不破不立 破发风暴呼唤询价机制改革

2011-3-3　清科研究中心　张兰

兔年春节的鞭炮声犹在耳畔，“金钱永不眠”的资本市场更是消息连连，其中中国经济以全年国内生产总值 587.56 亿美元超越日本，坐上世界经济大国的第二把交椅成为市场上无可厚非的焦点。而与此同时，境内 IPO 市场所交出的答卷则略显寒酸，2011 年 1 月在境内资本市场发行的 31 支新股中，16 支首日即破发；加上二级市场表现不佳，股市自 2010 年四季度起开始震荡下行，沪深两市一片愁云惨淡。大中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心针对此现象，通过企业上市数据的比较分析，并结合现行的 IPO 前夕路演询价机制进行了解读。

新股破发频频 “三高”问题凸显

2011 年 1 月在境内资本市场上市 31 家企业中，共有 16 家企业上市首日破发，占比高达 51.6%，其中有 6 家在深圳创业板上市，7 家在深圳中小板上市，3 家在上海证券交易所上市；除“安居宝”、“海立美达”以发行价开盘外，其余 14 只股票均是跳空低开。沪市二十年第一高价股“华锐风电”以 90.00 元的超高发行价登陆上交所，首日便舔舐到 9.6%的跌幅，并一发不可收拾的持续下跌。16 家首日破发的企业中的 9 家有 VC/PE 机构支持，占比达到 56.3%。

表 1　2011 年 1 月中国企业境内上市首日破发统计

企业名称	上市时间	上市地点	筹资额（亿元）	主承销商	发行价	首日开盘价	首日收盘价	首日回报	VC/PE[①]
安居宝	2011-01-07	深圳创业板	8.82	国信证券	49.00	49.00	47.70	-2.7%	深圳和泰成长创投(VC)、广州海汇投资管理(VC)、广发信德(PE)
海立美达	2011-01-10	深圳中小企业板	10.00	安信证券	40.00	40.00	39.36	-1.6%	N/A
秀强股份	2011-01-13	深圳创业板	8.19	华泰证券	35.00	34.18	33.58	-4.1%	江苏高科投(VC)、江苏鹰能创投(VC)、高投名力(VC)
华锐风电	2011-01-13	上海证券交易所	94.59	安信证券、中德证券、中信证券、华融证券	90.00	87.00	81.37	-9.6%	新天域(PE)、瑞华丰能(VC)、天津德同(VC)、颐源智地(VC)、盛景嘉华(VC)、益通森源(VC)
司尔特	2011-01	深圳中小	9.88	宏源证券	26.00	23.50	23.94	-7.9%	长江创投(VC)

① N/A 说明该上市企业没有 VC/PE 机构支持。

企业名称	上市时间	上市地点	筹资额（亿元）	主承销商	发行价	首日开盘价	首日收盘价	首日回报	VC/PE①
	-18	企业板							
新都化工	2011-01-18	深圳中小企业板	14.23	西南证券	33.88	29.90	29.60	-12.6%	华侨投资(PE)
亚太科技	2011-01-18	深圳中小企业板	16.00	东兴证券、招商证券	40.00	33.00	34.50	-13.8%	同创伟业(VC)、湖南唯通(VC)、兰石创投(VC)
鸿路钢构	2011-01-18	深圳中小企业板	13.94	广发证券	41.00	35.30	38.31	-6.6%	N/A
风范股份	2011-01-18	上海证券交易所	19.22	申银万国	35.00	29.97	29.96	-14.4%	维科创投(VC)
天瑞仪器	2011-01-25	深圳创业板	12.03	东方证券	65.00	59.00	54.16	-16.7%	江苏高科投(VC)、高玉创投(VC)、国发创新资本(VC)、同创伟业(VC)
东方国信	2011-01-25	深圳创业板	5.63	广发证券	55.36	53.00	47.95	-13.4%	N/A
迪威视讯	2011-01-25	深圳创业板	5.70	中信建投	51.28	48.00	44.00	-14.2%	东方富海(VC)、深港产学研(VC)、深港优势创投(VC)、浙商创投(VC)、华睿投资(VC)
万达信息	2011-01-25	深圳创业板	8.40	民生证券	28.00	26.57	24.60	-12.1%	N/A
博威合金	2011-01-27	上海证券交易所	14.85	国信证券	27.00	25.50	25.75	-4.6%	N/A
中化岩土	2011-01-28	深圳中小企业板	6.22	海通证券	37.00	36.10	35.92	-2.9%	N/A
万和电气	2011-01-28	深圳中小企业板	15.00	平安证券	30.00	28.35	28.03	-6.6%	N/A

来源：清科研究中心 2011.03 www.zdbchina.com

自 2009 年下半年境内 IPO 市场重启以来，企业上市数量、融资额、VC/PE 机构投资活动均屡创新高，市场陷入一种近似疯狂的状态。发行市盈率节节攀升，市场估值严重偏离正常区间。由于过高发行价几乎榨干了新股上市之后的上涨空间，一月份的首日破发风暴成为“三高”问题的集中体现，尽管过去的几年来，“申购新股”已几乎成为稳赚不赔的代名词，然而随着新股破发屡见不鲜，参与新股上市公开认购的基金账面浮亏已经过亿，而抱着“打新股”心态的股市散户更是叫苦不迭。

表 2　2008-2011 中国企业境内上市环比统计

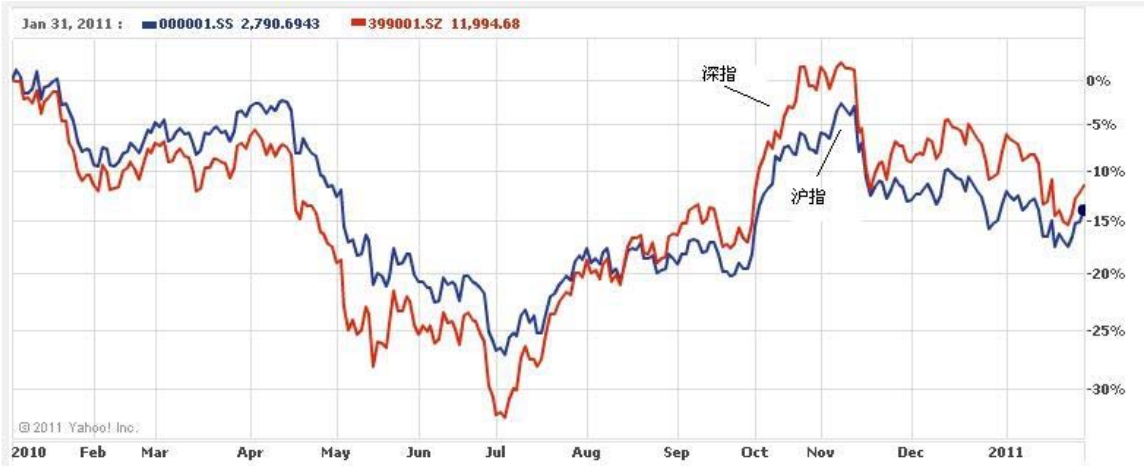
年度	发行 P/E	增长率	平均首日回报	增长率
2008	27.08	-	114.4%	-
2009	51.29	89.4%	74.4%	-35.0%
2010	58.52	116.1%	41.2%	-64.0%
2011.1	77.80	51.7%	5.5%	-92.7%

来源：清科研究中心 2011.03 www.zdbchina.com

二级市场萎靡不振 新股上市雪上加霜

新股破发现象的频现，二级市场同样难辞其咎。新股上市的表现与二级市场的大环境休戚相关：在牛市中，投资者对市场预期良好，认购热情较高，如 2009 年 IPO 重启后的第二单--“万马电缆”的超额认购倍数达到 750.00 倍。在整体大盘的涨势推动下，新股上市后由于不受涨跌幅限制，表现往往极为抢眼，“万马电缆”上市仅 10 多分钟涨幅超过 100.0%。而一旦二级市场表现不佳，新股上市同样可能遇冷，如 2010 年 1 月至 2011 年 1 月，境内资本市场几经起伏，新股破发的数量与股市走势基本保持一致，例如 2010 年二季度 5 月份由于房价调控、加息预期、股指期货推出等多重影响，沪深股指大幅下跌，新股破发个数也到达全年最高的 9 个。

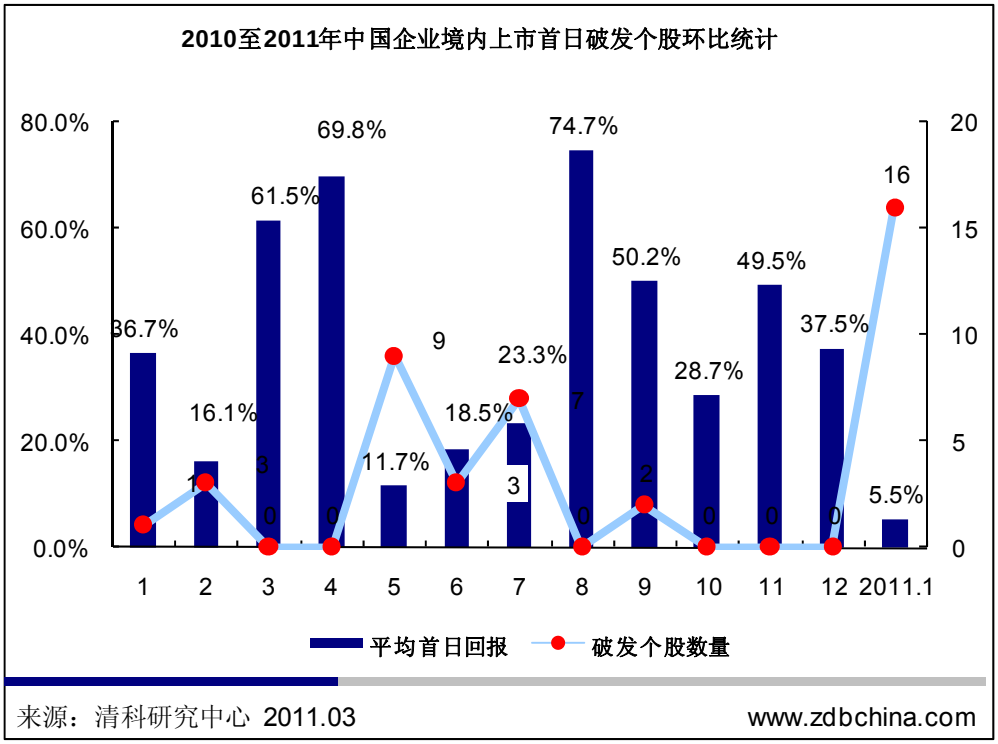
图 1 2010 年 1 月 4 日至 2011 年 1 月 31 日沪深股指走势



注：图中红色线为深指，蓝色线为沪指

来源：finance.yahoo.com

图 2　2010 至 2011 年中国企业境内上市首日破发个股环比统计



2011 年 1 月出炉的 2010 年经济数据尽管符合预期，并未对股市产生严重影响，但是由于担忧 CPI 继续走高、进一步的加息预期，市场普通持观望态度，沪深两市再次下跌；而 2010 年 IPO 市场的繁荣，使市场对 2011 年资本市场的发展充满了期待，发行市盈率更是攀升至 77.80 倍。二级市场的不景气使得本就定价过高的 1 月份境内新股遭遇滑铁卢，新股破发数量也达到 2009 年来的历史最高。

表 3　2010-2011 年中国企业境内上市首日破发个股月度环比统计

月份	平均首日回报	首日破发个股数量	上市数量	比例
2010-01	36.7%	1	37	2.7%
2010-02	16.1%	3	24	12.5%
2010-03	61.5%	0	30	0.0%
2010-04	69.8%	0	30	0.0%
2010-05	11.7%	9	26	34.6%
2010-06	18.5%	3	28	10.7%
2010-07	23.3%	7	25	28.0%
2010-08	74.7%	0	31	0.0%
2010-09	50.2%	2	29	6.9%
2010-10	28.7%	0	21	0.0%
2010-11	49.5%	0	29	0.0%
2010-12	37.5%	0	37	0.0%
2011-01	5.5%	16	31	51.6%

合计	**41.2%**	**41**	**347**	**11.8%**

来源：清科研究中心 2011.03 www.zdbchina.com

高定价 IPO 成为“印钞机” 现行询价机制的“不能说的秘密”

除去二级市场的环境因素，高市盈率、高定价新股的集中涌现现象，与 IPO 收益网络中各方既得利益者的“默契合作”有着千丝万缕的联系。

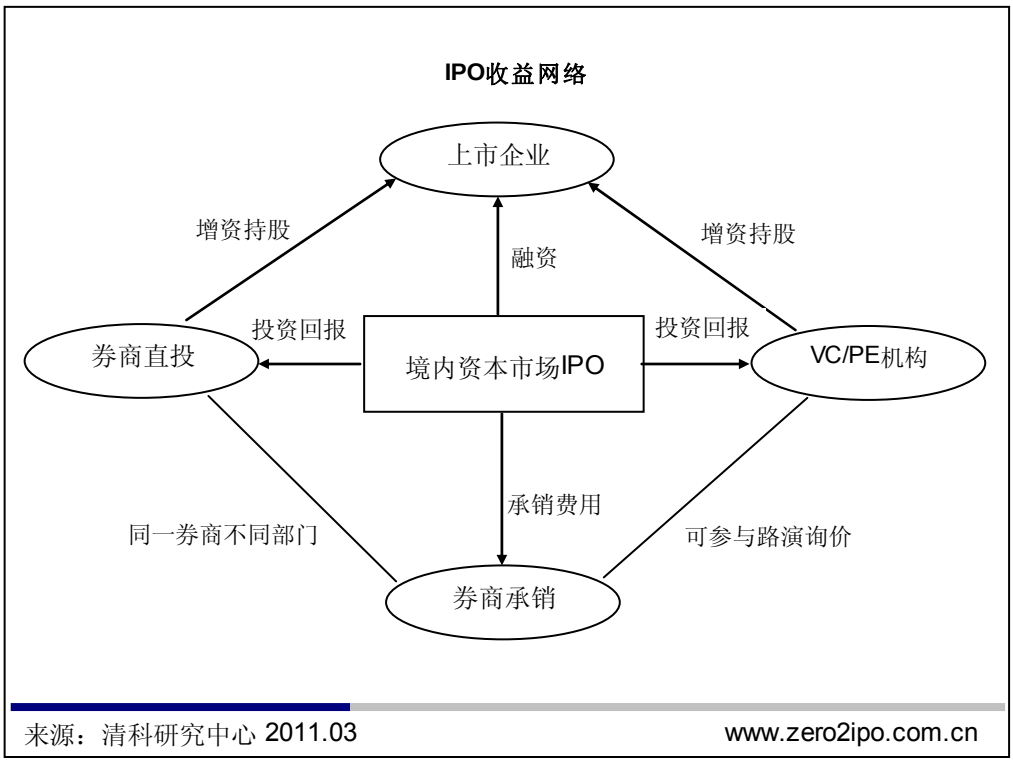
首先，对上市企业而言，IPO 所带来的巨额融资，能够大幅提高企业的市场估值，带来充足流动性；而上市企业高管的身价也随之水涨船高。发行价越高，企业估值与高管身价也越发不菲。

其次，担任 IPO 承销商的证券公司及保荐人，可以从 IPO 中获取相应比例的承销费用。保证上市公司获得理想的发行市盈率，一方面可以作为承销商和保荐人带来更高的承销保荐收入，另一方面也可以为承销商及保荐人在今后的同业内竞争中增加砝码。

再次，自 2009 年 5 月，证监会下发《证券公司直投业务试点指引》以来，券商直投已成为 VC/PE 机构的重要组成部分。从 2010 年全年 13 起有券商直投参与的 IPO 案例来看，其中 12 家上市企业的直投券商与承销商隶属于同一证券公司。尽管具有券商直投资格的券商面临十分严格的监管制度，部门间基本均设有防火墙机制，但是近水楼台先得月，“保荐+直投”模式仍然难以避嫌。对于券商直投，高发行价可以为其带来可观的投资回报。

最后，对于 VC/PE 机构投资如火如荼的境内资本市场而言，高发行价给其带来的高额投资回报更是不容小觑；而面临日益激烈的 VC/PE 业内竞争，在不断推高 VC/PE 注资被投资企业市盈率的同时，也为 VC/PE 渴求通过更高的 IPO 发行市盈率退出埋下了伏笔。

图 3　IPO 收益网络



因此 IPO 定价的提高，将为企业、券商、投资机构三方带来更高收益。尤其是在现行的询价机制下，整个 IPO 收益网络中 VC/PE 机构、承销商及保荐人、上市企业，甚至二级市场的投资机构，多方利益相互绑定，网络中各节点的参与者都将从高 IPO 定价中获益。

2010 年 8 月 20 日，证监会发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》提出，在目前可参与询价和配售的包括证券投资基金公司、合格境外机构投资者（QFII）、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司和财务公司等六类机构的基础上，适度扩大网下询价机构的范围。该《指导意见》于 2010 年 11 月正式实施，随着新股发行体制改革即将进入第二阶段，IPO 的询价流程中可以由主承销商推荐一定数量的具有较高定价能力、优质长期的机构投资者参与网下询价和配售，因此，在发行时参与询价和配售的除了原有的询价

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16347