

## 王岐山:保险业要完善宏观审慎监管制度

中共中央政治局委员、国务院副总理王岐山20日至21日在上海市考察工作,并主持召开保险业改革与发展座谈会。

王岐山指出,我国保险业还处在初级发展阶段,市场发育比较稚嫩,体制机制改革、组织制度创新、法律法规完善等都需要一个探索的过程。必须按照“十二五”规划的要求,立足当前,着眼长远,从点点滴滴入手,加快转变保险业发展方式。

王岐山强调,“百业兴、金融兴;百业稳、金融稳”。要处理好保险业与百业的关系,强化保险监管,完善宏观审慎、资本充足、准入退出、风险处置等监管制度,加强监管协调配合,守住不发生系统性、区域性风险的底线。依法打击各种保险欺诈行为,解决理赔难、销售误导等问题,规范市场秩序,维护保险消费者合法权益。

(据新华社电)

## 上交所组织模拟询价投资者现场观摩明星电缆路演

为促进中小投资者研究、熟悉新股,引导理性投资,上交所日前邀请了在首次模拟询价中积极参与的部分中小投资者现场观摩四川明星电缆股份有限公司”在上海举行的路演。

在路演现场,中小投资者听取了“明星电缆”的发行概况、重大事项提示、投资价值分析等介绍,并翻阅了《首次公开发行股票招股意向书》,对拟上市企业的基本情况有了更全面的了解。投资者们纷纷表示,这是他们第一次真切地感受到首次公开募股(IPO)路演的现场氛围。在推介会的互动提问环节中,一些机构投资者就让他们对公司财务管理、行业发展前景等过去不太关注的问题有所了解,认识到公司新股定价的复杂过程。

在路演过程中,上交所有关人员与投资者进行交流,解答了相关问题,并讲解了盲目“炒新”等非理性投资行为的风险,增进了投资者对不盲目“炒新”、不频繁交易、不追涨杀跌、不盲目跟风的理解。

另据统计,在明星电缆模拟询价活动中,投资者保持持续参与热情,共有1882名投资者参与,参与率为94.1%。

(黄婷)

# 证监会力推期货业创新 支持期企上市

## 郑商所已对油菜籽和油菜粕品种立项,并力争在年底前推出土豆期货

证券时报记者 沈宁 潘玉蓉

期货业创新步伐今年有望大幅提速。中国证监会期货二部副主任冯博昨日在第六届期货分析师大会上透露,今年证监会将力推期货市场及行业创新发展,近十类重大业务创新有待突破。其中包括创新品种的推出、支持期货公司兼并和上市、研究期货公司代理发行基金、允许优质期货公司开展仓单质押业务等重大举措。

在今年初全国证券期货监管工作会议上,中国证监会主席助理姜洋指出,当前我国期货行业的发展,要牢牢把握服务实体经济的要求,加快推进改革创新、提升监管水平,努力在服务实体

经济上面有新的突破。要从战略高度上高度重视期货公司的发展问题,积极推进期货公司业务创新,努力建设与我国实体经济和市场发展水平相匹配的期货服务体系,着力提升期货公司研究和分析专业服务能力。

冯博表示,基于这个基本思路,今年我国的期货市场和行业将有近十类重要创新。其中市场创新方面重点有三类,即原油期货、国债期货以及白银等其他品种的创新。他特别提及,原油期货的推出具有非常重要的战略意义,将为其他的商品市场国际化做出重要探索。而国债期货是当前全球交易量最大、应用最为广泛的金融衍生产品,目前已经具

备上市的基本条件。

从期货行业角度看,还将有六到七项重要创新可能在年内推出,其中包括支持期货公司兼并和发行上市、做优做强。冯博表示,支持期货公司做优做强是监管部门一贯的政策。截至去年末,有10余家期货公司的财务指标已经达到了主板上市的条件,今后还将有更多公司达到上市标准。支持期货公司通过公开发行上市将有利于期货公司的做优做强、完善治理结构,防范可能发生的风险。而对于行业并购,证监会将在分类监管中给予支持。

冯博表示,允许期货公司代理发行基金的课题也正在积极研究。目前我国期货公司的客户数量达到了164万,期货的客户与股票客户不相重

合。银行等大型金融机构的新型理财产品都从发行基金开始,创造了新的理财平台,期货公司有其专业性特点,也有可能从发行基金开始创造出独具特色的理财平台。

冯博还表示,境外期货经纪业务与客户资产管理业务今年将重点突破,对于优质的期货公司,将可能开展仓单质押、直接贸易等创新业务。此外,扩大行业对外开放也是不可或缺的重要部分,对于期货公司“引进来”和“走出去”的问题,有关部门正在积极研究政策,适时将予以公布。

中国期货业协会会长刘志超在论坛上强调,要从服务加快经济发展方式转变和期货市场长期发展的战略高度出发,不断深化对

服务实体经济的认识和理解,提高服务实体经济,特别是三农和中小企业的主动性和责任意识。他还透露,当前协会正抓紧研究分级分类的期货分析师评级体系,加强分析师专业能力的提升,以更好地在服务实体经济的转变发展方式当中发挥作用。

郑商所总经理助理张静在会上透露,目前玻璃期货已经通过立项,正在预审,希望尽快推出。油菜籽和油菜粕也已立项,有望在较短的时间内推出。同时,郑商所还将争取年底前再推出土豆期货,目前正积极调查设计。此外郑商所还积极研究期货期权,在业务创新上加大服务渠道创新,推动对中小、微型企业的金融及现货服务。

## 吴晓灵:探索不同层次资本市场转板机制

全国人大财经委副主任委员吴晓灵近日在上海表示,在多层次资本市场体系建设方面,应当探索建立不同层次资本市场间的转板机制、支持银行间和交易所债券市场协同发展。

吴晓灵还指出,在金融体系方面,应当更新金融监管理念、建立双层金融监管体制。对于小贷公司应当明确其性质、股权结构、杠杆率、税收政策以及未来发展,破解小贷公司的制度障碍。吴晓灵指出,我国小额贷款公司是不吸收公众资金的非公众金融机构,是引导民间资本阳光化非常重要的一个渠道,但现在小贷公司却难以真正引导民间资本阳光化,因为很多放高利贷的人不愿意浮出来去做小贷公司,其中有很多的制度障碍。

(孙玉)

# 创业板退市制度击中造假借壳命门

(上接A1版)

制度还明确,因连续三年亏损或追溯调整导致连续三年亏损而暂停上市的公司,应以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为恢复上市的盈利判断依据,这也杜绝了通过补贴调节利润等曲线方式规避退市的可能。而事实上,这正是目前A股市场上“不死鸟”之所以层出不穷的重要原因之一,可谓直击传统“老赖”上市公司痛处。

尤其值得一提的是,创业板退市制度定稿中对违规造假行为“高举大棒”。梳理可见,在暂停上市情形的规定中,新增“因财务会计

报告存在重要的前期差错或者虚假

记载,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近一年年末净资产为负”的情形;在终止上市情形的规定中,新增“因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近两年年末净资产为负”。此外,明确了财务报告明显违反会计准则又不予以纠正的公司将快速退市。可以预见,暂停上市将追溯财务造假、造假引发两年负净资产直接终止上市、财报违规限期不改将快速退市等要求,将会让市场深恶痛绝的违规造假行为倍感威慑、无所遁形。

事实上,在此前退市制度的讨论环节,不少业内人士就提出

类似观点和意见,认为与公司经营业绩出现问题相比,公司财务造假、欺诈上市等行为更为严重,无论对市场环境还是投资者利益都是有百害而无一益,主张应该予以直接退市。定稿版退市制度显然顺应了民意。

诚如深交所有关负责人所言,创业板退市制度出台实施的作用和目的不是为了多少公司退市,而是真正意义上建立起一个有进有出、动态平衡的资本市场循环体系。创业板作为一个新兴的市场板块,自诞生之日起就担负着重要的使命,除了支持战略性新兴产业发展,更担负着资本市场制度创新“试验田”的重任,创业板退

市制度正是其一。如今创业板市场有进有出的制度建设已形成,而市场更为期待的则是,在不断发展和发展的过程中,下一步的主板退市制度改革,终结市场上一幕幕“乌鸡变凤凰”的丑剧再演,还资本市场一个清新的生态环境。

cninfo 深证及巨潮指数系列					
日期	收盘	涨跌幅	日期	收盘	涨跌幅
2012-4-20	10131.04	1.15%	巨潮沪深A指	2615.92	1.05%
深证100指数P	3168.45	0.92%	巨潮大盘指数	2602.13	1.18%
深证300指数P	3058.03	0.85%	巨潮中盘指数	2912.68	0.96%
中小板指数P	4718.95	0.56%	巨潮小盘指数	2964.40	0.96%
中小300指数P	872.94	0.49%	巨潮100指数	2764.67	1.18%
创业板指数P	728.72	0.50%	泰达环保指数	2416.92	0.00%
深证治理指数	5586.10	0.75%	中金龙头消费	4553.70	0.56%
深圳证券信息有限公司			http://index.cninfo.com.cn		

# 揭开西部证券“高市盈率发行”的面纱

作为今年资本市场迎来的第一只券商股,西部证券IPO发行得到了市场的热议和关注。

据了解,本次发行共有51家询价对象管理的92个配售对象参与了询价,发行价格8.7元之上的超额认购倍数为8.8倍,对应2011年静态市盈率48.33倍,有19家询价机构管理的27家配售对象入围,包括8家基金公司、6家证券公司、2家信托公司、2家保险公司和1家主承销商招商证券自主推荐的询价机构,其中市场公认具有较高研究水平的基金公司有15个配售对象进入了本次配售范围,约占入围配售对象总量的56%。一方面各类询价机构对西部证券的认可程度相当高;另一方面,询价截止日4月18日当天,中证行业静态市盈率为18.84倍、中证行业滚动市盈率为22.64倍、巨潮行业静态市盈率为23.90倍、巨潮行业滚动市盈率25.45倍,西部证券48.33倍的发行市盈率较上述4个指数分别溢价156.53%、113.66%、102.22%、89.90%。

笔者的第一感觉,西部证券的发行市盈率已经远超各种行业平均市盈率,发行价格应该很高了,可为什么相当一批机构投资者仍旧愿意以如此高的报价入围,愿意承担如此大的市场风险呢?笔者随后仔细研究了西部证券的发行公告,结合中证指数有限公司及深圳证券信息有限公司关于行业市盈率指标的计算说明,发现各行业市盈率指标的编制规则与发行公告中所披露的发行市盈率的计算口径不尽相同,里面原来大有文章。

下面先让我们看看中证指数和巨潮指数行业静态市盈率计算方法:

中证行业静态市盈率=ΣA股总市值/Σ年度报告A股净利润;

巨潮行业平均静态市盈率=Σ上市公司总市值/Σ上市公司最近年度净利润。

笔者发现中证和巨潮在计算中证行业静态市盈率时出现了如下差异:计算中证行业静态市盈率时分子数据在每年5月1日前采用第N-2年年度报告财务数据;5月1日(含)之后一并更新为第N-1年年度报告财务数据,而巨潮行业平均静态市盈率分子数据采用标准为:未披露第N-1年年度报告财务数据的,采用第N-2年年度报告财务数据;披露第N-1年年度报告财务数据的,采用第N-1年年度报告财务数据,并在公告日实时更新。

以西部证券所处的证券期货行业为例,巨潮行业平均静态市盈率采用了询价截止日4月18日前已经披露2011年年报的中信证券、海通证券等12家(东北证券虽已披露2011年年报,但因亏损被剔除)上市券商2011年的净利

润数据,同时也包含了未披露2011年年报的招商证券、东吴证券等5家上市券商2010年年报的净利润数据。而中证行业静态市盈率数据在每年5月1日前采用第N-2年年度报告财务数据,因此在西部证券询价截止日4月18日公布的中证行业静态市盈率计算基础全部为2010年上市券商的净利润数据。

由于2011年上市券商普遍出现了较大幅度的业绩下滑,净利润较2010年明显下降,因此巨潮行业静态市盈率从数值上(不考虑股本变化)在2012年5月1日前要高于中证静态市盈率,只有在2012年5月1日至2012年12月31日,两者的统计口径才会吻合,披露数据才会趋于一致。2013年1月1日后,随着证券行业2012年年度报告的披露,两者之间的差异又将出现。

根据已经披露的招股说明书,西部证券2010年摊薄后每股收益为0.45元,2011年摊薄后为0.18元,按发行价8.7元计算,其2010年、2011年的静态市盈率分别为19.33倍和48.33倍。

从中证行业静态市盈率及巨潮行业平均静态市盈率的编制原则来看,笔者认为在2012年5月1日前,中证行业静态市盈率(18.73倍)只包含了样本公司2010年财报财务数据,与其具备可比条件的是西部证券2010年静态市盈率(9.33倍),两者比较接近,西部证券溢价率仅为3.20%。而证券行业2011年静态市盈率因无直接可参照指数,笔者参考目前已披露2011年年报的广发证券、海通证券等11家(东北证券虽已披露2011年年报,但因亏损被剔除,中信证券因2011年净利润主要来自华夏基金处置收益,已不具备可比意义)上市券商的净利润数据,按照中证指数编制规则ΣA股总市值/Σ年度报告A股净利润模拟计算出2011年行业静态市盈率为41.24倍,而西部证券2011年48.33倍市盈率高于行业静态市盈率17.19%。

下面让我们再来看看滚动市盈率的情况:中证行业滚动市盈率=ΣA股总市值/Σ过去4个季度A股净利润;

巨潮行业平均滚动市盈率=Σ上市公司总市值/Σ上市公司最近四个季度净利润。

中证行业滚动市盈率的指标在5月1日之前采用第N-1年前3季度财务数据与第N-2年第4季度财务数据之和;5月1日(含)至9月1日之前采用当年第1季度财务与第N-1年第2、3、4季度财务数据之和;9月1日(含)至11月1日之前采用当年中期报告财务数据与

第N-1年第3、4季度财务数据之和;11月1日(含)至次年5月1日之前采用本年度前3季度财务数据与上年度第4季度财务数据之和。而巨潮行业滚动市盈率数据采用指标公告日前已披露的最近四个季度财务数据进行计算。

计算中证行业滚动市盈率时,分子数据每年仅在5月1日、9月1日、11月1日更新;而计算巨潮行业滚动市盈率时,分子数据随上市公司最新披露的财务数据实时更新。由于2011年证券行业整体经营业绩相比2010年大幅下滑,因此西部证券公告时选取的4月18日巨潮行业滚动市盈率,计入了已披露2011年年报的中信证券、海通证券等12家上市券商的当年四个季度的净利润数据,而中证行业滚动市盈率在4月18日仍选取各上市券商2010年第四季度及2011年前三个季度的净利润数据,因此计算巨潮行业滚动市盈率时其分母较中证行业滚动市盈率的分子小,对应的行业滚动市盈率就会高于中证行业滚动市盈率。反之,当行业经营业绩单边上升时,同时期巨潮行业滚动市盈率的计算分母较中证大,对应行业滚动市盈率就会低于中证滚动市盈率。

西部证券公布的投资风险特别公告中提到,比照中证行业滚动市盈率的计算方法,西部证券8.7元的定价所对应的滚动市盈率为25.59倍,相对于中证行业滚动市盈率22.64倍、巨潮行业滚动市盈率25.45倍,溢价率只有13.03%、0.55%。

初看西部证券公布的发行市盈率48.33倍,远高于行业平均市盈率,但相关市盈率指标经过同口径化处理后再比较,笔者发现,其发行市盈率仅略高于证券行业平均水平。

同时笔者也关注到一种现象,即上市券商估值差异过大:

首先,不同上市券商公司之间随市值估值差异很大。以2012年4月18日股票收盘价,按照2010年业绩计算的上市券商市盈率水平区间为13.04倍(中信证券)至54.59倍(太平洋),其中:市值大于300亿元的大型上市券商加权平均市盈率水平在17.52倍;市值小于300亿元的券商加权平均市盈率水平为25.43倍,而市值小于200亿元的券商加权平均市盈率则进一步提高到31.88倍。再看2011年的情况,按照已经披露2011年业绩的12家券商计算的市盈率水平区间为11.73倍(中信证券)~201.76倍(国海证券),其中:市值大于300亿元的大型上市券商,其加权平均市盈率为19.27倍;市值小于300亿元的上市券商加权平均市盈率水平大幅提高为59.33倍;而市值小于200亿元中小型券商的加权平均市盈率则达到了90.59倍。

以上数据可以看出,不同上市券商的估值分化较大,市盈率水平与券商市值是成明显反比关系的,即市值越小,其对应市盈率水平越高。

其次,同一上市券商不同年度之间的市盈率水

平差异也很大。因国内券商行业具有强周期性的特点,业绩波动性较大,导致上市券商不同年度之间的市盈率水平也存在较大差异。国海证券4月18日收盘价对应2010年及2011年市盈率分别为33.75倍及201.76倍数,市盈率水平差异近5倍,方正证券及西南证券对应市盈率水平差异也超过2倍以上。总体而言,市值超过300亿元的中信、广发、海通、光大市盈率变化幅度相对较低,加权平均市盈率2011年较2010年提高了10%左右,市值小于300亿元券商市盈率水平变化差异较大,其2011年加权平均市盈率较2010年提高幅度达到149.54%,市值较小的中小型券商的市盈率弹性水平远远高于市值超过300亿元的大型券商。

投资者为什么会报出这么高的价格呢?笔者随机询问了几位投资经理,他们表示报价主要考虑到以下因素:首先,西部证券是盈利能力较强和区域优势较为明显的券商。受益于西部经济崛起,业务扩展空间广阔;公司成立11年来连续盈利,充分说明了其经营稳健;经纪业务雄踞陕西龙头,客户深挖和网络优化为公司增长提供了新动力;创新业务开始布局,投行业务在中小板及创业板项目大幅增加的同时,新三板储备项目数量居于业内第二名;融资融券、直投等业务也即将启航;控股西部期货和纽银梅隆西部基金、金融平台的搭建已然初具规模;其次,4月份以来,券商行业利好频出,证监会降低券商自营、资管和经纪三大业务风险资本准备比例,约释放出400亿的净资本,将放大券商业务空间,对西部证券带来直接利好;再次,券商创新业务大会将于5月6日召开,集中讨论券商业务创新,券商行业未来产品将极大丰富,新三板、指数期权、转融通等一系列创新业务即将登场,对我国证券行业发展具有重大促进作用。

数位投资经理表示,西部证券本次发行规模仅2亿股,发行后总股本12亿股,在券商行业中股本规模偏小,公司基本面良好,行业成长潜力较大,IPO后传统业务和创新业务将获得快速增长,公司业绩弹性较大,是一个较好的投资标的。

综上所述,本次发行价格8.7元对应市盈率较同行业市盈率指标溢价幅度较高是因为计算市盈率的口径不一致造成的;本次发行对比同口径的市盈率水平较同行业市盈率水平大幅下降,但是仍然超过同行业市盈率水平,投资者之所以接受超过同行业市盈率水平的定价,是因为投资者对公司投资价值有所认可。

但是西部证券虽然有所谓以上种种优势,但除上面提到的证券市场周期性较强,盈利能

力波动性较大的风险外,仍存在其他一些投资风险因素,需要投资者特别注意:

首先,投资者需关注经济环境的变化可能对发行人经营业绩、财务状况及发展前景产生的不利影响。近年来宏观经济的高速发展使人们对中国经济发展和证券市场普遍存在着较高的预期,但若某些突发事件的发生导致宏观经济出现持续低迷,各项基于中国经济良性发展的预期都将变得不具有参考性;此外,宏观经济调控措施和经济环境自身的波动性,也会导致证券业发展速度放慢,发行人的经营业绩、财务状况及发展前景可能会因此受到不利影响。

其次,投资者需关注发行人在经纪、自营、资产管理及投资银行等证券业务存在业务风险。经纪业务方面,随着未来竞争环境的恶化及交易者交易习惯的成熟,佣金费率及市场交易量的降低,经纪业务收入存在不确定性;自营业务方面,仍存在因投资产品本身内含风险、证券市场异常波动、因证券投资品种选择不当、证券买卖时机把握不准、资产组合不合理等投资决策失误而遭受损失的风险;理财业务方面,发行人存在因资产管理措施不恰当、风险对冲机制不健全等因素对资产管理业务产生不利影响的的风险;投行业务方面,发行人存在因发行方式、承销承诺、市场判断等因素发生变化对投资银行业务产生不利影响的的风险。以上业务风险的存在,对公司的营收造成一定负面影响,发行人经营业绩存在较大的不确定性。

再次,投资者需关注发行人存在业务高度集中的风险。2009-2011年度,发行人证券经纪业务收入占营业收入的比例虽然有所下降,但仍超过3/4,尤其是证券经纪业务收入来自陕西省的经纪业务收入占全部经纪业务收入的比重三年均超过85%。如果发行人在陕西省的经纪业务竞争力出现明显下降,发行人的经营业绩可能会遭受不利影响。

最后,投资者需关注发行人在发行完成后净资产收益率下降的风险。本次发行完成后,西部证券净资产将大幅增加。本次募集资金净额全部用于补充公司营运资金,资金使用产生效益都要经过一个合理的周期,且产生效益的情况受到市场、政策变动等多方面因素的影响。因此募集资金投入后产生收益的大小及周期具有一定的不确定性,存在由于净资产增长而导致净资产收益率下降的风险。

投资者要获得收益,最好从多个角度对上市公司进行评判,其中估值高低参照的主要的指标之一就是公司所处行业平均市盈率,中证及巨潮发布的行业市盈率指标,给广大投资者提供了很好的拐杖,能够帮助投资者判断公司的相对价值,但投资人不能局限于表面化的简单比较,而要深层次同口径对比;同时,也不能仅仅关注市盈率指标,投资时也要综合考虑发行人基本面与所在行业的未来发展空间,才能拨开迷雾见本质,本次西部证券的定价分析就是一个很好的例子。

(乾康) CIS)