

■周末随笔 Weekend Essay

二级市场高估值导致新股高定价

傅梅望

每次A股市场处于熊市困难阶段的时候，新股发行都会成为焦点问题备受各方关注，证监会也经常迫于压力暂停发行新股或改革发行体制。但改来改去始终解决不了问题，问题究竟出在哪里呢？市场上关于新股发行大家存在很多争议，但归结起来主要是如下几个方面：1、新股发行要不要停？2、新股发行该如何定价？3、是否需要改革发行体制？该如何改？我个人以为，市场上的大部分争议都只看到问题的表面，而没有触及问题的本质。本文尝试来解答这些问题。

关于新股发行，大家经常抱怨的两点是：1、新股发行价格太高，如最近发的洛阳钼业和浙江世宝，要不是证监会强行压价，发行价格将较港股高100%以上；2、新股发行数量太多，源源不断，一批接着一批，总是发不完。

新股发行价格为什么会这么高？要搞清楚这一点，首先必须搞清楚投行是如何对新股进行定价的。答案很简单，每只新股都是参照二级市场同类公司的估值水平进行定价的。也就是说，二级市场估值高的时候，新股发行价也会高；二级市场估值低的时候，新股发行价也会低。这是国际通行规则，本身没错。

既然定价机制本身没问题，那么问题就出在二级市场。看看我们二级市场的现状，根据最近万得统计分析结果，目前沪深300市盈率(PE)估值为9.9倍，其中银行股PE估值不到6倍；而中小板、创业板的PE估值分别为28倍、32.8倍。如同中国的城乡二元化体系一样，A股市场也是一个典型的估值二元化的市场，即沪深300相对估值较低，大部分股票（包括中小板、创业板以及一些垃圾股题材股）估值较高。而且，即便股市跌到目前这个水平，如果剔除金融地产股，大部分股票仍然是严重高估的，其估值水平较同类的港股、中概股估值高50%甚至100%以上。即便是看似便宜的金融股，也仅仅是与港股接轨而已，只能说估值合理没有泡沫。正是因为二级市场大多数股票的高估值，而我们新股首发(IPO)发行的绝大部分都是非金融公司，自然导致新股发行市盈率奇高；既然新股能够很轻易地高价发出去，所以IPO（包括港股上市公司）自然源源不断。高价圈钱然后套现如此便宜的事情有谁会不愿意？

因此，只要二级市场大部分中小盘股票处于高估值状态，民企IPO就会争先恐后，大小非减持自然也难以抵挡，一二级市场之间的关系就变成上就是一级市场对二级市场利益的掠夺，所谓“促进一级和二级市场均衡协调发展”就是一句空话。而让二级市场估值国际化，结果自然是牺牲一代股民的利益。可是只有二级市场大部分股票估值合理，新股发行定价才能合理，一二级市场之间才能良性互动而不是一方掠夺另一方。

除了二级市场高估值导致新股发行市盈率很高以外，A股市场还有另外一个奇怪的现象，那就是“炒新”。你会发现，大部分时候，不管发行市盈率有多高（如当年创业板的50倍、60倍），首日上市总是大涨，而且涨幅常常是50%以上。高估的股票再把它炒高，然后就一路阴跌下来，让大多数投资者亏钱。证监会郭主席对“炒新”现象深恶痛绝，苦口婆心反复提醒，也出台了不少措施，到现在仍然没有遏制住。“炒新”应该说是一个投资文化的问题，其背后有深层次的原因，限于篇幅本文不想对此多加探讨。只想指出，由于“炒新”现象的存在，加上本身二级市场大部分股票的高估值，给了投资银行抬高新股发行价的充足理由，所以他们敢于把洛阳钼业和浙江世宝发行价定在港股市价的两倍以上，而没有港股参照的新发公司，其发行价更不用说了。

只要投资者继续热衷炒作小盘股，则小盘股将继续维持高估值和泡沫状态，一级市场新股发行市盈率将无法下降——因为投行总是参照二级市场进行定价；只要投机客们继续热衷新股首日上市的炒作，那么新股不管发行市盈率多高，总能发得出去，毕竟申购新股可以套利。二级市场的高估值是上市公司疯狂圈钱的最重要因素。只有在A股市场估值彻底国际化，发行价低到上市公司舍不得卖股票了，圈钱时代才会结束！

综上所述，A股新股发行定价高完全是二级市场本身估值高和恶炒新股的结果。很多人都说新股发行价过高，盼着证监会改革发行体制来压低新股发行价，不降低二级市场估值水平，而单方面地要求新股降低发行价不行呢？殊不知这样做的结果，要么是二级市场同类公司的估值水平拉下来——即同类公司跌得更快，要么导致更加严重的炒作现象。所以，归根结底，一级市场的问题来源于二级市场，不改变二级市场的估值体系和炒作行为，新股发行定价永远无法合理。这就是目前A股市场新股发行定价的困局。不认识到这一点，不改变二级市场的估值体系和炒作行为，任何新股发行体制的改革都是无效的。

是否需要停发新股？证监会坚持说不，我也赞成这样。只有这样坚持下去，真正的买方市场才能形成。二级市场应该自己学会抵制IPO高价发行，学会主动放弃申购，让新股发不出去，这样才能真正掌握话语权，而不要等证监会帮你做决定。只要大家都放弃申购，那么新股发行自然就停了。二级市场一定要自己学会掌握话语权，再也不能像以前那样不管多高价格都申购，让一级市场赚取暴利，二级市场投资者互相之间击鼓传花惨烈博弈。

应该说证监会自郭主席上任以来做了很多工作，打击炒新，打击炒小，打击炒绩差股、重组股、题材股，同时提倡买蓝筹股，希望扭转市场的恶劣风气，扭转二级市场不合理的估值体系，为新股发行定价合理化奠定基础。但冰冻三尺非一日之寒，A股要改善生态环境，首先要形成买方市场，这需要一个长期的过程。毕竟小盘股估值体系跟大盘股一样与港股等国际市场接轨还需要较长时间，投资者行为改变和维护自我权益意识的形成也需要较长时间。买方市场何时形成？观察几点：1、何时放弃对新股上市首日的炒作？2、何时学会放弃主动申购，让新股发不出去？3、何时不再炒作垃圾股，出现大量的仙股？相信买方市场迟早会形成，我们乐观其成。

（作者系长江养老保险股份有限公司投资经理）

疯狂的鼠标

汤亚平

11月11日，是一个被称为“11·11”（双十一）的古怪日子。当这个日子被上世纪90年代初一群中国大学生命名为“光棍节”时，他们怎么也想不到，在30年后的今天，“双十一”竟成为一个疯狂的“中国网购节”。

令人惊讶的是，没有“十一”黄金周的遍地“移动车库”，没有全国各大景点的人满为患，没有游人所至的垃圾满地，没有高速公路成为运动场和“临时厕所”……只有那个移动鼠标，却成就了拉动内需的一个奇迹。

11月12日凌晨，阿里巴巴传来消息称，在“光棍节”促销中，支付宝总销售额191亿元，同比增长260%，其中天猫为132亿元，淘宝为59亿元。“光棍节”当天，支付宝交易笔数超1亿笔，最高峰时

处理交易数达20.5万笔/分钟。淘宝称，24小时内“入账”的191亿元人民币，若以百元钞票堆叠，将达1.9万米高，相当于世界最高建筑迪拜塔（828米）的23倍；若以普通点钞机清点，需耗时133天……

那么，鼠标拉动内需的奇迹，给了我们什么启示呢？

首先，在消费观念上，中国消费者的购买习惯没有变：物美还需价廉。“光棍节”的疯狂之所以远远超出了它的本来意义，是因为这个节日的精髓就是送礼物来吸引某个完美的人。价值观上，只买对的，不买贵的。如果商家的初衷是希望浪漫的动机可能会促使消费者打开钱包”，那么“过光棍节”的大学毕业生挣得更多且喜欢网购”，则说明网购符合这一群体的消费渠道选择和消费能力。而已经成家立业的历届大学毕业生的加入，更将这种“物以类聚，

人以群分”的消费文化推向高潮。

其次，在消费模式上，过去我们一直抱怨内需疲弱，可是，“光棍节”消费模式创新的事实证明，中国消费者的消费力是巨大的。正如天猫CEO张勇说，利用电子商务，就能激发巨大的内需增量，引发产业的巨大变革。随着近年来线上交易的飞速增长，其先进的流通基础设施、技术手段、现代流通方式、组织形式和管理模式，使得现代流通企业在实现规模经济的同时，有效缩短了流通时间，为其形成价格优势、规模优势和网络优势创造了条件。这正是天猫单日132亿元交易额能够给整个中国经济带来的最大启示。

第三，在消费前景上，根据阿里巴巴提供的数据，今年“11·11”购物狂欢节的销售额超过了美国网购节“网购星期一”2011年的成交额。根据市场调

查机构ComScore的数据，2011年美国“网购星期一”销售额为12.5亿美元，约合人民币78亿元。麦肯锡全球董事陈有钢认为，“双十一”网购节让人们发现中国的强劲内需潜力。中国很有可能在未来两年内销售额总量超过美国，成为世界上最大的网购市场，这是中国流通市场在创新发展的最佳佐证。

中国的网上购物市场虽然起步晚，基础设施落后于发达市场（如互联网渗透率只有美国的一半），但中国的网购在总体零售中的比率在2011年已经基本与美国持平，而增长速度是美国的4倍。

阿里巴巴集团董事局主席马云进一步指出，美国传统零售业发达，电子商务在美国只是一种补充。中国的基础设施、传统零售业不够完善，一旦物流等配套设施跟上，电子商务在中国将会成为主流，为拉动内需制造更大的增量。

把脉中国散户的十大“死穴”（下）

邹涛

中国股民十大“死穴”之六：迷信媒体、专家学者与所谓的短线、技术炒股高手。大部分股民由于属于业余股民，不懂股市的游戏规则。于是迷信一些专家学者炒股高手。其实，无论是专家还是学者，从不会承担任何误导公众的后果。至于那些短线技术炒股高手，在牛市可能顺风顺水，一旦到熊市，就会消失得无影无踪。

解穴理念与方法：股市里唯一不变的规律是变。股市本无技术可言，依靠技术炒股迟早会让你在熊市倾家荡产。最好的方式是找一个创立了经过市场反复检验能创造价值的独立的投资门派、投资理念、投资盈利模式的真正的实战高手，向其学习“渔”而不是简单地要鱼。

中国股民十大“死穴”之七：经常止损割肉，自己把自己踩死。止损是股市里一句最真实的谎言，把炒股者赤裸裸的赌徒人性暴露无遗。但正是这个止损却让很多股民非常信奉。事实上，在实际操作中，大部分股民只会是越止越损。一个很简单的原理：如果你规定买入一只股票后亏5%就止损，那么，就意味着你的本金已经亏损了5个点，那么，你再买下一只股票即使涨了5个点，你也只是保本，还要亏4次手续费和2次印花税，但你能保证你下一次买的股票就一定不会继续跌，不会又要止损5个点吗？

解穴理念与方法：止损只是针对短期投机炒股的赌徒，对于一个长期的股票投资人来说，是不存在“止损”这个词的，只有止盈。原理很简



单：对于好股票，既然你现价都敢买，为什么跌了5个点10个点20个点了你却要卖呢？应该是越跌越有投资价值啊。

中国股民十大“死穴”之八：总是跌了就死扛。很多股民买入一只股票后亏5%就止损，那么，就意味着你的本金已经亏损了5个点，那么，你再买下一只股票即使涨了5个点，你也只是保本，还要亏4次手续费和2次印花税，但你能保证你下一次买的股票就一定不会继续跌，不会又要止损5个点吗？

解穴理念与方法：学会运用股票的涨跌起伏周期这一特点来操作——逢低买入，等到股价反弹到买入价位时，相比其他死扛不动的股民，我们已经可以提前实现盈利了。

中国股民十大“死穴”之九：用现在的眼光看未来。这是一个让很多股民

损失惨重的错误理念。经常有很多股民到今天还在问笔者，招商银行能买吗、万科能买吗、贵州茅台能买吗等等问题，在股市，买股票就是买未来。很多现在的股票未来不一定会好，而很多现在看起来很垃圾、股价很低、业绩平平的股票，可能在社会的发展、经济结构的转型、重组、并购等变化下，变成了优质股票。

解穴理念与方法：正确的做法是要用未来的眼光来看现在，用发展的眼光看未来。不要买已经透支未来的股票。当然，也不要害怕已经出现困难的股票有问题。风物长宜放眼量。我们每一个要进股市和正在股市的普通老百姓要静下来思考和学习。

中国股民十大“死穴”之十：不相信以上9大死穴者。一些心浮气躁、狂妄自大、自作聪明的股民根本不会有耐心看完这十大死穴，不会觉得对他自己有什么帮助；有的会觉得这些道理谁不懂啊；你说的这些都是空的、虚的，还不如告诉他买一只能赚钱的股票实在。

解穴理念与方法：在股市做投资的人，要想成功，一定要做到在内心真正谦虚诚恳，不断学习，反省，总结经验教训，从而不断完善和提升自己，做到在这个变化多端、你死我活的股市里少犯错误，多增加一些成功的筹码，才能在股市做到不但能活得久，还能活得很好！

（该文摘自财苑社区：cy.stcn.com/）

■投资人物 Personage

我的股市人生20年

沈凌

1996年的股市从年初红火到年底12月份出现了戏剧性的一幕：上证指数创出1258点的高度之后，忽然掉头向下。原因是《人民日报》发社论要求大家防范风险，并且宣布：重新建立涨跌停板！股市因此出现了连续两个跌停板。这不是某个股票的跌停板，而是整个股市跌停板！很多股民的盈利一下子没了。短短两到三天，圣诞节那天，大盘指数跌到阶段性的低点855点。

实际上，早年炒股的人都有这样的感觉：我们博弈的对象，不是别人而是政府。政府是有心理线的，低于或者高于这个线，政府会说：“太高了”或者“太低了”，然后出台相关政策。一次的经历，当然会慢慢培养出来一批两眼盯着政府的股民，这也是理性选择的结果。

政府时不时地修改规则，让股民无所适从，只能猜测政府下一个步骤是什么。这样的股市初级阶段，不是培养投资者的正确投资心态，相反，为以后的股民建立了一个信条：“炒股要听党的话”。有时候股民们太听话，对政府来讲，是一种很难承受的重压。因为股市里有一种从众心态，使得股市波动剧烈。只有有人不从众，敢于逆潮流而动，才会使得股市波动减小。所以，某种程度上的不听话，才有助于建立一个相对稳定的股市。大家都需要等党来说话了之后才敢行动，造成大盘跌的时候跌过头，涨的时候涨过头。建立涨跌停板并不会消弭这种波动无形。

1997年伊始，股市K线图呈现一条笔直上升的斜线，大约45度角。熬过开始的几个跌停板，股市就从最初的855点稳步上涨了。这一涨，一直涨到五一劳动节之后。最高点1510点，远远超出了当初人民日报认为的有风险的1258点。从这一点看，市场自有它内在的规律，并不是一个规则的改变就能够改变它的运行势头的。

那时候，我有两种典型的牛市心态。第一，“皇帝轮流做明年到我家”。我当时买了世纪星源。买入之后，这只股票就是不涨，眼看别的股票一个个涨停，我心里有点着急。但是抱着“总会轮到我”的心态，我也没有清仓它，直到有一天，打开电视一看，哇，它涨停板了。三天三个涨停板，我果断卖出！当然从整体的股市来看，这个股票并不是最好的。那时候股评家推崇的一句话是：“全国人民炒发展。”我16元买入深发展，到了高位，后来还是涨了2倍多，股价到了48元我就卖掉了。所以，第二个牛市心态就是买入牛股就要捂住。

从我真正炒股开始，到这个时候，我其实一直在不断增仓的。因为经济学专业出身，我比一般人早一点认识到什么是股票。这样的认识让我敢于入市，但同时我又容易过于自负，自认为理论很多，其实对市场还是一知半解，结果操作的并不是很好。很多人在牛市中喜欢到处炫耀自己的“英明”，如何如何会赚钱，但到了熊市就销声匿迹。事实上，一个人只有经历过牛熊两市，还能证明自己的能力，才是真正的厉害。但也就是厉害而已，算不上是神。因为你永远不知道你在下一波熊市中会不会犯错。一旦犯错，你就会吐出全部的成果。我就是一个普通人，不是神。所以，我逃不掉熊市。

1997年5月之后，股市开始慢慢下跌。让人慢慢地感到失望，由失望，再慢慢地变得绝望。

（系列之五，未完待续）
作者系华东理工大学商学院教授