聚焦科创板估值 机构比拼投研实力

□本报记者 赵中昊 林荣华

首批科创板上市申请受理企业名单出炉，申请公司质量备受市场关注。其中，个别公司被指存在“过度包装”问题。业内人士表示，由市场评价拟上市企业质量是注册制题中应有之义。

多位接受中国证券报记者采访的业内人士表示，科创板火热，难免出现一级市场互抬估值和部分企业包装上市的现象，甚至未来可能出现一二级市场估值倒挂的情形。投资者将来参与科创板新股申购或二级市场投资时需独立估值，不可片面听信一级市场投资机构而跟风投资。科创板企业估值的难度较大，传统估值体系面临重构，机构间需比拼投研实力，只有客观准确估值，才够避免“高位接盘”。

视觉中国图片

看清公司质地

业内人士表示，市场关注科创板首批申请企业的质量是好事，由市场来评价公司质量和定价，正是注册制要达到的效果。除个别公司与科创板定位存在一定偏差外，首批公司基本都是符合定位的。

PE人士小刘（化名）告诉中国证券报记者，科创板拟上市企业目前在一级市场上可能存在整体估值偏高问题：一来个别公司可能会包装报表，尤其是处于初创期和成长期的企业，其研发支出、营业收入等规模不大，相对容易操纵，存在一定的包装可能；二来存在互抬估值问题，即不同PE之间用小资金量进行项目互投，实现项目估值共同提升，但实际上估值已虚高。

关于企业“过度包装”问题，资深投行人士王骥跃认为，此类问题可能存在于企业上市阶段与上市前阶段。正因为存在此类问题，企业上市才需会计师审计和保荐机构保荐，对申请文件的真实准确完整发表意见并承担责任。“经中介机构把关后，‘过度包装’问题会缓解很多，但可能依然无法完全杜绝，因此还需审核。”

中国证券报记者注意到，香港交易所近日公布的2018年企业上市申请被拒绝的理由中，就包括“估值没有根据”和“包装上市”。

重构传统估值体系

小刘认为，由于一级市场“包装报表”和“互抬估值”问题，一级市场部分领域的整体估值或已虚高，有时比二级市场估值更高，出现估值倒挂现象。

“现在还没有到担心科创板一二级市场估值倒挂的时候。”华东某投行人士张涛（化名）表示，从投行角度看，现在好项目都抢不到，保荐机构难以解决一级市场估值虚高问题。“行情好的时候定价高一些，行情不好的时候就卖得便宜些，投得贵了只能含泪敲钟。”不过，张涛认为，短期来看，流动性充足，自然有溢价，科创板上市后应该不会出现二级市场估值低于一级市场的问题。

分析人士认为，科创板将打破常规市值衡量标准，因为很多中小型高科技企业都是轻资产企业，财务报表并不体现作为其核心资产的技术资产的价值。科创板可能将在一定程度上打破盈利是衡量企业好坏的唯一标准。此外，科创板战略定位及上市制度安排对“四新”企业降低盈利门槛，传统P/E估值体系面临失效，科创类企业在一二级市场间存在“估值差异”。因此，估值体系创新可能是科创板设立之初的重中之重。

王骥跃认为，在买卖自由、自负盈亏的前提下，一级市场估值偏高是市场行为，没有谁规定一级市场投资者不可以出现亏损。当下要警惕的不是一二级市场估值倒挂问题，而是部分投资机构用小比例投资抬高估值误导二级市场投资者的问题，以及投资人管理方只收管理费而不对投资人负责的问题。二级市场的投资者要避免亏损，必须认真研究公司，认真给出估值，不能片面听信一级市场投资机构而跟风投资。

强调理性参与

科创板正在考验机构投资者的投研实力。某私募基金总经理王强（化名）表示，对参与科创板股票交易的机构而言，需对企业进行独立估值，不能简单对标一级市场估值。

王强坦言，科创板企业估值比传统企业更难，这是不同机构之间投研实力的比拼。一方面，机构投资者需真正理解科创板企业核心技术实力；另一方面，还要准确评估科创板企业盈利模式。要做到这两点并不容易。事实上，目前A股市场个别科技公司核心技术水平并不高，但仍受到资金热捧。

“如果看不懂某家科创板企业，那原因只有两个：要么是确实认识不清，没有真正理解这个企业；要么是这个企业的质地没有表面上看起来那么好。这时，除加强调研外，最稳妥的办法就是不参与。”王强表示。

某私募研究员表示，在科创板企业中，能成长为超大型公司的企业占比不会很高。这意味着，从长期投资角度看，很多企业不能带来高回报。如果发生退市，则风险更高。因此，除甄别企业质地、找出具备潜力的公司外，在合理估值区间买入以获取一定“安全垫”就显得十分重要。如科创板相关企业遭资金热捧，估值过高，则不要参与；如其估值回落到合理区间，则可择机买入。对于持有的科创板企业股票，如市场估值明显偏高，透支企业未来成长性，同样要选择卖出。

某百亿元级私募表示，会积极参与科创板投资，目前已完成合同修改，投资范围能覆盖科创板企业的产品都扩大了投资范围。在具体投资策略上，主要依靠企业质地和估值判断，不会迎合市场情绪而盲目追高买入。

粤港澳齐发声 大湾区探路开放新格局

□本报记者 赵白执南

粤港澳大湾区建设备受关注，广东省省长马兴瑞、香港特别行政区行政长官林郑月娥、澳门特别行政区行政长官崔世安25日在“2019中国发展高层论坛”上表示，将利用各自优势互补进行湾区建设，促进人才流动推动湾区发展，优化各项软硬件设施推动湾区探路开放新格局。

优势互补共同发展

马兴瑞表示，推进大湾区建设有利于广东发挥毗邻港澳的区位优势，深化与港澳互利合作；有利于全面对接国际高标准市场规则体系，加快构建开放型经济新体制。

“大湾区对香港而言是前所未有的机遇，让香港融入国家发展大局，为香港经济增长注入新动力。”林郑月娥认为，在经济全球化的背景下，香港的支柱产业面临严峻竞争。例如，货柜码头在货物吞吐量方面已由21世纪初的全球第一下降至2018年的第7位，但新产业还未出现；香港经济进一步增长也面临土地和劳动力短缺的挑战。大湾区约有7000万人口，面积达56000平方公里，经济规模达1.6万亿美元，为香港提供了重大的新机遇。

崔世安表示，粤港澳大湾区承担了转变经济增长方式、希望成为全球最佳创新之地的使命，为澳门带来了前所未有的发展机会。

展望未来，马兴瑞表示，将把广东较为完善的科研体系、产业体系优势与港澳高端科研力量、科研合作国际化水平高的优势结合起来，强强联合，布局建设一批粤港澳联合实验室和重大科技基础设施，加快打造广深港澳科技创新走廊，推动珠三角先进制造业与港澳现代服务业融合发展。

林郑月娥指出，大湾区城市群对优质服务有庞大需求，涵盖高等教育、法律、会计、医疗，以及集资、风险管理和资产管理等先进金融服务，香港有能力满足这些需求。香港还将利用金融方面的优势满足本地、内地和海外公司的需求。香港有潜力为大湾区发展国际科技创新中心作出贡献，并从中受惠。

崔世安表示，澳门在粤港澳大湾区建设中可以发挥制度和定位优势。澳门是世界旅游休闲中心、中国对葡语系国家的商贸服务平台。这个平台能够发挥更好的作用，把葡语系国家跟大湾区联系起来。

积极吸纳人才

《粤港澳大湾区发展规划纲要》于2月公布，建设宜居宜业宜游的优质生活圈是《纲要》赋予大湾区的五大战略定位之一。珠三角九市将借鉴港澳吸引国际高端人才的经验和做法，加快建设粤港澳人才合作示范区。

马兴瑞表示，将围绕便利港澳居民在广东学习、就业、创业、生活，加快完善配套政策，扎实抓好港澳青年创新创业基地建设。努力为港澳同胞到内地发展提供更多的机会，让三地居民共享高水平的民生服务。

林郑月娥表示，在人才政策方面，香港会给予一些税收补贴政策，确保香港和澳门人才到大湾区工作。同时，香港有优才计划和技术移民计划，去年又推出了快速落户政策，对研发和技术机构吸引内地人才实行预审核配额制，可以从全球招募人才到香港就业落户。

优化软硬件环境

“大湾区要建设全球科技创新中心，不缺乏硬件条件，也不缺乏一些基础设施条件，很重要的是制度、规则、软环境，这方面差距还很大。”马兴瑞说，最近广东出台的外资十条、实体经济十条、民营经济十条等都是为了打造软环境。在硬件环境方面，广东与港澳将加快完善以广深港、港珠澳、跨珠江通道为组合的内部快速交通网，努力促进主要城市间一小时通达。

“供应链产业的高质量发展，将有力推动粤港澳大湾区跻身国际一流湾区和世界级城市群。”雪松控股董事局主席张劲表示，站在全球发展的角度来看，制造业是国家力量的基础，谁有现代制造业，谁就有核心话语权，而供应链正是现代制造业的基石和血液。大湾区聚集了中国80%的供应链企业，有着无可比拟的产业基础、区位优势、营商环境和商贸文化。

马兴瑞介绍，广东将联合港澳赴海外开展大湾区品牌推介和招商活动。4月9日，粤港澳三地将在日本东京举行粤港澳大湾区推介会。

苗圩：制造业结构优化升级要“两手抓”

□本报记者 赵白执南

工信部部长苗圩25日在“2019中国发展高层论坛”上表示，加快制造业的结构优化升级要坚持“两手抓”，一手抓传统产业改造升级，一手抓新兴产业培育，加快制造业向高端、智能、绿色、服务方向转型升级，推动新旧动能接续转换。对于落后产业，工信部将依法依规淘汰落后产能，加快处置“僵尸企业”。

对于传统产业，工信部将加大制造业技术改造和设备更新。苗圩称，要避免落入一个误区，不能把新动能简单理解为培育发展新兴产业。实际上，运用新技术、新业态、新模式改造提升传统产业，也是新动能。在中国的制造业中，传统产业占比超过80%，改造提升传统产业具有巨大潜力和市场空间。

对于新兴产业，工信部将大力培育发展新能源汽车、新材料、人工智能等新兴产业，培育发展一批先进制造业集群，提升产业链水平。

要进一步深化科技体制改革，围绕产业链部署创新链，提高科技创新对产业发展的支撑能力；健全以企业为主体的产学研一体化创新机制，支持构建开放、协同、高效的共性技术研发平台，跨越从实验室产品到产业化之间的“死亡之谷”；要加快科技成果转化为现实生产力，充分发挥中小企业的创新生力军作用，在全社会为创业、创新、创造营造良好的发展环境，支持中小企业向专精特新的方向发展，促进大中小企业共同发展。

促进先进制造业与现代服务业融合发展。将鼓励企业在这方面开展更多探索，结合企业自身业务特点，发展网络化协同研发制造、大规模个性化定制、云制造等新业态、新模式；延伸在线设计、数据分析、智能物流、远程运维等增值服务。

“下一步，工信部将落实好减税降费的各项政策部署，持续降低各种制度性交易成本，完善知识产权保护，增强金融服务实体经济的能力，建立公平、开放、透明的市场规则和法治化营商环境，让中国继续成为各国企业投资兴业的热土。”苗圩强调。

证监会发布50条IPO审核问题解答

（上接A01版）二是下滑幅度超过30%但不超过50%的过会企业。过会企业最近一期或预计下一报告期经营业绩与上年同期相比下滑幅度超过30%但不超过50%的，发行人如能提供经审核的下一年度盈利预测报告，同时，提供最近一期至下一年度主要经营状况及财务数据的专项分析报告，以及保荐机构对上述情况及发行人经营业绩变化趋势、持续盈利能力出具专项核查意见；说明经营业绩下滑趋势已扭转，不存在对持续盈利或持续经营能力以及发行条件产生重大不利影响的事项，保荐机构应对上述情况予以充分核查，获取明确的证据，并发表明确意见；符合上述要求，将按照相关程序安排后续核准发行工作。

三是下滑幅度超过50%以上的过会企业。过会后的最近一期经营业绩与上年同期相比下滑幅度超过50%，或预计下一报告期业绩数据下滑幅度将超过50%的，基于谨慎稳妥原则，暂不予安排核准发行事项，待其业绩恢复并趋稳后再行处理或安排重新上发审会。

过会后的“最近一期”可以是中期（一季度、半年度、三季度），也可以是新增补的会计年度；“经营业绩”以扣除非经常性损益合计数前后孰低的净利润为财务数据的计算依据；“财务数据”应为已审计报告期财务数据、按照及时性指引要求经审阅季度财务数据。

证监会强调，今后，证监会发行监管部将根据需要，进一步补充完善问题解答，不断提高资本市场服务实体经济能力。

人民币汇率料走“中间路线”

（上接A01版）近期中国10年期国债利率出现小幅上行。随着1月社会融资数据反弹，信用见底初步得到确认，市场对中国经济增长预期开始“触底回升”。

中美利差正重新朝向有利于人民币汇率上行的方向运行，此为“一个改善”。

“一个利好”则是指资本项净流入有望对人民币汇率形成利好。2018年，人民币贬值与经常项目顺差下滑也不无关系。2019年，虽然经常账户面临的压力恐怕暂时难以明显缓解，但资本市场扩大对外开放，持续吸引国际资本流入，有望起到一定对冲作用。今年以来，明晟指数公司（MSCI）宣布进一步提升A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子，彭博公司正式确认将于4月起将中国债券纳入彭博巴克莱债券指数，未来中国资本市场的外资流入可期。

但也应看到，当今国际政治经济形势纷繁复杂，外汇市场波动可能加大，美元走势还有不确定性。一是全球经济增长放缓迹象日趋明显，最近美联储超预期释放“鸽派”信号、欧洲经济数据疲软进一步引起市场对全球经济前景的担忧。上周，美国长短期国债利率发生罕见倒挂，就是对这种担忧情绪的反映。应该说，美国经济增长放缓、美联储加息中止的确动摇了过去几年美元升值的基础，但历史经验表明，在全球经济下行压力较大阶段，美元往往会因其避险资产属性而维持相对强势。二是英国“脱欧”悬而不决，英镑、欧元承受的风险不小，而作为美元指数的权重货币，欧系货币走弱可能推高美元指数。年初以来不少人看淡美元，但迄今为止，美元并未大幅走弱，只是涨势放缓、波动加大。

美元未必大幅走弱，人民币对美元再现类似2017年的被动升值的可能性较小。中国经济增长内在动力仍有待增强，全球经济形势新变化也可能给中国经济运行带来新挑战，人民币主动升值动力不足。综合考虑，人民币难言进入升值周期，今年出现单边升值或贬值的可能性都不大，汇率运行中枢可能大体保持平稳。

证监会：促进中德合资交易平台健康发展

证监会25日晚间发布消息称，为落实今年1月举行的第二次中德高级别财金对话成果，加强两国监管机构在跨境衍生品领域的监管合作和市场极端情况下的协同应对，中国证监会与德国联邦金融监管局于2019年3月18日在法兰克福签署了《关于衍生品监管合作与信息交换的备忘录附函》。

此次签署的附函是中德双边《证券期货监管合作谅解备忘录》的组成部分和重要补充，将为推进两国资本市场务实合作，促进中德合资交易平台“中欧国际交易所”健康发展，提供监管合作保障，标志着中德两国证券期货监管机构的合作进入了一个新的阶段。（徐昭）

安集科技乐鑫科技完成科创板上市辅导

上海证监局网站25日显示，安集科技、乐鑫科技、城市纵横三家公司完成上市辅导工作。其中，安集科技、乐鑫科技拟在科创板上市。

资料显示，安集科技是目前国内唯一实现集成电路领域高端化学机械抛光液量产的高新技术企业，目前产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。公司2016年、2017年、2018年的营业收入分别为1.97亿元、2.32亿元、2.48亿元，归属于母公司股东的净利润分别为3709.85万元、3973.91万元、4496.24万元。

乐鑫科技公司是一家专业的集成电路设计企业，主要产品Wi-Fi MCU是智能家居、智能照明、智能支付终端、智能可穿戴设备、传感设备及工业控制等物联网领域的核心通信芯片。（徐金忠）

投服中心首次以第三方专业损失核定机构身份出庭

投服中心3月25日消息，上海金融法院首起证券虚假陈述责任群体性纠纷示范案件日前开庭审理，这是金融法院首次适用示范判决机制。经原被告双方共同申请，本案中的损失计算核定由上海金融法院在庭前委托中证中小投资者服务中心进行，投服中心因而首次以第三方专业损失核定机构身份出庭，就该案原告的损失计算发表专业意见，并当庭接受质询。

长期以来，在证券虚假陈述民事赔偿诉讼实践中，投资者的损失核定一直是一个难题。作为中国证监会直属的证券金融类投资者保护公益机构，投服中心高度关注中小投资者维权中出现的各类难题，自2017年起着手研发证券虚假陈述案投资者损失计算软件，于今年初投入使用。损失计算软件面向司法机关及相关市场主体，投服中心根据其委托核定投资者损失，包括投资差额损失计算、证券市场系统性风险扣除计算和证券市场非系统性风险扣除计算等。

本次公开审理的案件为四名投资者诉某上市公司证券虚假陈述民事赔偿案。投服中心指定专人运用损失计算软件，分别采用实际成本法和移动加权成本法核算投资者的投资差额损失，根据每名投资者的实际交易情况分别计算其应扣除的证券市场系统性风险比例，核定每名投资者损失金额，并向上海金融法院出具《证券投资者损失核定意见书》。

投服中心表示，今年1月，《上海金融法院关于证券纠纷示范判决机制的规定（试行）》正式推出，上海金融法院将本案作为首次适用示范判决机制的试点案件，并首次委托投服中心进行专业损失核定，体现了金融法院在司法改革方面先行先试的创新精神，也是投服中心为解决证券虚假陈述损失计算难题所做的有益尝试。此次在证券虚假陈述群体性纠纷示范判决机制中引入第三方专业损失核定机构的尝试，有助于推动形成“损失核定+示范案件”的诉讼新模式，对于高效化解证券群体性纠纷、完善证券投资者保护制度具有里程碑意义。（周松林）

海南省首期人才租赁住房REITs成功发行

“海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划”25日成功发行，这是海南省首单REITs产品，也是全国首单省级人才租赁住房REITs。该产品发行规模8.7亿元，最终超额认购倍数2.16倍，优先级证券发行利率4.5%，创同期同类产品发行成本新低。

该产品发优先级证券7.83亿元，占比90%，由8家银行机构参与认购；次级证券0.87亿元。优先级资产支持证券期限为3×6年，每3年设票面利率调整权和投资者退出选择权。中诚信证评给予优先级资产支持证券的评级为AAAsf级。产品原始权益人为海南控股，由中联基金和深创投不动产基金担任项目总协调人和财务顾问，工银瑞投担任计划管理人。原始权益人海南控股是海南省规模最大、评级最高的省级国有投资控股公司。产品底层物业资产位于海口市秀英区，是配合海南省“百万人才进海南”人才引进战略的配套人才租赁住房。资产由海南控股旗下租赁运营公司润思进行整租并对外运营分租。

“海南省人才租赁住房REITs的成功发行，有利于促进人才住房作为扩大开放、招商引才政策工具作用的充分发挥，打造海南人才租赁住房可持续发展的创新投融资模式，构建房地产租赁运营长效机制，引导房地产市场健康发展。”海南控股相关负责人表示，未来海南控股旗下海南乐居不动产基金将借鉴该REITs积累的金融创新经验，探索海南省内基础设施等不动产资产证券化，争取全国公募REITs试点，吸引社会资本参与海南自由贸易试验区（港）建设。（徐昭）