

# 询价机构玩“高低杠”压新股报价

业界认为,对新股报价不应太过随意,否则询价机构的估值能力将受质疑

证券时报记者 邱晨

一些询价机构在面对新股高价发行时,似乎已摸索出了不少技巧。有投行人士判断,一些实力较强、旗下产品较多的机构正通过高低搭配的报价方式来压低新股最终的定价。

## 同一机构不同产品报价迥异

以最近发行的华录百纳为例,其网下发行结果公告显示,该公司最终定价每股45元,共有50家询价机构参与了询价。这也是最近冷淡的打新股行情中相对比较火热的一次发行。

值得注意的是,参与华录百纳报价的机构中,同一家公司旗下不同产品报出的价格竟然出现巨大的差异。

根据华录百纳的配售对象报价结果,华夏基金公司共有5只产品作为配售对象参与了报价。其中,华夏平稳增长混合型证券投资基金、华夏经典配置混合型证券投资基金均报出55元的价格,为该次询价行为中的最高报价。

不过,同是华夏基金旗下的华夏回报证券投资基金、华夏回报二号证券投资基金,以及其掌管的全国社保基金一零七组合这3只产品却分别给予华录百纳每股30.5元、30.5元和30元的报价,与最高报价55元相差24.5元~25元之多。

与此同时,同期给出最低报价的南方宝元债券型基金,报价仅为每股18元,较华录百纳最终的发行价低了27元。不过,南方基金旗下的另一只产品南方绩优成长股票型证券投资基金却报出了每股32元的价格。这两只产品的报价竟也相差了14元。

## 机构玩“高低杠”压报价

据投行人士反映,询价机构这种高低搭配的报价方式并不罕见。据了解,在现行的询价机制下,投行对新股的最终定价不再采用询价机构报价的中位数或者加权平均值,而是由发行人与投行根据初步询价结果做出最终决定。

虽然新股最终定价是投行与发行人讨论的结果,但报价的中位数仍然是最重要的参考指标,但是一些询价机构过低的报价无疑会影响新股最终的定价。“西部地区某投行资本市场部人士称,一些实力较大的询价机构有可能在利用组合报价的手段来压低新股最终的发行价格。

证券时报记者发现,这种情况在一些询价机构报价时屡见不鲜。通常

做法是,机构有几只产品报出高价,通常价格都在最终的配售区间内;另外几只产品则报出低价,价格往往远低于平均报价之下。

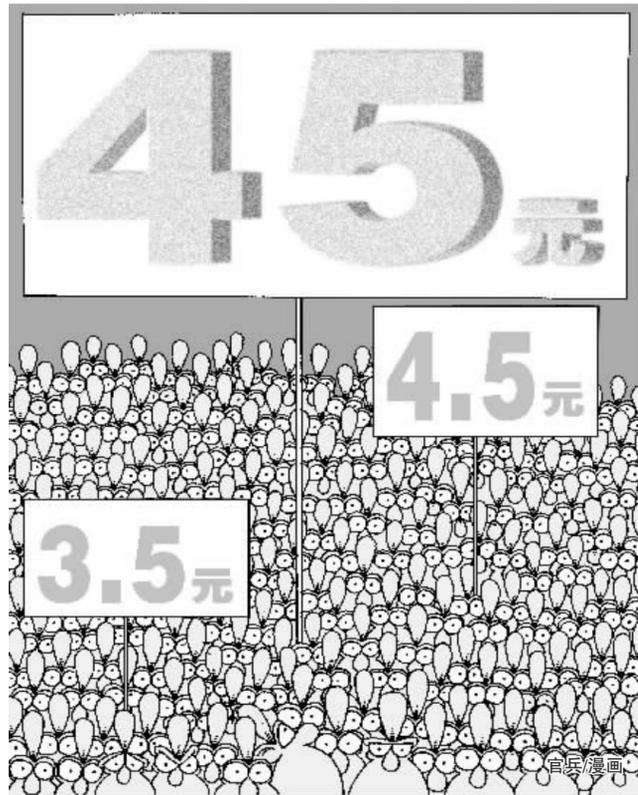
对于询价机构在报价上的这种技巧,接受记者采访的多位投行人士都表示理解。但颇令投行业内气愤的是,部分机构的报价缺乏责任和理智。

“一些机构报出的价格低得离谱,明显缺乏诚意。”一位不愿具名的某投行人士在谈到这种情况时表示,这类机构的报价不是建立在合理的估值模型之上,而是带有明显的情绪色彩。

不过,也有部分业内人士不赞同上述观点。深圳某大型基金公司投资总监就表示,报价差异巨大的主要原因是基金经理的投资理念不同,另外基金经理之间也存在竞争关系,因此形成联盟关系互相为对方压价的可能性不大。

北京某大型券商投行人士亦表示,目前新股询价仍采用抽签的形式,报高价的并不一定能够获配,因此一些机构动用多只产品压价的行为,有可能会变相帮了其他询价机构。另外,基金采用这种报价技巧的可能性不大,而其他询价机构如信托则有可能。

业界认为,对新股报价不应太过随意,否则询价机构的估值能力将受质疑。



# 新股估值定价岂可儿戏

证券时报记者 邱晨

俗话说,各花入各眼。这句话在新股定价时也表现得淋漓尽致。如果投资者仔细阅读新股网下配售结果就不难发现,针对同一家企业,不同的询价机构给出的估值千差万别,甚至同一家机构给出多个不同估值的情况也屡见不鲜。

在经历了新股炒作潮以后,发行人已经被舆论和市场扣上了“圈钱者”的帽子。对于新股发行时机构报高价的行径,投资者往往会打上“抬轿子”的标签进行审视。不可否认,发行人与投行过往的一些行为确实伤害了投资者的心,持续高企的新股定价也危害到了A股市场的健康发展。

但是,从另一个角度看,机构在

询价时给出的超低报价同样是非理性的。如果说机构过高的报价有“抬轿子”嫌疑,那么机构过低的报价则不免带着几分“调侃”的意味。这对于一些优秀的企业,以及一些勤奋的创业者来说,确实带有一丝不敬的感觉。

在一个成熟市场中,投资人对一家企业的估值虽然不是绝对一致,但总体上不会有太剧烈的波动。不过,在我国新股发行市场上,机构对同一只新股的最低报价与最高报价之间相差3倍至5倍却不足为奇。

那么,是什么原因导致了这一结果?回顾过去,早期投行与发行人利益绑定后炒高新股发行价格无疑是罪魁祸首。特别是在去年,大面积出现的新股破发让不少机构在打新时吃了不少苦头。

从彼时起,询价机构的报价就开始呈现出非理性的趋势。一些询价机构甚至对新股不做太多的调研,直接在投行给出的估值基础上对半砍。而投行为为了避免被询价机构“杀价”太狠,不得不调高估值定价,从而导致投行与询价机构估值差距越拉越大,由此形成恶性循环。

对一家公司的估值定价本应该是一件科学严谨的事情,现在却反而充斥着非理性的感情色彩在里面。

从长远的角度看,新股定价估值不应该太过于儿戏。无论是对投行还是对询价机构来说,如果无法建立起一套科学的估值机制,那么最终丧失的将是对我国企业的定价能力。而随着未来我国金融体系逐渐与国际接轨,在与高盛等国际巨鳄争夺我国企业的定价话语权时,缺乏定价能力的我国机构必然会倍感吃力。

## ■记者观察 | Observation |

# 一流投行崛起的背面

证券时报记者 游芸芸

国内证券业正面临着综合治理后的最大一次变局。

证监会主席郭树清去年曾提出努力建设具有中国特色的一流投行。针对现有行业的创新少,杠杆率、规模偏小,专业程度低,高端人才匮乏等现状,他提出了放松管制、鼓励创新、以客户为中心、加大对外开放等构想。每一步皆是当今证券行业转型的关键点。

正因如此,中信证券等公司高管纷纷从制度建设以及行业准备等方面对打造一流投行进行了详细解读。一时间,市场对国内一流投行的崛起充满期待。

近期,关于发行制度、保荐制度改革进一步改革的共识越来越清晰,行业面临大发展、大变局时,也就是迈入“危”和“机”并存的时刻。依照参照物原理,当他人全力冲刺,后面的人即便保持匀速,也是一种倒退。

在制度逐步释放红利、少数券商积极备战一流投行战略版图时,是否还有券商依然还在大牛市的余味中徘徊?

笔者常常听到的一句话:“如果再来一波类似2006年~2007年的大牛市,券商的好日子又会来到。”为迎接新的市场高峰,许多券商目前的交易通道负荷上限已提升为日均成交

额8000亿元,而相关交易机构的系统则已升级至万亿级。这意味着,未来日均万亿交易额已然得到行业共识。

数据显示,2007年~2010年,证券行业代理买卖证券净收入分别为1755亿元、970亿元、1555亿元、1177亿元。按照最高年份2007年计算,如果行业佣金费率降至其1/5,同样的成交额情况下代理买卖证券行业佣金收入能超过300亿元。

不可否认,再来一波波澜壮阔的牛市,证券公司的通道业务或仍将收获其他行业艳羡的暴利,但是交易通道收入缩水后,300亿的蛋糕会剩多少?

即便按照目前券商经纪业务最高市场份额5%计算,单家公司相关业务最多收入在15亿~20亿元左右;而那些市场份额在1%以下甚至更低的公司,面对不断高企的人力和系统成本,前景则相对堪忧。

从这个角度而言,一流投行崛起是对其他投行的一种警示。当创新作为一种制度定格,宽容试错成为前进的动力运转起来,那么一流投行崛起的同时,就是“不入流”券商的结束。

那些在上一波破产倒闭潮后患有“割者为王”后遗症的高管们,或许该醒醒了。只要生存、等待就会迎来赚钱机会的时代即将过去;靠着牛市盈余过着“小富即安”的日子将不再长久。

# 宁波规范券商银行驻点销售

证券时报记者 伍泽琳

为规范辖区券商营销人员银行网点驻点营销行为,宁波市证券期货业协会日前出台了券商营销人员银行驻点执业行为规范指引。该指引对每家银行网点进驻的券商数目、驻点营销备案、服务留痕等都做了相应的要求。

自监管部门叫停保险公司在银行网点驻点销售后,“存款变保单”的纠纷明显减少了许多,再加上监管部门要求一家银行网点最多只能销售三家保险公司的产品,银保产品的销售渠道受到了很大限制。在此之下,一些券商趁机加大了理财销售力度,并导致客户难以辨认银行工作人员与券商驻点人员、券商驻点人员热情营销让客户难以招架等现象频频发生。

宁波市证券期货业协会在指引中列出了银行驻点人员五项业务的要求,其中包括明确银行驻点机构数量及人员要求,亦即除总行和分行外,一家银行网点每个工作日只允许一家证券经营机构驻点,同时证券机构银行网点驻点营销人员必须是专职从事

证券营销业务的证券从业人员。同时,指引还表示,券商必须与所驻点的银行网点签订驻点协议,并分别向相关部门备案,并对驻点营销人员形象与行为规范作出明确的要求。

宁波市证券期货业协会表示,银行驻点券商营销人员存在违规行为的,协会将根据《宁波辖区证券营销人员执业备案管理办法》,视情节严重程度不同给予相应的扣分处罚,并录入备案系统。

业内人士指出,近年来随着行业竞争的加剧,银行渠道成为券商经纪业务营销客户的“兵家重地”。在上海、深圳、广州等竞争激烈的一线城市,近年来券商驻点在各大银行网点的营销业务竞争已进入白热化程度。”上海某券商深圳营业部渠道总监表示。

事实上,证券行业第三方存管业务的全面实行,为银行接纳券商进驻旗下网点开拓客户提供了利益驱动。不过,工商银行深圳某支行内部人士表示,目前第三方存管业务对银行的好处很少,银行主要通过第三方存管业务来引进和绑定客户,从而达到吸引存款的目的。”

# 地产信托迎来今年首个兑付高峰

证券时报记者 张宁

根据机构预测,2012年2月至3月,房地产信托将迎来首个兑付小高潮,10月后将迎来全年的兑付高峰。据证券时报记者了解,目前监管层已经加紧了针对房地产信托的专项检查,并就风控措施上的漏洞提示各家信托公司予以注意。

## 首季专项检查已启动

证券时报记者从多家信托公司处获悉,部分地区银监部门已经开始对所辖区域的信托展开检查。据一家已接受过检查的信托公司人士透露,此次检查的变化在于从合规检查转向以风险为本的检查,着重关注了今年房地产信托兑付问题。

据介绍,监管部门还要求各信托公司密切关注存量项目的运行情况,注意项目企业现金流情况和第一、第

二还款来源有无发生变化,并要求在项目到期兑付日的前6个月就要开始设计风险化解方案。

从国信证券统计的数据上看,今年2月~3月份,房地产信托将迎来首个兑付小高潮,而在10月后,将迎来全年的兑付高峰,并将从今年10月份一直持续到明年的一季度。预计2012年全年将有共计2518亿元的房地产信托兑付到期。

来自上海的一家信托公司人士表示,目前监管部门比较担心信托公司在风控措施上的漏洞。即便是有些信托人士自称其项目均有完善的担保、抵押等风控措施,比如将抵押率控制在40%甚至30%以内。但在实际操作中,往往融资方和信托经理都希望将抵押资产的价值抬高,以便获得更多资金和相关提成奖励。有些抵押资产标的物甚至存在严重瑕疵,如去年东北曾有一家信托公司,其抵押资产是以某

水库的水面用地。实际上,水面用地除了养殖租赁外一无是处,但融资方却以此最终拿到7000多万元的资金。

前述上海信托公司人士进一步指出,目前国内有不少年轻的信托经理,没有经过完整经济周期的体验,业务风格过于激进,对信用风险、流动性风险缺乏认知。因此,信托公司在保障项目兑付的同时,也应加强对这些从业者的教育。

## 兑付难苗头渐显

除了信托公司在风控措施上的漏洞,房地产调控带来的预期改变和限购政策带来的成交量下降,也考验着房地产信托的到期兑付。

根据广发证券今年1月份对23家重点覆盖的A股房地产上市公司进行电话调查结果,多数公司由于区域限购、产品结构不理想、工程进度滞后、错过推盘时机等原因,导致销

售大幅未达年初预期。

销售不利的局面如果得以延续,势必对开发商的流动性不利,从而给部分到期信托资金的兑付带来困难。

事实上,一方面销售不利,另一方面将面临巨额到期兑付信托的公司并不在少数。比如1月31日公布2011年业绩预告的莱茵置业,预计2011年净利润为5100万元~6700万元,同比下降60%~70%,而其今年到期兑付的信托资金高达2.5亿元。

目前已有部分开发商开始“卖地还债”。典型者如去年一度被监管部门列为信托资金重点监管对象之一的绿城集团,在春节前接连出售5个项目股权以支持其流动性。研究机构认为,2012年绿城将有120亿~140亿元短期债务到期,其中就包括大量的信托融资。

国信证券亦表示,目前在调控期始终处于现金流紧张的公司相当于风险累积。如果房价调控持续,资产变现能力将下降。目前绿城的土地还能以平价转让(土地成本+财务费用),项目公司股权以注册资本转让。但需警惕的是,所售出的项目是冠以地王称号的“优质”资产,随着后续出售项目和土地地质的下降,交易价格预计也将出现折让。

国信证券进一步指出,对于未能到期兑付的项目资产,目前信托公司主要有三种方法应对。一是信托公司用自有资金收购,但未来需要承担资产质量的风险;二是“发新还旧”,但由于监管越来越严,其操作难度越来越大,且利率超过20%;三是项目出售变现,变现能力与市场状况和项目质量密切相关。

**招商视点** **2350点附近压力较大,股指强势震荡**

一、行情综述:  
沪深股市周一呈现强势震荡格局。上证指数收报2331.14点,上涨0.73点,涨幅0.03%;深证成指收报9448.64点,上涨11.65点,涨幅0.12%;两市合计成交1288.6亿元。

二、市场分析:  
在偏暖氛围之下,股指小幅高开震荡走高,沪指逼近自3067点以来的下降趋势线附近,而深证成指盘中一度突破60日均线。不过量能仍未得到有效放大,权重板块表现不佳也对股指形成拖累。上攻未果之下午后市场震荡下行,但沪指在60日线附近获得支撑后震荡回升,市场总体呈现震荡整理走势。走势上看,目前位于沪指2350点附近的下降趋势线对大盘压力明显,从技术意义上讲,若大盘成功突破这一压力线,则市场将走出自去年4月以来下降通道,并有望展开新一轮中级行情,所以多空对此均极为看重。而在缺乏强有力的利好和流动性改善的支持下,股指突破上行的基础还有所欠缺,同时小周期上还有顶背离迹象,短线震荡反复可能难以避免,投资者还需保持适度谨慎。

三、操作策略:  
操作上适当控制仓位,短线操作为主,不宜过分追高。目前个股较为活跃,所以仍可继续逢低参与超跌反弹。品种方面,具备业绩高速增长和高送配预期的品种短期可重点关注;而低估值蓝筹品种和优质成长股可持续关注。(CIS)



招商证券  
KIAHONG SECURITIES  
95505

# 1月上市券商7家盈利4家亏损

中信证券、长江证券、国元证券、广发证券、东北证券、兴业证券、东吴证券、方正证券、国金证券、海通证券、太平洋证券等11家上市券商今日公布了2012年1月份的经营数据。

公告显示,东北证券、东吴证

券、太平洋证券、广发证券4家上市券商1月份出现了亏损。其中,东北证券1月亏损额达4529万元。

在7家盈利公司中,中信证券、海通证券和长江证券1月业绩较为令人瞩目,这3家券商当月分别实现净利润达2.05亿元、1.2亿元和5842万元。(杨冬)

# 东北证券拟定向增发募资40亿

东北证券今日公告称,该公司董事会日前通过了《关于公司向特定对象非公开发行股票方案的议案》,拟向亚泰集团、吉林信托等不超过10名

特定投资者非公开发行不超过3.4亿股,拟募资总额不超过40亿元,将全部用于增加公司资本金,扩充业务范围,优化业务结构,提高公司竞争力。(杨冬)

# 中信银行拟关联授信超18亿元

中信银行今日公告称,该行董事会日前决定,同意对中信集团下属8

个企业进行关联授信,授信额度共计18.175亿元。(杨冬)

# 花旗获批在中国发行信用卡

花旗银行(中国)有限公司昨日宣布已获中国银监会批准,在中国开

展信用卡业务,具体业务内容包括个人卡和单位卡(商务卡)。(刘征)