

不影响固有趋势

事件：5月22日下午，证监会发布《新股发行体制改革的四项改革措施（公开征求意见稿）》，改革措施充分体现出促进新股定价进一步市场化，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”，保护中小投资人利益的原则。证监会新闻发言人表示，这四项改革是中国资本市场新股发行体制进一步深化改革的第一步；征求意见结束并正式发布后，即会重启IPO。

研究结论

- **市场化定价程度的提高和内在制衡机制的发挥将改变新股投资者的行为和回报率。**定价机制进一步市场化后，一、二级市场间的关联关系会更加有序，新股收益趋势上会收窄，而且是否有正收益的不确定性加大，直接的结果就是：投资人对新股的利益及其风险重新进行合理评估，“打新”投机行为及其资金规模都可能会下降，有利于市场的长期健康发展与资源的更优配置。
- **从长期来看，影响市场趋势的因素更多的来自于基本面而非供求关系。**正如去年10月以来，市场的上涨并非源于新股发行的停滞，而是源于股灾后的估值回复、对经济复苏预期以及流动性再度充裕。我们认为，在二季度即将见底回升的企业盈利才是决定市场中长期向上走势的最主要因素，重启IPO不会抵消基本面向好的积极因素。
- **但在短期，IPO的重启可能令原本就积蓄了较大调整压力的市场加速其调整进程。**在当前市场存在明显结构性估值风险、企业盈利实质性好转前风格转化难以一蹴而就的情形下，在此敏感时期和敏感点位，IPO的重启可能会打破短期供需平衡，加剧投资者心理波动，加速此前我们预期的中短期调整的进程。尤其对光大证券、中国建筑等大盘股陆续上市预期，会影响现有估值结构，很可能将加速小盘股价值回归的过程。
- **此外，选择这一时点重启IPO或许反映了管理层进一步抑制市场投机氛围、避免风险积累的又一举措。**近期一系列提示市场风险、查处和惩罚相关违规事件的动作已经明确显示出管理层担心宽松的流动性引起市场的过度投机，造成市场大起大落。显然管理层更乐于看到一个健康良性发展，结构有序的市场，尤其是在5.30两周年即将到来之际。新股发行在此时重启，令人玩味。
- **受益于此次IPO重启的公司：**一是投行业务竞争力强的行业龙头，如中信证券将中长期受益，二是持有有望于第一批上市的光大证券的大众交通可能有短期表现。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期	2009年5月24日
邓宏光	股票策略师 8621-50367888 × 2040 denghg@orientsec.com.cn
刘俊	股票策略资深分析师 8621-63325888 × 6109 Lj1@orientsec.com.cn
王晓李	策略分析师 8621-63325888 × 6108 wangxiaoli@orientsec.com.cn
樊磊	策略助理 8621-63325888 fanlei@orientsec.com.cn
陈舒薇	策略助理 8621-63325888 chenshuwei@orientsec.com.cn

相关研究报告

一、新股发行制度改革进一步深化

5月22日下午，证监会发布《新股发行体制改革的四项改革措施（公开征求意见稿）》，这是中国资本市场新股发行体制深化改革的又一重要步伐。证监会新闻发言人表示，征求意见结束并正式发布后，即会重启IPO，而本次征求意见截止日为6月5日。

A股市场在经过了2006-2007年这一波波澜壮阔的大牛市之后，出现了持续下跌，主管部门祭出多面救市大旗，证监会推迟批准多起IPO。事实上，停发IPO前发行的最后一只新股是2008年9月25日发行的中小板股票：华昌化工。发行当日沪指报收2297点，仅为6124历史高点的三分之一强。

新股发行体制是指首次公开发行股票时新股定价、承销和发售的一系列制度及相关安排。新股发行体制的核心是定价机制，包含两方面内容，一是确定新股发行价格，即价格发现；二是采用一定的方式将新股出售给投资者。本次“发行新政”四大措施中的第一条和第二、三条分别就两个方面进行了改进；而第四条，即加强新股认购风险提示，也反映了市场化价格发现机制下对中小投资者风险控制的更高要求。

此次推出的四项改革措施包括：主承销商控制询价和申购报价并设置每笔申购最低申购量；网下网上申购参与对象分开；对网上单个申购账户设定上限；加强新股认购风险提示。其中询价机制的完善将有效杜绝询价过程流于形式，高报不买和低报高买的失真现象，使得市场在定价过程中起到更加主导的作用。网申和配股对象分开，单个申购账户设定上限，有利于提高中小投资者获取新股发行的市场份额，体现证券市场向中小投资者利益倾斜。风险提示也意味着市场交易的双方必须要对自己的行为承担责任，是新股发行市场化改革的表现。总体而言，改革措施充分体现出促进新股定价进一步市场化，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”，保护中小投资人利益的原则。

表 1-1：新旧发行制度对比

旧规则	新措施（拟）
发行人及保荐机构在招股说明书披露的发行价格区间内进行累计投标询价，并综合累计投标询价结果和市场走势等情况确定发行价格。但实际操作中的报价不够审慎和严肃，存在高报不买和低报高买的失真现象。	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。
沪市规定申购单位为1000股，每一账户申购数量不少于1000股，超过1000股的必须是1000股的整数倍；深市规定申购单位为500股，每一账户申购数量不少于500股，超过500股的必须是500股的整数倍。每一个有效申购单位对应一个配号	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。
为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。	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的，发行人应当提前在招股说明书中披露用途。

没有要求，机构和战略投资者在事实上既参加网下配售，也参加网上申购

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。

沪市将申购上限放宽到 9999.9 万股，但不得超过当次上网定价发行数量；深市规定申购上限为 99999.95 万股，但不得超过当次上网定价发行数量。

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。

没有规定

发行人及其主承销商应当刊登新股投资风险特别公告，充分揭示一级市场风险，提醒投资者理性判断投资该公司的可行性。证券经营机构应当采取措施，向投资者提示新股认购风险。

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

内在制衡机制的发挥和市场化定价程度的提高将改变新股投资者的行为和回报率。国际上一般在发行股票时，发行人和承销商都会在新股定价时给二级市场留有一定的空间，维护好投资者关系，同时也建立发行人长期的信用，为未来发展和融资打下基础。因此，长期来看大部分新股上市后会有溢价。

从我国来看，历史上新股上市后大部分有较大收益，超过国际上的一般水平。由于机构拥有较强的定价话语权，而且能同时参与网下配售和网上发行并凭借雄厚的资金实力获配较多的股份，因而可能利用一、二级市场间估值的差异实现套利；这也吸引了个人投资者无视风险参与到“打新股”的投机行为中来，但配售机制下的资金劣势使之难以获得机构投资者的高额回报。

而在定价机制进一步市场化后，一、二级市场间的关联关系会更加有序，上述新股收益趋势上会收窄，而且是否有正收益的不确定性加大，机构投资者通过影响价格形成或利用资金规模优势获取套利的空间将缩小，一个直接的结果就是：投资人对新股的利益及其风险有合适的预期和判断的同时，“打新”投机行为及其资金规模都会下降。

实际上，本次新股发行制度的改革延续了我国此前发行体制变迁的轨迹，即由行政主导向市场化方向不断演进的发展过程。

我国证券市场起步较晚，市场环境 with 境外成熟市场差异较大，受当时经济、社会和法制环境的局限，新股定价机制早期具有浓厚的行政色彩。1993 年的《公司法》和 1998 年的《证券法》均规定，新股发行价格须经证券监管部门批准。在 2005 年以前，由于投资者和中介机构等市场主体尚不成熟，市场机制不完善，买方不能对卖方构成有效约束，出于保护投资者目的，我们会在法律许可的范围内主要采用限定发行市盈率上限的方式管理新股价格。这种定价方式对当时市场状况下投资者保护和市场发展发挥了积极作用，但随着市场发展其不足也较突出，其与价格形成机制的市场化要求相距较远，股票一级市场的价格发现功能和资源配置功能发挥不充分。

表 1-2：我国新股认购制度的变迁

IPO 发行方式		优缺点评述
1992 年前	内部认购和新股认购证	这是 A 股市场初创阶段最早的新股发行制度。新股认购证成为暴富的代名词，也留下了内部职工股这一遗留问题，在 2000 年才得到妥善解决。上述两种新股发行方式，由于效率不高，受众面窄，因此被淘汰。
1993 年	与银行储蓄存款挂钩	此举改善了前面新股发行不公的现象，但是每遇新股发行，经常会发生地区间资金大量转移，而且新股发行的效率也不高
1996 年	全额预缴款按比例配售方式 “全额预缴款”方式包括“全额预缴款、比例配售、余款即退”和“全额预缴款、比例配售、余款转存”两种。	这种方式的初衷是为了健全证券市场发现价格的功能，培育机构投资者。但容易滋生寻租者，有少数发行人将配售权作为特权买卖，不按真正的战略关系选择战略投资人；一些机构不履行持股期限承诺，私下倒卖获配新股等。
1999 年	对一般投资者上网发行和对法人配售相结合。	这种方式的初衷是为了健全证券市场发现价格的功能，培育机构投资者。但容易滋生寻租者，有少数发行人将配售权作为特权买卖，不按真正的战略关系选择战略投资人；一些机构不履行持股期限承诺，私下倒卖获配新股等。
2001 年	上网竞价方式	上网竞价发行方式可以减少主观操作,防止违规行为和黑箱操作行为的发生。但是由于股票发行价格只是根据市场的申购情况来决定的，往往发生新股申购发行价很高的局面。
2002 年	按市值配售新股	在新股上网定价发行中，由于申购专业户垄断了一级市场，对二级市场投资者有失公平，所以 5 月份开始全面推行按市值配售新股。但按市值配售新股与新股发行市场化之间存在矛盾，不能充分体现一级市场的真实需求，扭曲了供求机制，大大削弱了一级市场定价机制的作用。而且随着股改的推进，上市公司的股份将逐步转为可全流通，市值配售制度的基础也将不复存在。恢复资金申购就成为必然要求。
2006 年--- 今	IPO 询价制+网上定价方式	现行的新股发行制度，其基本特征是建立一个面向机构投资者的询价机制，同时也形成了一个向机构投资者倾斜的发行模式，并且是以资金量的大小为配售新股的最主要原则。 存在着重大缺陷：其一，询价往往会流于形式，新股发行定价难以反映股票真实价值。其二，有违公平原则，由于机构仍然占据了网下申购的优势，存在过度向机构投资者倾斜的弊端。其三，将大量资金吸引到认购新股的行列之中。其四，最重要的是，现行发行制度还产生同一公司境内外发行价不同、上市流通股比例太低、新增限售股源源不断等问题。

资料来源：东方证券研究所

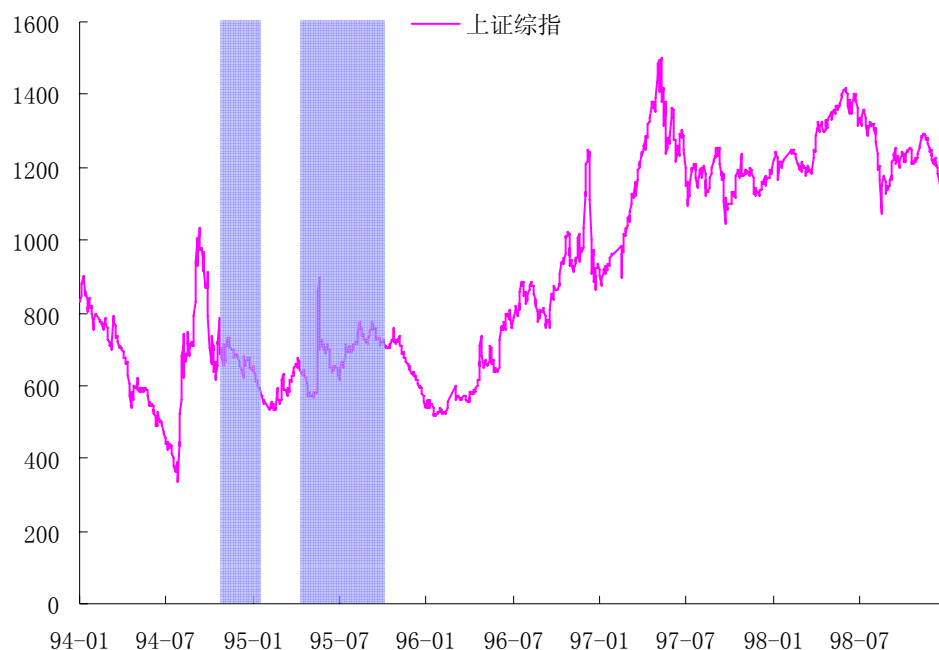
2004 年修订的《证券法》取消了新股发行价格须经监管部门核准的规定。2005 年初推出了询价制度，不再对新股价格进行核准，采用发达市场通行的向合格机构投资者累计投标询价方式确定新股发行价格，从而把市场力量即买卖双方的判断和意向引入到发行价格的确定上来，初步实现了不同行业、不同类型公司的差异化定价，向市场化的定价方式迈出了积极的一步。与此同时为防止发行价格过高，对部分新股发行最终定价进行必要的窗口指导。而从最新的发行制度来看，管理层的窗口指导将进一步淡化，发行人、投资人、承销商等市场主体“归位尽责”，成为新股定价和发行的真正决策者。

二、重开 IPO 对市场的影响

从长期来看，影响市场趋势的因素更多的来自于基本面而非简单的供求关系。正如去年 10 月以来，市场的上涨并非源于新股发行的停滞，而是源于股灾后的估值回复、对经济复苏预期以及流动性再度充裕。我们认为，可能于二季度即将见底回升的企业盈利才是决定市场未来中长期向上走势的最主要因素。

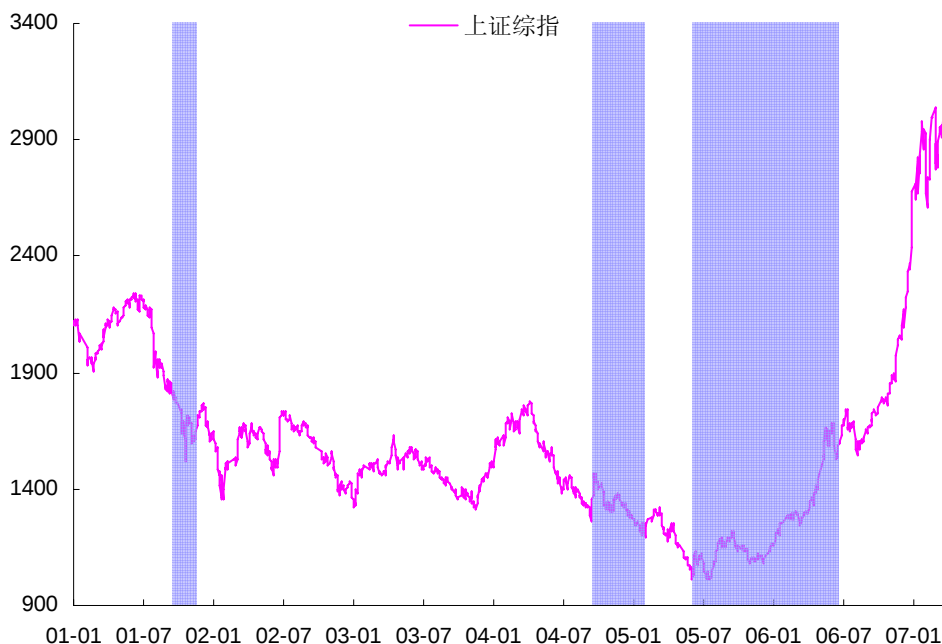
但从历史上看，短期内 IPO 重启可能会打破供求平衡，影响市场情绪，指数往往有一波下探走势。

图 2-1：IPO 暂停期间及重启后市场表现（1994-1999）



资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

注：阴影部份是新股发行暂停期间

图 2-2：IPO 暂停期间及其后市场表现（2001-2007）

资料来源：WIND 资讯，东方证券研究所

注：阴影部份是新股发行暂停期间

当前而言，对市场最实质性的影响依然在于《指导意见》征求意见结束并正式发布后的新股发行重启——这意味着此前市场预期的先创业板后主板的新股发行时间表落空。

我们认为，在当前市场存在结构性估值风险、企业盈利全面好转之前风格转化难以一蹴而就的情形下，IPO 的重启可能会加剧此前我们预测的中短期调整的幅度。尤其对光大证券、中国建筑等大盘股陆续上市的预期，很可能将加速小盘股的调整进程。从这个角度看，我们认为，在这一敏感时期，IPO 出乎意料的重启可能成为令原本就积蓄了一定调整压力的市场加速其调整进程。

此外，如果结合近期一系列提示市场风险、查处和惩罚相关违规事件的力度来看，选择这个时点推出 IPO 重启或许反映了管理层通过改善供需关系进一步抑制投机的取向——半年来市场上涨超过 60%，很多中小盘题材股更是涨幅惊人，管理层可能已开始有意的通过控制市场投机氛围来避免风险积累，这也将进一步加大市场调整到来的可能。

4 月份以来，深交所分别针对创投概念、“概念炒作”和盲目追涨杀跌提出进警示，近日对以达安基因（002030.SZ）为代表的异动股进行停牌核实异动原因。近期，证监会更是多次对市场违规行为进行调查，牵涉面甚广。再包括这次证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，敲定 IPO 重启时间表。一连串的动作，让我们开始看到管理层对待资本市场的态度的微妙变化，这同 3 月份政府工作报告中的“维护股票市场稳定”的思路一脉相承。管理层更多地开始担心宽松的流动性引起市场的过度投机，造成市场大起大落。显然管理层更乐于看到一个健康良性发展，结构有序的市场，尤其是在 5.30 两周年即将到来之际，市场过重的投机氛围显然是管理层

所不期望看到的。其实从长远来看，资本市场作为资金融通的工具，承担企业上市融资的平台是其主要功能之一，重启是必然的，然而选在这个时点提出，不得不令人寻味。

表 2-1：证监会 4 月份以来明显加大对市场风险和违规行为的监控

4 月 3 日	为加强对上市证券公司的监管，根据《证券法》、《证券公司监督管理条例》等相关规定，证监会制定了《关于加强上市证券公司监管的规定》，现予公布，自公布之日起施行。
4 月 9 日	深交所投资者教育中心发表《什么样的投资者适合参与创业板市场投资》，提醒投资者在创业板投资上需要注意的主要风险和事项。
4 月 14 日	深交所第二次发文，文章标题即为《深交所专稿历数股市概念炒作骗局》，通过对以往“概念炒作”的案例进行分析，提醒投资者一定要警惕“概念炒作”中的风险和危害
4 月 15 日	中国证监会主席尚福林日前表示，将继续加强期货公司合规监管，在净资本监管基础上，实施期货公司分类监管。
4 月 17 日	深交所再次发表《谨防盲目追涨杀跌的投资风险》的文章，提醒投资者面对市场升温和新市场的开启，在“追”和“杀”的时候更要理性分析。
4 月 13 日	4 月 7 日有媒体报道了关于融通基金涉嫌“老鼠仓”的事件后，证监会高度关注，立刻启动了调查程序，13 日，对此事件就开始正式立案调查。
5 月 12 日	中国证监会就创兴置业、融通基金、渤海证券等所涉案件的调查、处罚和移送情况进行了通报。截至今年 3 月底，2008 年以来证监会依法向公安机关移送涉嫌犯罪案件 19 起，其中上市公司类案件 6 起，内幕交易案 8 起，操纵市场案 2 起，非法经营证券投资咨询业务案 2 起，金融机构工作人员挪用资金案 1 起。据悉公安机关已对其中 15 起案件立案侦查。截至今年 3 月底，2008 年以来证监会对 68 起内幕交易线索开展非正式调查，已经立案 38 起；对 29 起市场操纵线索开展非正式调查，立案 15 起。证监会有关部门负责人表示，目前根据市场出现的新情况新问题，证监会正积极研究打击尾市操纵，开盘价操纵等新型操纵案件，截至今年 3 月底，从 2008 年以来已非正式调查 30 余起。
5 月 13 日	国金证券发布重大事项公告，称公司董事长雷波因个人原因正在接受有关方面调查。
5 月 14 日	中国证监会收到检察机关送出的批捕通知书，称银河证券前总裁肖时庆因涉嫌受贿罪，已于 5 月 13 日下午 17 时被正式逮捕，目前羁押在河南省。
5 月 22 日	证监会通过其官方网站公布了一批上市公司高管以及期货公司高管违规被处罚的通知。显示共有 22 位高管收到了证监会的处罚令。

资料来源：东方证券研究所

因此，新股发行制度的改革对中国证券市场的长期发展而言无疑是制度完善的重要举措，有利于市场的长期健康发展与资源的更优配置。新股发行也不会改变市场中长期运行趋势。但是，短期而言，由于前期结构性风险较为凸出，市场本身即蕴育一定调整压力，IPO 的重启有可能加速市场调整进程，并促使结构进一步向大盘蓝筹转换，无市值业绩支撑的高估值题材类个股风险进一步显现。

受益于此次 IPO 重启的品种一是投行业务竞争力强、利润占比高的行业龙头，如中信证券（600030.SH）将中长期受益，二是持有有望于第一批上市的光大证券 6000 万股的大众交通（600611.SH）可能会有短期表现。

分析师承诺

东方证券策略团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn