

2009 年 06 月 19 日

——IPO 重启事件临时点评

相关研究报告

《IPO 近在眼前，短期风险增大——IPO 重启事件点评》

《利在长远，择机而动——IPO 暂停-重启的历史分析及当前投资策略》

报告作者:

策略研究员 李斌

电话: 0510-82833517

E-mail: lib@glsc.com.cn

高级研究员 肖彦明

电话: 021-58766036-205

E-mail: xiaoyym@glsc.com.cn

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件:

桂林三金药业今日披露的招股意向书显示，公司拟发行不超过 4600 万股新股，占发行后总股本 45400 万股的比例不超过 10.14%，募集资金将按轻重缓急顺序投向 10 个项目，项目总投资 63412 万元，公司将根据市场和询价情况确定最终筹资额，发行完成后公司将在中小板挂牌交易，股票代码为 002275。根据保荐人招商证券安排，三金药业发行采用网下向询价对象询价配售与网上资金申购定价发行相结合的方式，网下发行不超过 920 万股，占本次发行数量的 20%。网下发行时间为 6 月 29 日 9:30-15:00，网上发行时间为 6 月 29 日的交易时间。

点评要点:

- Ø 管理层选择三金药业作为重启第一单，显示其呵护市场的用心。短期来看，在管理层的支持下上升行情有望延续，中期则可能因政策导向与市场预期间博弈、大盘股发行节奏等问题刺激展开调整行情，但长期来看，A 股市场投资价值不变。
- Ø IPO 重启不是不会阻碍行情趋势的决定性因素。在实体经济环境向好的背景下，无论是市场制度改革的成功还是新的上升趋势形成都会是“水到渠成”的事情。投资者应把注意力更多地放在对国家经济和上市公司基本面的把握上。
- Ø 投资者应谨慎但不必恐慌。“IPO=大跌前兆”或“IPO=管理层调控股市泡沫”的恐慌心理是不必要的。再融资被更多用于调节股市泡沫，而 IPO 在市场上涨初期密集出现则可看作是管理层对提振市场和维护融资能力两者通盘考虑，统一规划的结果。
- Ø 关注 IPO 重启下的投资机会。投资机会有三，一是大型综合类券商股；二是参股热点 IPO 公司的个股；三是参与申购新股。另外参与申购新股需注意新规下申购数量和资金冻结时间的变化。

一、选择三金，凸现呵护市场之用心

选择三金药业成为 IPO 重启第一单，可见管理层在减轻投资者恐惧心理压力方面是进行了很多考虑的。我们有理由相信管理层会继续使用政策工具为 IPO 保驾护航，防止市场大起大落。

自 08 年 9 月 16 日博云新材过会后，证监会发审委就再没进行过新股发行审核；而在二级市场上，自 08 年 9 月 25 日华昌化工在中小板上市时隔 9 个月，IPO 再度起航，三金药业成为第一单。

管理层呵护市场用心良苦。现时 IPO 重启只走了一半，即开始解决已核准未上市的 33 家待发公司，而未启动发审委的审核，由于这批公司通过审核已近 6 个月，从发行制度上考虑，也已经到了不得不解决的时候。但即使这样，管理层对于 IPO 重启的时机、方式选择仍是慎之又慎。三金药业于 2008 年 6 月 19 日披露招股说明书申报稿，2008 年 6 月 23 日通过发审委审核。按过会时间排序，三金药业并非是排在最前面的，之前还有中国建筑 and 遵义钛业等公司。前期也有传闻，中国建筑会是 IPO 首单。跳过中国建筑的主要原因在于，首先中国建筑作为超级大盘股，其 IPO 对市场资金、心理的影响难以预料；其次三金药业作为中医药行业的公司是以整个医药行业在国家医改政策扶持下获得重大发展机遇为背景的；最后医药生物类个股近期也是市场的热门品种。此时推出三金药业作为 IPO 第一单，可见管理层在减轻投资者恐惧心理压力方面是进行了很多考虑的。我们有理由相信管理层会继续使用政策工具为 IPO 保驾护航，防止市场大起大落。

二、IPO 重启是开始，而非终结

新股发行制度改革和 IPO 重启不会是阻碍行情趋势的决定性因素。投资者应把注意力更多地放在对国家经济和上市公司基本面的把握上。中期调整能不能避免，但 A 股长期投资价值不变。

中国证券市场近 20 年历史上共有 4 次较重要的 IPO 暂停-重启事件，时间区间分别是：①1994 年 8 月 1 日—1995 年 1 月 6 日、②1995 年 1 月 13 日—1995 年 12 月 23 日、③2004 年 8 月 20 日—2005 年 1 月 17 日、④2005 年 4 月 30 日—2006 年 5 月 25 日。纵观历次 IPO 重启，我们认为可以把 IPO 重启分为试探性的重启和成功重启。我们的划分标准是该次 IPO 重启是否能在较长时间内维持融资市场的连续性，95 年 12 月和 06 年 5 月的 IPO 重启后融资市场能在较长时间内持续运行，所以应被视为成功的 IPO 重启。两次 IPO 重启也是两次大牛市（1996-2001、2006-2007）的开端。试探性的 IPO 重启则出现短暂的上涨行情。

成功的 IPO 重启具有三个明显特征：一、严厉的宏观调控措施过去，经济有回暖迹象；二、流动性环境好转，市场成交量上升；三、有来自最高层次的政策扶持。目前来看，本次 IPO 重启具备成功重启的两个特征，即宏观调控已过，流动性环境向好，唯一但重大的变数是新股发行制度改革的进程。我们认为，制度改革的渐进和其中各方利益博弈特性决定了行情的反复，但

是如果改革最终在各方面取得均衡，将会由此缔造一轮大级别的行情，该行情的时间、空间格局将由当时的经济背景、市场环境决定，并不一定遵循某种模式。

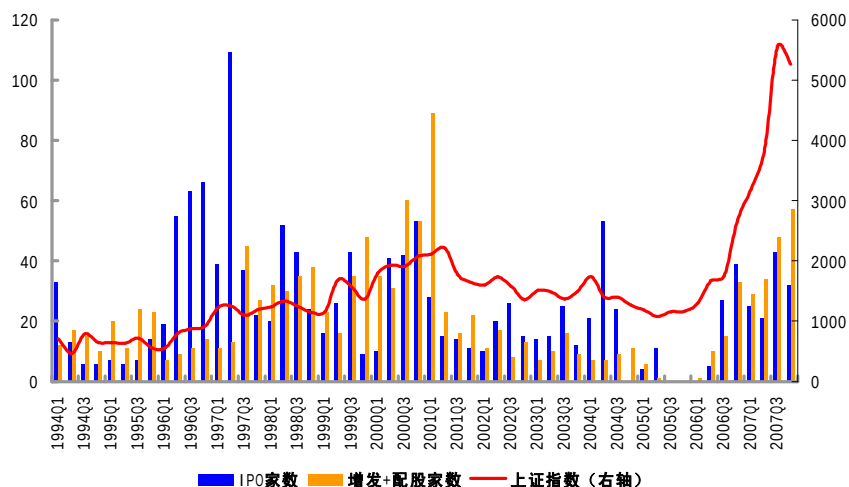
新股发行制度改革和 IPO 重启不会是阻碍行情趋势的决定性因素。新股发行制度改革涉及到新股发行“去行政化”，定价“市场化”和“去泡沫化”以及利益分配“公平化”等诸多证券市场建设的根本性问题。这注定了本次改革意义深化而道路曲折，必然要经过一段反复博弈的震荡时期，IPO 的重启只是其中的一个过程。6月10日，中国证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，其中关于“适时调整发行制度”、“明确单个投资者只能使用一个账户申购新股”等表述彰显管理层对于市场制度建设的决心不变。而在我们认为制度改革和 IPO 的重启与否不会成为阻碍长期行情趋势的拦路虎。在实体经济环境向好的背景下，无论是市场制度改革的成功还是新的上升趋势形成都会是“水到渠成”的事情。投资者应把注意力更多地放在对国家经济和上市公司基本面的把握上。

二、投资者应谨慎但不必恐慌

“IPO=大跌前兆”或“IPO=管理层调控股市泡沫”的恐慌心理是不必要的。关注 IPO 重启下的三类投资机会，一是大型综合类券商股；二是参股热点 IPO 公司的个股；三是参与申购新股。

本次 IPO 重启是与新股发行制度改革的推进密切相关的，新股发行制度的改革牵涉面甚广，其推行难度可能更甚于 06 年的股权分置改革，这决定了改革路径必然是在各方利益不断冲突、妥协间渐进式地推进。在改革渐进过程中的利益冲突则势必对市场造成负面影响，并且这一过程的时间长短、负面影响的程度目前还难以预计。目前市场处在阶段性高位，投资者对于 IPO 重启之后市场资金面、心理面以及政策面的判断应保持谨慎态度，密切关注 IPO 制度改革的进程，并不断调整投资策略。但“IPO=大跌前兆”或“IPO=管理层调控股市泡沫”的恐慌心理则不必要。从历史上来看，IPO 不同于再融资。从下图中可以清楚看到，再融资密集出现于市场阶段性高点的特征更为明显，可见再融资被更多用于调节股市泡沫，而 IPO 在市场上涨初期密集出现则可看作是管理层对提振市场和维持融资能力两者通盘考虑，统一规划的结果。

图 1: IPO 与再融资时点比较



数据来源：国联证券研究所 WIND

从行业投资角度来说，投资者可以关注券商股。IPO 重启以及可以预期的创业板的启动对券商股投资银行业务、直接投资业务等都是一个正面的消息。虽然本次 IPO 重启以中小板股打头阵，但从长远来看，IPO 若能持续进行，还是对有能力做利润更丰厚的大项目的券商有利。我们更看好中信、海通等资本规模大、有直投资格的大型综合类券商股。

从事件性的投资角度来说，对已审核未上市的个股有较大参股比例的上市公司有投机性机会，尤其是参股招商、光大两家拟上市券商的个股更为活跃，大众公用等已有所表现。另外，一些借壳上市的概念股如广发证券的影子股等也可能受到 IPO 重启的利好刺激，从而有所表现。

从新股认购的角度来说，建议投资者适当参与。本次 IPO 是新股发行制度改革之后的第一次发行，很多制度是否实际有效将在这一次发行中得到部分验证。由于询价制度对“真实报价”要求更严，且采取网上、网下申购分开等政策，预计资金量较小的投资者网上申购新股中签可能会上升。IPO 重启之初，新股发行定价较为合理，投资者获利可能也较大，建议适当参与。但由于制度改革的效用究竟如何孰难预料，投资者仍需密切关注新股发行询价的结果。

三、其他注意事项

一、根据深交所《资金申购上网公开发行股票实施办法》规定，“新股网上申购不得超过主承销商在发行公告中确定的申购上限”，且《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》提出“原则上不超过本次网上发行

股数的千分之一”。投资者需注意发行公告中关于申购上限的规定。

二、根据新规，“申购日后的第三个交易日（T+3日），中国结算深圳分公司对新股申购资金进行解冻处理，并从结算参与人的资金交收账户上扣收新股认购款项。结算参与人在收到中国结算深圳分公司返还未中签部分的申购余款后，将该款项退还给投资者。”也就是说，申购新股资金冻结时间缩短一天，将来新股开始密集发行后，投资者应根据新规制定自己的申购计划。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。