

中国证券业协会 行业市盈率与新股定价”专题研讨会

# 行业市盈率权威指标为投资者保驾护航

编者按:为加强行业与市场参与各方的交流,引领行业研究,加强投资者权益保护,中国证券业协会拟通过不定期组织召开专题研讨会的形式,邀请业内专家和其他市场参与主体、社会专家及媒体参与专题研讨,进行直接对话。昨日,协会举办“行业市盈率与新股定价”专题研讨会,来自业界的约40名代表出席会议,对行业市盈率与新股定价的话题畅所欲言。

证券时报记者 于扬  
见习记者 刘璐

作为新股发行改革的配套措施之一,行业市盈率的发布吸引了保荐承销机构和询价机构的热切关注。围绕如何看待并积极合理运用该指标,如何进一步推动该指标的完善和改进,参会代表纷纷献计献策。

## 为新股定价提供重要参考

与会代表一致认为,行业市盈率的发布实际上是股票市场的现实需求。实际上,在各机构新股定价的投研环节,新股市盈率早已开始运用;当前由权威机构发布的全市场行业市盈率,并非为新股定价设置的约束条件和“硬框框”,而是为市场讨论估值水平的高低提供了一个新的参照系,是提高市场透明度的一个重要举措,体现了监管部门市场化改革的政策导向和改革方向。

宏源证券代表就此表示,由官方提供相对权威的数据,改变了目前各机构利用行业市盈率的混乱局面;有利于发行人、承销商对发行人的估值形成合理预期,同时也为投资者对新

股估值提供一个新的参考依据。

中信建投代表特别指出发布行业市盈率对中小散户投资者的意义,行业市盈率的发布将给其投资决策提供重要的参考指标,有助于中小投资者通过市盈率指标的比较,理性比较新股的市盈率水平,避免盲目跟风炒作。但他也提醒,如果机械化使用市盈率指标,仅仅从数值高低的角度来衡量比较不同公司的估值高低甚至以此来指导估值和投资活动,是不合适的。

广发证券代表具体阐释称,行业市盈率的参考意义,一方面体现在可一定程度上起到为非专业投资者提示风险的作用,如某一公司估值明显高于行业市盈率,可要求其在公告中增加相应的风险提示内容。另一方面,对于估值明显高于行业市盈率的公司,也可要求券商在报价报告中做出合理的解释分析,方便投资者决策。

华林证券代表从规范报价报告的角度指出,目前新股报价报告并不具备较强的法律效力,因此存在部分承销商通过报价报告误导机构投资者的现象,比如在市市盈率估值方法中

可比公司有意选取高估值的可比公司提高新股估值,而发布权威的行业市盈率能有效解决该问题。

## 打造科学多元的行业市盈率体系

对于行业市盈率指标目前在实践运用中存在的一些难点和局限,与会代表也纷纷提出改进建议。比如在对综合性公司进行估值时,怎样选取行业市盈率的参考值就是机构关注的一个焦点。“一个公司业务涉及多个行业,我们无法用一个行业的估值水平去做比价。”华夏基金代表说。中信建投代表进一步指出,在一家公司中,营业收入比重高也不意味着未来能贡献更多利润,也许占比低的新业务未来具有更大增长潜力,因此单一的比重分类指标恐怕不尽合理。对此问题,华夏基金代表认为,在信息披露环节,应要求公司公布不同业务的分部收入和盈利数据,以便于市场对公司进行分部估值。

广发证券的代表还指出,行业划分方法的不同也会影响行业市盈率的参考价值;以子行业众多的机械行业为例,工程机械行业2011年的平均市盈率不到10倍,而机床行业2011年的平均市盈率在20倍以上,如果在对机械行业上市公司进行定价时,笼统按机械行业市盈率作为参考,将影响估值的公允性。为此,他认为应尽量对行业进行细分,如划分到2级或3级子行业。

对于行业市盈率指标的披露,华林证券分析称,目前新上市的企

业往往处于高速成长阶段,部分企业成长性可能会达到50%以上,这样的静态市盈率和动态市盈率可能产生较大的差异,会导致报价静态市盈率高于可比公司静态市盈率的情况出现。针对此问题,中信证券代表提议今后还应披露动态市盈率。他认为,机构投资者更看重的还是预测市盈率,所以应考虑披露预测市盈率和动态市盈率。建信基金代表也表示,从投资角度更关心成长性,动态市盈率更有参考意义。建议在目前最近四季度滚动市盈率的基础上发布符合机构投资者习惯的当年动态市盈率供参考。

如何给创新、高成长企业一个额外的创新补偿,在华林证券代表看来,也是目前行业市盈率指标运用中存在的难题。对于创业板新公司新模式频出的情况,嘉实基金代表也表示,新细分行业、新盈利模式的企业陆续上市,单纯用行业市盈率不足以为企业定价。对此,安信证券代表认为,主板、中小板、创业板都有某一个行业的公司,不同板块的市盈率也不同,同时企业情况千差万别,因此在以行业平均市盈率为基准的基础上,应允许一些公司有一些溢价,同时增加其他的估值指标。

## 加大行业市盈率信披力度

指标既出,如何充分发挥作用便是下一步的重点工作。上交所代表建议买方和卖方多运用这一指标,此外,他还建议在招股书、投资价值分析报告、上市公司公告上,对行业平均市盈率指标进行披露,以防止和提示炒新行为,并通过这一系列披露提高行业平均市盈率指标的权威性。

## 行业市盈率等指标计算方法

	计算公式	备注
行业静态市盈率	$\text{行业最新市盈率} = \frac{\sum \text{4股总市值}}{\sum \text{4股净利润}}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>在每年的5月1日更新财务数据</li> <li>剔除亏损股票</li> <li>行业样本数不足5只不计算市盈率</li> <li>新股上市首日纳入行业市盈率计算</li> </ul>
行业滚动市盈率	$\text{行业最新滚动市盈率} = \frac{\sum \text{4股总市值}}{\sum \text{过去4个季度4股净利润}}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>在每年的5月1日、9月1日和11月1日更新财务数据</li> <li>剔除亏损股票</li> <li>行业样本数不足5只不计算市盈率</li> <li>新股上市首日纳入行业市盈率计算</li> </ul>
行业市净率	$\text{行业最新市净率} = \frac{\sum \text{4股总市值}}{\sum \text{最新一期财务报告4股净资产}}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>在每年的5月1日、9月1日和11月1日更新财务数据</li> <li>剔除净资产为负的股票</li> <li>行业样本数不足5只不计算市盈率</li> <li>新股上市首日纳入行业市净率计算</li> </ul>

中证指数有限公司

据了解,目前在由承销商撰写的报价报告中,在选择同行业可比公司时,通常由承销商研究员自主选择可比公司,在缺乏约束的情况下,容易出现只挑选市盈率较高的公司作为可比公司的情况,或者在市场存在几套行业分类的情况下,根据自身利益,选择某一套标准作为参照。

多家券商的代表对增加关于行业市盈率信息披露建议表示认同。第一创业摩根资本市场部代表建议将行业市盈率指标添加进行情软件,以便于个人投资者查阅。国信证券资本市场部人士表示,自从行业市盈率指标公布以来,在2月下旬发行新股的过程中,国信证券已经在和发行人的沟通中开始运用行业市盈率,目前国信证券在整体发行方案和投资价值研

究报告中已经加入这一参考因素。

除了增加信息披露,公募基金作为新股申购的主力军,也就增加对报价报告的约束等提出了建议。不少投行报价报告的预测与实际情况有比较大的偏差,应对盈利预测进行跟踪,如果有30%偏差,那么应该有必要的谴责,特别是有些公司发行时临近年末,如果对未来一个月或者一个季度都无法预测,那么对保荐人来说,这就是失职行为。”华夏基金研究部副总监、基金经理孙彬指出。

招商基金认为,发挥行业市盈率指标的作用需注重约束违规者。对一些乱出价乱报价的机构,可以这样约束,比如你报40倍,那么你向中国证券业协会背书,说明你的报价是有理由的。通过系统性的手段,加大对机构的约束。”

## 深交所参会代表指出:

# 行业平均市盈率指标需获市场广泛认可

见习记者 刘璐  
证券时报记者 于扬

深圳证券交易所代表指出,行业平均市盈率的发布具有三方面重大意义,要使行业平均市盈率指标的公开发布对当下新股发行定价改革尽快起到促进作用,还需要做好三方面工作。

此前,在2月20日,深圳证券信息有限公司发布了基于证监会上市公司行业分类标准和基于巨潮上市公司行业分类标准的两套行业平均市盈

率参考数据,按深圳市场、深市主板、中小企业板、创业板和全市场五个层次计算。

深交所代表认为,行业市盈率指标的发布具有三方面的意义:第一,切实满足了中小投资者对市盈率指标方便、快速查询的信息需求;第二,有助于机构投资者在新股发行定价过程中合理选择定价依据;第三,建立基本的投资分析基准,有利于市场的稳定运行,降低过度波动可能导致的风险。

尽管行业市盈率发布对一、二

级市场价格形成具有重要意义,但要使行业市盈率指标的公开发布对当下新股发行定价改革尽快起到促进作用,还需要做好三方面工作。”深交所代表指出。

第一方面工作是行业市盈率发布的数据,包括采用的行业划分标准是不是能够被市场广泛接受?经过一段时间后,两个机构发布的数据能否建立起较高的市场认可度?就行业划分标准而言,有投资型导向和社会管理型导向的不同区分;同时,随着我国上市公司数量的不断增加,新兴行业不断涌现,特

别是中小板和创业板中,出现了部分新兴行业,这些行业在传统的行业分类中找不到合适的位置。

如创业板上市公司康耐特,主要产品是制造眼镜用的树脂镜片,在巨潮行业分类中该公司属家庭与个人用品,该行业市盈率为60.08倍;在证监会行业分类中属于其他制造业,该行业市盈率为45.97倍。再如,中小板公司奥飞动漫,产品覆盖面较广,涉及制作、发行动画影视剧和动漫形象玩具制造,在巨潮行业分类属可选消费,该行业市盈

率为23.07倍;而在证监会行业分类中,属于制造业门类下的二级行业造纸印刷,该行业市盈率为30.63倍,按三级行业分类则属于文教体育用品制造,该行业市盈率为48.11倍。从以上例子可以看出,按照不同的行业分类标准、不同的层次划分,就有不同的市盈率参考标准。如果行业分类的划分不能够为市场各方认同,其定价参考的作用就不能得到很好发挥。”深交所代表说。

第二方面工作是在新股发行定价改革过程中,如何设计出基于行业市盈

的询价、定价、投资分析规则,为参与各方广泛接受、合情合理的实施方案?这方面还需要充分衡量各种利弊,充分严密论证,形成切实可行的具有可操作性的方案。

第三方面工作是,行业市盈率指标的发布需要与投资者教育工作有机结合,并加强舆论宣传,利用发布行业市盈率指标这一契机,引导广大投资者重视包括市盈率等基本分析指标的理解和应用,促进建立理性投资理念的市场预期。

## 上交所参会代表指出:

# 新股上市一年后市盈率普遍回归

证券时报记者 于扬  
见习记者 刘璐

上海证券交易所参会代表表示,上交所的研究表明,新股发行改革实施以来,新股上市后市盈率水平本身就体现出和整体市盈率水平趋同的态势,新股上市后1年左右,市盈率水平都出现回归。他还建议,将“行业市盈率”纳入新股发行上市信息披露范畴,以扩大行业市盈率的影响力。

据介绍,通过对2009年6月以来上海市场上市新股的研究发现,截至今年2月底,有77只新股在上交所挂牌上市,其中约20%的新股发行市盈率低于所在行业市盈率水平,30%的发行市盈率与所在行业市盈率水平相当,50%的发行市盈率高于所在行业市盈率水平。

数据表明,新股在上市后1年左右,市盈率水平出现回归:新股发行市盈率相对行业市盈率折价率在15%以上的上市公司,上市后走势明显强于所在行业的走势,1年后领先行业17.03%,其发行时的折价基本消失。但高溢价发行的公司(相对行业溢价率超过30%以上),其后期走势明显弱于所在行业的走

势,1年后相对落后行业近7个百分点,2年后其估值水平基本回归至行业整体水平。

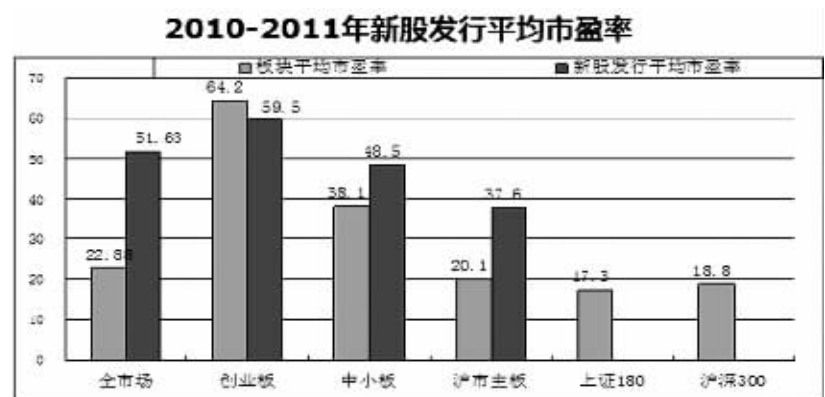
该人士指出,这些数据说明,新股在挂牌交易后的1-2年间,其估值存在一个回归过程,即趋向其在行业整体估值水平。新股上市以后估值水平回归的这个现象说明,行业市盈率对市场已形成重要的“标杆”作用。为此,他认为,下一阶段要重点考虑研究如何进一步扩大行业市盈率数据的影响力。

上交所为此提出三点建议。一是明确要求发行人、保荐人将行业市盈率数据填入到“招股说明书”中。二是研究机构在提供“投资价值报告”

时,应引用行业市盈率水平,并做比较分析。三是要求在“上市公司公告”中增加行业市盈率和发行市盈率数据。上述三点要求对上市公司合理发行估值有督导作用,对遏制“炒新”行为也有警示作用。

据介绍,考虑到中证指数公司主要提供的是覆盖沪深两市的行业市盈率情况,为了让投资者更全面地了解上海市场情况,自2月20日起,上交所正式公布沪市上市公司22个行业静态市盈率数据。

上述人士表示,上交所将进一步完善行业市盈率披露方案,进而有效敦促机构理性报价,促进询价更加透明、理性。



## 中证指数公司:

# 过去两年新股市盈率远超市场平均水平

见习记者 刘璐  
证券时报记者 于扬

通过分析,三高现象中发行市盈率过高现象客观存在,在2010~2011年,全市场市盈率为23倍,新股为52倍,远高于市场平均水平。”中证指数有限公司(下称“中证指数”)代表说:“公布行业市盈率,可以提供好的参照基准。”

为了便于参考,从2012年2月21日开始,中证指数开始发布按照证监会上市公司行业分类的行业市盈率数据,包括门类、辅助类、大类、个股明细静态市盈率数据以及历史平均数据。从2012年3月5日开始,中证指数开始发布证监会上市公司行业分类滚动市盈率及市净率数据。

该代表表示,中证指数公布行业市盈率数据充分考虑了各种因素,并将按照证监会行业分类的调整进行调整。计算方法中值得关注的是:剔除了亏损股票;一家公司同时有A股、B股或H股,只计算A股;计算行业时如果样本低于5个,不计算市盈率。”

这位代表还指出,国内新股与行业市盈率偏差较大,绝大部分新股发行市盈率显著高于同行业平均水平。

“从门类及辅助类行业看,2010~2011年,在有新股发行的20个行业中,发行市盈率较同行业平均市盈率平均超出45.61%,仅有农林牧渔业、其它制造业和电子业的新股发行市盈率略低于行业平均市盈率,其余17个行业中,新股发行市盈率显著高于同行业平均市盈率。其中偏离幅度最大的是采掘业、建筑业和电力、煤气及水的生产和供应业,其平均发行市盈率分别超出同行业平均市盈率240%、116%和80%。”

根据中证指数的统计分析,在香港市场上,新股发行市盈率较市场平均水平高约36.75%,而同期A股新股发行市盈率较同期市场市盈率水平高125.66%;在香港市场上,46%的港股

新股与其行业平均水平的市盈率差距不足30%,67%的新股与其行业平均水平的市盈率差距不足50%。

而在更加成熟的美国市场上,总的来看,中资概念股首发市盈率均值与行业市盈率较为接近,大部分公司首发市盈率接近或者低于行业市盈率,除了软件与服务,消费者服务、媒体等行业的部分公司首发市盈率较高外,比如当当网发行市盈率为873倍,奇虎360为530倍,大部分行业的新股发行市盈率与该行业平均市盈率基本相当。

这位代表还提供了一项追踪数据,用2011年破发新股与没有破发的新股相比较,破发新股市盈率明显高于未破发新股。

	主板	中小板	创业板	全部新股
2010年	上市家数	26	204	347
	破发家数	5	16	26
	破发率	19.23%	7.84%	4.27%
2011年	上市家数	38	115	281
	破发家数	15	32	30
	破发率	39.47%	27.83%	23.44%
合计	上市家数	64	319	245
	破发家数	20	48	55
	破发率	31.25%	15.05%	14.29%

注:此处破发定义为上市首日收盘价低于发行价