

分析师: 王启敢

执业证书编号: S0730512020001

Email: wangqg@ccnew.com

联系电话: 0371-65585061

创业板的“危”与“机”

研究报告-专题研究

发布日期: 2012 年 10 月 11 日 星期四

报告摘要:

- **市场表现:** 年初以来, 创业板与主板形成鲜明的背离特征, 特别是 5 月份以来, 大盘累计下跌 17%, 而创业板仅下跌 5%。进入 9 月中旬, 创业板出现一轮明显的补跌走势。
- **估值偏高:** 不管是从板块整体的估值水平或者是股价的绝对水平来看, 创业板价格显著高于主板。截至 9 月末, 创业板市盈率水平仍高达 34 倍, 远高于沪市 300 指数 9.7 倍的水平。从股价结构来看, A 股 10 元以下的股票占比为 50%, 但是创业板仅为 27%; 从股票的市盈率分布来看, A 股市盈率在 20 倍以下的占比为 26.5%, 创业板的为 10%。
- **成长性:** 市场之所以给出远高出主板的估值水平, 主要是基于业绩高成长性的判断, 然而从中报情况来看创业板的业绩并不是特别理想。2012 年创业板的中报来看, 业绩负增长的公司占比高达 45%。
- **退市风险:** 随着退市制度的逐步推进, 创业板公司可能首当其冲, 将可能导致板块整体估值趋势性下移。从成熟市场经验看, A 股市场退市家数和比例明显偏低。2001 年来, A 股退市股票不足 100 家, 占新上市公司的比例为 4.2%, 远低于纳斯达克 110% 和我国香港创业板的 61%。
- **分化特征:** 2012 年创业板个股分化特征有所加强, 精选个股将是未来创业板投资的主要思路。2011 年创业板呈现了普跌特征, 近 90% 的股票下跌。今年来创业板中, 有 30% 的股票逆势上涨, 涨幅超过 20% 的个股仍达 14%, 各涨幅区间也更为分散。
- **投资机会:** 一般在市场反弹之时, 创业板由于其高弹性, 往往涨幅超过主板, 所以在目前超跌反弹有望延续的背景下不排除板块表现强于主板。虽然创业板整体业绩增长差强人意, 但是仍有部分个股业绩表现不俗, 其股价表现也值得期待。
- **风险提示:** 经济持续低迷, 退市制度推进速度加快, 市场出现大规模减持。

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编: 200122

目 录

一、创业板市场表现.....	4
1、创业板指数表现.....	4
2、创业板估值溢价率表现.....	4
3、近期开始补跌.....	5
二、创业板面临的主要压力.....	5
1、创业板整体估值水平较高.....	6
2、创业板高价股占比仍然偏高.....	6
3、高成长性并未兑现.....	6
4、解禁的压力.....	7
5、退市压力.....	9
6、市场分化特征.....	11
三、板块的投资机会.....	11
1、高弹性.....	11
2、高成长个股机会.....	12
四、小结.....	13
五、风险提示.....	13
重要声明.....	14

图 表

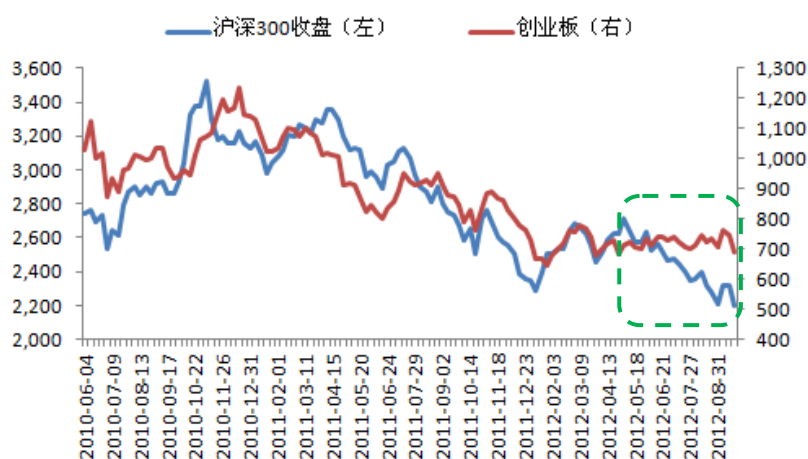
图 1: 2010 年来沪深 300 指数与创业板指数走势图.....	4
图 2: 2012 年来创业板估值溢价率有明显攀升.....	4
图 3: 2012 年 9 月 13 日以来创业板每日跌幅.....	5
图 4: 主要指数市净率情况	6
图 5: 主要指数市盈率情况	6
图 6: 绝对股价价格分布 (%)	6
图 7: 市盈率结构分布情况 (%)	6
图 8: 创业板 2011 年来各季度业绩同比增速 (%)	7
图 9: 2012 年上半年创业板业绩增速结构 (%)	7
图 10: 2012 年各月中小板、创业板解禁规模 (亿股)	7
图 11: 2007 年来主板解禁金额和减持金额关系.....	8
图 12: 2007 年来中小板解禁金额和减持金额关系	8
图 13: 中小板指数走势与市场解禁规模.....	9
图 14: 主板与创业板股票市值分布 (%)	11
图 15: 创业板业绩增长超过 30%的家数.....	12
表 1: 2011 年来创业板业绩预告类型占比 (%)	7
表 2: 解禁股数、总股本和流通 A 股数量 (亿股)	9
表 3: 主要市场退市情况.....	9
表 4: 2011 年来退市制度发展进程.....	10
表 5: 创业板退市制度修改后主要退市条款.....	10
表 6: 创业板分化特征有所加强	11

一、创业板市场表现

1、创业板指数表现

进入2012年来，创业板整体走势强于大盘，特别是5月份以来，大盘整体呈现震荡下行态势。但是创业板指数却呈现出箱体整理特征。沪深300从5月4日的2715点，跌至9月27日的2251点，累计跌幅17%；而同期创业板指数累计跌幅仅为5%。跌幅明显小于主板市场。创业板走强的原因主要是在市场整体表现低迷的背景下，股市缺乏赚钱效应，增量资金匮乏；在存量资金博弈的背景下，小盘股和题材股容易受到资金的追捧。

图1：2010年来沪深300指数与创业板指数走势图



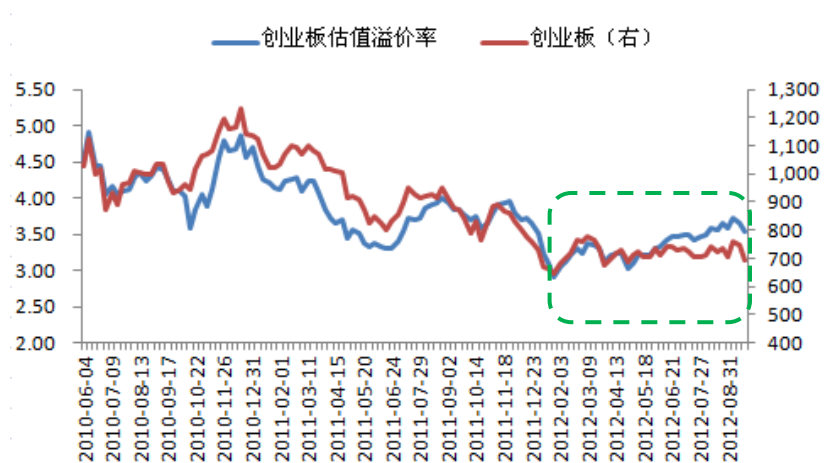
数据来源：中原证券，同花顺

2、创业板估值溢价率表现

从创业板的估值溢价率¹来看，估值溢价率整体有下滑趋势，由2010年的5倍左右的水平，回落至目前3倍多的水平。但是进入2012年以来，估值溢价率却出现了一定幅度的提升，由有年初的3倍左右最高上升至3.8倍。

图2：2012年来创业板估值溢价率有明显攀升

¹ 估值溢价率：是指创业板市盈率/沪深300市盈率，用来衡量创业板相对于主板市场的估值高低，指标越高说明创业板高估程度越高，否则越低。



数据来源：中原证券，同花顺

3、近期开始补跌

9月13日以来，创业板指数却呈现了补跌的特征，连续三周跑输大盘，近三周累计下跌9.19%，而同期沪深300指数仅下跌1.03%，跑输大盘8个百分点。另外从技术形态来看，创业板指数已经接近本年形成的箱体底部，创业板未来将何去何从？

图3：2012年9月13日以来创业板每日跌幅



数据来源：中原证券，同花顺

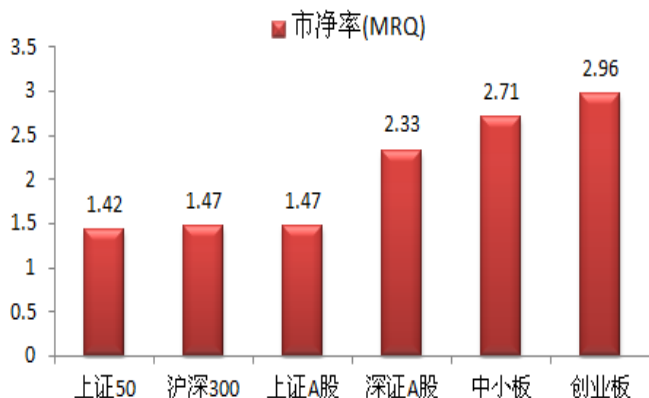
二、创业板面临的主要压力

从目前市场的情况来看，创业板市场的风险不容忽视，整体股价水平偏高、未来的解禁压力、退市风险的提升等因素均不利于该板块的大幅上行。

1、创业板整体估值水平较高

截止9月末，创业板市盈率和市净率水平分别为34倍和2.96倍，远高于主板的9.71倍和1.47倍的水平，估值水平显著偏高。

图4：主要指数市净率情况



数据来源：中原证券、同花顺

图5：主要指数市盈率情况

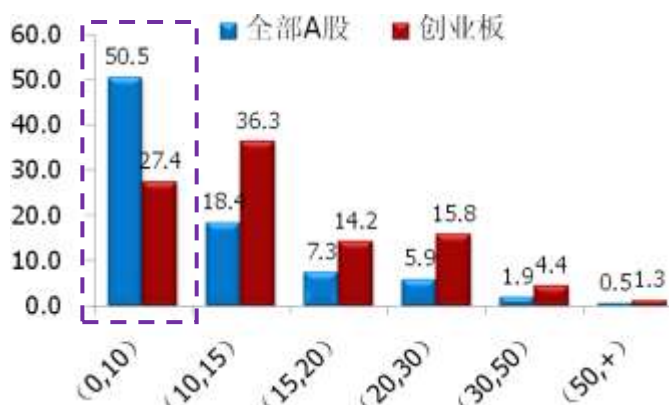


数据来源：中原证券、同花顺

2、创业板高价股占比仍然偏高

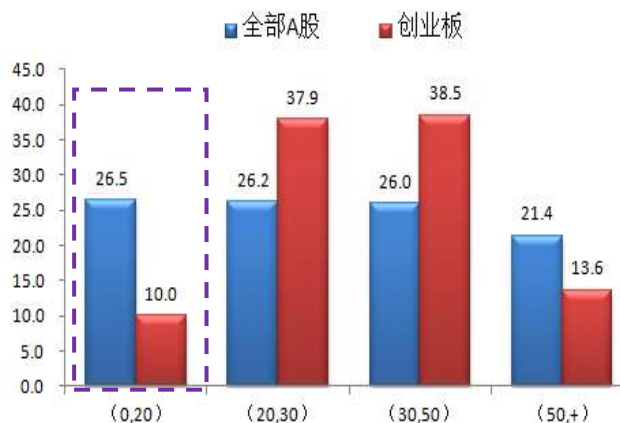
不管是从绝对股价或者是相对股价来看，创业板高价股占比均显著高于全部A股。从价格分布来看，A股中10元以下的股票占比为50.5%，而创业板占比仅为36%；从市盈率情况来看，A股中低于20倍的市盈率的占比为26.5%，而创业板的仅为10%。综合来看，相对主板创业板股价偏高。

图6：绝对股价价格分布 (%)



数据来源：中原证券、同花顺

图7：市盈率结构分布情况 (%)



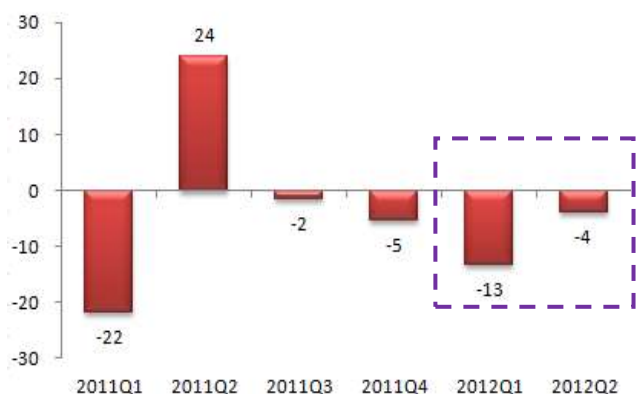
数据来源：中原证券、同花顺

3、高成长性并未兑现

市场之所以给出创业板高达30倍的估值水平，主要是基于其高成长的判断，但是其业绩增长并不乐观。从2012年创业板的中报来看，业绩负增长的公司占比高达45%，差于市场预期。分季度来看，2012年1、2季度业绩

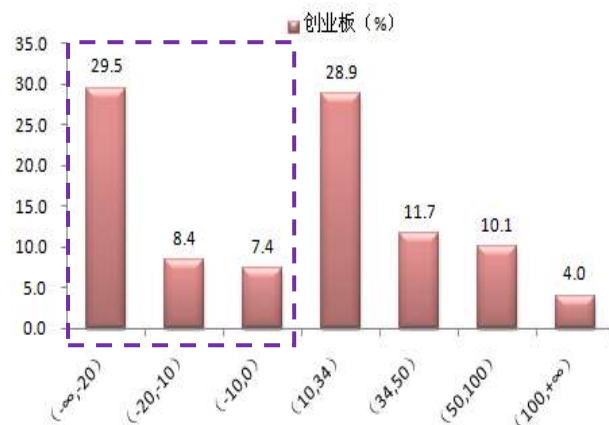
同比下降13%和4%，虽然业绩好于主板，但是呈现下滑态势。从三季报预披露的情况看，截至目前共有62家创业板公司披露的业绩预告，其中预减、略减和首亏公司合计占比39%，高于中报的37%，一季报的27%。

图8：创业板2011年来各季度业绩同比增速（%）



数据来源：中原证券、同花顺

图9：2012年上半年创业板业绩增速结构（%）



数据来源：中原证券、同花顺

表1：2011年来创业板业绩预告类型占比（%）

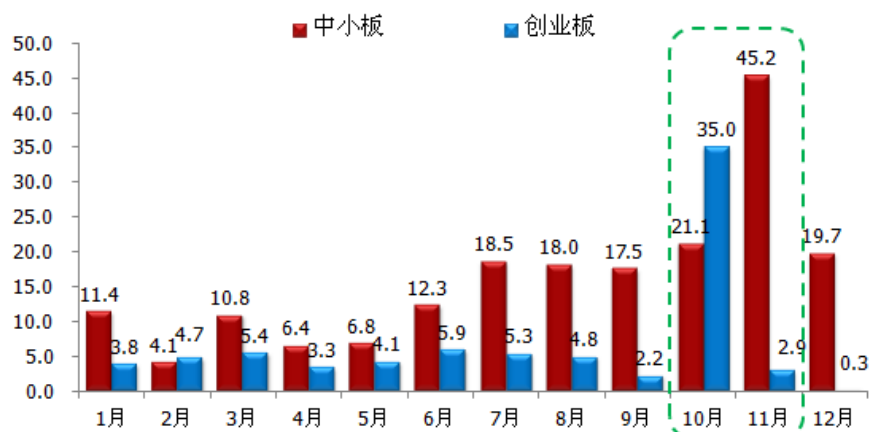
业绩预告类型	2012Q3	2012H1	2012Q1	2011
预增	35	13	14	17
略减	5	25	13	22
预减	27	9	10	5
略增	26	50	60	57
首亏	6	2	4	0
合计	100	100	100	100

数据来源：中原证券、同花顺

4、解禁的压力

本年四季度市场解禁压力较大，整体解禁市值达到5131亿元，占全年解禁金额比例达38%，年内最高。特别是中小板、创业板解禁规模更是处于年内最高水平。10月份创业板解禁规模35亿股，市值约500亿元；11月份中小板解禁规模45亿股，市值近千亿元水平。虽然9月26日晚间，30余家创业板公司发不了年内不减持的公告，对市场情绪有所缓解，但是根本性的问题并未彻底解决。

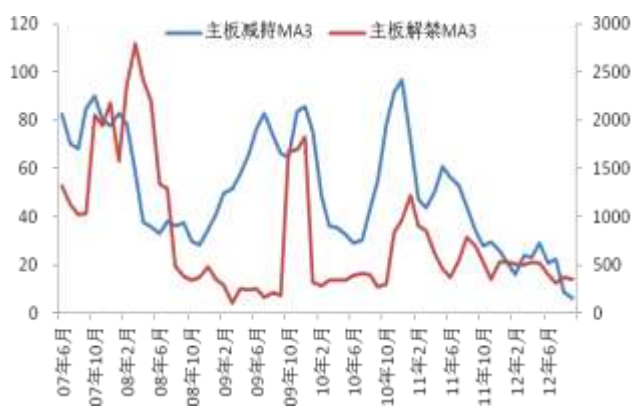
图10：2012年各月中小板、创业板解禁规模（亿股）



数据来源：中原证券，同花顺

从历史数据来看，一是实际的减持与解禁之间存在明显的正相关关系，二是中小板、创业板公司存在更高的减持冲动。定性看，解禁和减持金额图形走势高度一致；定量看，两者存在明显正相关关系，并且中小板解禁和减持的相关度更高。主板每月解禁与减持的金额相关度为0.39，中小板两者之间的相关度达到了0.69，说明解禁后中小板减持的动力更大。参考中小板解禁对市场的影响，未来创业板在解禁之后，股票减持对市场的冲击将不容忽视。

图11：2007年来主板解禁金额和减持金额关系



数据来源：中原证券、同花顺

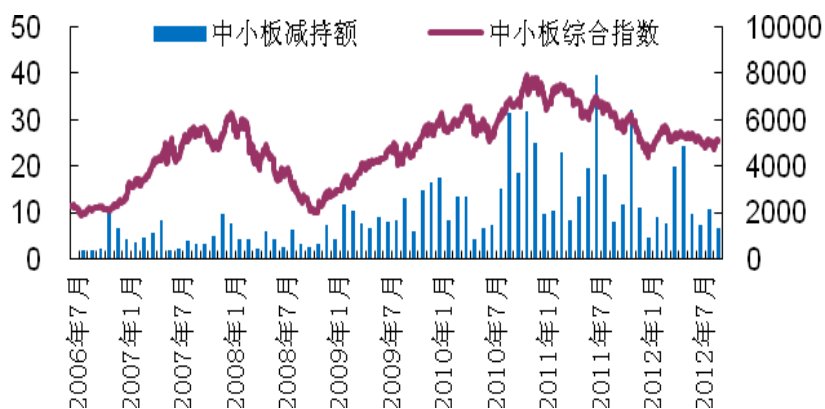
图12：2007年来中小板解禁金额和减持金额关系



数据来源：中原证券、同花顺

从实际市场走势与减持的关系来看，在市场高位的时候市场减持的动力明显提升，由于创业板解禁规模占已经流通市值的比例很高，比如：2012年解禁总股数为80亿股，占对应股票流通股数的50%左右。这可能会显著制约未来指数的上行空间。

图13: 中小板指数走势与市场解禁规模



数据来源: 中原证券, 同花顺

表2: 解禁股数、总股本和流通A股数量 (亿股)

年份	解禁数量	总股本	流通 A 股	解禁/流通 A 股
2012 年	80.20	616.25	160.51	50%
2013 年	146.67	422.77	176.21	83%
2014 年	110.96	250.62	126.59	88%

数据来源: 中原证券, 同花顺

5、退市压力

目前A股市场退市家数、比例与国际市场相比均显著较低。2001年来，A股市场退市股票不足100家，占新上市公司的比例为4.2%，相比成熟市场差异明显，1985-2008年纳斯达克新上市11820家，退市12965家，占比110%；我国的香港创业板市场退市占新上市的比例也高达61%。

表3: 主要市场退市情况

国家或地区	市场	年份	新上市家数	退市家数	退市/新上市
美国	纳斯达克	1985-2008	11820	12965	110%
英国	伦敦交易所	1998-2009	1247	2336	187%
中国香港	创业板	2002-2011	150	91	61%
中国大陆	A 股市场	2001-2012.6	1424	80	5.60%
中国大陆	A 股市场	2008-2012.6	916	18	2%

数据来源: 中原证券、国泰君安

2012年来新股退市制度推进速度明显提升。2月份创业板退市制度出台，6月份沪深交易所退市制度出台。退市制度的逐步推出，对具有退市风

险的个股股价必然形成压制。特别是创业板和中小板中的股票受到的影响更为明显，板块风险的提升，将导致整体的估值中枢出现趋势性下移。

今年7月因跌破面值引发退市之忧的闽灿坤B，从7月23日起，连续出现了8个跌停板，股价也有原来的1.02元跌至0.45元。直至公司8月2日宣布停牌。受B股退市风险提升因素影响，导致B股指数出现了暴跌，其中7月25日、7月30日指数单日跌幅分别达到了4.7%和5.6%。所以退市风险不容小觑。

表4：2011年来退市制度发展进程

日期	退市制度安排进展
2011-11-29	《完善创业板退市制度方案（征求意见稿）》
2012-2-24	《完善创业板退市制度方案》正式发布
2012-4-20	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》（2012年修订）
2012-4-29	《关于改进和完善主板、中小企业板上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》
2012-4-29	《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案（征求意见稿）》
2012-6-28	《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》
2012-6-28	《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案》

数据来源：中原证券、上海证券交易所、深圳证券交易所

表5：创业板退市制度修改后主要退市条款

退市条件	暂停上市	终止上市	备注
连续亏损	三年	四年	
追溯调整导致连续亏损	三年	四年	
净资产为负	一年	两年	暂停上市缩短一年，终止上市缩短半年
审计报告为否定或拒绝表示意见	两年	两年半	
未改正财务会计报告中的重大差错或虚假记载	四个月	六个月	
未在法定期限内披露年度报告或中期报告	两个月	三个月	
公司解散	——	公司因故解散	
法院宣告公司破产	——	公司被法院宣告破产	
连续120个交易日累计股票成交量低于100万股	——	连续120个交易日	出现一次即终止上市，比现行制度出现两次终止上市的时间缩短
连续20个交易日股权分布或股东人数不符合上市条件	解决方案公布后六个月仍不符合上市条件	十二个月仍不符合上市条件	
公司股本总额发生变化不再具备上市条件	一旦发生，即暂停上市	在本所规定的期限内仍不能达到上市条件	
36个月内累计受到交易所公开谴责三次	——	36个月内	新增
连续20个交易日每日收	——	连续20个交易日	新增

盘价均低于每股面值

数据来源：中原证券、东方财富网

6、市场分化特征

从创业板股价涨跌来看，市场的分化特征有所加强，预计未来板块同涨同跌的特征将有所减弱，“伪成长”个股将承受较大压力，业绩优良的股票可能表现更为强势。2011年创业板呈现了普跌特征，近90%的股票下跌，其中60%的股票跌幅在20%至50%之间。2012年初至10月8日，有30%的股票逆势上涨，涨幅超过50%的个股达到了10家，涨幅超过20%的个股达到了46家。从各区间家数占比来看，也呈现了较为分散的特征。

表6：创业板分化特征有所加强

年度涨幅	2011 年家数	2011 年占比	2012 年家数	2012 年占比
(-100, -50)	38	13.52	1	0.28
(-50, -20)	166	59.07	113	31.92
(-20, 0)	44	15.66	134	37.85
(0, 20)	24	8.54	60	16.95
(20, 50)	7	2.49	36	10.17
(50, 100)	2	0.71	9	2.54
(100, +)	0	0.00	1	0.28
合计	281	100.00	354	100.00

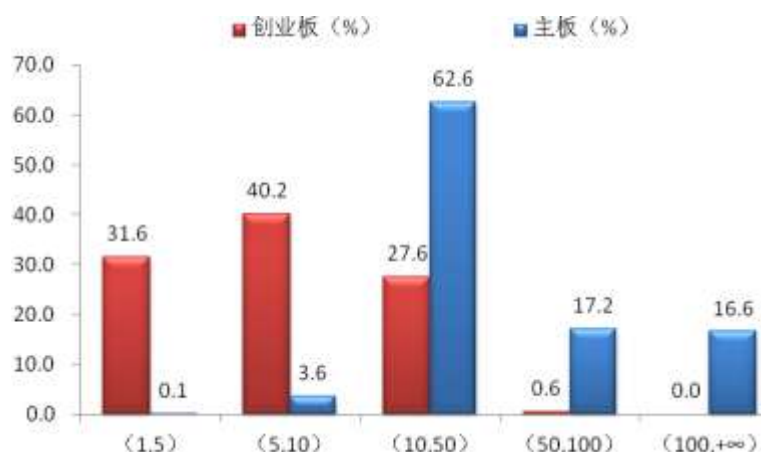
数据来源：中原证券、同花顺

三、板块的投资机会

1、高弹性

创业板股票一般流通市值较小，从股票流通市值的分布来看，在10亿以下的占比72%，但是主板市场占比不足4%水平。小市值的公司一般弹性较好，在市场上涨过程中往往涨幅超过主板，比如：从2132点大盘反弹幅度16%，而创业涨幅达到了30%。在市场缺乏趋势性机会，缺乏领涨板块的时候，往往也容易成为市场关注的焦点。如果未来市场有趋势性机会的情况下，创业板有可能基于高弹性，获得超额收益。

图14：主板与创业板股票市值分布（%）

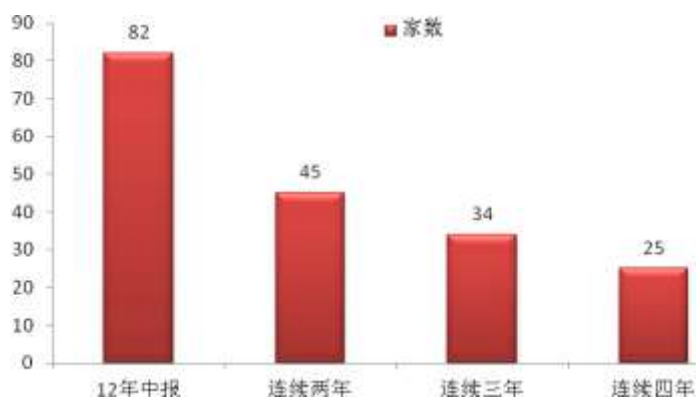


数据来源：中原证券，同花顺

2、高成长个股机会

从今年中报来看，虽然创业板公司整体业绩并不理想，但是仍有部分个股近几年保持了高成长性。其中近4年来²业绩增长超过30%的公司25家，近3年的业绩增长超过30%的公司家数为34家，从股价表现来看，这些股票近几年上涨的幅度明显较大。所以精选业绩稳定增长的公司可能是未来投资创业板的主要思路。

图15：创业板业绩增长超过30%的家数



数据来源：中原证券，同花顺

² 近4年是指2012年中报、2011年、2010年和2009年，同比增速按照合并报表净利润同比增速统计。

四、小结

短期内，创业板基于其减持压力舒缓、高弹性等原因，在市场反弹过程中可能出现强于大盘的走势，但是其风险更值得关注。创业板的风险主要来自三个方面。一是10月份三季报将陆续披露，从业绩预告的情况来看创业板整体业绩并不是特别乐观，这可能会对股价形成一定的压力；二是目前创业板在主要指数中估值水平最高、2012年来相对于主板估值溢价明显上升，存在溢价回归压力；三是限售股解禁的压力，虽然有30多家上市公司宣布年内不进行减持，这只能暂时缓解投资者情绪。且从历史数据来看，中小板、创业板在解禁后进行减持的动力更大。

中长期来看，该板块存在估值回归和退市风险提升两大压力。从国际经验来看，我国创业板估值溢价率明显偏高。另外随着退市制度的逐步推进，板块整体的风险将有所提升，从而推动板块整体估值中枢下移。

未来创业板中分化的特征将更加明显，其实2012年创业板的个股表现已经有所反应。“伪成长股”面临的市场风险更大，并且这类股票可能面临股价长期低迷的可能。而真正业绩高成长的个股的股票仍然会呈现出不俗的表现，精选个股将显得更加重要。

五、风险提示

经济持续低迷，退市制度推进速度加快，市场出现大规模减持。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。