每周酷图与思考

首批创业板公司成长性观察

国泰君安 王 成

我认为，创业板公司由于流动性等原因并不适合中短线炒作，而适合挑选长期高成长公司进行长线投资。创业板首批上市的10家公司今天发行，集中精力阅读这10家公司总计长达超过3000页的招股说明书，有如下收获。

三家医药公司里面，乐普医疗、莱美药业和安科生物，这三家公司都不是细分行业龙头公司，尽管成长性尚可，但是更多受益于行业增长。北京乐普主要业务是冠状动脉支架，与龙头上海微创医疗业务类似，该行业技术壁垒很高，竞争优势很强，行业成长快速，大股东是国有企业中国船舶重工集团，与鱼跃医疗搭配，属于一个大众化、一个高端化的A股医疗器械龙头品种。而莱美药业和安科生物在行业中地位并不明显，考虑到创业板的高风险低流动性，投资价值并不突出。

作为三家制造业公司，特锐德、南风股份、汉威电子，成长性都算是惊人，从爆发性角度来看，特锐德电气受益于铁路行业发展、南风股份受益于核电建设，这两年业绩爆发性很高，但是特锐德高应收账款的扩张，长期来看风险较大；而汉威电子在气体检测的实力，让我想起中小板的声音处理龙头科大讯飞，这算是有长期发展潜力的品种。长期投资者应会偏好汉威电子，追求爆发性且有业务安全边际的投资者应该关注南风股份。

作为服务业的四家公司，业务千差万别。上海佳豪尽管是服务业，对于船舶设计来看，很明显具有强周期性，从订单来看，我的判断是目前周期高点已过。神州泰岳的业务基本来自中国移动，其这两年的业绩爆发也因为飞信业务的运行，从今年看，业绩仍有爆发增长的可能，但是长期来看，业务的过于集中和单一使得公司存在经营风险。立思辰是办公信息系统与音视频服务提供商，受益于国内企业外包非核心业务的需求，长期成长性较高。探路者是从事户外产品销售，算是新兴高成长行业，如果风险控制得当，其品牌加连锁的模式会受到市场追捧。

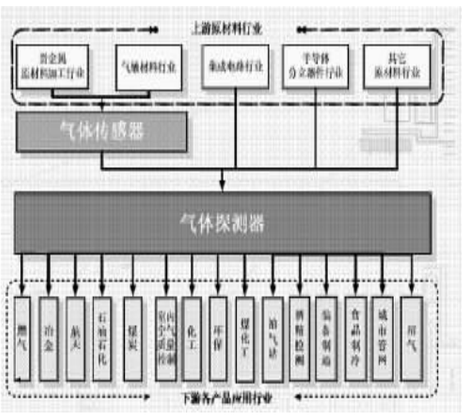
下表为我初步估算的10家公司合理价值，采取是结合成长性与行业地位的比较估值法。

公司名称	业务	发行股数(万股)	总股数(万股)	08年净利润(万元)	定位
特锐德	专业变配电成套设备	3500	13500	6119	短期爆发增长，长期发展存在风险
神州泰岳	IT运维管理	3160	12640	12054	业务集中在飞信运维，业务过于单一
乐普医疗	高端医疗器械	4100	40600	20116	长期关注，高速成长，有竞争壁垒
南风股份	通风与空气处理系统	2400	9400	3054	竞争能力强，受益于核电、地铁、隧道的发展
探路者	户外用品	1700	6700	2550	品牌连锁营销模式，成长性高，值得长期关注
莱美药业	抗感染药物	2300	9150	3288	成长和特色均一般，估值应该偏低
汉威电子	气体检测龙头	1500	5900	2968	下游空间广阔，值得长期关注
上海佳豪	船舶设计	1260	5040	3783	周期性过强，目前是周期高点
安科生物	生物药物；干扰素和生长素	2100	8400	3455	行业地位一般
立思辰	办公信息系统与音视频服务提供	2650	10515	3675	商业服务业，成长高，前景好，值得长期关注

尽管上海佳豪船舶设计属于轻资产服务业，但是我担心其订单的减少影响未来业绩增长。

安科生物在每项业务都只是追随者，莱美药业存在同样问题。

立思辰通过捆绑客户的新模式使得毛利大幅提高，未来成长性也很好。探路者的品牌连锁新兴行业的业务模式也值得称赞。对于制造业公司，青岛特锐德2008年业绩6119万元，但是经营活动净现金流仅有910万，不过受益于铁路建设。南风股份则受益于核电建设。

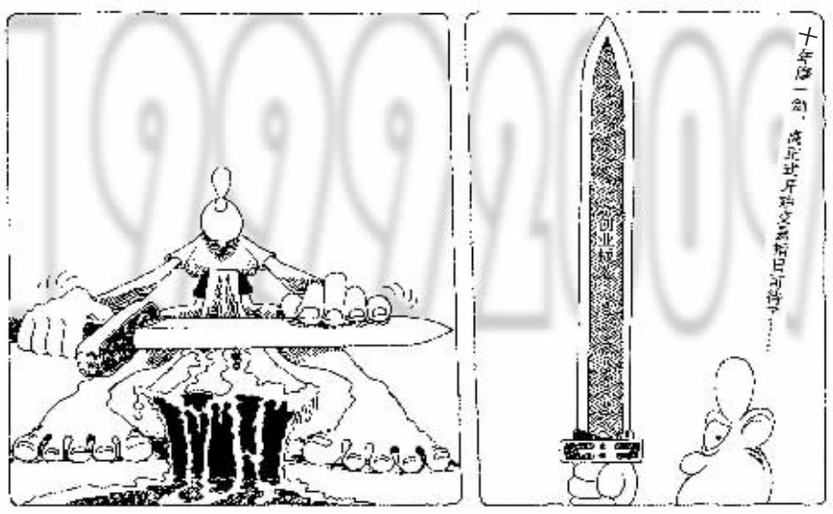


名家专栏 桂浩明

平稳发展最重要

——写在创业板开板之前

申银万国研究所 桂浩明



官 兵/图

十年磨一剑，随着首批创业板公司股票的顺利公开发行，创业板正式交易已指日可待。10年间，创业板热在世界证券市场上有所退潮，不少国家和地区的创业板，或已关闭，留下一地狼藉；或虽在运行，但乏人问津。被认为是最为成功的美国纳斯达克市场，10年前指数曾超5000点，现在只有2000多点，发展道路坎坷而崎岖。香港联交所1999年10月份推出创业板，火爆一时，但好景不长。这究竟是为什么呢？这对即将推出的中国创业板提出了哪些新思考呢？

自1999年有关部门提出搞创业板的设想，到现在已经整整10年了。十年磨一剑，现在随着首批创业板公司股票的顺利公开发行，创业板正式开始交易已经指日可待。这不但是中国创业投资行业的一大盛事，也是中国资本市场上多层次市场体系建设所取得的重大进展，可喜可贺。此刻，人们对创业板的最大希望，就是推出后能够平稳发展，在社会经济活动中发挥应有的积极作用。

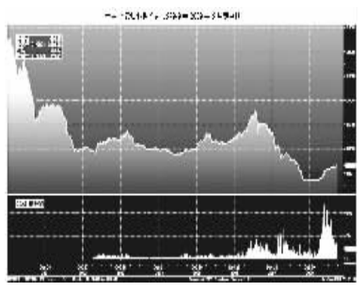
创业板发展道路不会平坦

创业板作为证券市场中的一个特殊交易板块，从理论上说搞起来并不难，只要做好相关的制度安排就可以运行了。事实上10年前，一些国家和地区的创业板，一般都是只准备了几个月就推出来了。相比之下，中国境内的创业板是酝酿了10年才推出，这是出于什么原因呢？

现在回头来看，当时决策部门对搞创业板采取谨慎的态度，在没有做好充分的准备工作之前不轻易推出，是很正确的。10年来，一度曾经十分红火的创业板热，在世界证券市场上已经有所退潮，不少国家和地区的创业板，或者已经关闭，留下一地狼藉；或者虽然还在运行，但乏人问津，形同虚设。被认为是最为成功的美国纳斯达克市场，其并不能算是严格意义上的创业板，但因为确实包含了大量的创业板元素，因此它的发展一直为人们所津津乐道。但是，10年前纳斯达克指数曾经超过5000点，而现在只有2000多点。显然，即便是纳斯达克的发展道路，也是坎坷而崎岖的。

剖析一下与境内市场相对比较接近的香港市场，也许会给人以比较多的启发。香港联交所在1999年的10月份推出了创业板，当时也确实火爆一时，吸引了不少企业前来挂牌，很多投资者参与了交易。但是，好景不长，不到两年时间香港创业板就陷入了低迷，并且至今也没有摆脱这种被动局面。这里当然也有网络泡沫破灭的因素，也就是在其发展的关键时刻，大气候却并不有利于创业板。但同时，不容忽视的还有，创业板刚推出后，由于上市公司质量一般，而市场投机气氛又极为浓重，以至于买股票不讲市盈率而讲市梦率，结果导致股票暴涨，随后又因为缺乏基本面的支持而暴跌。如此折腾，让广大投资者损失惨重，对创业板产生了反感心理。而且，香港创业板对上市公司高管持股的监管要求也不是很高，一些诚信不高的公司高管先是千方百计地包装利润，提前释放业绩，虚构企业发展前景，而股票锁定期一到则大举减持，这就严重挫伤了二级市场投资者的积极性。很多人干脆就把香港创业板形容为大股东与高管的"提款机"，中小投资者的"绞肉机"。显然，如果一个证券市场难以让广大投资者盈利，资金无序地漏出，那么这个市场必然是没有生命力的。当然，香港证券管理部门后来也意识到了创业板从公司质量到上市监管等各方面所存在的问题，并且努力地试图加以改进。但是，毕竟是积重难返，现在不但是投资者对创业板没有什么兴趣，企业也对在创业板上市缺乏积极性。要改变这个局面，恐怕是很不容易的。看来，香港创业板的发展道路，的确是很不平坦的。而实际上，其它一些国家和地区创业板的状况，也大都与之有相似之处。也许，这本身就是一个国际性的问题。资本市场的发展，从来就是曲曲折折的，人们对于诞生时间并不长的创业板，自然也不应该要求过于苛刻。

标普香港创业板指数
1999-9至2009年9月走势图



创业板风险控制是个难题

为搞创业板做了10年的准备，这时间虽然是有点长，但还是很值得的，其意义就在于可以充分地吸取海外市场创业板的经验与教训，做到稳妥起步，有序推进。也因为海外市场的前车之鉴，综观现在境内创业板的相关制度，应该说是制定得比较完善的，有利于最大限度地保护投资者利益。譬如对创业板上市公司在规模、连续经营纪录以及盈利能力方面的要求，以及从盘中临时停牌到公司正式退市等的各项条件，都要比多数海外创业板来得高。这样做显然是必要的，能够为创业板的平稳发展提供基础性的保证。

不过，话也要说回来，创业板的最大特点应该是它既有高风险，又有高收益。如果在制度设计上将风险尽可能地予以隔离，那么必然相应的收益也会降低，而这就不是创业板了。因此，当境内的创业板启动时，还是要强调一个风险控制问题。而这仅仅引入投资者的适当性管理是不够的，还需要各个方面都来做工作。创业板的风险，一般来说会表现在两个方面，一个是投资者盲目入市，将股票市盈率炒得很高，深度被套；另一个则是上市公司业绩不确定，投资者难以形成稳定的预期，以至股价无序波动，投资者无所适从。从现实情况来看，由于有关部门已经在防范创业板的过度炒作上做了大量的工作，因此一般来说类似10年前香港创业板股价被疯炒的局面，一般不太会发生。在采取了创业板批量发行并上市的措施后，可以预期的是多数创业板股票的行情会是相对理性的。但是，创业板公司业绩不确定所带来的风险，恐怕就不容易控制了。根据目前的政策导向，那些涉及新产业、使用新技术、采用新材料、拥有新的盈利模式的中小公司，是被鼓励到创业板上市的。这些公司一旦发展起来，速度会很快，效益也会十分明显。但是，这"四新"毕竟未必都是很成熟的，因此相关公司的运行也就不可避免地具有很大的不确定性。而且，这种不确定性哪怕是专业人士，也很难看清。有人说投资创业企业的难度要远远高于投资传统企业，这是有道理的。所以，这方面的风险控制就是一个大难题。现在，管理层采取的是强化公司信息披露的办法，帮助投资者提高风险意识与防范风险的能力，应该说这是比较现实的。不过，如何在实践中，让这些办法变得比较有效，恐怕是一个很大的课题，需要认真研究。也许，在创业板起步初期，不过于追求上市公司的数量与筹集资金的规模，对于业务前景不确定性比较高的企业，以宁缺勿滥的原则暂时予以搁置，这些都是可以考虑的做法，也是创业板平稳发展的基本条件。

创业板发展的基础要加强

要让创业板平稳发展起来，打好市场基础是一个关键。人们看到，在香港市场上，创业板的主要投资群体是个人，而且基本上都是中小个人投资者，很少有以创业板为投资标的的基金，甚至有的虽然名为全市场配置的共同基金，也专门说明不投资创业板。无疑，香港创业板之所以不怎么成功，与市场基础差是有关的。那么，现在境内高创业板，市场基础又怎么样呢？

当然了，和10年前相比，无疑是要好得多。10年前，规范化的证券投资基金才刚诞生不久，规模也很有限，在市场上鲜有话语权。这个时候如果推出创业板，那么自然也就是一个以个人投资者为主的市场。而海内外的实践都证明，一个以个人投资者为主体的市场，其稳定性是偏低的。而如果这个市场本身又具有高风险的特点，那么其必然是充溢着投机的色彩。而10年之后，在机构投资者队伍已经发展起来了，并且占据了主板市场上流通市值的一大半。同时，大量的机构投资者是信奉价值投资理念的，这对于市场的理性运行会起到积极的作用。而有了这样的基础，那么搞创业板也就有了比较好的条件。

不过，严格地说，现在境内创业板的发展基础，还并不很扎实，难以从根本上保证创业板的平稳发展。举例来说，部分机构对创业板的认识就存在偏颇，表现在它们参与创业板公司询价时，已经出现了将发行市盈率推高到60倍以上的状况，反映出了很强的投机性，这就不免在创业板的运行上投下了阴影；再有，目前很多投资群体对创业板的关注，在某种程度上具有明显的投机色彩，更多是强调了参与市场创新的一面，而对于具体的创业板投资策略，还很少有所涉及。这就难免使人担心，现在的创业板是否具有相应的市场化条件，而如果这方面的状况不能及时地加以改变，那么创业板可以快速起步，但很难平稳发展；再有就是，现在市场各界对创业板的研究都还很粗浅，不但对海外创业板市场的分析不多，对境内创业板规则特点同样也缺乏分析，而最为重要的境内创业板上市公司以及其所属行业的研究，更是显得很苍白，那些为买方提供询价依据的研究报告，普遍大同小异，缺乏足够的深度。经验告诉人们，如果没有高水平的研究，就不会有理性的、高水平的投资行为出现。从以上这几方面来看，境内创业板虽然有了10年的准备，起点会比较高，但基础还是不够的，还需要好好加强。只有这样，才能真正做到平稳发展。

无疑，无论从什么角度来说，现在正是境内发展创业板的最佳时机，推出创业板也是水到渠成之事。都说良好的开端是成功的一半，但愿创业板能够实现顺利起步，以高质量吸引投资者，靠高回报回馈投资者，走出具有中国特色的平稳发展之路。

前沿声音

多因素不利美元四季度走强

国海证券宏观经济研究小组

"四季度美元汇率方面，美国经济回升速度快于欧元区和日本，美国的贸易赤字也在逐步缩窄，有利于美元走强。但从资金面看，美元的低息、巨额的货币供应量、CPI低企、资金持续净流出和国际社会对美元国际储备货币的质疑，都不利于美元的走强。"

——国海证券

美元指数是衡量美元走势的主要指标，其构成为美元对多种货币的汇率。各自比重占比为：欧元57.6%、日元13.6%、英镑11.9%、加币9.1%、瑞典克朗4.2%、瑞士法郎3.6%。因此，分析美元相对于欧元区和日本经济的走势，就对预测美元指数的走向很关键。

四季度有一些利于美元走强的因素。一般来讲，美元走势短期看货币政策、中期看经济走势、长期看货币地位。从经济层面来看，美国经济率先结束衰退，7、月份工业产量实现环比正增长和连续环比正增长。美国经济回升带动下，日本和欧元区经济相继出现工业产量环比正增长。但预计美国季度经济环比正增长的幅度，依然高于其余两大经济体。从经常项目来看，美国经常项目赤字从2008年6月份的-1870亿美元不断减少至2009年6月份的-980亿美元。美元指数也从2008年6月份的72.5回升至2009年6月份的80。美国经常项目赤字的减少，有利于美元指数走强。

然而，四季度不利于美元走强的因素不少。一、从财政政策看，2009年至2014年，美国国债余额占GDP的比重将一直很高，远超国际警戒线60%。美国将成日本外国债余额占GDP比重最高的国家。二、从利率走势来看，目前美国CPI仍在低位，仍为负值。未来三个月内，美国不存在加息的可能。三、从货币利差看，目前美国联邦基准利率为25个基点，仅高于日本央行基准利率的10个基点，不可不谓廉价美元。四、从货币供应量看，虽然中国M2增速显著高于美国M2增速，但人民币对美元汇率并不在美元指数的构成里，因此中国M2增速影响不大。但是美国M2增速却显著高于日本和欧元区。6月份的数据，美国M2增速为9%、欧元区为4.9%、日本为2.5%。五、资金流动偏好看，2009年3月份以来，美国资金一直处净流出状态，美元指数跟随走弱。六、在量化宽松货币政策的退出方面，美国目前只宣布把原先预定在9月份购买3000亿国债的计划推迟一个月。我们认为需要至少1年以上时间恢复至潜在生产能力水平，因此量化宽松退出速度会迟于经济复苏。七、货币地位看，美元指数连续走弱，黄金价格持续走强。美元国际储备货币地位受到极大冲击，引发弱势美元进一步下跌。

显然，我们并不赞同美元会丧失国际储备货币地位的看法，但美元指数的快速下跌显示了市场对美元贬值的担忧。为何美元的走势却没有因美国经济回升速度快于欧元区和日本而走强呢？

实证研究显示，汇率走势对一个国家产出缺口的大小非常敏感。一般来说，产出缺口合拢得越快，该国汇率越快走强。因此，由于美国的历史平均产能利用率较高，目前美国产能利用率的小幅回升影响甚微。因此在美国经济回升速度高于日本和欧元区的情况下，美元仍呈贬值态势。

我们认为，由于美国财政政策和货币政策依然保持宽松态势，仍无退出意图，虽然美国经济开始回升，但由于产出缺口依然比较大，四季度美元指数仍将保持弱势。另外，欧元区的衰退结束时点远早于市场预期，成为支撑日元和欧元汇率的重要因素。由于近期美元指数急跌，我们认为四季度美元指数再续大幅下挫的可能性不大。四季度欧元兑美元将维持在1.45至1.50水平，美元兑日元将维持在92至98的水平。