

创业板上市公司估值特征及影响因素研究

曾振^{1,2} 沈维涛¹

(1. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005; 2. 招商证券股份有限公司, 广东 深圳 518026)

摘要: 创业板估值一直是各界关注的热点问题。本文在已有估值理论的基础上, 全面分析了创业板上市公司现有的估值特征, 详细探讨了影响估值的各种因素。研究发现, 从静态市盈率的角度来看, 当前创业板的估值指标显著高于其他板块; 但分析发现, 创业板的估值与板块的行业构成、规模结构、成长性、供求关系等因素有一定关系, 总体而言, 其估值区间仍处于相对合理范围, 定价体系依然有效。本文认为, 创业板的高估值问题是创新型企业发展过程中的必经阶段, 未来可以通过增加创业板公司供给、完善现有制度等手段改善估值现状。

关键词: 创业板; 公司估值; 创业板成长性; 行业估值

Abstract: The valuation of listed firms in Growth Enterprise Market (GEM) is a hot issues to lots of parties. Based on the theoretical analysis about valuation of listed firms in GEM, this paper analyzes the valuation characteristics of GEM, and focuses on the factors which may affect the valuation of listed firms in GEM. We find that the valuation of GEM has a certain relationship with industry structure, size, growth opportunity, demand and supply, in total, the valuation is relatively reasonable and the pricing system is still valid. This conclusion suggests that the current pricing system can still work efficiently. This paper argues that the high valuation problem of GEM is a necessary stage of development process of start-up companies, meanwhile, we can improve the valuation problems of listed firms' in the future through increasing supplies of GEM and improving existing system.

Key words: growth enterprise market, corporate valuation, GEM growth, industry valuation

作者简介: 曾振, 厦门大学与招商证券联合培养博士后, 研究方向: 信息披露、投资者关系管理、公司治理。沈维涛, 厦门大学管理学院教授、博士生导师, 研究方向: 公司财务与公司治理。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

创业板于2009年10月启动, 主要服务于具有创新创业特征的中小企业, 在上市条件、监管制度等方面与主板有所差异化。创业板的推出很好地完善了我国多层次资本市场, 具有重要的战略意义。但是在实际运行中, 创业板公司的高估值问题一直备受关注甚至被诟病。截至2016年2月底, 创业板平均市盈率为66.85倍, 高于同期非金融主板平均市盈率(28.26倍)。有观点认为, 创业板的高市盈率就意味着创业板估值过高, 存在显著的估值泡沫。也有观点认为, 创业板公司大多属于新兴行业且代表了中国经济未来的转型方向, 综合考虑各种因素之后创业板估值并不高。有鉴于种种争论, 本文拟对创业板的估值特征以及影响因素进行全面分析, 力图勾勒

出创业板上市公司估值的基本特征, 还原创业板上市公司的真实全貌。

创新型企业的理论基础

一、估值理论评述

现有的企业价值评估方法主要可以分为相对估值法和绝对估值法。绝对估值法包括股利贴现模型(DDM)、现金流贴现模型(DCF)、实物期权模型等。DDM由Williams于1938年提出, 是最基本的股票定价模型之一。该模型认为股票的内在价值来源于股票未来能够产生的股息, 按照一定的资本成本(WACC)将未来的股息折现并求和, 即得到股票的现值。在此基础上, 用自由现金流

代替容易受人为影响的股利，即得到了现金流贴现模型(DCF)。DCF提供了一个严谨的分析框架，用于评估影响股票估值的各种因素，但该模型需要公司具有稳定可预计的正现金流，同时又需要根据公司的相关风险特征确定适当的折现率(取决于无风险利率和风险溢价)，实际应用中限制较多。自从Black和Scholes(1973)提出著名的Black-Scholes模型^[4]之后，Myers和Turnbull(1977)开始尝试将期权价值的思想和方法引入企业价值评估^[5]，发展出实物期权价值评估模型，该模型解决了DCF等折现模型忽视了投资机会成本及投资决策的动态性的缺陷，从而将企业面临的不确定性转化为优势。总而言之，绝对估值法的优点在于能够从理论上完美解释公司的内在价值，然而模型所需的各类数据很难准确预测。

相对估值法主要利用同类可比公司进行估值，一般使用市盈率(PE)、市净率(PB)等指标进行估值，其优点在于简单易懂，具有较高的综合性。以市盈率为例，在DDM模型中，通过假设股利增长率恒定，可以得到戈登固定股利增长模型 $P_0 = \frac{D_1}{r-g}$ ，经过适当变形后，可以计算出 $PE = \frac{b}{r-g} \mathbf{1}$ ，这样就将市盈率与贴现率、股利增长率联系起来。NPVGO模型是市盈率的另一种应用，其公式为 $PE = \frac{1}{r} + \frac{NPVGO}{E_1} \mathbf{2}$ ，由公式可以看出，PE和贴现率负相关，和增长机会的净现值正相关。市盈率直观地将价格与收益联系在一起，计算简单，可以方便地将其与影响估值的各类因素联系起来，并在同类公司之间进行比较，因此成为目前市场上最常用的估值手段之一。其缺点在于受盈利指标的限制，不适合亏损或微利公司的估值，对于盈利具有周期性的公司也不适用；此外，市盈率具有很强的综合性，因此只适用于同类公司(如同一行业、增长水平相近)之间的比较，不同类公司之间的市盈率差距可能会很大。

从已有的价值评估方法上看，没有放之四海而皆准的价值评估模型。在实际估值过程当中，应当根据被评估对象的特征及影响因素，综合考虑评估模型的优缺点及使用范围，选择合适的估值模型。

二、新兴行业的特殊性

成长性高、风险较大是新兴行业最基本的两个特征，在大多数的金融估值模型中，这两个因素是影响估值水平的关键。新兴行业往往利用科技进步、自主创新

等方式提高生产要素的使用效率，或是在商业模式方面进行创新、开创新的产业领域，从而为企业带来战略性的可持续竞争优势，具体表现就是企业的收入、盈利高速增长；新兴行业的另一大特征是风险也较大。风险从来都是与机会并存，新兴行业作为新事物，没有可以参考的经验，在发展过程中存在无数的不确定性：新技术可能研发失败；存在被更新的技术快速淘汰的风险；新产品可能不被客户所接受；或是因长期成本过高而无法盈利等。无论是新兴行业的高成长性，还是高风险，都需要更高的估值来进行补偿。

创业板的许多上市公司都属于新兴行业，这给创业板估值带来了很大难度。新兴行业具有高成长性、创新性等特点，其价值驱动因素与传统行业差距较大。以互联网为例，“互联网+”推动了互联网与传统行业进行深度融合，创造出新的发展生态，如电子商务、互联网金融等，每一个市场未来的发展空间都可能高达数万亿。但对于这类互联网公司来说，存在技术更新迭代迅速、受用户数的影响大(梅特卡夫定律)、马太效应明显等特征，其估值更加重视客户覆盖率、用户数量和单用户收入(ARPU)等指标。其次，许多新兴行业公司拥有知识专利、专有技术等大量无形资产，以及公司商业模式的创新、社会资源的获取和整合能力、产品与服务的品牌和营销能力、人力资源的积累等难以量化估值但又实实在在能在未来给企业带来预期高速增长的资源，这些在财务报表上都很难得到反映，在增加了估值难度的同时，也往往会降低相对估值指标的可比性。

三、生命周期理论与估值

按照生命周期理论，公司可以划分为创业期、成长期、成熟期和衰退期。处于生命周期不同阶段的公司，具有的不一样的特征，面临的投资者、公司的财务状况、同行可比公司、价值来源等都具有显著差别，因此应当采用不同的投资方法进行估值。传统的DDM、DCF等模型较为适合于成熟期的公司，这类公司往往具有较为稳定的盈利和现金流，未来的增长也是可以预期的。但对于创业期公司来说，公司的营业收入、盈利往往都很低或基本没有，财务状况和现金流也十分不稳定，面临的风险很高，传统的DDM、DCF模型可能完全不适用，由于缺乏历史数据和可比公司，因此也很难直接采

用相对估值法进行比较估值。

因此，创业期企业的估值通常采用风险投资的定价方法，将无法以货币计量的技术创新、模式创新等因素，借用未来发展空间、预估市场占有率、用户数等指标进行估值；此外，对于创业期企业估值来说，创业团队的素质在估值考虑中占比很高，这一因素目前只能采取定性的方法进行估值决策。

四、风险资产的估值参考体系

任何一种风险资产的定价均是在特定的参考体系中完成，将所有股票作为一个整体来看，根据DDM模型，股票的定价受到整体无风险利率、整体成长性这两个因素的影响。以A、H股的估值溢价为例，A股的估值系统性高于H股，且表现出相对较高的波动性，一方面反应了市场对A股高成长性的期望，另一方面也反应了对风险的补偿要求。

我国的金融体制经历了数次改革，从1993年确立利率市场化改革的基本设想开始，利率市场化改革进程已经持续超过20年，包括无风险利率在内的股票市场定价基准的构建与再平衡一直持续进行。从国外市场的发展来看，定价基准的形成需要将较长的时间，并可能反复波动。从整体成长性这一因素来看，自1978年改革开放以来，中国的经济整体的成长性长期高于世界平均水平，GDP总额从1978年的3,650亿元增长到2014年的676,708亿元，37年间增长了185倍，近些年虽然增速有所回落，但2015年依然维持在6.9%的高水平，远高于美国2.4%、日本0.4%的水平。中国近年来的经济的高成长性也是股票估值较高的一个推动因素。

因此，在经济结构转型升级、金融体系改革步入深水区的时代背景下，对A股以及创业板的估值进行研究和探讨，必须根植于特定的风险资产定价的参考体系，综合考虑各影响因素。

创业板估值特征

在研究创业板估值的影响因素之前，本节利用市盈率、市销率、市净率等指标对创业板的现有估值特征进行了研究，总体而言，目前创业板确实存在静态估值较高的问题，三类指标均显著高于A股其他板块；其估值变动趋势与A股其他板块基本保持一致，仅在短期出现过阶

表1 各板块估值基本情况

| | 市盈率 | 市净率 | 市销率 |
|------|-------|------|------|
| 沪深主板 | 28.26 | 2.00 | 1.04 |
| 中小板 | 54.02 | 4.40 | 3.31 |
| 创业板 | 66.85 | 6.15 | 7.61 |

注：数据来自Wind，日期截至2016年2月29日。

段性的独立行情下的较为独立的变动；不同规模上市公司之间的估值存在显著的结构性的差异；估值也随着成长性不同而出现分化。

一、静态估值较高

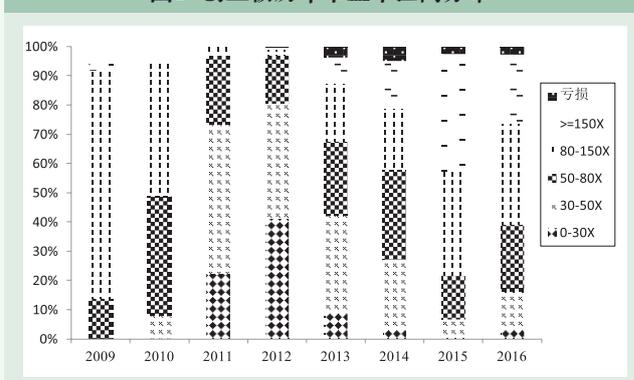
表1列示了截至2016年2月29日各板块的估值基本情况，创业板平均市盈率为66.85倍，市净率为6.15倍，市销率为7.61倍³。从历史市盈率来说，2012年12月4日创业板指数处于历史最低点时，平均市盈率为21倍；2015年6月5日，创业板指数位于历史最高点时，平均市盈率为153倍。

单纯比较三类指标时，创业板总体估值高于其他板块。截至2016年2月29日，沪深主板(剔除金融业)市盈率、市净率、市销率分别为28.26倍、2.00倍、1.04倍，同期中小板(剔除金融业)市盈率、市净率、市销率分别为54.02倍、4.40倍、3.31倍。

随着上市公司数量增加，创业板上市公司估值区间呈现出多样化并开始分化。如图1所示，2013年以来，随着创业板指数的上涨，市盈率50倍以下的公司占比逐渐下降，市盈率50~80倍的公司占比相对稳定，而市盈率80倍以上的公司占比逐年上升。从2016年2月29日市盈率的分布来看，19.39%的公司市盈率在50倍以下，25.66%的公司市盈率分布在50~80倍之间，31.52%的公司市盈率在80~150倍之间，20.61%的公司市盈率超过150倍。

二、估值变动与A股市场总体上保持同步

图1 创业板历年市盈率区间分布



创业板成立初期，板块估值水平相对较高，随着公司家数的增加以及公司业绩的上涨，板块估值水平有所下降，估值特点逐步趋于清晰。从图2、图3和图4可以看出，2010年2月以来，创业板市盈率、市净率、市销率的变化与主板、中小板总体保持一致，并且这种同步性在市场缓慢变化和剧烈波动时期，都得到体现。今年以来创业板的估值水平随市场整体出现了较大的上涨，历史最高市盈率超过150倍。在经历2015年以来的A股异常波动之后，截至2016年2月29日，创业板估值水平已经有所下降。

创业板估值也出现过阶段性的独立行情下的较为独立的变动。例如，2013年沪深300指数从年初的2522.95点跌至年底的2330.03点，跌幅-7.65%。同期创业板指数，从年初的713.86点上涨至年底的1304.44点，涨幅为82.73%。与此对应，创业板和主板的估值出现一上一下的不同变动。

图2 各板块市盈率历史变化

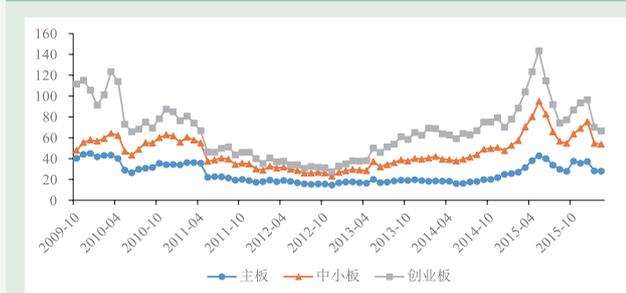
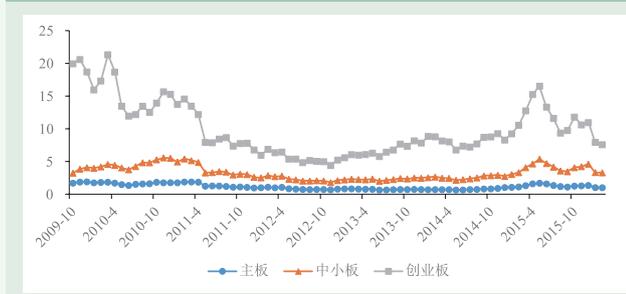
图3 各板块市净率历史变化⁴

图4 各板块市销率历史变化



三、不同规模之间存在结构性差异

一般而言，小公司的市盈率高于大公司的市盈率。创业板约80%的公司属于市值100亿元以下的小公司，这类公司市盈率较高，A股主板和纳斯达克也有类似的结构特征，甚至纳斯达克小市值公司在部分市值区间的市盈率高于创业板。纳斯达克约42%的公司亏损没有市盈率。创业板市值在30亿元以下的公司，市盈率为117.98倍，相比之下，300亿以上的公司市盈率仅有42.59倍。

不论是市净率还是市销率，在不同规模的创业板公司中都具有显著差异，大公司系统性地高于小公司。创业板市值100亿元以上公司平均市净率为7.91倍，100亿元以下公司市净率为5.10倍，前者是后者的1.55倍。100亿元以上的公司市销率为8.64倍，100亿元以下的公司市销率为6.85倍，前者是后者的1.26倍。一般而言，大公司的盈利能力较为稳定和具有持续性，市场给予其销售收入更高的定价，这种结构性的差异在创业板有所体现，与纳斯达克相类似。

表2 不同市值区间的市盈率

| 市值区间 | 主板 | 中小板 | 创业板 |
|-----------|----------------|--------|--------|
| 0~30亿 | - ⁵ | 220.25 | 117.98 |
| 30~50亿 | - ⁵ | 142.14 | 81.60 |
| 50~100亿 | 64.13 | 58.79 | 77.14 |
| 100~200亿 | 46.42 | 49.73 | 68.12 |
| 200~300亿 | 28.04 | 50.17 | 62.66 |
| 300亿以上 | 18.15 | 37.66 | 42.59 |
| 其中：100亿以下 | 109.27 | 73.63 | 80.75 |
| 50亿以下 | - ⁵ | 148.88 | 86.94 |

表3 创业板与纳斯达克估值比较

| | 公司数 | | 市盈率 | | 市净率 | | 市销率 | |
|------------|-----|--------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | 创业板 | NASDAQ | 创业板 | NASDAQ | 创业板 | NASDAQ | 创业板 | NASDAQ |
| 10亿以下 | 0 | 696 | - | - | - | 0.89 | - | 0.52 |
| 10~30亿元 | 63 | 407 | 117.98 | -5 | 4.10 | 1.52 | 5.20 | 0.91 |
| 30~50亿元 | 160 | 192 | 81.60 | -5 | 4.41 | 2.40 | 6.55 | 1.07 |
| 50~100亿元 | 179 | 225 | 77.14 | 87.10 | 5.75 | 2.54 | 7.33 | 1.30 |
| 100~200亿元 | 68 | 178 | 68.12 | 66.59 | 7.23 | 3.03 | 8.99 | 1.67 |
| 200~300亿元 | 15 | 66 | 62.66 | 46.66 | 8.72 | 3.36 | 14.49 | 1.88 |
| 300~800亿元 | 8 | 99 | 43.51 | 28.83 | 6.66 | 3.55 | 8.97 | 1.85 |
| 800~1500亿元 | 1 | 39 | 208.70 | 27.86 | 30.52 | 4.27 | 10.44 | 2.82 |
| 1500亿元以上 | 1 | 52 | 27.65 | 25.68 | 9.28 | 4.42 | 3.82 | 3.37 |
| 合计 | 495 | 1954 | - | - | - | - | - | - |

注：创业板数据来自Wind；纳斯达克市值数据来自Wind，财务数据来自Compustat数据库，剔除了数据缺失及Wind与Compustat数据无法匹配的公司。创业板市值为2016年2月29日数据，纳斯达克的市值为2015年12月31日数据。

四、估值随成长性不同而出现分化

随着业绩分化，创业板公司的市盈率分布也呈现分化态势。根据2016年、2017年盈利预测数据，2016年、2017年净利润预测增速最高的前四分之一的公司，平均市盈率分别为204.97倍和158.12倍，较2016年、2017年预测净利润增速后四分之一的公司高出约3倍和1.7倍。

五、波动性较大

受业绩波动和其他因素的复合影响，创业板整体估值水平呈现较大的波动性。根据历史数据，创业板市盈率的相对标准偏差⁶是0.39，高于沪深主板、中小板0.35、0.33的数值，市净率、市销率估值指标也显现出了类似的特征。

创业板估值的影响因素分析

创业板的估值特征既和上市公司群体的特征紧密关系，也和创业板本身的制度设计和发展阶段密切相连。整体而言，创业板上市公司具有新兴行业占比较高、相对规模较小、高成长性等特点。从已有经验来看，这些因素都会显著影响上市公司的估值。

一、行业因素

行业是影响创业板估值的重要因素之一。不同行业的上市公司，即使收入、盈利相当，估值上也会有较大差距。从行业构成上来看，创业板上市公司的行业特征与主板差异很大，与纳斯达克则较为接近。

按照申万行业标准一级行业划分，创业板公司分布在除金融、地产、钢铁以外的24个行业中。创业板家数占比最高的五个行业是，机械设备、计算机、医药生物、电子、化工，占创业板公司数的64.5%。创业板市值

表4 创业板公司成长性与市盈率

| 成长性指标 | 市盈率 | | 差值 |
|---------------|------------|------------|--------|
| | 增速最高的四分之一组 | 增速最低的四分之一组 | |
| 2016年一致盈利预测数据 | 204.97 | 65.51 | 139.46 |
| 2017年一致盈利预测数据 | 158.12 | 89.39 | 68.73 |

注：数据来自Wind，截止2016年2月29日，剔除数据缺失的公司。

表5 估值波动的相对标准偏差

| | 市盈率 | 市净率 | 市销率 |
|------|------|------|------|
| 沪深主板 | 0.35 | 0.29 | 0.35 |
| 中小板 | 0.33 | 0.39 | 0.32 |
| 创业板 | 0.39 | 0.93 | 0.42 |

最大的前五个行业分别是，计算机、传媒、医药生物、机械设备、电子行业，占创业板总市值的67.6%。对比来看，创业板的行业构成与主板存在较大差异。沪深主板⁷前五大行业(银行、非银金融、采掘业、房地产、交通运输)市值占比47.56%，创业板没有金融、地产行业，采掘、运输行业市值占比仅为1.09%。行业构成上的差异，决定了创业板的估值水平必然与主板有差异。

相对而言，创业板与纳斯达克行业构成较为相似。按照全球行业分类标准(GICS)⁸二级行业划分，纳斯达克⁹和创业板市值占比前五的行业中，软件与服务、硬件与设备、制药生物科技和生命科学三个行业重合，上述三个二级行业占纳斯达克市值的51.67%，占创业板市值的47.17%。一级行业分类中，纳斯达克和创业板市值占比前五的行业中，信息技术、可选消费、医疗保健三个行业重合，上述三个一级行业占纳斯达克市值的81.32%，占创业板市值的64.81%。

除了传统行业之间的估值有一定差异之外，新兴行业的估值也显著高于其他行业。创业板中新兴行业占比较大，有354家公司属于战略性新兴产业，占创业板公司

图5 创业板与沪深主板行业总市值对比

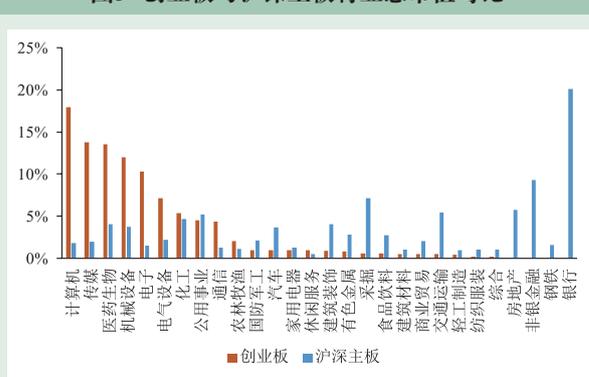
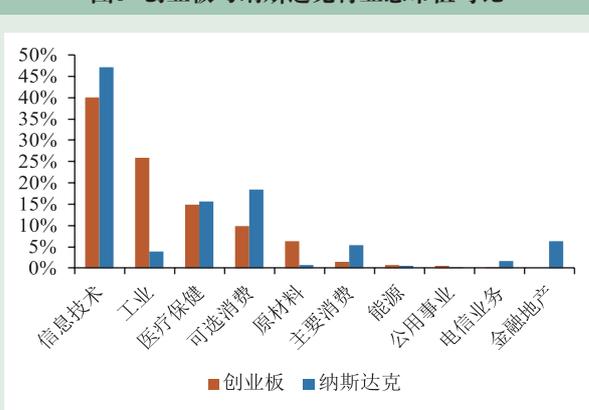


图6 创业板与纳斯达克行业总市值对比



总数的72%，高于沪深主板19%和中小板32%的比例¹⁰。沪深主板中估值较低且市值占比较大的银行业(市盈率5.5倍)、保险业(市盈率11.9倍)等，在创业板中并无该类公司。同时，战略新兴产业公司的估值不论在创业板、中小板还是主板，都高于板块平均估值。因此，从这点上来说，创业板的平均估值高于主板和中小板并非异常。

二、规模因素

从实践上来说，公司的规模大小也会影响公司的估值。通常小公司的市盈率高于大公司的市盈率。创业板上市公司整体而言规模要小于其他板块，也导致了其相对估值较高。本文统计了三个板块的上市公司在股本、市值、营业收入、总资产和净利润六个指标方面的区别。根据表6统计结果可以得出，创业板公司的平均总股本是沪深主板非金融公司的21.31%，平均市值是主板非金融公司的53.61%，2014年平均收入、平均总资产、平均净利润分别只有主板非金融公司的5.42%、7.87%和15.60%。创业板公司的平均规模小于中小板，2014年创业板公司的平均收入、平均总资产和平均净利润分别是中小板非金融公司的29.56%、41.25%和59.10%。

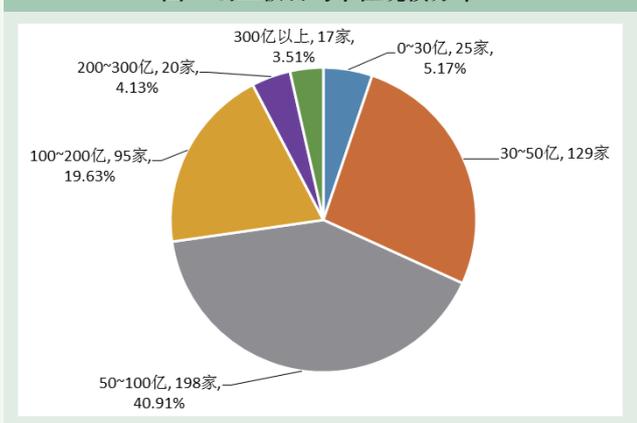
据图7所示，创业板公司中，50亿市值以下的公司占比45.05%，100亿以下的公司占比81.21%。市盈率指标

表6 各板块规模对比 (单位: 亿股/亿元)

| 统计样本 | | 平均总股本 | 平均总市值 | 平均营业收入 | 平均总资产 | 平均净利润 |
|-------|------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 沪深主板 | 全部 | 28.24 | 202.90 | 173.31 | 956.20 | 14.88 |
| | 剔除金融 | 17.55 | 146.33 | 146.55 | 204.80 | 5.94 |
| 中小板全部 | 全部 | 6.33 | 96.07 | 27.13 | 48.94 | 1.71 |
| | 剔除金融 | 6.14 | 93.50 | 26.86 | 39.08 | 1.57 |
| 创业板 | | 3.74 | 78.45 | 7.94 | 16.12 | 0.93 |

注: 平均总股本、平均总市值数据截止2016年2月29日, 其余三项为2014年数据

图7 创业板公司市值规模分布



明显受公司规模的影响，若以同等规模进行估算，沪深主板小市值公司的市盈率与创业板同等规模公司的市盈率相差较小。例如，市值200亿以下的公司，沪深主板公司的平均市盈率为67.03倍，中小板的为62.56倍，创业板的为76.39倍，三个板块公司的估值相差较小。战略性新兴产业中，以市值200亿元为上限以控制规模的影响，主板、中小板、创业板战略性新兴产业公司的平均市盈率分别为57.34倍、66.85倍、74.45倍，差异明显缩小。

三、成长性因素

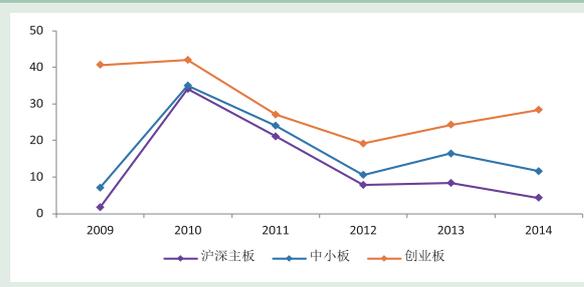
成长性可能是除利润外影响估值的最重要因素，甚至在互联网经济时代，对未来成长的预期会使得投资人抛弃使用当前利润来对公司进行估值，而使用收入增长率、用户增长率等指标来对公司进行估值。例如美国电商龙头亚马逊在过去的十年间基本没有什么盈利，其2015年收入也差不多只是零售巨头沃尔玛2015年¹¹收入的五分之一强，但其市值已经超过沃尔玛近20%，究其原因，是投资人十分看好亚马逊的商业模式及其所带来的每年超过20%的增长，相比之下，沃尔玛近三年的平均收入增长率不到3%。

创业板成立以来，公司收入规模持续增长且增速高于其他板块。2011~2014年，创业板公司营业总收入3年平均复合增长率21.9%，高于同期沪深主板A股7.6%和中小板13.5%的水平(趋势见图8)。其中有136家收入复合增长率超过30%，28家复合增长率超过50%。同期创业板净利润平均复合增长率9.0%，高于沪深主板A股7.4%和中小板4.3%的水平。其中有72家复合增长率超过30%，12家复合增长率超过50%¹²。成长性较高也是导致创业板高估值的因素之一。

四、供求因素

股票的供给和需求及其均衡关系是研究估值时不可忽视的因素之一。2014年以来，GDP增速持续下降，中

图8 各板块营业收入增长率



国已经面临经济转型升级的关键时期，经济结构开始发生变化，以“互联网+”为代表的新兴产业成为国家重点支持发展的产业。作为中国新经济的代表，创业板承载了投资者对中国经济转型的预期，投资者对创业板股票的需求日益旺盛，但创业板的IPO发行数量并未同步增长。

从过去几年的历史来看，创业板的估值水平也受到了供给和需求的显著影响。2010~2011年间，创业板新上市244家公司，供给的增加部分导致创业板整体估值水平有较大幅度的下降，从2010年初的91倍市盈率下降到2012年底的28倍市盈率。而自2012年10月以后，新股基本停发，创业板供不应求的情况较其他板块更加明显，从基金持仓创业板的情况来看，基金股票持仓中，创业板的比例从2012年中的3.26%上升至2013年底的11.43%，占创业板流通市值的比例从2012年中的17.66%上升至2013年底的27.04%。以基金为代表的机构投资者对创业板的需求旺盛，大幅加仓创业板，而此时创业板的新股供给基本停滞，这也是2013年创业板在市场低迷情况下独自走出牛市行情的重要原因。在供求不平衡因素的影响下，创业板的市盈率从2012年11月的28倍增长到2013年底的63倍。

除此之外，创业板股票增发开启不久，整体上而言，自由流通股难以满足投资者的需求。从表8所示的市场各板块历年新增流通股数量对比可以看出，创业板的自由流通股增加量最低，投资者需求与创业板供给之间的失衡，一定程度导致整体估值水平较高。

表7 基金持有创业板股票市值占比情况

| 日期 | 占基金持有股票总市值的比例 | 占创业板总市值的比例 | 占创业板流通市值的比例 |
|------------|---------------|------------|-------------|
| 2012/6/30 | 3.26% | 5.94% | 17.66% |
| 2012/12/31 | 4.09% | 7.64% | 21.30% |
| 2013/6/30 | 8.52% | 11.08% | 27.57% |
| 2013/12/31 | 11.43% | 11.49% | 27.04% |
| 2014/6/30 | 15.37% | 10.97% | 25.39% |

表8 各板块自由流通股增加量(单位:亿股)

| 板块 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 |
|------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 上海主板 | 761.24 | 533.27 | 491.20 | 736.08 | 1577.09 |
| 深圳主板 | 220.17 | 122.66 | 164.62 | 210.63 | 1497.62 |
| 中小板 | 240.28 | 233.95 | 240.25 | 319.83 | 603.97 |
| 创业板 | 83.49 | 89.91 | 109.65 | 169.79 | 338.60 |

注：数据来源于Wind；自由流通股增加量为期末与期初自由流通股数量的差值。

研究结论及启示

本文针对创业板的估值特征以及影响因素进行了全面分析，为创业板估值问题提供参考依据和新的视角，强调了行业构成、规模以及成长性等因素对创业板估值的影响，研究认为目前创业板估值仍然处于合理范围内，但由于缺乏稳定的价值中枢，目前估值波动较大；从制度层面来看，增加创业板的供给将会是目前解决创业板高估值问题的有效手段之一。

一、目前创业板的定价体系依然有效

虽然创业板的估值指标高于其他板块，但综合考虑各类因素后，其估值区间仍处于相对合理范围，现有估值水平可以通过板块和公司的发展进一步趋向优化。创业板内部的估值结构依然合理，定价体系依然有效。具体而言，小公司市盈率高、大公司市销率高；新兴行业市盈率高、传统行业市盈率低；成长性好的公司市盈率高，市盈率随业绩的波动呈现出较大波动性，等等。这些合理的结构特征在创业板中表现明显，表明市场仍处于有效状态，整体上没有出现定价体系无效的状况。

创业板的功能之一，就是为有潜力的中小新兴企业获得融资渠道，帮助中小企业成长壮大，同时为风险投资建立正常的退出机制。目前创业板这方面的功能已经初见成效，涌现了碧水源、东方财富、蓝思科技等一批业绩高增长的明星龙头企业，同时，随着企业发展阶段的趋向成熟，成长性会逐步降低，公司的估值也将随之回归。目前创业板公司普遍处于生命周期的成长阶段，预期的高成长是高估值的主要驱动力之一。在步入成熟发展周期的过程中，企业将逐步实现预期的高成长性，届时预期成长性将归于平均水平，市盈率等相对估值指标也将随之回归平均水平。如同花顺2015年10月30日市盈率达770倍，但是2015年净利润预增12倍以上，依此计算市盈率将降至60倍以下。

二、亟需能够稳定价值中枢的支柱型企业

创业板大部分公司仍然处于成长期，尚未出现能够稳定整体估值中枢的大市值企业，这也是导致创业板整体估值波动较大的原因之一。截至2016年2月29日，创业板只有2家公司的市值超过100亿美元¹³，50亿美元以上的公司仅有8家，98%的公司市值集中在50亿美元以下，

创业板的整体估值中枢经常波动较大。截至2015年12月31日,纳斯达克市场上,1000亿美元以上市值的公司有11家,这11家公司的市值占比达到了38.50%;500亿美元以上的公司有27家,市值占比51.41%。从这些公司的发展过程可以看到,随着企业成熟度的提高,公司的市值不断增加、相对估值水平逐渐下降,且保持在一个相对稳定的区间内。从这个角度而言,大市值的公司起到了稳定市场整体估值中枢的作用。

三、增加创业板公司供给能够有效解决高估值问题

创业板的较高估值水平与当前市场环境下的供求失衡有一定关系,受制于新股暂停审核以及审核政策的调

整,大量符合创业板准入条件的企业难以进入创业板市场,供给侧的不顺畅推高了创业板上市公司的整体估值,引发市场炒作、定价机制不完善等一系列问题,没能实现设立之初所预期的“大进大出”的良性循环。因此,市场可以通过增加供给改善创业板的估值状况。亟需加快创业板新股发行节奏,提高创业板IPO审核的速度和效率,实行打包发行、批量上市,有效增加市场供给。比如在2010~2011年,创业板IPO供给增加,创业板估值中枢在风险可控下出现了逐步下降。 ■

[基金项目:国家自然科学基金项目:“风险投资支持的企业IPO折价、择机与后管理问题研究”(项目编号:71172052);中国博士后科学基金“会计透明度、机构投资者行为与应计项目定价”(项目编号:2014M552244)]

注释

1. 其中D1代表t+1时期的股利, b代表股利支付率, r代表贴现率, g代表股利增长率, 同时有假设 $r>g$
 2. 其中r代表贴现率, NPVGO代表公司增长部分的净现值, E1为公司t+1期的盈利。
 3. 报告中市盈率、市净率、市销率均采用整体法计算:
市盈率=总市值/最新一期年报归属母公司净利润;
市净率=总市值/最新一期年报归属母公司股东权益;
市销率=总市值/最新一期年报营业总收入。
- 此外, 报告中, 主板、中小板的市盈率、市净率、市销率指标, 如无特殊说明, 均为剔除金融业后的数据。
4. 2011年以前创业板公司数量较少, 新上市公司占比较大的情况下, 年报更新会造成估值数据“跳跃”, 结果不稳定且缺乏可比性, 故市净率选取2011年5月以后的数据作为比较基础。
 5. 由于该市值区间内亏损和微利企业较多, 导致市盈率计算异常。

6. 相对标准偏差计算方法是, 以每月月末市盈率数据计算波动标准差, 用标准差除以均值得出标准偏差。
7. 沪深A股公司, 不含B股。报告如无特殊说明, 沪深主板均指A股公司。
8. 全球行业分类标准(Global Industry Classification Standard, GICS), 由标准普尔(S&P)与摩根斯坦利公司(MSCI)联合推出的行业分类标准。
9. 纳斯达克的数据来自Wind和Compustat。剔除了市值、财务数据不全的公司。
10. 战略性新兴产业样本统计来自深交所、深圳证券信息公司。
11. 沃尔玛尚未公布2015财年第四季度盈利, 这里用最近四个季度的盈利近似计算。
12. 计算利润复合增长率不含基期亏损的公司。
13. 按照人民币兑美元汇率1: 6.3折算。

参考文献:

- [1] Miller MH, Modigliani F. Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry, 1954-57[J]. The American Economic Review, 1966, 56 (3): 333-391.
- [2] Ohlson JA. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation[J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11(2): 661-687.
- [3] Robert L, Roger K. Mean Reversion in Annual Earnings and Its Implications for Security Valuation [J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 1994, 4(1): 27-46.
- [4] Black F, Scholes MS. The Pricing of Options and Corporate Liabilities[J]. Journal of Political Economy, 1973, 81(3): 637-654.
- [5] Myers SC, Turnbull MS. Capital Budgeting and the Capital Asset Pricing Model: Good News and Bad News[J]. Journal of Finance, 1977, 32(2): 321-333.
- [6] Gordon VS, Russell LP. Intellectual Property: Licensing and Joint Venture Profit Strategies[M]. New York: John Wiley & Sons, 1993.
- [7] Gordon VS, Russell LP. Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets[M]. New York: John Wiley & Sons, 1994.
- [8] 陈共荣, 刘冉. 市盈率能否成为投资决策分析的有效指标——来自中国A股的经验数据[J]. 会计研究, 2011, (09): 9-16+96.
- [9] 陈晓丹. 生命周期视角下的上市公司价值评估方法研究[D]: 西南财经大学, 2010.
- [10] 郭海星, 万迪昉. 创业板IPO发行定价合理吗? [J]. 中国软科学, 2011, (09): 156-166.
- [11] 韩立岩, 熊菲, 蔡红艳. 基于股市行业市盈率的资本配置评价研究[J]. 管理世界, 2003, (01): 43-50.
- [12] 何诚颖. 中国股市市盈率分布特征及国际比较研究[J]. 经济研究, 2003, (09): 74-81+95.
- [13] 胡昌生, 池阳春. 投资者情绪、资产估值与股票市场波动[J]. 金融研究, 2013, (10): 181-193.
- [14] 马萍. 生命周期视角下创业板企业价值评估研究[D]. 北京交通大学, 2014.
- [15] 徐寿福, 徐龙炳. 信息披露质量与资本市场估值偏误[J]. 会计研究, 2015, (01): 40-47+96.
- [16] 鲍庆, 徐昞, 刘剑锋. 新兴产业估值方法国际比较与实证[J]. 证券市场导报, 2012, (03): 49-55.
- [17] 张志强. 市盈率与增长率关系的探讨——兼论股票定价的有关问题[J]. 财经问题研究, 2008, (01): 67-72.
- [18] 周孝华, 朱特红, 陈鹏程. 我国创业板股价对内在价值的偏离测度——基于三阶段剩余收益模型的实证检验[J]. 价格理论与实践, 2014, (06): 107-109.
- [19] 王忠波. 高科技企业估值的实物期权方法研究[J]. 证券市场导报, 2002, (01): 25-29.