

新股询价新规落地一周年

# 新股定价效率明显提升 一、二级市场价格联动增强

■本报记者 吴晓璐

去年9月18日,为进一步优化注册制新股发行承销制度,促进买卖双方博弈更加均衡,证监会对《创业板首次公开发行股票发行与承销特别规定》进行适当修改,同时指导沪深证券交易所、中国证券业协会同步完善科创板、创业板新股发行定价相关业务规则及监管制度(以下统称“新股询价新规”),提高发行效率,新股询价新规正式落地实施。

截至今年9月15日,新股询价新规实施近一年。据记者梳理,其间,科创板和创业板共242家公司完成询价发行上市。从发行情况来看,询价机构有效报价区间宽度明显加大,新股发行定价中枢上移,定价效率进一步提升。

接受《证券日报》记者采访的专家表示,新股询价新规实施以来,新股发行定价日趋市场化,“一企一价”“优质优价”特征明显,且一、二级市场联动增强,打新不再是无风险投资。

## 新股发行定价 中枢提升

据同花顺FinD数据统计,截至9月15日,今年以来,科创板和创业板分别有118家、124家公司完成询价发行上市,剔除最高报价后,“四数孰低值”之后,网下投资者有效报价区间宽度扩大,发行人定价决策空间明显扩大。

另外,从网下投资者配售入围率来看,科创板和创业板平均入围率分别为65.6%、70.29%,环比下降16.32个百分点、8.74个百分点。

与此同时,新股发行定价中枢提升。上述完成发行上市的科创板和创业板公司平均市盈率(剔除未盈利企业,下同)分别为116.95倍和52.99倍,环比提升约76倍、31倍。从整体来看,科创板公司发行市盈率波动较大,从7倍多到700多倍,创业板发行市盈率相对稳定,从17倍多到300多倍。

川财证券首席经济学家陈雳在

询价新规实施以来至9月15日收盘

- 科创板共118个询价类IPO完成发行上市,每个项目平均有379家机构投资者参与网下询价
- 创业板共124个询价类IPO完成发行上市,每个项目平均有390家机构投资者参与网下询价

王琳/制图



接受《证券日报》记者采访时表示,询价新规实施以来,股价发行定价更趋于合理化。就市场来看,询价机构有效报价区间宽度明显加大,新股发行定价中枢上移,定价效率进一步提升。

“目前,发行定价日趋市场化。”某大型券商投行人士对《证券日报》记者表示,谈及科创板发行市盈率波动较大,其表示,“特殊行业或企业应采用合适的估值方法,单纯用市盈率来判断不一定准确,例如行业尚未进入成熟期或者企业处于创业初期等情况。”

## 一、二级市场 价格联动更明显

记者注意到,询价新规实施以来,科创板和创业板新股发行市盈率不同月份之间波动亦较大。以科创板今年以来月度平均市盈率为例,今年前8个月,创业板平均市盈率分别为62.43倍、37.40倍、44.79倍、34.59

倍、50.68倍、49.06倍、43.34倍、46.73倍。由此,新股发行市盈率走高后呈震荡走低,今年5月份回升后再度走低,整体与二级市场走势趋同。

“新股发行定价受二级市场影响确实比较明显,这也是新股发行定价市场化的一种表现。”东方财富首席经济学家邵宇对《证券日报》记者表示。

陈雳表示,影响新股定价的因素有很多,并不单单取决于企业自身的经营能力和行业前景,往往也与市场环境、流动性、定价规则等相关。新股发行市盈率随二级市场波动体现了询价新规以来,新股定价更具备自我调节机制,能够充分根据市场情况进行合理定价。

与此同时,二级市场新股上市首日破发时有发生。据同花顺FinD数据显示,242只新股中,66只上市首日破发,占比27.27%。

“新股破发,说明市场约束在增强,一、二级市场各个主体之间不断博弈,逐渐找到平衡。”某南方券商投

行人士对《证券日报》记者表示,另外,二级市场波动也会影响新股发行市盈率的变动。

在询价新规实施后,监管部门亦加强对新股询价定价监管,对询价中投资者的违规行为做出处罚,同时要求各主承销商审慎撰写投资价值报告,同时对部分承销商投资价值报告出具程序及预测审慎合理性发出问询。

此外,进一步提高承销机构的定价能力亦是下一步的重点。“新股询价新规修订后,打破了原有的生态体系,对买卖双方力量进行了一次再平衡,发行人和投行定价权大幅提升,而发行人和中介机构都有动力制定更高的发行价。”某公募基金基金经理对《证券日报》记者表示,因此,提高承销机构的定价能力,首先要抑制超募的冲动;其次,监管部门需要对新股询价报告做事后核查,因为询价机构按照价值分析报告来定;最后,新股发行定价是一个博弈的过程,需要从市场长期健康发展的角度出发,完善制度框架。

# “博入围”动机减弱 部分机构主动淡出新股询价

■本报记者 昌校宇

注册制下,询价新规落地将满一周年。

新规实施以来至2022年9月15日,科创板、创业板共有242个询价类IPO项目完成发行上市。其中,科创板118家,每个项目平均有379家机构投资者参与网下询价;创业板124家,每个项目平均有390家机构投资者参与网下询价。而在新规落地前一年,科创板、创业板项目询价机构投资者数量平均为464家、443家。

对于机构投资者数量相对减少的原因,中信建投证券投行委委员、股权资本市场部行政负责人、董事总经理陈友新对《证券日报》记者表示,“一方面,报价入围难度增大,提高了对询价机构研究定价能力的要求,只有对新股价值判断能力较强的机构投资者才能成功入围,导致部分研究能力较弱的机构投资者逐渐退出;另一方面,新规落地以来,项目破发风险增加,打新收益下降使得机构‘博入围’动机减弱,主动放弃参与部分投资风险较大的项目,有选择地参与新股询价。”

## 部分机构投资者离场 A、C类账户仍是主力

据Wind资讯数据统计,询价新规实施以来至9月15日收盘,科创板共118个询价类IPO完成发行上市,每个项目平均有379家机构投资者参与网下询价;创业板共124个询价类IPO完成发行上市,每个项目平均有390家机构投资者参与网下询价。科创板项目中,最多的1家企业有504家机构投资者参与网下询价,最少的只有151家;创业板项目中,

最多的1家企业有472家机构投资者参与网下询价;最少的只有268家。

新规落地后,参与网下询价的机构投资者数量明显减少。科创板项目询价机构投资者数量相比新规施行前一年均值464家减少18.32%;创业板项目询价机构投资者数量相比新规施行前一年均值443家减少11.96%。

对于部分机构投资者离场的原因,广发证券投行委相关负责人分析称,“一方面,新股打新收益率有所下降;另一方面,低价未入围比例大幅上升,网下新股报价入围难度加大,‘抱团’‘搭便车’式报价策略逐渐转向投资价值的研判,研究能力、定价能力更强的机构更为受益,而研究能力较为薄弱的机构投资者开始出现逐步离场的现象。”

新规落地后,网下机构投资者数量相对减少,但获配的A、B、C三类投资者结构无显著变化。A类账户、C类账户仍是网下主力投资者。

## 有效报价区间宽度拉大 报价入围率下降

询价新规后,网下投资者报价集中度降低,有效报价区间宽度拉大,由新规前的1%左右提升至约35%。以科创板为例,新规落地后网下投资者有效报价区间宽度均值为38.39%,中位数为32.86%,新规前一个月均值为1.20%,中位数为1.08%。某头部券商投行人士表示,“网下投资者报价出现明显分散,加大了买卖双方的激励和约束,给予更多的市场选择空间。”

定价过程中的高价剔除比例由“不低于10%”调整为“不超过3%,不低于1%”,实际操作中均按不低于1%执行,也给予发行人更大的新股

定价选择空间。

从入围率角度看,新规后网下投资者报价入围率平均值为69.22%,中位值为71.86%,低于新规前一年的平均值(84.87%)和中位值(88.75%)。网下投资者报价入围率下降超过10%。

广发证券投行委相关负责人表示,整体来看,机构投资者报价的中位数和加权平均数向二级市场报价趋近,新股发行估值逐渐向二级市场估值回归,询价价值发现功能凸显。

结合自身实践,中金基金表示,“新规实际上更强调研究的价值引导和规范性,对内部报告、报价建议区间、审批流程等均做出更明确的要求,对于有研究能力且内控规范的机构或有增加入围难度。”

在博时基金权益投资三部基金经理助理高翼凡看来,“作为机构投资者,公司会在参与打新前就对该新股标的进行较为详尽研究和讨论,基于其实际基本面情况并结合近期的市场环境给出合理报价。”

## 业界建议:建立健全 询价机构黑名单机制

“询价新规落地后,新股发行定价更加市场化,新股上市后表现受二级市场的影响也更为直接。在此背景下,新股破发呈现阶段性集聚特点,倒逼询价机构审慎合理报价。”上述投行人士表示,接下来,机构投资者可从以下三方面强化其研究定价能力。

第一,进一步增加新股研究投入。部分中小机构存在研究人手不足,行业覆盖面窄及研究深度不够的问题,导致研究报告质量较低,报价依据不足。随着注册制新股发行

数量的增加,询价机构对新股研究的投入也应相应增加,结合各板块的定位要求,持续强化其新股研究团队设置。

第二,丰富新股研究及估值方法。随着新股市场供应的增加,差异化定价能力愈加重要。面对所处行业、成长阶段以及盈利能力不同的公司,询价机构应进一步丰富新股研究框架,采用差异化的研究、估值方法,综合考虑二级市场等因素,获得更为科学、合理的估值结果,从更多维度对不同类型新股进行估值研究,谨慎报价。

第三,强化合规建设,提升报价规范性。新规实施后,机构“抱团报价”现象得到明显改善,报价操作的合规性也得到提升。询价机构应珍惜市场化改革成果,继续强化内部合规制度建设,提升报价规范性,确保报价有依有据,能够真实代表其研究结果和价值判断,共同维护新股市场询价纪律。

“随着注册制改革稳步推进,理性投资和价值导向将成为未来市场主要风格,市场价格发现功能和调节机制将得到充分展现,这对投资者的投资水平和风险承受能力提出更高要求。”广发证券投行委相关负责人表示,针对提升机构投资者研究定价能力,在监管层面上,可加强对多次明显不合理报价行为的监管力度,落实网下投资者分类评价,对关注名单、异常名单、限制名单、精选名单投资者采取相应的自律管理方式,建立健全询价机构黑名单机制,提高机构报价的审慎度,提升报价水平。

中金基金认为,对于公募等具备全行业研究能力的机构,未来应更多从新股本身的投资价值出发,合理对发行人进行价值评估,注重在丰富的新股储备中挖掘质地好、具备长期投资价值的标的。

# 否认被并购后造车提速 恒大集团宣布恒驰5天津工厂正式量产

■本报记者 龚梦泽

9月16日,恒大汽车在其位于天津市的工厂,为旗下首款新能源汽车“恒驰5”举行量产仪式,恒驰汽车总裁刘永灼等公司高管出席量产仪式。

“恒驰5于去年12月30日实现首车下线,7月6日开启全球预售,不到15天订单超3.7万辆,今天正式量产,10月份将开始交付。”9月16日,恒大集团在官方网站第一时间官宣了恒驰5正式量产的消息。恒大集团指出,恒驰5量产是恒驰汽车的重大里程碑。下一步,公司将加快推动其它车型的研发量产工作。

《证券日报》记者从恒驰汽车方面人士了解到,公司已明确恒驰6和恒驰7的下线和量产时间表,并加快了恒驰1、恒驰3的研发进度。

“但具体量产和下线进度仍以实际为准”上述恒驰汽车人士表示。

据记者观察,从2018年6月份恒大集团投资跃进的法拉第未来FF公司算起,今年已是恒大集团入局新能源汽车行业的第四个年头。从投资新能源汽车整车企业,到自己建厂生产销售新能源汽车产品,恒大“造车”至今已投入不菲支出。

恒大汽车2020年年报显示,恒大集团针对新能源汽车产业的累计总投资额为474亿元。2021年上半年,恒大汽车的销售费用为14.51亿元,行政费用为20.88亿元。在此之后,恒大汽车自今年3月底就开始停牌至今,便未再公布相关业绩数据。

记者查阅公司往年财报,数据显示,2018年至2020年,恒大汽车实现总营收31.33亿元、56.36亿元、154.87亿元,复合年增长率70.35%。然而,归母净利润亏损却不断加大,分别为14.28亿元、44.26亿元、73.94亿元,三年累计亏损达132.48亿元。

值得一提的是,几乎在恒驰5量产消息发布的同时,有传闻称,恒大汽车

将被广汽集团公司并购,由广汽集团组织独立的团队来接管,广汽集团乘用车有限公司董事、总经理吴松牵头负责。且此次并购属政府行为,目前各方仍处于焦灼阶段。

对此,《证券日报》记者第一时间向恒大集团和广汽集团双方进行了求证。广汽集团官方表示:没有这回事;恒大集团方面回应称:“公司一直在积极引入战略投资者,截至目前,既有地方政府也有多家实力企业对恒驰汽车表达了投资意向,不存在被并购一事。”

事实上,今年8月18日就有消息称,恒大汽车或被一家汽车公司并购,天津工厂也即将停产。刘永灼在接受《证券日报》记者采访时曾表示,天津工厂生产正常,恒驰5量产正有条不紊推进中。“我们有超过1800名员工正在天津工厂一线奋战,确保9月份量产、10月份开始交付”。

资料显示,去年12月30日,恒驰5实现首车下线;今年7月6日,开启新车预售;9月16日,恒驰5在天津工厂量产,预计10月份开启交付。据记者了解,恒驰5的交付将分两批进行——前一万辆恒驰5的交车期为今年10月1日至2023年3月31日,按照“大定”的交付顺序交付;一万辆后的恒驰5将从2023年4月1日起按照支付定金的顺序安排交付。

量产方面,按照恒大汽车最初的说法,2021年上半年试生产,2021年下半年量产;之后因故变为2021年四季度启动试生产,2022年大量交付;今年5月份,官方称受疫情影响,量产时间由2022年6月22日调整为9月20日。

根据要求,恒大汽车需要于2022年8月31日或之前刊发2022年中期业绩,而相关审计及审阅工作仍在进行中。恒大汽车表示,待相关工作完成后,其将在切实可行情况下尽快发布2021年经审计年度业绩及2022年中期业绩。值得一提的是,恒驰5的股价为3.2港元,总市值为347亿港元。

# 欣旺达再扩产 联合老牌车企 120亿元项目落地宜昌

■本报记者 李昱丞  
见习记者 王镜茹

动力电池黑马欣旺达又有大动作。9月15日晚间,欣旺达发布公告称,旗下子公司拟与宜昌市人民政府、东风集团、东风鸿泰在宜昌投资动力电池生产基地项目。项目总投资120亿元,规划产能30GWh。

多位专家表示,随着锂电行业全面爆发,动力电池企业百亿元级项目加速落地。在上游原材料价格不断上涨的背景下,车企和电池供应商深度合作是大势所趋。

## 120亿元项目落地宜昌

据公告显示,欣旺达子公司欣旺达汽车电池拟与宜昌市人民政府、东风集团及东风鸿泰签署《欣旺达东风宜昌动力电池生产基地项目投资协议书》。项目总投资约120亿元,规划建设30GWh动力电池生产基地;分两期实施,一期投资约80亿元,规划产能20GWh;二期投资约40亿元,规划产能10GWh。

欣旺达表示,欣旺达汽车电池在宜昌市人民政府辖区内开展“宜昌动力电池项目”,是为了投资生产动力电池电芯、模组、PACK和电池系统等产品,有利于扩大公司动力电池的产能规模,提升公司和欣旺达汽车电池的综合竞争力,满足公司新能源业务发展和市场拓展的需求。

此次欣旺达在宜昌扩产,也恰好迎合了当地锂电产业发展方向。据了解,宜昌有长江流域最大的磷矿基地,磷矿资源储量27亿吨,占全国15%,居全国八大主产区前列。

2021年8月份,广州天赐新材料股份有限公司与宜昌市政府签订投资20亿元布局磷酸铁和磷酸铁锂回收项目的协议;同年10月份,宁德时代及其子公司,与宜昌市政府和宜昌高新区管委会及宜化集团,签订了在宜昌投资约320亿元建设电池材料产业园的合作协议。

实际上,区域化集聚发展已成为国内动力电池产业显著特征,如“亚洲锂都”宜春近年来就引入了宁德时代、国轩高科等巨头一大批锂电项目。公开资料显示,截至2021年10月份,宜春共有新能源(锂电)产业链企业118家(其中规模以上企业100家),拥有主板上市

及上市企业控股子公司15家。

盖世汽车研究院高级分析师王昱斌告诉《证券日报》记者:“动力电池上游原材料(如碳酸锂、三元材料等)本身存在一定稀缺性和区域分布特点,在资源集聚区布局,可以保证电池上游原材料配套供给稳定且能够逐步实现自主可控,降低资源供给不稳定等风险因素,同时配套成本也有一定规模优势。”

## 深度绑定整车企业

随着新能源车需求逐渐进入爆发期,车企为了保障电池的供应,与电池企业的关系也逐渐从单一转向多元。

瑞银中国汽车行业研究主管阮旻表示,车企除主供应商外,都希望有“一供”“二供”,尤其在关键零部件上面有相互的制衡以及相互的替补,万一大供应商倒下,第二家、第三家可以马上顶上,而且也防止一家独大对整车厂产生特别大的垄断。

这就为欣旺达等二线电池厂打开了一扇窗。2021年欣旺达就曾联合吉利集团共同投资设立山东吉利欣旺达,主要为吉利配套混合动力电池包,一期、二期规划产能分别为60万套和80万套。此次的合作方东风集团也在向新能源汽车方向转型。2021年全年售出了16.1万辆新能源汽车,同比暴涨260%。

除传统车企外,造车新势力也积极入股二线电池厂锁定动力电池产能。欣旺达2月份发布的增资议案公告显示,共有19家公司向欣旺达汽车电池增资24.3亿元,其中理想汽车关联公司江苏车和家、小鹏汽车关联公司Sky Top LLC、蔚来汽车关联公司蔚瑞投资分别增资4亿元、4亿元和12.5亿元,持股比例将分别为3.2%、3.2%和12.01%。

江西新能源科技职业学院新能源汽车技术研究院院长张翔告诉《证券日报》记者:“车企和电池供应商深度合作是大势所趋。一方面能获得产品优先供应权利,保证整车产能需求,另一方面通过多元化布局,保证在电池成本居高不下的背景下,可获得一定的议价能力。目前多家头部车企及新势力车企均与第二梯队电池企业进行了深度合作,以试图打破头部电池企业的垄断地位。”