

新理财杂志征订开始了
最新会计课程开班了!
2012年财会信报征订
《税务规划》期刊优惠
轻松搞定会计职称考试



2011年注会考试网络速
中国CFO的梦想课堂
陪小艾来一次会计长途
会计继续教育辅导年检
会计考试保通过只考一



会议专区 投资观察 上市公司 投资融资 理财规划 纳税筹划

中华财会网 > 投资理财 > 投资融资 > 正文

两轮破发潮引价值回归 新股市盈率半年跌六成

2011-08-08 09:39 来源:《新世纪》周刊

阅读: 打印

“市场不应由行政部门来判定，今天买什么，推什么，应放在桌上，让大家挑”

经历了两轮史无前例的破发潮后，新股价格正逐步回归理性。

今年年初，新股首发平均市盈率曾高达72.91倍，此后三个月，首发市盈率降至55倍左右水平，直到6月，新股首发市盈率达到平均27.73倍的估值水平。

很多人将此次新股低市盈率上市，视为新股发行市场化改革成功的信号。上海证大投资管理有限公司董事长兼总裁朱南松表示，经历过破发潮涌、新股发行中止等异于往年的市场变化后，新股发行正经历一个价值回归的过程。

5月26日，证监会主席尚福林在一次会议上表示，“自2009年以来进行的两轮新股发行体制改革基本达到预期效果。”他表示，近两年的改革推动了市场约束机制的强化，也让市场参与者明了，一级市场是有风险的。

资本市场人士简直认为，今年出现的类似八菱科技因询价机构不足而中止发行的案例，可视为发行改革出现效果的案例。

而在投行界人士看来，新股破发以及现在逐步回归理性，除表明新股发行体制改革效果初显外，也意味着新股发行市场各方议价能力的逐步平衡。“今年以来，买方的议价能力越来越强。”北京一位投行高管表示。

作为询价机构的基金、信托、保险等机构，面对新股频频破发的现实，它们开始将部分承销券商列入黑名单。“定价能力差、总让投资者赔钱的券商，以后会越来越难吸引到买家。”朱南松说。

多位接受采访的机构人士表示，新股改革的市场化能有进一步改革空间更好，“如询价议价也能尽快从网下走向网上，让普通散户也可以自行决定价格。”

简直指出，新股发行过程中类似被扭曲的研究报告、形同虚设的防火墙及被某一群体主导的发行价等现象仍表明，发行制度改革仍有较大空间。“因为审批制度而导致的新股供不应求，是上述种种曲象的根源。如果不搞审批，企业自己决定发行的话，不会有这些事。”简直说，“市场是海量信息，不应

频道推荐

- 做一个精于理财的“慳钱族”
- 职场人薪酬太稳定 白领工资伤不起
- 第三套旧版一角纸币暴涨 如何从旧币中赚
- 铺好黄金投资的安全垫
- 投资理财应谨防假币骗局

点击排行榜

图片新闻

其他

由行政部门来判定，今天买什么，推什么。应放在桌上，让大家挑。”

IPO滑铁卢

6月2日，双星新材(54.07, -0.92, -1.67%)(002585.SZ)登陆深圳证券交易所，上市首日即跌破55元的发行价，以48.7元收盘。此前网上网下发行时，双星新材均创下网上中签率65.5%的A股历史新高。而双星新材的网下询价机构24家，获配5家，其中4家为新华资产管理股份有限公司旗下机构，也就是说，新华资产一个机构，包揽了网下97%的获配比例。

截至6月30日，双星新材收盘价为42.3元。以此计算，新华资产浮亏近1亿元。就此问题，新华资产管理公司总裁李全拒绝回应。

虽然破发，虽然配售如此集中，但双星新材也算顺利发行上市。八菱科技便没有那样“幸运”。

6月7日，八菱科技因询价机构差一家不达20家，成为A股历史上首家中止发行的公司。

多位投行人士为此叫好。他们认为，新股发行中止是近期新股破发潮发展的高峰，此举意味着新股发行市场化改革方向受到市场肯定；同时，经历两轮新股发行体制改革后，发行的市场化约束机制正逐步凸显。

一位经常参与询价的投资公司李姓高管表示，发行市场的承销商通常分三类，一类比较考虑给投资者回报；二类则无视投资者回报，“只要发得出去，就可以”；三类介于两者之间。他认为，此次民生证券中止发行盖因“作业不过关”。

据中国证券业协会会长黄湘平介绍，截至今年3月，在协会登记备案的常规类询价对象共计有275家，包括证券公司82家、基金公司60家、信托公司42家、财务公司41家、保险机构投资者13家、QFII37家。

此外，为扩大询价范围，证监会允许每个保荐机构可在其客户中，自主推荐10家具有实力的机构作为询价机构。目前，共计有54家保荐机构自主推荐了315家询价对象的登记备案工作。

“也就是说，目前市场上有590家有资格的询价机构，如果连其中20家都找不到的话，一方面说明对当前市场的低迷认识不足，另一方面的确是工作程度不够。”黄湘平说。

不过，八菱科技还有卷土重来的机会。根据《证券发行与承销管理办法》第32条的规定，“中止发行后，在核准文件有效期内，经向中国证监会备案，可重新启动发行。”

八菱科技的保荐机构为民生证券。Wind统计显示，一季度IPO市场，民生证券摘得承销数量季军。一直以来，民生证券在投行业务方面处于中等水平，今年一跃而上成为第一梯队成员。由去年排名14位的位置直升季军，被视为承销界“黑马”。

破发潮倒逼

今年可谓是“破发年”。数据显示，今年是新股中签率高，破发率高的“双高”时点。统计显示，3月成功上市的公司共有34家，其中11家上市首日便出现破发，破发率达到32%之高，同比飙升21.3个百分点。

与此同时，新股上市首日便出现破发的情况更为严重。今年1月，成功上市的31家公司中有16家破发，破发率高达52%，2月，破发率有所下降，但2月“打新”中签率明显居高，高出1月1.8个百分点左右。3月，在出现破发的11只个股中，中签率高于1%的就有8家之多，占比达73%。

中签率高低与破发概率，有较显著的正相关性。中签率高则破发率高，反之亦然。

在破发潮逐渐汹涌的背景下，新股发行开始出现询价机构严重不足而凑数的现象。

朱南松表示，自今年4月起，越来越多的券商开始找上门，要求在其新股询价中凑数。“买不买无所谓，就是参与一下，达到规定的数量就行。”

北京一位机构投资公司高管表示，目前已有多家承销商位列机构投资者“黑名单”。如光大证券(1.93, -0.10, -0.83%)自去年三家公司被否后，今年一季度，再次成为被否概率最高的券商。在其上报的3个项目中，有2个项目被否，被否概率67%。

“像这种无视投资者利益的券商，发行的新股如果多次让投资者亏损，便可能会遭遇报复。机构投资者不去报价很正常。”上述人士说。

“经此一役，之前创业板新股上市‘三高’的疯狂现象可望得以抑制。”朱南松认为，新股破发潮及发行中止，均体现了市场化约束机制正日益发挥巨大作用。

Wind数据显示，今年以来发行的新股市盈率亦节节下降。创业板4月上市的新股平均首发市盈率高达59倍，5月则已降至42倍，6月降至31倍。中小板公司中，4月上市的新股首发市盈率为55倍，5月为43倍，6月为28.9倍。

另外，目前正在发行但还未上市的多只创业板及中小板新股，仍然呈现出低市盈率、低价发行情况。如创业板公司中的瑞丰新材(24.260, -0.43, -1.74%)，首发市盈率仅为22.54倍，首发价格为16元。

研报的游戏

相对没有议价能力的网上定价而言，新股发行的网下定价是一场激烈的拉锯战。

对买家机构而言，发行价一度被投行和发行人“绑架”——报得低，没法中；报得高，会被套。如今，作为“绑架者”的投行，却越来越强烈地感觉，“询价机构的定价能力很强了。”

华泰证券投资银行事业部总经理宁敖介绍，一般来说，一个拟发行上市公司的定价过程涉及投行、研究部、资本市场部及基金、券商等询价机构。而整个定价过程，基本是发行人、投行、询价机构三方的博弈。券商投行部在对拟上市公司尽职调查完成、撰写招股说明书的同时，券商研究部会出具独立的投资价值研究报告，提出初步价格区间。

“无一例外，所有承销券商的研究部对本券商承销股票的价格都会有特别高的推荐。”北京一位私募机构人士说。

前述6月2日上市的双星新材虽发行价定为55元/股，但在路演推介时，光大证券研究所行业分析师给出的估值区间为70.76元-81.00元/股。

“这些报告肯定对我们有暗示作用。”前述私募机构人士表示，相对券商、基金而言，他们没有专业的分析师力量去跟踪上市公司，因而很大程度上会受承销商所出具报告的影响。

按照规定，券商内部的投行与研究部门之间设有防火墙。在部分合规的大券商管理中，执行也相对严格。据宁敖介绍，公司研究部人员出具报告，不会受到投行部门任何的业务干扰或激励。即便最终投行部对研究所出具的新股定价区间有异议，投行部也仅限于提出自己的依据，他们无权要求研究所修改新股定价。

但在少数中小券商内部，由于获得承销业务较为稀缺，防火墙形同虚设。“碰到有承销的项目上市，我们研究部人士便会临时借调到投行部，配合他们撰写询价报告。”一位中小型券商研究所人士告诉财新《新世纪》记者。

北京一位券商高管甚至说，对于一些中小券商，无法提供专业的研究员跟踪细分行业，因此报告多由券商投行部人员写好，最终以研究所某研究员的名义对外发布。

根据媒体统计，国信证券自2010年以来，对其保荐的15家公司发布了33次研报，评级无一例外均为“推荐/谨慎推荐”。此后，15家公司中，7家跌破发行价，2家业绩出现变脸，还有2家涉及该券商直投子公司所投公司。

被绑架的询价

“这是一个买方、卖方相互探底的过程。”北京一位投行高管如此描述询价。

投行与买方之间一个常见的分歧，是对发行公司盈利能力的估值。投行常会夸大发行人的盈利能力，而买方机构会对投行估值报告打折。

如国信证券最近为其承销发行的恒大高新IPO，开出36.09元-39.42元估值，而买方报价最高者东海证券报价也只有25.8元，最低者中信证券(11.97, -0.02, -0.17%)报价只有14.1元。国信证券最终将发行价降至20元，比其原来的估值下限缩水了16.09元。

宁敖介绍，IPO定价过程中，投行部通常考虑四个因素，即基金的平均价、所有基金公司的中位价、所有机构的平均价和所有机构的中位价。

同时，投行会参考所设定价的覆盖率，如价格区间的上限是30元，下限15元，最终定价确定为23元，投行需要考虑23元这个价格的覆盖率。是10%的覆盖率？还是80%？“通常50%左右的覆盖率比较适宜。”宁敖说，基本上这是目前国内投行普遍采用的定价原则。

具体到价格区间的确定上，一位投行高管表示，他们通常采用两种方法，折现现金流法和相对估价法。前者是指将未来某年的现金收支折算为目前的价值，后者则是将该上市公司与其同行业可比公司的各种比率(如市盈率、市值/账面值等)进行比较。在实际应用中，投行往往会根据上市公司的特点，将两种方法结合使用。

但同样的定价机制在买方、卖方那里，仍然是完全不同的效果。“模型是一样的，但具体的参数则取决于个体判断。”深圳一家私募基金经理表示，询价的主导者还是投行，他所了解的为数不多的案例中，如有不符合投行预期的价格出现，他们甚至会出动各方力量公关询价机构。“都是一个圈子的，不好驳面子。所以最终的发行价，只能是被投行和发行人绑架的结果。”

北京一位投行高管则表示，发行人当然希望价格高一些，投行永远需要在发行人和询价机构间做出平衡。“但今年破发率这么高，投行不情愿包销。”

相关新闻

我要评论

文明上网 理性发言

发表评论

电话: 010-88155800 010-88155700 地址: 北京市海淀区西四环北路146号三层(100142)

Copyright www.e521.com All Rights Reserved

北京未名集团 中华财会网 版权所有  京ICP证010498号