

2009 年 5 月 25 日

IPO 近在眼前，短期风险增大

联系人:

李斌
肖彦明

电话: 0510-82833507

E-mail:

lbyangwenli@hotmail.comxiaoyym@glsc.com.cn

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。

- I 新股发行制度改革暂低于预期。《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)》发布，新股发行制度改革力度低于预期，仅仅“网下网上申购参与对象分开”一项稍有新意。
- I 短期内下行风险增大。从历史上看，历次 IPO 重启从开始招股到新股上市期间，市场基本都是以下跌为主，由于新股发行制度改革措施并没有达到市场预期，这种短期内的负面影响很可能以更剧烈的方式表现。
- I 建议投资者规避短期风险，但可以看好中长期行情。国内证券市场反弹幅度已经相当大，在 IPO 重启预期下回调风险增大，建议投资者规避短期风险。但中长期看，经济回暖、流动性充裕、资本市场制度改革预期不变，行情仍可期待。
- I 当前投资建议关注券商股。IPO 重启利好券商投行和直投业务，短期关注握有审核通过但尚未发行项目的券商。推荐重点关注：辽宁成大、吉林敖东和海通证券。

重大事件:

5月22日周五,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)》,证监会表示在6月5日征求意见结束并正式发布后,即会安排新股发行。

本次《征求意见稿》有以下几点变革措施:

- 1、**完善报价的约束机制。**要求主承销商采取措施杜绝高报不买和低报高买,完善询价和申购的报价约束机制。
- 2、**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。**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。**发行人及其主承销商应当刊登新股投资风险特别公告,证券经营机构也应提示新股申购风险。

核心观点:

建议投资者规避短期风险,关注券商股。09年以来A股市场已反弹60%,目前市场估值已较高,在IPO重启动且新股发行制度改革力度低于预期的心理冲击下,短期市场进入调整的可能性较大,建议投资者规避短期风险。但中长期看,国内流动性充裕状态不变,经济回暖仍是大概率事件,如果新股发行制度能有令人满意的进一步修正,则可以期待新一轮行情的展开。当前市场投资建议关注投行业务和直投业务受益IPO重启的券商类个股,推荐关注辽宁长大、吉林敖东和海通证券。

IPO重启事件对市场的影响:

我国证券历史上曾出现四次IPO暂停-重启事件。时间区间分别是:①1994年8月1日—1995年1月5日、②1995年1月13日—1995年12月22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。四次重启中,第一、第三次IPO重启仅是一种试探性的动作,它们时间短,发行个数少,且很快就再次暂停;第二、第四次IPO重启则是真正的重启,管理层会出台一些积极的市场推动政策,为新股发行创造较好的市场环境。成功的IPO重启会带来一轮大级别的牛市行情,中国证券历史上真正有影响力的两次

牛市（1996年-2001年，2006年-2007年）都和IPO重启的轨迹吻合。

短期市场反应将偏空。从历史上看，历次IPO重启从开始招股到新股上市期间，市场基本都是以下跌为主，而新股正式上市之后的一个月内则无例外都是上涨的。由于新股发行制度改革措施并没有达到市场预期，这种短期内的负面影响很可能以更剧烈的方式表现。我们建议投资者短期内保持谨慎，以等待新股发行制度改革的调整细则出台。

	开始招股到新股上市	新股上市后短期表现	新股上市后长期表现
第一次 IPO 暂停-重启	自中炬高新 94 年 10 月 29 日发布发行公告直至 05 年 1 月新股开始陆续上市，期间指数跌去 19%。	市场在 1 月 24 日中炬高新上市日见到低点后开始反弹。反弹持续了两月有余，至 4 月上涨 22%。	4 月 11 日大盘股仪征化纤上市，市场当即开始下跌，IPO 也随即暂停。
第二次 IPO 暂停-重启	95 年 6 月-11 月试探性发行 4 只新股，大盘期间跌幅 8.7%，而 12 月开始正式重企发行后至新股上市，市场又跌去 12%。	市场在 1 月 19 日新股开始上市之日见底，其后一个月内上涨 5.6%。	由此开始长达 5 年半的牛市，直至 2001 年出现 2241 点的新高。
第三次 IPO 暂停-重启	05 年 1 月新股开始发行，至 2 月开始上市，期间市场小幅上涨 2%。	首只发行的新股华电国际在 2 月 3 日上市，大盘在之后的一个月内小幅上涨 4%	短暂上涨后，市场就开始新一轮探底，并在当年 7 月跌破 1000 点。
第四次 IPO 暂停-重启	06 年 5 月中工国际作为新老划断后第一只新股率先在中小板招股。招股期间市场最大跌幅 4%。	新股开始上市后一个月内，市场有 10% 的上涨。	在经受住大盘股中国银行等的考验后，市场一路上扬，直至 07 年 10 月突破 6000 点

数据来源：国联证券研究所

中长期市场走势取决于实体经济、流动性及市场制度建设。中国经济下半年回暖仍是大概率事件，上市公司业绩企稳将有助于估值修复。而在适度宽松的货币政策主基调没有改变的情况下，市场流动性仍将保持充裕。4 月日均股票成交量已突破 2000 亿，市场具备一定的承接能力。而从制度建设方面看，管理层为证券市场健康、有序发展而进行制度改革的决心

始终没有改变，无论新股发行制度、大小非还是创业板等，最终都会有一个令市场满意的解决方案。对照历次 IPO 重启事件后的长期表现，我们认为在规避短期内可能出现的调整风险后，中长期的市场表现依然值得期待。

本次 IPO 的重启有望成为“真重启”并带来长期投资机会的可能，但条件尚不充分。原因在于本次《征求意见稿》修改空间还很大。目前市场上对新股发行制度改革呼声很高，要求解决的问题也很多，但此次征求意见稿提出的改良意见有限，对于市场特别关心的增量“大小非”以及新股定价问题都没有提出很好的解决思路，我们认为这样的新股发行制度改革是不充分的。而改革措施能否令市场满意将直接决定市场中长期走势。如 05 年第三重启不成功的原因就在于对当时敏感的国有股减持没有采取有效的解决办法，而 06 年第四次 IPO 重启成功的原因则在于股权分置改革等措施部分解决了国有股减持问题。

IPO 环节	市场呼声	解决方案
发审环节	由审核制向注册制过渡，逐步摆脱 IPO 行政审批的色彩。	未解决
承销环节	针对过往 IPO 新股定价过高的情况，要求新股定价更市场化，使询价制度真正产生作用。	主承销商自行采取措施杜绝高报不买和低报高买
发行环节	为避免制造新的“大小非”，建议推出存量股份发售，增加供应量，实现所谓全流通发行。	暂不考虑
申购环节	改变现行制度下以资金量为申购依据，过分向机构投资者倾斜的政策，选择“市值配售”、“一人一手”等方式。	网下网上申购参与对象分开，并对单一网上申购账户的申购上限进行限制。

数据来源：国联证券研究所

投资建议：

新股发行时间可能在 7 月份，短期风险增大，建议回避。证监会表示：“征求意见结束并且正式发布以后，即会安排正式发行”。征求意见在 6 月 5 日结束后，应当将有反馈、修改和发布操作细则的过程，所以我们预计成规模的 IPO 重启会在 7 月开始。历次 IPO 重启事件均反映上涨行情一般出现在新股正式上市后，所以目前市场下行风险大于上行风险，建议投资者暂时回避可能的下跌，等待新股发行制度细则出台。

当前投资建议关注券商股。IPO 重启对于承销业务已经很久不“开张”的券商股来说无疑是利好消息，更重要的是一级市场“解封”将为券商的直接投资项目提供退出途径。短期我们看好手中握有审核通过但尚未发行项目的券商，推荐重点关注广发证券的“影子股”，辽宁成大、吉林敖东和海通证券。

主承销商	发行公司	预计发行股数（万股）
海通证券	珠海银邮光电技术	3000
	湖南博云新材料	2700
广发证券	福建星网锐捷通讯	4400
	武汉光迅科技	4000
	广东奥飞动漫文化	4000

数据来源：国联证券研究所

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

免责声明:

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。