

中煤能源 IPO 三大亮点与启示

张莹 刘婷 李文强

(中国矿业大学管理学院 江苏徐州 221116)

【摘要】 本文结合 2008 年熊市中的发行市场,分析了中煤能源的上市表现,总结出值得我们关注的中煤能源 IPO 的三大亮点,并从中引发了一些深化我国证券市场改革的启示与思考。

【关键词】 中煤能源 IPO 溢价率回归 发行机制改革

一、案例概述

2008 年 2 月 1 日,中煤能源(601898)在上交所 A 股市场挂牌上市,在开盘一度走到 24.89 元/股的全天最高点之后一路维持平稳,最终收于 22.20 元/股,较发行价 16.83 元/股上涨 31.91%,全天换手率达到 50.57%,市盈率达 55.36 倍,成交金额高达 134.84 亿元。

中煤能源是我国第二大煤炭企业和最大的独立炼焦企业,它在香港上市一年多来受到国际投资者的普遍认同。2007 年中煤能源的净利润比 2006 年有大幅增长,增幅为 99.12%。因此对其 A 股上市表现,不少券商给出了较高的估值。其中最高为申银万国估价 35 元/股,大部分机构所给的合理估价都在 25.90 元/股左右。根据历史首日收益率分析,中煤能源首日涨幅预计在 90%左右。然而中煤能源上市首日并未受到追捧,未能重演其他大型能源国有股回归时的火红走势。这令此前许多看好这只大盘股的投资者有所失望。

中煤能源上市可谓“生不逢时”。2008 年上市的大盘新股收益率屡创新低,在中煤能源之后上市的中国铁建的收益率和涨幅分别仅为 0.18%、28.19%,低于中煤能源的 0.23%和 31.91%的水平,成为 2007 年以来新股上市首日的最低涨幅。二级市场的持续低迷是影响新股收益的重要因素,中煤能源的首日涨幅也受此影响。尽管如此,中煤能源的上市仍有三大亮点吸引了人们的眼球。这三大闪光点是什么呢?

二、第一大亮点:推动 IPO 高溢价率向理性回归

全流通时代 IPO 第一股——中工国际上市首日最大涨幅达到 576%,但其随后连续无量封住跌停板,充分显示 IPO 恢复初期其溢价率产生泡沫后对市场的危害。新股上市首日收盘价高于股票发行价,被称为“IPO 溢价”,这在全世界各证券市场普遍存在,是很正常的现象。这主要是为了吸引更多的投资者,保证发行的成功,并树立投资银行自身的良好声誉。负责承销的投资银行往往都会倾向于一定幅度内的 IPO 溢价发行。从国际股市的实践来看,美国等成熟市场的 IPO 溢价率一般在 17%以下。而在我国证券市场发展的十几年中,A 股 IPO 的溢价率高达 164.99%,远高于成熟市场和大部分新兴市场,成为世界 IPO 溢价率最高的市场。如此高的溢价率

不能不让人怀疑股票发行定价制度的合理性。从我国 A 股市场发展来看,过高的溢价率严重地危害到整个市场的健康发展。因此,许多人呼吁 IPO 溢价率应向理性回归。

前几年小盘新股 IPO 常常不论业绩如何,首日都有巨大的涨幅。如 2000 年上市的景谷林业,其发行价 5.19 元/股,上市首日收盘为 23.08 元/股,涨幅达 344.7%。而 IPO 重启后,这种情况已有所改观。如小盘电力新股粤水电上市首日涨幅仅 39.88%,与前些年上市的涪陵电力首日 153.99%的涨幅相比,出现明显的回归。我国证券市场上规模最大的 IPO 新股——中国银行尽管上市首日大涨,但后期已跌至发行价的位置。这些都充分反映出 A 股市场已发生较大的变化,其 IPO 溢价率在信息充分披露、机构询价机制日趋完善、市场投资者理性判断等诸多因素影响下步入理性回归。而此次中煤能源上市创下的 31.91%的首日涨幅,正推动着 IPO 高溢价率水平向理性回归的进程,也给我们带来了以下启示:

1. 新股发行的市场化机制得到进一步完善。有统计数据显示,沪深交易所新股上市的溢价率在过去十几年间大体为 164.99%。股票上市首日涨幅过高的原因有两个:一是询价机制有缺陷,发行公司的价值被低估,发行价格可能严重低于发行公司价值;二是由于过度炒作或市场操纵因素的影响,导致新股上市价格存在严重的泡沫。但无论哪种情况都说明市场的风险已开始聚集。新股暴涨不但不能起到良好的示范作用,反而成为影响未来市场运行的负面因素。因此,中煤能源的低涨幅表明新股发行上市的制度改革正稳步推进,新股发行的市场化机制也正逐渐形成,新股市场化发行的约束功能得到强化,IPO 高溢价率正在向理性回归。

2. 市场化发行机制的价格发现功能得到提升。在目前机构询价机制下,机构投资者存在诸多行为不规范之处,从而助推了 IPO 溢价率的高企。在全流通时代,监管部门在完善发行机制前提下,证券监管力度得到进一步加强,严厉打击了证券市场的违规行为和内幕操纵、串通做假、联手炒作的恶劣行径,从而提升新股发行定价效率和 IPO 价格发现功能,因而也有了中煤能源 IPO 溢价率的理性回归。

3. 信息披露机制得到进一步完善,市场的透明度有所提

高。根据信息经济学观点, IPO产生溢价的根本原因是证券市场信息的非均衡性。证券市场的发展史表明: 一个国家或地区的市场发育程度越低, 市场透明度越差, 不同投资者之间的信息差异也就越明显, IPO的溢价率也就越高。这就要求上市公司强化新股发行的推介工作, 减少上市公司和投资者之间信息的非均衡程度; 新股 IPO公司和保荐机构必须加强与广大机构投资者的信息沟通, 提高新股 IPO公司定价过程中相关信息的渗透能力, 提升信息的传递效率和新股发行定价效率。中煤能源于新股上市前 10 天即 1 月 21 日发布公告, 并在全国进行发行 A 股路演, 正体现了这一点。

4. 倡导市场理性投资行为取得实效。我国证券市场的投资理念尚不成熟, 投机气氛较浓, IPO 溢价率高企的一个重要原因就是市场上存在的投机资金的推动。随着股权分置改革的日渐完成, 证券市场各项制度正在逐步完善, 之前困扰证券市场的诸多制度性问题正在逐步得到解决, 新股发行的市场化约束机制正在凸现。中煤能源的低涨幅表明投资者通过借鉴新兴市场发展的国际经验, 投资理念日益成熟起来, 投机心理正向理性回归, 期望一级市场投资有适度的回报率, 努力回避过度投机的市场风险。

三、第二大亮点: 网上首发比例 75%, 创下最高纪录

中煤能源本次发行采用网下向询价对象询价配售和网上资金申购配号、摇号中签相结合的发行方式。发行数量不超过 1 525 333 400 股。其中, 网下配售不超过 381 333 400 股, 约占本次发行数量的 25%; 其余部分向网上发行, 网上发行申购日为 2008 年 1 月 25 日, 约占本次发行数量的 75%, 网上申购率创下 A 股史上新高记录。

新股发行原分为战略配售、网下申购和网上申购三部分, 自 2007 年 9 月以来, 大盘股的发行已取消了战略投资者配售的安排, 设定的发行比例均为网上 65%、网下 35%。而此次中煤能源创下了 75% 的网上初始发行比例, 不仅远高于 2006 年以来 100 亿元以上大盘股 51.9% 的平均网上发行比例, 而且创下 2005 年“新老划断”以来新股发行的最高水平。中煤能源的网上首发比例创纪录向我们发出了哪些信号呢?

1. 对上市公司而言, 提高网上发行比例则意味着可以避免被锁定部分股份解冻后集中减持, 以此稳定股价的长期走势。目前, 新股网下发行部分的锁定时间为 3 个月, 而 3 个月后股价则很可能遭遇机构集中减持股份的压力。中煤能源此次降低网下发行比例、提高网上发行比例后, 将在一定程度上解决这一问题, 从而保证长期投资者的利益。

2. 在近期市场热议新股发行机制改革的背景下, 中煤能源 IPO 方式出现了可喜的变化, 网下、网上比例有了明显改进, 网上初始发行比例“破例”达 75%, 此举正迎合了前段时间讨论的新股发行机制改革, 同时折射出这项改革已经渐行渐近, 中煤能源在 A 股市场起到了领军示范作用。缩小配售比例, 扩大网上申购比例较多地考虑了散户的利益, 属于向中小投资者让利的行为。而目前的申购机制对机构投资者是有利的, 虽然改革发行机制涉及诸多问题, 只靠减少网下配售比例不能从根本上解决“机构吃肉、散户喝汤”的问题, 但是从平衡

各方利益角度来看它已有所进步。这改变了新股发行过程中向机构投资者过度倾斜的局面, 增强了 A 股市场的公平性, 同时也有助于抑制新股上市首日的炒作气氛, 更体现了上市公司让利于民的积极态度。

四、第三大亮点: “逆风向”上市 IPO, 反而最“吸金”

中煤能源本次 A 股发行 15.25 亿股, 发行价格为每股 16.83 元, 网上和网下总计冻结资金 3.12 万亿元, 获得超额认购 121 倍, 是 A 股历史上冻结资金第三大 IPO。它成功登录 A 股后, 总融资金额达 256.7 亿元, 成为 A 股历史上第八大 IPO。2008 年沪深两市共有 76 只新股上市, 总融资金额约 1 034.38 亿元, 而中煤能源融资额几乎占全年 A 股 IPO 融资总和的四分之一。同时在国内资本市场熊市到来之际, 中煤能源成功实现了众多企业梦中追寻的香港内地两地上市。

一个公司 IPO 上市的原因, 一个最直观的解释就是公司有好的投资项目, 迫切需要筹集大量资金, 所以要发行新股。根据市场择时理论, 当股市走好、股价较高时发行新股对发行公司比较有利, 于是许多公司就会选择在牛市上市。而当公司股票被低估时, 就会暂缓上市, 因为公司不愿意在高质量公司发行较少也就是在熊市的时候发行新股, 这样难以取得巨大的融资额。然而, 中煤能源却破例在熊市中发行新股。

相比 2007 年, 2008 年证券市场可谓“寒风凛凛”, 全年新股 IPO 的数量减少了近 40%, 融资规模锐减了 75%, 其中融资超过 100 亿元的只有两家企业(中煤能源 256.7 亿元和中国铁建 222.46 亿元)。中煤能源是继中国石油、中国神华、中国建设银行、中国工商银行和中国平安等之后 A 股历史上第八大 IPO。在如此冷的市场上, 中煤能源却能逆势而上, 确实显示了其实力。那么, 中煤能源为什么能如此“吸金”呢?

1. IPO 所募集的资金就是发行价格与发行股数两者的乘积, 此次中煤能源发行规模为 1 525 333 400 股, 发行价格取的是发行区间每股 16.00 元~16.83 元的上限 16.83 元, 且中煤能源是大盘股, 发行在外的流通股份数额较大, 因此从计算公式上讲, 融资额很大也就理所当然了。

2. 中煤能源之所以如此“吸金”还受惠于煤炭价格的节节攀升, 因为其回归之时恰好处在国内煤炭行业最景气的阶段。中煤能源是我国第二大煤炭生产企业, 在世界主要煤炭上市公司中排名世界第三、中国第二, 仅次于 Peabody 和中国神华。同时, 中煤能源也是国内最大的煤炭设备供应商和最大的焦煤生产企业。由于 2008 年国内发电量持续增长, 煤炭需求一路高涨而带来煤炭现价看涨, 而作为行业地位很高的生产企业, 中煤能源自然在行业景气周期中受益颇多。

【注】本文系中国矿业大学校级科研课题(课题编号: 08001)“中国的 IPO 市场、IPO 折价及其长期业绩表现”的阶段性成果。

主要参考文献

1. 贾春新, 刘力. 首次公开发行: 从理论到实证. 管理世界, 2006; 7
2. 陈游. 我国 A 股市场估值体系构建研究. 财会月刊(综合), 2009; 2