

# 持续完善定价机制 科创板发行市场化水平提升

开市两年来,科创板改革“试验田”作用得到较好发挥,一系列关键制度创新在“试验田”中接受检验,形成了可复制、可推广的经验。

接受中国证券报记者采访的专家指出,科创板在上市标准、准入门槛、询价方式、交易制度等方面进行了诸多创新和探索,建立了以信息披露为中心的审核体系和市场化的发行承销制度,弥补了现阶段我国多层次资本市场中对成长性高科技企业上市融资制度的空缺。未来,持续推进注册制改革,新股发行定价机制有望进一步完善。

●本报记者 鲁秀丽

## 四方面提升发行市场化水平

专家认为,开市两年来,科创板新股发行市场化水平不断提升,主要体现在市场化询价机制日臻成熟,发行配售范围逐步扩大,板块包容度不断提升,审核效率不断提高四个方面。

首先,科创板采取了市场化询价的方式发行及定价,向市场化改革的方向迈出了坚定的一步。“科创板新股发行定价呈现市场化特征,基本实现‘一企一价’。过往A股新股市场‘一刀切’的定价市盈率管制情况不再出现,机构结合拟上市公司基本面、可比上市公司情况以及行业前景等多方面因素给予个性化估值。”浙商证券总裁王青山表示。

其次,配售制度方面也实现了市场化突破,扩大了发行配售的范围。“科创板明确了战略投资者的标准,一定程度上放开了发行上市阶段外部战略投资者的引入限制,为企业注入长期资本和战略资金打开了窗口,目前已有近30家企业完成了外部战略投资者的引入。同时,科创板允许员工持股计划参与战略配售,有利于科创企业健康发展。”中信建投证券执委会委员、投行委主任刘乃生指出。

再次,从培育壮大机构投资者力量的角度出发,当前A股市场具备更开放更包容的接纳基础,可进一步开放和引进境外机构投资者。A股市场成立30余年来,机构投资者数量不断增加,尤其是近几年来,随着注册制改革的持续深入,专业机构投资者力量不断壮大,但与境外市场相比,我国机构投资者占比仍偏少。近年来,海外投资机构对中国科技企业快速发展非常关注,可进一步开放和引进境外成熟的机构投资者,改善A股市场投资者结构。

此外,科创板审核效率和审核确定性的提升,极大提高了科创板吸引力。“首先,科创板开市至今,完成发行上市的项目从受理到过会的平均用时约为159天,这基本达到了美股、港股等成熟资本市场的审核效率。其次,审核流程的不断完善和改进,从科创

板开板的探索,到‘科创板审核2.0’的推出,科创板项目的首轮问询问题数量显著减少,问询问题更聚焦和有针对性,平均问询轮次进一步降低。再次,是审核政策的公开、透明。审核政策的公开、透明也稳定了发行人的发行上市预期。”刘乃生表示。

## 进一步完善新股发行定价机制

专家指出,科创板作为新生事物,难免会遇到成长的烦恼。近期,有市场声音质疑,新股发行价格不断走低,存在机构“抱团”压价、报价集中度高问题。中国证券报记者从有关人士处了解到,监管部门正在广泛听取市场意见,新股发行定价机制有望进一步得到完善。

针对上述新情况新问题,监管部门正积极研究解决相关问题,着力优化规则、加强监管,维护良好发行秩序。一方面,完善股票发行定价、承销配售等相关制度规则,优化报价流程,平衡好发行人、承销机构、报价机构和投资者之间的利益关系,推动市场化发行机制更有效发挥作用;另一方面,加强报价机构监管,重点加大对串价等干扰发行定价行为的打击力度,及时出清不专业、不负责任的机构,督促报价机构完善内控机制。

“在加大对报价机构监督检查力度的同时,也可以考虑从制度上做一些调整。比如在坚持市场化方向的前提下,取消或逐步降低最高报价10%剔除的比例,同时在保留‘四数孰低值’定价参考的基础上,允许实际操作中突破‘四数孰低值’进行定价发行,这样有助于打破‘新股不败’的局面,并对投资者报价形成实质约束,进一步改善部分投资者为博入围抱团报价的现象。”刘乃生建议。

专家认为,还应进一步提升定价能力。“投行要根据企业和行业的基本面情况定价,不能仅从模型上参照行业的市盈率进行定价,对于特殊成长型企业还要结合不同估值方法合理进行比较。券商需要重新定位商业模式,从通道式投行向产业投行转变,用产业思维推动企业运作。”川财证券首席经济学家、研究所所长陈勇表示。

## 汇聚优质公司精选层满岁 改革创新将持续推进

(上接A01版) 高于创新层公司1.97个百分点;部分企业已发展为行业细分领域隐形冠军。

透过数字看成效。一年来,精选层带动创新层、基础层协同发展,引领作用逐步显现。主要表现在:新增挂牌企业质量明显提升,2020年申报企业中大型企业占比2019年高出25.88%;创新层对优质企业吸引力增强,2021年度符合进层条件的公司申报率达95.85%,新进层的高新技术、战略新兴产业公司共214家,占比超过75%;对头部企业的吸引力增强,部分企业由IPO转道申报精选层,创新层、基础层融资、交易功能有所改善。

专家表示,一年来,新三板、科创板、创业板等各板块错位发展、各具特色,新三板“基础层-创新层-精选层”的三层市场结构,为处于不同发展阶段的中小企业提供资本市场服务,支持企业逐步成长壮大。

“新三板市场定位进一步清晰,错位包容特色得到强化。”中国国际科



数据来源/中信建投 视觉中国图片 制图/苏振

## 中信建投:引入做市商制度 将增加科创板活跃度

●本报记者 鲁秀丽

《中共中央 国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》提出,研究在全证券市场稳步实施以信息披露为核心的注册制,在科创板引入做市商制度。中信建投证券执委会委员、投行委主任刘乃生7月26日在接受中国证券报记者采访时表示,科创板作为资本市场改革的“试验田”,在制度创新上有着先行先试的责任,引入做市商制度来改善科创板的流动性问题,有利于活跃市场交易状况,降低股价波动,遏制过度投机,也有利于再融资功能的充分发挥。

“科创板在设立之初,为保护中小投资者利益,设立了一定的准入门槛,但也在一定程度上影响了科创板流动性,在这种情况下引入做市商制度将有利于增加交易活跃度,缓解这一问题。”刘乃生表示。

“为保证科创板做市商制度的顺利落地,应制定合理有效的配套规则,吸取新三板做市制度的经验,

与现行科创板规则体系做好衔接,还需要加大对做市商的资格准入、评价体系 and 监管体系建设。”刘乃生表示。

首先,应选择合适的做市标的,尤其在科创板推出初期更应审慎。在起步阶段应选择信息披露规范、业绩稳定或增长前景明朗的公司作为做市标的,平稳运行一段时间后再逐步推广至其他公司。其次,引入做市商可优先作为该公司的做市商,但每只股票最少要有两到三家做市商为其股票报价。一方面,可以缓解市场信息不对称问题,防止个别机构投资者通过操纵市场牟取暴利;另一方面,可以使市场报价和交易更加连续,价格发现功能得到更好体现。第三,建立有效的奖惩机制。对违反信息披露的上市公司可给予不同的处罚,严重的可暂停其做市商的资格;同时交易所应考虑对做市商实行打分制度,根据做市商的业务能力和做市表现确定其未来的业务增量,实现市场与相关参与主体的共同发展。

为其安排了专门措施,又能通过市场生态的改善进一步获得改革红利。”兴业证券分析师代凯燕说。

## 承上启下 互联互通步入新阶段

“一年来,新三板改革积极效应逐步释放。也要看到,精选层开市运行刚满一年,制度安排尚未经历完整市场周期和监管闭环的检验,实施效果还需要持续关注 and 评估,各种新情况新问题可能逐步显现,改革仍然面临不少挑战。”安信证券新三板首席分析师诸海滨表示。

专家认为,转板上市制度规则已经发布,落地实操条件已就绪,转板将成为下一阶段新三板改革重点。随着转板上公司案例增多,新三板在同步对接区域股权市场,上交所、深交所、下连区域股权市场的枢纽位置将得到强化。

“上交所和深交所于7月23日分别发布转板上配套业务规则,进一步明确转板上实操过程,强化了转板的可行性,同时意味着首批公司的转板上过程即将展开。”诸海滨表示,转板上制度落地后,企业公开发行的时点将

## 中国国际文化交流基金会 碳中和发展专项基金成立

●本报记者 李岚君

中国证券报记者获悉,首届“国际碳中和180人论坛”日前在中国国际文化交流中心召开,中国国际文化交流基金会碳中和发展基金同时宣布成立。

中国国际文化交流中心第五届副理事长孔丹表示,“碳达峰”和“碳中和”对我国经济既是挑战也是机遇。为了完成碳中和目标,从高速增长转向绿色发展,关键在于科技创新和制度改革。未来,高排放产业必须由粗放型发展转向精细化高质量发展,产业链价值链必将全面升级。

全国人大常委会副秘书长、中国留学人才发展基金会理事长曹卫洲表示,中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和,是我国立足新发展阶段,贯彻新发展理念,构建新发展格局做出

的重大战略决策。气候变化问题是21世纪人类面临的最大挑战之一,任何国家都有义务和责任做出积极贡献。中国政府实施积极应对气候变化的国家战略,努力控制温室气体排放,通过调整产业结构,优化能源结构,推进碳市场建设,提升适应气候变化能力;增加森林碳汇等一系列措施。我国单位国内生产总值二氧化碳排放持续下降,基本扭转二氧化碳排放快速增长局面,取得了举世瞩目的成就。

碳中和发展专项基金管委会副主任邓小白表示,为实现“碳达峰”“碳中和”目标,碳中和发展专项基金将以“三条路径”为行动纲领:聚焦科学低碳和创新引领,扎实推动低碳技术研发;聚焦低碳产业发展,大力推动传统行业的低碳化转变;聚焦人类命运共同体建设,着力推进国际低碳项目交流合作。



## 基础设施公募REITs项目 底层资产初探 ——城镇给排水资产现金流合规性甄别

●天达共和律所 张璇 翟峰君 邢飞

城镇给排水项目作为优质基础设施类不动产,属于586号文及958号文规定的基础设施公募REITs重点申报行业。对此,原始权益人一方面参与热度高,另一方面却苦于项目的现金流与公益属性的二元对立造成资产收益的收窄。针对该问题,我们就城镇给排水项目作为公募REITs底层资产的现金流困境及合规性甄别问题进行探讨。

### 一、城镇给排水项目现金流支付主体的甄别

城镇污水项目中,地方水务公司、水务类城投,或社会资本方设立的项目公司(以下合称“项目公司”)的现金流取得方式往往体现为政府财政支付的资金,而非586号文文明确的“收入来源以使用者付费为主”。事实上,根据《城镇排水与污水处理条例》(国务院令第641号)、《污水处理费征收使用管理办法》(财税[2014]151号)等文件的规定,污水处理费是按照“污染者付费”原则,由排水单位和个人按照国家有关规定缴纳污水处理费。实践中,自来水水费的构成包含了供水费、污水处理费及水资源税/费等细分科目,因此排污企业和个人通常以缴纳自来水水费的方式承担污水处理费用。该等自来水水费属于政府非税收入,全额上缴地方国库,纳入地方政府性基金预算管理,按照“收支两条线”模式专项用于城镇排水设施的建设、运营,不得挪作他用。因此,城镇污水处理项目中,项目公司的现金流来源形式上虽然会体现为地方政府通过基金预算开展的财政支出或补贴,但穿透后实质来源于排污者支付的使用者付费,符合586号文的规定。

城镇供水项目中,部分项目与污水项目相同,其现金流来源于使用者支付至“收支两条线”模式下的地方政府性基金预算中的自来水费,并由政府通过该预算资金以补贴款、购买服务款等形式支付至相应运营主体。但较多项目为根据地方政府授予的经营权或收费权而向辖区内居民或企业提供自来水供应服务,并向居民或企业收取自来水水费后,将水费按比例留存为自身收益,其余部分继续上缴地方国库,此模式下项目公司的收益来源无论从形式亦或实质上,均体现为使用者付费。

### 二、城镇给排水项目现金流稳定但难以达到较高分派率的原因甄别

实践中,城镇给排水项目的投资、运营可主要分为单独开展水厂投资的项目(以下简称“单独水厂项目”)和附带管网的水厂投资项目(以下简称“厂网一体化项目”)。二者核心区别在于是否在提供供水或污水处理厂的同时,一并投资、建设、运营相关配套管网。

就单独水厂项目而言,项目公司获取的经营性现金流是以水厂投资成本为基数,按照项目运营年限、预计处理量规模、维修成本及运营成本等多方面因素综合测算出的每吨水处理单价(以下简称“吨水价格”),并由政府方按照该吨水价格及运营期的实际处理量支付费用。因此单独水厂项目的投资成本相对较低,且运营成本及收益通常可由“收支两条线”模式下的政府性基金预算予以覆盖,现金流收益率通常较好,适合作为基础设施公募REITs的基础资产。

尽管如此,由于《财建[2015]29号文》等文件为改进市政公用产品和服务由政府单一供给的方式,引导社会资本参与并承担项目全生命周期管理,要求城市供水、污水处理项目应实行厂网一体化、站网一体化、收集处理一体化运营,提高服务质量,因此实践中较多水厂在投资、运营阶段不仅包含水厂本身,更包含了一定量的配套进出水管网资产。而由于管网仅为水厂运营所需的辅助性配套资产,自身不具备产生独立现金流的条件,因此厂网一体化项目往往体现为项目整体投资额大幅上升,导致折算后的吨水价格同样大幅提高,而由于居民或企业支付的自来水水费并未随着管网资产投资额的提升而上涨,因此纳入政府性基金预算的资金规模无法覆盖全部厂网一体化项目的现金流需求,此类项目则相较于厂网一体化项目通过一般公共预算口径支付的补贴或可行性缺口补助费用实现平衡,难以通过使用者付费覆盖投资成本。如果拟通过该类资产发行基础设施公募REITs,则需要将管网资产进行适度剥离或开展资产重组等操作,在保障分派率达标的前提下尽可能多地向基础资产中匹配管网资产。

此外,和前述厂网一体化水厂类似,本次958号文新增的“探索类”试点行业项下具有供水功能的水库项目,因其投资体量虽大但使用者付费产生的经营性现金流比例较低而存在同样的困境。

### 三、小结

针对城镇给排水项目底层资产现金流的上述特点,部分地方政府提出通过提供隐性化补贴的形式创设经营性现金流,并包装此类公益性大于经营性的项目,以实现形式上符合公募REITs申报要求。对此,我们认为该方式反而将增加地方政府支出责任及隐性债务风险,与国家防范化解隐性债务理念相悖,也难以达到国家发改委对基础设施公募REITs项目申报审核标准。

综上所述,我们建议各企业应在充分梳理既有存量资产的前提下,对相对符合标准的项目开展市场化重整,将难以产生现金流的重资产部分进行适度剥离,并通过运营创新,如智慧水务等方式增加项目使用者付费收益,对项目进行合规化调整及培育,以实现公募REITs申报标准。