

■ 科创板·首席说

管控风险合理估值 稳健投资科创板

□ 新时代证券首席经济学家 潘向东

科创板企业主要为创新型公司,多数表现为轻资产,在发行、上市、交易制度设置等方面与主板市场存在显著差异,加之未来盈利的不确定性和退市制度等安排,无论是估值难度,还是交易规则变化,都无疑增加了普通投资者的参与难度。因此,投资者应根据自身的风险偏好,做好风险管控,实现投资收益最大化。



视觉中国图片

随着设立科创板并试点注册制主要制度规则的正式发布,市场关注度持续提升。科创板来了,它将如何影响资本市场生态?投资者将会面对哪些新的疑难和风险?……针对一系列热点话题,本报特别邀请多家机构的首席经济学家撰文分析,期待能帮助投资者更加了解科创板、更好参与科创板。

投资难度显著增加

对于普通投资者而言,在迎来机遇的同时,投资收益的弹性系数将显著提高,这也让投资风险凸显。

首先,科创板企业未来盈利的不确定性,将会提高投资者个股选择难度。由于科创板企业具有研发投入大、盈利周期长、技术更新迭代速度快、风险大等特点,在财务报表方面,很多企业处于前期技术攻关和产品研发期,存在投入和收益在时间上不匹配、暂时性亏损等特点,上市之后依然存在短期无法盈利、持续亏损、无法进行利润分配等情形。因此,对于普通投资者而言,需要关注企业和行业的长期发展趋势,个股选择的难度将会增加。

其次,科创板企业上市后股价大幅波动,将显著提高投资者风险。科创板企业在新股发行方面取消直接定价,采用市场化询价机制,询价只限机构参与,个人投资者无法直接参与科创板企业发行定价。这将打破目前主板市场新股发行参考23倍市盈率的传统,对于普通投资者而言,科创板打新将不再是“无风险收益”。在交易环节,科创板涨跌幅限制由主板的10%放宽至20%,且上市前后5个交易日(含首日)不设涨跌幅,这样投资者有可能面临科创板企业上市后股价大幅度波动,投资风险和收益也会显著放大。

第三,科创板企业在上市过程中存在的中止发行和退市风险将会加大投资难度。数据显示,过去三十多年中,成熟资本市场退市数量超过IPO数量,美股累计退市公司超过14000家,因此成熟的退市制度成为资本市场健康发展的重要基础。目前科创板虽然采取了注册制发行,但并不意味着上交所所有受理的企业都将顺利发行,史上最严苛的退市制度也会加大科创板企业投资难度。只要科创板上市企业存在信息披露或在重大违法、交易(成交量、股票价格、市值、股东人数)、

财务、规范运作等情形中存在重大缺陷的,科创板将中止其发行和取消上市。即使企业可能还在盈利,但是明显依赖与主业无关或无商业实质的关联交易,科创板企业都将面临退市。值得注意的是,科创板企业退市时间较短、速度快,企业一旦触发退市将直接进入30个交易日的退市整理期,整理期后终止上市。

第四,科创板企业差异化表决机制和上市首日做空机制加大投资者难度。不仅科创板放宽了企业的盈利要求,而且在VIE和特殊股权结构方面,科创板也允许上市企业存在差异化表决机制,也就意味着科创板企业存在特殊表决权数量大于普通股等情形,这样将会降低普通投资者在科创板企业日常经营管理方面的表决权;同时科创板企业股票上市首日即可作为融资融券标的,也就意味着科创板企业上市首日就存在做空风险,这与主板市场存在显著差异,从而加大了普通投资者对科创板企业的投资难度,提高了投资者对科创板企业合理估值要求。

合理选择企业评估方法

科创板企业投资难度不仅体现在其未来盈利的不确定性,交易规则的变化、严苛的退市制度等方面,而且对科创板企业进行合理估值,也属于“世界性难题”。对于盈利能力弱或尚未盈利的初创新型科创企业,从其财务报表分析并不能体现企业的核心资产价值,以PE、PB、PEG、EV/EBITDA等相对估值和以DDM为代表的绝对估值等传统上市公司估值方法,将难以对科创板企业价值进行合理预估,因此在结合科创板企业特点和传统估值方法适用性和局限性基础上,建议投资者参考国外上市高新成长型企业估值模型,从企业生命周期视角出发,合理选择科创板企业的评估方法。

企业生命周期估值模型主要分为初创期、成长期、成熟期、衰退期四个阶段,每个阶段企业面临的风险和外部环境不同,估值

方法也会有所差异。在初创期,一级市场类估值方法或期权定价模型适应科创企业高成长性和不确定性特征。处于初创期的科创企业大多还未盈利,甚至尚未取得较为稳定的收入,需要投入资金进行研发、样品试制和商品化,估值的核心在于市场对其研发能力、研发技术、产品的认可度。

因此,这一阶段的科创型企业主要以专利技术等无形资产为主,净利润通常较少或为负,需要投入大量的资金进行研发和扩大生产规模,未来发展的不确定性最大,而一级市场类估值方法或期权定价模型可以较好地适应企业高成长性和不确定性等特征,前者主要参考一级市场PE、VC等,通过类比对同类企业价值估值;而后者是把企业拥有的研发能力、研发技术、成长机会当作一种期权,通过期权定价公式,求出各项期权的价值并加总得到企业的价值。

成长期,以营业收入为基础的相对估值法更受青睐,知识产权等非财务指标对企业估值会产生重要影响。随着研发成果投入生产,企业基本完成主导产品商品化,收入快速增长,为了进一步提升市占率、扩大规模,往往仍然需要继续投入大量资金。成长期的企业面临的风险较初创期小,估值相对明朗,但这一时期科创型企业仍需投入大量资金进行研发和扩产,且回报周期较传统行业更长,在具体估值方法选择上,相比市盈率和市净率,很多企业会选择PS、EV/SALES等估值方法,专家人数、知识产权、科研人员比例、研发支出占比等非财务指标可以较为精确地反映企业在未来一段时间的市场竞争力和核心优势,对企业估值会产生重要影响。

成熟期,传统估值方法成为主流。进入成熟期的科创企业,在资产规模、业务模式和盈利能力等方面都已经相对稳定,此时企业的市场地位、盈利能力和经营状况构成了估值体系的核心。成熟期的企业已有稳定指标可与同行业进行对比,传统估值法成为主流估

值方法,从净利润、净资产、营业收入等角度均可以很好地衡量企业价值。在各相对估值法中,市盈率模型是最为流行的估值方法。

衰退期,重置成本法对处于衰退期的企业进行估值比较合适。对于在科创板上市的企业,处于衰退期的应该相对较少。由于科创板设定了非常严格的退市制度,已经处于衰退期的企业,有较大的退市风险,使用重置成本法对其估值较为合适。

由于科创板企业估值需要考量的因素较多,一般又采用新的商业模式,缺乏可比企业,因此行业的发展空间以及企业的盈利或商业模式应该成为投资者关注的重点,而短期盈利水平并非考量标准。

由于科创板无论是估值方法,还是发行、交易规则以及新股配售制度和投资者门槛等,均与主板市场有较大差异,因此其风控管理模式也会有较大差异。一是要避免将主板的打新策略直接运用于科创板企业。由于科创板企业采取市场化定价,上市前5天不设涨跌幅设置,那么科创板将不存在打新“无风险收益”,因此对于机构自营和散户投资者而言,科创板新股申购要重新设定新的风险控制标准和合规标准,坚持价值投资理念,做好企业的前期调研和合理估值,坚持长线投资。

二是科创板企业有较大的退市风险。按照成熟资本市场经验来看,一般退市企业数量将会超过上市IPO,而且科创板企业一旦触发退市,将直接进入30个交易日的退市整理期,整理期后直接进入退市,普通投资者对于这类科创板企业要尽量回避。

总之,科创板由于盈利的不确定性,估值难度较大,上市后完善的做空机制和较大的股价波动风险以及严格的退市制度,将对投资者专业水平提出更高要求,建议普通投资者根据自身的风险偏好,通过参与科创板基金或ETF产品等间接参与科创板市场,做好风险管控,实现最大化收益。

相机抉择 仍是货币政策重要取向

□ 摩根士丹利华鑫证券首席经济学家 章俊

鉴于美联储政策立场和取向在很大程度上会影响全球资本流动,而最近美联储释放的“鸽派”信号,在客观上拓宽了我国央行货币政策操作空间,今年货币政策立场将维持稳健,让部分国内投资者对央行在货币政策层面进一步微调有较高预期。然而,从全球和国内两个角度以及政策面、基本面两个维度来看,国内货币政策进一步宽松的概率和必要性都不大。

美联储立场转换风险仍存

目前判断美联储在今年内加息概率为零还为时过早。观察上世纪80年代至今美联储的加息周期,会发现历史上存在暂停加息后再度加息的情况。因此,国内货币政策层面应继续维持稳健的立场,保持政策的前瞻性来相机抉择。笔者认为,下半年美联储依然存在立场转换的风险,如果在短暂暂停之后重回加息路径,则意味着国内政策需要再次调整,这可能会对实体经济造成一定影响。

首先,从经济层面看,近期美国经济有所放缓,基本面整体保持平稳,就业略有放缓,但失业率仍维持在较低水平,薪资水平持续上涨;消费虽然近期略有走弱但不存在快速下滑的可能,消费转弱激起了投资者对需求端的担忧,但单月数据不宜过度解读,稳中向上的新增就业和不弱的劳动力工资水平,意味着居民消费仍具备一定的发展空间。通胀整体表现温和,核心通胀仍然接近2%,基于调查的长期通胀预期指标几乎未变,但鉴于工资增长和劳动力市场均表现持续强劲,通胀压力有一定概率扩大。

其次,从政策层面来看,从美国联邦基金目标利率的走势中观察上世纪80年代至今美联储的加息周期,不难发现历史上存在暂停加息后再度加息的情况。美联储在经济基本面允许的情况下会尽量加息的动机,是为应对未来美国经济衰退准备更多“弹药”。

再次,从时间点上来看,根据GDP数据来调整加息路径,如果美国年内重启加息,时间点应该是在12月份。但如果二季度GDP增速如期回升至2%以上,除了就业和通胀指标之外,三季度中各项月度领先指标,诸如ISM制造业PMI指数、密歇根消费者信心指数以及芝加哥联储金融条件指数等都指向美国经济继续复苏,美联储甚至可能早于12月重启加息。另外,下半年存在加息可能的理由是:明年下半年美国将进入大选周期,届时美国经济的强弱直接关系到选举结果造成较大影响,因此今年下半年加息一方面可以进一步提升政策储备厚度,另一方面可以为明年下半年的美国经济增长提供低基数效应。因此,明年美联储有1次加息的可能,加息的时间点大概率是在上半年。

国内放松货币政策必要性不强

去年下半年以来,国内宏观政策重心开始转向稳增长。货币政策层面,多次降准累计释放大量流动性,在一定程度上扭转了市场整体流动性偏紧和企业融资状况较难的情况。部分市场人士认为,目前国内央行可借美联储政策转“鸽”之际,加大货币政策调整的力度。但笔者认为,从国内政策和基本面角度来看,进一步放松货币政策的必要性不强。

首先,从政策有效性来看:去年央行连续降准主要是希望解决实体经济,特别是民企的“融资难、融资贵”问题。在经历4次降准之后,虽然银行间市场利率和金融机构加权平均贷款利率明显下行,但金融机构信贷增长更多体现为短期贷款和票据融资的大幅增长,与实体经济相关的中长期贷款占比依然没有明显起色,特别是民营和小微企业“融资难、融资贵”的困局仍没有明显改善。

因此,即便是年内央行再次实施降准,也更多是“置换”性质,即为央行向市场提供更为廉价的中长期资金来鼓励向实体经济放贷。在此基础上,应进一步提高部分监管指标容忍度,建立对银行的激励机制,通过市场化的办法调动金融机构支持小微企业、民营企业积极性。同时在制度层面,进一步推进利率市场化改革,推动利率逐步“两轨合一轨”,从利率层面疏通货币政策传导机制。

其次,从政策重心切换来看,货币政策作为总量调节工具,在很大程度上存在“一刀切”的问题,而且很大程度上只能从供给端来支持稳增长,因此在经济下行周期难免会出现传导机制不畅和有效性不高的问题。而财政政策一方面可以从需求端发力,另一方面又具有一定结构性调节的优势,在很大程度上可以起到配合和放大货币政策效应的作用。

很明显,今年宏观政策调控的发力点转向更积极的财政政策,无论是地方政府专项债发行规模,还是减税降费政策力度都大幅超预期。从政策重心切换角度来看,今年货币政策在自身层面努力疏通政策传导机制的同时,更多是配合积极财政政策的实施和推进。无论是货币政策还是财政政策的单兵突进都会引致各种问题,要提升整体宏观政策有效性,必须通过加强货币和财政政策的协调。

再次,从经济基本面来看,最新公布的经济数据显示,经济整体形势已出现一些积极信号。例如制造业PMI新订单指数在2月出现明显反弹,说明需求端已出现边际改善。基建投资增速出现明显回升带动固定资产投资增速企稳,而挖掘机销量反弹说明未来基建投资增速会持续回升。

年初以来,外贸不确定因素持续传递出的积极信号,改善了投资者的情绪。如果说去年国内经济增长层面出现的困难,在一定程度上源自于外贸不确定性带来的悲观情绪,通过金融体系向实体经济的投资和消费层面的传导,那今年这种情绪的扭转在很大程度上也会带来投资和消费的改善。因此,笔者认为就年内稳增长政策取向而言,要考虑到这种情绪对资本市场和实体经济的影响和传导效应,从而在政策宽松的幅度方面有所把控,避免出现政策超调。

最后,从去杠杆政策角度来看,实现企业部门稳杠杆和居民部门去杠杆,需要把住货币政策的闸门,否则就很难实现整体宏观杠杆率的稳定。

总体而言,从内外部政策环境和经济基本面来看,年内都不存在继续大幅放松货币政策的必要性,在着力打通货币政策传导机制的基础上,货币政策的取向更多是相机抉择。

细化配套机制 保障科创板市场平稳运行

□ 东北证券战略规划部高级研究员 王彤

日前,上海证券交易所正式发布并实施设立科创板并试点注册制相关业务规则和配套指引。部分市场人士担忧由于科创板实行新的规则,容易引发新股暴涨暴跌。然而,笔者认为,科创板市场将平稳运行。从投资者行为的角度来看,根据相关部门调查,与机构投资者相比,个人投资者的换手率更高,更加偏爱“追涨杀跌”、“从众心理”等非理性投资行为,加剧了新股市场的震荡反复,而科创板设置的门槛则剔除了大部分个人投资者。科创板的投资者结构将由资金实力较强、经验丰富的个人投资者,以及机构投资者组成。

从流动性的角度来看,根据测算,现有A股市场符合条件的个人投资者约300万人,加上机构投资者,两者的交易量占比将超过70%,预计可满足科创板市场平稳运行的流动性要求。同时,目前A股市场的成交量与两融余额领先创新高,市场行情回暖,投资者信心增强也将有利于科创板市场的流动性。

其次,券商跟投制度使投行回归“定价销售”本源,合理发行价让新股出现“单边走”的几率较低。科创板试行注册制的关键在于

市场化的发行价,而跟投制度对于券商的定价能力提出了更高要求。定价过低难以满足发行人、战略投资者等多方利益需求;定价过高会出现发行失败,甚至券商的承销保荐费不足以弥补跟投的亏损。以往在没有跟投制度“紧箍咒”下,发行人和券商是利益共同体,前者乐见超募资金,后者获得更高的承销保荐费。因此,科创板在跟投制度下,券商对于发行价的评估会更加谨慎,合理发行价也将抑制市场投机炒作的空间,避免新股出现暴涨暴跌的情形。

最后,沿用“T+1”交易能保障开板初期的平稳运行,兼顾防止投机炒作和流动性较好的作用。根据相关报告,其中提及“T+0”交易的潜在风险有诱发结算风险、加剧市场波动和增加市场操纵风险,尤其是可能影响证券登记结算体系的安全,这对于“改革试验田”科创板是极其不利的。并且,目前现行“T+1”交易下的流动性较好,投资者仍能迅速交易以获得公平的市场估值,因此科创板暂时不需要采取过度活跃短期流动性的交易机制。设立科创板并试点注册制是资本市场的一项增量改革,改革必然伴随着阵痛,须有政策定力护航科创板支持创新创业和技术进步,助推中国经济结构转型升级。

综上所述,目前科创板制度设计比较系统全面,市场有望平稳运行。为进一步完善科创板交易制度规则,促使市场及时有效发现价

格、配置资源,笔者建议可逐步采取以下措施:

一是建议加快试行做市商机制,完善配套制度。在科创板开板初期,应加大力度确保新股的平稳运行。做市商机制作为海外市场常见的交易模式,虽然在国内的实践中效果并不理想,但更多是因为配套制度的有待完善。加快明确对做市商的条件、权利、义务以及监督管理等事宜,在科创板上试行做市商制度,既能发挥机构力量推动市场健康发展,又能探索与实践新的交易模式以深化“改革试验田”的作用。

二是建议健全做空机制,包括优化融券机制、试点卖空期权等。科创板股票自上市首日起即可作为融资融券标的,然而笔者预计融券较少可能会导致融券渠道不畅,难以实现多空制衡的双边市场。科创板需要健全做空机制,一方面可优化融券机制,如拓宽可供融券的渠道,降低融券成本等,引导融券业务充分发挥其积极作用;另一方面可试点卖空期权。

三是建议新股上市前五日引入熔断机制及相关配套措施。参考国际经验,海外市场的个股涨跌幅限制与大盘熔断机制一般为“二选一”。在新股上市前五日没有涨跌幅限制的情形下,可引入熔断机制避免在市场发生剧烈异常波动时,投资者恐慌性抛售,从而达到稳住市场不良情绪的作用。与此同时,为减少熔断机制的“磁吸效应”,事前须加强做好投

资者教育保护工作,事中可推行严格的交易监控措施,事后更要及时披露交易信息以便投资者作出合理决策。

四是建议加强异常交易实时监控,明确惩罚细则。为防控新股炒作,打击涨停板虚假申报、盘中拉抬打压等行为,建议上交所加强对异常交易的实时监控,包括从舆情预警、盘中跟踪、盘后大数据三方面入手,升级完善监控分析和线索上报告体系。并且加快出台针对违法违规交易的惩罚细则,提高违法违规成本,严惩“作恶者”起到以儆效尤的作用,重塑健康的资本市场交易体系,从而更有利于保护投资者的合法权益。

五是建议券商须提高定价能力,重视投资价值研究报告。科创板发行定价机制考验券商的研究实力,其投资价值研究报告除了发掘企业内在价值,形成合理发行价,反映市场预期价值判断、价值中枢,还要平衡发行人、保荐机构、机构投资者及个人投资者等多方利益。若券商定价能力得以验证肯定,投资价值研究报告将更具影响力、话语权,从而起到减少市场过度分歧情绪、降低市场噪音干扰投资者的作用,推进新股的平稳运行。

总而言之,科创板承载着资本市场改革创新、助推经济结构转型升级的重任,因而保障市场平稳运行至关重要。目前,相关制度安排、风险应对预案、投资者教育工作等方面正不断细化完善,将护航科创板市场平稳运行。