

2009 年 6 月 2 日

IPO 暂停-重启的历史分析及当前投资策略

相关报告:

《IPO 近在眼前，短期风险增大—IPO 重启事件点评》

联系人:

李斌 吴汇川

电话: 0510-82833517

E-Mail: libinmagic@gmail.com
wharton@sina.com

高级研究员: 肖彦明

电话: 021-58766036-205

E-Mail: xiaoyym@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 投资者应密切关注 IPO 制度改革的进程，并不断调整投资策略。当前市场宏观调控已过，流动性环境向好，如果新股发行制度改革也最终顺利完成，市场将会产生较好的投资机会。但制度改革的渐进和其中各方利益的博弈特性决定了行情的反复。这一过程的时间长短、由此对行情所造成的负面影响程度则难以预计。因此，我们认为当前时点较好的选择是密切关注 IPO 制度改革的进程，并根据新情况不断调整投资策略。
- I IPO 暂停、重启的背后是管理层始终如一的指导思想。管理层对控制 IPO 的思路主要基于三个基本思想：一是保证证券市场融资功能长期有效；二是管理层通过 IPO 的关闭或重启来契合经济发展；三是“利益最大化”，IPO 审核是一项重要的行政资源，管理层不会做出“饮鸩止渴”之事，导致市场萎缩，资金枯竭。
- I 成功的 IPO 重启具备三个特征，与牛市轨迹相连。我国证券历史上出现四次重要的 IPO 暂停-重启事件。以重启后是否能在较长时间内保证融资市场的连续性为标准，95 年 12 月、06 年 5 月的两次属于成功的 IPO 重启，它们具有三个明显特征：一、严厉的宏观调控措施过去，经济有回暖迹象；二、流动性环境好转，市场成交量上升；三、有来自最高层次的政策扶持。这两次 IPO 重启之后都带来牛市行情。
- I 不成功的 IPO 重启仅有短期机会，但其后会有政策修正。95 年 1 月和 05 年 1 月的两次 IPO 重启失败，原因在于成功重启的三项特征均不具备，市场上涨趋势仅能维持一个月左右。但管理层会就此做出政策修正，推动 IPO 再次重启成功。

目 录

IPO 重启当前进程	3
IPO 暂停-重启历史回顾	4
IPO 重启决定性因素：宏观调控及流动性是关键	6
IPO 重启决定性因素：政策支持力度的重要性	9
IPO 真正重启与牛市轨迹吻合	12
历史可能重演，制度改革进程是关键	16
总结	19
投资建议及风险提示	20

IPO 重启当前进程

自 08 年 9 月 16 日博云新材过会后，证监会发审委就再没进行过新股发行审核；在二级市场上，自 08 年 9 月 25 日华昌化工在中小板上市以来，也已经 6 个月没有新股上市。现共有 36 家公司已获审核通过却迟迟不能进入发行程序，其中包括中国建筑、光大证券、招商证券等“航母级”IPO 项目。此次 IPO 暂停已历时 8 个月，仅次于 06 年 6 月股权分置改革前夕长达一年的暂停。

进入 09 年，随着市场股指上扬，成交回暖，IPO 重启再度被提上议事日程。经过创业板、保荐制度改革等事件铺垫，5 月 22 日证监会发布《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)》标志着 IPO 重启已进入实质运作阶段。未来 1-2 个月内安排发行的可能性非常大。对于 IPO 重启后的市场趋势，我们认为可以从历史规律中寻找答案。

表 1: 2009 年 IPO 重启事件表

时间	IPO 重启事件
2008年3月21日	证监会发布创业板规则征求意见稿。
2009年3月30日	证监会发布《发行保荐书和发行保荐工作报告》和《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》。
2009年4月3日	证监会发审委否定了宁波立立电子的首发申请，撤销立立电子公开发行股票核准决定。
2009年5月12日	上海对外发布《贯彻国务院关于推进“两个中心”建设实施意见》，将支持上证所适时启动符合条件的境外企业在上交所上市，并推进红筹企业在A股上市。
2009年5月22日	中国证监会22日就《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)》公开征求社会意见，时间截止至6月5日。

数据来源：国联证券研究所

IPO 暂停-重启历史回顾

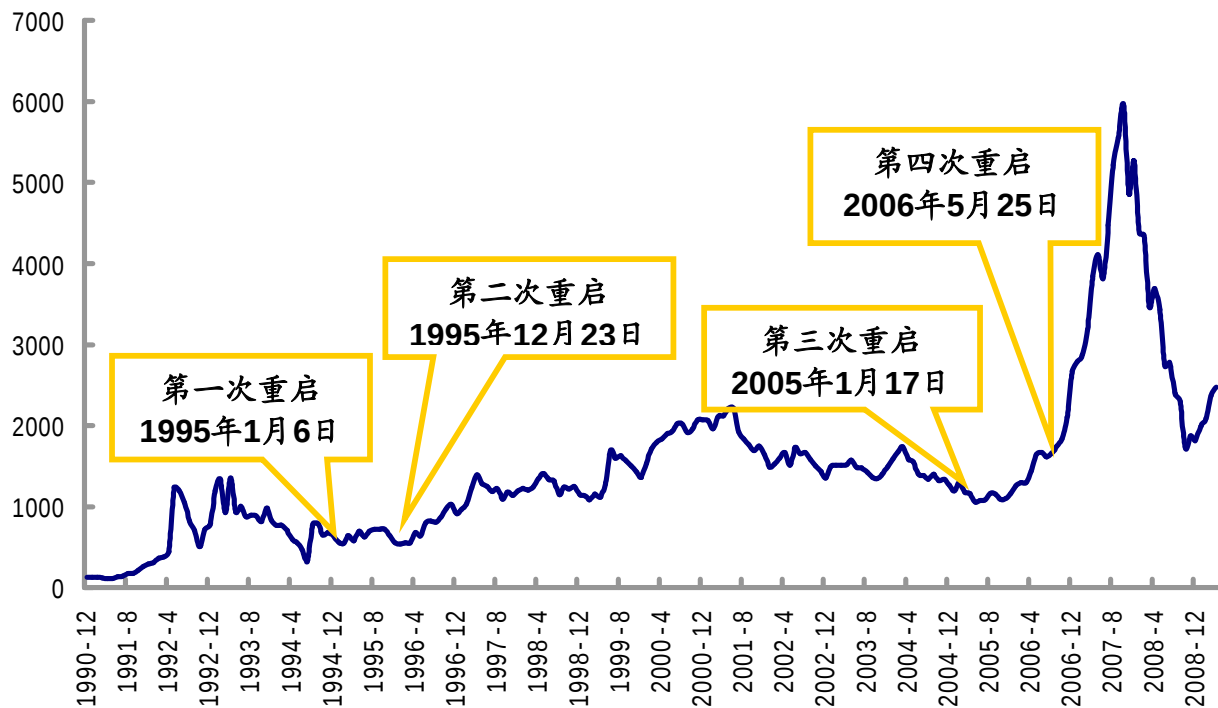
中国证券市场近 20 年历史上共有 4 次重要的 IPO 暂停-重启事件，时间区间分别是：①1994 年 8 月 1 日—1995 年 1 月 6 日、②1995 年 1 月 13 日—1995 年 12 月 23 日、③2004 年 8 月 20 日—2005 年 1 月 17 日、④2005 年 4 月 30 日—2006 年 5 月 25 日。

通过分析这四次 IPO 重启事件的背景和市场趋势变化，我们可以看出 IPO 重启包含着政策制定者意图传递给市场的信息，而这种信息将成为投资者制订投资策略的重要指导。这是我们分析各个重要 IPO 暂停重启事件的主导思路。

管理层对控制 IPO 的思路主要基于三个基本思想：一是保证证券市场融资功能长期有效，从这个角度来说，暂停 IPO 是非常态的权宜之计，而重开 IPO 是必然之举；二是管理层通过 IPO 的关闭或重启来契合经济发展，什么时点关闭或重启，以什么样的股票为代表，都与高层对经济面的指导思想有密切关联；三是“利益最大化”，IPO 审核是一项重要的行政资源，管理层不会做出“饮鸩止渴”之事，导致市场萎缩，资金枯竭。IPO 的暂停和重启都会是缜密安排后的一系列事件集合，而不会是单纯的“停止”或“放行”。我们以后的分析都将建立在这三个基本思想之上。

纵观历次 IPO 重启，我们认为可以把 IPO 重启分为试探性的重启和真正的重启。我们的划分标准是该次 IPO 重启是否能在较长时间内维持融资市场的连续性，暂停、重启的时点以招股公告、发行公告为准。从这个角度看，95 年 1 月 IPO 重启后七天就又告停止，05 年 1 月的重启也只维持了三个月，所以只是试探性的重启；95 年 12 月和 06 年 5 月的 IPO 重启后融资市场能在较长时间内持续运行，所以应被视为真正的 IPO 重启。

图 1: 市场表现与 IPO 重启时点



数据来源: 国联证券研究所

表 2: 历次 IPO 重启情况介绍

IPO 暂停-重启日期	暂停时间	重启后再 暂停时间	IPO 暂停标志性事件	IPO 重启标志性事件
第一次 IPO 暂停-重启 1994 年 8 月 1 日 — 1995 年 1 月 6 日	五个月	七天	94 年 7 月 30 日, “停发新股、允许券商融资、成立中外合资基金”三大利好救市政策推出。	94 年 10 月 29 日, 中炬高新发布发行公告, 拉开 IPO 重启序幕。95 年 1 月, 5 日-13 日, A 股市场有 7 家集中招股。
第二次 IPO 暂停-重启 1995 年 1 月 13 日 — 1995 年 12 月 23 日	近一年	九年零两个月	95 年 1 月 5 日-13 日密集发行 7 只新股后, IPO 就再度停顿。	95 年 6 月、9 月、11 月试探性发行 4 只新股后, 12 月 23 日粤金曼开始招股, IPO 正式重启
第三次 IPO 暂停-重启 2004 年 8 月 21 日 — 2005 年 1 月 17 日	五个月	三个月	2004 年 8 月 20 日双鹭药业首发后, 新股 IPO 再次陷入停顿状态。	以发行募集资金 19 亿的大盘股华电国际为标志。
第四次 IPO 暂停-重启 2005 年 4 月 30 日 — 2006 年 5 月 25 日	一年	两年零四个月	2005 年 4 月 29 日《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》公布, IPO 再度停止, 为股权分置改革创造环境。	06 年 4 月, 新老划断后新的证券发行管理办法出台, 5 月 25 日, 中工国际率先在深圳中小板招股。

注: 暂停、重启的时点按招股公告、发行公告为准

数据来源: 国联证券研究所

IPO 重启决定性因素: 宏观调控及流动性是关键

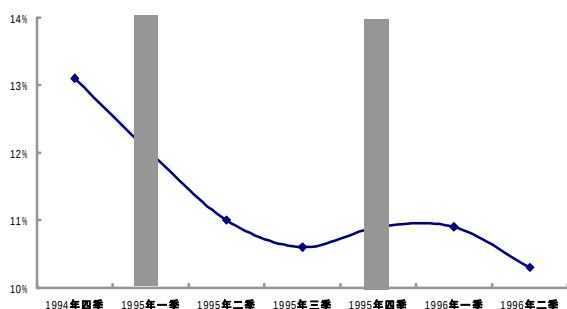
显而易见, 资本市场是管理层经济调控政策的一部分, 所以管理层通过 IPO 的暂停或重启来契合经济发展需要, 而市场是否进入牛市则与宏观经济环境和经济政策有密切的关系。从对四次 IPO 暂停-重启发生时的宏观经济分析, 我们得出两个结论:

1、当经济环境正处在比较严厉的宏观调控过程中, 导致实体经济表现不佳时进行 IPO 重启会导致暂时失败, 仅有试探性作用。当一轮宏观调控结束, 经济有望反转向上的时刻进行的 IPO 重启则会成功, 是真正的重启。

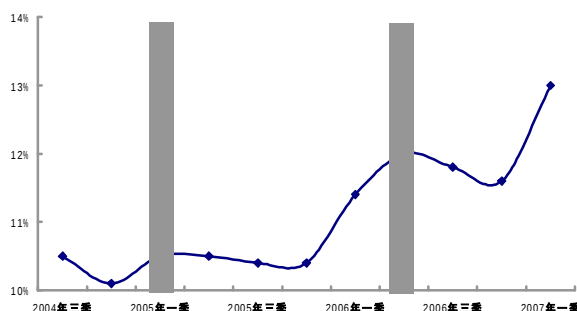
2、基于宏观调控的原因, 试探性 IPO 重启时正是银根紧缩, 流动性不足的时刻, 在证券市场上表现为交易量不足以支撑新股发行。IPO 真正重启时则正处在流动性开始释放的阶段, 市场成交量有效放大。

宏观调控是影响 IPO 暂停-重启的重要因素。从下表及图中可见，94-95 年和 04-05 年都处在宏观经济低谷期，前期经济过热引发严重的通胀预期，所以严厉的宏观调控措施不可避免。94 年面临的是经济体制改革过程中失控，04 年面对的则是重化工和房地产等固定投资过热问题；针对前者采取了激进的银根紧缩政策，而针对后者则采取了适当提高钢铁、电解铝、水泥、房地产开发固定资产投资项目资本金比例的方式，均释放出非常强烈的宏观调控信号。严峻的经济环境是当时市场走弱，IPO 暂停的主要原因，在这一问题没有缓解前，IPO 重启难以成功。

宏观调控结束是 IPO 成功重启先决条件。到 95 年 12 月，宏观调控和过度紧缩的货币政策已经接近尾声，央行政策开始向宽松的货币政策转变，虽然 GDP 增速仍在低位，但已经进入到经济筑底过程。配合一定的市场扶植政策，IPO 重启就可能成功。06 年 IPO 重启时经济转好的迹象则更为明显。06 年 GDP 增速突破 10%，实现低通胀、高增长，是我国历史上经济状况最好的时期之一。实体经济向好支持股市上涨，IPO 重启也就水到渠成。

图 2：94 年四季度-96 年二季度我国 GDP 同比增长情况


数据来源：Wind、国联证券研究所

图 3：04 年三季度-07 年一季度我国 GDP 同比增长情况


数据来源：Wind、国联证券研究所

表 3: 历次 IPO 重启经济环境情况分析

	IPO 暂停前宏观环境	IPO 暂停前市场环境
第一次 IPO 暂停-重启 1994 年 8 月 1 日 — 1995 年 1 月 6 日	94 年我国经济正在经历着体制改革的震痛，GDP 增速下滑的同时，伴随着 CPI 的快速上涨。经济硬着陆不可避免，银根紧缩又市场流动性大幅回流银行。	在此次暂停 IPO 之前，A 股市场正经历着第一次真正意义上的熊市。自 1993 年 2 月 16 日上证指数见高 1558.95 点后，市场开始震荡下行，直到 1994 年 7 月底，见低 325.89 点。
第二次 IPO 暂停-重启 1995 年 1 月 13 日 — 1995 年 12 月 23 日	95 年宏观经济还没有根本性好转，GDP 同比增速在继续滑落，通胀压力巨大。由于利率高企，大量资金流回储蓄系统。	此次暂停与之前一次间隔时间较短，在此期间市场下跌趋势没有改变。
第三次 IPO 暂停-重启 2004 年 8 月 21 日 — 2005 年 1 月 17 日	为遏止过快的投资增速，其时的宏观调控政策，以控制一些重化工业过热和房地产过热为重点为主。在通货膨胀压力加大的情况下，货币供应增速下降，市场流动性环境并不充裕。	在此之前，A 股市场已经经历了 3 年的熊市，从最高点 2245 以来下跌 40%。8 月 20 日，上证指数收在 1320 点，已经接近当时 1300 点的市场心理底部。
第四次 IPO 暂停-重启 2005 年 4 月 30 日 — 2006 年 5 月 25 日	宏观经济面已经开始转好，宏观调控政策开始放松，货币供应量开始增加，而整体经济增长开始加速，但经济好转的势头并没有体现在证券市场上。	国有股减持问题无法得到有效解决，市场进入不断地探寻底部过程中。05 年 4 月上证指数已经跌至 1200 点。

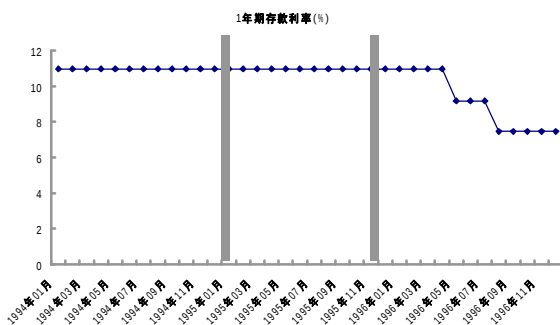
数据来源：国联证券研究所

市场流动性因素是另一个影响 IPO 暂停-重启的重要因素。新股发行成功与否取决于市场资金面的承接能力和承接意愿，而社会总的流动性状况决定了市场承接能力。自 1993 年 1 月-1994 年，一年期存款利率从 7.56% 上升到 10.98%，上升幅度 45%，社会资金大量回流银行体系。而体现到市场上，94 年 8 月后的反弹中，日均成交量达到了 75 亿，换手率为 8.36%，以中炬高新 3 亿的流通盘而言，市场成交量足以承受。但在 IPO 新股上市后的 1-4 月间，成交量已经萎缩至 10 亿，换手率下降到 1.35%。4 月 11 日仪征化纤上市，流通盘接近 7 个亿，对比当时的成交量来说，市场因承接力不够而下跌是非常正常的事情。

同样的问题在 05 年初的第三次 IPO 重启再次出现。05 年开始 M1 增速快速下降，与 M2 形成“死叉”，从这个角度来说，市场流动性是被收紧的，此时重启 IPO 不会有好的结果，更何况当时发行上市的是流通盘 12 亿的华电国际，实质影响和心理影响都非常巨大。

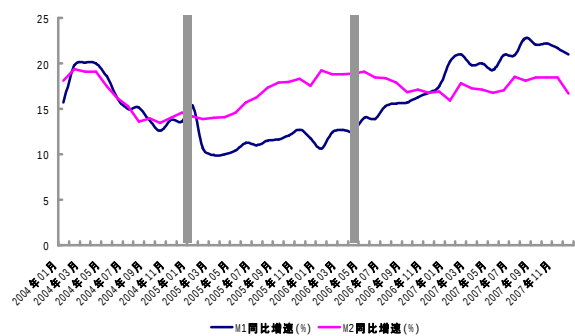
对比看第二、第四次 IPO 重启，流动性情况则相对较好。95 年 5 月，由于国债期货市场关闭，大量资金涌入股市，成交量放大到日均 43 亿。以当时市场的发展阶段而言，这一事件对市场的刺激作用是非常大的，95 年年初两市成交仅亿元的现象不再出现。06 年 5 月 IPO 重启时则更为明显，M1 投放增速正在加快，显示社会流动性充裕，市场成交量也得到了近一步提升。这两次 IPO 重启时市场成交量的变化有效支持了 IPO 发行和市场行情的展开。

图 4：94 年-96 年存款利率变动情况



数据来源：Wind、国联证券研究所

图 5：04 年-07 年 M1、M2 同比增速变化



数据来源：Wind、国联证券研究所

表 4：历次 IPO 重启融资及市场成交情况分析

	暂停前六个月 日均成交金额	暂停前一年 平均募集资金	IPO 重启后六个月 日均成交金额	重启后一年 平均募集资金
第一次 IPO 暂停-重启	15 亿	1.95 亿	13.6 亿	1.68 亿（7 天）
第二次 IPO 暂停-重启	4.7 亿（7 天）	1.68 亿（7 天）	27.1 亿	1.3 亿
第三次 IPO 暂停-重启	158.6 亿	4.8 亿	120.6 亿	3.8 亿（三个月）
第四次 IPO 暂停-重启	126.5 亿（三个月）	3.8 亿（三个月）	136 亿	24.5 亿

数据来源：国联证券研究所

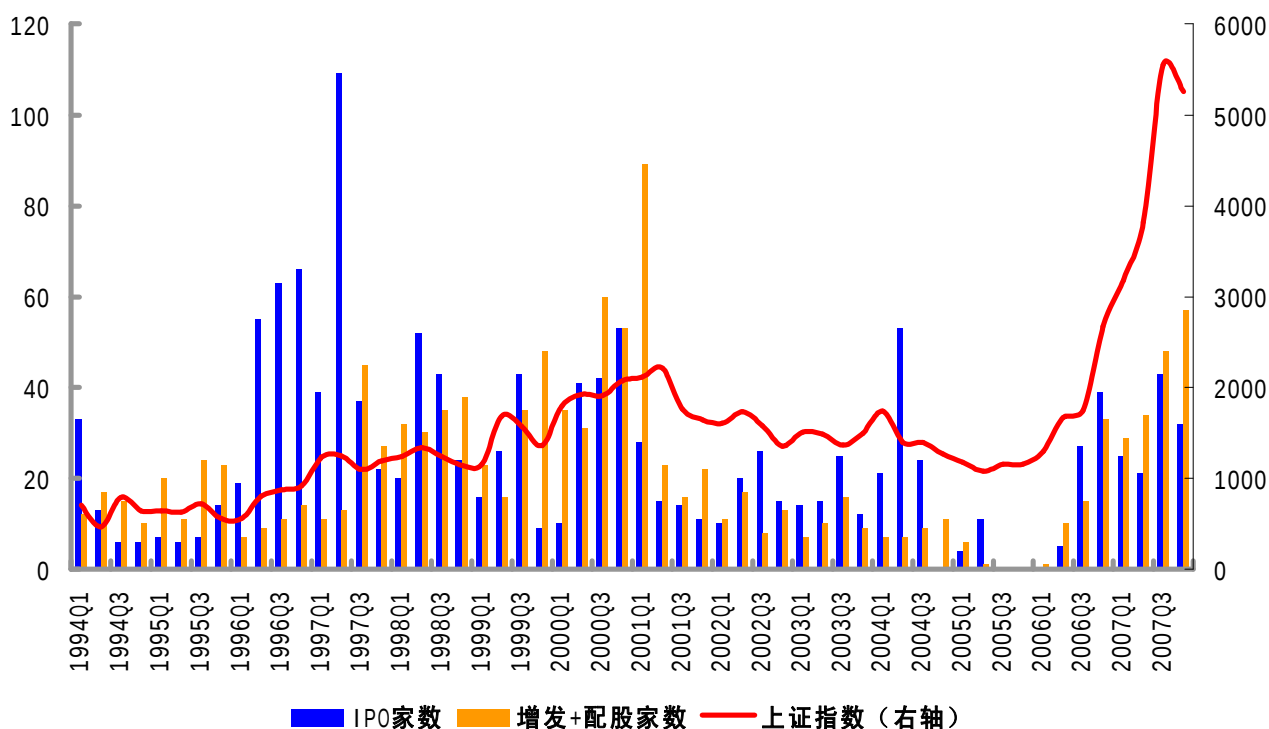
IPO 重启决定性因素：政策支持力度的重要性

从 IPO 重启前后管理层的政策不难看出，保证证券市场融资功能长期有效

是管理层的核心目标。在我国，扩大直接融资规模，不仅仅是解决资金困难的一种途径，更是国有企业改制、降低银行坏帐率、充实社保资金等一系列重大问题的解决方式。所以暂停 IPO 一定是非常态的权宜之计，而重开 IPO 是必然之举，我国大多数的证券市场政策都会围绕这一目的而展开。

在直接融资中，IPO 又不同于再融资。从下图中可以清楚看到，再融资密集出现于市场阶段性高点的特征更为明显，可见再融资被更多用于调节股市泡沫，而 IPO 在市场上涨初期密集出现则可看作是管理层对提振市场和维持融资能力两者通盘考虑，统一规划的结果。

图 6: IPO 与再融资时点比较



数据来源：国联证券研究所

通过对四次 IPO 重启前后的政策分析，我们可以得出这样一个结论：成功的 IPO 重启必然伴随有最高层次的政策扶植，并有效解决了当时市场最棘手的问题；若非如此，则重启将会是试探性的，管理层之后会对政策进行调整。

IPO 的真正重启必然是缜密安排后的一系列事件集合，而不会是单纯的“停止”或“放行”。在宏观调控周期结束的基础上，适当的制度建设或变更可以达到股市上升周期及经济上升周期共振的效果，从而打开 IPO 重启和市场上扬的道路。

两次 IPO 真正重启背后都有来自最高层次的政策背景。第二次重启前关闭国债期货市场解决了资金分流的问题，并且之后基金管理办法的出台也进一步推动了社会资金向股市流动。更为重要的是，当时国企改革脱困是政府最高层的工作重心，证券市场及股权融资在其中的作用被空前重视和充分利用，由此营造出长期的牛市。而 06 年第四次重启就更为明显，不仅解决了悬而未决的国有股减持问题，还通过会计准则修改解决了上市公司业绩激励的问题，更通过大量发行基金解决资金问题，这样大规模的政策准备当然可以保证 IPO 的顺利开闸。

试探性的 IPO 重启则没有这样充分的政策支持。第一次 IPO 重启没有推出很好的政策支持，管理层也只是试探性地发行 7 家进行观察，不成功是肯定的。第三次重启则虽然也有“国九条”等政策出台，但却迟迟没有可操作性的细则，并且对于最敏感的国有股减持没有一个结论性的说法，在这样的背景下，IPO 重启当然很难成功。

表 5: 历次 IPO 重启政策情况分析

	IPO 重启前后政策表态	IPO 重启后市场表现
第一次 IPO 暂停-重启	1994年7月30日 “停发新股、允许券商融资、成立中外合资基金”三大利好救市政策出台。但利好消化较快，原因在于92-94年股市经过一轮扩张后，规模扩大了5.5倍，一时的权宜之计不能从根本上扭转局势。	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	国债期货市场关闭对当时规模还较小的证券市场来说是一次重大的转变，增加了流入股市的资金，作为当时几乎唯一的投资渠道，资金推动市的特征确立。95年国企改革进入新的阶段，作为国企脱困的重要通道，证券市场受到了最高领导层的重视。	市场在1月19日新股开始上市之日见底，其后一个月內上涨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	04年1月31日，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，即“国九条”。05年4月再次提出大力发展资本市场，要求出台配套政策措施。整个04年新成立的基金达50个，创了单年新成立基金的新记录，但对于市场最为敏感的国有股减持却没有政策出台。	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內小幅上涨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	此次重启政策方面力度更大，除了股权分置改革从制度上缓解了市场对国有股减持的恐惧外，对价支付规则大大激活了市场参与热情。其他的政策还包括ETF基金出炉、05、06年新成立基金161个，并建立QFII制度，引导各方面资金进入股市，而新会计准则出台则大幅度刺激了上市公司业绩表现。	新股开始上市后一个月內，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

IPO 真正重启与牛市轨迹吻合

该次 IPO 重启是否能在较长时间内维持融资市场的连续性为标准，我们将四次 IPO 分成了失败的试探性 IPO 重启（第一、第三次）和成功的 IPO 真正重启（第二、第四次），在前文分析中，我们也已经给出了 IPO 真正重启的三大特征，即：一、严厉的宏观调控措施过去，经济有回暖迹象；二、流动性环境好转，市场成交量上升；三、有来自最高层次的政策扶持。我们进一步对比四次 IPO 重启事件后市场走势，则可以发现这样一些规律：

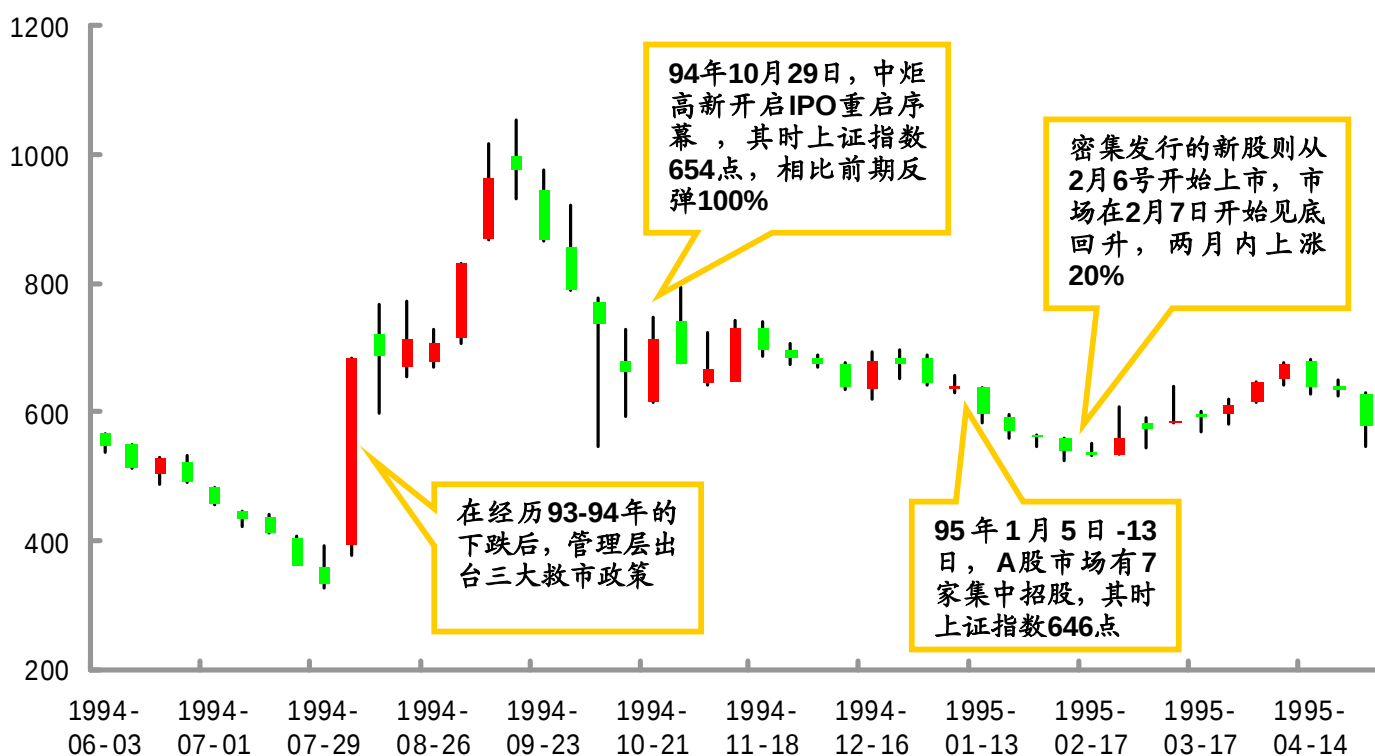
成功的 IPO 重启与牛市轨迹吻合。第二、第四次 IPO 重启动准备较为充

分，经济环境也较好，从下图的市场走势上可看出，这两次 IPO 重启也是两次大牛市（1996-2001、2006-2007）的开端。只有好的市场环境才能保证 IPO 的持续进行，所以成功的 IPO 重启与牛市之间的契合不是一种巧合，而是政策扶植下的殊途同归。

试探性的 IPO 重启仅具有短期效应。从下图中得出的另一个结论就是，试探性的 IPO 重启也会出现短暂的上涨行情。这是因为市场对于“IPO=政策扶植市场”这一规律有一定认识，对于每次的 IPO 重启都会抱有一定期望。但当期期望落空之时，市场又回重归下跌。这样一个上涨过程长可能持续两到三个月，短则可能维持一个月。

市场投资机会出现在新股上市之后。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则无例外都是上涨的。所以，无论是短期还是长期的投资机会，都会体现在新股上市之后。

图 7：上证指数 1994 年 6 月-1995 年 4 月指数周表现（第一次 IPO 重启）



数据来源：Wind、国联证券研究所

图 8: 上证指数 1995 年 4 月-1996 年 4 月指数周表现 (第二次 IPO 重启)



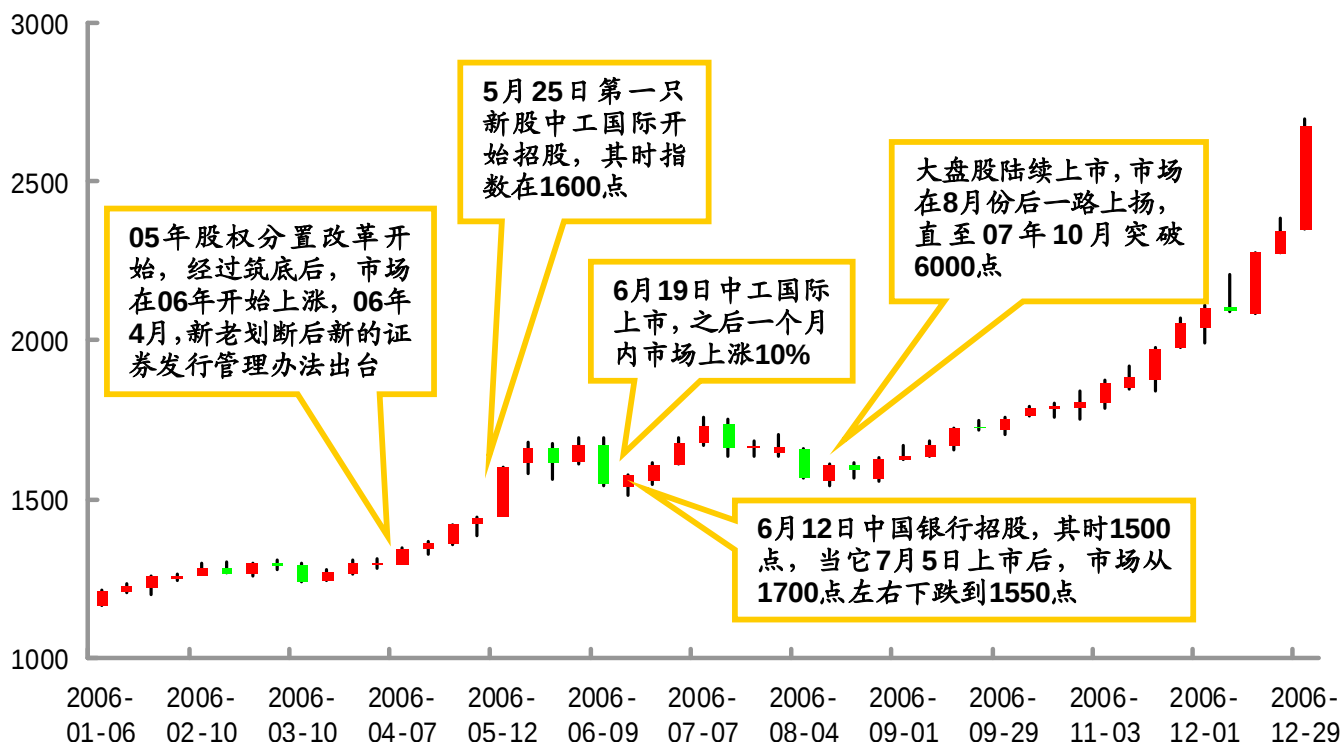
数据来源: Wind、国联证券研究所

图 9: 上证指数 2004 年 6 月-2005 年 6 月指数周表现 (第三次 IPO 重启)



数据来源: Wind、国联证券研究所

图 10: 上证指数 2006 年 1 月-2006 年 12 月指数周表现 (第四次 IPO 重启)



数据来源: Wind、国联证券研究所

历史可能重演，制度改革进程是关键

从历史比较来看，目前 IPO 重启的宏观经济和流动性环境条件较好。基于前文的分析，我们认为一次契合宏观调控周期，有市场流动性保障，并具备充分配套政策保障的 IPO 重启才能真正成功，并会带来长期性的投资机会。而就目前来看本次 IPO 重启动具备成功必须三项特征中的前两项。首先从经济层面上来看，07 年中期以来的适度紧缩政策已经让位于适度宽松的货币政策和积极的财政政策，09 年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；其次从流动性情况来看，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。这两者决定了未来行情至少下行空间有限。

表 6: 本次 IPO 重启与历次 IPO 重启事件比较

要素比较	本次 IPO 重启特征	成功 IPO 重启特征	失败 IPO 重启特征
宏观经济	虽然刻下全球经济及中国经济都难言乐观,但国内经济并未直接受金融危机打击,经济体系仍运行良好。在以“四万亿”为代表的积极财政政策和信贷爆发为代表的适度宽松货币的推动下,国内中长期经济依然看好。	当时宏观调控结束,经济增速正在回暖或加速过程中。	当时正处在严厉的宏观调控过程中,经济增速放缓。
流动性环境	09年一季度信贷增速创记录,全年流动性充裕的预期没有改变。	当时流动性环境正在向好的方向转变。	由于宏观调控因素,国家收缩银根,流动性环境较差。
政策支持	管理层已经出台多项政策支持股市,包括降低印花税、批准发行多只指数基金、提高QFII额度、允许保险公司直接投资股市、鼓励大股东增持、鼓励分红。	具有支持股市和经济的重大、长期利好政策,解决当时最棘手的问题。	没有针对当时市场最关切的问题出台政策。
市场环境	经过08年10月以来的反弹,目前市场人气得到有效凝聚,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。	市场经过一轮反弹后成交量有效放大,且能长期维持。	市场虽有反弹,但成交量放大的效果不能持续维持下去。

数据来源: 国联证券研究所

目前的重要变数存在于新股改革制度及之后相关政策是否能符合市场预期。本次 IPO 重启被赋予了众多政策期望,它应成为我国证券市场制度建设的又一个里程碑。创业板的正式批准和《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)》的公布都只是一个开端。在 5 月 22 日公布的《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)》有这样几点变革措施:

- 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。

我们认为，总体上看，本次《征求意见稿》的内容低于市场预期，修改空间还很大，这会对市场行情构成直接影响。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 年第三次 IPO 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。

表 7: 《征求意见稿》与市场预期的差距

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

我们认为，制度改革的渐进和其中各方利益博弈特性决定了行情的反复。新股发行制度的改革牵涉面甚广，其推行难度可能更甚于 06 年的股权分置改革，这决定了改革路径必然是在各方利益不断冲突、妥协间渐进式地推进。如果改革最终在各方面取得均衡，将会由此缔造一轮大级别的行情，该行情的时间、空间格局将由当时的经济背景、市场环境决定，并不一定遵循某种模式。

但是，在改革渐进过程中的利益冲突则势必对市场造成负面影响，并且这一过程的时间长短、负面影响的程度目前还难以预计。投资者应密切关注 IPO 制度改革的进程，并不断调整投资策略。

总结

1、5月22日证监会发布《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)》标志着IPO重启已进入实质运作阶段。未来1-2个月内安排发行的可能性非常大。对于IPO重启后的市场趋势，我们认为可以从历史规律中寻找答案。

2、以重启后是否能在较长时间内保证融资市场的连续性为标准，95年12月、06年5月的两次属于成功的IPO重启，它们具有三个明显特征：一、严厉的宏观调控措施过去，经济有回暖迹象；二、流动性环境好转，市场成交量上升；三、有来自最高层次的政策扶持。

3、真正的IPO重启与牛市轨迹吻合，试探性的IPO重启仅有短期机会。第二、第四次IPO重启均属于成功的真正重启，而这两次IPO重启也是两次大牛市（1996-2001、2006-2007）的开端。第一、第三次IPO重启属于试探性的IPO重启，试探性的IPO重启也会出现短暂的上涨行情，这样一个上涨过程长可能持续两到三个月，短则可能维持一个月。上涨行情一般以新股上市为起点。

4、目前来看，本次IPO重启具备成功重启的两个特征，即宏观调控已过，流动性环境向好。唯一但重大的变数是新股发行制度改革的进程。新股发行制度的改革牵涉面甚广，这决定了改革路径必然是在各方利益不断冲突、妥协间渐进式地推进。在此过程中的利益冲突势必对市场造成负面影响。

投资建议及风险提示

投资者应密切关注 IPO 制度改革的进程，并不断调整投资策略。如果新股发行制度改革最终顺利完成，市场将产生较好的投资机会。但是，制度改革的渐进和各方利益博弈特性决定了行情的反复，并且这一过程的时间长短、行情反复的程度目前还难以预计。未来较长时间内，投资者的投资策略都将围绕 IPO 重启和相关制度改革措施进行不断调整。

未来市场可能的下行风险存在于以下三点：

- 1、IPO 重启过程中各方面力量的冲突以及对政策的悲观导致市场出现恐慌性情绪，从而破坏整个市场的行情基础；
- 2、09 年下半年及 10 年实体经济再次出现恶化，破坏 IPO 成功重启和行情展开的先决条件；
- 3、创业板正式设立以及国际板设立、红筹股回归的节奏未能掌握好，导致资金分流，单个子市场出现暴涨暴跌现象；
- 4、新股发行制度未能有效解决新增大小非问题，而 IPO 重启规模把握失误，导致 IPO 增量与大小非解禁共同对市场资金面形成压力，以至行情夭折。

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。