

中国创业板发展趋势和应对策略

创业板本月23日开板、30日开市,资本市场出现了新的增长点。创业板在个股价值、市场空间和结构调整上富有规律。但更应看到,创业板在价值分析、风险管理和制度配置上不同常理。这就要求相应的经营理念、盈利模式和发展路径。



史丽 资料图

○王晓国

创业板本月23日开板、30日开市,资本市场出现了新的增长点。各金融中介机构正在抓紧研究创业板的发展规律,寻求相应的投资理念,组建专业的投资队伍,开发创业板投资技术,最大限度抢占创业板市场份额,塑造新的业务增长点。为此,将我们的研究成果摘要刊发,供大家参考。

一、发展趋势

从2009年3月31日起发布的《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》、《创业板股票上市规则》、《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》、《创业板公司招股说明书》和《首次公开发行股票并在创业板上市申请文件》等一系列创业板相关规定,构建了我国创业板的基本制度框架,增加了新的投融资关系,现有证券生产关系发生部分质变,必将引起现有证券生产部分量变,甚至质变。所有这些变化将集中表现在以下几个方面:

(一)创业板赋予市场细分、创新元素和增长门槛,具有“珍贵”的本性。我国创业板以成长型创业企业为服务对象,重点支持具有自主创新能力的企业上市。目前已受理的149家创业板申请企业中,电子信息业、生物医药、新材料和现代服务业各占37%、10%、12%、9%,合计占68%;主要集中在电子信息、新材料、生物医药、现代服务业、新能源、文化教育传媒、现代农业等新兴行业,制造业只占15%。比较起来,中小板297家企业中,制造业企业226家,占比76%。

创业板上市公司主要是技术密集的创新企业,核心竞争力在于在生产体系引入一种从来没有过的生产要素“新组合”,集中开辟一个新市场,如“万众传媒”的新传媒行业;一种新组织,像“如家快捷”的连锁经济酒店;一种新来源,如“51job”人力资源中介;一种新技术,如“百度”的搜索引擎;一种新产品,如“盛大网络”的网络游戏;一种新方式,如“新东方”的英语培训;往往表现为在一个或多个创新元素,不需要传统制造企业的资本密集,规模中小即可,正所谓“山不在高,有仙则名”。据wind统计,截至2009年10月16日上证A股平均净资产收益率为2.36%;完成发行的28家创业板上市公司平均股本15656.35万元,仅上证A股平均股本的6.15%。

同时,《创业板股票上市规则》规定创业板有高成长的准入门槛,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,且持续增长;或最近一年盈利,且净利润不少于五百万元,最近一年营业收入增长率高,最近两年营业收入平均不低于百分之三十。由于边际效用递减的规律,成长期企业生产要素的边际收益较成熟期处于较高水平,成长期企业市场平均高于成熟企业。2007、2008年上证A股平均净资产收益率分别为8.58%、2.36%;完成发行的28家创业板上市公司2007、2008年净资产收益率分别为37.7%、31.46%,是上证A股的4.39倍和13.33倍。这就说明,创业板主要由规模中小、价格较高的股票组成,个股规模较小,但价值较高,展现“珍贵”的本性。

从海外成功创业板看,创业板平均市盈率总体高于主板市场,美国NASDAQ的市盈率远高于纽约证券交易所。金融危机前,美国纳斯达克平

均市盈率34倍左右,一直保持相对主板一倍左右的溢价。从我国实践看,2009年10月16日上海证券交易所A股平均市盈率25.85;中小企业板平均市盈率40.3,高出主板市场55.90%;发行完毕的28家创业板上市公司平均发行市盈率55.7,最高的鼎汉技术82.2,最低的上海佳豪40,高出主板115.47%,高出中小企业板38.21%。

(二)创业板享有创业企业红利、改革开放红利和最大发展中国家红利,具有“成长”的天性。从企业发展看,完成发行的28家创业板上市公司中,2006-2008年营业收入复合增长率平均55.32%、最高97.30%,营业利润复合增长率平均89.84%、最高337.54%。创业板上市公司通过外部融资集资本,实现了扩大再生产。在纳斯达克上市的百度,其搜索服务模式得到认同后,2005-2008年每年税前利润以300%、529.17%、108.28%、66.61%的速度成长。

从制度机制看,设立创业板是党中央、国务院一以贯之的重大战略决策。从《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》、《中小企业促进法》、《国九条》、《非公经济36条》,到《国家中长期科学和技术发展规划纲要》、《创业投资企业管理暂行办法》等均要求积极推进创业板市场发展。

从市场需求看,我国是最大的发展中国家,投资和融资需求巨大,增速较快。2008年,全年全社会固定资产投资172291亿元,比上年增长25.5%;各项存款余额478444亿元,比上年增长19.3%;各项贷款余额320049亿元,比上年增长17.9%;全年上市公司通过境内市场累计筹资3396亿元;全年企业共发行债券20520亿元,比上年增长20.12%。

以上三种因素共同作用,我国创业板市场超过主板市场只是时间问题。这在国外也不罕见。纳斯达克1994年的交易量超过了纽交所,1999年交易额10.7万亿美元第一次超过了纽交所的8.9万亿美元,成为世界上交易额最大的证券市场。同时,赶超纳斯达克也不是梦。据统计,我国有970万家中小企业,即便只有10%的企业比较规范,也有近100万家;哪怕只有1%的企业上市,也有1万家,超过纳斯达克历史之最1997年的5556家。

(三)创业板承载企业转型、技术革命和产业升级,养成“退市”的个性。有研究发现,创新企业在惊险的28家创业板上市公司平均股本15656.35万元,仅上证A股平均股本的6.15%。

同时,《创业板股票上市规则》规定创业板有高成长的准入门槛,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,且持续增长;或最近一年盈利,且净利润不少于五百万元,最近一年营业收入增长率高,最近两年营业收入平均不低于百分之三十。由于边际效用递减的规律,成长期企业生产要素的边际收益较成熟期处于较高水平,成长期企业市场平均高于成熟企业。2007、2008年上证A股平均净资产收益率分别为8.58%、2.36%;完成发行的28家创业板上市公司2007、2008年净资产收益率分别为37.7%、31.46%,是上证A股的4.39倍和13.33倍。这就说明,创业板主要由规模中小、价格较高的股票组成,个股规模较小,但价值较高,展现“珍贵”的本性。

从海外成功创业板看,创业板平均市盈率总体高于主板市场,美国NASDAQ的市盈率远高于纽约证券交易所。金融危机前,美国纳斯达克平

均市盈率34倍左右,一直保持相对主板一倍左右的溢价。从我国实践看,2009年10月16日上海证券交易所A股平均市盈率25.85;中小企业板平均市盈率40.3,高出主板市场55.90%;发行完毕的28家创业板上市公司平均发行市盈率55.7,最高的鼎汉技术82.2,最低的上海佳豪40,高出主板115.47%,高出中小企业板38.21%。

(二)创业板享有创业企业红利、改革开放红利和最大发展中国家红利,具有“成长”的天性。从企业发展看,完成发行的28家创业板上市公司中,2006-2008年营业收入复合增长率平均55.32%、最高97.30%,营业利润复合增长率平均89.84%、最高337.54%。创业板上市公司通过外部融资集资本,实现了扩大再生产。在纳斯达克上市的百度,其搜索服务模式得到认同后,2005-2008年每年税前利润以300%、529.17%、108.28%、66.61%的速度成长。

从制度机制看,设立创业板是党中央、国务院一以贯之的重大战略决策。从《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》、《中小企业促进法》、《国九条》、《非公经济36条》,到《国家中长期科学和技术发展规划纲要》、《创业投资企业管理暂行办法》等均要求积极推进创业板市场发展。

从市场需求看,我国是最大的发展中国家,投资和融资需求巨大,增速较快。2008年,全年全社会固定资产投资172291亿元,比上年增长25.5%;各项存款余额478444亿元,比上年增长19.3%;各项贷款余额320049亿元,比上年增长17.9%;全年上市公司通过境内市场累计筹资3396亿元;全年企业共发行债券20520亿元,比上年增长20.12%。

以上三种因素共同作用,我国创业板市场超过主板市场只是时间问题。这在国外也不罕见。纳斯达克1994年的交易量超过了纽交所,1999年交易额10.7万亿美元第一次超过了纽交所的8.9万亿美元,成为世界上交易额最大的证券市场。同时,赶超纳斯达克也不是梦。据统计,我国有970万家中小企业,即便只有10%的企业比较规范,也有近100万家;哪怕只有1%的企业上市,也有1万家,超过纳斯达克历史之最1997年的5556家。

(三)创业板承载企业转型、技术革命和产业升级,养成“退市”的个性。有研究发现,创新企业在惊险的28家创业板上市公司平均股本15656.35万元,仅上证A股平均股本的6.15%。

同时,《创业板股票上市规则》规定创业板有高成长的准入门槛,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,且持续增长;或最近一年盈利,且净利润不少于五百万元,最近一年营业收入增长率高,最近两年营业收入平均不低于百分之三十。由于边际效用递减的规律,成长期企业生产要素的边际收益较成熟期处于较高水平,成长期企业市场平均高于成熟企业。2007、2008年上证A股平均净资产收益率分别为8.58%、2.36%;完成发行的28家创业板上市公司2007、2008年净资产收益率分别为37.7%、31.46%,是上证A股的4.39倍和13.33倍。这就说明,创业板主要由规模中小、价格较高的股票组成,个股规模较小,但价值较高,展现“珍贵”的本性。

从海外成功创业板看,创业板平均市盈率总体高于主板市场,美国NASDAQ的市盈率远高于纽约证券交易所。金融危机前,美国纳斯达克平

均市盈率34倍左右,一直保持相对主板一倍左右的溢价。从我国实践看,2009年10月16日上海证券交易所A股平均市盈率25.85;中小企业板平均市盈率40.3,高出主板市场55.90%;发行完毕的28家创业板上市公司平均发行市盈率55.7,最高的鼎汉技术82.2,最低的上海佳豪40,高出主板115.47%,高出中小企业板38.21%。

风险钩稽互动,风险维度和风险幅度加大。具体地说,

一是风险种类增加。不仅有增大的退市风险。据美国442个风险投资项目的调查,其中26%的项目以亏损注销形式退出,亏损率达37%;还有企业转上主板,服从新的风险因子和生成机制,新添转板风险。澳大利亚第二股市场存续期间,就有近50%的上市公司转上主板市场。

二是风险幅度增大。据申万研究,1990年以来美国纳斯达克的波动较道·琼斯指数剧烈,主板平均上涨1.1点,纳斯达克上涨1.94点,创业板比主板增加94%的上涨幅度。我国主板与中小板十分相关,2005年6月以来主板每上涨1个点,中小板上涨1.67点,中小板比主板增加67%的上涨幅度。

三是风险钩稽互动。设立创业板市场一方面转换市场热点,转移部分主板资金,产生替代效应。据申万研究,中小板推出前3个月主板各类风格指数跌幅相近,但后3个月亏损股、微利股的走势明显偏弱,负面影响较大。另一方面创业板增加市场品种,满足新的风险偏好,增加入市资金,产生收入效应。替代效应与收入效应对冲结果,通过调整资产配置引起资本市场层次结构的消长。主板风险与创业板风险互相传导。从统计分析看,主板的波动性存在溢出效应,美国道·琼斯指数先行纳斯达克3天波动。

(三)功能定位、制度设计和市场竞争决定了创业板变多。创业板有“生命周期”,大体经历了起步、繁荣、调整和复苏四个阶段。1971年美国纳斯达克成立,标志着创业板市场的起步;这时创业板市值规模较小,多数处于主板市场的从属地位。

20世纪90年代,创业板发展进入“黄金十年”,各创业板总市值、股价指数和换手率出现历史高位。市场整体规模迅速扩大,2000年3月纳斯达克总市值最高时一度突破6.7万亿美元,相当于全球总市值的1/5;股价指数创出新高,纳斯达克综合指数2000年3月10日创下历史最高点5132.52。

网络泡沫破灭后,创业板市场进入调整阶段。市场规模迅速萎缩,纳斯达克总市值由2000年最高的6.71万亿美元下降至2002年最低的1.88万亿美元,减少72%;股价指数大幅下挫,纳斯达克综合指数跌幅高达78%;“关停并转”的创业板数量超过了新成立的数量。

2005年以后创业板开始复苏,市场功能和规模逐步恢复,纳斯达克总市值恢复至2005年底的3.6万亿美元;市场竞争加剧,合并后的交易所推出了专门针对成长型中小企业的高增长市场;纳斯达克在印度和中国开设办事处,争夺“金砖四国”中小企业上市资源;出现并购重组和分化发展的格局,2004年日本加斯塔克获准成为证券交易所,2005年韩国整合主板、创业板及期货市场,建立新的韩国交易所,2006年纳斯达克与全美证券交易商协会(NASD)分离成为全国性证券交易所。

三、应对策略

证券行业是经营风险的行业,按照价值分析、价格发现、计量风险、定价风险和分配风险的路线组织和形成证券生产。鉴于创业板有自己独特的发展规律和不同管理的运行机理,这就要求相应的经营理念、盈利模式和发展路径。

(一)创业板估值难、风险大和变革多导致被动投资具有比较优势。创业板的价值分析面临现金流预测的预测瓶颈,需要废弃原有的线性前提假设;价格发现又碰上指令驱动的价格形成机制,不能照搬国外报价驱动市场的定价因子;定价能力还无法摆脱像2008年市场的大幅调整集体失语的现象,定价经验因匮乏案例又不能消除样本不足的统计偏差;创业板市场的风险定价能力还需要一个不断发现和完善的历程。历史上1998年10月,亚马逊公司的股价160美元左右时争议很大,证券分析师Blodget利用修正的市盈率法重新估值,给出理论价格400美元。一个月后股价上升到了400美元,Blodget和他的新模型名声大噪。此后,亚马逊公司的股价大跌,成为创业板定价笑话。这就说明,即便是成熟市场的创业板定价能力也同样受到挑战。

创业板定位于一个高风险的股权资本市场,转板和退市增加了风险维度,“珍贵”的本性增大了风险幅度,与主板的比价关系变动传导了外生风险,汇聚成特定的风险生成机制。比如,在美国上市的SOHU等三大门户网站在2000-2001年股价跌幅超过95%,此后涨幅超过30倍,跌宕起

伏考验着投资者的风险承受能力。

加上创业板变多,原因是经济结构调整要求相应的市场层次与服务体系,资本市场分工预留创业板的发展空间,成功效应示范加快创业板的兴起,风险投资偏好推动创业板发展,经济增长方式转变增加创业板发展变数,市场竞争促进创业板的存亡,创业板市场本身有生命周期,内生微观结构调整和市场重组的系统风险。据不完全统计,全球总共存续过47个创业板,先后就有26家关闭、合并和重启,占比55.32%。

这就说明,创业板认知难、管理难和高寿难,认知难决定管理难,管理难派生“高寿”难。换句话说,无法形成有效的选股能力,支持主动投资;适宜以不变应万变的战略,张扬被动投资的比较优势。

(二)创业板个股成长天性、退市个性和套现压力要求“投机”习性。从供给上看,一方面,我国创业板借鉴了美国纳斯达克的退市制度,退市指标包括财务指标和市场指标,退市公司不强制退到下一板,实行强制退市制度,保证创业板上市公司质量,优胜劣汰将是一种常态。据统计,美国纳斯达克每年大约8%的公司退市,2003-2007年间,纳斯达克退市公司数为1284家,超过了同期新上市公司的总数1238家;英国AIM的退市率约12%,每年超过200家公司退市,退市与上市公司数量之比超过50%;韩国科斯达克退市公司数超过100家,占新上市公司数量的三分之一。

另一方面,目前深圳创业板尚未明确转板制度,纯属创业板刚刚起步。海外创业板市场曾出现了转板过快或时间把握不好而影响创业板发展的案例。一旦个股从成长期进入成熟期,风险特征改变,投资群体转换,不再符合创业板高风险的市场定位,适宜主板的投资偏好和监管制度,国内创业板市场肯定要推转板机制,存在转板预期。事实上,澳大利亚第二股市场运行期间,前后有473家公司上市,其中232家转到了主板市场。

从需求上看,创业板上市前有一部分创业风险投资,发行完毕的28家创业板上市公司中23家有风险投资。风险投资高失败率,依靠少数高回报项目的收益弥补大量失败项目亏损的运行机制,实现资金的良性循环,把创业板作为便捷的退出通道。据美国442个风险投资项目的调查,30%的项目以上市退出。这又说明,创业板也有限股解禁的“堰塞湖”。据清科研究中心统计,作为我国创投市场的主要参与者,2008年的投资额42亿美元,不到全年GDP的千分之一;粗略估算,如果达到创业板投资发达国家年度创业板投资额占GDP1%的水准,每年将有3000亿元。

这就说明,创业板个股成长天性蕴含财富效应,强制退市制度和转上主板预期要求不可久留,风险投资套现的“堰塞湖”带头速决速决,决定了短、平、快的投资模式,主要不是依靠现金分红,而是博取个股差价的盈利模式,要求“投机”习性。

(三)创业板升值预期、范围经济和规模效应支撑指数产品衍生发展。从需求上看,一方面,创业板企业的生命周期、起点规模、产业形态、商业模式、市场定位等决定了其具有高速增长基因,在创业板上市插上了各个细分行业“隐形冠军”的翅膀。1990-2000年纳斯达克综合指数涨幅超过900%,同期纽交所道琼斯指数的涨幅不到300%。与主板相比,创业板升值预期有比较优势,产生强烈的创业板投资需求。另一方面,被动投资比较优势要求指数化投资,以此分散个股风险“珍贵”本性存在的流动性风险,又分散个股增大的非系统性风险;既规避了“投机”习性的机会成本,又对接了长期投资的财富复合增长,实现范围经济。

从供给上看,与国外创业板比,美国纳斯达克依靠美国人更愿意承担风险的创新文化,成为世界最先进的风险的摇篮。深圳创业板依靠我国人口红利和储蓄优势,以价格优势和资本保障实现后发优势,成为“世界工厂”的助推器。仅在科技部统计范围内就有1183家企业符合创业板发行标准,形成市场的有效边界,有可能达到规模经济。

这就表明,创业板升值预期,产生相对比较优势,形成强劲投资需求,派生指数化产品市场基础;规模经济形成市场的有效边界,形成指数化产品现实条件;范围经济要求被动投资理念,促成指数化产品的经济基础,支撑指数产品衍生和加速发展。(作者系中国证券业协会发展战略工作委员会副主任)。

今日看板

创业板:被吆喝成赌场还是市场

○亚夫

筹划十年,中国内地创业板市场终于开板,并将在本月30日鸣锣交易。这将是一个怎样的市场呢?是高度亢奋的投机性赌场,还是促进创业企业发展的有效市场?这是个问题。

有客或问,何出此言?因为早在创业板开板之前,就有很多分析人士预测,这个市场将会有一波前所未有的热炒。甚至有“名嘴”公开在媒体上宣扬,创业板的不是市盈率、市净率,而是市梦率,市幻率。

什么叫市梦率、市幻率?依照那些“名嘴”的说法,市梦率就是白日梦,是平均市盈率的数倍。比如,美国纳斯达克市场,在金融危机前,平均市盈率在34倍左右,是主板市场的一倍。而市梦率则在这个市盈率基础上再翻数倍,如80倍、120倍,等等。

所谓“市幻率”又是什么,据那些“名嘴”几近狂热的介绍,是在市梦率基础上翻更多倍。比如市梦率是120倍的话,那么市幻率就可能是240倍,甚至更高。如果说,“市梦率”曾经是华尔街的笑话,那么“市幻率”又是什么呢?恐怕是那些“名嘴”的杰作吧。

而据中国证券业协会王晓国的研究,截至今年10月16日,上海证券交易所A股平均市盈率25.85;中小企业板平均市盈率40.3,高出主板市场55.90%,而发行完毕的28家创业板上市公司平均发行市盈率55.7,最高的鼎汉技术82.2,最低的上海佳豪40,高出主板115.47%,高出中小企业板38.21%。

也就是说,还未开市的创业板市场,其平均市盈率与金融危机前的美国纳斯达克市场和美国主板市场之比,已经十分接近,留给30日开市炒作的空间并不是很大。但是如果按照“市梦率”或“市幻率”来计算,就要炒到220倍到400倍了。可以这么离谱的炒?

问题不在那些名嘴们渲染的“市梦率”和“市幻率”有多高,而是他们在为谁渲染,又想把创业板市场引到哪里去。而在预警这些言论可能造成的误导之前,有必要就创业板市场的一些敏感问题,向社会公众投资人,特别是900万新开户的创业板投资人,做相应的提示。

根据王晓国的研究,在美国442个风险投资项目调查中,有26%的项目以亏损注销形式退出,亏损率达到37%。也就是说,创业型企业有很高的经营风险。而据我国《创业板股票上市规则》,除现有退市标准外,新增退市条件包括上市公司财务报告被否、净资产为负、连续120个交易日累计成交量低于100万股,一旦触发以上任何一项标准,创业板公司都可能直接退市。这是其一。

其二,创业板的交易风险也比主板市场大许多。据研究,在美国,近20年来,主板市场平均每年上涨1点,创业板市场就要多涨0.94点,涨幅增加94%。而在我国,与创业板有近似之处的中小板,近5年来,主板每涨1点,中小板就会多涨0.67点,涨幅增加67%。如果再以跌幅来计算,那么创业板的振幅之宽,是可以想见的。由此来看,创业板的交易风险要远高于主板市场。更不用说主板对与创业板还有风险溢出影响了。

其三,创业板公司还存估值风险,这也是投资人需要高度警惕的问题。据王晓国举出的案例,美国亚马逊公司股价曾上摸160美元。当时有分析师利用修正的市盈率进行重估,给出了400美元的价格。不久果真到了400美元,分析师因此名声大噪。但此后亚马逊股价一路下跌,成了创业板定价的经典笑话。这个案子表明,创业板估值存在很大的“忽悠”风险。

其四,投机性套现风险也是创业板投资人不能忽视的问题。因为在创业板市场上聚集着众多的风险投资机构,风险投资的高失败率,使这些投资机构不得不利用创业板市场,获取高额回报,并寻找退出通道。以首次发行的28家公司为例,其中就有23家有风险投资。这些风险投资机构必然想卖个好价钱早点走人。而接盘的人,自然会面临极大风险。

理清了这些问题,就不难理解,为什么创业板市场在开市前,会有那么多的吆喝了。想想看,这些“名嘴”不遗余力地吆喝,图的是什么呢?除了为暴利者鼓吹“市梦率”和“市幻率”的必然性、营造极度亢奋的投机气氛,以便投机者们快速退出外,是不是夹杂着自己的私货在里面,就不得而知了。

问题是,飞在天上的,总要落到地上。万一创业板市场真的弄出个平均“市梦率”或“市幻率”来,那这个创业板是赌场还是市场就是大问题。而倒霉的恐怕只会是市场自身和那些创业板的追梦人吧。

本版主持:邹民生 朱兆奎