

新股 IPO 重启至少难以理解为短期利好

策略高级分析师：张冬云

zhangdy@htsec.com

021-23219442

事件：

中国证监会于 5 月 22 日发布《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）》（以下简称《指导意见》，并向社会公开征求意见，时间为 2009 年 5 月 22 日至 6 月 5 日。

《指导意见》主要内容如下：

一、改革原则、基本内容和预期目标

（一）改革原则。坚持市场化方向，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）基本内容。在新股定价方面，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。在发行承销方面，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；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。同时，加强新股认购风险提示，明晰发行市场的风险。

（三）预期目标。一是市场价格发现功能得到优化，买方、卖方的内在制衡机制得以强化。二是提升股份配售机制的有效性，缓解巨额资金申购新股状况，提高发行的质量和效率。三是在风险明晰的前提下，中小投资者的参与意愿得到重视，向有意向申购新股的中小投资者适当倾斜。四是增强揭示风险的力度，强化一级市场风险意识。

二、近期改革措施

新股发行体制涉及面广、影响大，为保证改革的平稳推进，拟采取分步实施、逐步完善的方式，分阶段推出各项改革措施。现阶段主要推出如下四项措施：

（一）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。

（二）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。

（三）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。

（四）加强新股认购风险提示，提示所有参与人明晰市场风险。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。

三、切实落实各项改革措施

新股发行体制改革需要市场参与各方密切配合，市场各方应当提高认识，制定相应方案，周密部署，切实将各项改革要求落到实处。

点评：

■ 新股 IPO 先后共暂停 11 次，先后已累计重启新股 IPO 共 10 次

历史资料显示，自 1994 年至今，A 股市场累计共有 11 次暂停新股 IPO 发行（说明：以单个月新股 IPO 发行家数为 0 计算）。其中，共有 5 次新股 IPO 暂停时间跨度未超过两个月时间；另有共有 6 次新股 IPO 暂停时间跨度超过两个月时间；2005 年 5 月 25 日至 2006 年 6 月 4 日期间，新股 IPO 暂停时间跨度最长，达 12 个月之久；最近一次新股 IPO 发行暂停，即自 2008 年 9 月 16 日华昌化工新股 IPO 发行后至今，A 股市场新股 IPO 发行暂停累计时间跨度为 8 个月，为 A 股市场新股 IPO 发行暂停时间跨度第二长，具体概况可参见报告中的表一。

■ 先后共 7 次新股 IPO 重启时 A 股市场加权 PE 在 20 倍以下

统计数据显示，先后共 7 次重启新股 IPO 的前一个交易日 A 股市场加权 PE 值在 20 倍以下，另共有 3 次重启新股 IPO 的前一个交易日 A 股市场加权 PE 值超过 20 倍。截至 5 月 22 日收盘，A 股市场以 TTM 计算的加权 PE 值约为 22.1 倍。

■ 新股 IPO 重启对市场的短期影响：后 30 个交易日上证综指七次下跌 VS 三次上涨

统计数据显示，以重启新股 IPO 后的第 30 个交易日收盘点位相对重启新股 IPO 前一个交易日收盘点位计算，历史上 A 股市场先后共 10 次重启新股 IPO 后，上证综合指数先后共 7 次下跌，另有 3 次上涨。

表 1 自 1994 年至 2008 年 A 股市场历史上 11 次 IPO 暂停与重启概况

历次 IPO 暂停编号	IPO 暂停起始日	IPO 暂停结束日	累计停 发月数	IPO 重启上一日 A 股 市场 PE (X)	IPO 重启首发股票	
					股票名称 (代码)	首发市盈率 (X, 摊薄)
S1	1994 年 4 月 1 日	1994 年 5 月 18 日	1 个月	19.6 (93 年 EPS)	深纺织 A (000045)	14.4 (以 94 年度 EPS 计算)
S2	1994 年 7 月 21 日	1994 年 12 月 7 日	4 个月	16.8 (94 半年 EPS)	中炬高新 (600872)	10.5 (以 94 年度 EPS 计算)
S3	1995 年 1 月 19 日	1995 年 6 月 9 日	4 个月	19.5 (94 年 EPS)	创业环保 (600874)	20.8
S4	1995 年 7 月 5 日	1995 年 9 月 27 日	1 个月	19.8 (95 半年 EPS)	洛阳玻璃 (600876)	14.5
S5	1995 年 9 月 29 日	1995 年 11 月 28 日	1 个月	18.9 (95 半年 EPS)	东北电 A (000585)	28.0
S6	1995 年 11 月 30 日	1996 年 1 月 3 日	1 个月	19.5 (95 年 EPS)	黔轮胎 A (000589)	--
S7	1999 年 12 月 23 日	2000 年 2 月 16 日	1 个月	48.6 (99 年 EPS)	青岛碱业 (600229)	14.8
S8	2001 年 8 月 8 日	2001 年 11 月 5 日	2 个月	39.8 (01 半年 EPS)	华联综超 (600361)	18.9
S9	2004 年 8 月 26 日	2005 年 1 月 23 日	2 个月	17.9 (04 年 EPS)	华电国际 (600027)	14.8
S10	2005 年 5 月 25 日	2006 年 6 月 4 日	12 个月	21.2 (05 年 EPS)	中工国际 (002051)	19.8
S11	2008 年 9 月 17 日	至今	8 个月	22.1 (最新, TTM)		

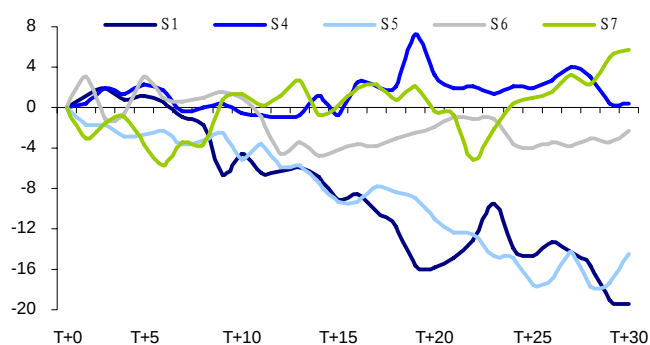
资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯（说明，S11 数据以 2009 年 5 月 22 日收盘价格计算）

表 2 自 1994 年至 2006 年 A 股市场历史上 10 次 IPO 重启后上证综指表现

历次 A 股市场 IPO 重启编号	S1	S2	S3	S4	S5	S6	S7	S8	S9	S10
IPO 重启前 1 个交易日上证综指收盘 (T+0)	583	652	1679	708	652	542	1693	702	1234	1669
IPO 重启后 30 个交易日上证综指收盘 (T+30)	469	593	1675	711	558	529	1791	690	1293	1655
IPO 重启后上证综指累计涨跌幅 (%) (T+5)	1.2	-2.5	-2.9	2.3	-2.7	3.0	-3.6	-7.9	-0.7	-4.7
IPO 重启后上证综指累计涨跌幅 (%) (T+10)	-4.6	2.3	-2.0	-0.6	-5.1	1.0	1.3	-8.3	0.6	-8.1
IPO 重启后上证综指累计涨跌幅 (%) (T+15)	-9.2	1.2	2.0	-0.8	-9.3	-4.2	0.1	-8.4	4.1	-4.4
IPO 重启后上证综指累计涨跌幅 (%) (T+20)	-15.9	0.1	4.1	3.2	-11.1	-1.8	-0.5	-9.2	5.8	0.1
IPO 重启后上证综指累计涨跌幅 (%) (T+25)	-14.6	-6.1	3.9	1.9	-17.6	-4.0	1.0	-6.6	4.8	4.3
IPO 重启后上证综指累计涨跌幅 (%) (T+30)	-19.4	-9.1	-0.2	0.4	-14.4	-2.4	5.8	-1.8	4.8	-0.8

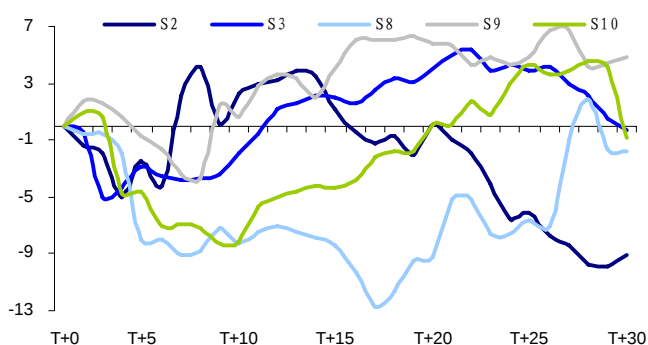
资料来源：海通证券研究所

图 1 A 股市场历次 IPO 重启后上证综指表现 (%) (1)



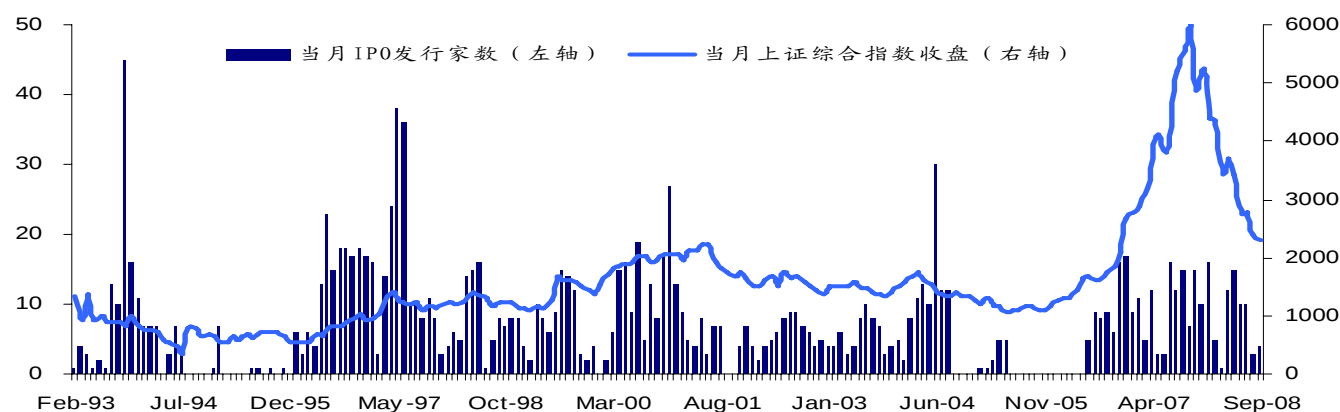
资料来源：海通证券研究所

图 2 A 股市场历次 IPO 重启后上证综指表现 (%) (2)



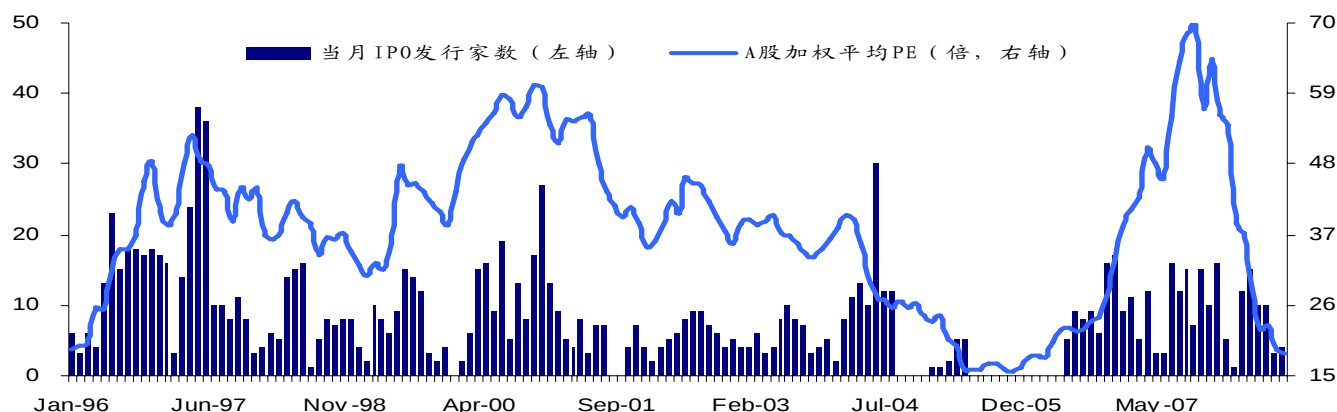
资料来源：海通证券研究所

图 3 自 1993 年 2 月至 2008 年 9 月 A 股月度 IPO 发行家数与当月上证综指收盘



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

图 4 自 1996 年 1 月至 2008 年 9 月 A 股月度 IPO 发行家数与当月末上证综指加权平均 PE



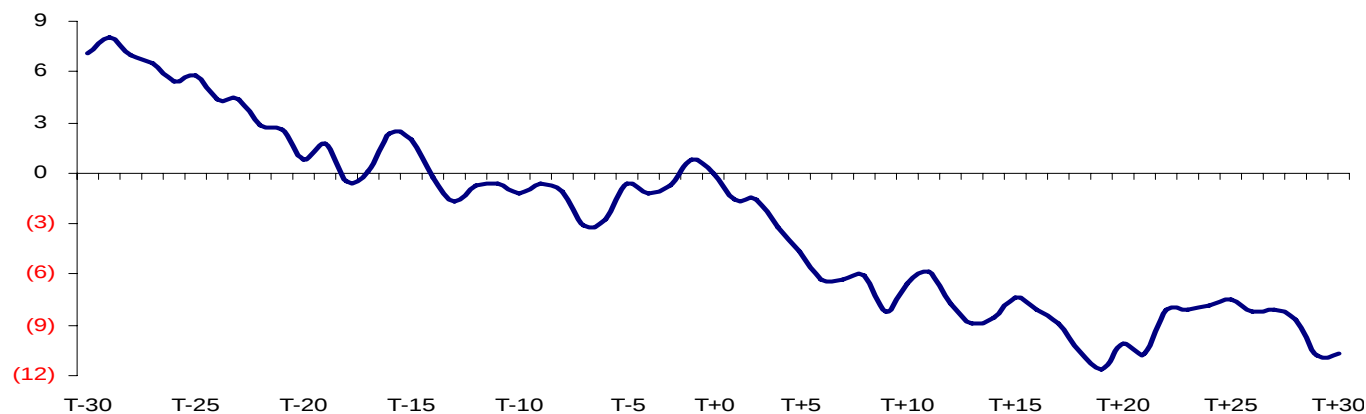
资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

图 5 自 1994 年 5 月至 2006 年 9 月期间 A 股新股 IPO 暂停与重启、及同期上证综指月度收盘



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯（说明：Sn 代表第 n 次 IPO 重启）

图 6 中小板公司 2004 年 6 月 2 日正式发行前后 30 个交易日上证综指表现 (%)



资料来源：海通证券研究所；WIND 资讯

表 3 自 1993 年以来 A 股各月份新股 IPO 发行数量与 IPO 募集资金概况

	发行家 数 (家)	募集资 金合计 (亿元)	发行家 数 (家)	募集资 金合计 (亿元)	发行家 数 (家)	募集资 金合计 (亿元)	发行家 数 (家)	募集资 金合计 (亿元)	发行家 数 (家)	募集资 金合计 (亿元)	发行家 数 (家)	募集资 金合计 (亿元)
1993 年			1994 年		1995 年		1996 年		1997 年		1998 年	
Jan-96			7	8.9	7	11.2	6	6.5	16	40.0	4	28.5
Feb-96	1	1.4	7	8.6	0	0	3	4.8	3	4.8	6	17.3
Mar-96	4	3.2	7	14.4	0	0	6	10.2	14	50.1	5	26.3
Apr-96	3	4.9	0	0	0	0	4	7.1	24	62.8	14	40.8
May-96	1	1.1	3	3.2	0	0	13	22.1	38	142.5	15	49.4
Jun-96	2	6.2	7	8.3	1	1.7	23	29.9	36	119.2	16	55.2
Jul-96	1	6.4	3	3.4	1	2.5	15	18.1	10	36.7	1	3.7
Aug-96	13	19.3	0	0	0	0	18	22.1	10	26.7	5	21.0
Sep-96	10	17.8	0	0	1	2.5	18	24.5	8	25.5	8	30.1
Oct-96	45	66.0	0	0	0	0	17	17.9	11	37.4	7	22.0
Nov-96	16	43.3	0	0	1	1.6	18	21.9	8	53.1	8	36.4
Dec-96	11	13.8	1	2.24	0	0	17	22.6	3	35.3	8	31.1
1999 年			2000 年		2001 年		2002 年		2003 年		2004 年	
Jan-96	4	21.3	0	0	13	86.4	4	26.0	4	12.5	2	32.0
Feb-96	2	8.5	2	8.9	9	53.1	2	14.3	4	17.3	8	31.8
Mar-96	10	29.1	6	29.6	5	42.0	4	132.2	6	20.3	11	33.5
Apr-96	8	28.0	15	90.0	4	21.8	5	23.1	3	32.0	13	45.1
May-96	6	16.4	16	73.4	8	52.9	6	23.9	4	12.0	10	52.5
Jun-96	9	68.1	9	44.1	3	16.6	8	29.8	8	40.6	30	88.9
Jul-96	15	96.0	19	107.1	7	179.9	9	26.6	10	71.8	12	33.9
Aug-96	14	57.6	5	21.6	7	49.5	9	44.2	8	87.3	12	35.8
Sep-96	12	93.7	13	67.9	0	0	7	137.9	7	18.6	0	0
Oct-96	3	19.6	8	28.4	0	0	6	16.2	3	18.6	0	0
Nov-96	2	23.0	17	207.4	4	36.2	4	10.9	4	107.1	0	0
Dec-96	4	21.6	27	132.2	7	24.9	5	31.8	5	15.5	0	0
2005 年			2006 年		2007 年		2008 年		2009 年			
Jan-96	1	19.3	0	0	9	188.6	16	311.7	0	0		
Feb-96	1	3.0	0	0	11	426.6	5	234.5	0	0		
Mar-96	2	7.2	0	0	5	21.1	1	3.7	0	0		
Apr-96	5	12.1	0	0	12	430.7	12	215.8	0	0		
May-96	5	11.1	0	0	3	9.9	15	90.5	0	0		
Jun-96	0	0	5	232	3	156.4	10	47.8				
Jul-96	0	0	9	189.4	16	213.8	10	35.8				
Aug-96	0	0	8	62.1	12	45.9	3	82.4				
Sep-96	0	0	9	84.8	15	1490.4	4	12.4				
Oct-96	0	0	6	482.3	7	691.9	0	0				
Nov-96	0	0	16	131.7	15	284.3	0	0				
Dec-96	0	0	17	460.3	10	510.5	0	0				

资料来源: WIND 资讯

表 4 自 2008 年以来 A 股新股 IPO 已审核通过、暂未发行的共 33 家公司概况

公司名称	审核通过会议日期	主承销商	预计发行股数(万股)
珠海银邮光电技术发展股份有限公司	2008-04-18	海通证券股份有限公司	3000
遵义钛业股份有限公司	2008-04-29	方正证券有限责任公司	5500
中国建筑股份有限公司	2008-06-05	中国国际金融有限公司	1200000
桂林三金药业股份有限公司	2008-06-23	招商证券股份有限公司	4600
四川成渝高速公路股份有限公司	2008-06-27	中国银河证券股份有限公司	50000
福建星网锐捷通讯股份有限公司	2008-06-27	广发证券股份有限公司	4400
光大证券股份有限公司	2008-06-30	东方证券股份有限公司	52000
浙江万马电缆股份有限公司	2008-07-04	平安证券有限责任公司	5000
汉王科技股份有限公司	2008-07-07	山西证券股份有限公司	2700
博深工具股份有限公司	2008-07-07	东方证券股份有限公司	4340
浙江亚太机电股份有限公司	2008-07-07	第一创业证券有限责任公司	2400
天润曲轴股份有限公司	2008-07-07	国信证券股份有限公司	6000
家润多商业股份有限公司	2008-07-14	联合证券有限责任公司	5000
上海神开石油化工装备股份有限公司	2008-07-23	华欧国际证券有限责任公司	4600
广州珠江啤酒股份有限公司	2008-07-25	广州证券有限责任公司	7000
北京久其软件股份有限公司	2008-07-30	申银万国证券股份有限公司	1530
杭州新世纪信息技术股份有限公司	2008-07-30	国金证券股份有限公司	1350
深圳世联地产顾问股份有限公司	2008-08-04	招商证券股份有限公司	3200
武汉光迅科技股份有限公司	2008-08-04	广发证券股份有限公司	4000
保龄宝生物股份有限公司	2008-08-11	国联证券股份有限公司	2000
西藏奇正藏药股份有限公司	2008-08-11	平安证券有限责任公司	4100
广东超华科技股份有限公司	2008-08-13	南京证券有限责任公司	2200
深圳市宇顺电子股份有限公司	2008-08-13	平安证券有限责任公司	1850
苏州禾盛新型材料股份有限公司	2008-08-15	平安证券有限责任公司	2100
河南辉煌科技股份有限公司	2008-08-22	山西证券股份有限公司	1550
广东精艺金属股份有限公司	2008-08-22	国信证券股份有限公司	3600
福建南平太阳电缆股份有限公司	2008-08-29	兴业证券股份有限公司	3400
佛山星期六鞋业股份有限公司	2008-08-29	招商证券股份有限公司	5500
广东奥飞动漫文化股份有限公司	2008-09-01	广发证券股份有限公司	4000
罗莱家纺股份有限公司	2008-09-05	平安证券有限责任公司	3510
招商证券股份有限公司	2008-09-08	高盛高华证券有限责任公司, 瑞银证券有限责任公司	35854.6141
深圳信立泰药业股份有限公司	2008-09-08	招商证券股份有限公司	2850
湖南博云新材料股份有限公司	2008-09-16	海通证券股份有限公司	2700

资料来源: WIND 资讯

信息披露

分析师简介:

张冬云，海通证券研究所策略高级分析师，工科学士与金融学硕士，于2000年7月份起进入证券公司工作，拥有9年券商研究所策略分析师岗位工作经验。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。