

新股发行第二次改革评析——市场化改革任重道远（创新动态）

创新动态研究报告

发布时间：2010 年 10 月 13 日

投资要点：

- 1、证监会于 10 月 11 日公布了正式的《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》及《关于深化新股发行体制改革的指导意见》，新股发行第二阶段的改革措施将于 11 月 1 日开始实施。《指导意见》对新股发行的报价申购、询价对象范围、回拨机制的完善和中止发行机制的引入等方面进行了改革。新股发行改革向市场化方向进入了纵深阶段，理性的定价改革，对投资者、筹资者和承销商是一个多赢的局面，特别是有利于保护中小投资者权益，对中国 A 股市场持续发展来说是一项长远的利好。
- 2、新股定价信息透明度增加，在某种程度上提升了 IPO 定价效率。公开披露询价细节，有利于投资者评判询价对象的定价能力，减少询价对象随意报价的不合理情况，对机构有效合理报价起到比较好的约束功能。
- 3、完善配售约束机制，促使理性报价，询价对象范围的扩大，网下机构投资者的充实，有望使定价更加理性，而阳光私募的加入，有助于提高定价的科学性。
- 4、完善回拨机制和中止发行机制，有望抑制发行者的高价筹资行为。值得注意的是，网下申购不足则不能回拨到网上配售，而对于网下配售不足的则可以中止发行。如果发行者把价格定得过高，可能造成网下机构申购量不足，有可能出现发行失败的情况，这对发行人的高价发行冲动具有抑制作用，加大发行人的风险意识，有望使新股定价更加趋于市场化和理性化，与国际 IPO 定价接轨。
- 5、新股发行体制第一阶段改革的各项措施已得到落实，市场化的改革方向得到了社会的认同，新股发行第二阶段改革将于 11 月 1 日正式启动。第二次改革对完善 IPO 定价机制，实现科学定价、诚信定价有一定功能和作用，但由于形成中国股市高价发行的体制性因素难以在短期内完全消除，需要投资者的理性投资、监管者的规范监管、中介机构的科学参与、发行者的理性筹资行为的日益完善，任重而道远。

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编 200002

新股发行第二次改革评析——

市场化改革任重而道远（创新动态）

一、引言

证监会于10月11日公布了正式的《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》及《关于深化新股发行体制改革的指导意见》，新股发行第二阶段的改革措施将于11月1日开始实施。《指导意见》对新股发行的报价申购、询价对象范围、回拨机制的完善和中止发行机制的引入等方面进行了改革，而在《证券发行与承销管理办法》的修改中涉及10条变动，进一步完善了证券发行与承销制度。2009年IPO重启以来，由于取消了窗口指导，新股市盈率普遍偏高。根据相关统计显示，在新股发行体制改革之前，中小板的首发市盈率平均在28倍左右，主板平均26倍左右，而在新股发行体制改革之后，中小板的首发市盈率平均约50倍，主板首发市盈率平均39倍左右，反而比改革前市盈率偏高。因此，进行第二次新股发行制度改革很有必要。我们认为，新股发行改革向市场化方向进入了纵深阶段，新股定价可以说趋向于公开化和透明化，理性的定价改革，对投资者、筹资者和承销商是一个多赢的局面，特别是有利于保护中小投资者权益，克服市场信息不对称的格局，保障市场的公平公正，对中国A股市场持续发展来说是一项长远的利好。根据对这两个改革措施的解读，我们认为有以下几点亮点值得我们思考 and 关注。

二、新股定价信息透明度增加，在某种程度上提升了IPO定价效率

以往准上市公司路演及询价过程并未向市场公开披露，只是在路演询价结束后发行人公告发行定价结果，而对询价过程并不提及，这难免涉及到暗箱操作和谋取利益，而“意见”要求发行人公开披露询价机构的具体报价结果，公开披露询价细节，有利于投资者能够掌握更多信息来进行投资决策，评判询价对象的定价能力，更重要的是减少询价对象随意报价的不合理情况，这将对机构有效合理报价起到比较好的约束功能。值得注意的是，此次改革规定，主承销商在推介路演阶段，须披露主承销商向询价对象提供的对发行人股票的估值结论、发行人同行业可比上市公司的市盈率或其他等效指标，而以前规定主承销商向询价对象提供的投资价值研究报告不得公开。

另一方面，扩大询价对象范围，充实网下机构投资者。目前新股发行询价对象包括基金公司、证券公司、证券公司、财务公司、信托投资公司和QFII等六大类，而“意见”扩大了询价范围，增加了主承销商自主推荐的具有较高定价能力和长期投资取向的机构投资者，同时《修改决定》要求主承销商自主推荐机构投资者的应当制订明确的推荐标准，包括最低注册资本、管理资产规模要求，专业技能、投资经验要求，市场影响力、信用记录要求，业务战略关系要求，鼓励长期持股等，建立透明的推荐决策机制，并报中国证券业协会登记备案。这就隐含着把原本不具备询价资质的私募等机构纳入了询价对象中来，根据各方估计，阳光私募很可能成为询价对象，这些各类不同风险偏好者参与定价有助于提高定价的科学性和合理性。可见，不同投资主体参与询价，有望使定价更加理性，合理评价风险和收益，也有利于对投资领域的估值更加合理。

三、完善配售约束机制，促使理性报价

为促进询价对象理性定价，“意见”要求发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定每笔网下配售的配售量，减少机构参与询价时轻率报价的情况。根据每笔配售量确定可获配机构的数量，再对发行价格以上的入围报价进行配售，如果入围机构较多应进行随机摇号，根据摇号结果进行配售。可见，合理设定每笔网下配售的配售量，自然将加大机构申购成本，从而促进其报价回归理性。另一方面，也在某种程度上遏制了超募现象，促使理性报价。

四、完善回拨机制和中止发行机制，有望抑制发行者的高价筹资行为

“意见”完善回拨机制并引入了新股发行中止制度。回拨机制将采用单边制，即确定网上、网下配售比例后，网上申购不足可以回拨至网下，仍然申购不足的，可以由承销团推荐其他投资者参与网下申购。但网下申购不足则不能回拨到网上配售，而对于网下配售不足的则可以中止发行。中止发行的具体情形可以由发行人和承销商约定，并予以披露。中止发行后，在核准文件有效期内，经向中国证监会备案，可重新启动发行。“意见”明确规定：大盘 IPO（发行股本在 4 亿股以上的）询价对象少于 50 家的，发行人不得确定发行价，应中止发行；而发行股本在 4 亿股以下的，参与询价的机构数量也不能少于 20 家，否则同样中止发行。可见，完善回拨机制并引入中止发行机制可能会加大发行人的风险意识，发行人主观意识上总是希望发行价越高越好，这样可以筹到更多的资金，如果出现中止发行的情况，那么发行人就要考虑，如果把价格定得过高，可能造成网下机构申购量不足，有可能出现发行失败的情况，因此这对发行人的高价发行冲动具有抑制作用，有望使新股定价更加合理，趋向于市场化和理性化，与国际 IPO 定价接轨。此外，发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设计承销流程，有效管理承销风险，加大外部监管力度。

五、结论

新股发行体制第一阶段改革的各项措施已得到落实，市场化的改革方向得到了社会的认同，新股发行第二阶段改革将于 11 月 1 日正式启动，把新股发行体制改革向纵深推进成为市场的共识。《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》及《关于深化新股发行体制改革的指导意见》的出台，会对完善 IPO 定价机制，实现科学定价、诚信定价有一定功能和作用，但由于形成中国股市高价发行的体制性因素难以在短期内完全消除，理性真实定价可能短期难以完成，需要投资者的理性投资、监管者的规范监管、中介机构的科学参与、发行者的理性筹资行为的日益完善，任重而道远。

附录 1 关于深化新股发行体制改革的指导意见

<http://www.sina.com.cn> 2010 年 10 月 12 日 22:03 证监会网站

为了进一步健全新股发行体制、强化市场约束机制，2009 年 6 月 10 日，我会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，推出了新股发行体制改革。在具体实施方式上，改革采取分步实施、逐步完善的方式，分阶段逐步推出各项改革措施。第一阶段新股发行体制改革的各项措施已得到落实，市场化的改革方向得到了社会的普遍认同，把发行体制改革向纵深推进成为市场共识，推出下一步改革措施的市场条件已基本具备。经深入研究并广泛听取市场各方意见，按照改革的统一部署，现提出第二阶段改革措施如下：

一、进一步完善报价申购和配售约束机制。在中小型公司新股发行中，发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定每笔网下配售的配售量，以促进询价对象认真定价。根据每笔配售量确定可获配机构的数量，再对发行价格以上的入围报价进行配售，如果入围机构较多应进行随机摇号，根据摇号结果进行配售。

二、扩大询价对象范围，充实网下机构投资者。主承销商可以自主推荐一定数量的具有较高定价能力和长期投资取向的机构投资者，参与网下询价配售。

主承销商应当制订推荐机构投资者的原则和标准，包括最低注册资本、管理资产规模要求，专业技能、投资经验要求，市场影响力、信用记录要求，业务战略关系要求，鼓励长期持股等。主承销商应当建立透明的推荐决策机制。推荐标准、决策程序以及最终确定的机构投资者名单应当报中国证券业协会登记备案。中国证券业协会可制订指引指导登记备案工作。

三、增强定价信息透明度。发行人及其主承销商须披露参与询价的机构的具体报价情况。主承销商须披露在推介路演阶段向询价对象提供的对发行人股票的估值结论、发行人同行业可比上市公司的市盈率或其他等效指标。

四、完善回拨机制和中止发行机制。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设计承

销流程，有效管理承销风险。

网上申购不足时，可以向网下回拨由参与网下的机构投资者申购，仍然申购不足的，可以由承销团推荐其他投资者参与网下申购。网下机构投资者在既定的网下发售比例内有效申购不足，不得向网上回拨，可以中止发行。网下报价情况未及发行人和主承销商预期、网上申购不足、网上申购不足向网下回拨后仍然申购不足的，可以中止发行。中止发行的具体情形可以由发行人和承销商约定，并予以披露。中止发行后，在核准文件有效期内，经向中国证监会备案，可重新启动发行。

证券交易所和证券登记结算机构应当创造条件，进一步缩短新股发行结束后到上市的时间。

新股发行体制改革需要市场参与各方密切配合，市场各方应当按照新股发行体制改革精神，统一理念、提高认识，精心部署、周密安排，切实将各项改革要求和措施落到实处。

附录 2 关于修改证券发行与承销管理办法的决定

<http://www.sina.com.cn> 2010 年 10 月 12 日 21:54 证监会网站

一、第五条第二款修改为：“询价对象是指符合本办法规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、主承销商自主推荐的具有较高定价能力和长期投资取向的机构投资者，以及经中国证监会认可的其他机构投资者。”

二、第五条增加一款，作为第三款：“主承销商自主推荐机构投资者的，应当制订明确的推荐标准，建立透明的推荐决策机制，并报中国证券业协会登记备案。”

三、第九条修改为：“主承销商应当在询价时向询价对象提供投资价值研究报告。发行人、主承销商和询价对象不得以任何形式公开披露投资价值研究报告的内容，但中国证监会另有规定的除外。”

四、第十四条修改为：“首次发行的股票在中小企业板、创业板上市的，发行人及其主承销商可以根据初步询价结果确定发行价格，不再进行累计投标询价。”

五、删除第十六条。

六、第二十六条增加一项，作为第十一项：“主承销商自主推荐机构投资者管理的证券投资账户。”

七、删除第二十九条第二款。

八、第三十二条增加一款，作为第二款：“网上申购不足时，可以向网下回拨由参与网下的机构投资者申购，仍然申购不足的，可以由承销团推荐其他投资者参与网下申购。”

九、增加一条，作为第三十二条：“初步询价结束后，公开发行股票数量在 4 亿股以下，提供有效报价的询价对象不足 20 家的，或者公开发行股票数量在 4 亿股以上，提供有效报价的询价对象不足 50 家的，发行人及其主承销商不得确定发行价格，并应当中止发行。

网下机构投资者在既定的网下发售比例内有效申购不足，不得向网上回拨，可以中止发行。网下报价情况未及发行人和主承销商预期、网上申购不足、网上申购不足向网下回拨后仍然申购不足的，可以中止发行。中止发行的具体情形可以由发行人和承销商约定，并予以披露。

中止发行后，在核准文件有效期内，经向中国证监会备案，可重新启动发行。”

十、第五十五条增加一款，作为第二款：“发行人及其主承销商应当在发行价格确定后，披露网下申购情况、网下具体报价情况。”

本决定自 2010 年 11 月 1 日起施行。

《证券发行与承销管理办法》根据本决定作相应修改，重新公布。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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或征价。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。本报告版权归我公司所有。