



国航调整发行方案,打破了“新股不败”的神话,也是市场机制实至名归的体现 资料图

国航“瘦身”IPO 创三项纪录

□本报记者 周宏

中国国航今日发布 A 股网上定价发行公告和网下配售结果公告。相关公告除了公布中国国航的发行价、网下配售结果、战略配售名单等常规事项外,还对国航的发行规模和各发行方式之间的比例作出较大调整。最新确定的发行总规模为 16.39 亿股,较原定发行规模减少 10.61 亿股。发行价则定为每股 2.80 元,基本处于原定询价区间的中线。由此,国航的首发也创下三项纪录。

新股首次大幅调减发行规模

根据中国国航近日发布的公告,国航的发行总规模最终确定本次 A 股的发行数量为 163900 万股。这与其此前公布的不超过 27 亿股的发行总规模相比调减 10.61 亿股。

另外,中国国航最新的发行比例确定为:战略配售 35000 万股,占本次发行数量的 21.35%;网下配售 46950 万股,占本次发行数量的 28.65%(回拨机制启用前);网上发行 81950 万股,占本次发行数量的 50%(回拨机制

启用前)。这与此前招股意向书中发布的,“战略配售 3.5 亿股;其余部分的 50%(不超过 11.75 亿股)向网下配售(回拨机制启用前),50%(不超过 11.75 亿股)向网上发行(回拨机制启用前)”的分配比例调减幅度较大。其网下配售股份数减少了 60%,网上定价发行规模减少了 30%。战略配售股份并没有变化。

大幅调减规模和调整发行比例,中国国航在新股中当属第一家。

IPO 中首现大股东增持

另外,中国国航的 IPO 中还首次出现了大股东增持承诺。针对 IPO 后可能出现的“跌破发行价”状况,大股东提出增持承诺,也是新股 IPO 至今首次出现的创新。

据国航网上定价发行公告,发行人控股股东中国航空集团公司(下称“中航集团”)承诺:自股票上市交易后,至 2006 年 12 月 31 日,在中国国航 A 股股票市场价格低于发行价格的前提下,中航集团以不低于当时市场价的价格,按相关监管要求在二

级市场上增持股票,直至恢复到发行价格为止,累计增持量不超过 6 亿股的 A 股股票。

按照国航的发行日程安排,其 A 股将不晚于 8 月 22 日发行,若发行顺利的话,那么自 8 月 22 日至 11 月 22 日间,国航上市的前 3 个月,其 A 股流通股本将只有 8.2 亿(回拨机制启动前)。即便是 11 月 22 日以后,该股的流通股本也只有 12.89 亿。不超过 6 亿股的增持计划增持比例占到 47%至 73%,可谓实力坚强。

网下配售比例创新高

中国国航的此次网下配售,还创下了新股询价发行以来的最高网下配售纪录。

根据国航网下配售结果公告,保荐人(主承销商)此次共收到 36 张有效申购单,申购总量为 54130 万股,冻结资金总额为 15.2557 亿元人民币。以此计算,国航 4.695 亿的网下发行股本的有效配售比例在 80%以上,创下历史新高。

此前,新股询价发行的网下配售纪录,由中国银行所创造,配售率为 4.72%。

中国国航此次的网下配售主力为 2 家保险公司和 1 家基金。其中,中国人寿旗下的两个账户初步获配股数 1.78 亿股,平安保险旗下两个账户初步获配 1 亿股,嘉实主题精选基金初步获配 1 亿股。上述 3 家获配股数预计占到国航网下配售总份额的 80%。

□本报记者 米光 邵刚

因网下申购清淡,国航调整了发行方案。这是“新股不败”的神话,是市场机制实至名归的体现。

在市场化发行、询价制度下,来自投资者和市场的约束,将决定发行人的命运。机构投资者对价格和流动性的敏感,使得他们对国航的网下配售极为审慎。一些参与国航网下配售的基金表示,对于国航新股宁愿在网上申购,也不愿网下配售,因为在网下配售锁定三个月的前提下,无法充分判断国航的后市表现,对于国航发行价格的上升空间,也没有准确的预计,与

其如此,还不如购买流动性更强的股票安全。

“是制度引导了机构的行为”。应该说,以 IPO 办法为代表,监管部门在推进发行市场化改革的过程中,放松了行政管制,加强了市场约束,在真金白银面前,机构表现出了理性的一面,而 IPO 办法的精神也最终落实为行动。实行询价制度以来,大盘股二级市场价格上涨平均为 10%左右,发行平均市盈率 15.92 倍,即使在沪指 1600 点的市道下,仍大大低于行政定价时期十点水平下 20 倍的水平,可为佐证。

国航调整方案,印证了“没有发不出的股票,只有发不出的价格”这一市场真理。价格是市场经济的中枢,发行规模与发行价格密切相关,不同行业、不同性质的公司,在不同的发行环境下,必须审慎确定发行价格。同样的萝卜白菜,区分绿色食品或普通食品,产地或销售地,超市或农贸市场,自然会卖出不同的价格,对于股市来说,也是同样的道理。

这恰好可以解决发行节奏的问题,如果市场普遍认为发行节奏过快,股市下跌,则发行环境趋于恶劣,发行人自然会慎重对待,市场机制自然可以平抑节奏。其实,与国航一样拿到发行批文的公司亦有几家,但有的公司认为当前发行环境不理想,所

以迟迟没有开展申购工作,这在以前也是不可想象的。

如上所述,随着一系列制度和环境的变化,我国股市正在经历深刻变革,圈钱、“劣质发行”等市场积弊正在逐步扭转。从投资者的角度来说,虽然近来中小盘股票仍不时出现热炒的局面,深交所也采取了多只股票同日上市分流炒新资金,盘中停牌警示风险等措施,但新股高开低走的态势正给“新股不败”的神话以迎头痛击,这对投资者的教育,显然比上述应对措施来得更加有效。

在预祝国航调整方案后发行成功的同时,我们也要为市场机制实至名归而喝彩。

为市场机制喝彩

国航董秘:缩减发行规模旨在确保融资效率

□本报记者 徐玉海

“虽然发行价格还可以往下走,提高有效认购数量,但公司价值不能得到充分发现。”中国国际航空股份有限公司(简称“国航”)董事会秘书郑保安昨日接受记者采访时表示,另一方面,国航此次在发行时机等方面确实遇到了很多困难,考虑到近期 A 股市场连续下跌、新股发行压力较大的情况,本着对投资者和市场负责的态度,国航最终做出了调减发行规模的决定,最新的发行规模为 16.39 亿股,仅为原计划的 60%左右。

郑保安同时表示,国航拥有广泛的融资渠道,本次缩减融资规模,不会对国航募集资金项目建设和未来发展造成影响。而同时,国航身处国有资本需要保持绝对控股地位的战略行业,其股权融资资源也是有限的。如果价格不理想,不

优先确保价格

根据招股意向书,如果此次国航网下配售认购不足,则可将未获认购部分回拨到网上发行;如网上发行认购不足,余股还将由承销团进行包销。这也是此前市场猜测国航发行不利时最有可能的结果。

“但在这种情况下,国航发行价格不会理想。”接近国航的有关人士表示,“实际上,作为已在香港、伦敦上市的国航来说,每年在海外市场都有‘闪电配售’、增发近 20%股权的授权,并不缺乏融资机会。出于融资效率的考虑,此次国航主动缩减发行规模并不难理解。”

而同时,国航身处国有资本需要保持绝对控股地位的战略行业,其股权融资资源也是有限的。如果价格不理想,不

如将机会留到以后

另有分析人士指出,根据国航招股意向书规定,其 A 股发行价格“将不会低于 A 股发行询价期间本公司 H 股在香港联交所之平均收市价之 90%”,这实际也为国航 A 股发行价设定了底线。

网上发行前景乐观

随着网下配售尘埃落定,国航即将展开的网上发行究竟前景如何,成为了市场关注的焦点。不少机构人士在接受记者采访时表示,国航网下配售受冷落,很大程度上是由于在目前大盘走势低迷、新股表现不佳的情况下,机构不愿意承担 3 个月锁定期期的风险所致。从估值的角度考虑,与 H 股及其他航空类股票相比较,国航 A 股定价其实较为合理。

另一方面,目前国航 A 股

发行价相对其 H 股已有一定的折扣,而东航和南航 A 股价格相对其 H 股则有较大的溢价,考虑到国航更为良好的基本面,这一折扣水平将增大国航未来股价的吸引力和抗风险能力。

市场人士分析,由于网下配售不足,国航网上认购热情也可能受到影响,相反可能会提高其网上中签率。假设国航 A 股上市后交易价格与其 H 股价格水平相当,国航网上申购有望取得明显高于目前新股平均 10.5%左右的年收益率水平。

另一方面,此次国航网上发行只有约 8.2 亿股,而中航集团已承诺在国航 A 股上市后 3 个月内,近 3/4 的流通股有大股东托底,申购者未来套现赔本的可能性很小。

“利空”遭放大 A 股不堪限售股解禁之压

□本报记者 许少业

继 G 紫江 12930.63 万股限售股 8 月 1 日解禁后,传化股份、G 龙盛、G 明珠的部分限售股昨天同时解禁,从而揭开了 8 月限售股解禁大潮的序幕。由于市场之前已经形成连续调整的走势,部分限售股的解禁无疑放大了“利空效应”,两市大盘盘中的反弹也再度夭折。

“解禁”最高峰尚未到来

□本报记者 许少业

今年 6 月 19 日,G 三一的 1093.69 万股限售股份率先解禁,拉开了限售股上市流通序幕。据测算,今年 8 月份是年内限售股解禁规模的高峰,而“小非”的减持压力主要集中在 2008 年上半年之前,2007 年 4、5 月份也将有个高峰。

根据 WIND 提供的数据,经历 8 月份的解禁高峰后,今年 9 月份只有 4 家公司限售股解禁,10 月份为 25 家,到今年的最后两个月又将迎来一次小高峰,11 月份和 12 月份分别有 72 家、66 家公司的限售股将解禁。

据统计,明年 4、5 月份将迎来小非解禁规模的又一高峰,随后规模大幅度下降,明年 7 月后

“解禁概念”最受伤

统计资料显示,限售股解禁对股价的压力比较大。以昨天的三家公司为例,传化股份大跌 7.94%,G 龙盛表现稍好,跌幅为 2.30%,G 明珠股价大幅低开有所上冲,最终跌幅为 5.05%。此前 8 月 1 日 G 紫江 12930.63 万股限售股解禁,尽管其第一大

大股东承诺最低减持价为 3.08

元,而该股 7 月 31 日收盘价只有 2.45 元。且其第二大股东持股处于质押状态,因此该公司此次解禁股实际上无股可抛,但市场仍不领情,近几个交易日累计跌幅也高达 10%。

不仅如此,8 月份有限售股解禁的公司中,不少公司股价已经开始提前作出负面反应。据聚源数据提供的统计数据,新和成、G 凯诺、G 金发、G 卧龙、G 宝胜、G 人福等 8 月份至今的 5 个交易日,累计跌幅均超过 10%,而同期大盘的跌幅约为 4%。昨天尾盘,G 卧龙、G 恒生、G 亨通等马上面临限售股解禁的公司,其股价都遭受较大的沽售压力。

昨天收盘后,记者联系到传化股份、G 明珠等公司的相关负责人,当记者询问起“小非”昨天是否进行减持时,相关负责人表示“不知情”;同时,他们认为,公司股价的下跌一方面是由于大盘不好,一方面在于投资者的心理压力。

更多是心理压力

针对限售股解禁对股价的压力,许多市场人士均认为,心理压力大于实际压力。国信证券的研究报告指出,下半年“小非”解冻带来的存量扩容压力,远小于新股发行和再融资,其负面影响将被转弱的市场氛围有所夸大。

据该机构测算,从下半年各月“小非”解冻规模来看,累计规模在 530 至 760 亿元之间。而“新老划断”后已上市的 12 只新股,累计融资额即达到 415.2 亿元,预计全年 A 股 IPO、以及定向增发规模在 1500 至 2000 亿元之间。相比之下,“小非”解冻最大规模也不庞大,尤其考虑到其中只有部分将在下半年实际发生减持,至少就未来半年之内,来源于“小非”解冻的“存量”扩容压力,将远远小于来源于 IPO、再融资等的“增量”扩容压力。

“小非”套现重在基本面

事实上,限售股的解禁未必如投资者想象的那样冲击 A 股市场。记者近日采访了众多在最近几个月内将有限售股解禁的 G 股公司,所有受访公司均表示,出于维持控股权等目的,即使限售股解禁,公司大股东短期内也不会出售。年内限售股抛售的主力军,估计还是锁定期为 12 个月,同时又不是大股东的“小非流通股”们(即“小非”)。而影响“小非”套现的最重要因素,还是上市公司的经营现状和发展前景。

按西南证券张刚的看法,有套现压力的公司存在以下特征:全体限售股股东仅满足法规的要求,没有承诺更长时间的锁定期,则存在有强烈套现意愿的嫌

疑;大股东属于非发起人的民企,擅长资本运作,有套现的可能;业绩不佳、或价值高估的上市公司股东。另外,在法规规定的自股改之日起十二个月的锁定期之后,持有上市公司股份总数 5%以下的原非流通股股东,可以无限制的套现。所以,限售股持股比例偏低、股东分散、有较多无话语权“小非”的上市公司有一定的套现压力。同时,国信证券也认为,那些估值合理、大股东减持意愿小、承诺减持价格大大高于现价的一类公司面临的实际冲击较小。

或成逢低吸纳良机

在许多投资者把目光盯在限售股解禁带来压力的同时,很少有投资者想到,限售股解禁或许又是一次捡便宜货的机会。有市场分析人士认为,限售股解禁带来的机会至少有三方面,一是低成本获利抛售在弱势市场中往往造成股价超跌,因此,对于优质公司而言,“小非”的流通反而带来最佳的买入机会。二是非流通股进入流通后使得市场化并购以及控股权争夺战发生的可能性进一步增大,“小非”的解禁同样也会给一些潜在并购者带来难得的介入机会。三是拥有下半年进入解冻期法人的上市公司,在新会计准则即将实施之际,这部分隐性资产的价值有望显性化。

8 月份限售股解禁一览

解禁日期	股票代码	证券简称	解禁股数 (万股)	复权区间涨跌幅 (8月1日至7日)(%)
2006-08-04	000623	G 敖东	3,044.45	0
2006-08-18	000717	G 韶钢	54,148.80	-6.4
2006-08-23	000830	G 鲁西	1,251.60	-4.31
2006-08-19	002001	新和成	1,375.55	-11.68
2006-08-05	002010	传化股份	3,765.00	-13.22
2006-08-13	002019	鑫富药业	1,082.25	-7.77
2006-08-11	002024	苏宁电器	5,020.02	-5.63
2006-08-08	002029	七匹狼	1,446.25	-7.44
2006-08-08	002032	苏泊尔	1,283.34	-7.17
2006-08-22	600018	G 上港	2,575.79	-2
2006-08-15	600030	G 中信	118,716.07	-8.14
2006-08-23	600069	G 银鸽	5,068.96	-7
2006-08-19	600079	G 人福	2,019.71	-11.84
2006-08-09	600143	G 金发	4,131.87	-10.54
2006-08-17	600247	G 物华	4,630.08	-6
2006-08-05	600352	G 龙盛	26,045.54	-11.95
2006-08-05	600398	G 凯诺	224.96	-12.36
2006-08-16	600469	G 凤神	1,463.32	-9.63
2006-08-08	600487	G 亨通	1,478.98	-9.75
2006-08-12	600500	G 中化	3,914.51	-8.2
2006-08-19	600507	G 长力	2,440.27	-8.76
2006-08-16	600521	G 华海	3,695.74	-2.33
2006-08-19	600550	G 天威	1,898.63	-8.15
2006-08-09	600570	G 恒生	5,973.83	1.33
2006-08-08	600580	G 卧龙	4,372.51	-17.25
2006-08-29	600595	G 中孚	777.69	-1.84
2006-08-17	600642	G 申能	43,839.63	-5.37
2006-08-17	600817	G 宏盛	5,716.44	-9.2
2006-08-05	600832	G 明珠	24,499.25	-16.4
2006-08-09	600886	G 华靖	578.62	-6.76
2006-08-15	600900	G 长电	52,258.50	-0.16
2006-08-11	600973	G 宝胜	207.97	-11.02

资料来源:聚源数据