

# 新股全流通发行最快 6 月启动

□本报记者 杨大泉

“五一”长假前夕,中国证监会正式发布了《首次公开发行股票并上市管理办法》(征求意见稿),这意味着 IPO 重启进入实质性启动程序,但这并不意味着新股全流通发行会在 5 月出台。

据业内人士介绍,《首次公开发行股票并上市管理办法》征求意见稿的亮相,只是说明管理层认为新股全流通发行的时机已经成熟。IPO 正式启动,还有着一系列的前提条件需要满足。

首先,《首次公开发行股票并上市管理办法》还只是处于征求意见阶段,IPO 要启动,必须等到《首次公开发行股票并上市管理办法》正式颁布,“这样我们才能接受企业的要求”,证监会一位权威人士如此表示。

征求意见稿明确规定,此次征求意见稿要延续到 5 月 14 日。按此推算,《首次公开发行股票并上市管理办法》定稿至少要等到 5 月中下旬才有可能出台,这意味着企业申报新股发行怎么也得等到 5 月下旬才可进行。一切进展顺利的话,首家新股最快可能在 6 月份亮相。

其次,新股全流通发行还需要修改一系列的工作程序和办法,比如修改发审委的工作程序和办法

等等。不过有关方面已经表示,这些新的工作程序和办法会在比较短的时间内出来。但即便如此,完成这些工作也需要时间,5 月重启 IPO 不太现实。

第三,有关方面在相关场合曾明确表态,为了推动融资功能的启动,创造更好的环境,在扩大资金渠道方面、发行方式改进方面要做一些工作。而这些工作目前正有条不紊的展开,像融资融券试点等就将会在 6 月推出。从这个角度讲,如果在扩大资金渠道方面没有得到实质性进展,IPO 难以重启。

关于 IPO 重启的时间表,管理层其实早就划定。中国证监会权威人士之前曾明确表态,根据改革进展情况和市场可承受能力,“新老划断”将分三步走渐进推开:第一步,恢复不增加即期扩容压力的定向增发以及以股本权证方式进行的远期再融资;第二步,择机恢复面向社会公众的其他方式的再融资;第三步,择机选择优质公司,启动全流通条件下的首次公开发行。由此可见,在面向社会公众再融资未恢复之前,5 月份 IPO 重启是不太现实的。即使 6 月份 IPO 重启,也不会出现大规模发行潮,毕竟资本市场头号任务——股改尚未最终完成。

## IPO 定价将出现明显差异化

□本报记者 李剑锋

随着中国证监会对《首次公开发行股票并上市管理办法》(征求意见稿)公开征求意见,中国证券市场恢复新股发行的脚步已逐渐临近。业内人士认为,未来,新股发行的市盈率在很大程度上将由发行主体所处行业和自身的质地所决定,出现明显的差异化定价。

### IPO 市盈率逐渐与国际接轨

西南证券某投行人士认为,随着股权分置改革的深化,内地证券市场已基本形成了与海外成熟市场接轨的估值体系,在这一估值体系中,不同的行业、不同的公司有着完全不同的定价水平,而在市场化的发行体制下,这种二级市场定价将在相当程度上决定新股的发行价格。

这一观点得到了一些市场分析人士的认同。海通证券研究所投资策划部唐祝益表示,目前,A 股市场商业股的市盈率在 30 倍左右,银行股的市盈率大约 15 倍,而钢铁股的市盈率仅为 10 倍,如果参照国际惯例,新股发行的定价将在这一基础上进行 20% 左右的折价。而如果是一些质地优良的公司 IPO,由于风险相对较低,一级市场的折价率还会相对低一些,可能在 8% 左右。

“未来新股发行的市盈率也不能单纯比照国际市场,还要综合考虑其他金融产品的收益率水平”。国信证券投行部有关负责人认为,A 股市场新股发行的整体市盈率水平应该高于我国香港市场和美国市场。

### 大公司将成为风向标

业内人士认为,二级市场价格决定新股发行定价的同时,一些大公司的发行定价也会在很大程度上影响二级市场的价格。

海通证券唐祝益表示,中小规模的企业 IPO 定价跟着市场走,而大公司 IPO 价格也会对市场估值水平产生影响,像中国银行这样的行业龙头企业 IPO,肯定会对同一板块的已上市企业形成向上或向下的拉力。

“如果一家企业能够持续提供较高的回报,自然会受到投资者的追捧,随着证券市场投资理念的变化,未来一些质地优良的大公司很可能成为稀缺资源。而股指期货、备兑权证的推出,将在一定程度上加大这种稀缺性”。某创新券商投资负责人表示。

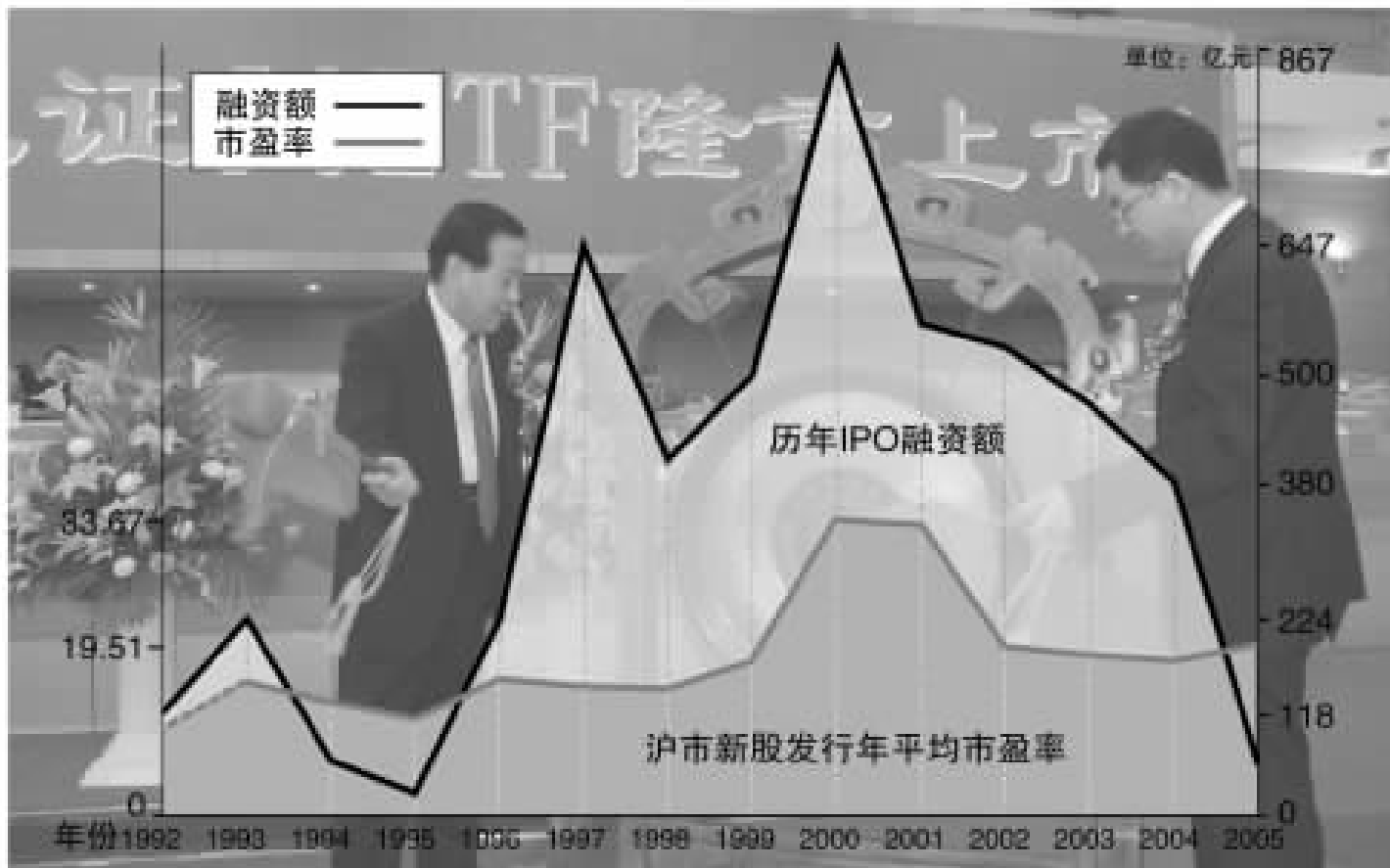
国信证券投行负责人则认为,从全球市场的经验来看,在熊市里,投资者往往对市盈率看得比较重,而在牛市里,一家公司有没有好的概念、能不能带来新的投资热点,也会成为 IPO 定价的重要因素。

### 一二级市场整体差价将缩小

随着 IPO 定价市场化水平的逐步提高,新股上市当日普遍大涨的局面将出现改观。

东海证券投资部负责人表示,IPO 定价将取决于两大因素,一方面,发行主体希望能卖出的价格,融到更多的资金,另一方面,投资人希望 IPO 价格能定得低一些,从而在二级市场有一个好的收益率,而一个好的投行应该具有较弱的定价能力,从而较好地平衡两者的利益,既让发行人卖出满意的价格,又让一级市场投资者有钱可赚。在这种趋势下,一二级市场的整体差价应该会有所降低。

不过,国信证券投行负责人同时认为,新股的定价水平归根到底是由公司质地和市场状况决定的,所以,在牛市背景下,一些质地优良又恰好是市场热点的公司还是会受到二级市场投资者的热烈追捧。



张大为 制图

## 发行节奏会考虑市场承受能力

□本报记者 初一

“IPO 重新启动后,新股发行节奏肯定会考虑市场的承受能力,因此不会太快。”多位业内人士昨日在接受记者采访时均表达了同一看法。

在三花股份 2005 年 5 月底招股 6 月初上市后,沪深股市 IPO 的大门已经紧闭了将近一年时间。已过会的 30 家公司(见附表;已过会待 IPO 公司)待字闺中,还有更多排在发审委门外的企业在焦急等待。在已过会公司中,最早过会的北辰实业已等了两年多时间,最晚过会的重庆钢铁也等了一年多时间。IPO 管理办法公开征求意见,让这些翘首多时的企业终于看到了希望。

期盼沪深股市重开 IPO 大门的还有多家境外上市的大型国企。中国移动董事长王建宙曾在公开场合表示,中国移动非常希望在适当时机能够在内地 A 股上市。中国铝业、广深铁路等公司的股东大会已

□本报记者 杨大泉

经通过决议,拟回内地上市。事实上,最近两年来,一些 H 股公司一直在为能回到内地市场发行 A 股而进行不懈的努力。

虽然等在 IPO 大门之外的企业为数众多,但开闸后的发行节奏显然不会因此加快。早在今年两会时,全国人大常委会副委员长成思危就提出建议表示,恢复股市融资功能要把好节奏。他强调,恢复融资功能需要一个过程,在当前的股市情形下,如果有很多企业近期在 A 股市场上市,在供应增加的同时没有相应的资金扩容,对整个股市是不利的。

“恢复融资的步伐不能过急,要让市场有一个逐步接受的过程,不能从一个极端走向另一个极端。融资规模过大,大大超出市场预期,必然会给市场造成打击。”某机构人士这样表示。申银万国证券研究所资深高级分析师蔡国华预计,IPO 重启后的发行节奏将与

2001 年至 2003 年时相当,即:每年发行不到 70 家,每家平均融资额在 6 至 8 亿元。如果今年 6、7 月重启 IPO 的话,估计年内发行 30 家左右,其中至少会有 1 家融资额超百亿元的“海归”大型国企。这样,下半年的融资额将会是 300 亿元的水平,与沪深两市 1 个交易日的成交量相当。根据以往的经验,这也是市场完全能够承受的 IPO 融资规模。

“管理层在掌握新股发行节奏的问题上,不会不考虑市场因素,何况还有重中之重”的股改,蔡国华说。中国证监会新闻发言人日前明确表示,股改仍然是当前资本市场改革发展的首要任务和重中之重,要确保实现国务院确定的今年基本完成股改的目标,包括恢复市场融资功能在内的资本市场其他各项改革均应紧紧围绕这一目标展开。“所以,IPO 也好,再融资也好,如果有压力的话,起码要到明年才可能有”,蔡国华分析道。

三大压力不应小觑

江苏天鼎的注册分析师秦洪认为,IPO 对 A 股市场带来的压力有三个,一是 IPO 后的新股将是真正意义上的全流通,这必然会对 A 股市场的股价结构产生极大的影响,尤其是目前估值较高的中小板块,极有可能产生一定的股价下移压力。二是挤出效应。因为 IPO 后将带来新的优质股,而目前不少机构投资者仓位极重,甚至有些基金的仓位达到 80% 以上,为了建仓这些新优质股,极有可能对原有的重仓股予以调仓,从而在短期内对股价产生压力。三是资金压力,因为 IPO 后极有可能迎来大盘蓝筹股的发行高峰,需要较大的资金承接,因此,将稀释目前的资金存量。

### 心理调整需要时间

申银万国证券研究所市场分析师王艳认为,IPO 新规则门槛提高,市场对未来融资压力的预期相对平稳。投资人对于未来融资压力的预期出现变化,从无法估计到可承受,这个转变将降低市场受到的冲击力。管理层对于增量资金的政策配套,将进一步减小新股发行对市场的影响,维护市场的稳定与供求平衡。不过,市场心理层面的调整仍需要一个过程,将造成市场短线的震荡和波动。不过,这种震荡相对可控,幅度也比较有限。

## 发行上市间隔将缩短

□本报记者 王璐

按照市场以往的规律,公司股票在发行结束以后,一般会经过一个月或更长时间的申请和准备,经交易所批准后方可上市。业内人士认为,随着全流通时代的到来,公司发行上市的市场化程度将进一步提高,发行上市速度也应该相应提高。因此,缩短时间,让符合条件的公司尽快上市,这对于市场化改革进程本身而言是非常有意义的。

据记者从相关方面了解的最新信息,再融资和 IPO 恢复以后,基于提高上市效率的考虑,证券交易所将尽可能缩短股票发行与上市之间的时间间隔。

## 优质公司率先启动 IPO

□本报记者 杨大泉

IPO 重启在即,到底是什么样的公司会拔得头筹呢?从业内人士的分析,率先启动 IPO 的将是优质公司。

之前业内曾预言,IPO 会在中小企率先启动,这个预言现在看来并不准确。据权威人士日前透露,在主板还是在中小板率先启动 IPO 并不是管理层最为关心的话题,管理层

真正关心的是,重启 IPO 要看企业质地。

这并不是管理层首次就这一话题作如此表态。在“新老划断”三步走战略安排上,第三步就是择机选择优质公司,启动全流通条件下的首次公开发行。

由此可见,市值大小并不是率先启动 IPO 的前提条件,只有质地优秀的公司才有望拔得头筹。如此说来,或许率先启动 IPO 的就是一家大市值公司。

# IPO 重启不会构成资金压力

□本报记者 叶展

“IPO 不是重点。”在谈及市场即将面对的扩容时,一家基金公司的老总直截了当,“一年 400-500 亿元的新股发行对市场不会构成资金压力。”

“钱不是问题”,这一观点似乎已经变成机构共识。在得知 IPO 即将重启的消息之后,大部分机构的反映平静,在他们看来,与其去担心 IPO 带来的资金压力,还不如担心全流通之后的限售股份上市,因为后者的总量要大得多。

### 资金需求:年内 400 亿

业内人士估计,年内 IPO 的

规模不会超过 500 亿元。

从历史上来看,A 股市场大规模 IPO 浪潮出现在 2000 年,当年 IPO 规模达到了 867 亿元,此后,IPO 规模逐年下降,至 2004 年,IPO 规模仅有 380 亿元。可以看出,IPO 规模与市场行情有着密切关系。在牛市中,IPO 规模较大,而在下跌行情中,IPO 规模也会有所缩减。

一位资深投行人士表示,今年以来,虽然股市行情火爆,但总体来看还处于历史较低位置,在市场恢复期,IPO 规模不可能出现突发性暴增。如果与历史数据相比,今年的 IPO 规模最有可能与 2004 年左右相似,全年在 400 亿元左右。

### 资金供给:超过 2000 亿

银河证券认为,IPO 重启将

会吸引大量资金入市,由此带来的新增资金规模在 2000 亿元以上。

恢复现金申购被认为是吸引资金的重要因素。在市值配售制度实行之前,现金申购制度曾经使一级市场囤积了大量资金,在股市行情火爆的 2000 年前后,在一级市场从事新股申购的资金总量一度超过 2000 亿。而在现金申购制度取消之后,大量资金从证券市场撤出。

业内人士认为,恢复现金申购,可能使资金重新向证券市场回流。如果一级市场继续显现赚钱效应,以目前充裕的资金环境而言,重新吸引 2000 亿资金并非

不可能。

“关键在于,一二级市场之间的价差还会不会长期存在。”银河证券的一位分析师说,“从 2004 年底询价制度实行的几个案例来看,从一级市场到二级市场,仍然有着较大的利润空间,对资金的吸引力仍然很大。”

企业年金、保险资金等稳健型资金可能成为新增资金的主要来源。投资于证券市场是这些资金的共同需求,但风险较大的二级市场又使它们态度谨慎,因此,IPO 重启后,风险相对较小的一级市场对它们意义非凡。此外,战略投资者也将创造大量的资金供应。

### 资金分流:对股市影响不大

有投资者担心,恢复现金申购将使部分二级市场资金分流至一级市场。但机构人士认为,这种影响不会太大。

海通证券认为,IPO 对二级市场的分流作用确实存在,但是,一来一二级市场的资金风险偏好不同,一级市场多为稳健型资金,对利润的要求也不太高,二级市场资金则偏好高风险高收益,二级市场的大部分资金不会转向一级市场;二来一级市场的资金也会有部分流入二级市场,抵消对二级市场的抽血,因此,总体而言,二级市场的资金供给不会受到太大影响。

## 短期有压力 长期是动力

□本报记者 俞峰

几乎所有的市场人士都认为,IPO 新规的出炉,对当前市场存在一定的心理影响,但影响程度相对有限。比较 IPO 带来的压力与动力,市场人士指出压力是短期的,动力是长期的,也就是说,短期可能会在一定程度上抑制市场的做多动力,但长期则可以不断蓄积 A 股市场长期牛市动力,尤其是合规资金和优质股的上市,将夯实 A 股市场的长期走牛的基础。

### 利多利空尚待考量

青岛安信总裁李群认为,判断到底是利多还是弊多,关键在于三点:一是管理层是否转变管理模式,使 IPO 能够真正为市场补充健康的血液,使得我们资本市场真正能过渡到注册发行和成为一个买方市场。二是新股发行定价的合理程度,一些大企业的上市定价高低尤其重要,只要价格合理甚至偏低,相信市场并不缺少资金,但价格如果被高估,那么对市场的打击将是巨大的,最好的例子就是 2001 年中国石化的发行和 2003 年底长江电力的发行对市场产生的不同影响。三是整个市场的估值水平,如果市场目前还具备较高的投资价值,相信资金仍然会持续进场,就目前股权分置的解决情况来看,目前的市场上很多股票仍然具备投资价值,市场估值水平相对合理甚至偏低。

### 三大压力不应小觑

江苏天鼎的注册分析师秦洪认为,IPO 对 A 股市场带来的压力有三个,一是 IPO 后的新股将是真正意义上的全流通,这必然会对 A 股市场的股价结构产生极大的影响,尤其是目前估值较高的中小板块,极有可能产生一定的股价下移压力。二是挤出效应。因为 IPO 后将带来新的优质股,而目前不少机构投资者仓位极重,甚至有些基金的仓位达到 80% 以上,为了建仓这些新优质股,极有可能对原有的重仓股予以调仓,从而在短期内对股价产生压力。三是资金压力,因为 IPO 后极有可能迎来大盘蓝筹股的发行高峰,需要较大的资金承接,因此,将稀释目前的资金存量。

### 心理调整需要时间

申银万国证券研究所市场分析师王艳认为,IPO 新规则门槛提高,市场对未来融资压力的预期相对平稳。投资人对于未来融资压力的预期出现变化,从无法估计到可承受,这个转变将降低市场受到的冲击力。管理层对于增量资金的政策配套,将进一步减小新股发行对市场的影响,维护市场的稳定与供求平衡。不过,市场心理层面的调整仍需要一个过程,将造成市场短线的震荡和波动。不过,这种震荡相对可控,幅度也比较有限。

### 避免踩上三类地雷

面对即将到来的扩容压力,投资者如何做到避开风险而又不至于失去难得的投资机会呢?武汉新兰德的余凯指出,当前市场有三点不利因素应该引起高度重视。一是宏观经济过热,调控压力显现。虽然对整体经济发展形势不会产生大的影响,但还是应该避开部分过热行业。二是股市上涨了 400 多点没有很好的调整,不排除空方借 IPO 重启之机发力,投资者可短期获利回吐,避开风险。三是伴随着“新老划断”的实施,原非流通股的限制期相继期满,相继进入流通状态。投资者在现阶段的操作上应尽可能避开原非流通股即将上市流通的股票。