

“只荐不保”成过去式

科创板:投行“保荐承销并重”

本报记者 庄会 万佳丽 罗辑 北京报道

从提出设立到开闸,短短四个月,科创板迅速占领资本市场“头条”。作为金融供给侧改革的重要

组成部分,科创板被寄予厚望。

3月7日,证监会副主席方星海在列席政协经济界别联组讨论时表示,科创板对于科创企业门槛低一点,增加了政策包容性,以信息

披露为核心的审核制度要加强,要加大对券商等中介机构的责任落实,共同维护市场运行秩序。

与现有IPO制度相较,科创板有多项制度创新,如注册制、询价制、保

荐机构战略配售及绿鞋机制等,更加注重将上市企业和保荐机构的利益捆绑,改变“只荐不保”的困局。同时,这也对券商投研的定价能力以及销售能力等提出更多要求。

投行重心转移:从保荐至承销

随着注册制的深化推进,股票供给增加,将改变目前国内投行“重保荐”的情况,逐步过渡至“保荐承销并重”。

注册制的试点将重新定义上市企业与保荐机构的关系,使得科创板这一融资渠道从发行通道回归定价销售的本源。

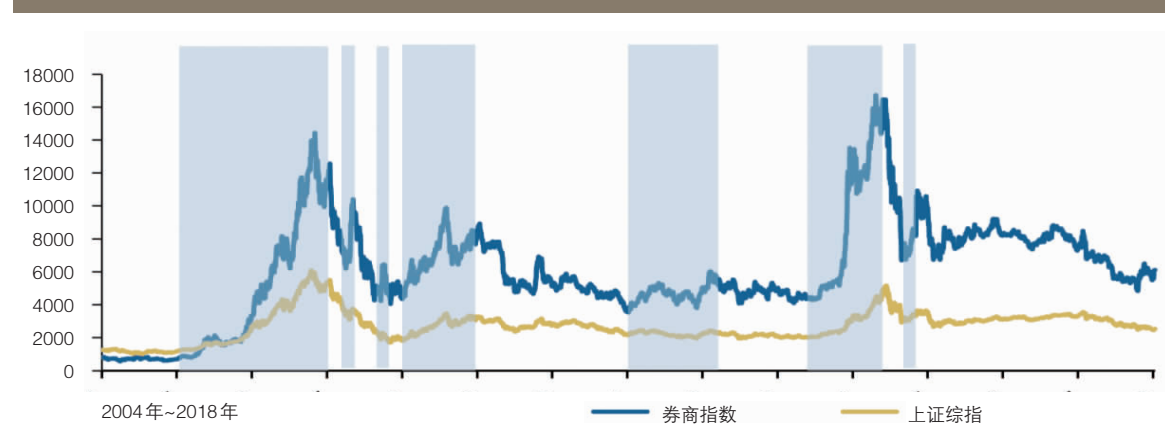
在核准制下,监管部门的隐性背书及23倍市盈率上限要求使得大部分新股成为了投资者的套利机遇;而严苛的上市要求也成为了发行节奏较慢的核心原因,并一度造成“堰塞湖”问题。

而在注册制下,监管侧重形式审核,不对项目质量发表意见,如何确定发行时机、如何给出买卖双方满意的价格、能否发行成功,更加考验投行的研究能力、定价能力、销售能力和资本实力。

方正证券在接受记者采访时表示,科创板注册制的实施将挤压原有核准制下的新股套利空间,券商保荐业务牌照优势减弱,询价定价的专业能力需求提升。注册制和询价制下,投行的重心从保荐转移至承销,发行人依靠券商的研究实力进行合理定价,依靠券商的机构资源实现充分询价,依靠券商的承销能力实现战略配售与顺利发行。因此,具备研究、销售实力的券商将获取更高的承销费率以及更充分的配售经纪佣金。

长江证券表示,科创板对投行的研究定价能力提出了非常高的要求,在注册制下,股票供给的增加将加大销售难度,投行必须在承揽项目时就考虑适销性的问题,并

2004年~2018年券商指数与上证综指共振



数据来源:Wind、广发证券发展研究中心

通过充分挖掘企业价值及风险因素给予合理的估值,以增加股票的适销性。

在对券商提出更多要求的同时,这一格局的改变也将显著提高券商的议价能力。中信证券研报认为,注册制下,企业更愿为投行专业能力付费。“核准制下企业为‘发行批文’付费,承销通议议价能力弱,

2006~2018年,A股新股发行上市的2279家公司平均承销费率为3.85%,其中主板的承销费率仅为2.73%。对于募金额超过20亿的IPO项目,过去3年金额加权后的平均承销费率不到1%。去年底发行的上海农商行IPO,承销费率甚至低至0.05%,全球资本市场历史罕见。而在注册制市场上,企业

为投行专业服务付费,美股市场过去10年IPO平均承销费率稳定在5%~7%。”

从科创板拟推出至今,各家券商都在紧锣密鼓的准备着,如对政策的研究及动态跟踪、交易系统的更新和准备、加强适合的项目储备、与地方监管及政府部门的沟通等等。

光大证券认为,目前的制度和流程设计对投行人员科创板项目的选择能力提出更高要求,有关行业相关性的问题可能会前置到项目承接阶段。而从投行发行端来看,高管员工参与战略配售、保荐机构参与配售、绿鞋机制的设置都是承销阶段关注的重点,也是发行方案设计的基础。上述制度的设计和细节安排,会对投行

业务产生较为直接的影响。

此外,光大证券表示,除了项目选择,在尽职调查及信息披露上也给中介机构带来了更多压力。取消直接定价,改为市场化询价定价,更加考验券商的定价与承销能力,未来承销能力强的券商将逐步显现业务优势;同时,随着注册制的深化推进,股票供给增加,将改变目前国内投行“重保荐”的情况,逐步过渡至“保荐承销并重”。

东方证券则表示,通过强化信息披露来保证市场的公正性,同时也要求券商对于不直观的信息进行更多的筛选和解读,对于自己的投研能力是一个挑战。券商需使用新的估值方法,对于模型的选择、变量的选取、假设条件的设定,都是挑战。此外,科创板也对券商估值定价能力、市场敏感度、投研能力、销售推荐能力、持续督导能力、合规风控能力提出新的要求。

增量收入:首年1.6%~2.4%

科创板未来每年也将带来长期收入空间。

多家券商预估首批企业将于7月登陆科创板。多份券商研报中估算,科创板首年将带动券商业带来1.6%~2.4%的增量收入,未来每年也将带来长期收入空间。

除传统的承销保荐费,券商的增量收入很大一部分将来源于此次科创板的各项创新制度的尝试。如保荐机构的战略配售、绿鞋机制、配售经纪佣金以及未来或可能推出的做市制度。

保荐机构的战略配售即保荐券商跟投。根据相关规定,发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司,可以参与本次发行战略配售,并对获配股份设定限售期。

方正证券相关业务负责人表示,从投行业务的发展历程来看,保荐机构在执业过程中可能会存在重过去、轻未来,或是只保发行人高价发行、不保投资者利益的现象,而跟投机制恰恰使得保荐机构、企业、投资者三者利益相互捆绑,进而起到从保荐、发行承销再到持续督导整个环节全方面约束保荐机构的作用。

而前保荐代表人、著名投行人士王骥跃认为这一政策的实际效果或不如监管期待的那样。“因为跟投的比例其实不高,现在还没有明文规定,但是传说中是2%~5%,其实和承销的收取比例差不多。”因此,整单来看,券商也不至于亏损。不过,王骥跃也提及,这一制度设计的巧妙之处,并不是券商投行部门去跟投,而是让另一个子公司去跟投,而两个部门之间有隔离墙,由不同的分管领导去监管,因此也意味着大家的利益是不一致的。

方正证券上述相关业务负责人也表示,保荐机构和直投子公司是两个相互独立的法人主体,拥有着不同的决策机制及考核机制,再加上合规、风控等多

方面的要求,事实上对券商的发行定价能力提出了更高的标准。因此,未来很可能会出现投行保荐,但直投不予跟投导致无法申报抑或高价跟投的情况,因此,券商的发行定价能力、协调能力和资本实力是投行项目成败的关键。

而多位投行人士透露,监管也要求公司必须跟投。记者了解到,多家券商的直投子公司也在重点找能上科创板的项目,向母公司汇报。

方正证券认为,绿鞋机制有效调剂了供求,发挥了稳定股价的作用;而承销方也可从通过IPO价格水下的买入价和卖给公司的IPO价格之间的差价进行套利,即便未“护盘”,触发“绿鞋机制”和“超额配售”,承销商也可以赚取承销保荐费用。

当前市场对科创板的热情空前高涨,如何使二级市场股价保持稳定也颇受关注。除制定相关机制外,对投资者的教育也至关重要。东方证券表示,要做到保持理性,更需要做好适当性管理、前端客户管理工作,让客户充分通过投资者教育等手段了解科创板不一样的交易机制和潜在风险,知道科创板股票的内在价值。只有客户了解了本质才能稳定定价。

在这场盛宴中,有机资源、优秀承销能力、深厚研究实力的大券商被认为是最大获益者。方正证券认为,中小券商则可通过在某一领域上专营突破,形成行业凝聚力,实现产业链上的业务整合,吸引这一领域上的IPO资源。

东方证券表示,要做出特色,俗话说“船小好掉头”,中小券商和地方券商在协调能力、地域优势、行业覆盖等方面可发挥特长。中小型券商更要做出自己的特色,更多借助创业板试点的机会对于一批企业、一批潜在客户进行排摸和服务。争取在试点阶段能分到一杯羹,并且能够抢占一些先机,做到弯道超车。

3000亿公募“瞄准”科创板

本报记者 易妍君 广州报道

随着科创板规则正式落地,公募申报科创板基金的节奏明显提速。

《中国经营报》记者根据公开

选股能力迎挑战

记者了解到,基金公司目前申报的“科技创新”类基金,大多是为投资科创板而准备的产品。不过,这类产品的投资标的也包括主板、创业板或中小板等等。

相比战略配售只有6家基金公司参与,此次科创板基金、科技创新基金的申报,却大有公募基金集体上阵的势头。

值得关注的是,由于科创板相关制度与A股现行制度存在较大差异,投资机构甄别上市公司专业的能力将面临考验。有业内人士直言,发展科创板基金,对基金公司自下而上的研究能力提出了更高更严的要求。

天相投研投资研究中心负责人贾志向记者指出,首先,科创板市场是全新的市场,其发行制度和A股行情主线

对于科创板基金的投资策略,银河证券基金研究中心方面建议,一方面公募基金需要满足“双10%”的资产组合比例限制进行分散化投资,这样首批科创板股票集中上市的时候最好20只以上,方便公募基金等机构进行必要的分散化投资。

此前业内猜测,首批试点的科创板基金数量不超过5只。但随着基金公司申报热情高涨,这类产品获批是否会加速?

“目前的进度就是等通知,等待反馈意见。”有基金公司内部人

息统计,截至3月7日,已有21只

科创板基金和20只科技创新基金,出现在证监会的审批进度表中。其中,已有21只基金的材料获得受理。多家已申报“科技创新”类基金的基金公司向记者透露称,这类

基金也可能是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。

银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

基金也可能会是主投科创板的产品。银河证券基金研究中心初步测算:预计公募基金3000亿资金参与科创板,其中战略配售基金1000亿元;存量股票市值调仓1000亿元;新发行科创板基金1000亿元。

共进·激发未来动力

交银金融租赁



创新·专业·诚信·高效

交银金融租赁,依托交通银行综合化经营优势,竭诚为您提供金融租赁整体服务方案。

凝聚世界力量,汇聚全球资源,以共进之势,助推发展迈上全新高度。

www.bocommleasing.com

交银金融租赁有限责任公司
Bank of Communications Financial Leasing CO., Ltd.