

《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》点评

投资策略/即时点评

2009年5月24日 星期日

报告要点

东海证券宏观策略小组

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

5月22日,中国证监会就《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》(下文简称“新股发行改革指导意见”)公开征求社会意见,时间为2009年5月22日至6月5日,征求意见结束后,正式发布即可安排新股发行,并将在主板率先启动。

一、“新股发行改革指导意见”的主要内容

具体来说,“新股发行改革意见”主要包括如下内容:

一是改革的原则坚持市场化方向,即促进新股定价进一步市场化、注重培育市场约束机制,推动发行人、投资人、承销商等市场主体归位尽责,重视中小投资人的参与意愿;

二是改革的基本内容,主要包括四个方面:(1)新股定价方面,完善询价和申购的报价约束机制,淡化行政指导,形成进一步市场化的价格形成机制;(2)发行承销方面,增加承销与配售的灵活性,理顺承销机制,强化买方对卖方的约束力和承销商在发行活动中的责任,逐步改变完全按资金量配售股份;(3)优化网上发行机制,股份分配适当向有申购意向的中小投资者倾斜,缓解巨额资金申购新股状况;(4)加强新股认购风险提示,明晰发行市场的风险。

三是现阶段的改革措施,主要有四项:(1)完善询价和申购的报价约束机制,形成进一步市场化的价格形成机制。询价对象应真实报价,询价报价与申购报价应当具有逻辑一致性,主承销商应当采取措施杜绝高报不买和低报高买。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况,合理设定每笔申购的最低申购量。对最终定价超过预期价格导致募集资金量超过项目资金需要量的,发行人应当提前在招股说明书中披露用途;(2)优化网上发行机制,将网下网上申购参与对象分开。对每一只股票发行,任一股票配售对象只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购,所有参与该只股票网下报价、申购、配售的股票配售对象均不再参与网上申购;(3)对网上单个申购账户设定上限。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况,合理设定单一网上申购账户的申购上限,原则上不超过本次网上发行股数的千分之一;(4)加强新股认购风险提示,提示所有参与人明晰市场风险。

二、“新股发行改革指导意见”与现行发行制度的比较及下一步政策方向

从改革的基本内容和现阶段的改革措施可以看出，与现行新股发行制度相比，“新股发行改革指导意见”更加强调**坚持市场化方向和保护中小投资者的利益**。

坚持市场化方向主要体现在**淡化窗口指导和定价制度进一步市场化**。2005年初，询价制度的推出使得新股发行向市场化定价方式迈出了积极的一步，但是当时为防止发行价格过高，监管机构仍强调对部分新股发行的最终定价要进行必要的窗口指导，具体如：（1）30倍市盈率；（2）最终定价不得低于参与报价的全部机构投资者报价的中值、平均值和其中基金投资者报价的中值、平均值；（3）募集资金数额若超过此前招股说明书中列明所需资金总额，则需降低发行股数或者其他方式调整；（4）A+H型新股发行，则A股定价不得超过H股市场价等。“新股发行改革指导意见”虽未明确全部取消这些窗口指导原则，但是根据其市场化方向的改革原则和证监会的表态，新股发行制度改革将会分阶段、有步骤的完善这些内容，例如，“新股发行改革指导意见”在现阶段改革措施中就对第3条“募集资金数额若超过此前招股说明书中列明所需资金总额，则需降低发行股数或者其他方式调整”进行了明确调整，即“对最终定价超过预期价格导致募集资金量超过项目资金需要量的，发行人应当提前在招股说明书中披露用途”。询价机制方面，也更加强调完善询价和申购的报价约束机制，即询价对象应真实报价，询价报价与申购报价应当具有逻辑一致性，主承销商应当采取措施杜绝高报不买和低报高买。

保护中小投资者利益方面，主要体现在**网上网下申购二选一、网上单个申购账户原则上不超过新股网上发行的千分之一、发行人和主承销商向投资者提示新股认购风险**三个方面。现行发行制度最大的特点是“资本优先，向机构投资者倾斜”。由于没有限定只能采取网上或网下单一途径对新股进行申购，从而使得许多机构投资者在网下配售后，还依靠庞大的资金量积极参与网上申购，从而剥夺了中小投资者的中签机会。出现这种状况的主要原因是因为网上申购股票相对网下配售来说一般无较大风险，且上市首日即可获得较大盈利。现行发行制度下，网上申购股票可在上市当天卖出，而网下配售股票则包含3个月禁售期，这使得网上申购股票一般首日即可获得较大溢价，而网下配售却存在风险。统计结果也显示，2006年以后，沪深两地新上市的公司中，无任何新股首日跌破发行价，而网下配售的投资却有一成亏损。

为改变种局面，“新股发行改革指导意见”明确要求网上网下申购参与对象应分开，若有配售对象参加了拟发行股票的网下报价、申购、配售任一环节，则将被视为选择网下申购而放弃网上申购；为扩大中小投资者的中签机率，“新股发行改革指导意见”对网上单个申购账户设定申购上限，原则上不超过该次新股网上发行股数的千分之一。此外，为保护投资者的利益，要求发行人及其主承销商刊登新股投资风险特别公告，向投资者提示新股认购风险。

“新股发行改革指导意见”征求意见稿的推出，其意义主要体现在响应了广大投资者尤其是中小投资者的呼声，针对市场的一些弊端采取了一些改革优化措施，例如，询价制度的进一步市场化、网上网下申购二选一等等，

这将有利于进一步发挥市场的价格发现功能和市场融资功能的真正恢复，有利于维护广大中小投资者的利益，增加其财产性收入。

不过，对于一些重要的问题，“新股发行改革指导意见”并没有给出答案，考虑到新股发行改革的阶段性以及坚持市场化方向的改革原则，我们认为，未来新股发行改革将会在如下重要方面继续采取措施：

（1）进一步淡化新股定价的“窗口指导”，培育市场约束机制，对发行人、投资人、承销商等市场主体的权利和职责进行明确归位。

（2）网下配售方式的完善。目前机构投资者在网下配售时是按申购金额比例配售，与香港及国外采取的“协议配售”不同，虽然看起来公平，但在某种程度上限制了机构投资者提供精确定价的动机，从而使得一些机构投资者出现高报不买和低报高买的现象；“协议配售”有所不同，它主要依据承销商对机构投资者在询价过程中提供价格质量的判断进而决定配售比例，从而在某种程度上鼓励了机构投资者提供精确报价的动机。

三、IPO 重启对当前市场的影响

IPO 重启并不会改变市场长期运行趋势，但是就短期市场而言，将通过影响市场资金分布而影响市场。

1、目前一级市场高收益导致部分资金转战一级市场

由于“新股发行改革指导意见”征求意见稿并不能改变当前发行制度下一级市场高收益的本质，因此，IPO 重启会导致低风险偏好的投资者由二级市场转向一级市场，导致短期内二级市场资金减少。

2、IPO 重启暗示监管层对市场的看法

在中国证券市场，IPO 在企业募集资金外，往往具备隐含的政策信号，IPO 的重启对于普通投资者而言，是监管当局看空当前股市的信号。因此，在当前市场短期趋势未明时，重启 IPO 将增加普通投资者对短期市场走向的不确定，导致部分风险回避型投资者短期内对市场持观望态度。

因此，虽然从长期来看，IPO 重启并不会改变市场长期运行趋势，但是对于短期市场，IPO 的重启将导致投资者要求的风险溢价的提高，导致估值水平面临压力。因此，对于当前本身已面临估值压力的国内市场来说，IPO 重启将进一步增加市场估值收缩的压力，对短期市场造成负面影响。

附注:

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料,但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司,或任何其附属或联营公司的立场,且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士,但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122