

证券行业分析师：杨艳艳

电话：(86571)87782607

电邮：yangyanyan1@foundersc.com

联系人：吴佳蕾

电话：(86571) 87782600

邮件：wujialei@foundersc.com

事件：

中国证监会 5 月 22 日发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导(征求意见稿)》，就新股发行体制改革公开征求意见，时间截止至 6 月 5 日。征求意见结束并正式发布后，即会安排新股发行。

点评：

1、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。

2、现阶段改革主要推出如下四项措施：

(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。

(2) 优化网上发行机制，将网下网上申购参与对象分开。

(3) 对网上单个申购账户设定上限。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。

3、政策解读如下：

(1) 市场化定价，淡化窗口指导、询价和配售制度变化利于市场化定价，缩小一、二级市场定价差距，减少对市场的冲击。

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，原则有四方面一为 30 倍市盈率，二为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，三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，四为 A+H 型新股发行，则 A 股定价不得超过 H 股市场价。本次改革对第三条进行明确调整，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”。

但淡化过去强调的行政定价的机制，不是没有任何指导，之前市场一直以为的网下“一次询价”未能实现，仍然采用询价报价和申购报价两次报价的方式。

(2) 网上网下销售机制的分离，使更多的中小投资者有机会参与投资，体现了机构投资者让利给中小投资者，表明政策天平开始向中小投资者倾斜的原则。

机构新股套利的优势在新制度中被限制。参与同一股票发行只能选择网下或网下任一方式，而不能同时进行；单一申购账户上限不超过发行股数的千分之一。这两个条件对以资金优势、申购渠道优势的机构投资者非常不利，其赖以提高中签率的优势缺失后，抽新预期大为降低。发行定价市场化后，发行价格和市场同类公司估值水平会接近，从而发行价与询价偏离度将大幅缩小，套利空间的收窄。在市场化发行定价下，有可能会出现新股募集资金不足的现象，相应地承销商风险将大幅上升。

(3) 发行部门的批文被认为是监管部门控制发行节奏的“利器”，这一批文本并未取消，意味着监管部门仍可以以此控制发行节奏，影响市场供求。

(4) IPO 开闸速度超市场预期。监管机构可能会继续出台细则，按照现在的时间表，征求意见结束并正式发布后，即会安排新股发行，我们判断 IPO 可能在 7 月重启。

此次改革是一个市场化改革的过程，接近国际化操作，在弱化行政约束、培育市场约束的方向上迈出了一步，有重大的意义。通过这次新股发行改革，新股发行制度从发行管理理念、操作流程及定价机制都靠近国外先进的资本市场的操作，其主旨是加强市场参与者的作用，让发行人、中介机构以及投资者有更大的话语权。发行人可以根据发行规模 and 市场需求情况定价；投资人可以通过网上网下分开的机制，更好参与到投资过程；中介机构在协调投资人与发行人利益方面，有更大的作用可以发挥。从目前的情况看，这一段时间以来我国证券市场的改革完善的步骤正在强化，未来对于中国证券市场的发展将会起到非常重大的推动作用。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410005）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）
电话：	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真：	(86731)5832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com