

IPO 开闸暴露 A 股诸多矛盾

■ 苏培科

这次 IPO 开闸依然暴露出诸多矛盾，虽然新股发行制度经过了多轮改革，但依然不到位。

从这次拿到上市批文的公司和首批发行的公司定价来看，显然有些迫不及待地对外披露和路演，都想夺门而出。主要是排队和等待时间太久了，他们已经顾不了披露策略和上市时机的选择，为了尽快上市纷纷压缩发行规模、压缩发行价格、老股转让“临阵归零”(招股书预披露老股要转让，上市前取消转让)，其实是为了避免节外生枝，担心夜场梦多。

这一次 IPO 开闸充分显现了 A 股市场核准制发行存在严重压抑，企业 IPO 路径严重畸形，千军万马挤独木桥，结果自然是新股“堰塞湖”和权力发审增加企业上市隐性成本。

解决问题的办法就是加快 A 股市场化改革和开放，而新股发行制度市场化改革的关键之举就是“注册制”，但有人担心注册制，认为在核准制下都很难保障上市公司的质量，一旦搞注册制会泥沙俱下，会让市场大乱。其实大可不必担心，现在很多人对于注册制的认识有误区，他们简单的采取“二分法”来认识注册制与核准制，以为不被权力发审的注册制就是“自由市场”，以为只要符合条件、没有审核、猪马牛羊都可以上市，其实不然。

当然注册制也不是没有任何的实质性审核，只是证监会不做实质性审核，证监会只负责监督之职，但实质性审核是由交易所和中介机构来承担的。所以说，注册制并非是完全自由放任的自由市场，反而合规监管更加严格，除了要求发行人将依法公开的各种资料完整、真实、准确地向证券主管机关呈报并申请注册，还得回答主管机关层出不穷询问，这些回答不能有任何作假，一旦发生欺骗，公司不但上不了市，而且还会受到法律的制裁和各种诉讼赔偿，同时还得接受社会公众的全方位监督，其实约束条件更多了，虽然只要符合上市条件的公司都可以申请上市，而不是目前的随意“闯关”。

其次，新股随意压缩发行规模、压缩发行价格，股价像根弹簧一样，伸缩度太大，这说明中介机构和发行人对 IPO 的定价、定量不严肃，投行等中介机构的专业性水



分太大，当然发行市盈率 and 价格的伸缩与监管部门的窗口指导和发行人为了发行成功不择手段有关，并非真正市场化的结果，如果再一味地行政干预市场谈何市场化配置资源？而且过度的行政干预会让 A 股市场更加扭曲。

第三，如果刻意压缩发行价，就成了鼓励全民打新股的恶规则，就会与抑制“三高”的初衷发生背离。首批发行的 4 家公司（雪浪环境、龙大肉食、联明股份、飞天诚信）发行价和发行市盈率远低于同行业平均水平，联明股份此次发行价格为 993 元 / 股，对应市盈率为 1343 倍，低于相关行业 2013 年静态市盈率 2283 倍；飞天诚信确定此次发行价格为 3313 元 / 股，发行市盈率 16.57 倍，远低于相关行业最近一个月平均静态市盈率 5203 倍；龙大肉食发行价格为 979 元 / 股，市盈率为 19.58 倍，低于相关行业最近一个月静态市盈率 2301 倍；雪浪环境发行价为 1473 元 / 股，对应市盈率 22.17 倍，也低于相关行业最近一个月平均静态市盈率 3007 倍。

如此定价要么说明新股发行价被低估了，要么同行业其他公司被高估了，或许新股的发行定价是理性的，但在行业整体估值远高于新股发行价的情况下，在新股发行供给节奏和数量人为控制的情况下，新股像稀缺资源一样推出能不被炒作吗？监管部门之所以“窗口指导”压低发行价主要是想抑制上市公司的超募行为，想减少上

市公司的圈钱冲动，但在目前市场估值整体扭曲的情况下，“理性”的定价往往就显得有点不正常，“理性”压低发行价反而 would 鼓励各种资金去打新股，从网下配售认购的情况来看，大都超额认购 200 倍左右，而网上申购的积极性也空前高涨，联名股份网上认购超过了 515 倍。

不过这次不同以往的是，由于网上认购活跃，超额认购超过了 150 倍，网下配售大比例回拨至网上，网下仅剩 10% 的筹码，机构网下中签率远低于网上，这次看似个人投资者在网上获益，但这未必意味着新股发行制度改革成功，也未必每次网上认购都会超过 150 倍，这种利益让渡式的回拨机制并未触及发行制度的问题核心，仅通过压低发行价来抑制新股“三高”不太现实，如果二级市场股价普遍高于新股发行价，新股的洼地效应自然显现，追新炒新自然就不难理解了，全民炒新和新股不败恰恰就是中国股市 IPO 的核心矛盾之一，如果人为制造洼地效应，自然会有大量资金囤积炒新。

从新股上市后的表现来看，除了上市首日的充分炒作，“秒停”至熔断上限价之外，首日之后的几个交易都会连续拉出涨停，直至新股充分换手和估值分化后才会走向正常化，而这个从一级市场发行至二级市场分化的过程恰恰又是一场暴利分配的过程，旨在“协调一、二级市场利益”的新股发行制度改革并没有完成这一使命，虽然纳入了市值认购和不断“打补丁”修正，

但如果不断斩断 IPO 利益链条、不解决真正市场化发行机制的问题，新股定价就难以市场化，“理性”压低反而会变成另一种利益输送的行为，不但会进一步鼓励全民打新，也会进一步巩固 IPO 既得利益者和特权机构快速牟利的途径。

窗口指导让发行人自裁发行价，虽然可以压制 IPO 的发行价和上市首日的股价，但会转化到上市首日之后的若干天连续涨停，只是换了一种方式而已，由以前上市首日高价套现变成逐步套现，让“三高”延后发生。

第四，老股转让“临阵归零”充分说明存量发行制度已经彻底失败，在 A 股市场没有发挥实际作用，仅仅成为老股套现的工作。当时允许持有 3 年以上的老股转让，启动存量发行的目的是为了增加新上市公司可流通股数量，缓解单只股票上市时可交易份额偏少的状况，让老股东转让股票对买方报价形成约束，进一步促进买卖双方充分博弈，促进新股合理定价，并用老股转让来缓解“超募”问题和缓解未来的限售股解禁减持问题。出发点显然是好的，只是在中国股市一切美好的初衷都有可能走偏，尤其在“三高”利益链条没有根除的情况下，指望主承销商主导下的发行定价走向合理无异于前人做梦，结果自然会沦为业绩包装公司、前景不明朗公司减持套现的工具。显然，制度创新需要土壤，需要全面系统化的改革，而不是照猫画虎地东拼西凑。

3 新股上市再现秒停 机构打新受挫炒新成主力

■ 李智

6 月 26 日可谓“新股日”：在 A 股市场上，3 只新股上市后集体秒停，受此鼓舞，次新股板块也全线飘红，12 只个股涨停；在港股市场上，也有 3 只新股上市，不过，他们的命运是全线破发。

A 股市场上新股大涨的背后推手是谁？港股市场上新股又为何集体破发？记者将为您详细解读。

26 日，面对交易所限炒新规的严防死守，面对龙大肉食、雪浪环境以及飞天诚信上市前发布的风险提示，早已磨刀霍霍的各路炒新资金还是用疯狂的追捧来表达自己的态度。

虽然新股上市首日出现大涨已在各方预料之内，但令人意外的是，在昨日上演的“炒新揭幕战”中，网下配售遇挫的机构冲在了炒新第一线，以丰厚成果完成逆袭。记者注意到，龙虎榜数据显示，昨日全天成交额为 53374 万元的雪浪环境，位列买入第一的机构专用席位就独吞 526.57 万元。

换手率最高仅 2.71%

26 日 3 只新股上市，分析人士认为，从市场表现看，改进版的新股限炒令还是没有熄灭炒新资金的热情。虽然新规缩短了上市首日首次临停时间并取消第二次临停规定，但昨日上午的龙大肉食、雪浪环境和飞天诚信，不约而同地以“涨停”取代停牌，让各路原本打算首日抢筹的资金“干瞪眼”。以发行价格为 979 元 / 股的龙大肉食为例，公司在 A 股市场亮相的首笔成交价就达到上涨 20% 的上限，即 1175 元 / 股。紧接着，第二笔成交直接定格在 1295 元 / 股，即较开盘价上涨约 10%，由此开始了半个小时的首次停牌。

龙大肉食在 10 时复牌后，直接飙升至全日最高价 1410 元 / 股，也达到了 44% 全日涨停上限，进入类似于涨停的状态。虽然巨量买单挂在 1410 元 / 股的价格上苦等，但中签者惜售情绪明显，截至昨日收盘，涨停价上还有约 136 万手买单。

记者注意到，龙大肉食上市首日换手率仅为 2.71%，换言之，仅有不足 3% 的中签者选择在昨日卖出。而雪浪环境和飞天诚信的换手率更低至 1.26% 和 1.06%。



分析人士认为，交易所最新修订的上市首日交易规则，最大的变化是延长新股有效交易时间，通过引导新股首日充分交易来抑制炒新。但从目前情况看，新股“秒停”情况依旧存在，首日成交仍显清淡。Choice 数据显示，2014 年初发行的 48 只新股中，有 44 只首日换手率都超过了 2%。

雪浪环境停牌涨幅引争议

事实上，26 日 3 只新股首日大涨早在各方的预期之中。在深交所宣布新股上市消息后，很多投资者也开始对照交易规则紧锣密鼓地制定出各自的炒新计划，希望尽早搭上新股大涨快车。然而，当 26 日 3 只新股上市后，其停牌涨幅和价格却被部分投资者认为，与规则的要求有差异。

按交易所公布的规则，新股上市首日开盘价较发行价最大涨幅为 20%，较开盘价上涨 10% 后首次停牌，由此推算，首次停牌时个股涨幅约为 32%。但实际情况是，3 只新股首次停牌涨幅并不一致：龙大肉食为 32.28%，飞天诚信为 32.03%，但雪浪环境首次停牌时涨幅却达到 35.71%。这一情况引起各方关注，市场上甚至出现“摆乌龙”的质疑。

记者注意到，26 日下午，深交所官方微博对上述质疑进行了回应，称昨日雪浪环境以 17.68 元开盘，进入连续竞价阶段，瞬间成交价格涨至 19 元（较开盘价涨幅

7.47%，尚未达到 10% 的停牌阈值），由于卖盘稀少且价格档位差距较大，下一笔成交价格直接跳至 1999 元，较开盘价涨幅 130.7%，超过 10%，从而触发停牌指标，被实施临时停牌至 10 时，符合深交所《关于完善首次公开发行股票上市首日交易机制有关事项的通知》中“盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过 10% 的，本所对其实施盘中临时停牌”的规定。

一位业内人士表示，从深交所回应来看，虽然规定了股价较开盘价上涨 10% 的停牌线，但最终停牌价格及涨幅是由首笔达到或者超过停牌线的成交所确定的，这也就解释了为何 3 只个股停牌涨幅及上市首日收盘最终涨幅有差异的缘故。

机构成炒新主力

26 日上市的新股遭遇爆炒，那么，哪些资金成功抢筹了呢？

记者注意到，龙虎榜数据显示，26 日雪浪环境成交额为 53374 万元，但仅有 3 个席位“秒杀”成功。其中位列第一的机构专用席位独占 526.57 万元的买入额，位居买二和买三的营业部席位仅分别购得 692 万元和 2499 元。无独有偶，昨日累计成交 2081.06 万元的龙大肉食也现身龙虎榜，占据买一的同样是机构专用席位，买入金额为 923.56 万元。

亏损互联网企业 登陆 A 股有门

■ 王晓宇

如何留住国内优质互联网企业，让 A 股投资者分享其“成长盛宴”是监管层研究的重要课题之一。日前，证监会、沪深交易所及并购领域的领军券商在深圳召开座谈会。与会人士透露，会议就上市公司实施重大资产收购亏损互联网企业取消盈利预测进行深入探讨，而取消后的争议焦点在于如何对亏损的互联网企业进行估值定价。

据悉，此次座谈会主要分为两大议题：一是探讨并购中使用的金融工具。目前，大部分的并购重组还是采用股份和现金来支付，不能满足实际需要。未来将稳步推进优先股、定向可转债、定向权证等多元化工具的使用；二是探讨取消重大资产重组中的盈利预测规定，尤其是那些以中短期仍盈利无望的互联网企业为标的的上市公司收购，取消强制盈利预测更迫在眉睫。

某不愿具名的上市券商并购部相关负责人表示，监管层对互联网企业登陆 A 股保持积极而开放的态度，但囿于现行法规对企业上市的财务性指标要求较高，亏损互联网企业 A 股 IPO 之路短期方向难明。然而，在现行法规框架下，上市公司对这些亏损的互联网企业实施重大资产收购并无法律障碍，但从操作层面看，现行强制规定盈利预测并不适应互联网行业特征。

根据相关规定，上市公司购买资产的，应当提供拟购买资产的盈利预测报告，并且被收购方主要股东还要对未来三年的盈利作出承诺。

去年，以网络游戏为标的的上市公司“触网”并购潮起，其中不少收购标的过往业绩平平，但却给予了高增长的业绩预期。例如，天舟文化收购的神奇时代 2011 年、2012 年净利润分别为 -760 万元和 3038 万元，2013 年 -2015 年的业绩预测分别为不低于 0.8615 亿元、1.201 亿元和 1.5014 亿元，年复合增长率超过 150%。

“监管层要求上市公司在做重大资产收购时预测三年盈利的初衷是希望收购以增厚经营业绩为主。然而，互联网行业的生命周期决定了预测盈利很难，并且 3 年时间太短了。”上述并购人士进一步分析道，许多国内鼎鼎有名的互联网企业在赴美上市之初，盈利能力也不乐观。以电商大佬京东商城为例，公司自 2004 年成立以来持续亏损，直到去年底方勉强盈利。然而，连年亏损并不影响京东爆发式增长并成为最优秀的互联网巨擘。

如果取消盈利预测，又该如何进行估值定价？座谈会业内人士也给出可行建议。

与会人士认为，境内外估值体系完全不同，并不具备可比性。像途牛、去哪儿网都是通过路演询价所得。就国内而言，可增加一些非财务性指标，如点击率、客户流量等作为参考。另外，为切实保护投资者的利益，还可以加大中小投资者的投票权。例如，收购方案必须征得 2/3 以上的持股 5% 以下的中小股东同意才能通过等。

追新族转战次新股

■ 张欣然

对于将目光盯准“打新”的游资来说，打新的种种不确定性，让他们也在寻找新盈利模式，次新股显然吸引了他们的目光。

今年第一轮上市的新股中，有 16 只因交易异动而登上沪深两市交易龙虎榜。从券商营业部的分布来看，A 股市场最为活跃的游资主要来自北上广深四大城市。

16 只次新股受宠

统计数据显示，截至 6 月 26 日，6 月以来共有 1617 家证券营业部登陆沪深两市交易龙虎榜，累计异动股成交 551.79 亿元。远超过 5 月份 465.12 亿元的异动总成交额。

从游资追捧的板块来看，6 月以来受各路游资热捧出现交易异动登上龙虎榜的个股中，16 只是今年年初上市的新股。

数据统计，6 月以来登上沪深两市交易龙虎榜次数最多的前 5 只次新股分别是汇金股份、天赐材料、全通教育、应流股份和登云股份，上榜次数分别为 9 次、7 次、6 次、5 次和 4 次。此外，华昌达、三丰智能、海陆钢琴等 6 只非次新股登上龙虎榜次数超过 10 次。

全通教育大涨的背后，正是暗藏了各营业部游资的追捧。6 月 6 日全通教育因换手率达 20% 登陆交易龙虎榜，当天大涨 5.74%。其中，营业部交易合计达 1.12 亿元，买入金额达 6355.29 万元。

活跃游资扎堆北上广深

从证券营业部成交金额来看，有 108 家券商营业部成交金额超过 1 亿元，而去年同期此数字仅为 79 家。其中，表现最为活跃的前三名营业部分别是银河证券绍兴证券营业部、光大证券杭州庆春路证券营业部和通海证券。其中，银河证券绍兴证券营业部当月表现最为抢眼，6 月份以来累计登榜 71 次，异动股合计成交 13.31 亿元。

从券商营业部分布的情况来看，A 股市场最为活跃的游资主要来自北上广深四大城市。数据显示，今年以来北上广深四大城市登上沪深交易所龙虎榜的营业部共计 578 家，累计成交金额 169.78 亿元。

从北上广深四大城市券商营业部上榜情况来看，6 月以来上海辖区登上交易龙虎榜的营业部共 243 家，位居四大城市之首；其次是北京辖区营业部，登上交易龙虎榜的营业部共 139 家；而深圳和广州辖区登上交易龙虎榜的营业部分别是 127 家和 69 家。