

# IPO重启点燃次新股 取消询价影响或有限

证券时报记者 岳薇

本周,次新股连续多个交易日大涨。尤其是在11月11日和12日两天,众多次新股批量涨停。11月11日,多达56只次新股涨停,次日也有39只次新股涨停。

上周,券商股连续三天集体涨停,紧接着,IPO重启的消息在上周五放出。于是,次新股本周接过接力棒领涨各板块。以11月9日至12日次新股密集涨停的这四个交易日为周期来看,整个次新股板块涨幅为10.52%,而同期上证指数的涨幅仅为1.16%。有投资人发文表示,次新股的疯涨正是新股限价发行制度埋下的祸根,长远来看并不利于市场的健康发展。

不过,证监会于上周五宣布将重启IPO,并表示将完善新股发行制度,其中就包括,公开发行2000万股以下的小盘股可由发行人、主承销商协商定价。昨日收盘后,证监会再次表示,现阶段新股发行仍应坚持“低价持续发行”原则。两次表述是否有冲突的地方?新股定价如何拿捏?

## 旧事: 首发限价 包赚不赔

2014年IPO重启之时,证监会同时宣布了新股发行制度改革,新股需接受发行审批管理。业内也有“发行定价不得超过23倍市盈率红线”的说法。新股从此成为A股市场的稀缺品。在这样的制度安排下,上市公司的首发募资额和日后股价的涨跌幅明显背离。

据时间投资统计,2010年中小板共有204家公司首发上市,首发募集资金净额平均为9.4亿元,上市后20日平均涨跌幅为-5.2%;2015年,同样是中小板,年初至5月底首发上市20家公司,首发募集资金净额平均急剧减少至3.9亿元,上市后20日平均涨跌幅暴增至209.7%。

创业板情况有过之而无不及。2010年创业板共有117家公司首发上市,首发募集资金净额平均为7.7亿元,上市后20日平均涨跌幅为-4.9%;2015年至5月底,创业板共有58家公司首发上市,首发募集资金净额平均下降至3.2亿元,上市后20日平均涨跌幅更暴增至357.3%。

众所周知,新股首发定价高,上市公司自然可以融得更多资金;反之,新股定价低,发行同等数量的股份,上市公司的融资额将减少。投资者作为买家,向来有一种“贪便宜”心理,低价股票更易被炒作,日后上涨的动力也更强。也就是说,新股首发定价低显然更利于打新的投资者。

最明显的例子恐怕要数今年3月登陆A股的暴风科技了,中签暴风科技的投资者自然是赚得盆满钵满。该公司首发价格7.14元/股,对应的

2014年摊薄后市盈率为22.97倍,发行数量为3000万股,募集资金总额为2.14亿元,上市首日市值仅为12.34亿元。此后,暴风科技连迎29个涨停,股价扶摇直上。即使经历第三季度市场震荡,暴风科技现在的市值也超过了262亿元。市值膨胀了21倍,动态市盈率更是超过800倍,已不能和上市首日同日而语。

## 次新股: 限量限价发行存尴尬

“反弹必配次新股”,一私募基金人士告诉证券时报记者。炒新盛行已是不争的事实,除了受大盘企稳带动以外,IPO重启的消息也给次新股近期的涨势点了一把火。短短4个交易日,次新股板块的涨幅是上证指数的10倍。

据证监会上周五消息,IPO将重启,此前暂缓发行的28家公司仍将继续适用老办法在年内完成首发,预计募集资金在100至150亿元左右,即每家公司的平均募资额在3.57至5.36亿元左右。熟悉打新的投资者们自然深知新股首发后一二级市场的套利效应,年内有望再博一把。

然而,证券时报记者留意到,受制于限量限价的发行制度,首发募资额“少得可怜”的公司比比皆是。今年上市的公司中,募资额低于2亿元的就有22家,这其中,发行股份数量少于2000万股(包括2000万股)的,就有14家。

少量的募资额对于上市已花费不菲成本,未来需继续加码主业的公司来说,恐怕也是捉襟见肘。不过,一位投行人士保守表示,是否再融资还得看不同公司的具体发展需要。前述私募基金人士则明确表示,融资需求肯定迫切,不过现阶段次新股的走势和再融资无关,完全是因为其稀缺性质遭到市场爆炒,何况在股价高位停牌重组难以让市场买单。

时间投资合伙人犀利指出,IPO过程中公司“损失”的融资额,本应流向上市公司,用于扩大生产、发展实体经济,却被用于炒作新股。在市场疯狂拉高新股的同时,新股又反过来成为原有上市公司的估值标杆,成为今年上半年中小上市公司估值飞升的总根源。

## 新规: 取消询价 倡导低价发行

一边是低价推动投资者炒新赚取高收益,一边是上市公司定价发行募资额受限,市场各方参与者的利益怎样平衡?

证监会新闻发言人邓舸上周五表示,将在完善新股发行制度之后

新股首发定价高,上市公司自然可以融得更多资金;反之,新股定价低,发行同等数量的股份,上市公司的融资额将减少。

重启IPO,也就是说,投资者们在今年内消费完这28家公司的IPO之后,游戏规则可能有所改变。

这其中有两个焦点可能直接影响普通投资者的打新收益。一是取消现行新股申购预先缴款制度;二是公开发行2000万股以下的小盘股发行一律取消询价环节,由发行人和主承销商协商定价,直接向网上投资者定价发行。前者的直接影响就是打新队伍将大大壮大,僧多粥少的情况将出现,中签率可能大大降低。而后者则意味着,23倍市盈率的定价上限可能被突破,小盘股IPO的估值将由市场来决定,其低估值的程度可能大幅减弱,最直接的标志就是新股有破发风险。也就是说,打新这种低风险收益的买卖可能成为旧事。

证券时报记者留意到,剔除换股吸收合并上市的申万宏源和温氏股份,今年登陆A股的192家公司中,新股发行数量小于2000万股(包含2000万股)的仅有56家,占比不到三成。上述私募基金人士表示,公开发行2000万股以下的小盘股取消询价,影

响有限,在小盘股范围内取消询价发行,影响的只能是市场的短期炒作,真正长期的影响还有赖于注册制。一家公司值不值得投资将由市场来鉴别,投融资者之间的利益平衡点也由市场来决定。

不过,就在昨日收盘后,证监会新闻发言人表示,现阶段新股发行仍应坚持“低价持续发行”原则,发行市盈率超过同行业市盈率的仍需连续三周发布投资风险特别公告。

对此,多名市场人士对证券时报记者表示,两种表述其实并不冲突,按照监管层的意思,低价发行是前提,小盘股取消询价发行只是开了一个小口,影响并不大。

说到底,面对收益率的问题,投资者们也不必太悲观。中金公司表示,2014年至2015年上半年,新股上市后最大涨幅平均为681%。IPO发行规则改变后,新股上市后大涨的格局不会改变。不过,涨幅将从此前的681%降至300%。考虑到IPO的低中签率,投资20万元于股市的投资者打新一年的预期收益率为4%-8%。

# 从无风险收益率看新股发行制度变迁

桂浩明

新股发行制度可以说是中国股市中变化最多的制度之一,几乎每过一段时间就会进行较大的调整。

由于新股发行牵涉面广,要平衡的利益复杂,因此制度的制定与落实自然会遇到各种阻碍,并且也往往会因为不够健全而引发多方面的质疑,于是就不得不反复作出修改。

不过,从20多年来新股发行制度修改的轨迹来看,有一条线索还是很引人注目的,即朝着降低无风险收益率的方向演进。

早期,不管是通过先发行认购证再摇号,还是预交全额保证金后网上抽签,或者同样是预交全额保证金但进行网下比例配售,对于投资者来说,他所要承担的最大风险就是申购收益能否覆盖申购资金的成本。在大多数情况下,这个风险是完全可控的,特别是网下比例配售,基本不存在申购失败的问题。这样申购到的新

股收益抵消申购成本后,通常都还会有不菲的盈利,这也就是后来各种专事新股申购的基金大量出现的原因所在。同样的,在市场上人们也因此习惯于把申购到新股称之为“中奖”。于是,申购新股自然就成为一种几乎是无风险的投资行为,与此相应的无风险收益率也就居高不下,导致了一级市场与二级市场的尖锐矛盾。

2000年,新股发行制度有重大修改,实行了网上市值配售,此举的最大特点在于把一级市场与二级市场联系起来。要申购新股的话,就必须持有数量一定的二级市场股票。换言之,也就是说要取得一级市场的无风险收益,就必须同时承担二级市场股价波动的风险。这样一来,申购新股的无风险收益率就下降了,对于二级市场的投资者来说,则存在获取新股收益补偿的可能。这样的政策,自然得到了市场的欢迎,当时消息公布后第一个交易日股指就大涨9%。

不过,在股权分置改革后,市

值配售被认为是“丧失了法理基础”而被取消,改为重新以现金为基础进行申购。不过,那段时间同类品种一级市场的发行价通常要比二级市场的交易价要高不少,而随着市场的波动,破发逐渐成为常态,于是申购新股的无风险收益率也就基本不复存在。严峻的现实,迫使新股发行制度再作调整。

2013年底,又恢复了市值配售,不过这次要求在申购时同时缴纳全额保证金,而这对于普通投资者来说,很少有人能够做到,其结果也就形成了变相的申购新股专业户,他们只要买为数不多的二级市场股票,就可以持巨资在一级市场反复申购。由于期间新股发行价格被严格控制,以致无风险收益率再度飙升,也引起了很多不满。这样,就导致了最近对新股发行制度的修改,取消了缴纳全额保证金这样的要求,改为与15年前一样的中签后再缴款。

可以预期的是,这样一来一方面申购的中签率会大幅度下降,专事新股申购的资金恐怕又要寻找新的赚

钱方式了;另一方面,由此带来的无风险收益率也将大大下降,毕竟在不能确保中签率的情况下,来自新股的收益对于大多数人而言是只能忽略的。有人说,现在这种发行制度,相当于给每个买二级市场股票的投资者赠送彩票,至于能否“中奖”,那得看运气了,因为毕竟这是小概率现象。

其实,不管是市值配售还是全额保证金抽签,这些都只是形式。之所以这些形式都不能令人满意,问题在于它是建立在申购新股基本没有风险的前提下,使之不得成为稀缺商品。这种状况,显然是不正常的,也不是市场化的。以前一度实行新股发行价与二级市场交易价的接轨,但又被指责为“三高”而难以继续,最后就只能以行政手段压低新股发行价,改而在配售上想办法,尽可能做到公平一些。而公平的结果,就是无风险收益率的下降。这到底是好事还是坏事呢?只能让市场去检验了。只是在这里人们看到的是,新股发行制度的市场化改革依然任重道远。

(作者系申万宏源证券首席分析师)



## 关注“打新”新玩法

1992年之前  
内部认购和新股认购证

1993  
与银行储蓄存款挂钩

1996  
全额预缴款按比例配售

1999  
对一般投资者上网发行和法人配售相结合

2001  
上网竞价

2002  
按市值配售新股

2006  
IPO询价制+网上定价方式

2009  
完善询价和申购的报价约束机制,淡化行政指导,优化网上发行机制

2013  
恢复市值配售,要求在申购时缴纳全额保证金

2014  
新股需接受发行审批管理

2015  
取消缴纳全额保证金要求,公开发行2000万股以下的小盘股可由发行人、主承销商协商定价,低价持续发行原则

证券时报记者 李曼宁

时隔4月,IPO重启突至,沪指重回3600点,拟上市公司背后的“影子股”曲线受益上涨,最新消息是首批10家IPO公司将于20日左右发布招股说明书,再度激活投资者的打新热情。

上周,证监会宣布按现行制度恢复暂缓发行的28家公司IPO,并对新股发行机制做出了相应调整。申万宏源分析师认为,IPO重启,新的新股发行制度设计非常精心。除了刻意消除其对于资金面的影响之外,无风险回报也可能大幅下降。

所谓工欲善其事必先利其器,投资者还需关注打新新规,提前做好准备。此次IPO重启推出不少新玩法,其中,“预缴款”变“后缴款”和小盘股取消询价对投资者打新的影响最明显。

预缴款变后缴款被认为是核心调整项。新政取消新股申购预缴款,这意味着,打新资金由“预付费”变为“后付费”,投资者不必再为打新股卖老股,整个新股发行中投资者所需动用的资金将大大减少。参考今年发行的192家公司,网上投资者中签率平均为0.53%,网下投资者获配比例平均为0.22%。6月初25家公司集中发行时,冻结资金峰值最高为5.69万亿元,若采用新规,投资者实际仅需缴纳申购资金414亿元,为旧规则体系下的0.73%。

为避免可能出现的获配后“跑单”,证监会还制定了惩戒性措施,网上投资者若连续12个月内累计出现3次中签后未足额缴款,6个月内将不允许参与打新。

另一重要新规是小盘股(2000万股以下)取消询价,改由发行人和主承销商协商定价。证监会新闻发言人邓舸表示,直接定价发行对承销商的定价能力有较高要求,但发行成本低、发行周期短、效率高,适合小盘股发行。2014年以来已发行上市的317家企业中,31%的企业新股发行数量在2000万股以下,平均筹资额为2.7亿元,这类企业有降低发行成本的现实需求。该新规也被解读为小盘股IPO被低估程度或大幅下降,打新的一二级市场套利收益被摊薄,甚至可能面临跌破发行价的风险。

对此,中金公司王汉峰认为,IPO发行规则虽然改变,但新股上市后大涨的格局不会改变,“我们保守的预计,新股上市后的涨幅平均约为300%,尽管一些公司将直接对新股定价,但定价程序依然将受到例如市盈率等指标的限制。”

可以预见的是,在前述新政影响下,低位优质蓝筹、指数基金或受投资者青睐。英大证券预计,取消预缴款制度后,无论网上网下,打新会火爆,但网上申购需要对应市值的股票,市值股票的作用是拿到新股申购的参与权,赚钱在其次。波动小的优质蓝筹或蓝筹股会得到打新资金的青睐,深市新股发行多于沪市,因此深市蓝筹会更抢手。空仓或低位位的投资者可买入低位的优质蓝筹、蓝筹基金或是拿到新股申购参与权的指数基金。

翟超/制图