



2009 年 12 月 29 日

42 家创业板公司增长能力分析

—创业板系列专题研究报告之二十一

创业板研究小组

吕丽华

+86 755 83199599 - 8202

lvlh@cscso.com.cn

冉飞

+86 755 83199599 - 8267

ranfei@cscso.com.cn

顾静

+86 755 83199599 - 8206

gujing@cscso.com.cn

分析师申明：

创业板专题研究小组，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。

- **创业板公司的整体成长能力强于中小板平均水平。**高成长性决定创业板公司投资价值的关键因素，通过对 42 家创业板的财务指标统计分析，我们发现，无论从成长性、盈利能力，还是偿债能力、资产质量、现金流状况来看，其均较中小板鲜明，不过成长速度在 2007 年显著高于 2008 年。而且，这些创业板公司大多数公司已经过了创业时期业绩的不稳定期，目前基本处于成长期后期或成熟期，业绩比较稳定。
- **IPO 发行现三高：高市盈率、高发行价、高募集资金。**该 42 家公司分五批发行，统计显示，三高现象延续性强，且基本是一批高过一批。但随着创业板扩容步伐的加快、年报业绩的披露、监管层对炒新的严加监管等，我们认为，估值严重脱离其内在价值的现象将减缓，三高亦将逐步回落。
- **目前创业板估值仍缺乏较好的参照体系。**我们认为，在市场流动性充裕支持下，具有高成长性预期、且相对稀缺的个股容易受到资金追捧，因此短期内估值水平进一步向上的可能性依旧存在。但同时，在股价已透支未来 2~3 年成长性的背景下，尤其是随着市场的逐步扩容，创业板的估值标准将更加清晰和理性，因此未来整体价值回归和分化也将不可避免。
- **投资建议。**我们依然认为，具有以下特征之一的创业板公司值得长期跟踪，包括：主营业务属于国家产业政策重点支持领域，符合产业升级趋势，技术壁垒高；竞争优势突出，具有可持续自主研发创新能力、较强的话语权和定价权；商业模式独特，可复制性弱。具体到公司，我们建议重点关注：乐普医疗、红日药业、特锐德、阳普医疗、上海凯宝、回天胶业、鼎汉技术。不过，基于已上市的 36 家创业板公司的市场表现，我们认为，目前创业板估值仍然偏高，虽然不排除短期市场可能再现热度，但参与投资的交易风险比较大，建议短期回避。

截至 2009 年 12 月 25 日，已有 42 家创业板公司发行，其中有 36 家已上市交易，余 6 家也将于近日上市。

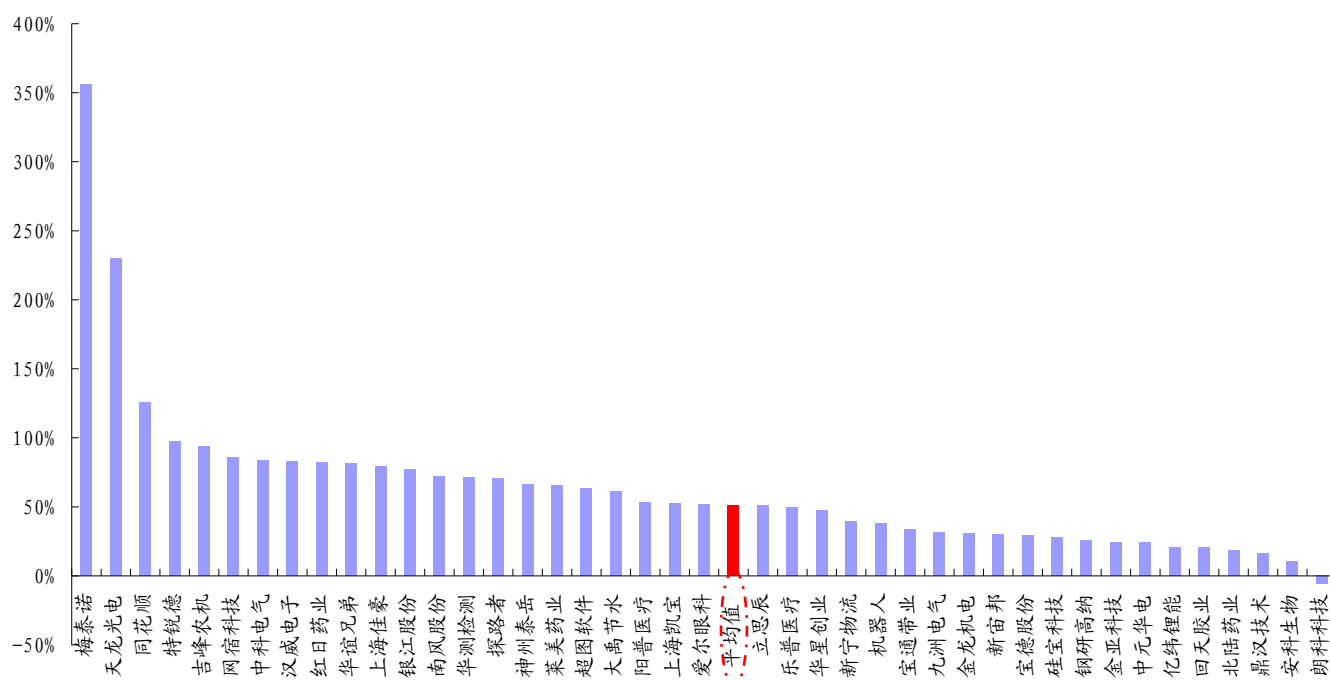
高成长性决定创业板公司投资价值的关键因素，同传统企业一样，我们从增长速度、增长质量、增长的内部驱动因素和外部环境等四个方面来衡量已发行的 42 家创业板公司的成长性。

增长速度包括营业收入增长率、净利润增长率；增长质量包括营业收入连续增长能力、净利润连续增长能力；增长的内部驱动因素主要考虑竞争优势、盈利能力、IPO 募投项目前景、新增利润贡献，以及资产质量、债务风险状况、现金流状况是否支撑其成长性预期；外部环境主要是分析所处行业是否符合国家产业政策和产业结构升级趋势、市场潜力、行业周期特点等。

增长速度分析

从成长性方面分析，2006 年~2008 年，42 家创业板公司营业收入复合增长率 51.36%，净利润复合增长率 75.12%，均显著高于目前上市的 325 家中小板公司（营业收入复合增长率 27.72%、净利润复合增长率 26.43%）。

Figure 1 42 家创业板公司营业收入复合增长率



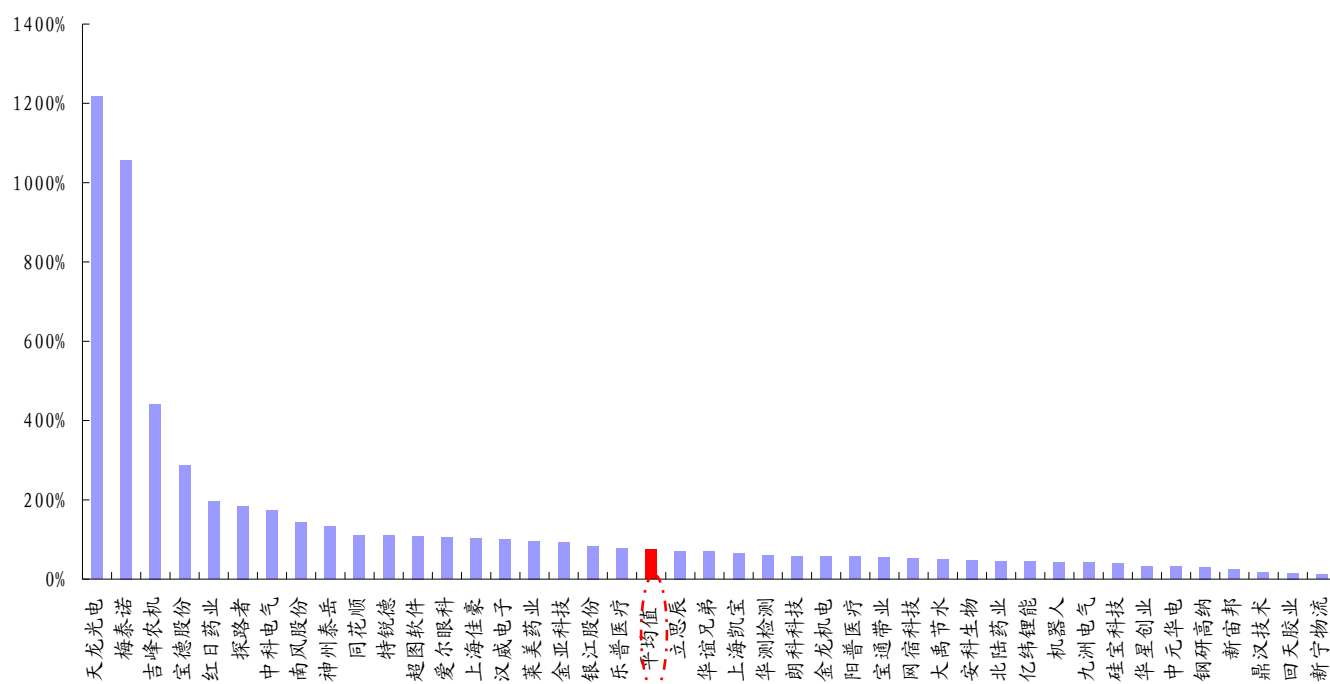
数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

其中，过半公司的营业收入复合增长率大于 50%，共 23 家，而梅

泰诺、天龙光电、同花顺的复合增长率更是在 100%以上，分别为 335.71%、229.89%、125.4%，主要原因是这三家公司在 2007 年时，业务大规模扩张所致规模效应明显；但也有极个别的公司营业收入增长表现略欠，如朗科科技，因 2008 年受闪存应用及移动存储周期性波动和金融危机的影响，其营业收入复合增长率竟然为-5.96%。

净利润复合增长率大于 100%的有 15 家，占 1/3 之多的比例，并出现了净利润复合增长率高达十倍之多的公司，如天龙光电和梅泰诺，该两家公司的净利润保持了与营业收入同步增长的态势，其净利润复合增长率分别为 1218.05%、1056.92%，但同花顺的净利润却低于营业收入增长速度，主要原因是公司经营 TopView（赢富）产品所支付给上证信息公司的信息使用费较高以及在新产品研发方面加大投入所造成。42 家公司中，仅鼎汉技术、回天胶业、新宁物流的净利润复合增长率低于 20%，分别为 17.53%、15.77%、10.81%。

Figure 2 42 家创业板公司净利润复合增长率



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

增长质量分析

从成长性的连续性看，2007 年和 2008 年，42 家创业板公司的营业收入平均增长率分别为 91.61%、47.23%，明显高于目前 325 家中小板平均水平（近两年营业收入增长率分别为 34.78%、22.76%）。

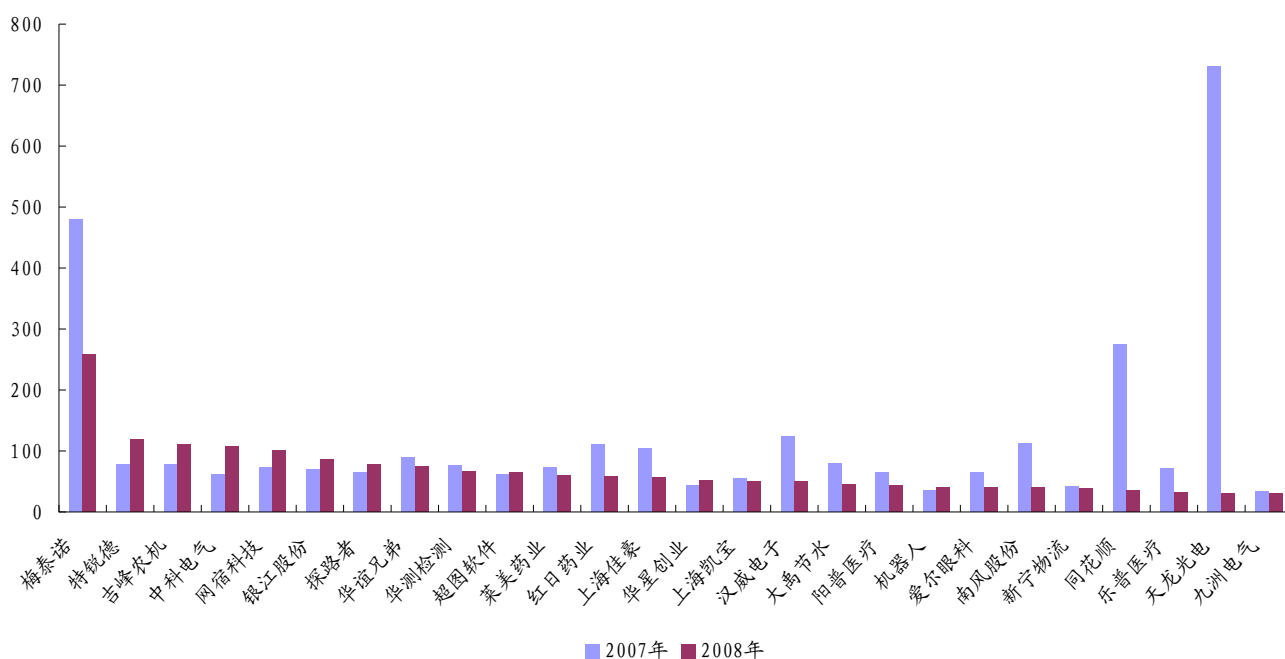
其中，有 26 家公司的营业收入增长率坚持 30%以上，平均增长率

分别为 121.06%、67.85%，高于近两年营业收入连续增长率超过 30% 的 59 家中小板公司（近两年营业收入增长率分别为 75.95%、59.21%）；有 15 家公司的营业收入增长率坚持 50% 以上，平均增长率分别为 106.44%、89.31%，整体水平略超近两年营业收入增长率连续在 50% 以上的 21 家中小板公司（近两年营业收入增长率分别为 110.24%、79.27%）；有 5 家公司的营业收入增长率坚持 70% 以上，即网宿科技、吉峰农机、特锐德、华谊兄弟、梅泰诺，五家公司的营业收入平均增长率分别为 159.5%、132.5%，而目前 325 家中小板公司中，只有七匹狼、金凤科技、九阳股份三家公司超过了该线（近两年营业收入平均增长率分别为 97.12%、154.26%）。

从样本统计中，我们看出，营业收入增长率连续超过 30%、50%、70% 的创业板公司，其整体增速要高于同水平的中小板公司；并且，在 2007 年的整体表现要优于 2008 年，反映了 2007 年创业板整体高速增长性相对较强。

42 家公司中，有 13 家公司的营业收入增速在 2008 年仍维持增势，增速提升在 30 个百分点以上的有中科电气、特锐德、吉峰农机；增速下降最明显的为天龙光电、同花顺、梅泰诺、神州泰岳、北陆药业，下降幅度均超过一倍之多。

Figure 3 近两年营业收入增长率超过 30% 的 26 家公司

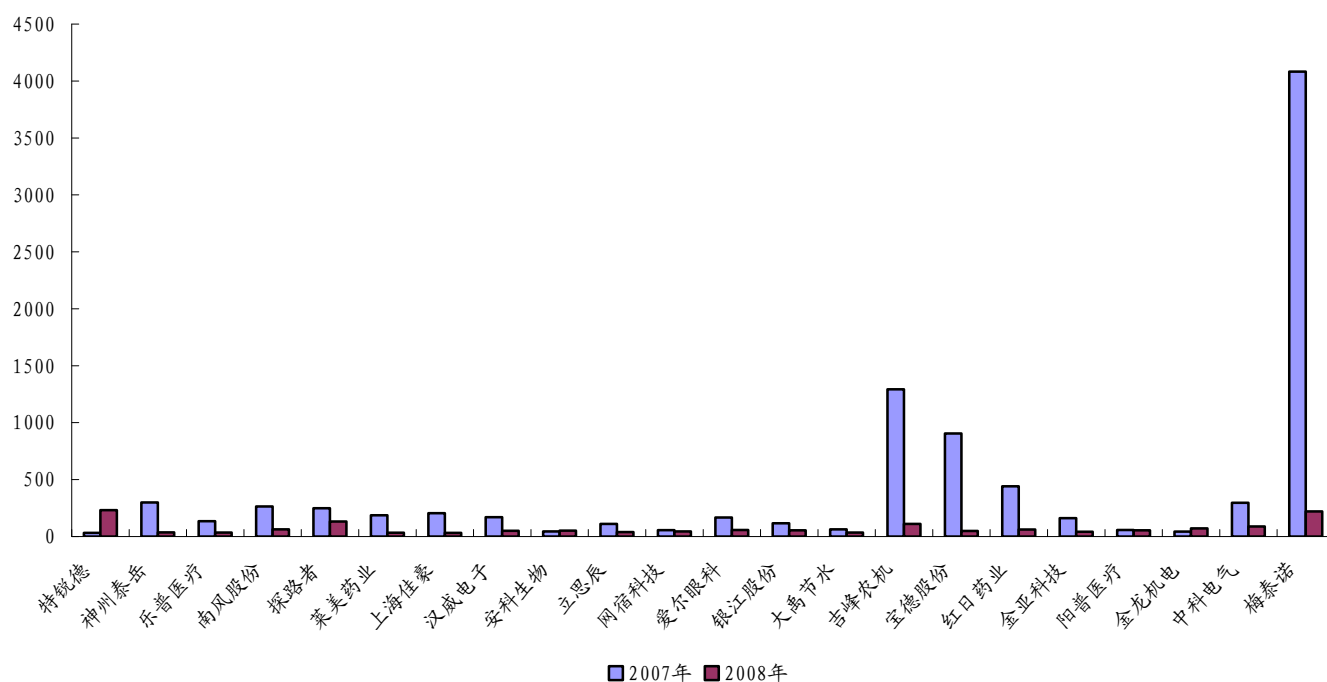


再看净利润的增长率，净利润超过 30% 的有 22 家，平均增长率分

别为 426.38%、72.71%，而 2007 年梅泰诺、吉峰农机、宝德股份、红日药业的净利润增速分别高达 4082.6%、1292.71%、904.93%、441.3%，若剔除该四家公司的影响，则 2007 年净利润平均增速也达 147.71%，一定程度上体现了创业板公司具有高成长特性；净利润连续超过 50% 的有 10 家，平均增长率分别为 713.64%、89.45%，若剔除梅泰诺、吉峰农机和红日药业该三家公司的影响，则净利润增速分别为 188.54%、71.72%；28 家公司中，净利润倍增的公司有梅泰诺、探路者和吉峰农机。

42 家公司中，有 5 家公司的净利润增速在 2008 年仍维持增势，增速提升最大的为特税德，达 199.67 个百分点，其后依次为金龙机电、硅宝科技、安科生物、回天胶业；增速下降最明显的依次为天龙光电、梅泰诺、吉峰农机、宝德股份、同花顺，下降幅度在五倍以上，甚至在 10 倍以上。

Figure 4 近两年净利润增长率超过 30% 的 22 家公司



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

盈利能力分析

从盈利能力看，42 家创业板公司整体盈利能力优于 325 家中小板公司的平均水平（注：天龙光电、中科电气、超图软件、梅泰诺、九州电气、朗科科技这六家公司没有披露 2009 年上半年毛利率，因此，样本数据为 36 家公司）。

毛利率方面,2006 年~2009 年上半年的平均毛利率分别为 40.61%、42.25%、42.9%、45.84%,呈稳步提升态势。2009 年上半年毛利率最高的前三名为同花顺、乐普医疗、上海凯宝,分别为 91.52%、81.7%、81.49%;毛利率最低的要数吉峰农机,仅 12.31%。

其中,毛利率近三年一期连续提升的公司有 8 家,即南风股份、宝德股份、探路者、汉威电子、红日药业、乐普医疗、回天胶业和金龙机电,而探路者和宝德股份的毛利率连续提升幅度比较明显。毛利率波动性比较大的公司有北陆药业、亿纬锂能、特锐德、网宿科技、宝通带业等。毛利率连续下降的公司有机器人、华星创业、华测检测、上海凯宝,而华测检测的毛利率连续下降明显,其最近三年一期的毛利率分别为 81.85%、76.96%、68.1%和 64.26%。2008 年至 2009 年上半年,毛利率回升比较显著的公司有神州泰岳、新宙邦、钢研高纳、同花顺;毛利率下降比较明显的公司有华谊兄弟、金亚科技。

净利率方面,最近三年一期的平均净利率分别为 14.28%、19.85%、18.68%、20.36%,基本呈上升态势。2009 年上半年,净利率最大的为乐普医疗,达 52.79%,且 2007 年以来基本稳定在 50%以上的水平;净利率最小的为吉峰农机,仅 3.07%。

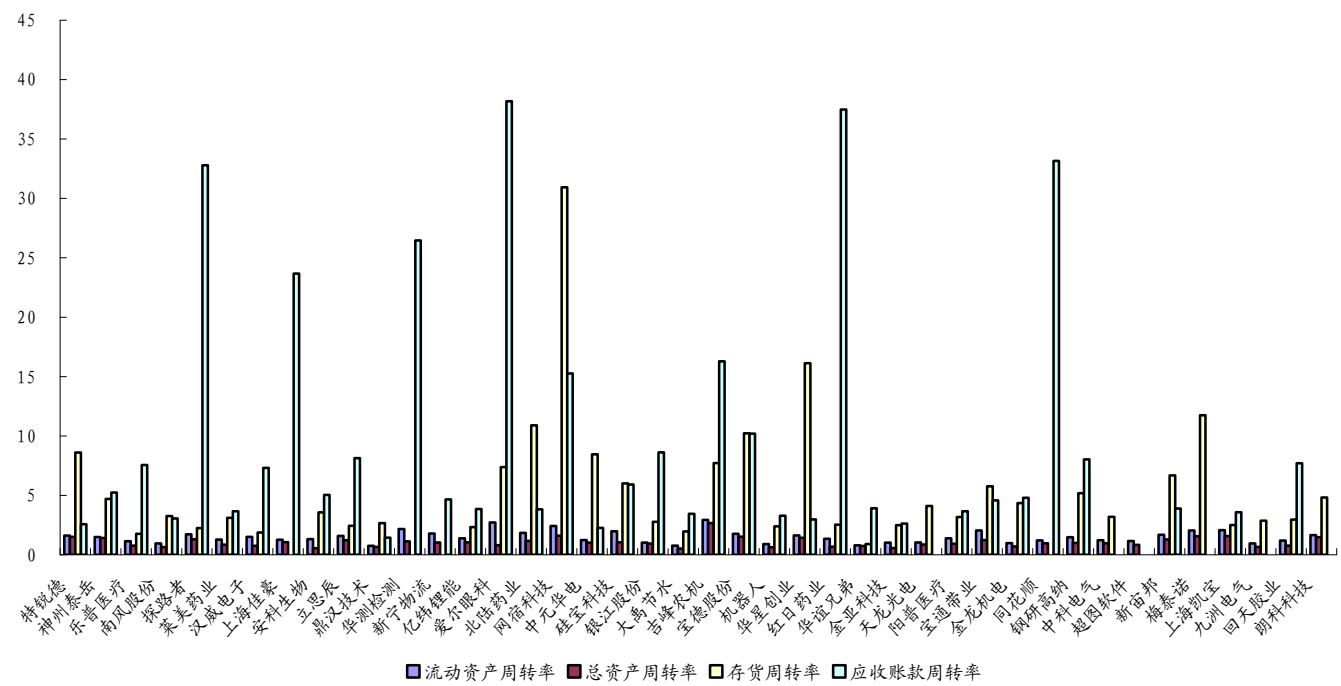
净利率近三年一期连续提升的有 8 家,即乐普医疗、神州泰岳、硅宝科技、宝德股份、汉威电子、亿纬锂能、探路者和爱尔眼科;连续下降的有 3 家,分别为大禹节水、新宁物流、网宿科技;净利率波动性比较大的有同花顺、宝通带业、朗科科技、特锐德、华测检测、鼎汉技术等。2008 年至 2009 年上半年,净利率下滑比较明显的公司有九州电气、梅泰诺、超图软件、中科电气、天龙光电、华谊兄弟、金亚科技等。

资产质量分析

从资产质量状况看,爱尔眼科、红日药业、吉峰农机、网宿科技、华测检测等公司的资产质量相对稍强。

与中小板相比,42 家创业板公司的流动资产周转率、总资产周转率、存货周转率均高过于中小板平均水平,只有应收账款率低于中上板平均水平,主要是中小板公司中,如三钢闽光、广宇集团、洋河股份、新华都、苏宁电器等公司的应收账款率在百次/年以上,而 42 家创业板公司中应收账款率最高的探路者也仅 22.77 次/年;而若以加权平均值或中位数比较,创业板和中小板的应收账款率基本相同。以上四项资产质量状况指标反映了创业板的营运能力和经营效率还是比较高的。

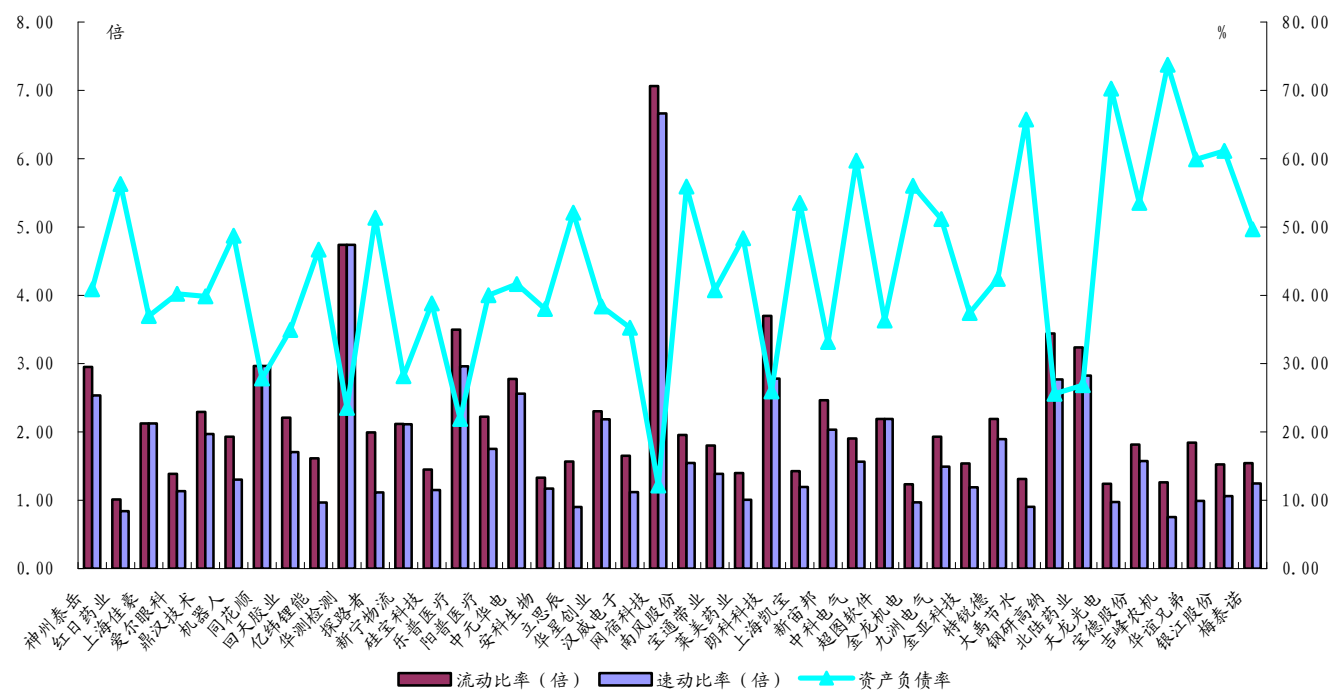
Figure 5 42 家创业板公司营运能力指标



数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

偿债能力分析

Figure 6 42 家创业板公司资产负债率、流动比率、速动比率



数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

从偿债风险状况看, 以宝通带业、汉威电子、金亚科技、探路者、

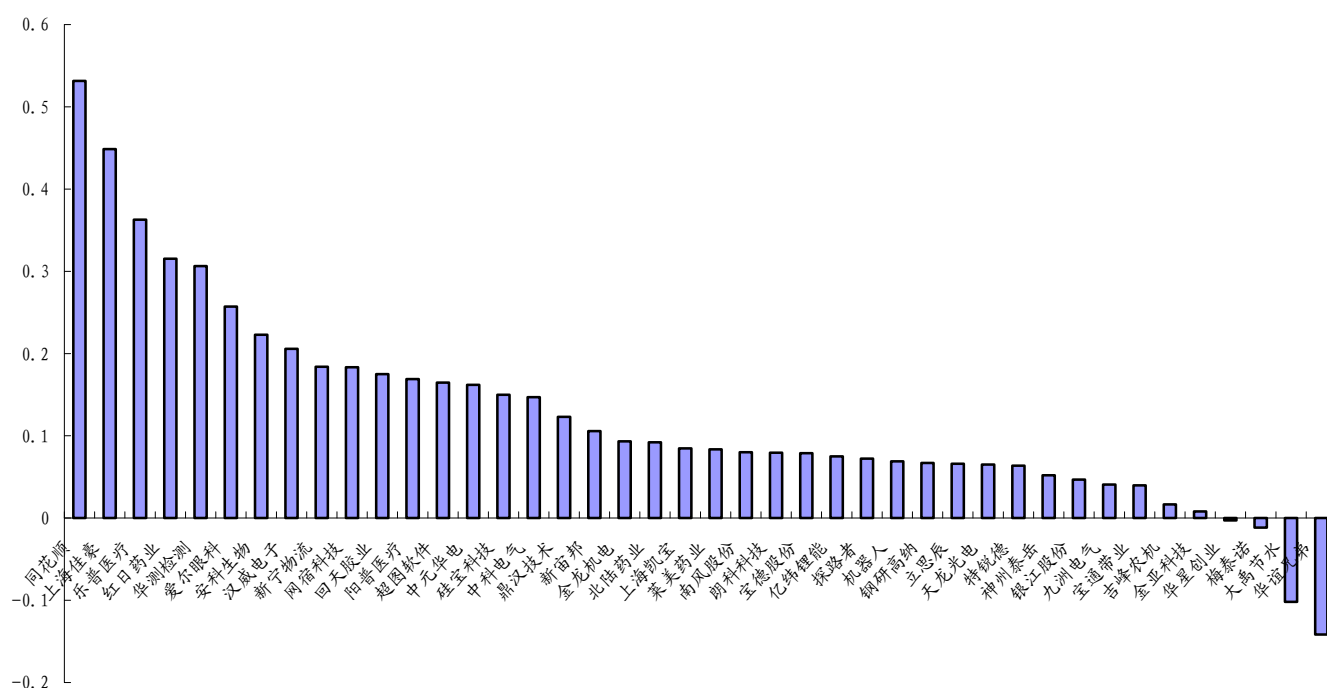
亿纬锂能等公司的偿债水平相对要强。而与中小板比较，42 家创业板平均流动比率、速动比率、资产负债率、利息保障倍数、有形净值债务率等五项指标均明显强于中小板平均水平，尤其是有形净值债务率 1.98 显著高于中小板平均水平 2.4，说明创业板公司的无形资产对其成长能力的贡献作用还是比较大的。IPO 后，拓宽了这些企业的融资渠道，偿债能力将更进一步增强。

经营活动现金流量分析

从现金流量状况看，近三年一期，同花顺、上海佳豪、乐普医疗、华测检测、网宿科技的现金流量状况相对最好，而华谊兄弟、大禹节水、梅泰诺则相对显弱。

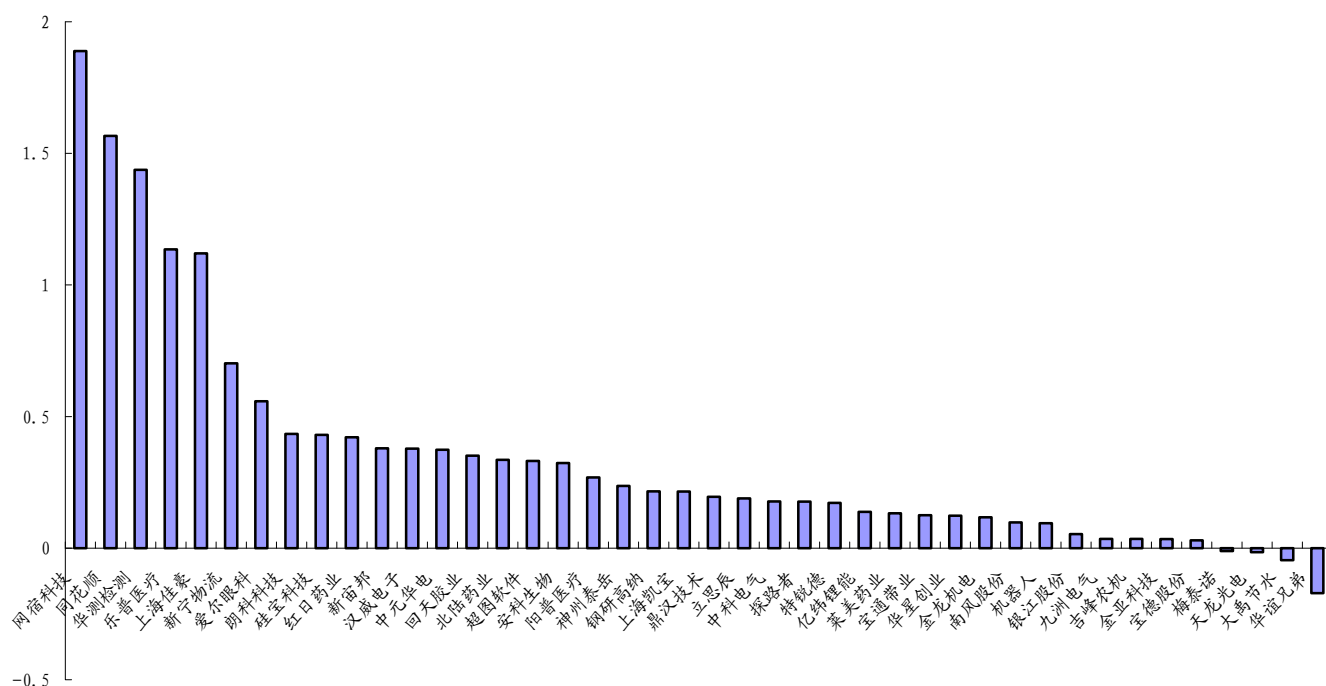
与中小板相比，创业板现金流整体水平要好些，近三年一期，创业板的经营现金流量净额/营业收入、经营现金流量净额/负债合计的平均值分别为 0.12、0.35，而中小板分别为 0.11、0.22。

Figure 7 42 家创业板公司经营现金流量净额/营业收入的近三年一期的平均值



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

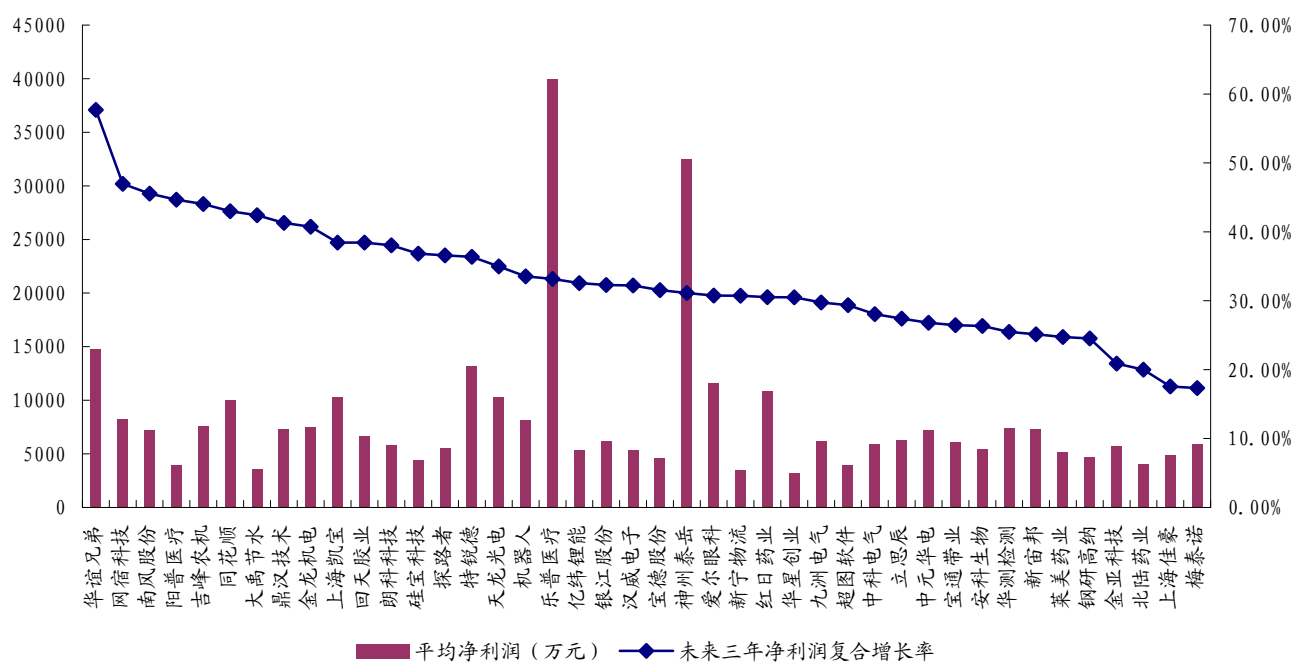
Figure 8 42 家创业板公司经营活动现金流量净额/负债合计的近三年一期的平均值



数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

未来增长预测

Figure 9 2009 年~2011 年平均净利润和复合增长率



数据来源: Wind 资讯、世纪证券研究所

再从 Wind 资讯统计的 2009 年~2011 年盈利预测看, 42 家公司的

营业收入平均复合增长率和净利润平均复合增长率分别为 34.19%、33.59%。其中，营业收入和净利润的预期复合增长率均超过 30% 的有 21 家，而均低于 20% 预期的仅梅泰诺 1 家。预测机构普遍认为华谊兄弟、网宿科技、南风股份、阳普医疗、吉峰农机、同花顺、大禹节水、鼎汉技术、金龙机电等公司的未来成长性较高，2009 年~2011 年其净利润复合增长率均在 40% 以上。

上述各项财务数据的对比，基本说明了已发行或上市的 42 家创业板公司的盈利能力和成长性均较中小板鲜明，但成长速度在 2007 年显著高于 2008 年。而且，这些创业板公司的注册时间在 2000 年之前的就有 17 家，最早的为南风股份，成立于 1988 年；2004 年之后成立的仅有 5 家，即华谊兄弟、特税德、中科电气、梅泰诺、大禹节水，从另一方面也反映了大多数公司已经过了创业时期业绩的不稳定期，目前基本处于成长期后期或成熟期。

发行现三高：高发行价、高市盈率、高超募比例

42 家创业板公司分五批发行，均出现了三高特征：高发行价、高发行市盈率、高超募比例，高过今年发行的 57 家中小板公司，更是高过今年发行的 10 家主板公司。

统计显示，42 家公司的平均发行价 27.18 元/股，其中高发行价的有红日药业 60 元/股、神州泰岳 58 元/股、同花顺 52.8 元/股。

42 家公司平均发行市盈率 64.21 倍，发行市盈率超过 100 倍的有金龙机电 126.67 倍、新宙邦 111.5 倍、阳普医疗 108.7 倍，即使最低发行市盈率的上海佳豪也达 40.12 倍。而今年发行的 57 家中小板公司的平均发行价为 23.38 元/股、平均发行市盈率为 46.07 元/股。并且，绝大多数公司的发行市盈率均高于同行业平均估值水平，各公司发行公告多是解释为“考虑到公司业绩未来几年良好的成长性”或“考虑到创业板的高增长特点有一定的溢价”。

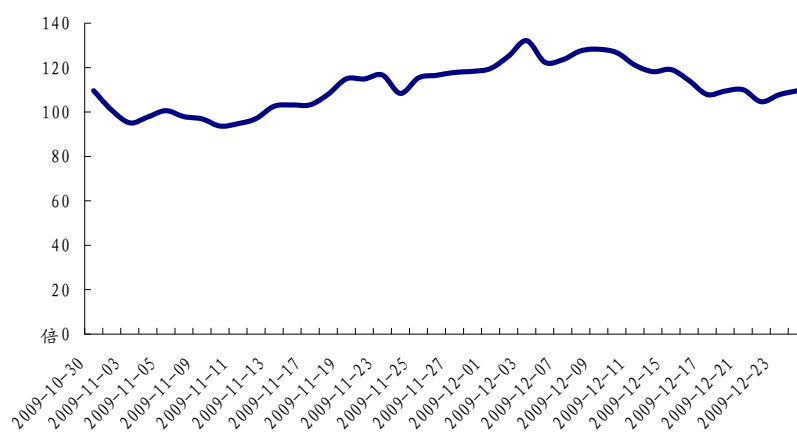
从募集资金看，42 家公司全线超募，原预计募集资金共 95.65 亿元，实际募集资金 246.99 亿元，超募 151.34 亿元，超募比例高达 158.22%，且超募比例一批高过一批。其中，超募比例在 1 倍以上的公司就有 31 家，超募比例在 2 倍以上的有 11 家，梅泰诺和阳普医疗更是超募集资金达 3 倍之多。关于超募集资金的用途，多数公司公告只是简单披露“用于技改项目”或“营销网络建设”或“置换自筹资金”等，没有详细的超募资金运用项目说明。

我们认为，随着创业板扩容步伐的加快，以及监管层对炒新的严加监管，三高现象将逐步回落，估值脱离其业绩所能支撑的价值区间亦将逐渐缩窄。

已上市 36 家公司市场表现

首批 28 家创业板公司在 10 月 30 日上市，上市首日集体演绎了“疯狂暴涨”行情，28 只股票平均涨幅达 106.23%、平均换手率达 88.88%、平均市盈率 76.84 倍。而第二个交易日即出现几乎跌停的局面，在经历 6 天连续下跌之后，又于 11 月 11 日迎来了“芝麻开花节节高”的行情，市盈率急速飙升，至 12 月 3 日 28 只股票的平均市盈率已达到 132.5 倍。近日，随着创业板 8 家和 6 家公司陆续发行，创业板行情又开始呈出震荡走势。

图 10 首批上市创业板 28 只股票平均市盈率表现



数据来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

个股表现中，吉峰农机以 16 连阳创下“第一牛股”之称。吉峰农机由于具有和苏宁电器类似的连锁经营模式而被冠以“苏宁第二”的头衔，其股价从最低的 28.5 元暴涨到最高价 96.5 元，短短的 24 个交易日，其股价就翻了 3.39 倍，相对 17.75 元的发行价，更是翻了 5.44 倍。从吉峰农机的基本面分析，虽然该公司目前是国内最大的农机连锁销售企业，规模扩张也非常迅速，2006~2008 年营业收入和净利润年复合增长率分别达到 93.74%、429.96%，并且所处的农机流通行业未来发展空间巨大。但与苏宁电器比较，两者存在较大的差异性。

吉峰农机营销对象为农村居民，其产品主要是大型农用机械，因此毛利率和净利率远远不及苏宁电器。2008 年，苏宁电器的销售收入是吉峰农机的 63 倍，综合毛利率比吉峰农机高 4.3 个百分点，销售净利

率比吉峰农机高 0.85 个百分点。更重要的是，苏宁电器崛起并迅速成长为家电连锁业态的王者，是因为顺应了家电销售的趋势，而且消费群体主要是城市居民，同时消费升级、城市化进程加快、房地产市场等也推动了该业态的发展。因此，吉峰农机能否在未来的三、五年内，复制类似苏宁电器式快速扩张的连锁模式，并保持利润的大幅增长仍存在较大的不确定性。尤其是过度依赖农机购置补贴政策，2009 年上半年农机购置补贴资金占营业收入比重达 30%，若补贴政策发生变化，对其业绩影响是非常大的；此外，还存在跨省扩张、店面培育期可能延长、税收优惠政策变化、公司治理结构不完善等风险。

再从 12 月 25 日上市的创业板第二批 8 家公司看，与首批 28 创业板公司在上市首日受到热捧相比，其市场热度大幅下降，平均涨幅和换手率分别为 45.21%、72.11%，显著低于首批；而平均市盈率却与首批 28 家上市首日的平均估值水平接近，达 74 倍。

我们认为，该 8 只股票上市首日的平平表现主因还是在于过高的发行价和发行市盈率抑制了上涨空间；以及近期深交所严格监管账户，在一定程度上退却了投机者的热情。

投资建议

我们认为，由于目前创业板估值仍缺乏较好的参照体系，在市场流动性充裕支持下，具有高成长性预期、且相对稀缺的个股容易受到资金追捧，因此短期内估值水平进一步向上的可能性依旧存在。但同时，在股价已透支未来 2~3 年成长性的背景下，尤其是随着市场的逐步扩容，创业板的估值标准将更加清晰和理性，因此未来整体价值回归和分化也将不可避免。

我们依然认为，具有以下特征之一的创业板公司值得长期跟踪，包括：主营业务属于国家产业政策重点支持领域，符合产业升级趋势，技术壁垒高；竞争优势突出，具有可持续自主研发创新能力、较强的话语权和定价权；商业模式独特，可复制性弱。

具体到公司，我们建议重点关注：乐普医疗、红日药业、特锐德、阳普医疗、上海凯宝、回天胶业、鼎汉技术。

不过，基于已上市的 36 家创业板公司的市场表现，我们认为，目前创业板估值仍然偏高，虽然不排除短期市场可能再现热度，但参与投资的交易风险比较大，建议短期回避。

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.