

李彦霖 张忆东

策略研究员

021-3856 5943

liylin@xyzq.com.cn

IPO 重启，化解结构性泡沫

2009 年 5 月 25 日

报告关键点

IPO 重启正好为市场提供了歇一歇的机会

09 年行情未终结，三季度后期有望重启

逢低关注具有估值优势和趋势转机的中大市值行业；降低股票估值风险的重组主题

相关报告

20090517 《在防守中走向高潮》

20090507 《到达 3000 点以上的路径》

20090422 《盛宴不醉不休》

20090409 《看多，宏观数据改善的受益者》

20090402 《按复苏找机会，可选消费和科技》

20090323 《复苏萌芽，继续看多》

20090319 《美股中级反弹催生 A 股机会》

20090223 《行情没有结束》

20090213 《拉斯普京行情》

20081120 《无畏的希望》

投资要点

事件：5 月 22 日，中国证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》，征求意见稿结束（6 月 5 日）并正式发布后，即会安排新股发行。

- 《意见》的长期影响：中性偏正面。首先，股市的资源配置功能迟早要恢复；其次，此次改革有利于缓解新股发行造成二级市场大幅波动的情况。第三，此次改革未触及发行时间窗口控制问题，发行节奏仍受控制。
- 《意见》的短期影响：可能引发阶段性调整。5 月份以来，我们不断提升风险提示的力度，比如，利好的边际效应递减、主题投资的“审美疲劳”、结构性估值泡沫、股市融资重启的预期等。
- IPO 重启正好为市场提供了歇一歇的机会。首先，IPO 重启的预期加强。其次，IPO 重启，将阶段性释放估值风险。去年 10 月以来，多数小盘股已经积累了较高的估值风险。因此，成长性高、盈利模式新的公司上市之后，无疑将吸引部分投资者资金从小盘题材股流出。
- 但是，我们并不认为 09 年行情就此终结，三季度后期有望重启。
 - 首先，经济复苏、流动性充裕、政策红利的大前提并未改变。
 - 其次，整体估值泡沫不大，大盘股 PE、中盘股 PE 都低于历史均值，决定了指数回调空间有限。
 - 第三，2009 年宏观经济回暖和微观企业利润好转的不同步，流动性充裕和实体经济对资金的承接能力不匹配，以及通胀的预期，都决定了，2009 年趋势投资、主题投资盛行。
- 短期行业配置上，逢低关注攻守兼备的行业，特别是那些具有估值优势和趋势转机的中大市值行业，比如，推荐金融、可选消费（高端食品饮料、商业贸易、房地产等）、资源类（煤炭）。
- 关注能有效降低股票估值风险的重组主题。

目 录

《意见》长期影响：中性偏正面	- 3 -
缓解新股发行造成二级市场大幅波动的情况.....	- 3 -
发行节奏仍受控制	- 3 -
《意见》短期影响：可能引发阶段性调整	- 4 -
阶段性释放估值风险	- 4 -
预期压力大于实质资金压力	- 4 -
09 年行情未终结	- 5 -
经济复苏、流动性充裕、政策红利的大前提并未改变.....	- 5 -
整体估值决定指数回调空间有限	- 5 -
趋势投资、主题投资反复活跃	- 6 -
投资策略：攻守兼备	- 6 -
图 1、小盘股历史 PE（TTM）	- 4 -
图 2、行业 PE 的 K 线图	- 6 -
图 3、行业 PB 的 K 线图	- 7 -
表 1：利润增速和估值水平对应指数的敏感性分析	- 5 -
表 2：上证综指估值结构	- 6 -

5月22日，中国证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》。改革措施主要包括以下四项，其他改革措施，在统筹兼顾市场发展的速度、改革的力度和市场的承受程度的基础上，择机推出。

- 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。
- 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。
- 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。**
- 加强新股认购风险提示，提示所有参与者明晰市场风险。

证监会新闻发言人表示，在《指导意见》征求意见结束（6月5日）并正式发布后，即会安排新股发行。

《意见》长期影响：中性偏正面

缓解新股发行造成二级市场大幅波动的情况

在对有意向购买股票的中小投资人的倾斜方面，此次新股发行制度改革没有采取此前市场猜测的“市值配售”“账户摇号”“人手X股”等方式。而是采取了“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”，以及“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”等更适应现阶段市场情况的方式。

从而，一方面，机构投资者需在二级市场上买入，询价结果可能较以往低，促使二级市场参与新股的收益提高，推动二级市场发展；另一方面，也有利于缓解新股发行前大量资金冻结造成二级市场和货币市场大幅波动的情况。

发行节奏仍受控制

此次改革未触及发行时间窗口控制问题。由发审会通过后，需要发行部门的批文才能正式上市，这一批文本次并未取消，意味着监管部门仍可以以此控制发行节奏，影响市场供求。

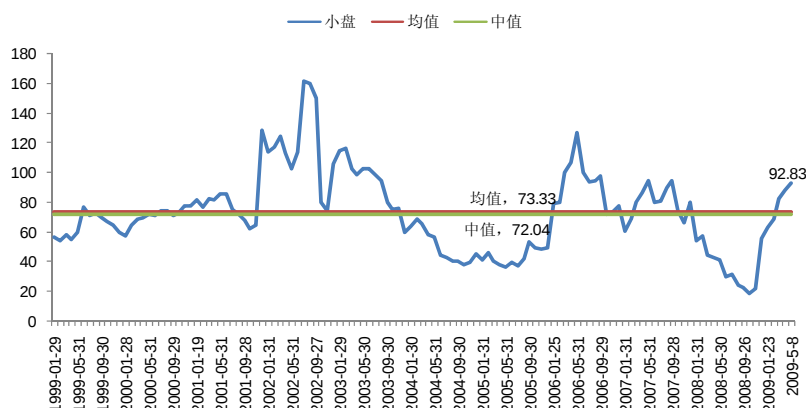
《意见》短期影响：可能引发阶段性调整

5 月份以来，我们不断提升风险提示的力度，比如，利好的边际效应递减、主题投资的“审美疲劳”、结构性估值泡沫、股市融资重启的预期等。毕竟，从 08 年 10 月以来，上证指数上涨了 50%，不少个股都上涨了 1 倍、2 倍。市场上攻动力趋弱。IPO 重启正好为市场提供了歇一歇的机会。

阶段性释放估值风险

当前，主板和中小板市场上多数小盘股已经积累了较高的估值风险。成长性高、盈利模式新的创业板公司上市之后，无疑将吸引部分投资者资金从主板小盘股流入到创业板。从而，引发小盘股调整，化解其估值泡沫。

图 1、小盘股历史 PE (TTM)



资料来源：天软，兴业证券研发中心

注：2009 年 1 月 1 日至今 PE 以 2008 年报计算

预期压力大于实质资金压力

我们并不认为 IPO 会给市场整体带来很大资金供求压力。一，IPO 当务之急是推出创业板，为民间投资资金创造畅通的退出渠道，从而吸引民间资金参与到实体经济中，推动经济复苏。二，即使是主板 IPO，正如上文所述，证监会仍拥有控制 IPO 节奏的权利，而二级市场的稳定，无疑是其需要考虑的重要因素。

但是，短期管理层对 IPO 的安排明朗前，会给市场带来较重的心理压力，从而加剧估值风险的释放。

09 年行情未终结

既然，IPO 重启只是结构性泡沫的化解，以及短期市场疲劳乘机歇歇的借口，那就意味着 09 年行情并不会就此终结。三季度后期行情有望重启。

06 年 6 月中旬，股权分置改革后第一支新股发行，也令市场短期震荡，但跌幅不到 10%，从 5 月 16 日步入震荡算起，调整时间 1 个月。此后，申购新股反而为投资者提供了新的赚钱模式，新股效应之下，市场整体估值不断抬高。

经济复苏、流动性充裕、政策红利的大前提并未改变

从我们 5 月下旬的宏观经济草根调研的情况来看，经济最艰难时刻已经过去，但从最低谷爬起需要一定的时间蓄势休整。企业对经济前景判断偏谨慎，扩张投资意愿弱，外需仍处于缓慢恢复的通道当中。因此，可以预期，如果工业生产持续多月还处于较低的台阶，政府将采取更多的刺激政策。

对于流动性，近期有颇多货币政策将趋紧的传闻。我们认为，更多地可能是信贷政策的微调，推动资金流入实体经济，而非基调的改变，毕竟经济只是处于缓缓复苏的进程中。同时，CPI 持续出现负值，也使得央行对于宽松的货币供应带来通胀的担忧稍降。

整体估值决定指数回调空间有限

以我们自上而下的盈利预测和市场历史估值看，跌破 2200 点（上市公司利润零增长和对应静态 PE20 倍）的可能性很小。从估值结构看，大盘股 PE 远低于历史均值、中盘股 PE 在历史均值附近，也决定了指数回调空间有限。

表 1：利润增速和估值水平对应指数的敏感性分析

对应的上证指数		2009 年净利润增长率						
		-20%	-16%	-8%	-4%	0%	4%	16%
08 年静态市盈率	16	1399.22	1469.18	1609.11	1679.07	1749.03	1818.99	2028.87
	18	1574.13	1652.83	1810.24	1888.95	1967.66	2046.36	2282.48
	20	1749.03	1836.48	2011.38	2098.83	2186.29	2273.74	2536.09
	24	2098.83	2203.78	2413.66	2518.60	2623.54	2728.49	3043.31
	26	2273.74	2387.42	2614.80	2728.49	2842.17	2955.86	3296.92
	30	2623.54	2754.72	3017.07	3148.25	3279.43	3410.61	3804.14

表 2: 上证综指估值结构

	总市值	当前 PE	历史中值	对应涨幅 (%)	对应总市值	2009 年净利润增速
大盘股	103,644.98	20.33	25.84	27	131758.68	
中盘股	10,780.68	39.15	40.76	4	11224.26	
小盘股	25,695.08	130.94	73.52	-44	14427.41	
上证成分股	140120.74	25.15	28.26	12	157410.35	4.40%
上证指数	2618.17				2941.23	3070.64

趋势投资、主题投资反复活跃

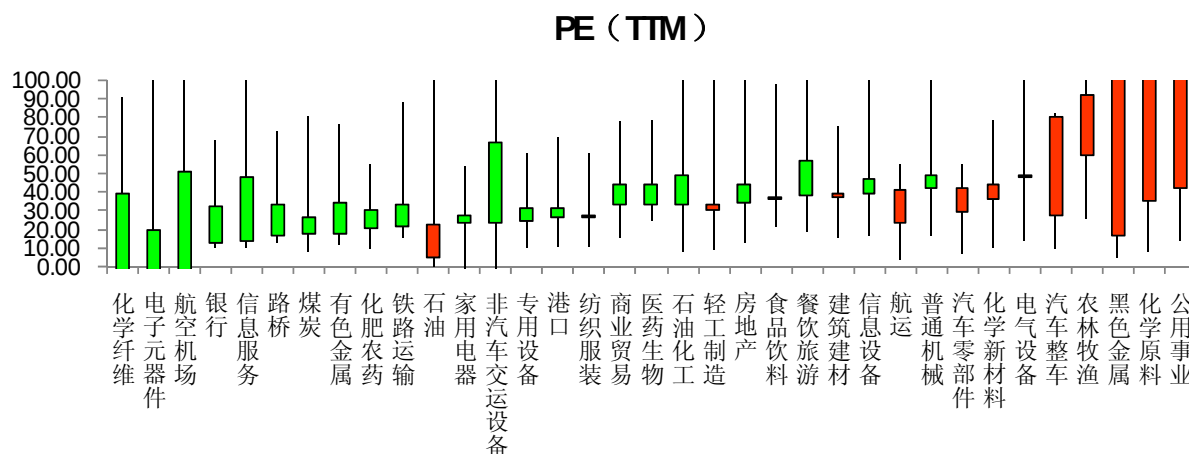
2009 年宏观经济回暖和微观企业利润好转的不同步，流动性充裕和实体经济对资金的承接能力不匹配，以及通胀的预期，都决定了，2009 年趋势投资、主题投资盛行。主题投资和小盘股，待估值风险释放后，可再度介入。

投资策略：攻守兼备

短期行业配置上，逢低关注攻守兼备的行业，特别是那些具有估值优势和趋势转机的中大市值行业，比如，金融、可选消费（高端食品饮料、商业贸易、房地产等）、资源类（煤炭）。

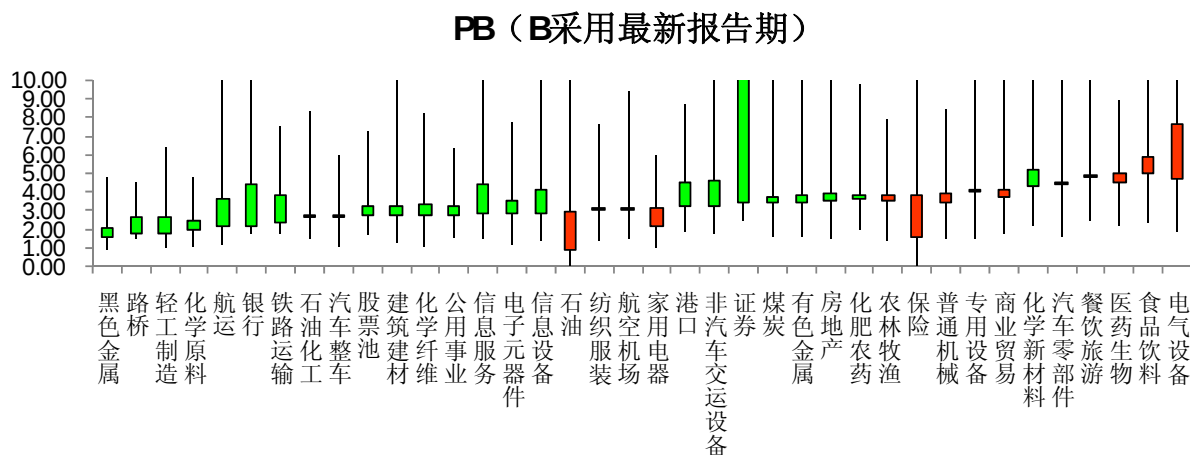
关注能有效降低股票估值风险的重组主题。我们更为看好央企整合所主导的国有企业并购重组。国有企业的兼并重组受政策驱动最强，以及其本身的强大实力，都将使得该类企业的兼并重组更为确定。央企集团之间的整合，包括：军工、航空、航运、电信等行业。央企集团内部的整合，包括：电力、汽车、建筑、石化等行业。并购地方国企与海外扩张，包括：钢铁、有色、建材、机电等行业。

图 2、行业 PE 的 K 线图



资料来源：天软，兴业证券研发中心

图 3、行业 PB 的 K 线图



资料来源：天软，兴业证券研发中心

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。