的投资热点	16
(三) “后哥本哈根会议”时代的“低碳”投资机会	17
(四) “新医改”大背景下的投资脉动	18
五、完善创业板制度之我见	20
(一) 加快市场扩容速度	20
(二) 建立做空机制	21
(三) 扩大股价涨跌幅限制	21

图表目录

图表 1: 大证创业板综指日线走势	4
图表 2: 大证创业板综指与其他指数累计收益率的对比	4
图表 3: 大证创业板综指交易情况统计	5
图表 4: 11 月份以来创业板过会情况	6
图表 5: C28 涨幅排名 (除去交易首日)	6
图表 6: 韩国主板和创业板市值对比	8
图表 7: 沪深 300 与中小板指数累计收益率对比	9
图表 8: 首批创业板上市公司 09-11 年动态市盈率 (预测值)	9
图表 9: 第二批创业板上市公司发行市盈率一览	10
图表 10: 沪深 300 市盈率与中小板市盈率历史变化	10
图表 11: 沪深 300 与创业板总市值涨跌幅统计结果	11
图表 12: KOSDAQ 与 KOSPI 指数历史走势	12
图表 13: 首批 28 只股票 β 系数一览	14
图表 14: 28 家上市公司超募比例对比	14
图表 15: 第二批 8 家上市公司超募比例情况	15
图表 16: 韩国创业板市场行业分布	15
图表 17: 韩国创业板市场具有超额收益的细分行业	16
图表 18: 探路者与其主要竞争对手哥伦比亚营业收入以及净利润增长的对比	17
图表 19: 2005-2012 年国内气体探测仪器仪表需求量状况及其预测	18
图表 20: 血必净仍将保持较高速度的增长	19
图表 21: 1993-2008 年我国居民脑血管疾病患病率变化趋势	19
图表 22: C28 存续时间一览 (单位: 月)	20

一、创业板上市回顾

“十年磨一剑，宝剑锋从磨砺出；严冬摘万花，梅花香自苦寒来。”。10月30日，万众瞩目的创业板市场正式从幕后走到台前，这标志着我国多层次资本市场的建立又迈进一大步，这无疑是我国资本市场的一大幸事，她的推出将很大程度上解决目前我国中小企业尤其是处于创业期企业融资难的问题，对于我国“调结构”这一宏观经济目标有着重大意义。鉴于创业板市场规模尚小，深交所没有推出创业板指数。为了让投资者能够更直观、更全面的把握创业板市场的整体走向，理清创业板市场的投资脉络，我们推出了大同证券创业板综合指数（下称大证创业板综指），其编制方法与上证综指相同，以全部创业板上市股票为样本，以总股本为权数，按照派许加权方法进行计算，计算公式为：

$$\text{大证创业板综指} = (\text{报告期样本股的总市值} / \text{基期样本股的总市值}) \times 1000,$$

$$\text{报告期样本股的总市值} = \sum (\text{报告期收盘价} \times \text{总股本}),$$

$$\text{基期样本股的总市值} = \sum (10月30日开盘价 \times \text{总股本})$$

其中，基日采样股的市价总值亦称为除数。

当总市值出现非交易因素的变动时，采用“除数修正法”修正原固定除数，以维持指数的连续性，修正公式如下：

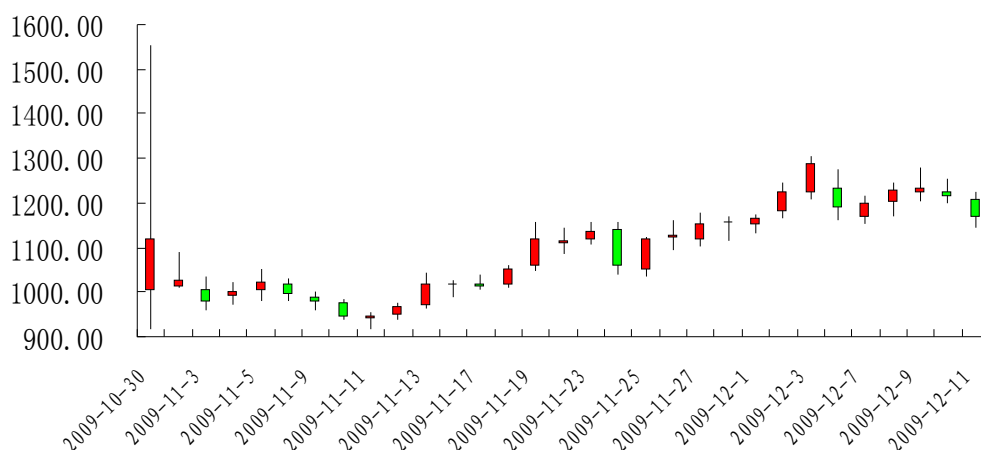
$$\text{修正前采样股的总市值} / \text{原除数} = \text{修正后采样的总市值} / \text{修正后的除数}$$

由此得到修正后的除数，并据此计算以后的指数。当股票分红派息时，指数不予修正，任其自然回落。新股上市第二天计入指数，当天不计入指数，而于当日收盘后修正指数。

（一）大证创业板综指情况回顾

创业板上市首日，其波动性巨大的特性便得以显现。即创业板开市首日，大证创业板综指在开盘5分钟后由开盘时的1000点迅速下探至915.12点，随后指数急速拉升，最高冲至1554.82点，涨幅高达55.48%，之后随着大量获利盘的抛压，指数一路走低，最终指数收在1120.41点，涨幅为12.04%，全天成交金额为219.08亿元。从开市首日的盘面来看，28只股票先后都被深交所实施了临时停牌，其中20只个股遭遇了二次停牌，而金亚科技成为唯一一只被三次停牌的个股。28只个股平均换手率达到88.9%。

图表 1: 大证创业板综指日线走势

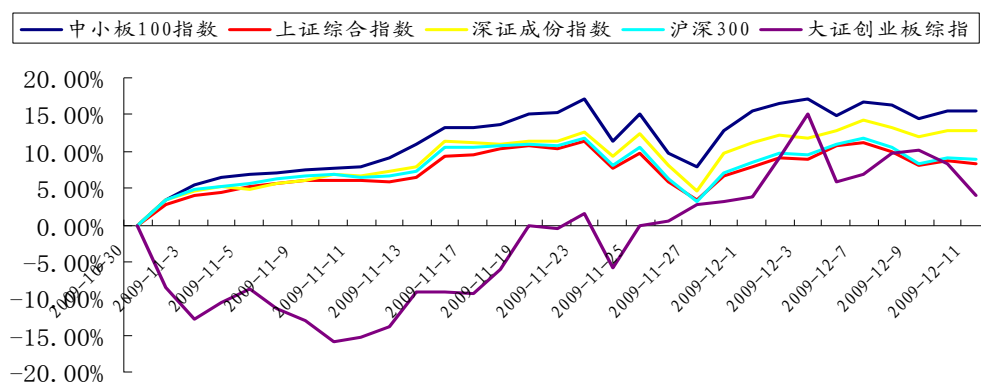


资料来源: 大同证券研究部

在首日被爆炒后的 8 个交易日, 创业板整体似乎走向“价值回归”之路, 大证创业板综指在 11 月 11 日盘中一度下探到 917.57 的低点, 这意味着创业板总市值较上市首日开盘时总市值减少了近 10%。然而, 在之后的交易日里我国创业板市场走出了一波近乎独立于整个中国股票市场甚至是全球资本市场的行情, 指数从 11 月 11 日 917.57 的最低点一度攀升到 12 月 3 日 1305.41 的最高点, 这意味着在短短的 22 个交易日里创业板整体涨幅达到 42.3%, 期间突发的“迪拜事件”也无法降低市场的热度。此种情况出乎包括笔者在内的大多数业内人士的意料, 也让很多专家学者大跌眼镜, 更震动了监管层。

12 月 4 日, 深交所网站刊登了《深交所对涉嫌操纵“吉峰农机”的账户限制交易》的文章, 当日创业板指数暴跌 7.99%, “风暴”之后指数虽有小幅反弹, 但回落趋势已然显现。

图表 2: 大证创业板综指与其他指数累计收益率的对比



资料来源: WIND, 大同证券研究部

从创业板上市交易以来的 30 个交易日中（除去交易首日），创业板市场远远跑输大盘以及中小板，并没有超额收益，究其原因便在于其过高的发行价以及上市首日的“爆炒”。

图表 3：大证创业板综指交易情况统计

日期	开盘	最高	最低	收盘	成交金额(亿元)	涨幅
2009-10-30	1000.00	1554.82	915.12	1120.41	219.08	12.04%
2009-11-2	1008.76	1090.20	1008.76	1025.17	77.39	-8.50%
2009-11-3	1006.73	1034.17	960.06	976.70	55.6	-4.73%
2009-11-4	990.33	1022.92	972.99	1001.49	39.9	2.54%
2009-11-5	999.99	1052.98	980.72	1023.58	47.8	2.21%
2009-11-6	1016.91	1029.15	981.36	992.28	33.05	-3.06%
2009-11-9	990.21	1002.40	960.05	974.23	25.06	-1.82%
2009-11-10	975.16	984.28	939.32	941.92	27.18	-3.32%
2009-11-11	937.51	955.82	917.57	948.32	21.18	0.68%
2009-11-12	946.47	975.82	938.93	965.79	22.64	1.84%
2009-11-13	967.01	1042.46	961.22	1017.11	47.9	5.31%
2009-11-16	1014.65	1027.30	990.44	1017.05	30.9	-0.01%
2009-11-17	1014.96	1039.92	1003.35	1015.84	22.63	-0.12%
2009-11-18	1015.72	1061.90	1011.12	1051.98	35.94	3.56%
2009-11-19	1054.33	1155.38	1045.60	1118.23	65.72	6.30%
2009-11-20	1106.78	1143.67	1085.79	1115.41	41.17	-0.25%
2009-11-23	1114.59	1156.55	1104.69	1136.97	32.38	1.93%
2009-11-24	1140.87	1158.60	1037.93	1055.52	43.71	-7.16%
2009-11-25	1048.70	1124.66	1036.94	1118.50	39.23	5.97%
2009-11-26	1118.47	1160.84	1095.19	1126.73	45.19	0.74%
2009-11-27	1117.14	1176.86	1101.74	1151.64	41.16	2.21%
2009-11-30	1155.05	1169.80	1113.12	1156.70	31.63	0.44%
2009-12-1	1149.37	1175.24	1131.44	1164.02	29.93	0.63%
2009-12-2	1177.24	1245.53	1165.86	1223.52	53.17	5.11%
2009-12-3	1220.40	1305.41	1207.77	1288.21	66.68	5.29%
2009-12-4	1235.22	1274.79	1161.97	1185.25	67.7	-7.99%
2009-12-7	1166.85	1217.39	1153.46	1198.39	32.04	1.11%
2009-12-8	1197.49	1246.16	1170.67	1228.91	44.33	2.55%
2009-12-9	1218.98	1281.61	1204.97	1233.86	54.85	0.40%
2009-12-10	1226.56	1254.88	1199.27	1213.88	34.61	-1.62%
2009-12-11	1209.88	1225.25	1145.39	1166.13	34.22	-3.93%

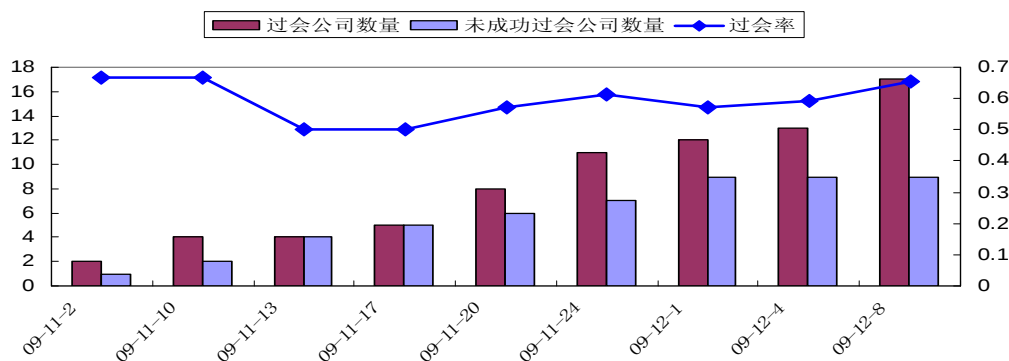
资料来源：大同证券研究部

（二）谁是“明星”之中的“明星”

无论从企业自身的成长性及其在各自细分行业所处的领先地位，还是从与之后成功过会的

创业板上市企业的对比来说，首批 28 家创业板上市公司（下称 C28）的质地都比较优良，堪称众多中小企业中的“明星”，这也是 11 月份后创业板“过会率”急剧下降的一个重要原因。

图表 4：11 月份以来创业板过会情况



资料来源：大同证券研究部

尽管创业板整体经历了大幅波动，呈现先抑后扬的走势，但其中有一些个股表现强势，最为抢眼的具有“苏宁”概念的吉峰农机在游资的追捧下，其股价最高冲到 96.5 元，较上市交易首日 35.31 的收盘价涨幅达到 173.29%，尽管在深交所对涉嫌操纵其股价账户进行限制的刺激下，吉峰农机股价大幅回落至 12 月 11 日收盘时的 71.85 元水平，但仅从交易情况来看，吉峰农机无疑成为“明星”中的“明星”。

图表 5：C28 涨幅排名（除去交易首日）

代码	名称	涨跌幅 (%)	前收价	收盘价	交易日 (天)	日换手 (%)
300022	吉峰农机	103.48	35.31	71.85	26	23.98
300021	大禹节水	51.8	32.03	48.62	28	28.22
300023	宝德股份	31.51	36.08	47.45	30	24.23
300013	新宁物流	23.29	32.2	39.7	29	24
300020	银江股份	18.54	36.4	43.15	30	20.9
300010	立思辰	14.07	33.75	38.5	28	20.82
300002	神州泰岳	13.1	102.9	116.38	28	11.32
300019	硅宝科技	11.53	45.28	50.5	30	21
300007	汉威电子	11.09	48.71	54.11	30	18.19
300016	北陆药业	10.96	35.6	39.5	30	20.64
300011	鼎汉技术	10.58	69.01	76.31	30	16.71
300025	华星创业	9.09	45	49.09	30	18.73
300008	上海佳豪	7.85	50.81	54.8	30	17.89
300012	华测检测	6.8	45.88	49	29	18.5
300028	金亚科技	5.83	35	37.04	30	24.76
300006	莱美药业	5.28	35.8	37.69	30	19.95

300004	南风股份	4.47	40.25	42.05	30	18.78
300001	特锐德	3.23	44	45.42	30	15.12
300015	爱尔眼科	0.77	51.9	52.3	30	13.96
300014	亿纬锂能	0.76	43.28	43.61	30	19.58
300018	中元华电	0.71	56.7	57.1	30	17.44
300024	机器人	-0.65	75.15	74.66	30	13.05
300017	网宿科技	-2	44.9	44	30	14.91
300005	探路者	-2.14	50.07	49	30	16.75
300009	安科生物	-3	50.08	48.58	30	19.31
300026	红日药业	-9.21	106.5	96.69	30	12.79
300003	乐普医疗	-11.36	63.4	56.2	30	11.88
300027	华谊兄弟	-13.81	70.81	61.03	29	14.78

资料来源：WIND，大同证券研究部

二、ChiNext: 下一个吸引全球投资者瞩目的创业板市场

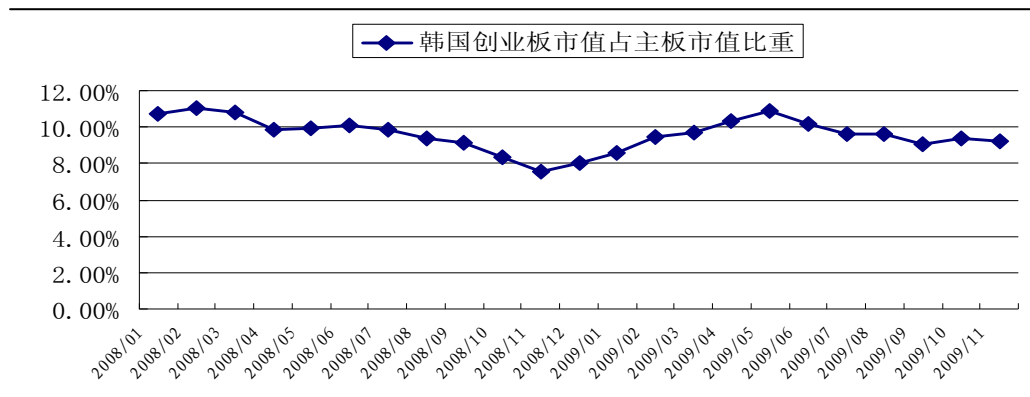
我国创业板英文名称为 ChiNext，尽管与 EuroNext（泛欧证券交易所）名称相似，但在笔者看来，ChiNext 所蕴含的寓意是深远的，我国的创业板市场将会成为全球资本市场未来的看点。

（一）政府对中小企业的政策扶持决定创业板市场长期向好

在《透过韩国创业板的成功看我国创业板的发展前景》研究报告中，笔者提到相比 Nasdaq、AIM 等欧美创业板市场相比，韩国创业板市场 Kosdaq 对我国创业板市场建设的启示可能更大。而 Kosdaq 市场成功的基础条件便是经济转型下的政策向中小企业倾斜。

自20世纪的70年代，韩国经济增长速度令人侧目，其原动力便是垂直一体化的大型企业集团导向战略，取得显著效果。然而，随着经济的进一步发展，由大型企业集团主导的发展战略对经济的束缚日益体现。97年亚洲金融风暴的洗礼使韩国政府认识到，先前的发展战略不但将无法提升国家的竞争力和国民经济的持续发展，甚至会有所危害。因此，韩国政府将原先的大企业集团导向转为扶持中小企业，把发展规模小、科技含量高、经营灵活、回报率高的中小企业作为推动经济持续发展的动力。这一发展战略的转变促使政府出台了一系列创立中小企业的优惠政策，Kosdaq市场也应运而生，为处于创业期的高科技中小企业提供一个融资的渠道，也为向这类企业投资的风险资本提供出口。此外，韩国政府于1999年5月4日宣布实施《振兴Kosdaq市场计划》，计划通过减免上市公司所得税等一系列措施使得Kosdaq市场更具吸引力和竞争力，使得Kosdaq市场的上市公司数量猛增，对Kosdaq市场的发展起到了巨大的推动作用，成为此后韩国创业板市场成功的基础。

图表 6：韩国主板和创业板市值对比



资料来源：KRX、大同证券研究部

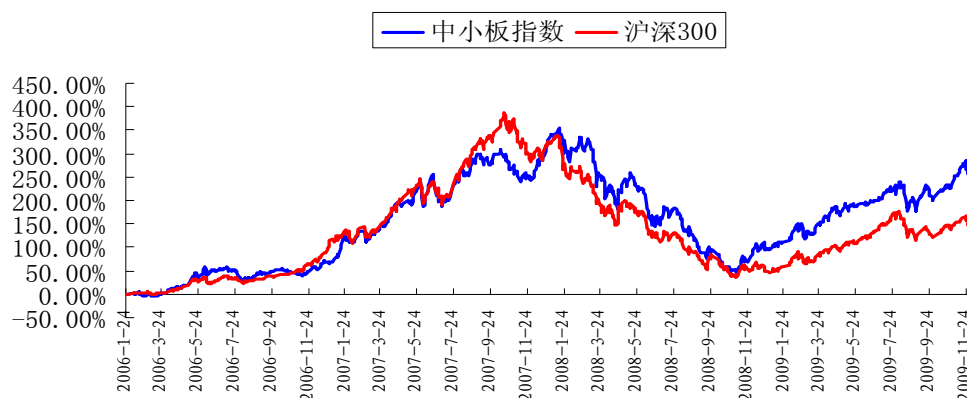
通过韩国创业板市场的成功背景和我国现阶段现状的对比，其相似程度不言而喻。经过了金融风暴的磨砺，我们越发认识到“国退民进”的重要性。目前，中小企业数占我国企业总数的98%以上，约有75%的技术创新、82%的新产品开发出自于中小企业，其解决就业人数约占到总就业人数的75%。以高效率、专业化为经营宗旨的中小企业拥有不断创新的动力和能力。然而，长期以来，融资难已经成为制约这些富有活力的中小企业发展的瓶颈。而创业板的推出，不但可以解决中小企业融资难的问题，为风险投资提供退出平台，创业板市场的退市机制还将通过资本市场完成中小企业的优胜劣汰，从而使资源得到合理配置，从宏观上看，它也是目前“调结构”的经济目标具体化的体现。

国务院出台的《关于进一步促进中小企业发展的若干意见》，则明显体现出政府不但将提供中小企业一系列政策倾斜，而且还会给她们提供更完善的资源倾斜措施，旨在通过最大程度上挖掘中小企业的潜力达到产业结构升级和经济增长模式的转型。我们认为，这只是政府对中小企业政策扶持的第一步，后续将会有更多的倾向中小企业的政策利好出台，而创业板公司作为“创新急先锋”将有望分享超额政策红利。

（二）中小板市场长期超额收益激起的“涟漪”

中小板的成功带给创业板市场巨大的想象空间。从沪深300与中小板指数累计收益率的对比中，可以看出中小板有120%的长期超额收益。而比中小板上市公司更具成长性和想象空间的创业板企业值得投资者期待。

图表 7：沪深 300 与中小板指数累计收益率对比



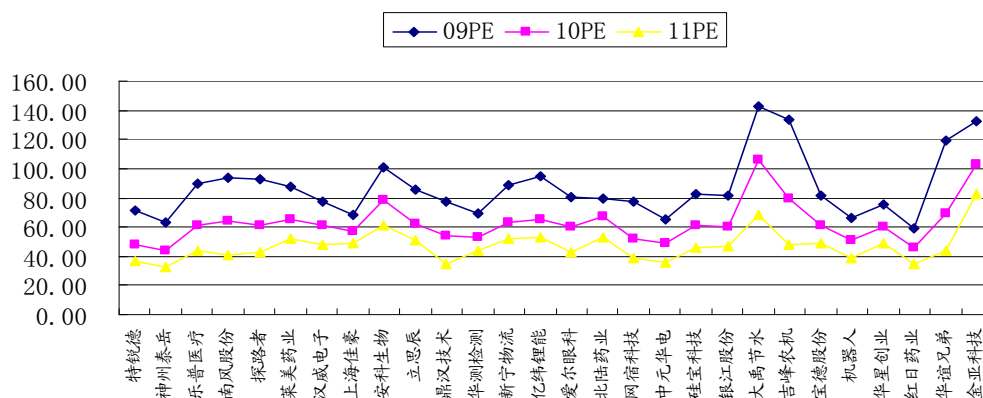
资料来源：WIND，大同证券研究部

三、短期创业板估值下行无法避免

（一）“三高”特性决定估值下移

创业板自上市以来，显示出其“高股价、高波动性、高市盈率”的特性。

图表 8：首批创业板上市公司 09-11 年动态市盈率（预测值）



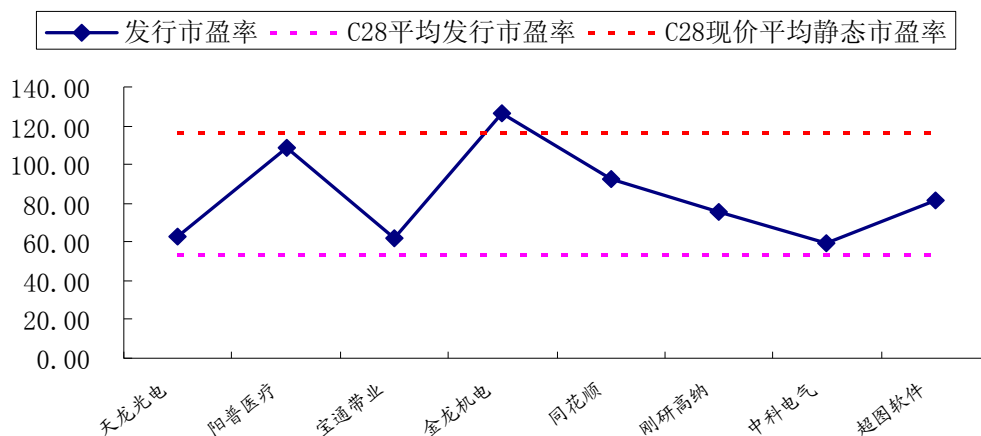
资料来源：大同证券研究部

统计结果显示，按照12月11日收盘价来计算，C28加权平均股价为54.52元，分别是沪深300以及中小企板加权平均股价的5.09倍和2.59倍；C28的09年加权动态市盈率为83.18倍，分别是沪深300以及中小企板09年加权动态市盈率的3.19倍和1.76倍。

第二批创业板上市公司发行市盈率更是创记录的达到83.59倍，较首批28家发行市盈率高出

近50%。

图表 9：第二批创业板上市公司发行市盈率一览



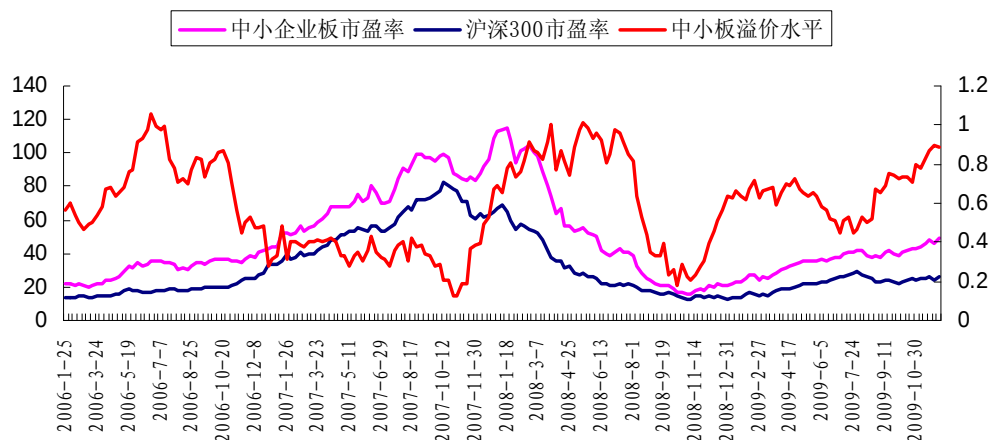
资料来源：大同证券研究部

在笔者之前的报告中，曾提出创业板应享受较中小板30%-40%的合理溢价，而高达首批28只股票76%的溢价水平显然偏离了合理水平，在股价已经透支了未来2-3年业绩的前提下，其估值中枢的下移已经是大势所趋，第二批创业板股票上市只能加剧其下跌态势，而创业板的高波动性只能使其估值水平下降的更加剧烈和迅速。

（二）市场风格切换将是大概率事件

我们认为，未来一年市场投资风格由中小盘股向大盘股转换将是大概率事件。近期中小板较沪深300溢价水平接近90%，已经接近历史高位，小市值股票估值风险已然显现。随着市场风格的转变，创业板不可能独善其身，其估值水平将继续向下修正。根据历史经验，我们认为未来一年内中小板较沪深300溢价水平将可能下降到20%-30%。而在笔者看来，创业板估值水平较中小板应享受30%-40%的合理溢价，从这个角度来看创业板较沪深300溢价水平在2010年将可能落在50%-80%的水平范围内，按照目前沪深300对应2010年约22X的PE，创业板2010年估值水平可能下降到33-39.6倍。目前C28对应2010年业绩的平均PE为59.2倍，因此我们预计未来一年内C28可能会有30%-50%的跌幅。

图表 10：沪深300市盈率与中小板市盈率历史变化



资料来源：WIND，大同证券研究部

此外，市场风格向大盘蓝筹的切换再加上大盘蓝筹与创业板之间的“跷跷板”效应，也将从另一个角度上给出创业板集体下行的证明。笔者对创业板上市后的30个交易日（剔除创业板上市首日的影晌）创业板总市值和沪深300指数涨跌幅进行了统计分析，结果显示在这30个交易日中有15个交易日创业板总市值与沪深300呈反向变动关系，而两者之间的相关系数为-0.063，显示出两者涨跌幅存在微弱的负相关性，也从数据上证明我国创业板市场与主板市场尤其是大盘蓝筹之间存在“跷跷板”效应。从这个角度来看，大盘蓝筹的再度崛起将会引发创业板整体的下跌。

图表 11：沪深 300 与创业板总市值涨跌幅统计结果

日期	沪深 300 涨幅(%)	创业板市值涨幅(%)
2009-11-2	3.43	-8.5
2009-11-3	1.26	-4.73
2009-11-4	0.54	2.54
2009-11-5	0.3	2.21
2009-11-6	0.54	-3.06
2009-11-9	0.37	-1.82
2009-11-10	0.23	-3.32
2009-11-11	-0.23	0.68
2009-11-12	0.12	1.84
2009-11-13	0.54	5.31
2009-11-16	3.04	-0.01
2009-11-17	0.07	-0.12
2009-11-18	0.05	3.56
2009-11-19	0.34	6.3

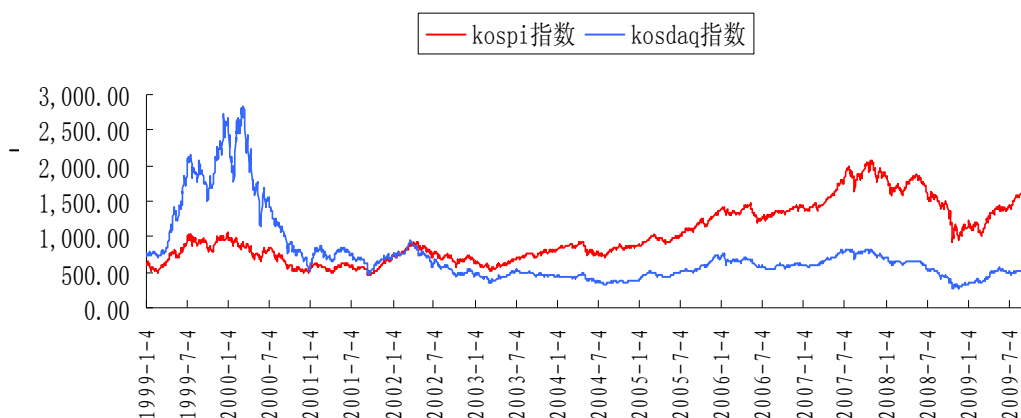
2009-11-20	-0.31	-0.25
2009-11-23	0.95	1.93
2009-11-24	-3.2	-7.16
2009-11-25	2.3	5.97
2009-11-26	-3.96	0.74
2009-11-27	-2.96	2.21
2009-11-30	3.82	0.44
2009-12-1	1.4	0.63
2009-12-2	1.03	5.11
2009-12-3	-0.18	5.29
2009-12-4	1.47	-7.99
2009-12-7	0.7	1.11
2009-12-8	-1.22	2.55
2009-12-9	-1.92	0.4
2009-12-10	0.64	-1.62
2009-12-11	-0.06	-3.93
统计量计算		
均值	0.303333333	0.210333333
方差	3.035691954	15.63338954
相关系数	-0.062884135	

资料来源：WIND，大同证券研究部

（三）市场规模的扩大及监管力度的加大解决供需失衡

韩国创业板的历史经验告诉我们，短期的“非理性繁荣”将可能危害整个创业板市场长期、稳定、健康的发展。

图表 12：KOSDAQ 与 KOSPI 指数历史走势



资料来源：KRX、大同证券研究部

由于目前创业板市场规模尚小，在市场流动性充裕前提下，市场供需失衡导致创业板市场在“高股价、高市盈率”的前提下行情依然“火爆”。韩国创业板的历史经验告诉我们，短期的“非理性繁荣”将可能危害整个创业板市场长期、稳定、健康的发展。从韩国主板市场指数（KOSPI）与其创业板指数（KOSDAQ）历史走势的对比中，我们可以看出，KOSDAQ指数在1999年到2000年曾经历过一轮大幅飙升，但随着网络神话的破灭，KOSDAQ指数便一蹶不振；反观KOSPI指数，它却呈现出一个十年“慢牛”的走势。

按照目前创业板发审委的审核速度以及“过会率”来推算，笔者预计2010年我国创业板上市数量将达到100-150家的规模。市场规模的扩大将会从一定程度上缓解目前供需失衡的状态，这样可以通过市场行为降低游资操纵股价的可能。

监管层通过设立监管五处以及限制涉嫌操纵吉峰农机账户等措施给整个市场以警醒，在创业板市场规模仍比较小的前提下，一旦出现操纵创业板股价，危害创业板长期健康发展的行为，无疑都将会受到监管层的严厉打击，通过行政手段来控制目前游资对创业板市场炒作的风气。

此外，第二批8家创业板股票发行市盈率再次刷新记录，而其成长性却与其发行市盈率不相匹配，我们认为此种情况将促使创业板市场进一步下跌。

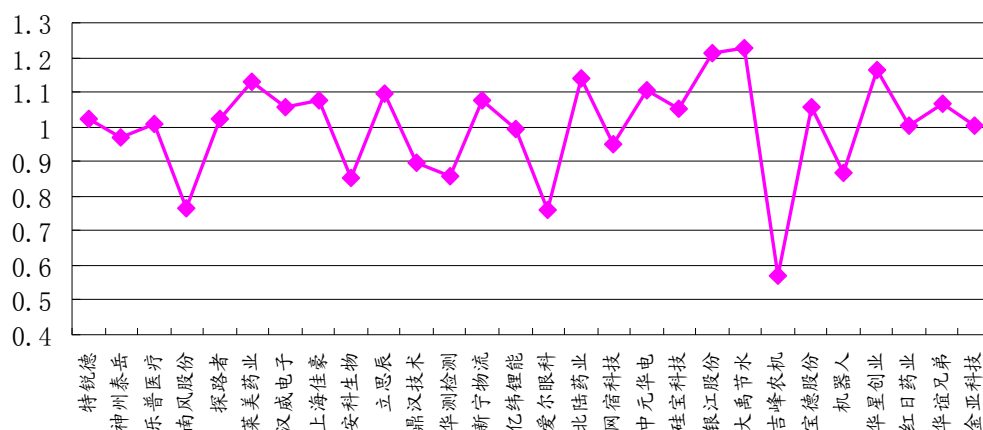
通过市场扩容以及行政监管的“双管齐下”，我们认为，2010年创业板“非理性繁荣”将不会持续，将会走上价格向价值靠拢的“价值回归之路”。

（四）谁将是创业板下跌过程中的“领跑者”

根据我国资本市场历史经验，在缺乏基本面支撑下的由游资推动的行情中，涨幅最大的个股往往是行情结束后跌幅最深的，从这个角度来看，吉峰农机无疑将担当创业板市场“领跌者”的角色。在笔者看来，吉峰农机无论在潜在市场的广度和深度以及议价能力上都远远无法和苏宁相比，其“苏宁”概念还停留在“空中楼阁”的阶段，吉峰农机股价在未来一年内还将下跌50%以上。

此外，笔者根据创业板上市后30个交易日（除去上市交易首日）数据，对C28的 β 系数（即创业板总市值变动1%时个股股价变动的数量，可以从数量上衡量个股与市场的相关程度）进行测算，结果显示大禹节水和银江股份的 β 系数大于1.2，也就是说当创业板总市值下跌1%时，大禹节水和银江股份跌幅将可能达到1.2%的水平。结合大禹节水和银江股份涨幅排名靠前的情况，我们认为这两只个股将有可能成为在创业板整体下行时紧随吉峰农机之后领跌市场的品种。

值得注意的是，吉峰农机的 β 系数仅为0.57，是28只个股中最低的，其原因在于其之前的涨势独立与整个创业板市场。

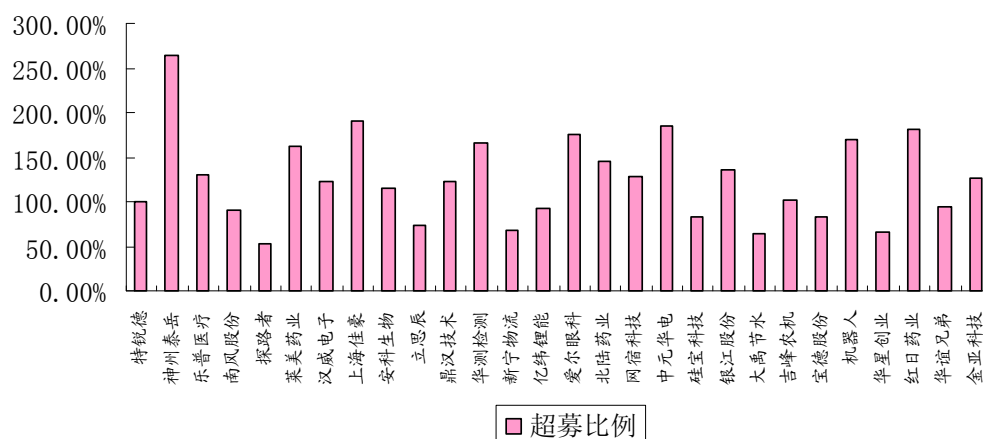
图表 13: 首批 28 只股票 β 系数一览


资料来源: 大同证券研究部

(五) 超募资金使用情况或成“X 因素”

在市场狂热追捧下, 创业板的融资能力夺人眼球。统计数据显示, 28家创业板公司拟募资 67.36亿元, 而合计实际募资达154.78亿元, 扣除发行费用后募集净额高达145.81亿元, 超募资金 78.45亿元, 超募比例高达119%; 而第二批8家上市公司超募比例更是达到2.09倍。笔者认为, 显著超过拟募资金的巨额超募资金将被如何使用或将成为左右创业板上市公司业绩的不确定因素, 进而成为创业板股价走势分化的潜在“推手”。在深交所“专户管理”、“只能投资于主营业务”等政策限制下, 如何在短期内找到合适的项目, 怎样才能在最大程度上利用巨额的超募资金, 已经成为这些创业板上市公司最大的“难题”。

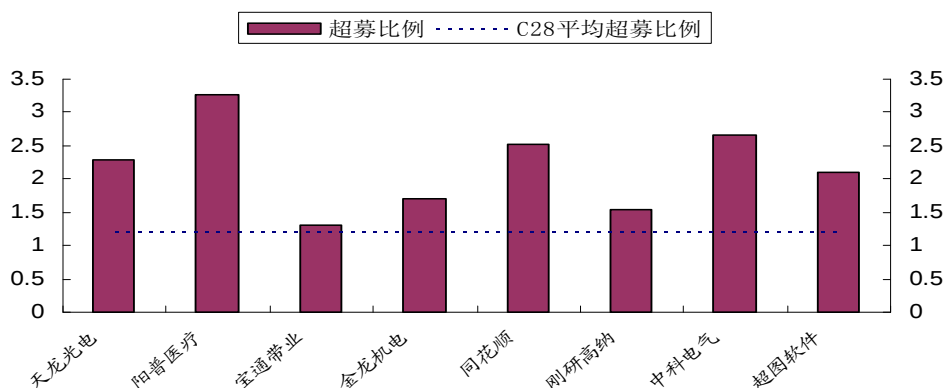
图表 14: 28 家上市公司超募比例对比



资料来源: 大同证券研究部

仅从已经披露的几家公司超募资金使用计划来看，笔者并没有发现太多的“亮点”，除了少部分资金用途明确外，大多数超募资金可能将在短时间内处于闲置状态，这将从一定程度上降低公司的净资产收益率。在笔者看来，大幅超募很可能利好如电影这种资本密集型的产业，华谊兄弟受益于其巨额超募资金将是大概率事件。

图表 15：第二批 8 家上市公司超募比例情况



资料来源：大同证券研究部

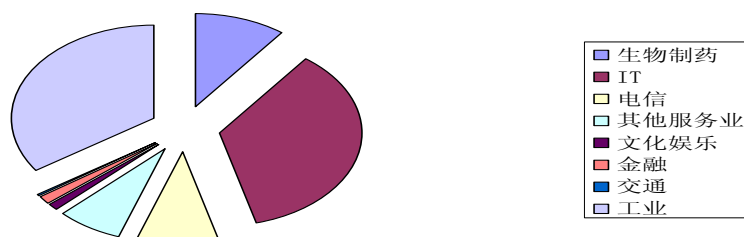
四、“潮退之后”寻找投资机会

在笔者看来，尽管未来一年内创业板市场整体估值将面临较大幅度的向下修正，然而我们对创业板这些上市公司的发展前景还是非常看好的，因此，“潮退之后”寻求合理的投资机会将有可能获得超额收益。

（一）透过韩国创业板看享有超额收益的行业

从韩国创业板的行业比重来看，我们发现生物医药、IT 等高科技行业所占市值的比重在 55% 以上，但包括制造业、建筑业等在内的传统工业也有着不小的占比，说明一个成功的创业板市场需要要多元化发展，走出自己的特色，不能单纯的模仿 Nasdaq。

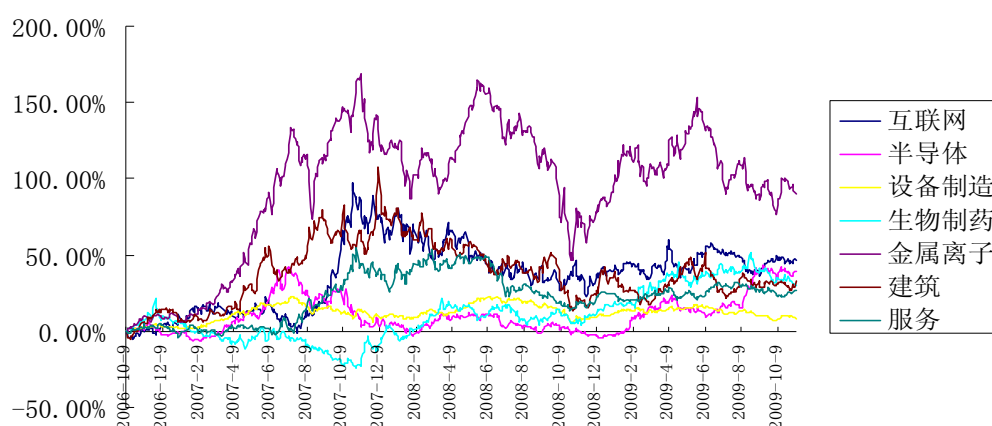
图表 16：韩国创业板市场行业分布



资料来源：KRX、大同证券研究部

我们比较了 KOSDAQ 与其细分行业指数相对比，在 KOSDAQ 的各行业中，金属离子的超额收益最明显，此外互联网、生物医药等高科技行业以及建筑等传统行业超额收益也比较显著，而半导体等行业则更多的出现交易性投资机会，在整个经济景气度上升时具有超额收益。通过对比，我们发现韩国创业板具有超额收益的行业基本覆盖了我国创业板所有上市公司，也就是说我国创业板上市公司都有获得超额收益的可能

图表 17：韩国创业板市场具有超额收益的细分行业



资料来源：KRX、大同证券研究部

（二）“促消费”引发的投资热点

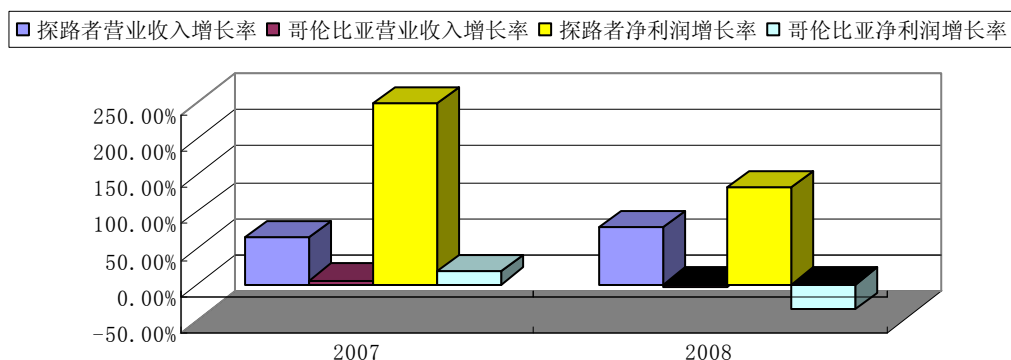
未来 10 年，我国将处于向更高水平小康社会迈进的进程中，居民的消费层次将由满足基本的衣食住行迈向更高的身心健康、精神愉悦的层次。而刚刚结束的中央经济工作会议提出：“要更加自觉、更加主动地坚持扩大国内需求特别是消费需求的方针，实现内需和外需有效互补，同时提出把增加居民消费作为扩大内需的重点”。从这个角度来看，创业板市场上的“大消费”概念的股票可能会露出峥嵘，其中我们比较看好探路者。

探路者——国内户外用品行业的先行者

户外用品主要消费市场之在面临“由西向东”的发展趋势。近年来，发达国家户外用品需求出现滞涨的局面，而以中国为代表的发展中国家户外用品增速保持着超高速的发展态势。数据显示，2000 年以来，我国户外用品行业正处于高速发展期，年复合增长率高达 48.9%，但究其市场规模依然无法与国外市场相比。我们认为今后 5 年内，我国户外用品行业增速将会在 30%-40%之间。

作为我国户外用品行业龙头的探路者。2007 年和 2008 年探路者营业收入同比分别增长 64 % 和 78 %，远超行业发展水平。此外，户外用品行业的品牌壁垒较高。而探路者目前在营销网络上与其他竞争对手相比具有一定的优势。自 2005 年至 2008 年，公司全国店铺数量的年复合增长率为 52.74%，其中直营店的年复合增长率为 39.03%，加盟店的年复合增长率为 54.85%。公司在店铺规模上超过主要竞争对手。而其本土优势及价格优势也将进一步扩大其市场份额。

图表 18：探路者与其主要竞争对手哥伦比亚营业收入以及净利润增长的对比



资料来源：公司资料、大同证券研究部

随着我国户外用品市场规模的不断扩大，行业竞争也将加剧，公司毛利率可能会有一定幅度的下滑，我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.53 元、0.80 元和 1.15 元，净利润 CAGR 为 47.3%。考虑到行业巨大的发展前景，我们认为探路者 2010 年合理市盈率应在 35X-45X。

（三）“后哥本哈根会议”时代的“低碳”投资机会

12 月 7 日，联合国气候变化大会在丹麦首都哥本哈根举行。尽管各国对全球共同减排的目标还有分歧，但全球加大限制碳排放力度是明确的。以通过提高能效和降低碳排放量的“低碳经济”已被看作应对气候变化的必由之路，既是发达国家经济转型的方向，也是发展中国家应遵循的可持续发展途径。在以低碳技术和产品为核心的新一轮角逐中，创业板中的“低碳”概念的公司将有可能得到爆发式的增长，其中汉威电子值得投资者关注。

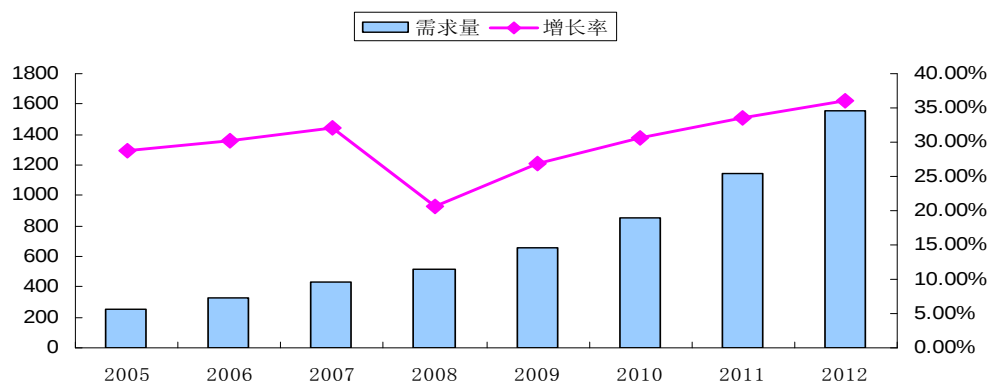
汉威电子——“低碳经济”的直接受益者

汉威电子是国内首家气体传感器领域上市企业，其业务是气体传感器、气体检测仪器仪表、气体检测控制系统的研发、生产、销售及自营产品出口。公司竞争优势主要体现在掌握了多项核心技术，以及通过了国内外一系列行业资格认证。

随着国家对低碳经济的重视，未来国内煤矿、燃气、冶金、石化等下游产业会对气体检测

仪器仪表产生旺盛需求，我们预计 2009-2011 年，行业年均增长将达到 35%，市场规模由 33 亿元增加到 59 亿元。

图表 19：2005-2012 年国内气体探测仪器仪表需求量状况及其预测



资料来源：公司资料、大同证券研究部

目前，国内生产气体检测器的企业已有 300 多家，但国内气体传感器市场相对集中，汉威电子是其中规模较大的一家。在国内气体传感器市场上，汉威电子全资子公司炜盛电子占 53%。而国内气体检测仪器市场，汉威电子市场占有率为 17.7%。

在国内市场，汉威电子以其较强的研发能力独树一帜，经过十余年的潜心研发，已经基本掌握气体检测仪器仪表核心部件——气体传感器的研发和生产技术，拥有专门的气体传感器生产线。在国际市场，汉威电子在成本上也具有一定的优势。

根据我们的盈利预测，公司 2009-2011 年业绩为 0.70、0.91、1.19 元/股。由于公司产品具有较高的技术壁垒和认证壁垒，我们认为公司在该行业内存在竞争优势短期内难以被打破，具有稳定的成长性，其 2010 年合理 PE 为 33-37 倍。

（四）“新医改”大背景下的投资脉动

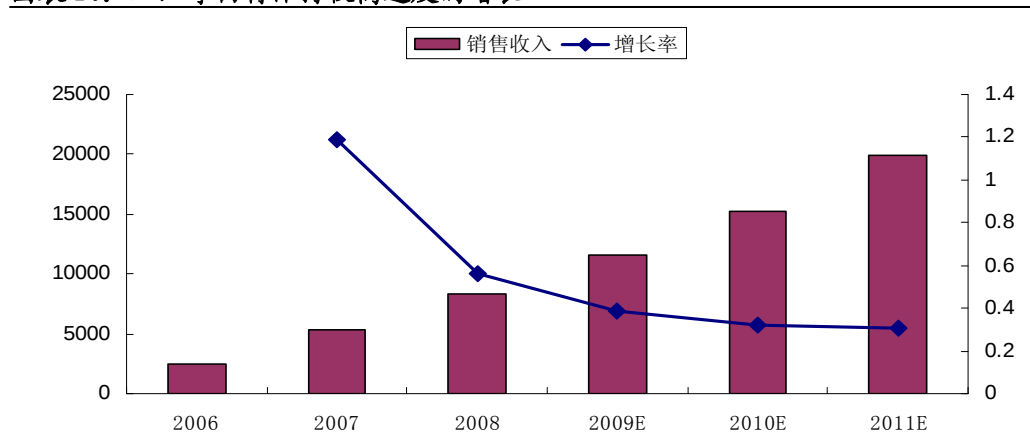
新医改方案明确未来三年国家将推进基本医疗保障制度建设、国家基本药物制度、基层医疗卫生服务体系、基本公共卫生服务逐步均等化和公立医院改革等五项改革。为此，各级政府 3 年内将新增投入 8500 亿元。新医改方案的出台对整个医疗健康行业的产业链有很强的拉动作用。随着新医改的全面推行和全民医疗保障体系的不断深入实施，今后几年我国医药行业供求状况仍将保持良好发展态势。在创业板市场中，我们更看好红日药业的发展前景。

红日药业——细分行业的龙头

红日药业主要产品为血必净、盐酸法舒地尔和低分子量肝素钙等中西药注射液，其中中药

注射剂血必净与西药注射剂法舒地尔在国内处于垄断地位。公司生产的国家二类新药法舒地尔注射剂 08 年市场占有率 97.4%，在脑血管解痉类化学药中市场份额也排在首位。血必净注射液是目前国内唯一经 SFDA 批准的治疗脓毒症和多器官功能障碍综合症的国家二类新药，血必净 06 年-08 年复合增长率高达 85%，入选了 09 年《甲型 H1N1 流感诊疗方案》治疗用药品目录，市场前景广阔。

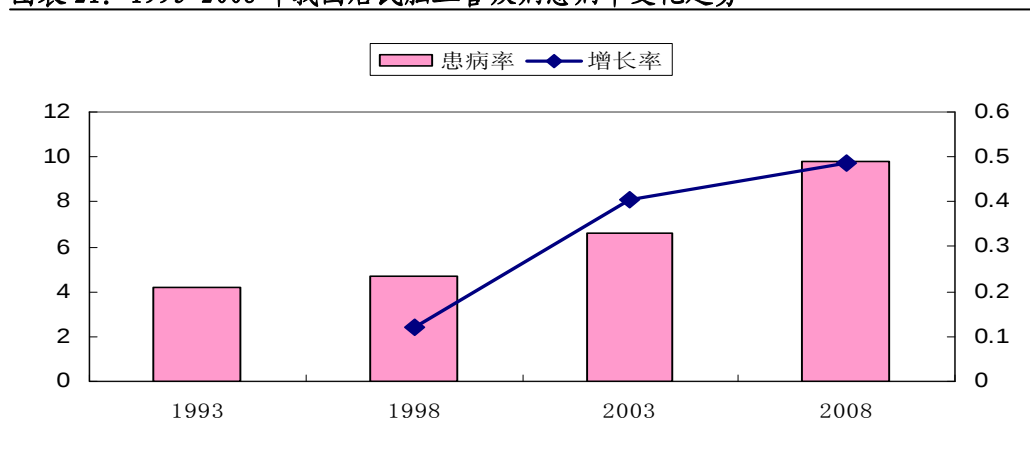
图表 20：血必净仍将保持较高速度的增长



资料来源：公司资料、大同证券研究部

2008 年公司的血必净医院覆盖率仅为 10.86%。随着产品疗效的日益体现以及其在甲流重症患者治疗中所起作用的广泛传播，其医院覆盖率水平有着较大的拓展空间。我们预计，09 年-11 年血必净将给公司带来 11543、15225、19886 万元的收入，增长率分别为 38.96%、31.90% 以及 30.61%。

图表 21：1993-2008 年我国居民脑血管疾病患病率变化趋势



资料来源：公司资料、大同证券研究部

随着我国人口老龄化的到来，脑血管发病率将可能不断上升，法舒地尔注射剂未来仍将保持较高增长。2008 年，法舒地尔注射剂全国二级以上医院覆盖率仅为 11.87%，未来上升前景广阔。随着公司学术推广的进一步开展，该药销售收入有望保持较高速度的增长。

我们预计，公司 09-11 年 EPS 为 1.65 元、2.09 元、2.82 元，复合增长率为 30.73%，其 2010 年合理市盈率水平应在 35-38 倍的范围内。

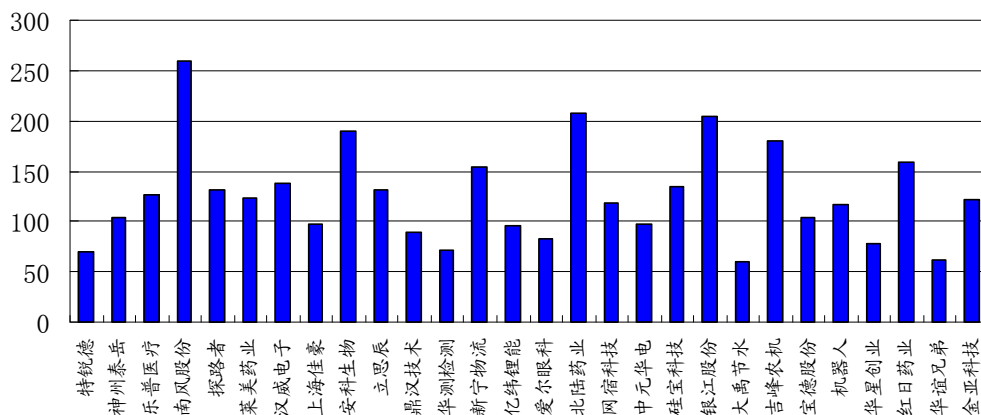
五、完善创业板制度之我见

为了满足我国经济结构调整和产业转型的客观需要，进一步完善我国资本市场结构，结合创业板上市以来所暴露出的一些问题，笔者认为应该进一步加强我国创业板市场的独立性，从而有效规避主板市场的种种不足，让我国的创业板市场真正走上市场化和国际化的道路。

（一）加快市场扩容速度

有些西方媒体称深圳创业板为 Start-Up Board，然而如果我们把企业发展分为三个阶段：创业期、成长期和成熟期的话，平均存续时间（包括改制前的存续时间）超过 125 个月的 C28 从严格意义上来说并不能算是创业期的企业。

图表 22：C28 存续时间一览（单位：月）



资料来源：公司资料、大同证券研究部

统计数据显示，目前我国中小企业融资结构中直接融资中比重仅为 16.6%，相比于英美发达市场的 80%、印度、韩国等新兴 50% 的水平，比重仍然偏低。大量处于创业期的中小企业，尤其是新经济、新商业模式企业缺乏在境内资本市场获得直接融资有效渠道，已成为制约其进一步发展的障碍之一，许多优秀的中小企业由于资金的匮乏被“扼杀”于创业期之中。从这种意义上来说，创业板扩容刻不容缓。我们知道，韩国创业板上市公司数量是其主板数量的 1.6

倍，也就是说我们的创业板市场规模只有达到 2000-3000 家的时候，才可以说是成功的。

（二）建立做空机制

笔者认为应在创业板这个新市场上率先推出做空机制。目前创业板市场被贴上“高股价、高市盈率、高波动性”的标签，其根本原因在于两点：一是市场规模过小，二是缺乏做空机制。笔者一直提倡通过市场行为来解决市场问题，做空机制的存在无疑将通过多空双方的博弈，让市场自动形成一种良性的供求关系，这无疑将改变目前创业板股价绕过价值直接由供求关系所决定的现状，可以充分的释放市场风险。此外，做空机制还将有助于这些中小企业的优胜劣汰，实现市场的自我“净化”功能，使资源得到更为合理的配置，进而优化产业结构。新市场应有新交易制度与其相匹配，笔者认为，在创业板市场推出做空机制，其难度也会远远小于主板市场。

（三）扩大股价涨跌幅限制

我们知道，韩国 KOSDAQ 市场股价涨跌幅限制为前一日收盘价格的 12%。笔者认为，这样的涨跌幅限制对我国创业板市场来说借鉴意义非常大。创业板市场是一个高风险的市场，应当有高于 10%的涨跌幅限制与之相匹配，以示与主板市场的区别，而 20%的涨跌幅限制却可能是我国创业板这个新兴市场无法承受的，因此在 10%到 15%之间取一个相对合适的值将可能会是更加合理的选择。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。