

Focus

# 高价发行酿苦果 破发警示“炒新”风险

中国西电 28 日上市当天即告“破发”，使市场亲眼见证了“新股不败”神话的破灭。在机构投资者面对新股发行风险越发冷静之后，新股发行体制仍需作出适当调整，以减小二级市场风险过大、超募现象严重等一系列影响。

◎记者 钱潇隼 张欢 ◎编辑 衡道庆



已破发的次新股列表

股票名称	首发价格 (元)	昨日收盘价 (元)
招商证券	31	28.57
中国中冶	5.42	4.94
正泰电器	23.98	23.56
中国化学	5.43	5.21
中国西电	7.9	7.79
星辉车模	43.98	42.84
台基股份	41.3	41.2

尤霏霏 制图

## 新股破发潮袭来

新股发行步伐尚未出现放缓迹象，破发潮却已接踵而至。周四，大盘股中国西电于上交所挂牌上市，但开盘短短 7 分钟后，股价就迅速击穿 7.9 元的发行价，成为继

有破发风险的部分股票			
股票名称	首发价 (元)	昨日收盘价	距离发行价 剩余空间
思源迪科	30	30.24	0.79%
福瑞股份	28.98	29.61	2.13%
中国建筑	4.18	4.28	2.34%
巨力索具	24	24.59	2.40%
中国北车	5.56	5.75	3.30%
中国重工	7.38	7.65	3.53%
回天胶业	36.4	38.2	4.71%
华力创通	30.7	32.27	4.87%
海宁皮城	20	21.2	5.66%
洪涛股份	27	28.63	5.69%
拓中建设	19.9	21.4	7.01%
上海凯宝	38	40.91	7.11%
人人乐	26.98	29.18	7.54%
九洲电气	33	35.76	7.72%
阳普医疗	25	27.17	7.99%
梅泰诺	26	28.28	8.06%
中科电气	36	39.19	8.14%
新朋股份	19.38	21.14	8.33%
新纶科技	23	25.25	8.91%

钱潇隼 整理

2006 年 8 月 18 日中国国航之后，3 年多来首只上市首日就出现破发的股票。此后，中国西电股价一直在发行价附近徘徊，直到尾盘再度出现恐慌性杀跌，最终以 7.79 元报收，较发行价下跌 1.39%。

除中国西电外，另一只仅上市 6 个交易日的大盘股正泰电器，也于昨日破发。与此同时，昨日创业板也遭遇了首轮新股破发。本月 20 日上市的星辉车模和台基股份，在上市后的第七个交易日双双跌破发行价。由于上市后不幸赶上大盘连日下跌，这两只新股自 21 日以来已走出“五连阴”，股价逐日濒临破发风险。

昨日这一弱势更进一步。台基股份早盘小幅低开，随后股价即出现无抵抗式下跌，半个多小时后终于击穿发行价 41.30 元，成为创业板首只破发股票。此后不到十分钟，星辉车模也不敌抛盘打压，迅速跌破 43.98 元的发行价，加入了创业板破发队伍。截至收盘，台基股份报收于 41.20 元，星辉车模报收于 42.84 元，股价均维持在发行价之下。

事实上，新股破发潮自去年年底就已现苗头，但当时主要以大盘股为主。2009 年 12 月 14 日招商证券成为新股发行制度改革后的破发首例，当月 23 日，中国中冶盘中失守发行价。随着新年的来临，破发现象愈演愈烈，本月，中国化学、中国北车相继跌破发行价。加上昨日两只大盘股，在 2009 年以来发行的总共 13 只大盘股中，目前已有 5 只破

发，占总数近四成。

更为严峻的现实是，除了已经破发的股票以外，目前存在破发风险的次新股数量更为巨大。统计显示，昨日收盘价距离发行价剩余空间在 10% 以内的次新股多达 19 家，这意味着这些个股可能在最近一个交易日内就出现破发风险。其中，创业板的思源迪科和福瑞股份，大盘股中国建筑，以及中小板次新股巨力索具距离发行价都仅不到 3% 的下行空间。

## 新股发行体制仍需适当调整

破发一方面是受二级市场整体走弱影响，另一方面也显示出市场对新股估值不认可。“中信建投分析师安尉认为，对于长期以来一直存在打新传统的 A 股市场而言，破发能令投资者回归理性。参与一级市场申购的机构可能不会再疯狂抬高定价，而二级市场投资者也会‘用脚投票’，更为理性面对‘炒新’。”

破发是迟早的事情，在其他条件没有市场化的情况下，只有询价的市场化势必造成新股稀缺，二级市场的价差缩小不可避免。”北京大学金融与证券研究中心主任曹凤岐表示，特别是近期 IPO 定价过高的新股，表现尤为突出。”

目前新股首发市盈率已经到了畸高的地步，不仅对于投资者的权益造成严重影响，也对资本市场的发展极为不利。”

中国政法大学资本研究中心主任刘纪鹏教授表示，它将引导我们重新思考新股发行体制，朝着全面市场化的发行体制迈进。”

自从去年以询价市场化为核心的新股发行体制改革以来，对于新股发行体制全面市场化的呼声一直不绝于耳。新股发行重启以来的半年多时间里，尤其是创业板推出以后，新股发行市盈率屡创新高，引起众多市场人士的担忧。市场人士表示，应在询价市场化的基础上，进一步推进发行规模的市场化，才能真正打破新股发行价过高的“魔咒”。

监管部门已经开始行动。29 日，中国证监会将在上海召开“新股发行体制与改革研讨会”。据悉，本次会议主题是对新股发行改革实行半年以来的成效和有待完善的问题进行专题研讨，主要是针对市场各方对新股询价等环节中所暴露出来的问题进行充分研讨。会议结束之后，证监会有望出台新措施，对新股发行改革进行完善。

刘纪鹏表示，新股发行真正方向是按市场化规律办事，发行规模如果不能市场化，就容易滋生各种腐败和寻租行为，也不利于发挥资本市场资源配置的基本功能。

以创业板为例，50 只股票预计募集资金 100 亿元，实际募集资金达到 305 亿元，造成资金的大量浪费。如果实行全面市场化，让更多的企业通过资本市场有效募集资金，才能真正有利于广大投资者，有利于我们的资本市场发展。”刘纪鹏说。

## 专家观点

# 新股破发 未必是底部信号

◎金百灵投资 秦洪 ◎编辑 杨晓坤

昨日 A 股市场迎来了久违的企稳反弹走势，但新股依然疲软不堪，尤其是首日上市的中国西电在昨日开盘后不久就迅速走低，跌穿了 7.9 元的发行价，尾盘以 7.79 元收盘，较发行价低了 1.39%，使得新股破发再度成为市场关注的焦点。

## 为何破发？

统计显示，新股破发其实可分为两类：一是上市初期的破发，比如中国西电在上市首日的破发，在 10 多年前的 1996 年 1 月 19 日的紫光古汉、1996 年 1 月 30 日的杉杉股份等品种也是当日即告破发；二是上市后一段时间的破发，主要是那些在牛市高峰期上市的新股，后由于大盘从牛市转为熊市，此类新股由于定位较高，所以，调整幅度较为猛烈，矫枉过正，从而使此类新股随之出现破发，比如 2007 年底、2008 年初上市的新股，由于当时市场的火爆氛围，故定价较高，泡沫较为严重。2008 年下半年，市场人气迅速散淡，此类个股出现了持续急跌的走势，相继跌破发行价，这其中甚至还包括恒顺股份等一批 2009 年成为大牛股的新股。

有意思的是，统计还显示，最易破发的新股主要是大盘股，比如在 2009 年底至 2010 年初的新股破发周期中，最先破发或者最先考验新股发行价的，均是大盘新股，招商证券、光大证券等品种就是如此。直至近两周，小盘新股才开始步入大盘股的后尘。之所以如此，可能由于大市值新股的业绩成长性一般，业绩弹性差，估值溢价优势（甚至可以讲估值泡沫）不明显。但小盘新股由于业绩成长性突出，业绩弹性强，所以，资金愿意赋予较高的估值溢价，因此，不易破发。

由此可见，新股的破发与基本面质地并不存在必然联系。也就是说，新股破发并不是业绩的变脸导致股价急跌进而击穿发行价，而是因为市场疲软与股本大小的因素。市场疲软因素主要包括两个情况：一是新股发行上市时市道就不佳，1996 年初的新股破发就是如此；二是新股发行上市后，市场由牛转熊，2008 年下半年新股二连三地破发就是如此。

但是，时移则势易也。由于新股发行制度的改革，市道不佳可能并不会成为新股破发的首要因素。因为目前新股的市场化发行，使得新股在询价过程中，询价机构就考虑到询价公司的在下一年度的成长预期因素，因此，发行价中已包含着下一年的业绩成长预期，也就是说，新股发行并上市的价格其实已透支了下一年的业绩成长因素，既如此，一旦大盘进入盘整行情阶段，此类新股就可能得不到资金的滋润，二级市场股价走势就不易乐观，这在近两周小盘新股中体现得较为突出，比如说台基股份、星辉车模等。近期新股发行制度的改革，使得新股破发有了新的原因。

## 破发或难成底部信号

历史上往往在一批新股破发后不久，就会引来大盘的强劲反弹，如 1996 年 1 月份，一些新股破发后不久，就迎来了 1996 年至 1997 年的牛市周期；2004 年下半年新股持续不断破发后不久，也迎来了 2005 年至 2007 年的超级大牛市周期。2008 年下半年的新股破发潮后，A 股市场迎来了 2009 年的超级大 B 浪反弹周期。所以，一些市场人士据此判断，随着近期新股频频破发，大盘或将迎来新的底部信号。

但笔者认为，从近期新股破发的新特征来看，对新股破发=行情底部的经验公式要予以新的诠释，为何？一是因为当时新股发行市盈率有着一定的“指导”价特征，即发行市盈率是 20 倍，所以，新股破发之后，意味着市场的平均市盈率已降至 20 倍以下，无疑是低估的。所以，历史上每一次的新股破发之际，就是 A 股市场的底部。但目前新股发行是随行就市，新股发行市盈率动不动就是 40 倍甚至达到 100 倍的，所以，即便破发，并不意味着新股已达到市场平均市盈率，并不意味着低估。所以，时下的新股破发并不意味着大盘见底。

同时，破发也并不意味着此类新股进入投资价值区域。破发仅仅说明此类新股缺乏超预期的业绩成长因素，因此，此类个股的破发并不等于投资机会的来临，建议投资者操作时谨慎对待。

# 申购西电机构首日浮亏 5000 万

◎记者 潘圣韬 ◎编辑 衡道庆

中国西电成为三年来多来第一只首日破发的新股，不仅是中签的散户投资者“很受伤”，参与其网下配售的机构投资者也无奈集体“被套”。以中国西电昨日 1.39% 的跌幅计算，机构在这只新股上市首日的浮亏金额就超过了 5000 万元。

由于新股溢价上市在 A 股市场几乎是一条“铁律”，因此机构首日被套的现象历史上也甚少出现。不过最近一段时间以来，新股首日溢价幅度持续走低，尤其是大盘股的上市更难聚集起市场人气；与此同时，二级市场行情又急转直下，上证指数持续破位下

跌。在此背景下上市的大盘股中国西电显然有点“生不逢时”，成为三年来多来第一只上市首日“破发”的新股。这也令参与网下认购的机构投资者难逃首日浮亏的尴尬。

资料显示，中国西电此次网下最终发行 4.57 亿股，发行价格为 7.9 元。以中国西电昨日 1.39% 的跌幅计算，网下机构首日浮亏金额合计达 5032 万元。

并不是说浮亏金额有多大，而是作为专业的投资者，参与申购的新股上市首日便“破发”，在心理上对机构而言是一种打击。”某业内人士表示。

从中国西电网下配售结果看，基金、券商自营、保险构成了其网下认购的三大主

力。据统计，在其 154 家网下有效配售对象中，上述三类机构分别有 43 家、31 家和 28 家，合计占到总数的三分之二。从申购份额上看，实力雄厚的保险机构遥遥领先，其中申购股数占到网下发行业量的 31.7%。不过正因为如此，保险也成了此次中国西电的浮亏“大户”。

事实上，机构投资者不仅是新股发行的参与者，同时也在新股定价中扮演着极为重要的角色。因此，对于中国西电此次首日“破发”，参与其中的机构投资者似乎“难辞其咎”。但是否西电“破发”完全是机构出价过高的原因呢？

不能这样片面地认为。”某券商分析师

指出，与之前发行的大盘股中国建筑、中国中冶相比，中国西电的绝对发行市盈率其实并不高。

“之前光大证券以近 60 倍的市盈率发行，上市首日涨幅仍能达到三成左右，实际上这还是与市场环境有很大的关系。平心而论，机构投资者最近在新股报价上已经更为理性和谨慎了。”上述分析师表示。

此外，在去年以来发行的新股中，机构“被套”的品种已达 7 只，包括 5 只大盘股以及 2 只创业板股票。而据统计，截至昨日收盘，除去网下配售股份已经解禁的中国中冶，机构在其余 6 只新股上的浮亏总额已超过 3 亿元。

**CPFC**  
China Private Fund Conference 2010  
中国私募基金年会 2010

中国私募基金年会组委会  
协办媒体：上海證券報  
详细地址：北京市西城区金融大街乙9号

**中国私募基金年会**  
二零一零·阳光私募迎接千亿时代高峰论坛  
1月29日·北京·威斯汀大酒店

**论坛议题**

- 01 资本市场完善促进阳光私募发展
- 02 海外私募发展研究与评价
- 03 私募对自身发展、对市场的见解与看法
- 04 私募行业的品牌建设
- 05 私募、销售渠道的相互选择与理解

国内最高规格的阳光私募基金盛事；  
私募与渠道、投资精英交流的最佳平台；  
阳光私募迈向千亿时代的里程碑！

国内财经界核心专家畅所欲言；  
国内私募名将各抒己见；  
海外资本高手迷评对冲基金。