

IPO 开闸，是挑战还是机会

本报记者 谢慧 何川



岁末年初，沪深股市终于迎来了IPO开闸的消息。截至2日，已经有11家公司拿到首次公开发行的批文，预计到本月底拿到批文的企业将有50家左右。本次IPO重启的亮点在于，伴随着发行制度改革推进，新股发行节奏向弹性化转变，将有助于缓解市场对资金面的担忧情绪。从市场的实际情况看，短期内资金分流效应仍将冲击A股市场，但影响是局部性的。恢复新股发行并不能决定股市中长期走势，股市运行仍主要由当时经济基本面和宏观政策所决定——

时隔1年半的暂停发行后，随着多家公司发行批文的发放，IPO正式重新开闸。截至1月2日，已经有11家公司拿到首次公开发行的批文。新股开闸给市场带来了新的投资机会，引发各路资金摩拳擦掌准备投资新股。与此同时，市场原先的运行轨迹也将改变。专家表示，新股发行体制变化带来的是估值体系的重新定位。

机会，引发投资者“打新股”热情的同时，还将对市场流动性产生一定影响。”国盛证券金融证券研究所所长周剑表示。申银万国证券认为，以市场化改革为核心的本轮新股发行制度改革在发行价格、发行量、财务核查和信息披露等方面都实现了较大的突破，新股改革在整体上有利于提升未来一级市场的投资机会。

IPO 正式开闸

本轮新股发行制度改革在发行价格、发行量、财务核查和信息披露等方面都实现了较大的突破，新股改革在整体上有利于提升未来一级市场的投资机会

继2013年12月30日晚，证监会给首批5家公司新股发行批文之后，12月31日又有陕西煤业、众信旅游、良品电器、炬华科技、奥赛康和天保重装等6家公司获得批文。其中，将在主板发行的公司为2家，中小板3家，创业板6家。至此，史上第8次、也是历时最长的一次IPO暂停正式告别。

从IPO开闸后的市场表现来看，2013年12月31日至2014年1月2日，上证综指和深证成指均录得涨幅，二者分别上涨了0.57%、1.44%。板块方面，23个申万一级行业指数中，有17个录得涨幅，其中电子、医药生物和黑色金属领涨，分别上涨了3.24%、2.54%和2.28%。而采掘和家用电器表现相对较差，分别下跌了0.52%和0.26%。

从历史上看，此前7次新股恢复发行后的首个交易日，上证综指5次下跌、2次上涨。仅就本次来看，IPO重启“靴子落地”后，市场表现相对乐观。“与之前IPO开闸相比，本次新股发行重启的亮点在于，其伴随着发行制度改革推进的推进，从审核理念、发行价格和发行方式等多个方面进行转变，有利于推动市场的估值体系重新定位，抑制此前困扰市场的新股发行高价、高市盈率、高超额募资的“三高”问题。”东兴证券首席策略分析师王凭表示，新股发行制度改革有利于提振市场信心，缓解市场扩容的担忧情绪。

而在本次IPO开闸之前，拟上市公司还经历了“史上最严”的财务专项审查。自2013年初以来，证监会前后开展了数轮IPO在审企业财务审查工作，排队企业如新大地、天风节能等因IPO财务报告涉嫌虚增业绩而遭到严厉惩处。据了解，目前已有83家公司已经财务审查的企业，预计在1月份，其中约有50家公司新股将获批并陆续上市。“大浪淘沙”之后，这些拟上市企业的财务质量较以前将有所提升。

“停滞逾一年的IPO正式重启后，本次新股发行上市在给市场带来新的投资

资金分流影响有限

IPO开闸，短期内资金分流效应仍将冲击A股市场，但这对市场影响是局部性的，不会根本性地改变市场走向

此前证监会新闻发言人邓舸曾表示，今年1月，预计约有50家公司的新股获批并陆续上市。在发行上市后，这些新股对资金面产生何种程度的影响，成为市场关注的热点。

“年关之际，市场资金面本不宽裕。近期沪深两市成交量维持在较低水准，大盘指数也多处于盘整态势之中。虽然‘打新股’的资金来源究竟源于增量资金还是存量资金，目前还难以判断，但在流动性中性偏紧的格局下，其对市场资金的分流在所难免。”周剑认为，IPO开闸短期内将对市场心理层面产生一定冲击。

据了解，目前A股总市值约为28万亿元，而流通市值约为8万亿元，市场上的资金量和投资者结构在短期内处于稳定状态。随着IPO重新开闸，市场的供给端将增大，供需平衡格局将被打破。“1月将有50家公司新股上市，预计总融资规模约300亿元左右。从新股发行的中签率考虑，假设新股认购倍数为4至6倍，那么将分流市场资金量约为1500亿元。”王凭表示，由于A股市场存在大批未解禁的限售股，以机构投资者为主的价值投资者，这一资金量对流通规模相对偏小的A股市场将会构成一定程度的利空。

但也有业内人士表示，经过长期停发新股及IPO财务专项检查之后，目前留下的在审企业都是相对较好的企业，能吸引大量资金参与炒作，如果市场赚钱效应足够，资金面的紧张状况可能会低于市场预期。

邓舸也表示，发行节奏的市场化，并不意味着目前已通过发审会的80余家企业马上全部发行完毕。通过发审会审核的企业需要按照新的改革意见对申报材料作出必要的修改，并履行相关程序。部分通过发审会的企业由于中介机构正被立案调查，无法取得核准文件。总的来看，这些企业完成发行需要一定时间。

这意味着，市场扩容压力不会骤然增大，新股发行的弹性化节奏将有助于缓解市场对资金面的担忧情绪。而从市



场的实际情况看，恢复新股发行并不能决定股市中长期走势，股市运行仍主要由当时经济基本面和宏观政策所决定。

新体制有待夯实

针对新股“三高”现象，本次IPO重启推出了一系列措施予以缓解。但也有市场分析人士认为，短期内“三高”问题难有明显改善

“新股炒作、新股供求不均衡、‘打新股’等诸多因素影响下，导致新股发行定价高，从2008年至今，新股发行价是老股的2.59倍。而其上市价格是老股的2.89倍。”光大证券研究所所长李大霄表示，只有彻底消除“三高”，股市才能走出低迷。

本次IPO改革也推出了一系列措施来解决“三高”问题，如推动老股转让股票，增加单只新股在上市首日的供应量；针对发行人，把减持行为与发行价挂钩，限制发行人定高价；确定发行价时，要求先剔除报价最高的10%的申购量；针对承销商，引入自主配售机制等。

国泰君安证券分析师王慎认为，IPO重启，预计还是竞价拍卖的规则，因此发行中的“高发行价”、“高发行市盈率”仍难有明显改善，实际上，这本身就是市场竞价行为。不过，老股转让、减持与发行价挂钩、剔除报价最高的10%等措施将影响投资者的网下申购策略，IPO重启

初期的报价可能略低。

事实上，早在2012年10月，证监会已着手推动新股发行体制改革，十八届三中全会提出“推进股票发行注册制改革”，进一步明确了新股发行体制改革的方向。“股票发行注册制将最终消除‘三高’，但由于注册制目前还无法立即实施，市场处于暂时的过渡期。”李大霄表示，对于投资者而言，买新股还需“瞭一眼”。挖掘低估值、业绩增长稳定的白马股，把握政策热点，是行之有效的投资策略。而新股发行由核准制向注册制过渡后，中小散户投资者打新股更需要理性判断，尽管“国九条”已经出台，但“打新”的利润空间将被收窄，盲目打新股仍会承担较大风险。

而与IPO开闸一同公布的，还有以信息披露为中心的监管理念，加大信息公开力度，审核标准更加透明，审核过程同步公开，通过提高新股发行各层面、各环节的透明度，努力实现公众对全过程监督。《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》出台，充分体现以市场化和法制化的手段来解决新股发行中诸多问题的改革思路。

“要推动新股发行真正实现市场化和法制化，还需要进一步充实和细化IPO信息披露规则。”国都证券策略分析师肖世俊认为，监管的重心要由发行环节向披露环节转移，只有建立监督检查的长效机制、完善后续问责机制，以此提高上市公司质量，确保信息披露的完整性、公开性及公正性，才能提高投资者的信心。



机动车排放对PM_{2.5}“贡献”存争议

本报记者 杜铭

“有学者称，机动车排放对雾霾的贡献不足4%。我们专项专家组经过研讨认为，这一数字被严重低估。”中科院生态环境研究中心研究员、“大气灰霾追因与控制”专项组首席科学家贺泓2日下午对记者表示，关于北京市PM_{2.5}的来源解析结果，国内相关研究单位包括中科院大气物理研究所王跃思等课题组，都发表过各自的研究结论，机动车的贡献一般认为在10%至50%，多数认为在20%至30%。

中科院大气物理研究所研究员张仁健课题组的研究结论，与此前环保部及中科院其他课题组等多家研究机构的结论存在很大差异。同时，预计将于1月出台的《北京市大气污染防治条例》会对防治机动车污染作出相关规定，机动车排放到底是不是造成雾霾的“元凶”，一时引发媒体热议。

结论差异来自多个方面

“研究结果的差异，首先来自采用的源解析方法本身。”贺泓表示，结论的较大差异主要来源于PM_{2.5}成分的时空分布多变化、采用的方法、研究者的主观因素等多方面原因。

专项专家组认为，张仁健课题组采用正交矩阵因子分解法PMF(Positive Matrix Factorization)，通过对外场观测获取数据，采用多元回归的方法进行解析，往往“不能排除有多种解”；PMF分析对样品数据量有要求，分析的样品量太少，得出的结论也会有“较大的偏差”。“这一方法有很大不确定性，存在一定的主观因素。”中科院大气物理研究所研究员王跃思说，在张仁健课题组2013年1月完成的相同实验中，得出的数字是17.1%，与4%差距较大。

“更为重要的是，该论文没有对PM_{2.5}的二次组分进行来源分析。”贺泓认为，该论文指出机动车对PM_{2.5}的贡献不足4%，其研究结果未包含机动车排放的气体污染物形成二次颗粒物对PM_{2.5}的贡献。

一次来源是指污染源直接向大气中排放颗粒物；二次来源则是指污染源排放的气态污染物在大气中经过复杂的物理化学过程，生成颗粒物(如硝酸盐、硫酸盐、铵盐、二次有机气溶胶)。国内外研究数据表明，与一次来源相比，二次生成的组分经常在PM_{2.5}中占有更大的比重，超过了一半，并且在灰霾发生时比例更高。

根据北京市环科院关于北京市大气污染源排放清单数据，氮氧化物和挥发性有机物，其中因为机动车排放而形成的，所占的比重分别高达42%和32%。“其实这应该还是比较保守的数字。氮氧化物和挥发性有机物不仅能够在大气中发生光化学反应产生臭氧，同时产生二次硝酸盐和二次有机气溶胶，所以是PM_{2.5}的重要来源。”贺泓说，“即使采用该论文的数据，机动车对PM_{2.5}的贡献也超过10%。”

雾霾来源仍在加紧解析中

“对于PM_{2.5}二次组分的形成机理和来源解析是目前研究的热点和难点。”王跃思说，由于目前关于PM_{2.5}中二次组分的来源还无法进行直接解析，因此，对于机动车对灰霾形成的贡献存在较大的低估现象。

王跃思课题组2009年至2011年对京津冀区域PM_{2.5}化学成分分析进行了两年平均状况的研究。解析结果表明，汽车及相关产业来源约占30%(10%至50%)。“我们专项的初步研究结果显示，即使一般认为机动车排放对PM_{2.5}的贡献率是20%至30%也可能存在低估现象，进一步的定量研究正在进行中。”王跃思说，控制好燃煤和机动车的污染才有望解决华北地区的灰霾问题。

中科院“大气灰霾追因与控制”先导专项自2012年9月份启动以来，以京津冀、长三角、珠三角地区为研究区域，通过可控实验、外场观测和数值模拟确定致霾污染物的组成及来源，致力于尽快阐明我国区域灰霾形成的关键物理化学机制。其中的“大气灰霾溯源”项目组于2012年在国内设立了40个气溶胶化学观测站，在北京及周边就设立了8个站，目标就是实现对北京地区PM_{2.5}污染进行动态源解析，为国家和地方政府提供科学准确的灰霾治理依据。

“到2014年底，PM_{2.5}污染源动态解析结果有望向社会公布。”贺泓表示，中科院鼓励学术争鸣，发表不同见解属于正常学术活动。



4G手机渐走俏



1月2日，一名店员在北京的三星体验店向顾客介绍手机的4G功能。随着我国4G牌照的正式发放和三大运营商4G战略的陆续曝光，众多厂商围绕运营商4G战略开始了积极布局并陆续推出4G产品，4G手机成为新的销售热点。新华社记者 王建华摄

打新，还得悠着点

赵学毅

合信托计划以及在招募说明书、投资协议等文件中以直接或间接方式载明以博取一、二级市场价差为目的申购新股的理财产品等证券投资产品不得参与网下新股申购的相关规定。

不少投资者觉得，两项新规有些不近人情。但笔者认为，监管层在第一时间推出这两项新规正是为了保护投资者利益，原因有三：

其一，打新股风险增大，且收益大幅下降。统计2009年以来新股在二级市场的表现，最为明显的趋势是新股价格不断向合理价格回归，使得打新收益率逐年下滑，从2009年的66.87%下降到2010年的36.42%，再下滑到2011年的14.6%；打新收益率下降的同时，破发新股增多，仅在2012年一季度，新股破发率超过

20%。足见，“打新必赚”已经成为历史，而“逢新必打”的固有观念却还盘踞在投资者心中。

其二，发行制度改革后，新股供应限制取消，新股资源的稀缺性会逐渐被打破，长期以来，A股市场上由于IPO供应限制造成的溢价将逐渐消失。据安信估算，如果股票供应的限制消除，人民币资本项目可以自由流动，A股市场至少20%的市值会蒸发。

其三，此次IPO重启与以往有所不同，并非简单重启，发行制度的改革才是重头戏。信息披露、注册制、优先股、优先配售、老股转让、财务数据补充等改革措施，重点均在完善市场化运行机制。尤其是新股发行由核准制向注册制过渡后，发行制度完全市场化，能否

拨开云雾看清本质，考验着投资者的眼光。不看基本面而盲目追高的“博傻”心态，将注定在这轮打新中落败。所以，打新股需要投资者的理性判断，需要自己做足功课，需要在心理上有防范风险的底线。

IPO新规抬高了打新的门槛，缩小了一、二级市场的剪刀差，有利于稳定投资者在二级市场持股的信心。新股的价值评估和市场定价受公司业绩、净资产、成长性、行业定位和市场状况等多种因素影响。对于投资者来说，面对新股暴利神话的消失，打新更应审时度势，不但要仔细阅读招股说明书、相关公告，还要尽量参加“路演”等活动，以便获得最直接、最可靠的信息，远离“博傻”式的跟风炒作。



IPO重启，打新股已成为证券市场的热点。不管是机构还是普通投资者都在摩拳擦掌，准备来个“背水一战”，甚至有基金公司已经推出“专职”打新的基金产品。市场之所以有如此高涨的打新热情，直接的原因就是逾两位数的年化收益率可观。正在人们对似乎触手可及的高收益满怀期待时，监管层近日下发IPO承销新规、配售新规，给打新一族泼了一盆凉水。

中国证监会近日发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》规定，持有一定数量非限售股份的投资者才能参与网上申购，这意味着今后空仓股票的投资者不能打新股了；中国证券业协会发布的《首次公开发行股票承销业务规范》，明确了债券型证券投资基金或集