

深交所投资者教育专栏

认识创业企业系列之成长篇

成长的魅力

[编者按]:创业板的脚步越来越近了。

理解创业板市场的定位和特点，了解创业板的风险特征，其关键之一就是认识创业企业，认识自主创新型企业的定价和估值要点。

“一个有足够知识准备的投资者，才是真正受保护的投资者”。只有充分认识了创业企业，才能真正做到理性参与创业板市场，这是投资创业板的前提和基础，是重点更是难点。

“投资知多点，理财更轻松”，从本期专栏开始，我们将尝试从各个角度来解读创业企业，以帮助投资者更全面地把握“认识创业企业”所需的基本知识点。

□深交所投资者教育中心

魅力：高成长基因

在纳斯达克上市的百度，其搜索服务模式得到认同后，每年净利润以100%以上的速度成长，其中2005年及2006年分别增长了297%和534%；微软的营业收入从1亿美元增长到400亿美元，仅仅用了不到20年的时间；中小企业板成立5年来上市公司营业收入年均增长30%……从这些鲜活的案例和数据中，我们深切感受到了企业成长的魅力。

海外部分创业板的教训，非常清楚地说明了上市公司质量而非概念对于创业板市场的决定性，企业的高成长性是创业板市场最大的魅力。从某种意义上讲，商业模式、创新能力、技术含量等企业价值的特征或“概念”，都只是企业高成长性的催生要素之一。不管是高科技催生，还是新商业模式催生，或是自主创新催生，万变不离其宗，其根本就是企业高成长的潜力及实现。高成长性，应当是创业板投资的主线。

企业生命周期、起点规模、产业形态、商业模式、市场定位等决定了优秀创业企业往往具有高速成长的基因，而创业板市场将充分发挥其创新创业的助推器功能。分享高速增长的中国经济奇迹，分享蓬勃发展的中国中小企业成长的成果，分享细分行业龙头、“隐形冠军”企业的飞速发展，分享高成长带来的高收益，分享中国经济的明天……高成长潜力无疑是创业板投资的主线，是创业板最大的魅力。

诱惑：非线性成长规律

网络企业在初期“烧钱”过程完成后，可能因为其模式受到追捧而爆发式增长，爆发式盈利，让企业和投资者数钱数到手软；高科技企业投资数年的科研项目，可能因为迅速投入市场，带来超乎想像的市场份额和真金白银；高科技项目的持续高额投入可能在最后关头功亏一篑，没能产生市场效益甚至把整个企业“拖”下水；细分行业的龙头企业，可能因为市场环境的变化或新竞争者的进入，而突然步履艰难；全面认识创业企业的高成长性，不可不重点关注其非线性成长规律。创业企业的业绩变化，较之传统主板上市公司，将具备更大的突然性、更大的爆发力、更强的波动性和更突然的冲击。非线性成长，既意味着可能的爆发式增长，也意味着可能出现突然的衰退，甚至是彻底的失败。

对于传统企业，特别是传统制造业而言，只要在市场供需不发生重大变化时，其利润都会维持在一个相对可以预期的线性变化范围内，而创业企业，特别是创新型企业则由于适应市场的新需求或改变原有市场结构，容易形成爆发式增长，在其成长曲线图上画出炫目的“火箭曲线”。当然，由于技术环境的变化，由于商业模式的变革，创业企业由于应对不及时，也有可能在其成长曲线图上画出恐怖的“跳水曲线”，甚至是企业生命曲线的终结。

非线性成长，是创业企业的特征，是投资创业板的诱惑。当然，这个诱惑可能是美丽的，也有可能是致命的，这也正是投资的魅力所在，证券市场的魅力所在。投资创业板，对此不可不察。

成长性判断的“五看”

由于创业企业的成长往往具备上述非线性的特征，很难依照单一的方法、单一的评价体系得出确定的判断，对其成长性的判断是投资创业板的一大难点。甚至从某种意义上讲，对创业企业成长性的精确判断，很可能是“不可能的任务”。

虽然精确判断几乎是“不可能的任务”，但如何判断其成长性仍然是有迹可循的。首先，投资股票是投资企业的未来，成长性衡量的是企业在未来可能具有的增长潜力，同传统企业一样，对创业企业成长性的判断可以主要从增长速度、增长质量、增长的内部驱动因素和外部环境等四个方面进行衡量。其次，判断企业成长性有许多模型，涉及到多个维度，确实比较复杂。对于普通投资者来说，针对创业企业，不妨先特别关注如下的具有企业“特色”的关键点，以综合判断，相互佐证：

一看企业“离天花板的距离”。中小企业往往主营业务集中于某个细分行业，我们可以先看看这个细分行业的市场规模、行业竞争情况。企业的发展空间即市场容量，也就是该企业成长潜力的理论最大值。此外，国家产业政策也决定着企业发展的天花板高度；

二看企业的“人的因素”，包括企业家和核心人员。企业的创始人或带头人的管理能力，其是否具备企业家精神，以及技术性人力资源和核心创业团队人员的稳定性，对企业持续成长至关重要；

三看企业“技术能力”。技术能力不单单看企业创新投入的能力和研究开发的能力，更重要的是技术商品化的能力，也就是生产能力和市场推广能力；

四看企业“发展历史”。创新型企业的形态千奇百怪、千姿百态，并且往往缺乏较好的参照，因此对其自身发展历史的解读尤为重要。是否有成熟业务模式、盈利模式？是否对市场变化有良好的应变能力？是否形成良好的治理结构？是否具有良好的学习能力？这些都是用“历史眼光”看企业时需要特别关注的。

五看企业所处“生命周期”。企业的主营产品或服务是否处于更新换代快的行业？是否面临替代性技术和模式的紧迫压力？是新兴产业还是传统行业？传统行业是否有新的增长点？新兴行业是否已经形成足够规模？

最后，为了更好做出有关企业的成长性判断，投资者可以关注在创业板指定信息网站刊登的保荐机构针对企业成长性及持续成长所出具的专项意见，帮助您更好地进行分析决策。

招商平安跻身IPO承销量前五

券商承销业务下半年进入景气高峰

□本报记者 钱杰 深圳报道

IPO重启带来了A股市场融资潮的再次高涨，各大券商近两月承销A股的收入已超过30亿元。而券商投行业务的座次也正悄然生变，中小板保荐大户——招商证券、平安证券首次跻身IPO承销量前五名。业内人士指出，随着可转债和配股等再融资发行和创业板的推出，券商承销业务下半年将进入景气高峰。

股市募资总额已达去年四成

Wind统计显示，从6月底至8月31日，沪深两市共有21家公司IPO，共募集资金约738亿元，相当于去

年全年IPO募资总额的71%。加上18家公司增发和3家公司配股，近两月股票公开发行额为1408亿元，相当于去年全年股票发行总额的40%。若按照IPO项目募资额3%，配股和增发项目募资额2%的行业平均水平来计算，粗略估计，券商投行近两月承销与保荐费收入进账已超过30亿元。

自IPO重启以来，共有14家券商投行参与了首发项目的承销。从承销项目的数量上看，中小板保荐人异军突起优势明显，以承销大盘股为主的中金、中信和银河三巨头则明显落后。平安证券保荐承销了万马电缆、奇正藏药、宇顺电子和

禾盛新材，以4个IPO项目位居榜首，招商证券则因承销桂林三金、世联地产和星期六3个项目排名第二，广发证券和东方证券以两个承销项目并列第三。中金公司、银河证券、国信证券、联合证券、南京证券、国联证券、第一创业证券等10家券商各承销1个项目。

但从承销金额上看，中金公司仍是当之无愧的“老大”，作为大盘股中国建筑的主承销商，中金公司获得了6.7亿元的承销和保荐费收入；保荐光大证券首发项目的东方证券排名第二，该项目募集资金合计109.61亿元，东方证券也凭此赚取2.3亿元的承销和保荐费收入。

排名第三至第五名的分别是招商证券、平安证券和银河证券。

在增发项目的承销上，中信证券以6个项目216亿元的募资总额夺魁，国信证券和瑞银证券分列第二和第三。

下半年将进入景气高峰

业内人士在IPO重启之前曾预测，按照保守预期，如果年内仅能发行已过会的33个IPO项目，总发行规模将在900亿元左右，提供的承销收入约为18亿~23亿元。而新股发行如果恢复到正常甚至较快节奏，则发行规模有望达到1700亿元，带来承销收入约50亿元。

而从目前情况看，发行节奏明显高于市场预期。据Wind资讯统计，自桂林三金上市以来，IPO重启前过会的33家公司已有20家进行了网上发行，另有3家已经进入询价阶段。另外，证监会发审委还再次通过了20余家公司的IPO审核。

业内人士分析指出，目前新股发行速度已接近近三年来的正常水平，随着可转债和配股等再融资发行和创业板的推出，券商承销业务下半年将进入景气高峰。国泰君安分析师梁静预计，2009年的股票发行承销额可望突破2000亿元，承销收入将达到60~70亿元左右，同比增长30%以上。

保费质量规模将明显好转

保险三巨头下半年主业有望继续攀升

□本报记者 丁冰 北京报道

A股三大上市保险公司的半年报显示，业务结构调整对三巨头的影响各有不同。基于各自业务定位，平安重“量”，国寿、太保则重“质”。分析人士认为，随着结构调整的深入，下半年三大保险公司的保费质量和规模都将明显好转，保费主业有望继续攀升。

保费收入将企稳

过高的银保渠道占比和过多的投资型险种销售在这轮结构调整中被削弱，中国人寿、中国太保的保费增长因此压力重重。今年前6个月，中国人寿实现总保费收入1727.2亿元，同比减少5.13%。中国太保自去年9月就开始收缩银保万能险销售，致使其上半年保费累计下降9.41%。

而中国平安由于银保业务占比一直落后，因此没有受到太大压力，反而逆势扩张银保业务，上半年银保渠道首年保费增长138.04%，比重提高至43.59%，上半年总保费收入实现增长34.3%。保费增长的主要动力是万能险，凭借行业最高的结算利率优势，万能险增长117.31%，比重由

33.09%提高至42.33%，另外分红险也强势增长31.31%。

中信证券报告认为，下半年新增信贷规模可能大幅下降，商业银行因此将转向发展中间业务，销售基金和保险将成为策略重点。中国人寿和中国太保也将从对结构和质量的关注转向规模和份额，预计平安下半年保费增长仍能维持在30~35%左右，中国人寿和中国太保保费增速有望转正，达到5~10%左右。国信证券分析师武建刚认为，中国太保由于结构调整较早，到今年9月份保费收入就有望转正；中国人寿结构调整较为深入，但预计到年底保费收入也将转正。

京华山一国际(香港)有限公司保险研究员夏平预计，明年全球经济可能很快回暖，利率上涨是很有可能的，保险公司的收益率将随之上升并提高保险产品的吸引力，从而使保费增长更强劲。

保单质量继续提高

国寿和太保在牺牲“量”的同时，却收获了高利润的保单。新业务价值指标是反映保单质量和未来业绩的重要指标，中国人寿半年报显示，2009年6月30

日前12个月中国人寿的新业务价值达到了167.63亿元，较2008年12月31日前12个月增长了20.4%。

中国人寿副总裁苏恒轩表示：“经过结构调整，上半年国寿保单业务质量发生了很大变化，下半年将继续保持业务结构调整力度的情况下，第四季度保费总收入下滑的状况会有所改观。”

中国平安上半年寿险业务新业务价值达到62.46亿元，同比增加16.9亿元，增幅为37%。兴业证券认为，平安新业务价值猛增的原因一是个人渠道寿险期缴业务同比增长39.14%；二是代理人数量增长25%达到39.4万人，人均月产能增长9.2%达到7356元。但值得注意的是，平安虽然目前银保渠道面临较好的经营形势，但是整体上利润率低于个险渠道，短期经营压力依然较大。

中国太保一年期新业务价值增速较快。主要是由于公司从2008年9月份业务开始向银保期缴和分红险销售转型，首年年化保费增速提高。从2009年的情况看，尽管中国太保寿险的总保费是下降的，但其一年期新业务价值却逆势上升，提高了公司的估值。

资本充足率不达标银行暂停新业务审批

□本报记者 任晓 赵晓路 北京报道

国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松1日称，中国银监会已对几家资本充足率低于9%的银行暂停新业务、新机构审批。

巴曙松是在第十届中国金融发展论坛上作上述表示的。此前，银监会下发《关于完善商业银行资本补充机制的通知(征求意见稿)》，明确规定商业银行在计算资本充足率时，应从计入附属

资本的次级债务及混合资本债券等监管资本工具中全额扣减本行持有其他银行次级债务及混合资本债券等监管资本工具的额度。

巴曙松还表示，中国应对金融危机所采取的积极的财政政策和适度宽松的货币政策产生了积极的效果，但是关于金融市场系统性风险的监管还需要引起足够的关注。当前我国间接融资比例高于直接融资，国有银行在整个社会资源配置里具有非常重要的作用，形成

了融资结构和资产布局上非常大的潜在系统性风险。

他还表示，地方的投融资平台也是可能导致系统性风险的一个隐患。目前我国的地方投融资平台超过3000家，其中70%左右投融资平台位于县区一级。去年以来，我国地方的投融资平台负债从1万亿元迅速飙升至5万亿元，“这5万亿3000多家投融资平台的风险怎么消除，值得我们关注。”他说。



收益高于活期
近一个月年化收益率1.6%



Bank 中国光大银行
CHINA EVERBRIGHT BANK

★理财是投资 投资有风险 选择需谨慎★

要理财，到光大，详情咨询：24小时投诉及咨询电话：95595或登录 www.cebbank.com

上交所“证券大讲堂”专栏

上证央企ETF介绍(4)

主讲嘉宾：工银瑞信基金管理有限公司 胡文彪
基金经理

主持人：之前，专家对上证央企指数的情况做了详细的介绍，接下来我们继续了解上证央企ETF的产品特点。

胡文彪：我们把上证央企ETF的产品特点归结为五个方面：跟踪上证央企指数，拥有优质的投资标的；作为ETF形式的指型基金，对投资者而言，是高效的投資方式；从全球经济复苏的背景看，现在应该是有利的投资时机；而从管理费、托管费、交易费用来看，ETF远远低于一般的主动型股票基金，具有低廉的投资成本。

我们需要强调，上证央企ETF是国内首只中央企业指数基金，专门投资于中央企业。其在本质上，是蓝筹指数基金。

下面我们了解一下上证央企ETF的基本情况。基金全称是上证中央企业50交易型开放式指数证券投资基金，简称工银瑞信上证央企ETF，认购代码是510063。将来在上海证券交易所上市后，在交易系统中的简称是央企ETF，二级市场交易代码是510060。

上证央企ETF的投资目标是紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化，实现与标的指数表现相一致的长期投资收益。

投资策略是主要采取完全复制策略；一般情况下，按照标的指数的成份股构成及其权重构建基金股票投资组合，并根据标的指数成份股及其权重的变动进行相应调整。但在特殊情况下，本基金可以选择其他证券或证券组合对标的指数中的股票加以替换，这些情况包括但不限于以下情形：(1)法律法规的限制；(2)标的指数成份股流动性严重不足；(3)标的指数的成份股票长期停牌；(4)其他合理原因导致基金管理人对标的指数的跟踪构成严重制约等。

本基金对标的指数的跟踪目标是：力争使得基金份额日收益率与业绩比较基准日收益率偏离度的年度平均值不超过0.2%，偏离度年化标准差不超过2%。

在投资范围上，本基金主要投资于标的指数成份股、备选成份股，一级市场新发股票、债券、权证以及中国证监会允许基金投资的其他金融工具。其中，基金投资于标的指数成份股及备选成份股的比例不低于基金资产净值的90%，但因法律法规的规定而受限制的情形除外。

由于招商银行(600036)、工商银行(601398)分别为上证央企ETF的基金托管人，和基金管理人的控股股东，根据现行有关法律规定，上证央企ETF不能投资于上证央企50指数成份股中的招商银行和工商银行两只股票。截至2009年8月19日，这两只股票在标的指数中的权重为15.99%。为了降低基金的跟踪误差，基金管理人将构建用于替代招商银行、工商银行股票的内部投资流程，上述替代方案符合法律法规及基金招募说明书的规定。尽管基金管理人将采取严格的风险管理措施，控制基金相对于标的指数的偏离，但基金管理人的收益率仍然存在偏离标的指数收益率的风险，并造成基金的跟踪误差。

同时，由于ETF采用被动型投资策略，与普通的开放式或封闭式基金具有不同，我公司及相关部门也在积极研究ETF投资豁免适用“基金财产禁止用于：买卖其基金管理人、基金托管人发行的股票；或买卖与其基金管理人、基金托管人有控股关系的股东或者与其基金管理人、基金托管人有其他重大利害关系的公司发行的证券”的有关法律规定的可行性。

从风险收益特征衡量，上证央企ETF属于股票型基金，风险与收益高于混合基金、债券基金与货币市场基金。作为指数基金，主要采用完全复制策略，跟踪标的指数市场表现，是股票基金中风险中等，收益与市场水平大致相近的产品。(待续)

中国证监会监督管理委员会送达公告

钟小剑、王毅洁、季振东：

因你们在原昆仑证券有限责任公司任职期间，对该公司违法乱纪行为负有责任，依据原《证券法》以及《证券市场禁入暂行规定》，我会决定：吊销王毅洁、季振东的证券从业资格证书，同时，认定钟小剑、王毅洁、季振东为市场禁入者，我会宣布决定之日起，永久性不得从事任何证券业务和担任上市公司高级管理人员。因无法与你们取得联系，现依法向你们公告送达《行政处罚决定书》([2008]51号)及《市场禁入决定书》([2008]25号)。限你们自公告之日起60日内到我会领取上述决定书(联系人：王璇，电话010-88061210，传真010-88060140)，逾期则视为送达。

如不服本决定，可在本决定送达之日起60日内向中国证券监督管理委员会申请行政复议；也可以在本决定送达之日起3个月内直接向有管辖权的人民法院提起诉讼。复议和诉讼期间，上述决定不停止执行。

中国证券监督管理委员会

二〇〇九年九月三日