

科創板首批25股漲跌停限制今生效

單日20%上落 專家料波動收斂價格趨合理

中國
經濟

有「中國版納斯達克」之稱的科創板上周正式開板，首批25隻個股交易已滿5個交易日，首周50%中籤者已於首日賣出籌碼。此外，本月29日開始，科創板單日20%漲跌停限制機制將自動生效。受訪專家相信，隨着科創板買入常規交易時段，個股波動或漸收斂，換手率亦將逐步回調，在市場博弈更為充分的背景下，科創板股票將逐漸形成合理而穩定的價格體系。

大公報記者

倪巍晨、張豪

科創板前5個交易日中，首批股票經歷波動行情。總結首周的交易行為，國泰君安介紹，新股中籤客戶中，約50%客戶首日賣完了手中籌碼，不過截至第4個交易日結束，還有近三分之一中籤客戶未賣出。

值得關注的是，機構和個人行為體現差異：從首周不同類型客戶的交易結構來看，個人客戶更願意買入並持有科創板標的；但機構與資管產品的客戶前4個交易日處於淨賣出狀態，部分機構與資管產品客戶已全部清倉科創板標的。

長遠價格彈性大於主板

科創板單日20%漲跌停限制機制今日自動生效。申萬宏源研究所特邀專家桂浩明指出，較之主板，科創板價格彈性大，不確定因素高，發行過程中更多地參考市場化機制，所以上述要求是必然的。他續稱，對體量較小的科創板企業而言，往往一條信息或一個事件對企業的影響更大，所以科創板股價波動大的正常現象，長遠看科創板價格彈性必然大於主板。

華寶基金副總經理李慧勇觀察到，從上市交易以來的表現看，科創板股票總體呈現「波動收斂」的特徵。他相信，隨着「20%漲跌停限制」機制的生效，市場將繼續按照「波動收斂」的態勢運行。蘇寧金融研究院高級研究員顧慧君表示，「本周開始，科創板或盪到一個短期均衡的估值中樞。」

換手率方面，市場數據顯示，科創板前5個交易日，股票平均換手率依次為77.78%、36.5%、38.3%、45.88%、32.2%。



►科創板存量公司較少，而流動性卻較充裕，熱度一旦降溫，「炒新」難度將漸增加

李慧勇分析，在科創板「供給」相對較少背景下，市場熱情卻非常高漲，進而引發大量資金「爭搶科創板籌碼」的現象；與此同時，投資者對科創板定價有不同方法，對企業估值亦有不同評價，上述因素均會引發科創板較高的換手率。

他相信，隨着科創板上市交易股票的逐漸增多，股票供求將從「嚴重的供不應求」變成「供求平衡」，換手率亦將逐步下降。待投資者理性認識科創板後，會通過比價效應在更短時間內找到科創板股票的合理定價，「縱向看，未來科創板換手率將逐步降低；橫向看，科創板換手率仍會高於其他市場」。

下批股份或8月炒面世

值得一提的是，「熱炒」、「博傻」無疑是近期「科創板」話題中高頻詞。李慧勇指出，作為內地資本市場的新生事物，目前科創板確實存在部分「熱炒」、「博傻」情緒，一些投資者參與熱情高漲，卻又不基於公司價值進行投資，而是希望博取更高價格拋售股票，「這都是短期現象，隨着科創板逐漸發展成熟，上述情緒料漸減弱」。

顧慧君則認為，「熱炒」、「博傻」等情緒仍會繼續在科創板存在，但未來將有所分化，「新股會更高，次新股會低一點」。未來將有更多企業在科創板上市。有頭部券商業者預計，新一批科創板上市企業有望在8月末至9月初面世，數量或達30至40家。另據記者了解，目前有7家企業處提交註冊狀態，還有1家通過了上市委審核。若無意外，上述8家將在下一批面世。



貨少錢多 融券做空機遇漸增

【大公報訊】記者倪巍晨、張豪上海報道：成熟資本市場既有完整的做多氛圍，亦有完備的做空機制。作為內地資本市場增量改革，上交所科創板從開市交易首日起便可進行「融券」。有觀點認為，當前科創板存量公司較少，但流動性卻較充裕，市場「炒新」熱度一旦降溫，「炒新」難度將漸增加，科創板股票價格或現調整，融券做空的機會或隨之增長。

言及科創板，「高估值」問題自是無法繞開。事實上，科創板股票在被投資者追捧的同時，市場融券情緒亦蠢蠢欲動。華寶基金副總經理李慧勇提醒說，科創板從開市交易首日起就可以「融券」，且第一時間出台了「轉融通」實施辦法，管理層亦希望通過「科創板股票上市前5個交

易日不設漲跌停限制」、「允許融券做空」等，使市場更充分發揮價格發現的功能，「未來科創板通過做空盈利的機會肯定大於其他市場」。

市場數據顯示，科創板開板交易前4個交易日，融資餘額分別為12.75億元（人民幣，下同）、14.59億元、16.42億元和17.97億元；同期，科創板融券餘額依次為7.97億元、9.27億元、11.39億元和13.5億元。

申萬宏源研究所特邀專家桂浩明直言，現時科創板「融資融券」比例相對均衡，不像主板市場「融資」比例高企，「融券」比例卻非常低，「均衡的『兩融』比例，會令市場博弈更為充分，若有機構利用『融券』做空，只要在規範化條件下做

也無不妥，此舉亦更利於形成合理穩定的價格體系，市場應客觀看待『做空』，不能說『做空』就是不好的事情」。

三隻科創板新股今周發行

值得一提的是，本周將有3隻科創板新股發行，包括來自上海的晶晨股份、柏楚電子，及來自深圳的微芯生物，3隻新股擬募資總額31.53億元。其中，柏楚電子以每股68.58元的價格刷新了樂鑫科技62.60元的科創板股票最高發行價，其IPO將超募8.8億元，亦刷新了科創板紀錄，暫居科創板上上市公司中超募額最高的企業。蘇寧金融研究院高級研究員顧慧君相信，科創板第二批3隻新股上市首日表現或與首批一樣。

帶動效應明顯 A股科技股受捧

【大公報訊】記者倪巍晨、張豪上海報道：科創板是否會對主板資金構成分流效應，抑或是對主板同類型公司股票形成估值溢價？受訪專家據此指出，科創板開市後，對主板的資金分流效應雖客觀存在，但總體有限，得益於充裕的宏觀流動性環境，科創板對A股科技股會帶來更多「比較效應」，進而觸發新一輪A股科技股投資機遇。

「科創板對市場主流資金、對主板市場產生分流的情況確實存在，但並不嚴重。」申萬宏源研究所特邀專家桂浩明留意到，科創板股票上市首日上述情況或較明顯，但隨後幾天各板塊出現聯袂上漲行情，「市場是分層次的，有人願意炒科創板，也有人願意做其他板塊，哪裏有機會投

資者就去哪裏」。當前科創板股票價格彈性較大，更多資金願意參與。到目前為止，科創板基本仍處市場預期範圍內運行。

華寶基金副總經理李慧勇坦言，科創板開板對其他板塊的資金分流作用有限，相反更有可能起到「帶動效應」。

李慧勇解釋，科創板首批25家公司融資規模合計約350億元（人民幣，下同），尚不及現時A股每天交易總額的10%左右；另一方面，當前已成立的數百億元科創板戰略配售基金，加之社保、保險等資金的參與，對科創板有足夠的資金承接能力。

在談及「科創板對A股科技股的『比較效應』」時，李慧勇預期，科創板或為當前A股的科技股帶來更多投資機遇，「



▲科創板或為當前A股的科技股帶來更多投資機遇

目前市場對科創板首批優秀標的有較高預期，『比較效應』下，A股優秀的科技公司估值水平將進一步提升，A股相關的硬科技公司、創投、券商等在科創板開板後或存在新一波主題投資機會」。

市場變革下的A股港股競爭



財經觀察

大公報記者
李靈修

內地科創板運行一周，除財富效應吸人眼球之外，亦再次引發兩地資本市場「獨角獸爭奪戰」遐想。雖港股與A股在投資者構成、交易機制等方面均有區別，構成各自市場獨特性，惟科創板此次推動的註冊制改革，與港交所去年實行的主板上市機制改革遙相呼應，增添彼此之間的競爭意味。筆者藉對比雙方新股發行、定價制度差異，冀他山之石，完善自身不足。

科創板註冊制改革，其重點為摒棄過去「父愛式」監管思路，不再為上市企業的投資價值背書，僅關注信息披露的真實性。中國證監會IPO審批權也下放至交易所，理論上原發審委職能被「架空」。但在中證監公布首批註冊企業名單時，對相關企業進行了第二輪IPO問詢。對此，中證監在「答記者問」環節中指，證監會仍將「實施事前事中事後全過程監管」。

按照科創板上市制度安排，企業需經過申請受理、審核問詢、上市委審議、證監會註冊、發行上市等五個階段。在註冊制改革的語境中，證監會註冊只是走個流程，但今次中證監對上市企業的審核「複試」，無疑超出了這一預期。科創板上市企業恐仍將面臨「兩個婆婆」共同監管的境況。

發行監管：兩個婆婆VS交警刑警

港股IPO審核流程採取雙重備案制，企業上市申請文件分別遞交港交所與香港證監會。1998年發布的《戴維森報告》奠定基本監管框架，明確港交所負責上市審批工作、證監會則擁有對證券發行的否決權。港交所總裁李小加曾以「交警」與「刑警」形象比喻雙方的分工：交易所扮演「交警」角色，維持交通秩序、保持道路順暢，以及發放運營執照（上市審批）；證監會承擔「刑警」職能，維持社會治安，日常工作包括搜查取證、審查拘捕疑犯。

但港交所地位特殊，身兼監管機構、上市公司雙重身份，存在一定利益衝突，外界對於上市監管改革的呼聲不絕。2013

年爆發的「725細價股風波」，事件調查組建議將交易所的上市審批權移交證監會，但遭港交所抵制。2016年，香港證監會曾公布上市監管架構聯合諮詢文件，提出成立上市監管委員會，加強自身上市審批話語權，但這一提議亦遭金融界反對。

上月有前港交所上市科高層及保薦人，涉嫌不當IPO審批及放水，遭香港廉政公署拘捕，涉及超三十宗上市申請。有分析指出，港交所近年審批公司IPO時強調的「合適性」屬於主觀判斷，若上市科負責人對擬上市企業的問詢避重就輕，容易導致貪腐行為發生。這亦為港股現行的發行監管機制敲響警鐘。

新股定價：IPO不敗VS百威失利

A股早有試水IPO市場化定價先例。2009年至2012年，為配合創業板推出，中證監曾階段性嘗試IPO市場化定價，但造成三高頑疾（高市盈率、高發行價、高募資額）。2014年重啟IPO後，監管機構實施窗口指導，設立新股發行23倍市盈率紅線。但行政干預扭曲新股定價，企業上市後即



▼上交所

遭遇資金爆炒，定價機制改革勢在必行。科創板通過網下向機構投資者詢價後確定價格區間，在剔除10%的最高報價後，承銷商重點參考公募基金報價的中位數與加權平均數的較低值，確定發行價格及數量。該種方式的設計初衷是規避「人情報價」現象，但投資機構為獲取更多配售份額，傾向於選擇承銷商給出的報價區間上限，間接推高新股估值，其背後癥結在於A股長期以來的「新股不敗」神話。目前來看，科創板首批企業平均市盈率為52倍，中微公司更高達170.75倍，估值已難言便宜。

市場化定價機制成功與否，一定程度上考驗着機構投資者的專業、理性及投研能力。港股近期出現的百威亞太終止IPO案例，着實為內地投資者上了一課。百威亞太今次發售價範圍為40至47元，對應的市盈率介於38.5倍至45倍。對比內地同業，



▲港交所

百威亞太的估值水平可謂十分誘人，加上公司本身質地優良，正符合A股最為追捧的消費白馬模板。如此條件卻上市失利，真是不可思議！

雖然外界也將百威亞太IPO折戟歸咎於市場環境欠佳，但實際上是投資機構選擇的結果。首先，百威亞太IPO籌資淨額全數用於償還母公司百威集團附屬公司的貸款，而並非用於自身經營，是缺乏「上進心」的表現；其次，公司上市沒有基石投資者參與，發行初期的股價走勢沒有保證；再次，百威亞太的併購戰略產生巨額商譽，目前已高達132億美元，另有44億美元的無形資產，上市後均存在減值風險，二級市場投資者或淪為「接盤俠」。

事實上，新股發行失敗在境外資本市場屢有發生，A股市場卻太過罕見，背後原因值得思索。一個市場的進步，不僅需要制度性的改革，也需要投資者心態成熟。