清科观点：创业板一周年——暑尽寒来

2010-10-31 清科研究中心　张兰

创业板自从 2009 年 10 月 30 日正式登陆深交所，截止至 2010 年 10 月 22 日收盘，深圳证券交易所创业板上市企业已达 130 家，总市值 559,973,758,747.00 元人民币，流通市值 125,956,676,061.00 元人民币，平均 P/E 为 68.05 倍，比中小企业板 52.65 倍的 P/E 高 29.2%，比深圳主板 36.37 倍 P/E 高 87.1%。

首批 28 家企业挂牌上市以来，对于创业板的各种评价甚嚣尘上；持赞许态度，视其为高成长性中小企业融资捷径者有之；持否定态度，视其为企业高管圈钱获利工具，VC/PE 机构趁势推高市场估值者有之；持观望态度，视其追捧过热之势头已现，但登高必跌重之时机难测者有之。创业板，究竟是使得人们一夜暴富的阿拉丁神灯？抑或是给市场带来更多投机机会与不稳定因素的潘多拉魔盒？值此创业板开闸一周年之际，作为大中华区著名创业投资与私募股权研究机构，清科研究中心立足于 VC/PE 支持的创业板企业上市，着眼于投资回报与风险评估，对以下几个方面进行了观测与分析。

创业板企业被高估，高市盈率（P/E）恐难持久

从首批申报开始，无论是企业、机构、个人投资者对创业板的热情空前高涨，无论是其上市数量迅速突破百家，还是其带来的平均发行 P/E，均难免令人咋舌。

表 1　Q4'09-Q3'10 创业板 IPO 环比统计

季度	融资额 (US$M)	增长率	上市数量	增长率	平均融资额(US$M)	发行 P/E	平均首日回报率[1]
Q4'09	2,988.13	-	36	-	83.00	62.18	93.2%
Q1'10	2,943.44	1.5%	29	-19.4%	101.50	76.40	32.5%
Q2'10	3,752.07	27.5%	25	-13.8%	150.08	65.19	29.9%
Q3'10	3,425.56	8.7%	32	28.0%	107.05	58.89	54.5%

来源：清科研究中心 2010.10　　www.zero2ipo.com.cn

表 2　Q4'09-Q3'10 中国境内各市场 IPO 发行 P/E[2]统计

季度	上海证券交易所	深圳证券交易所	
		深圳中小企业板	深圳创业板
Q4'09	49.27	51.67	62.18

[1] 平均首日回报率=（首日收盘价-发行价）/发行价

[2] 发行 P/E=每股发行价/上一期每股净收益

季度	上海证券交易所	深圳证券交易所	
		深圳中小企业板	深圳创业板
Q1'10	39.64	55.26	76.40
Q2'10	40.22	53.20	65.19
Q3'10	23.42	49.74	58.89

来源：清科研究中心 2010.10 www.zero2ipo.com.cn

而截止至 2010 年 10 月 22 日收盘，深圳证券交易所创业板上市企业已达 130 家，总市值 559,973,758,747.00 元人民币，流通市值 125,956,676,061.00 元人民币，平均 P/E 为 68.05 倍，比中小企业板 52.65 倍的 P/E 高 29.2%，比深圳主板 36.37 倍 P/E 高 87.1%。与其他国家和地区同为创业板的市场相比较，创业板的 P/E 也不遑多让：2010 年 10 月 22 日收盘时的英国 AIM 市场 P/E 值为 60.07；2010 年 9 月 30 日收盘时香港创业板的 P/E 值为 33.11[3]。

巨额资金投向创业板企业，风口浪尖上的 VC/PE 机构

无可辩驳，创业板自上市伊始，便接踵而至地引来屡遭诟病的 VC/PE 投资过热。由于高 P/E 带来了为众多投资者所觊觎的高额收益，自 2009 年四季度以来，VC/PE 在创业板上市企业中的参与十分活跃。目前在创业板的 130 家上市企业中，有 VC/PE 支持的企业为 73 家，占总数的 56.2%；73 家企业的背后共有 VC/PE 机构 150 家：包括 28 支 PE 机构，融资金额为 7.99 亿人民币；122 支 VC 机构，融资额为 18.81 亿人民币。

表 3 Q4'09-Q3'10 中国境内各市场 VC/PE 支持的企业上市环比统计

季度	上海证券交易所		深圳中小企业板		深圳创业板	
	上市数量	占该市场 IPO 总数的比例	上市数量	占该市场 IPO 总数的比例	上市数量	占该市场 IPO 总数的比例
Q4'09	0	0.0%	25	83.3%	25	69.4%
Q1'10	3	30.0%	14	26.9%	15	51.7%
Q2'10	1	100.0%	20	34.5%	12	48.0%
Q3'10	1	16.7%	17	37.0%	16	50.0%

备注：9 月 30 日至 10 月 22 日共有 5 家 VC/PE 支持的企业成功登陆创业板

来源：清科研究中心 2010.10 www.zero2ipo.com.cn

创业板作为刚刚起步的新兴市场，给予了 VC/PE 机构大展拳脚的广阔天地；而中国股市一直以来追求“新”闻、“热”点的特性，不负众望的在创业板发行首日便将回报率推高至

[3] 因各市场披露的最新数据日限不同，故暂时无法获得同一时间的数据，目前所列出的已是截稿时最新数据，仅供参考。

93.2%，而之后居高不下的 P/E 和平均账面投资回报率[4]使 VC/PE 在创业板的投资中赚的盆满钵盈。据清科研究中心统计，2009 年第四季度至 2010 年第三季度，VC 退出途径的 80.0%-90.0%为 IPO 形式，而 PE 则达到 90.0%以上，而创业板 IPO 是重要退出途径。

夏天到了，冬天还会远么

首先，过高的市盈率，说明创业板整体估值已偏离其实际价值，而其被高估的部分，则是市场在狂热追捧的过程中所产生的泡沫。当然，对于创业板企业，因很难定量去预测未来企业收益的增长水平，成长性与创新性是其 P/E 偏高的原因之一；但是即使当我们把"成长性"考虑在内，选用时下比较热门的 PEG[5]来当做评价指标，与 P/E 相互印证，创业板价值也已偏离正常区间。以深交所对于创业板定义的"最近两年营业收入增长率均不低于百分之三十"中的 30.0%增长率[6]计算，则 PEG=68.05/30=2.27，依照 PEG=1 的合理定价水平（此时的创业板增长率将达到 70.0%），创业板的整体估值仍然偏高；何况，30.0%作为过去时间内的营业收入增长水平，并不能成为未来趋势的合理预测，营业收入增长水平可能被放大。事实上，就部分企业的中报、三季度报来看，其盈利水平并不尽如人意。

表 4　Q3'10 创业板企业平均每股净收益披露[7]

	增长	降低	持平
数量（个）	41	76	8
占披露企业总数比例	32.8%	60.8%	6.4%
平均同比增长率	101.5%[8]	-40.8%	0.0%

来源：清科研究中心 2010.10　　www.zero2ipo.com.cn

其次，从创业板上市一年来的平均首日回报来看，自 2009 年四季度的 93.2%超高平均首日回报之后，后三季度基本回归正常水平，甚至 2010 年二、三季度还低于中小板，这也反映了我国 A 股市场目前的现状之一：机构、散户都乐于捧"新"，这三分钟热度所带来的一方面是上市企业高管们一夜暴富，另一方面带来的则是股市涨势力竭而必定回调，当年的中小板上市时，也在首日就被炒上了天，而高处不胜寒，绝大多数股票的价值完全不足以支撑如此之高的市值而在之后的交易日饱受损失，一些股票的漫漫解套之路甚至延续了两年。而对于同样处于萌芽期的创业板而言，长盛难免久衰，之后三个季度首日回报的下降，则预示着出市场终究要回归理性的趋势。

---

[4] 平均账面投资回报率=（发行价*持股股数-投资额）/投资额

[5] PEG=(P/E)/增长率

[6] 实际目前创业板上市企业披露的三季度每股收益增长率仅为 8.5%，其中还包括"华谊兄弟"平均每股收益增长率为 1600.0%这一特殊数据；若剔除此数据，增长率为-4.3%。

[7] 截止 2010 年 10 月 28 日，共有 125 家创业板企业披露第三季度报告。

[8] 因"华谊兄弟"平均每股收益增长率为 1600.0%而拉高了整体数据，剔除此超高增长率之后的平均增长率为 64.0%。

表 5　Q4'09-Q3'10 中国境内各市场 IPO 平均首日回报率环比统计

季度	上海证券交易所	深圳证券交易所	
		深圳中小企业板	深圳创业板
Q4'09	37.3%	68.7%	93.2%
Q1'10	19.6%	47.1%	32.5%
Q2'10	24.3%	37.0%	29.9%
Q3'10	22.6%	53.5%	54.5%

来源：清科研究中心 2010.10　　www.zero2ipo.com.cn

再次，从 VC/PE 支持的中国企业在各市场平均账面投资回报倍数来看，2010 年第三季度创业板 6.56 倍的投资回报为其启动以来四个季度的最低水平，仅为二季度回报率的 28.1%。

表 6　Q4'09-Q3'10 VC/PE 支持中国企业 IPO 各市场平均账面投资回报倍数统计

上市地点		Q4'09	Q1'10	Q2'10	Q3'10
境内市场	上海证券交易所	-	4.46	4.05	9.99
	深圳中小企业板	17.06	11.84	16.89	9.58
	深圳创业板	7.48	10.10	23.31	6.56
	平均	**10.52**	**10.60**	**18.93**	**8.16**
海外市场	纽约证券交易所	1.81	5.04	1.22	18.93
	NASDAQ	1.71	2.07	2.35	3.13
	香港主板	2.88	2.19	2.90	2.66
	新加坡主板	2.00	2.94	2.94	-
	法兰克福交易所	1.63	1.81	-	-
	平均	**2.56**	**2.85**	**3.90**	**9.13**

来源：清科研究中心 2010.10　　www.zero2ipo.com.cn

究其平均账面投资回报下降的原因，笔者认为是两个影响因素同时作用的结果：新股发行价及VC/PE注资时的实付每股价格[9]。首先，三季度的发行P/E为58.89，为一年来的发行P/E最低点。发行P/E的下降，说明发行价格较之前三个季度趋于合理。而当笔者查询深交所创业板的披露数据时，却发现直到二季度，创业板流通股份的P/E都始终处于60.0倍左右的高位。如果说三季度的一级市场发行P/E并没有被二级市场上的流通P/E所左右，那么可能的诱因则是由于众所关注的创业板询价改革已箭在弦上[10]，旨在控制高P/E、高定价、高超额认购等投资者所关切的问题。表现在三季度创业板，新股发行价已先行一步，发行P/E较二季度降低了近10个百分点。发行定价的相对降低，是一种回归理性的表现，也是市场

[9] 持股数不变，平均账面投资回报率=（发行价*持股股数-投资额）/投资额=（发行价/实付每股价格）-1

[10] 发稿前，证监会已公布第二阶段中小板与创业板新股发行改革与 2010 年 11 月 1 日起施行。

将会逐渐回归的先兆。

而另一方面，机构的投资成本在增加，这将表现在机构注资时的实付每股价格。根据清科研究中心的数据显示，2010年上半年，机构筹资活动仍然热火朝天，而投资活动却相对尴尬。截止2010年第三季度，VC/PE共投资601家企业，总投资金额达到68.86亿美元，约合460.00亿人民币；而VC/PE共募集完成基金112支，募集金额总计284.00亿美元，约合1900.00亿人民币。换句话说，即钱筹的容易，投出去难。这一点从创业板企业上市时的超募现象严重也可见一斑：据清科研究中心不完全统计，截止至2010年第三季度，创业板上市企业的公开平均超额认购倍数为161.54倍，说明有大量超额资金投入创业板企业，被投资企业流动性过剩。由于创业板市场存在各机构无法抗拒的高P/E，使得在好项目有限的情况下，几家机构同时垂青一家企业的情况时有发生，不但VC/PE之间的竞争越发激烈，创业板的市场估值也被进一步推高。机构的介入成本增加，如果发行P/E没有达到某一高度，则机构的投资回报将非常有限。

另外，创业板的投资风险，亦已毋庸赘言。按照金融中 CAPM 资本资产定价模型，以 2010 年 6 日 1 日[11]至 2010 年 10 月 22 日的创业板指数与深圳综合指数之间的波动率通过线性回归计算可得[12]，创业板指数相对于深圳综合指数的 Beta 为 1.20， Alpha 为-0.89。参数说明创业板相比于深圳市场有更大幅度的波动，带来了更多的系统性风险，同时其相对于无风险收益的超额收益比深圳综合指数的超额收益低。随着创业板的日益成熟，其中的风险也将在跌宕起伏中呈现的更为清晰。

一年解禁期将近，VC/PE 何去何从

话题回到解禁期的临近。进入 2010 年二季度之后，关于创业板首批上市的 27 家企业（“宝德股份”承诺三年内股东不减持）解禁的议论不绝于耳。而今年三季度创业板史上最低平均账面投资回报的出炉，无异于给市场对解禁的担忧雪上加霜。诚然，解禁之日预示着创业板市场一个分水岭的到来，只是，这个分水岭究竟能对市场有多大的影响尚未可知。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16448