互动出版网 China-Pub.com
专业图书网上第一专营店
www.china-pub.com
独家提供样章

# 金融创新篇



- 创业板
- 融资融券
- 股指期货

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



# 第 1 章
# 富贵险中求
## 创业板

创业板的准备工作从1999年算起，至今已近10年。姗姗来迟的创业板到底是“何方神圣”，对于普通投资者来说，创业板又意味着什么呢？

### 富贵险中求

了解创业板，先要熟悉一个名词：多层次资本市场。这个术语其实很简单，就是将资本市场依据风险的不同，细化成几个层次（见图1-1）。

| 多层次资本市场 |
| --- |
| 主板（沪深A股、B股） |
| 中小板 |
| 创业板 |
| 股份报价转让系统 |
| 各地产权交易所 |

图1-1　多层次资本市场

基于风险差异区别各类金融产品，在生活中很常见。比如说，银行储蓄风险最小，风险稍大一些的是债券，再有就是资本市场中的股票，风险最高的当然是彩票了。

在这些大类中，基于风险不同，还可以继续细分。如债券中，国债风险最低，企业债的风险就要高一些；彩票中，双色球比36选7中大奖的几率更高一些。而资本市场中，很长时间以来品种单一，只有沪深证券市场中的A股与B股。为了满足不同风险偏好的投资者，所以需要建立多层次资本市场，引进一些风险更高，同时潜在收益也更高的投资品种。

多层次资本市场的逐步创建也已经有几年了，目前初具格局。其中风险最小的，当然是主板市场，这也是目前证券投资者涉足最多的市场。之所以讲风险最小，是因为主板市场对公司上市的要求最高，所谓要求，主要包括业绩条件与规模等因素。

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



接下来是中小板。中小板是一个相当中国化的产物，在国外找不到相对应的独立的投资品种。因为从各项要求上讲，中小板与主板完全一致，之所以单列为中小板，似乎是为推出创业板“热身”。中小板与主板的最大区别主要在于在中小板上市的公司，规模和股本较小。而规模小的公司，从概率上讲，其经营风险较之大公司要更大一些。

然后就是本章所要讲的创业板。创业板最大的特点是其上市条件与主板相比要低（见图1-2），仅从上市条件就不难看出，创业板公司起点低。

创业板与主板、中小板上市条件的区别（参考意见稿）

| 板块 | 总股本 | 发行人关键门槛 |
| --- | --- | --- |
| 创业板 | IPO后总股本不得少于3000万元 | - 发行人应当主要经营一种业务<br>- 最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于1000万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于500万元，最近一年营业收入不少于5000万元，最近两年营业收入增长率均不低于30%<br>- 发行前净资产不少于2000万元<br>**（无“无形资产占净资产的比例”的有关规定）** |
| 主板、中小板 | 发行前股本总额不少于人民币3000万元，发行后股本总额不少于人民币5000万元 | - 最近3个会计年度净利润均为正且累计超过人民币3000万元<br>- 最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5000万元，或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元<br>- 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%<br>- 最近一期末不存在未弥补亏损 |

图1-2　创业板与主板、中小板的对照

股份报价转让系统与产权交易所，一般投资者涉猎很少，在此也就不展开了。

## 高成长的魅力

既然创业板的投资风险比主板要高，那么创业板的魅力何在呢？简单而言，风险与收益成正比。创业板公司在具备较高风险的同时，其成长性也很可能相当可观，从而给投资者带来的收益也会更加可观。

而与主板上市公司相比，创业板公司之所以具备高成长的巨大潜力，最主要的原因，就是由于其规模小、起点低。

事实上，绝大多数事物的成长过程中，成长速度都不是均匀的，起点低、规模小时，成长速度快；而起点高、规模大时，成长速度则慢。

就以人类的生长为例，按照世界卫生组织的统计，一个男童从出生到5岁时，其体重的增长速度，随着体重的不断增加，呈逐年下降趋势（见表1-1）。

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



表1-1 年龄与体重

| | 出生 | 1岁 | 2岁 | 3岁 | 4岁 | 5岁 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 体重（公斤） | 3.4 | 9.6 | 12.1 | 14.3 | 16.3 | 18.3 |
| 同比增幅 | | 282.4% | 26% | 18.2% | 14% | 12.3% |

再来看上市公司，如果设定这样的选股标准：

第一，2005年、2006年、2007年，公司主营业务收入同比增幅每年都超过40%。

第二，同期，净利润的同比增幅每年都超过40%。

那么，A股公司中，同时满足上述两项条件的只有10家（见表1-2）。

表1-2 成长性较高的A股公司

| 股票代码 | 股票简称 |
|---|---|
| 002003 | 伟星股份 |
| 002024 | 苏宁电器 |
| 002028 | 思源电气 |
| 002097 | 山河智能 |
| 002123 | 荣信股份 |
| 002202 | 金风科技 |
| 002220 | 天宝股份 |
| 600048 | 保利地产 |
| 600582 | 天地科技 |
| 600875 | 东方电气 |

观察这10家公司的构成，投资者很容易发现，入围的10家公司中，有7家是中小板公司——在1600家A股上市公司中（截至2008年9月），中小板公司只有272家。

中小板公司所占比例如此之高，高成长的概率较之主板公司明显要大，这当然不是偶然的，最根本的原因就是中小板公司主营业务收入的规模小，净利润绝对值的起点低。

## 百度与谷歌

有投资者可能认为，上述数据中，各公司所处行业迥异，不具备很强的可

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



比性与说服力，那么我们不妨看看同处一个细分市场的两家互联网公司。

2005年8月百度在纳斯达克上市（NASDAQ:BIDU），这家中国的搜索引擎公司，在当时只是一家年收入1亿元，净利润1200万元人民币的小公司。但这家公司在上市后的三年间，实现了惊人的高速成长（见表1-3）。

表1-3　百度的发展

| 年度 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|
| 净利润（人民币） | 1200万元 | 4760万元 | 3.02亿元 | 6.29亿元 |
| 同比增幅（%） | | 297 | 534 | 108 |

作为百度同行的谷歌（NASDAQ:GOOG），比百度早一年上市——2004年8月，上市之时，谷歌的年度净利润就已经达到1.06亿美元（按当时汇率，约合8.8亿人民币），这样的净利润值，至少已经是一家中型企业的规模了。

对比两家公司2005年、2006年、2007年的数据，不难发现，虽然谷歌的发展速度也相当优异（见表1-4），其增长的绝对值更是远远超过百度，但单就业绩增速而言，与百度相比，还是存在明显差距。

表1-4　谷歌的发展

| 年度 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---|---|---|---|---|---|
| 净利润（亿美元） | 1.06 | 3.99 | 14.65 | 30.77 | 42.04 |
| 同比增幅（%） | | 276 | 267 | 110 | 37 |

百度的业绩增幅之所以能够超过谷歌，其根本原因正是由于起点的不同。两者起点的巨大差异——2004年谷歌的净利润是百度的70倍，使百度具备了更为广阔的业绩拓展空间，以及更为迅速发展的可能性。

## 刘翔的0.01秒

那么，大公司高成长的概率为什么低呢？或者说，百尺竿头更进一步，为什么殊为不易呢？

就以我们熟知的跨栏选手刘翔为例，1999年，他的110米栏最好成绩是14秒19；2000年的最好成绩是13秒87；到了2002年，最好成绩是13秒12；2004

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



年，我们很熟悉，最好成绩是12秒91；2006年破世界纪录，成绩是12秒88。

大家看一看，刘翔的成绩提升速度越来越慢。这当然不是说刘翔训练水平降低，放松了对自己的要求，而是因为随着成绩的不断提高，进而达到世界顶尖水平时，再想提升0.01秒，都要不断挑战自己的身体极限，都要付出比以前更加艰苦的努力。

上市公司的经营也是一样。规模小、利润少时，可能只要多卖出一些产品，多一点使用财务杠杆——提高负债率，业绩就会有明显提升，而一旦规模扩大，利润增加，再想大幅度提升业绩，则相当困难。这是因为，当企业达到一定规模之时，支撑其业绩高速增长的条件已不是多卖些产品那么简单了，还需要公司经营者的能力得到相应提升，管理模式及时改变，新产品研发及市场开拓卓有成效，乃至要求利用资本运作进行成功的并购，等等。

可以说，每一家公司或迟或早，都会遇到自身的发展瓶颈，都会受制于产品或服务的市场容量、公司的管理能力等一系列因素，公司不可能无限制地高速成长。

还以刚才提及的谷歌为例，这家公司2007年业绩增幅就明显下滑，其原因就在于：美国在线广告市场增幅有限，微软、雅虎又都加大了在搜索引擎市场的竞争力度；在海外市场的拓展中，谷歌也遭遇了以百度为代表的各国本土公司的强有力竞争；此外，谷歌虽然投入巨资开发了一系列新产品，如google earth、Gmail，等等。但除了搜索广告，谷歌暂时还没有找到新的广阔的盈利空间。凡此种种，都在制约着谷歌保持高速成长的可能性。

## 高成长提升市盈率

公司业绩的高速成长，为投资者带来的直接好处就是股价同比上涨。我们假设一家创业板公司年均业绩增长50%，在市盈率为20且不变的情况下，五年后，股价将会增长760%（见表1-5）。

表1-5　股价的增长

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 股价（元） | 20 | 30 | 45 | 67.5 | 101.2 | 151.8 |
| 市盈率 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 每股收益（元） | 1 | 1.5 | 2.25 | 3.375 | 5.06 | 7.59 |
| 每股收益同比增幅 | — | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% |

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



但有经验的投资者都会知道，如果一家上市公司能够在相当长的时间内保持高速成长，那么在成长期，其市盈率往往也会大幅提升。这样一来，在业绩与市盈率双重因素的提振下，股价表现会更加优异（见表1-6）。

表1-6　市盈率对股价的影响

| 股价（元） | 20 | 37.5 | 67.5 | 118.1 | 202.4 | 303.6 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 市盈率 | 20 | 25 | 30 | 35 | 40 | 40 |
| 每股收益（元） | 1 | 1.5 | 2.25 | 3.375 | 5.06 | 7.59 |
| 每股收益同比增幅 | — | 50% | 50% | 50% | 50% | 50% |

## 经营风险

既然与大公司相比，小公司具备更为明显的高成长潜力，那么是不是说，创业板公司一定比主板公司更具投资价值，投资创业板企业，其回报也肯定更加丰厚呢？

当然不是。首先，小公司固然具备了高成长优势，但同时，也有其天然的缺陷。比如与大公司相比，小公司在面对技术、市场、财务等风险的冲击时，“抗击打能力”更弱，业绩的不确定性更大，更容易出现逆转一蹶不振甚至夭折。

从海外创业板市场的经验看，很多公司的兴起是依赖于某一项专利技术所衍生的产品。当产品被市场接纳，处于成长期时，公司欣欣向荣。但问题在于，这样的小公司，根本没有实力投入大量资本，进行更多的技术研发与技术储备，一旦技术更新换代，有更好更廉价的替代品出现，原有产品的市场便会迅速萎缩。

再比如，当经济危机来临，银行惜贷之际，受冲击最大的，往往是那些小型公司。因为从银行的角度讲，与大企业相比，向中小企业贷款的风险更高。很多中小企业的失败原因，并不是技术与市场本身，而是得不到银行持续、稳定的贷款支持。

因此，在创业板公司的群体中，我们即会看到更多持续高速增长的精彩，也会目睹创业未半中道崩殂的无奈。所以，对投资者而言，在享受小公司高速成长利好的同时，也要相应承担更大的投资风险。

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



## 交易量风险

一个成功的证券市场，除了要求上市公司业绩优良外，充沛的交易量也是必不可少的。只有一大批投资者参与其中，具备了相当的交易量，市场的流通性才能得到保证，价值发现的功能才可能发挥。

但问题在于，作为资本市场主力的机构投资者，对于类似创业板这样的证券市场，往往会另眼相看。高风险的顾虑，使这些机构投资者只会从总的资金盘子中拿出一小块，投入创业板市场。事实上，很多国外的养老基金、保险基金，与创业板市场“绝缘”，一分钱也不会投入。

成交量的清淡，会形成恶性循环。由于市场中资金量少，上市公司股价往往偏低（表现为市盈率低），偏低的股价，使市场对于优秀公司的吸引力降低，因为在优秀公司看来，同样公开发行1000万股，在创业板市场可能只会融资5000万元，在主板市场可能会融资1个亿。由于优秀公司不愿意侧身创业板市场，则抽空了这个市场赖以发展的基石，投资者光顾这一市场的愿意会更低。

因此，在创业板市场中，投资者要承担的，不仅是上市公司自身的风险，更要承担创业板市场本身失败的风险。从海外市场的经验看，一些创业板公司的业绩、成长性尚属可观，但其成交量与股价就是持续低迷。这种现象，不是上市公司的失败，而是市场本身的失败。

## 抛售风险

与大多数主板市场的上市公司不同，创业板公司的股东中，会充斥着大量“风投”。所谓风投，是指风险投资机构，这些机构在一些公司的草创期、开拓期，就购买其股份，当然价格都会很便宜（很多与每股净资产相当），如果这些公司中的某几家能够公开上市，风投就会在上市后，抛售其股票，从而实现盈利。

对风投而言，抛售这些公司的股票是坚决的，不存在长期投资的行为，因为这几乎是风投实现盈利的唯一渠道，也是风投实现自身资金循环的途径（抛售所赚的钱，还会继续购买其他未上市公司的股份）。

因此，创业板公司上市后，可能面临较大的抛售压力。这种抛压，非常

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



类似于目前的大小非。如果这个时候，市场中没有相应的资金接盘，股价则很可能大跌。

## 前车之鉴

从上面的介绍中，大家可以看出，创业板市场不仅有高成长的前景，更有高风险的隐患。目前全球有超过40家创业板，但真正成功运作的市场并不多，只有美国纳斯达克、英国AIM等少数市场，大部分市场都处于持续低迷、一蹶不振的状态之中。

以香港创业板为例，2000年推出伊始，各方瞩目，市场表现也不错，但很快，由于公司素质较差、成交量低迷等原因，指数便快速下探，一年多的时间，指数下跌了近90%。2002年底，指数重新编制后，到2009年2月，由开始的1000点，又跌至340左右（见图1-3）。

图1-3　香港创业板指数2002年12月至2009年2月走势图

正是考虑到创业板市场的风险，我国创业板市场的推出一再延后，而目前正式确定的市场准入条件，对上市公司的业绩要求，较之海外各创业板，都更为严格。但即使如此，投资者的风险意识仍然不能懈怠。对于投资者而言，创

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



业板推出后，基于自身风险承受能力的不同，在不同市场间（A股、中小板、创业板），进行更加合理的资金配置，是比较理性的思路。

上海证券报 2008年3月26日

# 创业板为风险投资带来历史性机遇

□作者 姜淑霞

中国证监会日前正式就《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》向社会公开征求意见，筹划了近十年之久的创业板呼之欲出。创业板推出，将为我国风险投资业带来一次历史性发展机遇。

风险投资是一种由职业金融家向新创的、迅速发展的、有巨大竞争潜力的高科技企业投入权益资本的行为。美国早在1946年，就诞生了世界上第一家风险投资公司，目前，风险投资公司已经有4000多家，投资额达到600多亿美元。风险投资促进了美国高科技企业的崛起。美国政府的科技顾问基沃斯博士说过："至少有50%从事高新技术的中小企业在其发展过程中得到了风险投资的帮助。"美国硅谷是高科技企业的聚集地，同时也是风险投资企业大展身手的乐园。风险投资在美国硅谷创造了很多的神话，把一个又一个软件企业从小到大地"孵化"出来，微软公司、苹果电脑公司、SUN微系统公司、LOTUS等，都曾从风险投资公司中深深受益。

美国风险投资发展最快的时候，是在纳斯达克问世之后。尤其是在克林顿主政时代，在"新经济"政策引导下，纳斯达克市场飙升，纳斯达克指数在六年时间上涨了9倍多。纳斯达克不仅"孵化"出了一部分高科技企业，也成就了许多有远见、有魄力的风险投资商。

风险投资与高科技企业的崛起之间的紧密联系，使得我国创业板的推出，被赋予了更积极的意义。中国推出创业板对于风险投资企业的作用，犹如纳斯达克之于美国的风险投资商。

我国的风险投资业始于20世纪80年代，已有二十多年的历史，但创业板的缺位制约了风险投资的发展。风险投资公司少，实际项目投入更少，仅是科学技术成果转化所需资金的1%，难以满足科技成果转化的资金需要。而且，我国风险投资主要来源于政府财政拨款和银行科技开发贷款等（政府和银行资金大约占70%，而美国等发达国家为9%），没有充分挖掘个人、企业、金融和非金融机构等具有投资潜力的力量。

由于创业板没有建立，主板市场门槛高，风险投资公司所投资项目无法公开上市，产权转换难以进行，风险投资缺乏重要的退出渠道。而这一切，都将因创业板的问世迎刃而解。

风险投资和创业板是一对"孪生兄弟"，多层次资本市场的建立将为风险投资资本提供灵活而直接的退出通道，将促

互动出版网 China-Pub.com 专业图书网上第一专营店 www.china-pub.com 独家提供样章



进风险投资事业的发展。风险投资事业的发展，又将不断孵化科技成果和前景良好的成长型创新企业，为创业板和资本市场培育优秀的上市资源，从而促进多层次资本市场扩大容量、优化结构、提高素质。这是一种相得益彰的关系。这种关系一旦确立，将产生积极的效果。

点评

最渴望推出创业板的群体，除了那些打算上市融资的公司外，就要属风险投资公司了。而风险投资的急切背后，则是巨大的利益，进而是巨大的潜在抛盘。因此，对普通投资者来说，参与这个市场，是要分享企业高成长的收益，不是为他人“抬轿子”，不是用自己的痛苦来堆积别人的幸福。所以，风险控制、安全第一应该是最基本的操作思路。