

# 机构“意外”入围四处筹钱 投行配售避嫌如履薄冰

## 新股大餐进场易获益难



CFP图片

6月18日,新股发行再次开闸,多数投资者选择了申购,同时分析人士认为四股同时申购,场内资金短时间失血,沪指低走,而同时回购资金利率上升,显示申购大军正动用融资工具。网下机构投资者在“意料之外”入围,资金出现缺口,不得已寻求资金。

“首批的发行定价比较低,我们还是要申购的。”昨日一位私募基金的投资经理表示,并且他透露通过券商营业部进行了融资操作,只是他表示,还要看具体收益率情况,能否覆盖融资成本,如果中签率和收益率都较低,则未来不打算折腾了。

### 定价求解“方程式” 个别公司突破“天花板”

有分析师表示,敢于突破定价天花板的新股或许比较有看点。6月18日,北特科技公告表示将推迟发行,成为首只因市盈率超过行业平均而推迟发行的公司。而多数公司所公布的定价方案显示其市盈率多数在行业平均市盈率之下,这也是由于新规要求如果超过则需要推迟三周发行。

北特科技发行的初步询价工作拟定的发行价格为7.01元/股,对应的2013年摊薄后市盈率为19.47倍,这高于中证指数有限公司发布的C36 汽车制造业最近一个月平均静态市盈率(13.50倍)。有分析师表示,这或许是由于公司

发行规模较小,而同时对未来发展也比较有信心,预计今岁缘可能也会推迟发行。这种情况将比较多地在募资规模较小、行业独特的公司中发生,因为此类公司不惧推后发行。如果公司想要超过行业市盈率也肯定有一些特别的原因,若其行业内地位和公司竞争力比较强,也会获得市场认可。

多数新股定价变成“解方程式”。业内人士表示,新股询价过程虽然发行人和承销商都很忌讳谈定价,但基本上投资者都可以计算出定价,根据公式计算的结果和最终的定价差别不大,多数相同或者只有几分钱的差距。

中金分析师表示,未来新股定价除了考虑一般的定价模型如DCF、DDM 估值方法等外,合理发行价格上限之一将是综合监管环境及可能的报价,最终定价可能难以高出行业P/E。估算发行上限将约等于行业P/E\*个股净利润/摊薄后总股数;但是新规对超募和老股减持的限制力度加强,可能会影响到新股的定价。发行价上限之二约等于(预计募资金额\*(1+超募比例)+IPO费用)/(预计发行股数-老股减持股数);也可以计算出合理发行价格下限预估:发行价下限≈(预计募资金额+IPO费用)/预计发行股数。

### 剔除对象极严 自主配售空间不大

相比上一轮新股自主配售的权力较大,本轮新股配售的保荐机构运作空间极小,无法自主选择战略投资者,在投资者分类上多数按照监管要求,甚至到了非常严格“避嫌”的地步。

北特科技在初步询价公告显示,截至本次询价结束,有5家网下投资者的12个配售对象属于《办法》禁止的配售对象,其报价视为无效报价:其中有申银万国资产管理公司的产品和自营账户,其报价7.01元符合条件,何以被剔除?海通证券的业务电话表示,公司会根据报价机构的资料审核,如果发现不符合条件的可剔除,部分投资者可能之前认为自己是符合条件的。据记者深入了解,申万被剔除的原因是公司的一位监事和海通证券有关联,由此被列入禁止配售对象。

“这次配售剔除关联极严格。”有业内人士透露,在上一轮的新股发行中,有一些被市场指责为利益输送,甚至导致保荐机构受罚,因此大家在新规之下严格要求,增加了很多具体的关联对象。在几家新股的发行公告中都明确六项情形不得参与网下配售。其中,特别要求发行人及其股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他员工;发行人及其股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员能够直接或间接实施控制、共同控制或施加重大影响的公司,以及该公司控股股东、控股子公司和控股公司控制的其他子公司;主承销商及其持股5%以上的股东,主承销商的董事、监事、高级管理人员和其他员工;主承销商及其持股5%以上的股东、董事、监事、高级管理人员能够直接或间接实施控制、共

同控制或施加重大影响的公司,以及该公司控股股东、控股子公司和控股股东控制的其他子公司;承销商及其控股股东、董事、监事、高级管理人员和其他员工;以上所述人士的关系密切的家庭成员,包括配偶、子女及其配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹、子女配偶的父母;过去6个月内与主承销商存在保荐、承销业务关系的公司及其持股5%以上的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员,或已与主承销商签署保荐、承销业务合同或达成相关意向的公司及其持股5%以上的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员。通过配售可能导致不当行为或不正当利益的其他自然人、法人和组织。此外,还有被承销商以及协会网站列示违规的机构不得参与。

### 机构入围多 获配靠规模

发行价较低,但同时初步询价入围的投资者大大增多。申万研究所分析师林瑾表示,原来发行费用并不确定,所以大家报价差异大,这次虽然发行人和承销商在路演的时候都不会建议价格,但最终由于定价很集中,很多新股定价没有悬念,从结果也可以看出,发行定价和报价的中位数接近,最终会形成市场新的博弈。

从几家公司发行公告可以看出,此次入围的机构大大增多,远远高于过去每只新股20家机构。由于入围的机构增多,因此报价晚,或者规模小的机构将不占优势。由于报价一致性高,因此机构的对决就在规模和时间上了。

据悉,在网下申购的2.3天时间内,原来机构投资者都在最后一天报价,甚至最后一天下午截止前才报价,但目前都要赶在第一天第一时间报价。此次多数投资者报价都集中在小范围内,不会太偏离,并且协会对理性报价会有考核,报价在中位数10%上下的将有加分。

由于取消了网下配售家数上限,使机构投资者的配售热情增加,且竞价向上剔除比例将由此前的平均42%明显下降。例如北特科技的剔除比例为17.55%,最终还有192家机构。保险

机构和年金占比也会有所提升,业内人士介绍说,除了公募基金和社保配售比例不低于40%外,保险和企业年金管理的机构优势上升,承销商或将提升对自愿锁定12个月以上的投资者的分配比例。原来入围率很低,目前多数投行表示愿意让更多的投资者入围,有分析人士计算18日四家新股的入围率达到46.6%。约有500-600家机构入围。

“这次主要是由于网下机构投资者入围率很高,因此资金需求量也很大。”有业内人士透露,入围的有效投资者数量远远大于此前一轮新股申购,不少网下机构投资者在“意料之外”入围,资金出现缺口,不得已寻求资金。此次新股定价普遍较低,多数投资者按之前惯例封顶申报,最终入围太多反而导致了资金缺口,需要通过各种渠道寻找拆借资金。龙大肉食公告显示,本次发行的询价工作完成,共有139家投资者参与,剔除11家无效申购报价后,有效的投资者为128家,北特科技也有192家有效申报,其余几家也都有上百家公司成功入围。

但是,由此带来的将是中签率的大幅下降。林瑾分析,1月份新股发行中签率约20%,而现在中签率预计将下降到回拨前8%。并且现在超募

### 压力剧增 发行费率或拉开差距

由于上市招股说明书中所有的发行费用细项提前披露,说明费用也可以发现,此次新股发行费率悄然拉大距离,投行人士认为,这也和具体项目以及工作时间长短等各类因素相关。

从目前上市的公司发行费率来看,发行费率最低的依顿电子(3.7%)和费率最高的北特科技(24.7%)主要是受到承销费用上下限的影响。其余标的费率在5%-17%之间,主要受发行规模和所选承销商的影响。

此前券商针对计划内募集资金和超募资金执行不同的收费标准,现在没有了超募资金收费这一块,券商投行在保荐项目数量下降的情况

下,或许会选择提高承销保荐费率。Wind资讯显示,2012年1月1日以来,A股有150家企业实现IPO,募集资金累计995.05亿元,承销保荐费为54.35亿元,即承销保荐费率(即承销保荐费与融资净额的比值)为5.46%。目前看来承销费率多超过这一数字。

不过,由于较多公司募资规模缩水,承销保荐费率上升但IPO的收入普遍会下降。有业内人士介绍说,券商IPO的收费大多与募资规模挂钩,拟上市公司谨慎制订价格自然会减少融资额。如果按照比例收费则券商收入也相应下降。“我们感觉监管部门把太多的压力和责任

放在券商身上。”也有投行人士表示,目前投行的工作内容和收益不成比例,压力很大。

对于主承销商的配售行为是否规范,协会还制定了《主承销商配售行为自评表》将根据该表上的每个项目进行打分,评价指标共分六个方面,协会每年根据综合得分评价,以此作为分类管理的依据,将主承销商分为ABC三类,综合评分在90分以上的为A类,70分以下的为C,还有其他一些被列为C类的情形,据悉,年度综合评价将在每年的4月30日前完成,并公示结果,协会将对承销商跟踪分析和评价体系,并根据评价结果采取奖惩措施。

## 中山证券副总裁李纯钢: 创新满足互联网时代小客户需求

□本报记者 朱茵

首个券商小额借款平台——中山证券的“小融通”在新股开启发行时全面上线。据悉,这一产品不仅可以用融资的方式满足投资者打新需求,还可以给投资者提供资金周转,以及补仓的作用。中山证券副总裁李纯钢对中国证券报记者表示,互联网时代,中山证券的创新服务正是以中小客户的融资需求为出发点的。

**中国证券报:**小券商自有资金有限,中山证券如何将小融通业务规模做大?

**李纯钢:**现在证券公司的资金来源,我想大概可以分为三个部分:一是股本金。中山证券目前的资本金约12亿元,我们计划应该在1年之内会有一次比较大的增资扩股,主要是补充资本金。二是融资的途径,主要是债权型的,可以发行包括公司债、次级债,以及收益凭证,这是非常好的一个融资类工具,把钱融进来。三是在2006年开始有的资产证券化业务。这项业务目前经过8年的发展,国内券商会有突破。

**中国证券报:**现在中山证券推出的小融通和惠率通两款产品,以经纪业务为主,接下来会转向其他领域吗?

**李纯钢:**中山证券向互联网转型,不仅是经纪业务,而是证券公司所有的传统业务,包括创新业务的全面转型。对于中山证券业务转型,可以讲是开弓没有回头箭,所有的业务,包括甚至转型还不具备条件的投行业务,都在研究往互联网转型,从经济业务到资本中介业务,再到投行、资管应该是全面向互联网方向转型。

**中国证券报:**未来可能的创新产品、业务和方向大概有没有一些构想?

**李纯钢:**整个中山证券互联网战略里面,有三个关键点:流量、极致专业的服务、开放。当前任何一个金融企业要单独拼流量,已经不太可能,现有的互联网企业已经发展到引流量、转流量和卖流量的地步。中山证券目前的策略是跟行业里面有流量的互联网企业开展合作,这一块是传统互联网企业的核心优势。

第二提供极致的专业的服务和专业的技能,这是目前大有作为的地方,金融毕竟是非常专业的领域,我们后期还会有很多的产品上线,在未来6、7月不断会有产品出现。

第三开放的平台,对于中山证券来讲,主要是两个部分,一是人才的开放,去年年底以来中山证券新设很多一级业务部门,都是从业内引进非常有知名度、专业能力也非常好的专业团队。二是我们愿

意与业内业外所有的企业开展精诚合作,当前中山证券的思路不是去垄断或者限制自己的这一部分客户,而是愿意让所有的机构来共同为我们的客户提供服务,全方位的服务。

**中国证券报:**你觉得互联网元素给券商的资本中介业务带来什么比较明显的变化?

**李纯钢:**一是资金的来源,也就是说,整个证券公司的核心竞争力第一就是低成本的融资能力,这是非常关键的因素,通过集合类的产品在网上市,也许能绕开银行的中间费率,这是对资本中介业务的改变。二是资金的出口,也就是说我把钱放给多少客户,证券公司现有的客户是经过十年、二十年的积累,但是实际上对于中山证券来说我们的客户很小,全公司20万用户,有效12万用户,支撑少量的盈利,如果往互联网方向转型能够打通第一个环节流量,客户潜力是相当巨大的。中小券商要向大券商挑战的话,可行的路径已经不多,互联网金融对于中介资本业务可能起到弯道超车的效果。

第三个最重要的核心环节,大家还没有留意到的,我们称之为风险控制能力,内部称之为主动投资能力。在整个金融体系里面,证券公司是唯一以股权作为业务标的,它的风险识别和控制能力正常情况下是要远远高于银行。比如股票质押贷款,银行一听是创业板的股票最多是3折,但成长型非常好的股票,证券公司给到8折,这里体现了证券公司独有的主动投资能力,这是资本中介非常核心的业务点,这个业务点不因互联网金融改变,这也是互联网与金融公司合作的基石。

**中国证券报:**中小投资者对于融资的需求是否成为中山证券产品的设计基础?

**李纯钢:**传统的金融行业,有一个说法叫做锦上添花,对于中小客户不太关注,只照顾大客户。其中,有一个传统成本和收益分析,同样一笔业务,资金量小是不值得去做的,这一块包括国家对中小企业倾斜为什么很难推,原因一是成本高,二是中小企业风险高。现在之所以考虑主要向中小股民转型,其实有一个深刻的背景,技术的升级,整个互联网金融的大力扩展或者是飞速的发展是离不开通信和信息技术的发展,也离不开目前IT系统数据库,大数据分析能力,只有到了这时才是向中小股民倾斜的时候,前期以市场为导向,我认为那种傍大款策略从商业来讲是应该的,现在技术的进步也许可以让我们尝试往中小客户做有一个有益的尝试。

## “打新神器”对接不同客户群

□本报记者 朱茵

打新钱不够用,由此引发一轮市场资金争夺战。各券商纷纷借机推出各自的“打新神器”,这一创新业务也成为新股发行中的一大看点。新股申购新规是“高门槛高收益”,造成“有市值缺申购资金”是大概率事件。

2014年的新股申购规则有两点很关键:一是要有市值,就是要持有有一定数量股票,这决定有权利申购新股和申购多少,每个交易所市值分开计算;二是要有资金去申购。两者缺一不可。值得关注的是,两融客户信用证券账户持有的证券市值、股票质押的证券市值将合并计算到同市场的该投资者持有的市值中,上海信用证券账户不允许参与新股申购,深圳信用证券账户允许参与新股申购。

“有的券商已经借不到钱。”上海一投资者反映,他的朋友圈目前都在准备融资打新股,而非每家券商都能提供这一便捷服务。据悉,德邦证券、方正证券等多家券商也都推出信用账户融资,但并非每家券商都可以提供这一服务。

此次新股批文下发后两天内已有9家启动上市流程。这使得网下缴款日集中在6月18日至6月23日的4个交易日,“扎堆”现象再现。这对二级市场资金面及银行间市场流动性造成一定影响。新股集中发行对网下投资者造成一定的筹资难度;目前银行间市场的利率已经有所反应,多个品种回购报价继续一路上扬。

广发证券、银河证券等都开发新产品为客户融资,广发产品名为“融易通”卖点就是客户满仓也能打新股,即客户以所持有的标的证券质押,向广发证券融入资金,申购沪深证券交易所上市新股并约定支付利息、在未来返还资金、解除质押的交易业务。据悉,“融易通”业务是基于股票质押式回购业务设计的一款限定融资用途的标准化业务。客户(融资方)通过申请,开通股票质押式回购交易权限和获批授信额度后,自助通过网上交易客户端进行股票质押式回购初始交易(即质押标的证券获得资金)。初始交易所获资金专门用于网上申购新股。

上海证券、中山证券则瞄准中小客户,于近日推出的“速e融”和小融通产品同样将交易账户与股票质押式回购业务进行对接,最低规模融资1万元。上海证券表示其融资利率在业内为最低,推广期的融资利率定为银行贷款基准利率5.6%,并和中山证券一样,都将线下的股票质押式回购业务搬到线上,可以通过手机APP进行移动端的全程网上办理。相对而言,银河证券“鑫新雨”、广发证券“融易通”等大型券商推出的股票质押式融资打新产品门槛相对较高,针对账户可流通股票市值不少于20万元的客户,银河证券目前仅对北京、浙江、湖北地区的客户开放。在融资利率方面,两家券商也基本在8%左右。

当然新股能否盈利不仅要看中签还要看涨幅,最终不同的机构和个人都需要根据自己可能获得的融资方式、融资利率成本和新股涨幅来衡量是否能够盈利。