

注册制落地一周年

# “宁组合”闪耀 创业板现三大积极变化



创业板注册制已实施一年。在制度红利激发下，创业板引领的科技成长行情渐入佳境。

这一年，创业板领涨三大指数，收盘点位一度超越沪指；以宁德时代为代表的一批行业龙头进入投资者视野。

机构表示，中长期看，随着新一轮科技周期开启，产业需求持续放量，高景气产业链中的细分赛道后续增长动能强劲，创业板有望孕育出更多牛股。

● 本报记者 牛仲逸

## “宁组合”表现抢眼

2020年8月24日，创业板试点注册制改革，截至2021年8月23日，创业板指累计上涨25.12%，同期上证指数上涨2.85%，深证成指上涨7.85%。

今年7月13日早盘，创业板指盘中点位首次超过上证指数；7月29日，创业板指收盘报3459.72点，上证指数收盘报3411.72点，创业板指收盘点位首次超越上证指数。

分析人士表示，创业板指超越上证指数，最主要反映的是市场投资逻辑的变化。以创业板为代表的高成长性赛道和景气度较高的龙头核心资产组合开始跑赢市场，即“宁组合”。

“宁组合”围绕产业发展的先锋方向，成长性属性突出，富有更高的弹性。从总市值超越五粮液成为深市“一哥”，到如今总市值稳居A股第四，宁德时代不仅成为创业板指上涨的最大功臣，也带领创业板中的一批行业龙头崭露头角。

Wind数据显示，截至2020年8月24日收盘，创业板中仅有9只股票总市值超1000亿元。其中宁德时代总市值最大，为4705.77亿元；迈瑞医疗、智飞生物紧随其后，总市值分别为3863.22亿元、2160.64亿元。截至2021年8月23日，创业板中共有19只股票总市值超1000亿元，其中宁德时代总市值最大，为12155.09亿元。

过去，人们常用百市值来界定“创蓝筹”，而如今的创业板，高成长性的赛道龙头似乎未看到市值天花板。

## 三大变化引人注目

Wind数据显示，创业板实施注册制以来，共有69只成分股股价翻倍，其中，阳光电源、联创股份累计涨幅分别达到644.77%、601.04%；上能电气、新雷能、天华超净累计涨幅均超过400%。

在市场人士看来，这些牛股主要有三大特点：第一，成长性是核心，内生增长动能强劲。第二，产业景气度高

企，主要体现在半导体、新能源车、医药等景气产业链。第三，业绩增长确定性高。中小企业通过加入供应链深度绑定产业链龙头公司，进一步提升未来成长的确定性，催化股价高涨。

该市场人士进一步分析，创业板实施注册制给市场带来三大积极变化。

首先，激发创业板活力，引领科技成长行情。在新能源汽车、光伏、储能、半导体等今年市场最火的几大赛道中，创业板股票往往充当领头羊角色，比如宁德时代、阳光电源、富满电子等。

其次，培养价值发现思维，新股盲目炒作之风式微。创业板实施注册制后，如何为新股定价？个股基本面、行业竞争格局等成为投资者首要考虑问题。

最后，筑巢引凤，为A股提供新的赛道。Wind数据显示，实施注册制以来创业板共迎来182只新股，为A股提供了新的赛道选择。比如，贝泰妮专注于应用纯天然的植物活性成分提供温和、专业的皮肤护理产品；立高食品主营冷冻烘焙食品业务；中熔电气主

导产品为电力熔断器。

## 科技成长主线机会多

近期市场走势较为震荡，但目前A股整体估值合理，并且在短期调整中释放了情绪面及筹码集中的风险。

华西证券策略分析师李立峰认为，市场有望逐步走出磨底期，未来决定市场风格的核心因素仍是盈利相对优势，“宁组合”等高景气成长赛道仍是配置主线。

“从工业软件、储能概念到军工、氢能，可以看到当前资金仍然在成长阵营内部切换。”华安证券策略首席分析师郑小霞表示，在半年报密集披露窗口，高景气赛道仍具有业绩比较优势。

国海证券策略研究指出，市场调整之后，行业配置依旧需要围绕高景气、高成长板块布局。一方面关注新能源、半导体、稀有金属等主流赛道，另一方面应重视受益于成长风格扩散后军工、通信、消费电子等板块。

## 中证协拟修订 科创板和创业板IPO承销规范

● 本报记者 赵中昊

中国证券业协会近日就修订《科创板和创业板首次公开发行股票承销规范》向券商征求意见，涉及路演推介安排的完善、簿记建档以及投资价值研究报告有关要求的调整等。值得注意的是，《承销规范》发行定价方式由此前的询价方式调整为直接定价和询价方式，且需符合证监会和交易所相关规定。

### 完善规则加强监管

今年以来，部分科创板新股上市后股价暴涨，而发行价极低。低价发行，二级市场爆炒，这一扭曲现象受到监管关注，交易所此前一直在加强对询价的监管并加大处罚力度。在业内人士看来，加强监管的同时还须从根本上完善规则。

“以前是询价机制，机构投资者可以利用制度漏洞，统一报低价。”华南某大型券商投行人士对记者表示，如直接定价发行，募集不满的情况可能会越来越普遍。

资深投行人士王骥跃对记者表示，科创板没有直接定价发行的情况，只有创业板有，而且量很少。“发行2000万股以下才可采取直接定价发行，且还有市盈率要求，预计询价方式还将是未来主要的定价方式。偶然出现破发并不是问题。”

“预计不会所有股票都采用直接

定价方式发行。”华北某券商投行人士称。

值得注意的是，沪深交易所于近日修订了科创板、创业板发行承销业务规则，剑指新股“抱团报价”，强化报价行为监管。

### 扩大一对一路演主体范围

在修订说明中，中证协表示，《承销规范》将一对一路演的主体范围由“战略投资者”扩大为“具备一定投资实力的潜在投资者”，以增进投资者对发行人的了解。考虑到发行人对自身股票的定价权，修订后的《承销规范》还允许发行人进入簿记现场。

王骥跃认为，此前的《承销规范》之所以未将具备一定投资实力的潜在投资者纳入一对一路演范围，可能是一对一路演或存在私下勾兑价格的行为，因此只允许公开路演，不允许一对一路演。而此前不允许发行人进入簿记现场，可能是担心发行人看到发行价的报价过程，可以私下打电话给有关系的机构报价。

“其实很多问题都可以通过规范来解决。”王骥跃表示，发行人可以进簿记现场，只需把手机信号屏蔽即可。记者注意到，修订后的《承销规范》规定凡知悉投资者报价和定价信息的人员，不得对外泄露报价、定价信息，并应当向主承销商合规人员报备全部手机通讯号码。

## ■ 深交所“财务视角看行业”投教专栏

## 含“科”率 通信行业的投资小帮手

● 毕马威华振会计师事务所 朱昕诺

5G时代到来，意味着什么？人工智能、物联网、云计算、区块链、视频社交等新兴技术将依托5G得到迅猛发展。而这正是通信行业特点——技术快速迭代、研发争先恐后。三大通信公司加上华为、中兴等基建供应商前端引领效应，下游子行业企业要想踩准节奏，必须形成科技含量优势，含“科”率体现它们创新生命力。读懂企业财务报表含“科”率，有助于找到投资通信行业的重要参考。

### 一、怎么看研发费用

通信行业周期性明显，企业只有不断投入研发才能在行业保持竞争力。企业研发投入，一般会计入当期利润表的研发费用。投资者可通过研发费用金额大小及研发费用收入比率，即（当期研发费用/当期资本化研发费用）/当期收入，了解企业自主研发投入力度和趋势。

然而，单看研发费用的参考作用是有限的。比如虽然有的企业研发费用增长可观，研发费用收入比率与企业历年情况纵向比较以及行业横向比较都呈现出积极态势，但这一结果只能说明企业在研发方面投入较大，未能全面反映出企业研发经费与时间是否产生成果，是否踩准行业变更的节奏。

偏听则暗，兼听则明。投资者还可以结合相关非财务指标进一步分析研发费用。比如，某上市公司信息披露中，连年研发费用稳中有升，研发团队持续扩张，研发费用收入比率维持7%左右。但是，将研发费用除以研发人数后，会发现该企业人均研发费用只有数万元。这与财务报表中营造出的企业“充盈的”研发费用及“强大的”研发能力，似乎就有点相距甚远了。

此外，资产负债表也能为判断企业含“科”率提供一定参考。比如，企业对于自身研发产品在市场的收益颇具信心，就会将研发费用资本化，体现在资产负债表无形资产中。然而，包括通信行业在内，不少企业因所处市场竞争激烈、节奏多变等原因，在选择是否资本化时会较为谨慎，有的企业甚至更倾向将研发支出列入当年损益，即企业大部分新研发专利权及非专利技术未进行资本化，未体现在财务报表无形资产。因此，投资者不能单单以财务报表账载无

形资产金额大小判断企业拥有的专利和非专利技术的价值大小，还需要结合企业业绩变动的分析以及披露的其他信息，进一步挖掘企业含“科”率，判断新获得的专利和非专利技术等企业带来的潜在价值。

### 二、怎么看商誉风险

为增强自身科研能力以及熨平周期性发展波动，通信行业企业还会选择对外收购企业。对外收购企业能使企业取得被收购企业的科技成果，从而快速提升含“科”率。一般来说，企业收购时会抱着对收购标的的美好预期，愿意为未来发展支付溢价，从而在资产负债表上形成商誉，但商誉也因包含对未来不确定因素而存在一定风险。

为保护投资者利益，大部分上市公司收购时，被收购企业一般会做出业绩承诺，并披露业绩承诺完成情况。这时业绩承诺完成情况就像被收购企业的成绩单。当这份成绩单“不及格”时，就预示着收购后续经营并没有达到最初期望，投资者需要关注商誉及其减值风险。

但是，当上市公司连年交出的“答卷”刚好都是“及格分”时，投资者就要格外警惕了。例如，某上市公司高额溢价收购某国内一流通信设备公司，该公司做出后续三年业绩承诺，税后利润分别不低于1000万元、2000万元和3000万元。在后续信息披露中，被收购企业的税后利润分别达成1010万元、2010万元和3010万元，可谓“精准达标”。业绩承诺期满后第一年，被收购企业税后利润大幅跳水，回落到1030万元，商誉减值、业绩“变脸”接踵而至，直接影响上市公司利润。对于这些蛛丝马迹，投资者一定要留心。

通信行业准入壁垒高，周期性明显，行业特征突出。在财务报表上，除了关注研发投入情况和商誉情况，可挖掘的数据还有很多。这需要投资者不断提升自身的投资能力，关注投资决策需要的信息，积累投资决策必备的知识，不断矫正非理性投资行为，日拱一卒，积跬步而致千里。

（免责声明：本文仅为投资者教育之目的而发布，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。深圳证券交易所力求本文所涉信息准确可靠，但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证，对因使用本文引发的损失不承担责任。）

## 首份险企半年报亮相

# 中国人保归母净利润同比增长34%

● 本报记者 程竹 见习记者 石诗语

8月23日，中国人保召开2021年中期业绩发布会。上半年，中国人保实现净利润232.81亿元，同比增长31.6%；归母净利润168.84亿元，同比增长34%。

### 财险业务稳定

上半年，中国人保人身险板块中，寿险保费增长趋势延续。中国人保方面介绍，人保寿险推进“大个险”战略大个险渠道，保险营销队伍半年内减少4.08万人，降幅超过40%，个人保险渠道原保险保费收入342.15亿元，同比下降4.2%。

上半年，人保财险实现保险业务收入2526.26亿元，同比增长2.6%，市

场份额34.3%，保持行业首位。受车险综改影响，上半年人保财险的机动车辆原保险保费收入1207.55亿元，同比减少7.8%。机动车辆手续费率7.5%，同比下降7.1个百分点；费用率26.4%，同比下降10.8个百分点。

中国人保副总裁李祝用表示，当前，人身险领域面临行业性的治理和转型问题，过去的增员驱动和销售透支难以以为继，以客户为中心和以价值为本的深层次经营逻辑和发展模式仍旧在持续建立中。从财险领域来看，车险综合改革的影响仍旧持续，保费下降、利润压力的问题仍旧存在，加之今年自然灾害时有发生，保险行业短期压力巨大。

李祝用表示，近期保险板块明显波动，中国人保股价也出现一定下降，这其中既有资本市场整体波动的原因，也

有保险业受短期因素影响和冲击而出现股价波动的因素存在。

### 关注非上市股权等投资机会

人保资产副总裁黄本尧说：“今年在操作上，二级市场的配置比例向战略配置中枢靠拢。同时，加大了投资收益兑现力度，为全年实现投资收益目标奠定坚实基础。”

对于下半年的操作布局，黄本尧透露，在二级市场的配置比例应控制在风险线之内，同时积极寻求优质的非上市股权或私募股权投资基金的投资机会，加大配置力度。具体方向上，重点关注消费升级、科技创新、健康养老、绿色低碳领域估值回到合理水平的长期机会，以及经济结构调整优化带来的结构

性机会。

### 河南暴雨损失已赔付22亿元

在谈及河南暴雨的定损、理赔工作和赔付压力时，中国人保集团副总裁、人保股份公司总裁于泽表示，7·20河南暴雨灾害的损失情况涉及车险、财产险、农险等几个险种。截至8月20日，人保财险接到报案约30万件，其中数量最多的是投保了综财险的家财险，其次是车险，上述两项业务占报案总数的99%。目前，估损的净损失额约28亿元，人保财险已赔付22亿元。

“每年7、8、9三个月都是自然灾害（包括台风、洪水、内涝等）高发期。与以往年度比较，这次河南暴雨灾害单一损失较大。”于泽表示。

# 美股暗藏风险 非美资产何去何从

● 本报记者 张枕河

尽管近期有所波动，但美股主要股指仍处于高位。部分机构已警示美股风险，美国疫情、宏观经济复苏、美联储政策、科技股前景均存在变数。在此背景下，关联性较强的非美资产何去何从？

### 美股牛市恐存变数

专家认为，近期美股保持相对强势，但其中风险已经越来越大。首先，美联储货币政策、金融市场流动性存在较大不确定性。FXTM富拓首席中文分析师杨傲正指出，美联储上周公布的7月会议纪要显示，多数官员预计，今年将开始缩减购债规模，同时确认通胀朝着目标取得了足够进展，但由于美国劳动力市场还有改善空间，因此仍未达成共识。

其次，美国当前的新冠肺炎疫情明

显恶化，这对于美国部分行业乃至整体经济复苏都带来不确定性，相关部门在制定财政和货币政策时也会“左右摇摆”。根据美国约翰斯·霍普金斯大学最新统计数据，截至北京时间2021年8月22日6时21分，美国新冠肺炎累计确诊病例达37667103例，累计死亡病例628272例。与此同时，患者年龄出现了非常显著的变化。根据美国疾病控制和预防中心的数据，30岁至39岁新冠患者的住院率近期创下最高纪录。

再次，部分上市企业盈利前景可能低于预期。中金公司在最新研究报告中指出，从二季度报来看，市场一度报以较高期待的投资周期并未完全开启。二季度标普500指数资本性支出增速看似很高，但更多是低基数所致。如果看绝对规模的话，二季度反而较一季度有所回落，这与盈利和需求大幅增长明显不匹配。三季度美股盈利和环比增长或出现压力。

### 部分关联资产波动风险或增大

投资者更为关心的是，如果美股出现波动，其它非美资产将何去何从？总体看，部分与美联储政策直接关联较大的资产短期可能出现波动。

彭博最新期权数据显示，9月24日到期的追踪美国和加拿大以外发达市场股票的iShares MSCI EAFE ETF (EFA)和追踪新兴市场股票的iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM)，在上周出现了明显的新看跌押注。对此，Susquehanna衍生品策略师墨菲解读表示，这些交易似乎针对的是美联储9月利率决议，市场认为届时美联储可能收紧货币政策，从而带来流动性紧张。

值得关注的是，由于经济向好趋势明显，全球资金仍较为看好中国资产。高盛策略师Kamakshya Trivedi

在最新报告中预计，中国股票未来12个月将因估值较合理而获得强劲购买需求。

花旗银行首席中国经济学家刘利刚表示，美联储加息讨论仍在持续，伴随对热钱撤出与通胀的担忧，巴西、墨西哥等新兴市场纷纷加息。展望未来，预计更多外资会配置人民币资产。“海外机构投资者所持有中国国债等其他债券的比重大约为10%，与韩国、日本（15%）及东南亚一些国家（20%）相比仍较低。”

瑞银财富管理亚太区投资总监胡一帆指出，中国市场这几年越来越受到海内外投资者青睐，这种趋势仍将持续。中国经济增速强劲。这几年涌现出很多优秀企业，特别是在高科技和消费领域好公司较多。消费潜力的释放，意味着一个拥有巨大增长空间的市场逐步形成。最近几年，不仅股票，中国债券也越来越受到海外机构的青睐。