

科创板投价报告质量折射券商定价能力

□本报记者 陈健

当前科创板新股正在密集发行，很多投资者关心新股如何定价。中国证券报记者采访多位卖方和买方机构人士了解到，由主承销商发布的投资价值研究报告（投价报告）是其中一个重要环节。一般而言，投价报告是对市场预期的一个指引。对买方机构而言，投价报告通过对发行标的的全面分析，为网下投资者提供对发行标的的盈利预测与估值等分析内容，能够为网下投资者报价提供参考。这也是券商竞争中的一项核心能力，即定价能力。

引导网下投资者报价预期

7月10日，虹软科技发布的《首次公开发行股票并在科创板上市发行公告》显示，发行人和联席主承销商根据初步询价结果，剔除最高部分报价后，综合考虑剩余报价及拟申购数量、发行人所处行业、市场情况、同行业上市公司估值水平、募集资金需求及承销风险等因素，协商确定本次发行价格为28.88元/股，网下发行不再进行累计投标询价。

有买方机构投资人士告诉记者，在科创板新股发行价确定前的询价阶段，买方机构进行价格申报的一个重要参考就是券商的投价报告。

根据证券业协会发布的《科创板首次公开发行股票承销业务规范》（下称《业务规范》），主承销商应当向网下投资者提供投资价值研究报告。

据记者不完全统计，目前已确定发行价的科创板新股，发行价基本都在主承销商发布的投价报告确定的定价区间。

那么，在科创板新股定价过程中，投价报告能起到多大作用？

国泰君安证券研究所所长黄燕铭表示，投



数据来源/相关主承销商投价报告、上交所网站 制表/陈健 视觉中国图片

价报告的主要作用是引导新股网下申购的机构投资者在询价时，形成相对一致的预期，防止报价时出现比较杂乱的情况。

中银国际证券研究部总经理励雅敏介绍，投价报告提供行业环境、经营治理、战略方向、财务状况等全面、系统、客观的分析和评价，并为买方机构提供详细的盈利预测和基于市场的估值分析，能够帮助买方机构得出更为科学和客观的结论。

“投价报告是科创板新股询价过程中，公司进行价格申报的一个参考标准。此外，公司还会参考外部主流卖方发布的相关分析报告，公司本身对科创板新股也会有研究，最终通过

多维度考量确定报价。”有买方机构投资人士指出。

科创板投价报告有自身特点

据介绍，投价报告一般由主承销商的研究所负责撰写，从科创板投价报告的内容看，与A股其他板块投价报告也有一定区别。兴业证券方面表示，科创板的投价报告明确要求要制作盈利预测模型，包括但不限于资产负债表、利润表以及现金流量表；要至少提供两种估值方法做参考。而这些在A股其他板块的投价报告中未做明确要求。

励雅敏介绍，相对于一般的公司研究报

报告称企业应收账款风险主要集中在建筑等行业

□本报记者 徐昭

7月10日，中国证券报记者从深圳市迪博企业风险管理技术有限公司获悉，该公司近日发布的《中国企业风险报告（2019）》显示，2019年度，我国企业面临的主要风险分别是宏观经济风险、投资风险、竞争风险、价格风险、安全环保风险、人力资源风险、应收账款风险、合规风险等。其中，应收账款风险主要集中在建筑业、制造业、软件和信息技术服务等相关行业。这是迪博公司受监管部门委托首次发布中国企业风险报告。

报告梳理归纳了3600多家上市公司披露的风险因素，统计了战略、市场、运营、财务、法律合规等5大类58小类17000多条风险信息。

报告指出，上市公司竞争风险重点集中在制造业、交通运输业、服装服饰业、互联网

和软件信息服务业、零售业等方面。一方面，低端、低质量产品和服务供过于求。长期以来，我国制造业和服务业普遍存在着大而不强、整体层次和发展水平偏低的现象，在全球产业链、价值链处于低端位置，产品技术含量较低，同质化竞争较为严重，部分行业甚至存在产能过剩现象。另一方面，中高端、优质产品和服务能力不足。随着我国社会经济和人民生活水平不断提高，消费者对高品质、高端产品和服务的需求更加突出，但目前国内企业的产品供给还不能很好满足需求结构的这一变化。

报告还提示了应收账款风险，应收账款风险主要集中在建筑业、制造业、软件和信息技术服务等相关行业。

从应收账款比例来看，2018年度，我国建筑行业上市公司1年以内应收账款比例平均

值为60%，制造业为83%，信息传输、软件和信息服务业为74%。从应收账款周转情况来看，2018年度，我国建筑行业上市公司应收账款周转率平均值为4，约54%的行业公司应收账款周转率小于3，68%的行业公司应收账款周转率低于平均值。制造业中，计算机、通信和其他电子设备制造业约53%的行业公司应收账款周转率小于3，68%的行业公司应收账款周转率低于平均值；通用设备制造业约58%的行业公司应收账款周转率小于3，64%的行业公司应收账款周转率低于平均值；专用设备制造业约59%的行业公司应收账款周转率小于3，66%的行业公司应收账款周转率低于平均值。

总体来看，报告认为，应收账款风险普遍发生在生产制造类企业以及交付周期长、分阶段实施的房屋、土木建筑工程或装饰装修工

程，投价报告通常会增加对公司募集资金投向的分析。对于科创板公司，研究员也会更注重对其研发投入、技术实力等方面的关注。

黄燕铭表示，投价报告除了分析行业外，还要分析公司治理、公司战略、营销、财务等方面。投价报告与研究报告不同在于，前者撰写的是总量思维，后者撰写的是边际思维；前者强调规范性，后者同时还要强调灵活性。

定价能力将愈发重要

展望未来，随着科创板市场化建设的逐步完善，券商投价报告所体现的定价能力将愈发重要。

兴业证券方面指出，特别是对于一些无法通过传统估值方法进行估值的标的公司，如何定价将是一个不小的挑战。在这个过程中，券商只有不断加强对行业的跟踪、研究，同时汲取日益更新的估值理论知识，不断完善、丰富自己的定价体系，才能在激烈的竞争中胜出。

对于如何进一步提升投价报告质量，在黄燕铭看来，首先，研究员需要对上市公司进行深入调研，调研产业状况、上市公司基本面；其次，要不断完善研究框架和体系，投价报告撰写过程中要严格遵循相关规范和要求。

“考虑到投价报告的作用是为买方机构提供对公司较为全面的分析，以及用客观的角度探讨其合理的估值定价水平，研究员应立足于独立、审慎、客观的角度，在做好公司基本面研究的同时，深入研究行业前景、竞争格局，并通过研究上下游产业链对其分析结论做出佐证，保障独立客观的同时，提升研究的深度广度和前瞻性。”励雅敏指出。

此外，上述买方机构投资人士表示，投价报告给予的定价区间并不是越小越好，给出一个大致价格区间，买方机构作为参考，具体确定申报价格，这样更有意义。

程、重大设备安装工程以及软件开发等类型业务中，具有较强的行业或业务特殊性。实质上，应收账款是企业经营管理的一个重要手段，对于促进企业产品销售、减少库存成本等具有积极意义。然而，应收账款的弊端也很明显，一方面，会大量挤占企业流动资金，给企业现金流造成较大压力；另一方面，容易受到外部经济政策等因素以及客户经营和信用状况变化的影响，给企业造成坏账损失。如何平衡好上述两个矛盾，充分发挥好应收账款对企业的积极作用，关键在于企业要切实提高应收账款风险防范意识，建立健全事前、事中、事后全过程的应收账款管理机制，确保对应收账款风险的有效防控，提高应收账款管理的效率和效果。

报告认为，合规风险压力较大的行业有医药、房地产、电力、石油和天然气、汽车、煤炭等产能过剩行业。

科创板投资核心在于风险评价把握

（上接A01版）但这些股票从二级市场投资角度看，价格比较高，投资机会反而会比较小。也有一些公司，基本面、未来发展也不错，但当前看，发展前景有很强的不确定性。不过，这个不确定性会随着企业未来经营发展不断下降，由此相应的带动股价上升。

“所以，科创板股票未来的投资机会简单总结就是，当前风险较高，未来风险不断下降的个股。从DDM模型看，投资机会主要不在于成长性的不断提升，而在于风险不断降低的个股。这些公司今天看，往往很有争议，但未来成长性是很确定的。此外，研究方面，现在对科创板公司的研究更多侧重在发展前景，对风险分析相对单薄。”黄燕铭表示。

黄燕铭介绍，从当前股市情况来看，投资者偏好确定性高、风险低的投资品种如消费蓝筹股，由此带来科创板股价可能不会太高。但未来随着内外部环境改善，投资者风险偏好提高，科创板股票的投资机会一定会出现。

对于和投资密切相关的科创板新股定价，黄燕铭认为，科创板新股发行采用累计投标询价方式，乐观者预期

容易表达在发行价中，悲观者预期则不容表达在发行价中。由此采用累计投标询价方式，新股定价反映的不是所有市场投资者的平均预期，而是乐观者的预期，所以发行市盈率相较于市场平均预期市盈率很可能要高。

黄燕铭表示，累计投标询价发行的股票，上市后股价跌破发行价的可能性存在，股价上行的可能性也是存在的。哪一种概率更高，要看相关制度设计，例如剔除高报价的比例、配售的比例，如果剔除高报价的比例越高，配售比例越低，股价跌破发行价的可能性越小。发行中剔除的高报价部分，叫作乐观者剩余，乐观者剩余越多，上市后，股价上行的可能性越大。更长时间看，还是要看上市公司本身质地，未来发展前景。

产业研究需求凸显

黄燕铭介绍，国泰君安证券研究所所做产业研究最初更多是基于对公司业务的理解。但科创板试点注册制的推出使得研究所有更强的动力和目标进一步加强产业研究。

整体看，黄燕铭介绍，国内各家券

物价涨幅趋稳 全年通胀可控

□本报记者 赵白执南

国家统计局10日公布数据显示，6月全国CPI同比上涨2.7%，涨幅较上月持平。专家认为，鲜果和猪肉价格为拉升6月CPI主因，未来随着翘尾因素减少，鲜果价格回落，下半年CPI涨幅料趋稳，物价年度调控目标可以完成。

五六月份料为CPI增速高点

国家统计局城市司处长董雅秀表示，从环比看，西瓜和桃子等水果集中上市价格下降，但苹果和梨价格继续上涨且涨幅较高，加之南方部分地区多次强降雨影响采摘和运输，火龙果和菠萝等水果价格上涨，全国鲜果价格上涨5.1%，目前价格水平处于历史高位。从同比看，鲜果价格上涨42.7%，除气候等因素影响外，去年同期价格较低也是涨幅扩大原因之一。

交通银行首席经济学家连平表示，食品价格同比涨幅扩大是拉动CPI的主要原因，其中鲜果价格和猪肉价格涨幅较大。非食品价格涨幅下降到2016年7月以来的低点，反映终端需求仍然偏弱。

“综合翘尾和新涨价两大因素判断，5—6月大概率是全年CPI同比增速高点，因此没必要过分担心通胀问题。预计3%的物价年度调控目标可以完成。”中国宏观经济研究院市场所研究员郭丽岩表示，从翘尾因素看，二季度是全年翘尾的高点，5月和6月达到1.5，三季度尤其是8月份之后会明显回落。从新涨价因素看，鲜果价格预计将在8—9月大量新鲜水果上市后出现季节性回落，届时食品对下半年新涨价的拉动将进一步缓解。

连平认为，受猪肉价格上涨周期叠加生猪疫情的影响，下半年猪肉价格走势可能阶段性拉升CPI。除此以外，其他拉升CPI的因素都较弱，下半年CPI上涨空间有限，不存在明显的通胀压力。

PPI全年波动性有所下降

6月PPI同比增速归零，为2016年9月以来最低。连平表示，放宽地方专项债政策，针对制造业大幅减税降费，加大基建投资力度，这些积极政策可能带动工业需求改善，对相关工业产品价格带来拉动，对PPI走稳起到积极作用。

郭丽岩认为，总体来看，随着供给侧结构性改革深入推进，低端无效产能退出，新动能孕育，PPI全年波动性较过往几年有所下降，今年应不会出现大起大落。目前，从经济基本面和主要行业上下游运行情况来看，供求基本协调并处于动态匹配过程之中，下半年不太可能出现持续大幅下降，不必因为PPI个别月份增速为零就过分担忧结构性通缩问题。

深证信息 加入国际指数行业协会

□本报记者 黄灵灵

近日，深交所全资子公司深圳证券信息有限公司（简称“深证信息”）正式加入国际指数行业协会（简称“IIA”）。这标志着深交所指数业务的专业化、规范化和国际化水平得到权威国际行业组织高度认可，深交所将在更高层次、更广领域融入国际指数行业、推动行业标准制定、参与行业发展方向研讨、普及长期理性投资理念、推进国内指数产业健康发展。

深证信息是境内最早开展指数业务的专业机构，一直以来致力于打造深证指数体系，反映战略性新兴产业和新经济行业特点，凸显深市成长性特色，服务资本市场发展；同时，深证信息建立国证指数体系，满足市场多元化需求，构建全球资产配置“中国方案”。深证信息是IIA第15家成员，也是继恒生物指数公司、中央结算公司之后第3家中国成员。

截至今年6月底，由深交所及深证信息计算发布的指数超过900条，已覆盖境内的股票市场、银行间债券市场、基金市场等，以及境外的香港、欧洲等股票市场，在境内外市场授权指数产品107只，资产规模已超过1000亿元。近年来，在我国资本市场推进高水平双向开放的背景下，深交所积极探索指数及指数产品的国际开发和推广，推出“深港通”“粤港澳大湾区”指数系列，为跨境投资提供资产配置标的，与境外交易所、投资机构开展跨区域、多元化指数合作。

深交所相关负责人表示，深交所高度重视指数工作，着力构建以“深证成指+深证100、创业板指”（“1+2”）为核心的多层次指数体系，发挥深市核心指数对中国新经济的表征引领作用，推动形成指数国际品牌，打造指数海外基金产品群，引导境外机构配置深市优质资产。下一步，将以深证信息加入IIA为契机，借鉴国际成熟经验不断丰富指数及指数产品体系，有序推进指数业务国际化发展，持续提升深市指数的品牌价值和国际影响力，更好服务境内外投资者资产配置和风险管理的需求。

7家科创板公司确定发行价

（上接A01版）公司所处行业为专用设备制造业，中证指数行业最近一个月平均静态市盈率为31.93倍。公司上市时的市值为27.85亿元。

嘉元科技发行价格为28.26元/股，按照2018年度扣非前归母净利润计算，对应发行后市盈率为36.98倍。公司所处行业为计算机、通信和其他电子设备制造业，中证指数行业最近一个月平均静态市盈率为31.2倍。公司上市时的市值为65.25亿元。

交控科技发行价格为16.18元/股，按照2018年度扣非前归母净利润计算，对应发行后市盈率为38.99倍。公司所处行业为铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，中证指数行业最近一个月平均静态市盈率为38.15倍。公司上市时的市值为25.89亿元。

广州证券关于获准撤销河北分公司的公告

2019年7月8日，广州证券股份有限公司收到中国证券监督管理委员会河北监管局《关于核准广州证券股份有限公司撤销河北分公司的批复》（冀证监许可〔2019〕2号，以下简称《批复》）。我司将根据《批复》要求，按照撤销方案及时完成河北分公司撤销事宜，

并在中国证券监督管理委员会河北监管局核查通过及后及时办理工商注销等手续。

特此公告。

广州证券股份有限公司
2019年7月11日