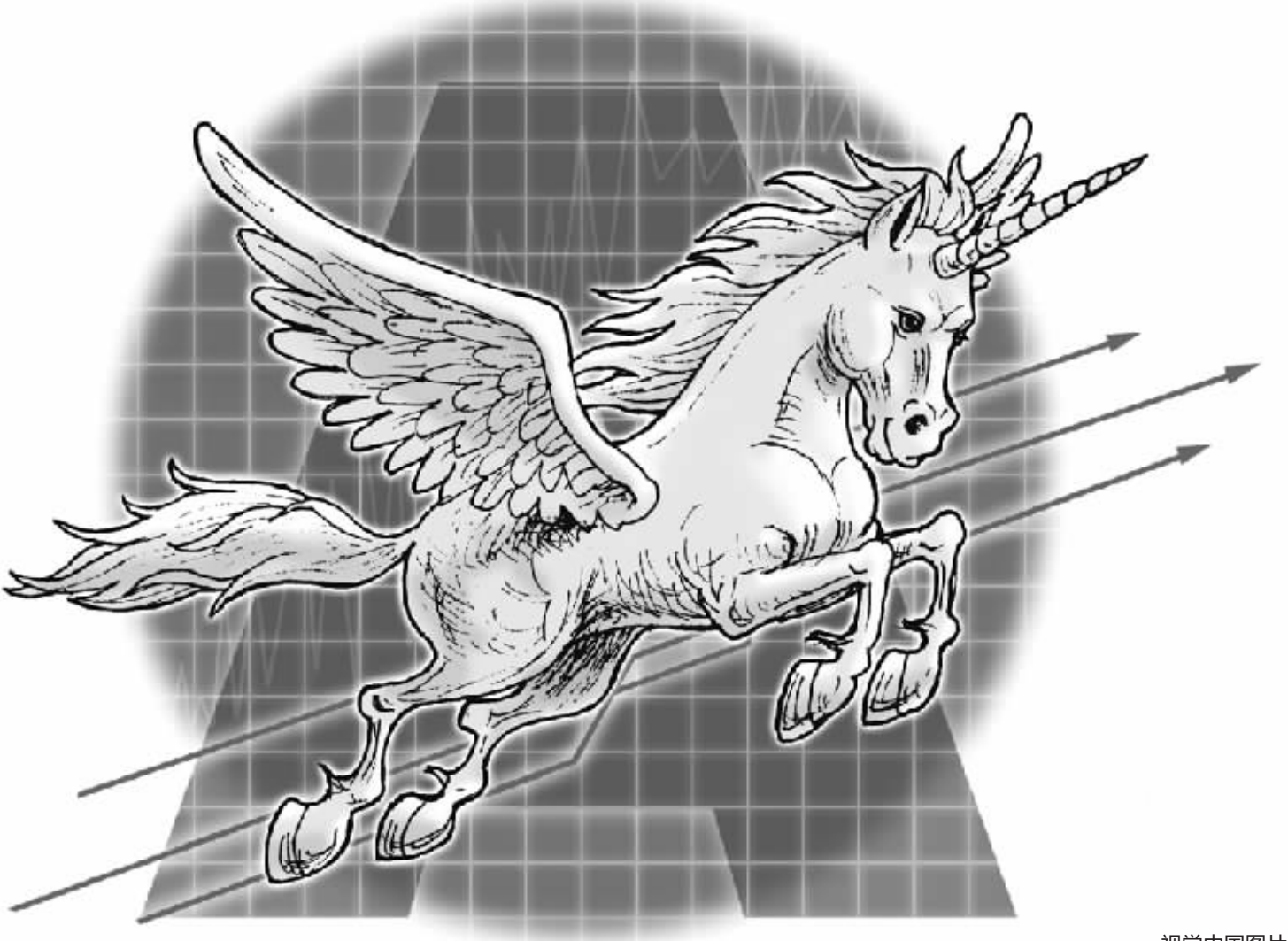


# 新经济迎春风拂面 “独角兽”与资本共舞

□本报记者 黄淑慧 徐金忠 实习记者 陈健

2018年开年以来,监管层不断表态支持“独角兽”登陆国内资本市场。3月15日,证监会副主席阎庆民表示,中国存托凭证(CDR)将很快推出,CDR是解决两地的法律、两地监管的有效措施,有利于已上市、海外退市企业回A股上市。

政策暖风拂面极大提振了投资机构的热情,多家机构投资人士表示,将在生物科技、云计算、人工智能、高端制造等新兴产业领域加快投资节奏,挖掘和培育“独角兽”企业。以“独角兽”为代表的新经济将持续搅动资本市场一池春水,“独角兽”与“伯乐”共生共舞的局面正在形成。



视觉中国图片

## 政策“红包”接踵而至

3月15日,中国证监会副主席阎庆民在接受中国证券报记者采访时表示,对于如何判断“独角兽”企业,这需要多个部委共同筛选,科技部、工信部有技术参数,需达到标准,涉及工业互联网、人工智能等。

事实上,自“独角兽”概念提出后,政策层面的利好频频亮相,科技界与资本界摩拳擦掌,机构、资本等也是争当“伯乐”,颇有“百舸争流”之势。

“独角兽”企业加速抢滩资本市场,如何认定“独角兽”企业是基础性的工作之一。自从“独角兽”概念亮相后,相继有包括科技部火炬中心、胡润研究所、清科等研究机构公布“独角兽”榜单,基本遵照估值超过10亿美元的初创、未上市企业等筛选条件。

近日上交所表示,其始终关注如何让投资者获得经济发展的红利、如何让资源配置更优化地服务于实体经济、如何让“独角兽”企业在登陆上交所后发展得更高质量更长远、如何推动培育更多“BATJ”类公司的出现。

另外,一些海外上市的“独角兽”如何回归,绕不开的就是CDR等创新工具能否加快落地。对此,证监会相关人士在多种场合强调,对CDR的研究准备工作正在加快进行,全力推进CDR相关事宜。上交所也明确表示,早在2001年,上交所即开始研究红筹公司境内发行股票或CDR上市、战略新兴产业企业发行上市相关问题,为优质创新企业境内上市打下了坚实的方案设计、制度研究和技术实现等工作基础。

## 各路资本“千帆竞渡”

以“独角兽”为代表的新经济炙手可热,投资机构自然是争先恐后地挖掘并迅速参与到这场资本大戏,成为一道靓丽的风景线。

华西股份董事长汤维清接受中国证券报记者采访时表示,支持“独角兽”上市融资的政策导向,体现了监管层对于全球经济和产业趋势的前瞻性判断。从全球来看,支持“四新”(新技术、新产业、新业态、新模式)企业的发展都离不开一个发达高效的资本市场。同时,这不仅仅体现了经济转型的需求,亦能够让国内投资者更好地分享中国经济增长成果。

华西股份及旗下并购和创投平台——一村资本近两年多来投资了宁德时代和英雄互娱两家市场公认的“独角兽”企业。谈到如何挖掘标的,汤维清表示,“独角兽”所在行业通常具备发展潜力巨大的目标市场,且短期内看不到“天花板”。“独角兽”或“准独角兽”一般占据其细分领域的龙头地位,有较强的技术

壁垒或模式壁垒,独特性强,且团队综合能力出众。近两年来,一村资本主要布局的“赛道”包括新能源、半导体、大健康、科技教育、智能制造等。

一家创业园区类上市公司近期则在加大对园区内创业企业的梳理和整合,借助自身的创业投资平台,包括孵化器、投资基金等,积极参与新经济企业的孵化、投资。此外,创投圈更是一片热火朝天,掘金新经济、“独角兽”,各家机构当仁不让。

上海科创集团科技金融部总经理童跃农表示,上海科创集团打造了创新创业的风险投资平台,专注有巨大市场发展潜力、优秀管理团队和先进技术的科技型高成长性企业,重点聚焦早中期项目,主要包括:围绕政府战略目标投资,推进上海智慧城市建设;围绕产业链投资,聚焦信息、生物、新材料和环保等领域;围绕产业链上下游投资,以投资为串联,培育优势产业

## 理性甄选真实“独角兽”

资机构所辅导的质地优良的成长型企业,而这一类优质成长型企业的上市,对我国新经济发展会起到极好的支持作用。

汤维清在谈到近期各路资本追逐“独角兽”的浪潮时认为,需要注意区分的一点是,在中后期投资于已经成型的“独角兽”企业,还是在更早期的阶段就参与其中,后者最能考验一家投资机构的格局和实力。就一村资本而言,希望能够在项目中早期发掘具备“独角兽”基因和禀赋的企业,助力其成长为“独角兽”。比如,一村资本参与了宁德时代的A轮融资,随后新能源汽车产业的超预期发展快速推动了宁德时代成长为“独角兽”。

对于视觉识别AI芯片企业GTI的投资亦是在A轮阶段介入,对于VCSEL激光器生产企业

深交所研究所经理陈娟日前表示,从证监会高层近期在公开场合的表态来看,CDR是新经济企业回归A股相对现实的一种选择。对于CDR,交易所已经研究了很长时间,进行了产品规则和制度上的准备,只是一直没有推出来,今年条件比较成熟,预备尽快推出。

政策频吹暖风之外,具体的实操案例也在落地。富士康从预披露到过会仅历时36天,宁德时代排队仅4个月就更新招股书也引发关注。不少投行人士认为,这表明监管层对“独角兽”支持力度加大,使得市场对于其他“独角兽”通过IPO绿色通道登陆资本市场抱有较大预期。这对于积攒了一批“独角兽”或“准独角兽”标的的投资机构而言,可谓是重大利好。

群;围绕科研成果转化投资,推动一批高校和科研院所成果产业化。

一家券商私募基金子公司负责人对记者表示,该公司目前旗下有十几只PE基金。在投资方面,总体看,可以形容为“两条腿走路”:一条腿是PE基金,另一条腿是并购基金。Pre-IPO是公司传统优势,公司会继续加强发展,但这个阶段的竞争很激烈。在当前国家大力支持新经济的背景下,公司管理的各只PE基金会拿出部分资金,向前延伸,做更早期投资。早期项目培育好,后续可以转给其他PE基金或被并购、直接上市都可以。如果专业能力强,收益也会不低。“随着上市公司产业转型升级,也带来很多并购机会。一方面,公司可以与上市公司合作成立并购基金,主动发现早期投资项目;另一方面,公司自身投资的优质项目,也可以对接给上市公司。”上述券商私募基金子公司负责人透露。

纵慧光电的投资甚至更早,一村资本是其第一家外部投资人。

广发证券指出,当前一级市场“资本泡沫化”阶段已经度过,募集完成额下降和融资轮次后移等体现出PE/VC投资趋于理性,资本更加易集中孵化真实的“独角兽”。伴随投资者“理性化”,一级市场投融资情况对于二级市场“风向标”作用的有效性将会大大提升。

箭征投资基金创始合伙人周晓栋指出,对于创投机构而言,未来投资领域会更加细分,专业能力要求更高,越来越多创投基金会在自己擅长的领域深耕。当前政府引导基金、母基金越来越成熟,预计后续创投机构与这些基金的合作会越来越多,这意味着出资人的专业性也在不断提高。

## 政策暖风料改变成长股配置比例

### 机构深挖细分龙头

□本报记者 黄淑慧

在新经济、“独角兽”等话题火热的背景下,二级市场对成长股尤其是创蓝筹的关注程度水涨船高。不过,对于“独角兽”登陆A股市场究竟会对存量成长股的估值带来正面还是负面的影响还存在争论。二级市场投资机构普遍认为,政策面虽有助成长股结构性行情的演绎,但行情的支撑重心仍在于业绩,在春节之后阶段性的整体反弹后,需要注意筛选有业绩支撑的优质细分行业龙头品种。

### 成长股估值争议

对于“独角兽”IPO绿色通道的开启以及海外上市企业以CDR形式回归A股,会给二级市场现存科技成长标的构成何种影响,可谓仁者见仁智者见智。部分人士认为,“独角兽”回归带来新的增量,供给的增加会压低市场估值水平。同时,在海外上市“独角兽”的质地与估值水平较A股科技上市公司更优,可能导致资金分流。而乐观者认为,政策对于新经济企业的一系列支持将带动整体新经济板块估值抬升,以及机构整体配置比例的变化。

华创证券首席策略分析师王君表示,与美国科技股以及海外上市的国内“独角兽”公司相比,A股目前科技股估值中位数仍然偏高。如A股电信服务板块的估值是美国的近8倍、信息技术估值中国是美国近2倍;海外上市科技公司如阿里、腾讯、百度等,其平均估值在40倍左右,而A股的科技公司估值均接近200倍。然而多数A股市场标的质地却与美股或中概股中科技公司相差较大,在当前A股资金、资产全面国际化之下,多数中小创标的面临挤泡沫压力。

王君认为,正是由于A股科技股估值、质地与海外上市“独角兽”之间的差异,其回归后或将引起资金抛弃当前中小创转而追寻“独角兽”回归,并给予其更高的估值溢价,恰如360回归。而仅考虑前15大已在海外上市的“独角兽”当前总市值约11万亿元,BATJ四大科技巨头总市值约7.2万亿元,按照A股科技股估值是美股2.8倍计算,或将对当前中小创造成20万亿元的吸筹。以史为鉴,其回归历程或将复制2004年腾讯回归港股“一枝独秀”,科技股“二八

分化”的情形。

万联证券分析师胡红伟认为,海外龙头科技公司的回归必然造就一批新蓝筹的出现,新蓝筹必将带动整体机构配置比例的变化,将进一步引发投资者对价值的思考。“独角兽”的回归并不一定是抛弃同行业公司追逐“独角兽”,反而有可能是抛弃旧蓝筹转投新蓝筹。这会改善新经济相关行业的需求格局,需求的上升会淡化供给增加的影响。且IPO绿色通道的开通仅是政策资源倾斜的开始,未来不能排除更多的资源向新经济倾斜(税收、补贴、信贷等方式)。这种资源整体的转向是有助于整个新经济板块的估值抬升。

### 继续深挖优质个股

创业板指在上周大涨3.53%之后,本周转入调整震荡。对于下阶段操作,买方机构纷纷表示,需要重点挖掘估值与盈利匹配的品种,并注意短期的风险因素。

朱雀投资认为,上周创业板延续了较强反弹态势,一方面可能源于前期创业板超跌有一定修复动力,另一方面监管层对富士康等新经济“独角兽”IPO给予较大优待,也有助于市场情绪修复。但整体上创业板整体估值依然处于高位,后续投资应重点挖掘布局盈利良好的优质个股,淡化板块属性。

和聚投资表示,政策驱动是改变市场短期对成长股领域风险偏好的主要因素之一,包括注册制过渡期延长、“独角兽”绿色通道上市等。当然除“创蓝筹”外,其中不乏众多前期跌幅品种的反弹、高估值品种的跟涨,阶段性的整体强势狂欢后,需要更加关注有业绩支撑的优质成长品种。

信诚盛世蓝筹基金经理吴昊表示,在全年控杠杆基调不变的环境下,市场总体仍将保持存量博弈的结构性行情。随着监管层对于新经济的政策支持不断加强,新经济的结构性行情正在发酵,如果出现新经济板块性的业绩增速跑赢其他权益资产,那么新经济板块今年将有较大的概率跑赢市场。不过,短期仍建议控制风险,3月份市场仍将面临一些比较重要的风险时间:如3月中下旬美联储的加息以及未来加息计划的指引;3月中下旬进入中小创一季报预披露的密集区,存在业绩风险释放的可能。

## 新经济企业:勿以盈利论英雄

□本报实习记者 陈健

新经济企业特别是一些高新技术企业,虽然成长前景良好,但发展中仍有不确定性,面临着较大风险,甚至部分企业在相当长一段时间内难以盈利。那么这些企业是否可以上市?该如何制定上市标准?投行人士认为,一些新经济企业尽管初期未实现盈利,但往往具有高成长性,研发投入高,具有大量的融资需求,综合考虑,这些企业应该可以上市。需要注意的是,盈利与否不是判断企业上市的充分必要条件,企业成熟与否可能更为关键。

### 新经济企业融资需求大

从盈利能力及估值来看,有券商投行人士认为,新经济企业与传统企业盈利模式差异较大,一些企业往往在较长一段时间内处于亏损状态,业绩波动较大,无法满足A股市场的上市标准,同样也很难像传统企业一样用净资产或盈利来估值。

浙商证券投行人士告诉中国证券报记者,新经济企业在尚未盈利之前上市这个问题,可从以下几个方面来考虑:首先,新经济企业代表了经济增长新动能的方向、是经济社会转型发展的新动力,通过资本市场直接融资能够获取成本低、稳定性高的资金,提升规范运作程度和品牌知名度,同时打开国际市场或对接更多的发展机会,对其自身的发展壮大无疑是有很大的帮助的;

其次,一些未盈利新经济企业有巨大的市场增长空间,未来实现高盈利增长或者诞生出新一批BAT类型企业或“独角兽”的可能性较大,将这类企业推介登陆资本市场,也为投资者提供了一份参与分享新经济发展成就的机会,能够实现投融资双方共赢,以往我国部分优秀的互联网公司境外上市,其利润来源主要在国内而国内投资者却未能分享到收益;

再次,支持新经济企业发展的同时也要坚持信息披露真实、准确、完整的原则,杜绝财务造假、内幕交易等违法违规行为,维护市场良好生态。

“一些新经济企业,如半导体、生物科技行业,前期需要巨大的研发投入,有庞大的融资需求。此外,新经济企业上

市,可以为前期参与投资的资本提供退出的渠道和空间。”广发证券投行有关人士表示。

### 港交所迈出探索步伐

申万宏源证券承销保荐有限责任公司有关人士指出,对于新经济企业,代表企业地位和竞争力的通常不是盈利等财务指标。对尚未盈利的新经济企业上市问题,实际上要有个性化的判断,盈利与否不是判断企业上市的充分必要条件,企业成熟与否可能更为关键。初创型企业贸然走上上市之途,也有可能遭遇很大风险、无法为投资者所接受。如果企业发展成熟,但仍有很大的融资需求,那就有上市的必要性。判断一个企业是否成熟,流量、用户数、市场份额等特征指标对不同的企业可能都有意义,但也可能不全面。归根到底,还是要发挥市场在资源配置中的主导性作用,让上市公司和投资者双方在市场上进行双向选择,收益或风险都是自由选择的结果。

在支持未盈利新经济企业上市方面,港交所已迈出了探索的步伐。2月23日,港交所开始就新兴及创新产业公司的上市制度征询市场的意见。港交所建议,允许从事医药(小分子药物)、生物制药和医疗器械(包括诊断)生产和研发,但尚未盈利或未有收益的生物科技发行人的上市,其他生物科技产品制造商则应按个别情况考虑。

具体来看,未盈利生物科技企业在上市标准,港交所咨询方案强调,生物科技公司必须至少有一只核心产品已通过概念阶段;必须以研发为主,专注开发核心产品;上市前12个月一直从事核心产品的研发,必须拥有其核心产品相关的专利;在建议上市前至少6个月得到至少1名资深投资者提供的相当数额的第三方投资。此外,相关公司上市时的预期市值不得少于15亿港元。

有业内人士指出,从美国市场的经验来看,一些做法值得借鉴,比如注重发行人合规性和信息披露真实性,一般无硬性盈利标准,不排斥低盈利甚至非盈利企业进入资本市场,前提是在合规和充分信息披露的基础上能够获得投资者认可。