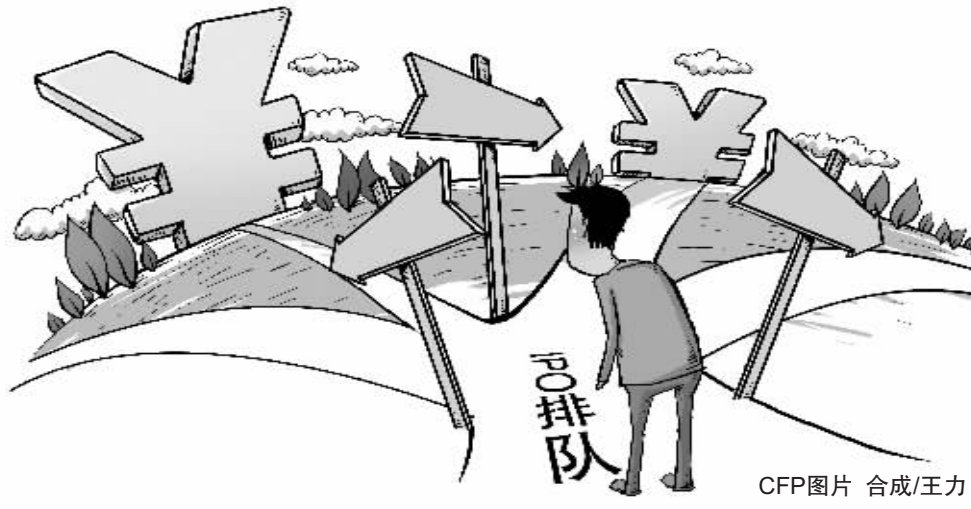


拓宽渠道增强市场约束 新阶段发行改革路径渐明

□本报记者 蔡宗琦



CFP图片 合成/王力

专家认为新股发行改革需整体化思路

□本报实习记者 毛建宇

北京大学金融与证券研究中心主任曹凤岐，东南大学教授华生日前对中国证券报记者表示，新股发行改革不能“头疼医头”，需要整体化思路，应推进再融资、重组等方面的配套改革，建议“三管齐下”解决IPO排队问题。此外，对参与造假上市的中介机构处罚需“触及灵魂”。

多举措疏导IPO“堰塞湖”

中国证券报：什么原因导致如此多企业排队？有什么方式可以疏导？
华生：根源是新股发行的供求严重不平衡，股市的基本情况是新股供求不平衡。我建议“三管齐下”，一是分流，去新三板、H股等上市；二是大幅提高“显性”门槛让供求平衡，也就是大幅提高企业上市条件；三是，提高“隐性”门槛，就是对违法违规的中介机构处罚力度要提高。
曹凤岐：在申请上市企业数量众多的情况下，“量大、逐一审批”就造成了所谓的IPO“堰塞湖”。
我的建议有以下几条：一是分流上市，通过H股上市、海外上市等方式分流股权融资需求。一部分企业也可以通过新三板先过渡。
二是部分企业不必非得上市，而通过发行公司债、私募债、可转换债等融资

不需要排队，只要信用评级够就行。我国要大力发展债市。
三是发展OTC市场，真正的OTC市场是不通过交易所进行交易的市场，类似于美国的纳斯达克及台湾的店头市场。

建议试行监审分离

中国证券报：有市场人士建议实行IPO注册制，完全放开新股发行。如何看待这一建议？
华生：放开门槛让大家都上，看起来可以实现供求平衡，但那相当于用门板治驼背的办法，只管治病不管人死活。按现在的上市标准，符合上市门槛的企业少数数以万家计，如果都敞开了，对二级市场及整个股市将会造成难以预料的后果。
曹凤岐：在当前的情况下，我国实行注册制的条件还不成熟，IPO审批还是需要的。即便美国的企业IPO也需要审批，但美国是程序性审批，不作实质性审批。我建议，实行监审分离，初审权交给交易所，然后材料上报，监管部门负责研究调查已通过初审的材料是否存在问题，符合法律法规就无须再审，而对存在问题的材料有权一票否决。
中国证券报：下一步新股发行改革应从何处突破？
华生：“头疼医头”不行，新股发行改革需要整体化的思路，重组、再融资等一

系列相关配套政策改革需要跟上。仅抓准新股发行价格没用，首日上市或接下来还是会被爆炒。现在中小盘上市公司估值过高，市盈率大多超过30倍。在高估情况下，IPO发行定价还是会偏高。
小盘股被高估，是因为它存在重组后翻许多倍的可能。近几年来，不少“大牛股”都是重组股。由于有资产重组概念，中小盘股、垃圾股有重组预期，股价就不会价值回归，况且股价一旦下跌，重组收益更高，投机性更强，冒险的人更多。这是造成股价扭曲的根源。重组、壳资源等因素造成中小盘价格下不来，这些方面的改革都需要配套推进。
曹凤岐：我认为，包括新股发行价格在内的改革都是技术层面改革，没有深入到制度性改革。建议严格按照同行业二级市场价发行，二级市场市盈率是多少，一级市场就按照这个发，首日涨幅限制也参考这个价。这样一来，首日上市交易不会涨多高。还有一个办法是批量发行，量大就不怕被“炒”了，同时实行均股制，无论多少人买，按股份除以申请人数。香港就实行均股制，按申请账户平均，人人都有权利购买到，这样一来大户就没法“炒”。
处罚需“触及灵魂”
中国证券报：监管部门日前再度对因上市后业绩出现大幅下滑且未在招股

过程中如实披露所涉及的保荐人及保荐人代表进行处罚，这对IPO排队企业会不会有警示作用？对那些因虚假披露而造成损失的投资者权益应如何保护？
华生：这些处罚表明监管层越来越关注上市前后业绩出现剧烈变化的情况，但目前对参与造假上市的券商、律师事务所、会计师事务所的惩罚力度还不够。其实，对参与造假包装上市的中介机构采取吊销相关业务资格或停业整顿一年等“触及灵魂”的处罚，更能有效震慑造假者，能让那些想通过粉饰业绩造假上市的企业知难而退。
对于因造假上市、虚假陈述而造成损失的投资者，建议以大股东股份对流通股东补偿，与预测发生较大偏离的且没有进行披露的，也应该采取送股等形式的补偿。
曹凤岐：我也赞成对参与造假中介机构采取市场禁入等处罚。市场禁入比对其罚款等方式震慑作用要大。
虚假披露给投资者利益带来损失较大。目前立法上对虚假披露的行政责任规定比较全面细致，但行政处罚款都上交财政，而对民事赔偿还没有作出比较相应的细致规定，很多案例是投资者打官司赢了，但诉讼成本远远超过赔偿所得，建议通过修改相关法律，对因虚假披露遭受损失的投资者给予补偿，让造假者得到应有的惩罚。

2012年A股IPO数量和融资规模大幅下滑

□本报实习记者 毛万熙

数据显示，2012年A股IPO数量和融资规模大幅下滑，双双创下三年来新低；再融资市场异军突起，融资金额是IPO的近四倍。

新股发行缩水

2012年A股IPO数量及融资规模大幅下降。Wind数据显示，按照网上发行日期计算，2012年共有150只新股发行，实际募集资金926.951亿元，较前一年分别下降45.2%和63.4%，数量和融资规模为2010年以来低点。2012年11月，仅有浙江世宝一家企业登陆A股；12月A股IPO

市场更是交出“白卷”。

在150家IPO企业中，中国交建为2012年A股市场规模最大的IPO案例，3月9日登上交所融资50亿元。IPO“尾单”浙江世宝缩股降价后首发，募集资金3870万元，比原计划缩减逾九成。
在IPO融资规模缩水的同时，新股发行市场估值逐渐回归理性。2012年新股平均发行市盈率为30.1倍，较前一年的47.6倍大幅回落。但缩股发行的浙江世宝受到市场疯狂追捧，上市首日暴涨627%。
虽然新股发行数量大大减少，但新股发行审核通过率并未降低。2012年IPO过审率为78.2%，比2011年的76.8%略有

上升，和2009年的85.9%、2010年的83.5%相比还有一定差距。

再融资规模飙升

尽管IPO数量和规模有所下滑，但再融资主要包括增发与配股，以增发为主)市场火热朝天。据Wind数据，2012年A股市场共计实施增发157起，募资合计3436.5亿元；配股7起，募资合计119.4亿元。在2012年实施再融资的上市公司中，交通银行、双汇发展、北京银行分别以定向增发297.65亿元、246.6亿元、118亿元居前三位。
2012年的再融资规模相对2011年的

4256亿元有所减小。再融资规模在2011年不到IPO融资规模的两倍，而2012年升至IPO规模的近四倍。
据Wind数据，提出增发预案的公司已有321家，还有122家公司的再融资预案已通过审核，增发或配股预期增强无形中也就加大了市场的扩容压力。业内人士认为，再融资为上市公司提供了一条融资渠道，不过和新股发行一样，也可能造成对市场“抽血”的不良影响，增发形成的限售股未来会造成解禁压力。再融资也可无序扩张，应加强对再融资的审核和规范，加大相关信息披露，确保募集的资金用在刀刃上。

科伦药业并购利君国际 产业整合意义深远

2012年12月29日，科伦药业公告称，公司第四届董事会第五次会议以全票审议通过了《关于收购利君国际医药(控股)有限公司部分股权的议案》，由公司的全资子公司科伦国际作为执行主体。这既是科伦药业2012年最大的一次并购案，也是公司完善抗生素全产业链、整合输液类和非输液类业务优质资源的重要举措，更是公司顺势进行产业整合、系统性推进战略策划的执行实践，此次并购隐含着非凡意义。

择优而取 推进双赢整合策划

科伦药业公告显示，全资子公司科伦国际将按照协议以港币5.25亿元（折合为人民币4.26亿元）的价格分别受让君联实业有限公司和中华药业有限公司各自持有利君国际医药(控股)有限公司的1.8亿股股份，每股受让价格均为港币2.9167元；本次协议股份转让完成后，科伦国际还将通过公开市场和其他合法方式购买利君国际股份的资金总额不超过港币14.13亿元（折合为人民币11.47亿元）。在协议股份成交和科伦国际自公开市场和其他方式购买利君国际股份完成后，科伦国际合计持有不超过利君国际已公开发行股份的30%（不含30%），以此将成为利君国际第一大股东。
科伦药业收购利君国际的消息一出，即引起业内的热烈讨论。某位在医药产业战略并购

领域有着丰富经验和杰出硕果的专业人士评论：科伦药业收购利君国际必定是一场双赢的产业整合，利君国际也是科伦药业整合产业远景、推进战略布局的不二选择。

科伦药业经过十余年的有序经营，已成功确立在大输液领域的领导者地位，品牌知名度高、产品结构完善；依托A股上市募集的雄厚资金支持，也已有序推动新疆抗生素中间体项目的稳步发展，并依靠收购着手打造抗生素全产业链。但从市场经验值来看，科伦药业在抗生素行业的品牌实力仍需时间沉淀，而利君国际经营抗生素多年，其品牌知名度高、产品线丰富。科伦药业通过产业整合发挥规模优势和协同效应、依托高效营销渠道，不仅可利用抗生素全产业链的配套优势达到降低成本、提升抗生素业务综合竞争力的目标，也能优化输液类业务板块结构，继续扩大市场份额。

依托并购 完善抗生素全产业链

科伦药业一直将打造综合性现代药业集团作为公司的发展目标，为此提出了输液类业务和非输液类业务等强的战略目标。在继续推进输液业务深入发展的同时，依托输液业务业已形成的优势，积极推进非输液类业务的发展，使非输液业务成为公司重要的规模和利润增长点。
近年来，通过收购广西科伦、组建新迪化

工、吸收合并珍珠制药和中南科伦、新建伊犁川宁抗生素中间体项目等措施，科伦药业已初步构建了抗生素全产业链格局。尤其是公司于2011年启动的伊犁川宁抗生素中间体项目，系抗生素全产业链业务的源头，通过对优秀自然禀赋的创新性利用，为形成全产业链竞争优势奠定了坚实的基础。

利君国际在抗生素原料和制剂领域具有较为丰富的产品体系，其主要品种利君沙系列、派奇系列产品、利迈先、头孢系列、红霉素片等均具有较强的市场竞争能力。据统计，2011年利君国际的抗生素制剂产品收入达到6.29亿港元，其中，原料药出口销售收入实现1.08亿港元。

利君国际非输液板块将与科伦药业抗生素业务紧密衔接，从而发挥显著协同效应，有效提升双方制剂产品的市场竞争能力，会形成科伦药业新的规模和利润增长点。尤其利君国际以抗生素制剂为主的非输液产品拥有遍布全国的销售渠道，将为公司新疆抗生素中间体的销售提供重要支持。届时，公司抗生素全产业链布局将基本实现，输液类和非输液类业务双轨驱动已然成型。

整合资源 提升大输液业务竞争力

据了解，利君国际在输液领域和非输液领域均具备较好的经营资源，除有利于构建公司

抗生素全产业链外，还可进一步完善和优化科伦药业输液产品体系和区域布局，推进公司国际化战略进程，从而较显著的提升公司综合实力和核心竞争力。

公开资料显示，利君国际输液业务以非PVC软袋输液产品与PP塑瓶输液产品为主，2012年1-9月该两种包装形式的输液产品销售收入合计占其输液业务收入的81.5%，非常契合公司目前正在进行的产品软塑化升级，若本次收购完成后，科伦药业将在中高端的软塑包装输液和治疗性输液方面的品种结构将进一步优化，竞争优势将更为突出。

利君国际输液产品的销售优势区域位于京、津、冀等地区，正是公司输液产品销售相对薄弱的地区，此次收购完成后，将很好的实现优势互补，提升整体的销售效率，进一步提高双方的品牌知名度及扩大产品的市场覆盖率。

截至目前，利君国际已在越南、俄罗斯、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦及欧盟等48个国家进行了商标注册，是中国化学制药行业出口十强企业中国唯一的输液生产企业。2011年度输液产品出口已销往50个国家和地区，出口贸易额达750万美元。收购完成后，通过与利君国际的互补，可切实促进科伦药业国际化发展进程，吻合公司一直坚持的立足国内市场与国际化扩张相结合的发展战略。

战略策划 紧锁产业整合价值最大化

科伦药业此次对利君国际的收购举措，不仅显示了科伦药业管理层对收购利君国际的高度诚意，也充分表明科伦药业推动公司输液类与非输液类业务等强格局战略的力度，更赢得了市场对其管理层在此次收购中体现出的系统性战略策划和高效执行能力的高度赞许。

相关专业人士分析，科伦药业此次并购利君国际的方案设计非常巧妙，不仅能够达成其以第一大股东身份获得利君国际管理权的蓝图，又不触发全面收购要约，继续保持利君国际的上市地位；收购完成后，凭借科伦药业管理层的高度战略眼光和高效执行能力，定能充分整合科伦药业和利君国际各自在输液类业务和非输液类业务板块的优势，充分调动产业整合后带来的规模优势和协同效应的有效发挥，最终达到产业整合价值最大化。

业内人士亦对科伦药业此次并购案给予高度评价，赞其为完全市场化操作的并购案，也充分体现了医药行业前所未有的整合大背景下的发展趋势。我们有理由相信，未来医药产业集中度必将在一系列的产业整合中得以大幅提升，而随着科伦药业“打造综合性现代药业集团”战略目标有序推进，凭借其产业整合后的协同价值凸显，科伦药业必将成为医药产业集中度提升的充分受益者。