

告别23倍市盈率限制 主板IPO估值还有天花板吗？

张 歆

在没有限速监控的道路上，驾驶员一定会飙车吗？

截至3月28日，首批10只主板注册制新股定价全部出炉，主板IPO告别23倍市盈率限制后如何定价，已经有了答案。

从10家公司IPO价格看，市盈率分布在20.21倍-40.6倍之间（另有1家公司较为特殊，新股发行价对应2021年业绩的市盈率为90.63倍，对应2022年业绩则降至不足15倍），“23倍”确实失去了曾经的锚定意义。对于定价依据、估值比较、股价下跌风险等信息，发行人与保荐机构分别在上市发布公告和投资风险特别公告中做了阐释。综合来看，全面注册制下的主板新股发行，虽然没有预设市盈率天花板，但市场化机制还是发挥了边际约束效力。

从市场供求来看，首批主板注册制新股作为“新品上市”，属于明确的稀缺资源，参与单只新股询价并提交有效报价的网下投资者最高接近600家，管理配售对

综合来看，全面注册制下的主板新股发行，虽然没有预设市盈率天花板，但市场化机制还是发挥了边际约束效力

象最高超过8600个，难免存在“博入围情绪”，并对报价形成支撑。不过，发行人和保荐机构的谨慎和冷静可以与之形成有效对冲。10家公司中，即便是发行市盈率较高的公司，发行价仍明显低于监管部门倡议参考的“四个孰低值”，部分公司甚至低至约“四个孰低值”的“八折”。

从同类公司比较来看，10家公司发行定价主要呈现出三种情况：其一是“双低于”，即新股市盈率同时低于发行人所处行业最近一个月的平均静态市盈率和同行业可比公司静态市盈率平均水平。其二是“单低于”，即新股市盈率仅低于上述两个指标之一。其三，个别公司估值是与

“双低于”相反的“双高于”，但按照2022年财报计算的市盈率显著低于核准制下的市盈率天花板（23倍）。简单来说，行业和可比公司的估值水平形成了市场化“壁垒”，在多数情况下为新股估值设定了合理范围。即便在特殊情况下（例如行业整体估值过于低迷），“壁垒”被个案突破，但仍有其他维度的指标来补位，形成约束。

从发行人的优势展示来看，其对于估值逻辑合理性的高度重视，同样印证了市场化约束的力量。笔者注意到，相关公司的优势展示逻辑“不约而同”：核心产品——研发——客户——管理团队——业绩稳定性。上述展示内容，确

实是与投资者沟通的最市场化维度。

市场化定价的约束效力，不仅体现在与监管要求披露的指标或信息进行对标对表。笔者与部分项目参与方沟通发现，发行人和保荐机构在定价时，同样会综合考虑A股市场整体趋势、承受力以及投资者对于新规则的知识储备等因素，也就是“他人权利”形成的边际约束。

回到最初的提问——在没有限速监控的道路上，驾驶员一定会飙车吗？答案是否定的。驾驶员需要综合考虑路况、自身车况和其他车辆情况、天气甚至行人对于规则的理解和执行程度等因素，即便在极端情况下可能存在鲁莽的驾驶员，交通管理部门也有着事中和事后的惩处措施进行约束和警示。对于“告别23倍市盈率限制”的主板IPO估值而言，道理何尝不是如此。

市说歇语

地产下半场 企业需“增肌减重”

王丽新

时值三月，又是年度业绩大考揭榜时刻。从已公布的年报或业绩预告数据来看，约60%房企亏损，约70%净利润下滑，部分出险房企年报仍难产，亏损超百亿元房企“曳尾于涂中”。

但也不必过度悲观，逆市之中，利润规模稳超200亿元者亦存。懂得敬畏市场的优等生阵营中，譬如中海地产、保利发展、龙湖集团等不仅稳住了局面，甚至拾级而上。

在这个财报季，上市房企大面积亏损，一方面与房价下跌，企业不得不大面积计提资产减值准备有关；另一方面则是因为2017年前后高价抢地，低毛利项目进入结转期，以及流动性困难导致结转项目减少所致。但这种增收不增利的局面，归根结底与当初的高杠杆无序扩张脱不了干系。

蒙眼狂飙二十载，全国城镇化进程已进入中后期。“房住不炒”定位深入人心，“高负债、高杠杆、高周转”的“旧三高”经营模式难以继。在笔者看来，有效化解头部房企风险，从拼规模转向保交付，从过去唯规模论转向“增肌减重”才是正途。在控负债总额的情况下实现利润的稳中有增，同时要多措并举优化资产质量。

首先，上市房企需加快出货，进行资产换仓，优化底层资产质量。2月份以来，多地楼市新房到访量和成交量都出现复苏苗头，有项目甚至再现“一房难求”。在此背景下，有些企业旗下城市公司对去化率极高的个别项目蓄意涨价，这并不可取。

一则，市场仍存不确定性；二则，企业仍需筹集资金妥善安排还债事宜；三则，要储备资金为后市发展布局。当下，多城为了提高卖地收入，推性价比高的优质土地入市，这是房企加快出货、实现资产换仓的好机会。比如，用回流的销售资金投资利润空间大的新地，优化资产结构，而不是简单地增加土储规模。

其次，严控短债比，不借贵钱，优化债务结构。合理控制有息负债增长比

例，特别是将一年到期的负债控制在合理比例，始终是企业理性发展的安全阀。当下亏损面较大的房企，多是过去过于胆大、忽视高负债率风险、盲目赌博式扩张且规模存水分的“千亿房企”。反观在行业低迷期的进击者，多是长期坚持理性财务策略的自律派。

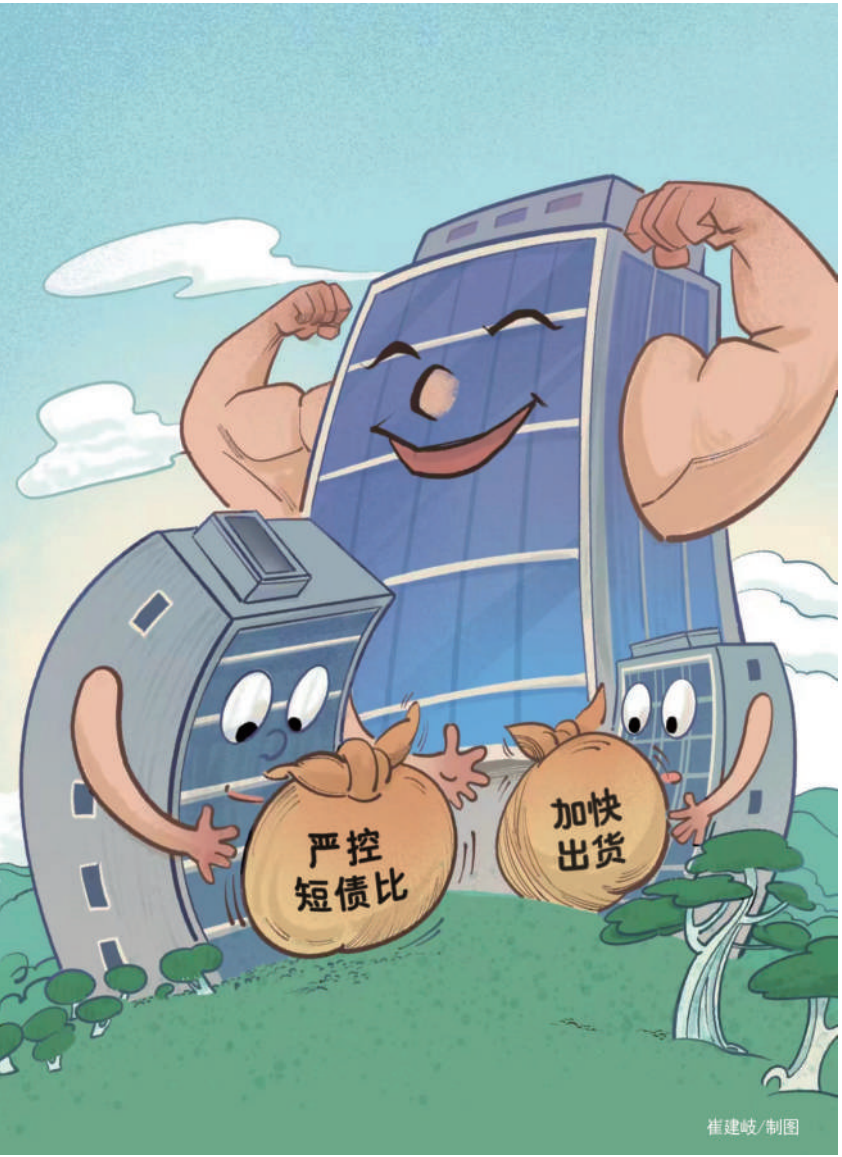
以龙湖集团为例，其已将一年内到期的短债占比压缩至10%以内，截至2022年底，现金短债比达到3.52倍。为预防汇率变动对利润和现金流的影响，龙湖集团将98%的外币负债进行择期处理，提前规避风险，将全年汇兑损失压缩至千万元级别，保证了盈利空间。而保利发展、招商蛇口等头部房企不外如是，皆为保持财务盘面稳健的“高手”。

更重要的是，房企应合理扩大非开发业务比重，构建新盈利模式。去年11月份以来，从“金融16条”到证监会松绑房企定增或重组，再到试点不动产私募投资基金，“支持房企合理融资”不再是一句口号，房地产风险正在出清。面对较为宽松的金融环境以及楼市交易抬头的市场环境，即便是优质房企，也要克制扩张欲望，需深刻认识到，以资产和负债同步增长驱动利润和收入增长的做法已经变得危险。

鉴于此，在主营业务利润日渐平庸的当下，如何挖深非开发业务的护城河，是许多房企夙兴夜寐所求。2021年以来，华润置地、龙湖集团、金地集团等典型房企，在开发主业之外，大多已在商业、物管、长租公寓、代建等领域异军突起，轻资产项明显增多，且其非开发收入比例日渐提升。

站在新旧发展动能转换节点上，笔者认为，房地产下半场的发展逻辑是：敬畏杠杆，克制盲目扩张欲望，“增肌减重”优化资产负债表，坚守产品质量底线，用长期主义理念创新经营模式。

新知灼见



AI远水难解中国电影产业近渴

谢若琳

“AI+电影”的商业化场景正在全球落地开花。

国内市场上，光线传媒发布了一张AI绘制的《去你的岛》宣传海报；一览科技推出了“AI编剧”一览运营室。海外市场上，Netflix公开了首个AIGC动画短片《犬与少年》；美国编剧工会提议允许使用ChatGPT等人工智能软件参与剧本创作；Runway发布了首个视频工作流GEN-2，降低了视频制作门槛。

光线传媒董事长、总经理王长田近期在内信中表示，“接下来AI技术与内容创作的结合即将进入实质阶段，并将为影视行业带来重大变化”。

有券商认为，随着AIGC与动画、影视等行业不断深入融合，视频内容的生

产效率将大幅提升，成本将降低。而AIGC模型训练需要大量数据，拥有大量影视版权数据的公司可以拓展新的商业模式。

受多方面积极因素提振，国内传媒板块大幅反弹，今年以来传媒（申万）涨幅近30%。笔者认为，技术革新给电影产业带来新的曙光，但AIGC概念已明显过热，短期内企业基本面临以因AIGC而改善。换言之，AIGC技术的突破于电影行业而言实为“远水解不了近渴”。

过去五年，中国电影经历了一轮轮深度调整，头部企业市值不断缩水，老牌龙头华谊兄弟一度传出“卖画求生”的传闻。

中国电影产业走到破与立的关键当口。一方面，放映设备稳步增长，根据灯塔专业版数据显示，2022年全国影院和银幕数量分别为12560家与76534块，在全球范围内遥遥领先。但票房收入持续下滑、头部企业抱团取

暖趋势明显。

另一方面，影视寒冬让VC/PE热情褪去，跟进资金严重不足。清科研究中心最新数据显示，2018年至2022年，娱乐传媒投资事件数量分别为517起、254起、170起、184起、145起。融资难的背后是退出难——普华永道《MoneyTree》中国TMT报告》显示，2022年上半年，娱乐传媒行业退出数量环比下降88%，退出方式全部为并购。

电影企业也进入艰难爬坡期。根据Wind数据申万（2021）行业二级分类，在已披露2022年业绩预告的18家影视院线公司中，只有5家业绩预喜。其中，预计净利润上限最高的是ST美盛，也仅为1亿元至1.5亿元；而预计的最大亏损额为19.5亿元。

笔者认为，中国电影企业过早布局AI意义不大。首先，当前AIGC产出效果并不稳定，且法律上存在诸多争议，比如知识产权问题、算法偏见问题、数据治理问题等。可预期的是，AIGC大

规模商业化还有很长的路要走。电影产业试水新技术带来的降本空间，对当下无疑是杯水车薪。

其次，AIGC的研发成本较高，中国电影企业家底薄弱，不具备参与的实力。在这条产业链中，内容企业可以起到两方面作用：一是作为乙方出售数据资源，将库存的大量IP（剧本、小说、影视作品）投喂给大模型进行训练；二是作为甲方购买特定场景的功能，将其他企业研发的技术运用到产业实践中，比如AI制图。

最后，作为创意型产业，电影的内核是人的想象力和创造力，AI技术成熟后或可解决部分程序化流程，比如分镜内容创作、动画生成、后期修改、宣发海报等，但电影创作的灵魂无法程序化。

中国电影企业在仰望AI星空的同时，更应该脚踏实地，努力打磨内容以获得市场突破。优质的电影靠技术风格取胜、靠原创故事取胜，更靠触及心灵的文化内核取胜。

美联储该怎么排雷

尽管国内外机构均认为美国加息对银行业、金融市场的冲击不可避免，但没有人认为这次银行危机机会对实体经济产生巨大影响。那么，就把这个题目交给市场作答吧

阎岳

在美联储交出3月份答卷之后，市场开始分析美联储将在5月份议息会议上做出何种选择。

当地时间3月22日，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到4.75%至5%之间，利率升至2007年9月份以来最高水平。这是美联储自2022年3月份以来第九次加息。

对于下一步举措，FOMC表示，“并不确定，将在很大程度上取决于未来的相关数据”。而相关数据的核心是“为了实现最大就业及让通货膨胀率回落至2%的目标”。

美国2月份CPI环比增长0.4%，同比上涨6%；失业率为3.6%，环比上升0.2个百分点。这组数据说明，美国的就业和通胀形式并不乐观。火上浇油的是，美国两家银行在三天内相继被迫关闭。美联储亟须在加息抗通胀和保障金融系统稳定之间寻求平衡。

但美联储显然认为加息抗通胀更紧迫，尤其是不能让前八次加息前功尽弃，于是才有了3月22日的第九次加息。

看上去，美国金融监管部门很有“定力”，对前景并不悲观，其先后表态称：尽管个别银行面临压力，但整体金融体系依然稳健；美国的银行系统仍然稳健且具有韧性。

据此判断，如果美国的通胀形势没有根本改观，美联储很有可能继续将抗通胀作为政策的主要施力点。

美联储快速大幅加息已经压垮了3家银行。以硅谷银行破产为例，

大体经历了以下过程：低利率时期，吸收大量低成本存款，资产期限错配；美联储大幅快速加息，发放的贷款难以回收，科技企业取回存款；贱卖低收益证券补充流动性；遭遇挤兑，自救措施流产，直至倒闭。

那么，美国的银行系统真的是那么稳健且有韧性吗？据经济学家分析，将机构债归类为“持有至到期”证券的银行并不在少数，“美国银行系统的资产市值比它们‘持有至到期’贷款组合的资产账面价值低了2万亿美元。”也就是说，有一颗“2万亿美元”的“雷”潜藏在美国的银行系统里。尽管美联储通过政策锁定了这些潜在损失，但好像只有通过降息才能释放银行业的系统性压力。

我们可以把这颗“雷”看作是美国银行业正在进行的一场特殊“压力测试”。能不能扛过去，就看各家银行能不能快速消化投资组合的潜在损失，尽快回到稳健经营的轨道上来了。

尽管国内外机构均认为美国加息对银行业、金融市场的冲击不可避免，但没有人认为这次银行危机机会对实体经济产生巨大影响。那么，就把这个题目交给市场作答吧。

在美国动不动就挥舞“制裁大棒”、施压其他经济体的情势下，“加息”“降息”“爆雷”等势必会“你方唱罢我登场”。“按下葫芦浮起瓢”正在成为美国经济、金融市场的常态。

言之有理

用好股债融资手段 精准助力先进制造业

充分发挥资本市场直接融资的主渠道作用，为制造业高质量发展赋能加力

安 宁

近日，国务院总理李强在湖南调研并主持召开先进制造业发展座谈会时强调，“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，大力发展先进制造业，推进高端制造，加快建设现代化产业体系。”

先进制造业作为先进生产力的代表、引领制造业未来发展方向产业形态，是一国工业实力和现代化水平的重要体现。大力发展先进制造业，培育先进制造业产业竞争优势，有助于巩固实体经济发展根基，推动中国制造向中国智造、中国创造加速转变。

大力发展先进制造业，不仅需要加快关键核心技术和重大技术装备攻关，更需要加强对制造业转型升级的资金支持。“十四五”规划纲要提出，“推动股权投资、债券融资等向制造业倾斜”，旨在加强资本市场对制造业的支持力度。为此，要用好多层次资本市场机制，进一步完善相关措施。

一方面，要充分发挥资本市场股权融资功能，推动先进制造业企业上市。与传统制造业相比，先进制造业企业更依赖研发投入与技术创新，需要多样化的融资渠道支持，资本市场可以通过提供高效便捷的股权融资渠道，为制造业高质量发展注入活力。

要充分发挥沪深主板、科创板、创业板、北交所、新三板、区域性股权

市场、私募股权基金等在内的多层次股权市场的作用，加快推动优质制造业企业的上市步伐，为先进制造业全生命周期发展提供融资服务，既培育专精特新“小巨人”，也助力大型企业，还要促进大型企业之间的融通发展。

另一方面，充分发挥债券市场融资功能，提高先进制造业债市融资比重。

充分发挥债券市场融资功能，应进一步完善债券融资支持机制。支持有条件的先进制造业企业发行公司债券，推动成长型、科技型、创新型企业发行短期融资债券和中长期企业债券等，引导资本要素向科技创新领域集聚，鼓励社保基金、个人养老金等中长期资金加大对科创债券的投资。

此外，还可以充分发挥资本市场并购重组的渠道作用，支持符合条件的上市公司实施产业化并购重组和分拆上市，通过并购重组促进制造业转型升级，盘活存量资源。

当前，我国制造业发展面临一个重要关口，要大力发展先进制造业，推动我国从制造大国向制造强国迈进。在此过程中，充分发挥资本市场直接融资的主渠道作用，为制造业高质量发展赋能加力。

宁静致远

若有所思