

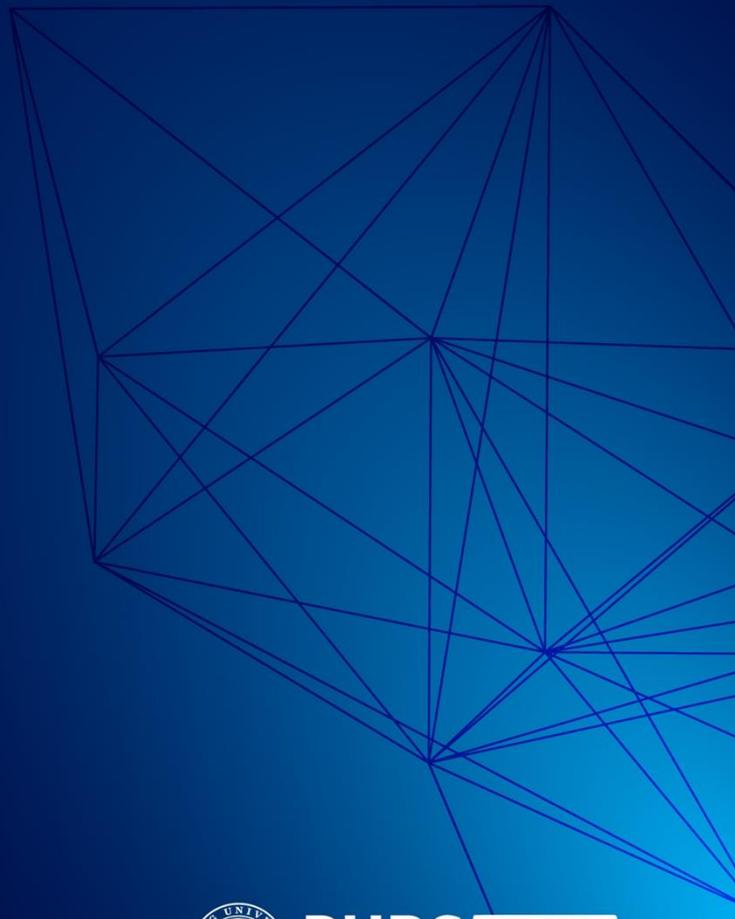


# 北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

## 金融前沿对话

2019 年第 21 期 总第 32 期



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：都闻心（执行）曹明明 何清颖 方垆豪 朱伟豪

## 北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于加强国内外著名高校、金融研究机构、以及知名金融学者之间的交流，构建开放的学术、政策交流平台，旨在提高中国金融理论与政策的研究水平，促进学术繁荣与发展，加强与政府决策部门的联系与合作，为政府决策提供参考意见，为国际金融体制改革和中国金融业的发展做出贡献。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

## 科创板会带来哪些市场影响？

主持：巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

讨论：邵红霞（达晨创投）

仇 健（招商证券）

王 欢（德勤会计师事务所）

屈先富（天职会计师事务所）

张 河（中国建设银行深圳分行）

高一雯（中信建投证券）

化定奇（前海母基金）

李 威（深创投）

刘 问（通商律师事务所）

邱荣辉（中信建投证券）

王 超（招商基金）

白海峰（招商基金）

张 旭（厚伟润成投资）

## 一、科创板成为创投行业的短期强心剂，也带动创投行业的中长期洗牌

总体而言，科创板是 2019 年创投行业的一个强心剂。从整个创投行业的发展看，2018-2019 年整个形势不好，创投行业募资难、退出慢，但是有了科创板以后，这个行业一下就有了一个兴奋点，几乎所有的创投机构都是 all in 到科创板，大家觉得一定要抓住这个机会。

中国的创投行业，可能最大的挑战是时间，总体退出时间比较慢。从 2006 年开始有了有限合伙，整个创投行业才发展起来。创业板推出以后整个行业快速发展，但是那时候设立一个基金，可能通常的期限结构就是“5+2”或者是“5+3”“6+3”，最多 8-10 年，到现在几乎所有的机构都面临着退出的压力。基金年限到了，但很多项目还没退，原因是整个创投行业和资本市场的关联度很高。这些年来，中国证券市场经历了多次 IPO 暂停，整个发行速度，包括退出通道一直都不太畅通。所以，创投企业特别积极地迎接科创板，对科创板的推出、细则制定和发行非常关注。而创投关注的行业与科创板特别支持的六大行业、五大标准在总体上较为契合。从行业看，一些创投机构投资的军工、医药、智能制造等行业的企业，由于盈利水平、存在未弥补亏损等原因，上不了中小板、创业板，科创板给这一部分项目提供了通道。

科创板的推出，也同时加剧了创投行业的集中度。早期创投的募

集，主要是面向个人和小机构，现在则必须面对专业程度不断提高的大机构，如政府引导基金、产业资本、银行保险等资本，在这些机构的名单中，愿意合作的往往只有几十家 GP，真正下单时更倾向于少数的大龙头机构和部分定位于特色领域的小黑马机构。

在这种背景下，如果再过 3 至 5 年回头看，2018-2019 年很可能是一个大拐弯，未来淘汰 70-80% 创投机构都很正常。现在从中国基金业协会的统计数据来看，从事一级加二级投资的机构大概有 1.4 万家，有十几万亿的资产，其中一级市场大概是 1.2 万家，共 9 万亿的资产，未来充其量留下 2000-3000 家，对这个行业就足够了。

截至 2019 年 8 月初，科创板受理了 152 家公司，有 6 家是没有盈利的，其余基本都是按照盈利企业申报。因为是第一批，各个券商也倾向于申报盈利企业。对创投机构而言，科创板的推出把整个创投机构退出的时间大幅度的提前了。原来可能在主板上市，因为需要盈利，所以只能是在成长成熟期退出。科创板不需要盈利，或是不需要稳定的盈利，也没有趋势的要求，这样使得创投企业的投资可以退出大大提前，如果限售时间再适当缩短可能会更快。

## 二、科创板的市场化估值对券商的估值和发行能力提出更高要求

截止 2019 年 8 月初，152 家科创板受理企业中，有 41 家来自新三板，16 家被 IPO 否过，7 家曾 IPO 中止，2 家红筹架构公司（九号机器人和华润微电子），3 家 H 股公司（中国通号、复旦张江和昊海生科）和 1 家纽交所退市公司（天合光能）。从地域看，大部分企业分

布在北京、上海、广东、江苏和浙江。从行业看，第一大行业是通讯业，第二是专用设备制造行业，第三是软件和信息业。其中券商比较关注的是生物医药行业，有 36 家，占 20%（包括生物医药制造业 20 家、医疗器械类专用设备制造业 12 家，研究与实验发展 4 家），大部分都是盈利企业，首批比较谨慎。

科创板业务对于券商而言压力大大增加。与以前相比，科创板要求强制性跟投，使得券商需要被动接受被投公司的股价。另外，整个发行上市的监管要求更加严格，流程更加透明，这也使得券商的承销费有所提高。

### 1. 科创板挑战券商的估值能力

在科创板的估值实践中，券商在估值方法上，一方面会考虑企业本身的发展阶段和总体情况、行业的发展阶段和总体与纳斯达克、香港市场同类可比公司的对标。另一方面会考虑市场系统性的因素，设置一个估值测算区间，目前来看市值分析报告与投价报告区间基本一致。

从业务流程上看，目前券商需要从项目进入实质性阶段时，就给每个项目组建估值小组。就具体估值方法而言，采用 DCF 等绝对估值法和 PE、PS、PGMV 等方法相互验证的方式。此外，一些特殊行业，如生物医药会采用管线估值法，有的券商还探索了一些新的估值方法，如 PER，也就是将研发投入考虑到估值系统中。在现有的业务流程要求中，券商在申报时要向上交所提交市值分析报告，在申报文件中包

括对企业发行时点市值的预测。因为市值是上市标准要求之一，如果发行时达不到市值标准，将导致发行失败，所以要根据企业的情况预计市值是否达到了标准，且需留有一定的安全边际，以防企业经营等因素的波动，在做估值分析的时候，还需考虑整体市场系统性波动因素的预期。

## 2. 科创板对券商的发行定价能力提出新的挑战

在中国证券市场的发行定价体系中，原来通常有 23 倍 PE 发行定价的窗口指导，券商在股票 IPO 发行方面并不愁销，定价通常也不需要与发行人商量，也不用向机构做过多宣传，因为除了银行等行业外的新股实际估值一般都远高于 23 倍 PE，所以有人说在中国打新股像博彩，中签率低但只要打到就肯定有收益。但目前科创板的制度下，发行定价的机制不一样了，需要市场化询价。

从目前实际操作来看，券商的投价报告在第一批发行中起到了非常重要的作用。投价报告由主承销商发布，通过全面分析发行标的，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，从而为网下投资者报价提供参考。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。

在实践中，投价报告一般由券商研究所负责撰写。从科创板投价报告的内容看，与 A 股其他板块投价报告有一定区别。科创板的投价报告明确要求制作盈利预测模型，包括但不限于资产负债表、利润表以及现金流量表；要求至少提供两种估值方法做参考，而这些方面在

A 股其他板块的投价报告中未做明确要求。

科创板发行要求信息隔离（包括价格信息隔离），但在实际操作中，投行部、资本市场部、研究所、发行人之间会出现一个价格的博弈，最终还是要多方协定、整体沟通确定价格。

券商发布投价报告后，开始接受买方机构申报价格。具体操作时，券商会先剔除关联方和无效报价，再剔除 10% 的最高价，然后在这个区间中的四个价格（所有投资者报价的中位数和平均数，以及公募、保险等几类投资者报价的中位数和平均数）下面一点卡住。投资人的报价一般是在投价报告区间的 55%-65% 分位之间，因为大家担心如果报高了会被排除，但报低了又不甘心，所以大家都是按照这个范围操作。作为发行前股东的创投机构，一方面希望价格可以高一些，估值越高越好，一方面也担心价格过高发不出去，毕竟发行成功最重要。

所以，在科创板定价中投价报告较传统的主板来说，其重要性进一步凸显。另外一个重要的功能是投资者的询价，但是在首批上市定价中没有特别发挥重要的作用。券商一般当天拿到批文，晚上 11 点多就开始准备公告，甚至启动相应的发行工作。在注册制的环境下，路演一般而言是很重要的，与投资者沟通是用以确定投资者意向价格的重要手段。但是在首批科创板公司股票定价中，路演似乎更多是形式，公募机构似乎不太关注投价报告中价格区间是否合理，还是有部分机构认为，只要能买到股票就不愁得不到可观的投资收益。

### 三、科创板给二级市场带来的投资机会

#### 1. 打新套利机会

根据历史经验，A 股市场上的打新几乎是二级市场的无风险收益机会。据统计，2018 年 A 股市场累计发行 102 家批文，其中网下新股 86 家。沪市平均开板涨幅为 208.05%，深市平均开板涨幅为 196.37%，两市 A 类投资者打新收益合计 650 万元（剔除工业富联）。考虑到科创板的定位和筛选机制，不少市场投资机构还是预期，上市之后大概率会受到市场追捧。

但是科创板的制度设计中涉及到的中签率筛选机制、市场化定价机制和锁定期要求，会对打新收益有一定影响。

在底仓门槛要求方面，科创板要求其他网下投资者的市值门槛不低于 6000 万元，比目前 A 股其他板块更加严格（年初至今上市的新股网下 A 类投资者门槛多数在 1000 万元，其他网下投资者门槛为 5000-6000 万元，个别企业网下全部为 6000 万门槛）。由此预计，科创板初期网下投资者数量将较目前的 A 股其他板块明显下降。

在筛选机制方面，科创板制度安排不低于网下发行股票数量的 70% 优先向公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等 6 类中长线资金对象配售。规则要求变化后，公募、社保基金和合格境外机构投资者资金等 A 类参与者参与科创板打新网下中签率将有望进一步提高，预估为传统 IPO 的 5-8 倍。

在锁定期要求方面，《建议》要求通过摇号抽签方式抽取网下 6

类投资者 10%的账户，获配股份锁定 6 个月。该项制度一定程度上制约了部分网下投资者可能的短期一二级市场套利行为，也对产品流动性提出更高要求。在市场化询价背景下，个别投资吸引力较弱、估值偏贵企业可能面临中期破发风险。

## 2. RQFII 投资策略

虽然科创板打新是一个通常市场公认的无风险收益，但对于二级市场来说，市场投资机构似乎更看重科创板概念对 A 股相似概念股票的提振。因此，对二级参与者来说，主要关注创业板、主板里一些对标公司的价值提振，对这些公司进行投资是目前公募基金重要的一个操作。不少市场机构认为，科创板可能在一些主要公司经历市场淘汰存活之后入场更合适。

由于当前 A 股市场缺少有效的对冲股票底仓价格波动风险的工具，long-only 的公募基金主要通过配置固定收益资产，或者通过股指期货部分对冲，降低股票底仓在组合中的仓位占比来减少投资组合的波动率。在降低组合波动率的同时，组合规模超出了最低资产，在打新收益确定金额的情况下，组合规模越大，收益越低。如果保持最低组合规模为 8000 万，在 1250 万的打新收益时，组合收益率为 15.63%，如果组合规模提升至 2.5 亿，组合收益率将下降至 7.4%。

如果使用 RQFII 的方式进行投资，在享有与公募基金和社保基金同样中签率的同时还可以买上证 50 指数成分股，在香港用股指期货对这部分风险进行完全对冲，同样也可以在境外利用人民币汇率期货

对冲汇率风险。借助股指期货和汇率期货，可以高效率地管理 RQFII 组合面临的股票风险和汇率风险，可以将组合收益率维持在 15%，组合规模控制在 9500 万。

### 3. 构造科创板指数基金

在市场操作中，基金公司的投资策略更多看中“庸俗”的短期，过去三年，核心资产在 A 股涨势非常好，基本都在历史高位。大家抱团投资之下也会担心未来的走势和压力，需要一个突破口来转换方向。很多投资经理都想转向科技股，但是苦于没有优质标的。

美国的互联网泡沫使得美国市场市值蒸发了 5 万亿，但是从产业升级的趋势看，这个赛道是对的，发展到现在海外科技股龙头企业市值合计也早超过了 2000 年整个市场暴跌的市值。因此，不少市场投资机构的思路是发行科创板的指数基金，因为不确定是否能够押中未来的成功企业，所以将整个行业的成分股都买下来，即使九分之一的企业成功而九分之八退市了，龙头企业的增长也足够拉动收益率。

还有一种策略是真正做产业的思路，从 PE 的视角来做二级市场，选择好行业、好企业、好价格。但目前二级更多地从交易的角度考虑自己的策略，基于短期交易低买高卖的想法居多，较少关心企业的未来发展，其中一个重要的倒逼压力是公募基金的排名。

### 四、科创板促进银行支持科技企业的业务模式创新转型

科创板推出后，对促进市场理念的转变发挥了积极的作用，也间接地影响到商业银行等金融机构的业务模式。

就商业银行而言，在总体产业结构迅速转型的背景下，银行的产品模式和机制同以前相比发生了很大变化。就深圳地区的商业银行而言，传统信贷支持的主要方向是个人贷款和房地产贷款，同时也有部分贸易融资和普惠金融。但是在房地产行业的业务动力逐步减弱后，银行确实到了一个转型阶段，现在不少商业银行正在向支持科创板企业的方向转变。

商业银行本身是低风险偏好的，原来的银行仅支持盈利的、有抵押的企业，否则在大规模放款背景下难以控制风险。科创板推出后，一些深圳地区的商业银行在积极探索为科创企业服务。

从市场的实践看，目前商业银行支持科技型企业创新商业模式的转型主要有几个方向：其一是通过与相关的机构合作，比如获得政府机构贴息贴保支持的企业往往更容易达到银行的门槛，或者有创新投资机构推荐的企业，则根据投资额给予一定的信贷支持。其二，对于一些核心企业，之前都是形成应收支付后才给予支持，但现在有的银行在拿到订单即给定支持。其三，还有一些高校孵化项目，银行也通过一些途径给予支持，例如创赛、建立孵化器等。除了信贷支持，有的商业银行在南山、龙岗等地都有孵化园，给予企业场地等物理支持。而对科技型龙头企业，有的银行也在探索发挥桥梁作用，如撮合订单、邀请创投进行路演等。总之，不少商业银行正积极为科创企业打造一种新的生态模式。

在产品方面，不少商业银行采取了与以往完全不同的模式。现在

的支持还是以信用贷款为主，同时控制风险。但在支持科技型企业的  
具体业务做法上，一些商业银行开始探索新的模式，例如，首先为企业  
画像，根据政府数据、银行数据等，从企业的创新属性、团队、市  
场认可度和创投认可度四个维度为企业打分，并根据打分情况，根据  
银行内部的标准化评价模式进行评价。

在深圳市场上，一些商业银行为科技型企业提供的贷款期限达到  
六年，利率为基本利率，因为很多创业企业目前仍处于亏损状态，如  
果贷款期限设置较短，企业难以偿还。而在效率上，一些商业银行也  
根据科技型企业的要求进行了改进，传统的审批机制由审批委员会主  
导，通过审批需要经过许多部门，但现在的模式是“一加一审批”，  
最快当天就可以过审。

在机制方面，一些商业银行考虑引入投贷研究机制。以中国建设  
银行深圳分行为例，由国家发改委、深圳市政府和中国建设银行总行  
共同投资三百亿建立母基金，其盈利模式在于向给定企业贷款的同时，  
拿到企业界的一些投资选择权，希望用投资的收益弥补和覆盖风险；  
若风险控制得好，可以获得更多的收益。

可以说，科创板的推出加速改变了商业银行的商业模式，以往商  
业银行的大资产需求增长来自政府融资平台，以及房地产、外贸、境  
内外的跨界金融套利等领域。但现在，一些原来并非银行的客户也变  
成了客户，整个商业银行的授信体系从为企业画像到风控连接都在进  
步，同时也改变和简化了银行与创投企业的相互关系。

## 五、科创板促进会计师事务所、律所的市场化转型

从会计事务所的角度看，会计师也十分关注科创板的市場影响，特别是机制、业务和市場秩序方面。

外资会计事务所早期在 A 股市场比较有优势，但随着市場的发展，外资事务所因其在原有机制里面的角色定位，导致市場机制和能力匹配出现了落差。按照科创板目前的运行机制，强调市場化，弱化行政方面的审核审批，强调借助市場力量进行调整，因此会计事务、律所、券商在做决策时必须遵循客观标准和客观规律，也加强了中介机构的背书或判断的作用。

在目前的业务实践中，律师在审核过程中最核心的两件事分别为：一是业务基础，第二是业务的真实性，包括盈利的真实性。

在目前的发展阶段，中国資本市场监管制度的核心矛盾在于，市場一方面希望监管者能尽量保证上市公司的质量，另一方面又想让投资者、市場独立地判断公司的价值。因此，在二者的相互作用下，可能会逐步形成一個中国特色的注册制，让投资者自行判断辨认市場的价值，但在目前司法保障机制不完善的情况下，审核机构可能仍然需要提出一些实质性条件，起到一部分把关的作用。

由于创新是随机的，没有人能够完全明白某个业务是不是有前景的技术创新，所以监管层提出要通过市場机制和司法保障机制完善这个系统，造假企业不仅要退市，还要承担相应的法律责任。监管部门的主要角色是制定规则和维护规则。这对律所在 IPO 中的作用提出了

新的要求。

从具体的审核角度来看，目前上海证券交易所对科创板拟上市企业的审核，一般包括三个方面：发行条件、上市条件、信息披露。前两项主要关注财务和内控，另外一块主要是独立性和关联交易。跟原来的不同点主要是科创属性和核心技术。核心技术牵涉到研发，包括内控、核算、研发费用资本化等。科创板的审核比主板更细、更严。如果一个问题没说清楚，往往会导致一轮一轮往下问，并且时限性很强。此外还有收入审核，会结合核心技术，包括核心技术产生的收入占总收入的比例。目前的科创界定仍相对较为严格和狭窄，强调硬技术，但未来应该有条件做一些扩展。

## 六、科创板成功起步之后的发展展望

从目前的趋势看，如果仅按现有上市条件，市场预计将有大量企业可以上市，IPO有可能形成新的“堰塞湖”问题，且完全放开，可能会对市场存量形成一定冲击。市场预计，可能在科创板稳定运行一段时间后，会通过一些隐性门槛来提高标准，缓解可能出现的“堰塞湖”问题，但这跟注册制的改革方向存在一定的偏离。科创板除了财务、内控、规范性等方面要求外，增加了科创属性和市值的要求，通过科创属性和市值可以部分解决“堰塞湖”问题。比如需要在现有板块进行注册制改革，如何解决IPO过程中可能出现的“堰塞湖”问题，也是必须考虑的一个重要问题。

科创板对一级市场来说，更多的意义在于缓解PE/VC融退困境。

对二级市场而言，科创板可以与存量板块形成竞合关系，有望开启 A 股科技并购周期。根据新华社 2019 年 6 月 20 日报道，中国证监会出台《上市公司重大资产重组管理办法》，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。随着科创板加速推出，资本市场存量改革确定性逐渐增强，未来 A 股借壳上市、再融资政策可能有条件进一步放开。

从目前的政策重点看，科创板旨在为优质科技企业开辟直融渠道，有不少资金需求方是早期负盈利、同股不同权的硬科技民企，资金的供给方不再是单一银行而是多元社会资金（未来保险、养老金、社保、银行理财等长线资金占比加大），长远意图主要在于形成“鲶鱼效应”，用股权融资（创投等）拉动新经济融资，实现产业升级与转型，最终在提升企业质量（引导增加科技含量、强风险控制）的同时疏通全社会“宽信用”进入企业转型的过程中。

另外，科创板作为中国资本市场“增量改革”的重要试验田，注册制、退市制度等在成功运行一段时间后，有望复刻到存量市场，这有可能深刻改变当前中国 A 股市场的一、二级市场生态。在注册制方面，科创板试行“上交所审核、证监会注册”后，企业上市周期大大缩短，同时对应 5 套以市值为核心的上市标准，突破原 A 股原则，允许负盈利、同股不同权、VIE 等硬科技企业上市，监管思路明显转向市场化；在退市制度方面，匹配注册制“宽进宽出”，在退市指标、效率、执行等方面贯彻“从严”原则，倒逼投资者强化风险意识。在

资本市场改革强预期影响下，券商等金融中介风险识别、投研定价等专业能力亟待增强，“倒逼”金融媒介专业化、头部化，提高整个证券市场体系的运行效率和资金配置效率。

### 【免责声明】

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“粤港澳大湾区金融合作研讨会”第四期内容整理而成。本专题讨论纯为内部专业探讨，参加讨论人员均应邀以个人身份参与讨论，本纪要仅供内部研究之用。本期文字整理：巴曙松、朱伟豪、方垆豪、张琦杭、黄宇宸、兰文龙、陈博闻，未经发言人本人审阅，文中观点仅代表发言人个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“粤港澳大湾区金融合作研讨会”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



**PHBS HFRI**  
北京大学汇丰金融研究院

