

探索建立具有中国特色的估值体系·发行篇

注册制下发行定价券商“寻锚”： 多管齐下提升投价报告质量

■本报记者 周尚辰

注册制下，IPO定价市场化博弈更加充分，询价发行方式下券商提供的投资价值研究报告(以下简称“投价报告”)在发行承销中发挥着重要作用。随着全面实行股票发行注册制改革正式启动，主板也拟引入投价报告制度，不过现实中预测偏离度较大、独立性不够等问题，也让投价报告质量急需提升。

2月2日，中国证监会召开2023年系统工作会议提出，要推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。受访专家表示，切实提高分析师的独立性及专业研究能力，认真履行跨墙和回墙手续，才能进一步发挥投价报告在发行定价中“锚”的作用，持续提升具有中国特色的估值体系。

从两方面入手 提升投价报告质量

询价发行方式增强了资本市场的价值发现功能，作为网下投资者对发行人投资价值判断的重要参考之一，投价报告在股票发行承销中

发挥的作用也愈发重要。而网下投资者一般为中长期投资者，对上市公司的成长性以及一二级市场价差尤为关注。

业内人士指出，“市场化定价的目的是价格发现，首日股价表现、一个时段后的市场价与发行价的偏离度是论证IPO定价能力的核心维度。”

2021年，针对注册制下机构投资者“抱团压价”“重策略轻研究”等问题，询价新规落地。作为新股发行制度市场化的关键一步，询价新规实施后，询价机构的报价更趋合理，中信证券统计数据显示，2022年市场整体表现不佳，叠加询价新规的优化规范作用，创业板和科创板的新股上市涨幅显著下降，均值从2021年的223.5%降至29.4%(上市涨幅按开板日收盘价相对发行价计算)，有效报价比例的均值也显著下降至不足七成。

在规范IPO投价报告形成的过程中，券商需提高投价报告质量，真正发挥投价报告在发行定价中“锚”的作用，使得资本市场的长期估值更加合理。中国银河研究院策略分析师、团队负责人杨超在接受《证券日报》记者采访时表示，提升投价报告质量的主要途径有以下两方面。

一是提高分析师的独立性。完善券商内部控制制度，巩固防火墙，让分析师在不受发行人、投行、承销部门等影响的情况下对公司的盈利预测和估值做出分析和评价；分析

师应始终遵循独立、客观、公平、审慎的原则；将报告质量与分析师声誉、荣誉评价等挂钩。

二是提高分析师的专业研究能力。分析师应充分考虑到市场环境因素，更加全面研究股票发行时的定价因素。投价报告需要提供行业环境、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，分析师应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、丰富定价体系，才能更好的帮助买方机构得出更为科学和客观的结论。

主板拟引入投价报告制度 券商面临更大考验

从2019年科创板、2020年创业板试点注册制到2021年北交所揭牌上市，再到2023年全面实行股票发行注册制改革正式启动，为发挥投价报告的定价引导作用，主板也拟引入投价报告制度。2月1日，证监会发布的《证券发行与承销管理办法(修订草案征求意见稿)》的说明中显示，发挥投资价值研究报告定价引导作用，在主板引入投资价值研究报告制度。作为卖方研究机构，券商在为发行人提供了增值服务和价格发现的基础上，也将体现其发行定价能力及专业竞争力。全面注册制落地后，市场定位也

将更加明晰，主板主要服务于成熟期大型企业，科创板突出“硬科技”特色，创业板主要服务于成长型创新创业企业。对于主板来说企业的定位与试点板块有明显差异，同时存量企业规模更大、上市周期缩短、且不出具投价报告时或将面临更大考验。

川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳在接受《证券日报》记者采访时表示，“对于投价报告而言，首先要秉承客观的精神，认真对宏观政策、行业属性及公司的具体经营情况客观分析，运用多种估值方法进行综合比较，给出合理的价值区间。相关研究部门在出具报告的时候不得受到另一方和关联方的干扰，做好防火墙，认真履行跨墙和回墙手续。”

2月3日，《证券日报》记者从业内获悉，为适应全面实施注册制发展需要，中证协也于近日向券商下发了《证券公司首次公开发行股票承销业务规则(征求意见稿)》，其中对提高投价报告质量提出了十八条要求。

值得关注的是，在定价方式的选择方面，全面注册制落地后，将允许主板、科创板采取直接定价方式。从创业板试点注册制至今的情况来看，Wind数据显示，约23%的新股发行采用了直接定价方式，约77%的新股采用了询价发行方式。

对于全面注册制落地后，哪些

行业和规模的企业更适合采用投价报告的形式来引导定价，杨超告诉记者，“询价发行可以更好地了解市场参与者对公司价值的看法，使投资者参与定价过程中，买卖双方充分博弈，并提高发行的成功率、投资者的认购率。尤其是当市场参与者对公司价值判断存在较大分歧时，例如，某些业务模式新颖的公司，或资产规模较大的公司，本身定价难度较大，询价可以让市场来定价。询价发行对市盈率没有限制，适合一些估值高、市场看好的行业，如战略性新兴产业、科创板、国产替代科技创新主题等。”

“相比之下，直接定价发行由发行人与主承销商直接协商定价，直接定价发行的价格发现能力较弱，且发行价格对应的市盈率不能高于同行业上市公司二级市场平均市盈率，但发行成本低、周期短且效率高，因此直接定价定价适合于业务模式简单且逻辑明确、融资规模较小、融资时效性强、估值水平相对较低的中小型企业。同时，直接定价定价对主承销商的定价能力要求较高，需要更加深刻地理解市场和行业，才能够对公司做出合理定价。”杨超补充道。

杨超认为，“估值分化大、估值想象空间大的行业，以及融资规模较大的公司(定价的微小幅度变化就会引起融资额的较大变化)，更适合采用询价方式发行新股。”

完善集中供地政策 土地市场影响几何?

■本报记者 王丽新
见习记者 陈 贇

近日，自然资源部办公厅下发《关于进一步规范住宅用地供应信息公开工作的通知》(以下简称“通知”)明确，对住宅用地出让公告不再要求“全年不超过3次”，引发市场广泛关注。2月3日，自然资源部回应表示，该文件是自然资源部印发的对地方住宅用地供应工作进行的指导文件，不是要取消集中供地制度，而是优化完善集中供地政策，更好发挥充分公开披露信息对于稳定和引导市场预期的积极作用。

对此，广东省住房政策研究中心首席研究员李宇嘉对《证券日报》记者表示，此次调整并不意味着取消集中供地，而是集中供地1.0升级到2.0，是根据形势“调整和优化”。1.0阶段对应的是开发商加杠杆炒地，2.0则对应精细化、透明化供地。从目前的市场来看，城市与城市之间差异明显，保持房地产行业稳定，必须做供给侧改革。

根据形势调整和优化

据了解，集中供地政策源于2021年2月26日。彼时，自然资源部要求22城试点实施集中发布出让公告、集中组织出让活动的“两集中”政策；此外在保证供应规模的基础上，各地发布出让公告全年不得超过3次，实际间隔时间和出让地块数量要求相对均衡，以此长效调控房地产市场，实现“三稳”预期。

“集中供地模式的出现，主要是应对当时高地价及新一轮楼市上涨。”李宇嘉表示，但当后续对房企定向去杠杆、要求自有资金拿地，全面打掉“前融”时，通过集中供地控制源头上抢地、诞生高地价的必要性，已下降了很多。

“没有前期融资，必需自有资金拿地，开发商资金链会一定程度上相对紧张，在市场下行的背景下，继续沿用过去的集中供地政策，会导致在很多城市土地出现大面积流拍。”李宇嘉补充表示。

而此次自然资源部办公厅出台的《通知》中提及的三项备受市场关注的措施，或能够有效完善过去政策。

此次《通知》中，提到各地要将住宅用地近三年平均完成交易量以及对应的住宅建筑面积，作为测算下一年度供地计划总量的参考。要因城施策安排计划总量，凡商品房去化周期长、土地流拍率高、市场需求明显不足的城市，应当供地规模住房用地供应规模。其中已供应未竣工住宅用地面积超过近三年平均完成交易量5倍的城市，应当从严压缩计划规模直至暂停供地。

并且，市、县自然资源主管部门要根据年度供地计划，分批次公开未来一定时间段内拟出让地块的详细清单。详细清单应包括拟出让地块的具体位置、面积、用途、主要规划条件、供应方式等信息。每次公开详细清单对应的拟出让时间段原则上不少于3个月。给市场主体充足的时间预期预期。

此外，详细清单内的地块，在公开的拟出让时间段内可以一次或多次发布出让公告。有序组织出让，并在公开的拟出让时间段内全部推出。推出后未成交的地块，应统筹纳入后续的详细清单。

对土地市场影响几何?

诸葛找房数据研究中心监测，全国主要城市2023年1月份共供应土地300宗，供应规划建筑面积为1610.13万㎡，同比下降50.88%，环比下降71.73%；土地成交251宗，成交规划建筑面积为1538.91万㎡，同比下降60.61%，环比下降91.89%。

“去年全年，多城在集中土拍中表现平淡，地方城投平台托底拿地现象频繁。政策完善后，未来在一城一策方面将会有更多的调整空间，给予地方更多的自主权。”诸葛找房数据研究中心高级分析师陈霄对《证券日报》记者表示。

“此次政策优化后，让房企有更长的时间进行市场判断，此外，地方政府也可根据市场情况，合理安排土地供给，有利于市场供应的正常化，更有利于市场平稳运行。”同策研究院资深分析师肖云祥对《证券日报》记者表示。

李宇嘉表示，“供地信息不完全，开发商会承担一些不该承担的职能，导致集中供地的效率不高，制约拿地的积极性，对土地市场、房地产市场和信心造成一定扰动。新模式下，加强了对供地信息的披露。杜绝土地带病出让，或者让开发商承担土地开发或配套的成本，教育配套费等。”

“此次政策是对于此前集中供地政策的优化调整，意味着对于供地次数可以适当放开，房企的资金压力能得到缓解。预计今年，土地市场流拍现象将会有所减少，房企拿地积极性将会好于2022年，提振市场信心，促进土拍市场回温。”陈霄表示。

借鉴北交所直接定价发行经验 券商需做好三方面准备

■本报记者 昌校宇

全面注册制改革下，投行角色将回归定价中介，自主协商直接定价发行更是对券商的定价能力提出更高要求。业界表示，“北交所经验”显露直接定价发行估值逻辑，券商需做好三方面准备。

直接定价企业发行市盈率 较行业市盈率有一定折扣

2月1日，证监会及沪深交易所相继出台全面实行股票发行注册制配套业务规则文件，其中发行承销相关规则的优化备受瞩目。

证监会在关于《证券发行与承销管理办法(修订草案征求意见稿)》的说明中提到，全面实行市场化询价方式定价为主体，以直接定价为补充的定价机制。同时，为完善新股询价定价机制，修订后的《证券发行与承销管理办法》设定了采取直接定价方式的限制条件，并在科创板引进直接定价机制。上交所则表示，允许主板、科创板采取直接定价方式。

另据沪深交易所发行承销相关规则要求，首次公开发行股票采用直接定价方式的，发行价格对应的市盈率不得超过同行业上市公司二级市场平均市盈率；已经或者同时境外发行的，直接定价确定的发行价格不得超过发行人境外市场价格。

据Wind资讯统计，自2021年11月15日至2023年2月4日，北交所共发行上市新股99只(不含清选层平移企业)，其中96只采用直接定价方式发行。

进一步梳理上述采用直接定价新股的发行价格及市盈率情况，并对比同期298家科创板、创业板采用

网下询价方式定价发行上市的企业，中信建投证券资本市场部执行总经理杜伟对《证券日报》记者表示，可以发现五大特征。

从发行市盈率的相对水平看，北交所直接定价发行上市的企业发行市盈率较同行业市盈率平均折扣23.03%，而同期科创板、创业板询价定价上市企业较同行业市盈率平均上浮130.03%。

从融资规模上看，北交所直接定价发行上市的企业平均融资规模为1.88亿元，明显低于同期北交所询价和科创板、创业板询价定价上市企业的平均融资规模4.00亿元和17.37亿元。

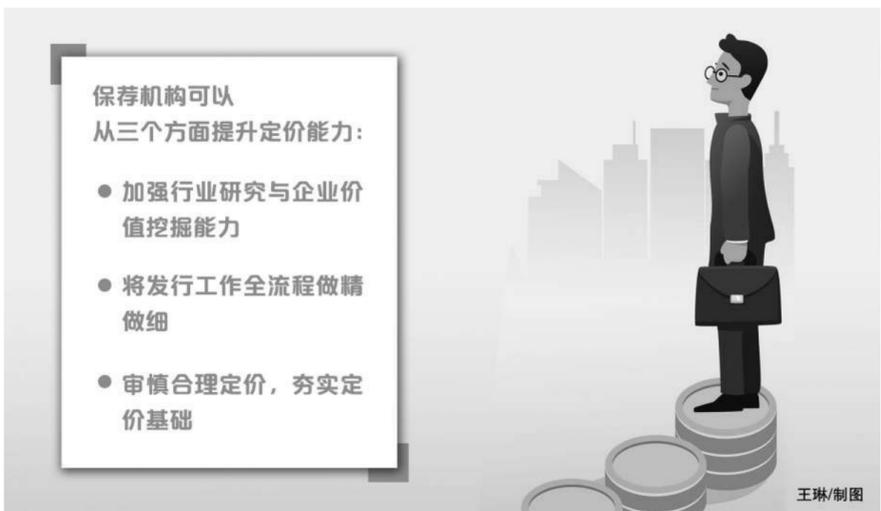
从融资时效性上看，北交所直接定价发行上市的企业发行期间(证监会注册日至上市日)平均天数为35天，低于同期北交所询价和科创板、创业板询价定价上市企业的平均发行天数38天和56天。

从首发总市值水平看，北交所直接定价发行上市的企业首发总市值平均值为8.72亿元，显著低于同期北交所询价和科创板、创业板询价定价上市企业的平均值20.71亿元和96.64亿元。

直接定价企业均为已盈利企业，而科创板已有20家未盈利企业上市，占同期科创板149家上市企业的比例为13.42%。

保荐机构可从三方面 提升定价能力

进一步梳理采用直接定价方式发行的北交所新股上市首日表现，开源证券副总裁兼研究所所长孙金钿对《证券日报》记者表示，当市场整体行情较好、新股发行数量较少时，二级市场对于券商直接定价的接受度较高。剔



除市场低迷和北交所新股密集发行的2022年12月份之后，北交所开市以来采用直接定价方式发行的新股有65只，这些新股的平均首日涨幅达48.24%，破发率为21.54%，整体优于同期科创板新股。

借鉴市场经验，孙金钿认为，询价制度充分发挥了资本市场的定价功能，更能挖掘企业投资价值和市场价值，但是在特定情况下更适合采用直接定价的方式发行；例如，考虑市场整体行情和流动性情况，为确保发行成功率时；承销商自身具有强定价能力时，毕竟直接定价对券商的研究和定价能力提出了更高要求。

全面注册制下，多元化的发行定价方式对保荐机构的定价能力提出了更高要求。谈及未来保荐机构

如何在直接定价方式中寻找估值定价逻辑，孙金钿认为，保荐机构要综合考虑企业发展所处的阶段、竞争优势和商业模式等因素，要跟投资者做充分沟通，平衡好投资者的投资需求和发行人的融资需求。

在杜伟看来，保荐机构需要对企业的价值、所处行业有更加深刻的理解，在参考投资者反馈的基础上综合考虑公司基本面、发行人所属行业估值水平、可比公司二级市场估值水平以及上市后合理涨幅等各种因素，审慎合理进行定价。具体而言，保荐机构可以从三方面提升定价能力：

一是加强行业研究与企业价值挖掘能力。强大的研究能力和对产业研究分析的系统性研究是合理定价的基础，券商投行需进一步加强

行业研究能力，提升对相关企业的价值分析，以专业、公允、合理的估值定价建议在定价过程中推进买卖双方博弈，从而实现高质量定价。

二是将发行工作全流程做精做细。在发行方案制定、发行窗口选择以及发行人预期管理等方面下足功夫。在对方方案中关键内容做充足论证的同时，重视发行人的预期管理工作，针对市场变化做出及时、专业、科学的分析建议，帮助发行人全面、客观地认识并理解市场情况，引导其谨慎选择发行时间窗口，合理定价。

三是审慎合理定价，夯实定价基础。投资银行要综合考虑发行人所属行业估值水平、公司基本面情况、可比公司二级市场估值水平以及上市后合理涨幅等市场因素的影响，审慎定价，努力平衡各方利益。

基金及险资人士“支招”：做透上市公司研究 提升议价能力

■本报记者 苏向泉 王宁

面对新的市场生态，以公募基金、险资为代表的机构投资者，在对上市公司估值时面临哪些难点？该如何提升议价能力？

从公募基金来看，北京某公募基金相关人士对记者表示，新市场生态对投资者甄别、研究、定价能力提出了更高要求，全面注册制下投资者需要更注重基本面研究，关注定价和上市公司质地。融资融券、涨跌幅限制等交易规则方面的变化，对投资者产生影响，也更考验机构的投研能力。

上述公募基金相关人士进一步表示，全面注册制下市场变化将带来

明显的分层效应，投研能力不足的投资人缺乏大范围股票的覆盖能力，只能专注于少数白马股，使得白马股的基本面更加透明，更难以获得超额收益。而有足够投研能力的投资者需要覆盖更大范围的股票，持仓更加分散均衡以提升风险收益比。公募基金也需要加快投研的反应速度以跟上市场的变化。同时，全面注册制将使上市企业的业务更为多样化，许多前沿科技和新颖业态也将对公募基金的投研能力提出考验，能否将这些新内容研究透彻将成为公募基金未来的核心竞争力。

基于上述难点，公募基金该如何提升议价能力？永赢基金相关负

责人对记者表示，一是要重视人才培养。实施适度、有效的激励机制，将员工利益和公司利益绑定，充分调动员工主观能动性，激发员工最大潜力，实现员工与公司双赢；二是要建设投研一体化，提升投研转换效率。通过加强投资与研究人员的沟通合作，建立有效的研究输出与投资反馈的循环机制，以提高研究的深度和颗粒度，不断扩大投资的能力圈，并逐步形成体系化、完整化的投研框架体系，提升团队长期作战的能力；三是要建立健全长期考核机制。

从险资机构来看，北京一家大型险资机构权益投资部相关负责人在

接受记者采访时表示，险资手握大量长线资金，建议从三方面着手提升议价能力：一是要加强对宏观经济的研究，可以更好地判断经济发展阶段和发展模式、经济增长及增长预期变化，使之成为评估企业价值的坚实基础。在此基础上，要把影响上市公司经营环境的背景研究做广、做透。二是要将投研体系从宏观驱动下沉到产业和赛道驱动，强化产业链研究能力。三是要广泛获取优秀人才，通过市场化竞争提升市场化投资能力，壮大资产管理规模。

北京一小型险资机构人士对记者表示，相对而言，小型险资机构的资管规模较小，投研人才不足，投资

能力偏弱且短期内难以提升，因此议价能力稍弱，但这类公司中，部分由于负债端较激进，负债成本较高，通过权益投资缓解负债压力的动力较大。因此，该类机构一方面可将资产委托给同业大型资管机构投资以提升议价能力；另一方面要聚焦潜力、优势行业，做透相关行业研究。

深圳一家中型险资机构人士也对记者表示，提升议价能力的关键是资产管理规模是否足够大，投资期限是否足够长、对投资标的是否足够了解。对应来看，一是要壮大资产管理规模，吸纳养老金、同业委托资金等外部资金；二是要延长负债久期，优化负债成本；三是提升投资能力。