

第二章 投行的证券发行与承销 (II)



7、路演

- 路演的本意译自英文**Roadshow**，是国际上广泛采用的证券发行推广方式，指证券发行商发行证券前针对机构投资者的推介活动，是在投、融资双方充分交流的条件下促进股票成功发行的重要推介、宣传手段。
- 是股票承销商帮助发行人安排的发行前的调研与推介活动。



美国IPO的Quiet Period

- Quiet period (waiting period)指的是将文件申请递交至证监会后以及证监会注册生效前的静待期间
 - IPO静待时间一般为90天，SEO是10天
- 静待期间内不允许进行任何股票推介活动。



路演的目的

- 让投资人进一步了解发行人
- 增强投资者的信心，**创造对新股的市场需求**
- 促进投资者与股票发行人之间的沟通 and 交流，以保证股票的顺利发行
- **从投资者的反应中获得有用的信息**
 - 查明策略投资者的**需求情况**，由此决定发行量、发行价和发行时机，保证重点销售。



路演推介所需资料和服务内容

- 专业精美的企业推介画册（中/英文）；招股说明书（中/英文）；研究报告（产品技术分析/市场分析/募集资金可行性分析报告）；发行公司文件封套（中/英文）；幻灯片和幻灯彩册（中/英文）；企业推广录像带（中/英文）、礼品、文件礼品袋等。
- 路演推介还将提供推介会、新闻发布会、上市仪式、上市酒会的场租，会场布置及其所需器材、展板、图片、背景牌和横条、度牌、同声翻译器材等的租赁和制作，以及演讲者的名牌、名片、名套、胸花等服务。



路演的主要形式

- 在推介会上，公司向投资者就公司的历程、业绩、产品、发展方向等作详细介绍，充分阐述上市公司的投资价值，让准投资者们深入了解具体情况，并回答机构投资者关心的问题。
- 随着网络技术的发展，这种传统的路演同时搬到了互联网上，出现了网上路演，即借助互联网的力量来推广。
 - 上证路演中心<http://roadshow.sseinfo.com>

中国石油IPO路演情况

- ❖ 中石油2007年10月19日获发A股，发行不超过40亿股。
- ❖ 2007年10月22日-24日初步询价以确定发行价格区间。预计中石油A股股票将于11月5日上市。
- ❖ 中石油发行的美国存托股份及H股2000年4月分别在纽交所及香港联交所挂牌上市。
- ❖ 主承销商组织预路演推介工作。推介的重点—公司四大主营业务板块（勘探与生产、炼油与销售、化工与销售、天然气与管道）的发展现况以及公司未来的发展战略。
- ❖ 路演将分为2个部分，网上路演与网下路演

1.网下路演安排

- ❖ 主承销商将于**2007年10月22日—10月24日**期间，在上海、深圳、广州和北京等地区向询价对象进行**预路演推介**。届时将详细回答询价对象的各种问题。
- ❖ 正式现场路演将于**10月25日9：30—11：00**在北京中国大饭店进行。
- ❖ 主承销商——中信证券、瑞银证券、中金公司。

2.网上路演安排

- ❖ 本次发行采用网下向询价对象询价配售与网上资金申购发行相结合的方式。
- ❖ 发行人和本次发行联席保荐人(主承销商)将在中证网举行网上路演。
 - 1、网上路演网址：中证网（**www.cs.com.cn**）。
 - 2、时间：**2007年10月25日(星期四) 14:00—18:00**。
 - 3、参加人员：中石油股份公司管理层主要成员和本次主承销商相关人员。

中海油服(HK2883)反向路演

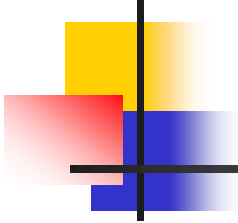
- ❖ 中海油服是中国海洋石油总公司旗下的第三家上市公司。
- ❖ 公司成立于**2001年12月25日**。
- ❖ 业务框架:钻井、油井、物理勘探服务及海上支持和运输等与海上石油勘探和生产企业配套的综合服务。
- ❖ 中海油服于**2002年11月20日**在我国香港主板招股上市,成为亚洲第一家提供全方位海上油田服务的上市公司
 - 1、**如何使市场理解并接受"油田服务"的概念?**
 - 2、**如何使市场对中海油服产生价值认同?**

1、如何使市场理解并接受"油田服务"的概念？

- ❖ 对于当时的香港乃至亚洲资本市场来说,石油服务业是一个完全陌生的概念。
- ❖ 事实上,在石油业的产业链条里,石油公司最初的业务范围包括从找油、开采油、生产油、最后卖掉油的一条从上游到下游的完整的业务链条。全球石油行业的发展趋势渐渐使得石油公司的职能从其他业务职能中分离出来,将油气开发设备技术服务、设施建设、后勤支援和维修服务剥离给专业公司,前者成为纯粹的油公司(以管理和融资职能为主体的企业),后者即石油服务公司。

精心设计的海上作业体验

- ❖ 第一站:参观地宫了解整个海上油田开发过程
 - ❧ 从香港出发前往湛江分公司，参观的是深具海油代表性的地宫，由专业人员讲解海上石油从勘探到开发到生产的整个过程。
- ❖ 第二站:参观钻井船了解油田服务作业过程
 - ❧ 由于钻井船是海上作业，所以安排了出海路线。
- ❖ 第三站:参观公司了解企业文化和人文环境



价值发现过程，实现最优定价

建立初步估值范围

研究分析师作出估值预测

主要投资者的反馈意见

确定促销价格区间.....

确定最终价格

逐步缩小价格区间

向管理层汇报投资者的
顾虑和对估值的反馈



8、组建承销团和分销团

- **组建承销团的好处**
 - 分散了风险
 - 有利于为股票提供更多的做市和投资咨询服务
 - 有利于扩大客户基础，促进股票的销售
 - 跨国IPO案
- **组建承销团的代价**
 - 减少了承销费收入
 - 引进了潜在的竞争对手



承销协议

- **当事人的名称、住所及法定代表人的姓名。**
- **承销方式。**
- **承销股票的种类、数量、金额、定价方式。**
- **承销期及起止日期。**
- **承销费用的计算、支付方式和日期。**
- **违约责任。**
- **其他需要约定的事项。**



9、确定发行价格

- 固定价格方式（fixed price offering）
- 累计订单方式（book building）
- 竞价或拍卖方式（auction）
- 其他混合方式



固定价格方式

- 发行价由主承销商和发行公司估值确定.
- 一般采用市盈率估值方法
 - 依据前三年盈利或预测乘上**15~20**倍的市盈率或同行业的市盈率中位数



固定价格方式的分配

- 根据pro-rata basis分配
 - 若总申购量超出发行量，按比例分配



累计订单方式

1. 先商定一个价格区间
2. 潜在投资者申报认购数量与出价
 - Strike bid、limit bid、step bid
3. 承销商按照申购金额超过发行筹资额的一定倍数确定发行价格(oversubscription)



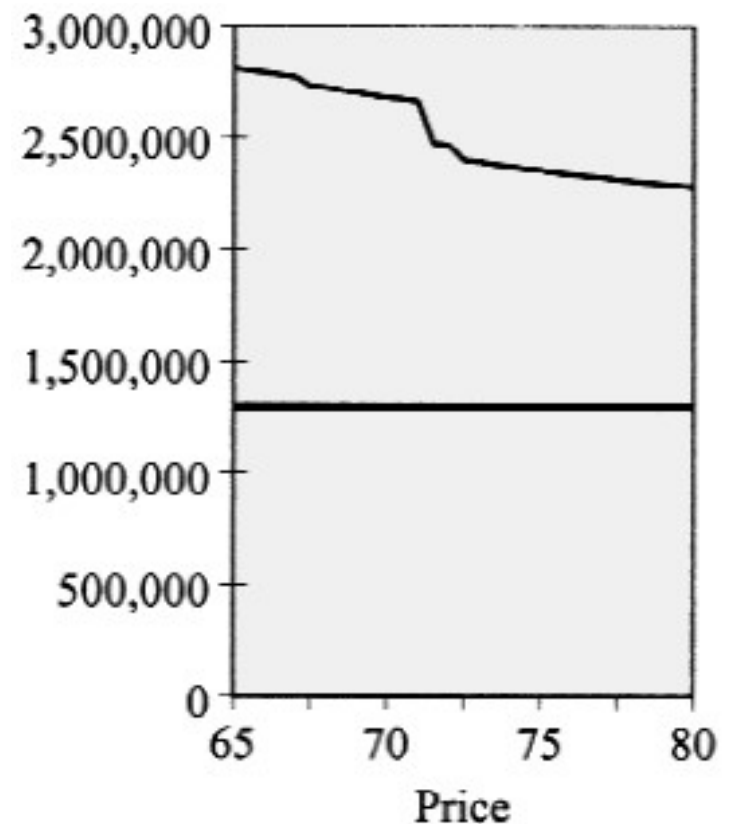
累计订单方式

Bidder Number	Manager	Bidder Name	Country	Bid Quantity	Bid Type	Limit Price	Allocation
1	3	aaa	Britain	1,000,000 GBP	Strike		0
2	3	bbb	Austria	2,000,000 USD	Strike		24,800
3	3	ccc	Britain	2,100,000 DEM	Strike		12,000
4	3	ddd	Sweden	1,000,000 DEM	Strike		
(revision 1)				600,000 DEM	Strike		
(revision 2)				100,000 DEM	Strike		6,000
5	4	eee	Germany	10,000 Shares	Step 1	69	
				5,000 Shares	Step 2	75	3,000
6	4	fff	Germany	250,000 DEM	Strike		2,100
7	4	ggg	Germany	20,000 Shares	Limit	72	12,200
35	4	hhh	Britain	20,000 Shares	Strike		8,400
94	3	iii	Britain	20,000 Shares	Strike		5,000
97	3	jjj	Switzerland	20,000 Shares	Strike		8,000
101	3	kkk	Italy	20,000 Shares	Strike		8,000

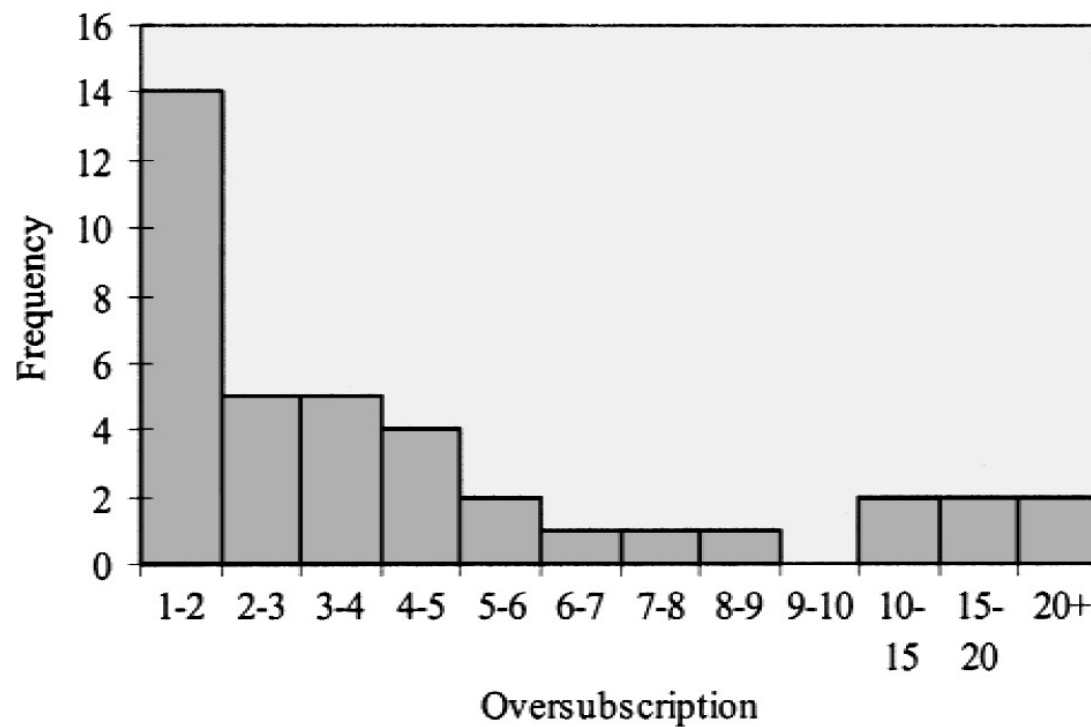
参考：Cornelli and Goldreich (2001,JF) “Bookbuilding and strategic allocation”.

累计订单方式

- 主承销商按照累计订单建立需求线
- 一般会选择的价位是让需求高于供给的好几倍



累计订单方式



参考: Cornelli and Goldreich (2001,JF) “Bookbuilding and strategic allocation”
的39个IPO案



累计订单的分配

- 承销商主观分配给申购投资人，一般不会按比例分配。
- 偏好分配给：
 - **Frequent bidder** （常来竞标的投资者）
 - 申购信息明确的投资者



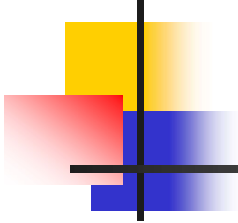
累计订单的分配

- 分配给未来发表**IPO**的公司经理人？
- 分配给特定客户、收取未来的交易利润？
 - **Credit Suisse** 于1999年被罚\$100million，向客户收取约33%~65%的**IPO**交易利润
- 分配给发行公司的员工及朋友？



累计订单的分配

- 让申购投资人承诺于特定价格买进**IPO**后市的股票？
- 美国**Rule 101 of Regulation M**认定该行为(laddering)违法。



累计订单

- **Flipping:** 指**IPO**当天开盘立刻卖出的行为。
- 美国允许投资银行可以追踪申购**IPO**投资者的交易账户
- 主承销商若发现承销团员客户有**flipping**的行为，可收回**selling commissions**.



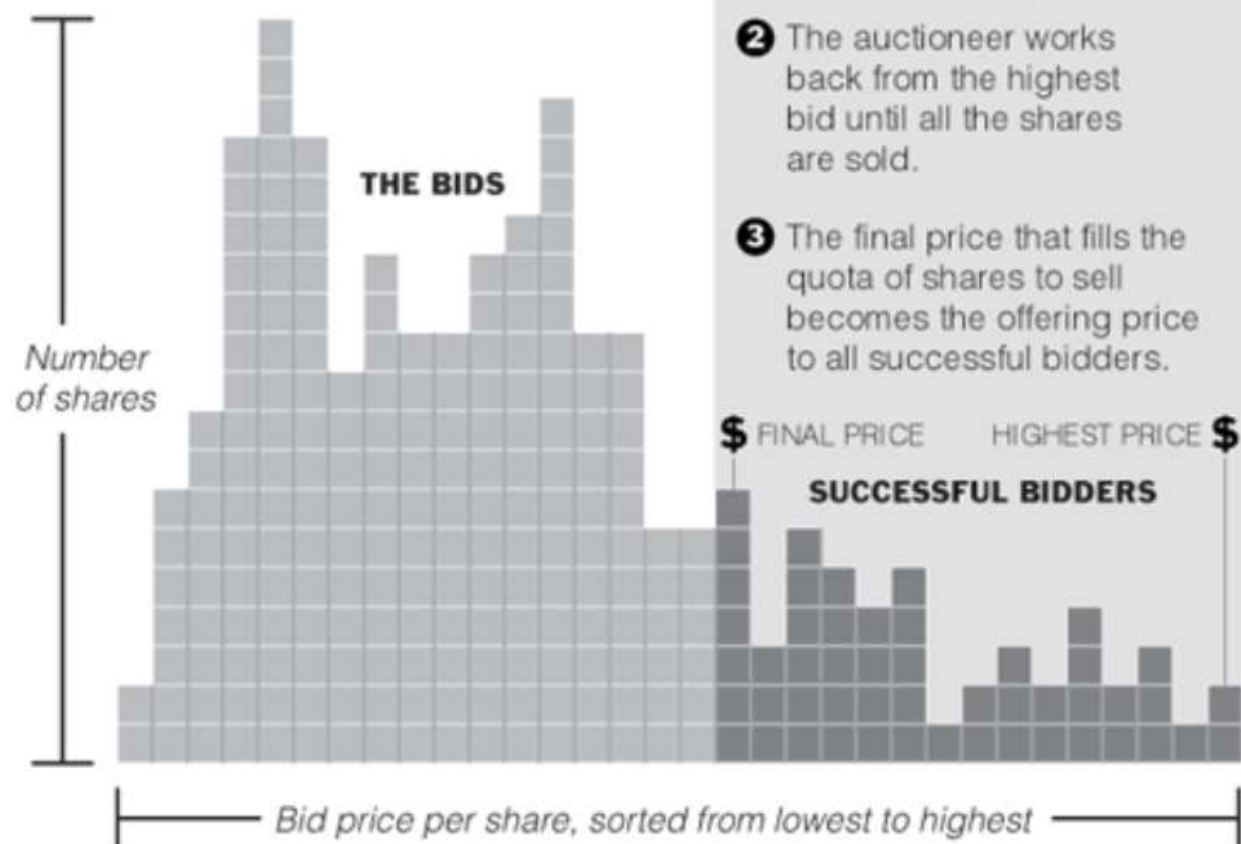
拍卖方式

- 先设定价格区间
- 接受在交易所开设股票账户的投资人竞标

拍卖

Adding it up

- 1 The auctioneer starts by gathering all the bids and sorting them according to price.





拍卖方式

- 2000年以前受到很多国家采用
 - 1980年代：荷兰、葡萄牙、英国
 - 1990年代：阿根廷、马来西亚、新加坡
- 日本的**IPO**定价方式
 - 1989年以前：固定价格



日本的IPO定价方式

- 1989年以前：固定价格
- 1989-1997年：两阶段拍卖
 - 50%发行量进行第一阶段拍卖。限制机构投资者参与竞价，每一位投资者只能申购**5**千股。如果申购数量无法达到发行量的**25%**，拍卖被认定为失败。
 - 第二阶段：采用固定价格，设定价格不可以超出第一阶段成功申购价的数量加权平均。



Google IPO案

- 2000年过后，大约99%的IPO采用累计订单方式。
- Google 2004年申请上市时，定价方式采用了拍卖。
- CEO解释：
 - 拍卖可以让更多股民参与
 - 可获得更好的定价，最佳化筹资金额。
 - 减少华尔街扮演的角色，降低手续费。



Google IPO案

- 一开始Google设定的价格区间为 108-135，发行量 25.7 million shares。
- 由于申购数量不是很理想，修正为85-95，发行量 19.6 million shares
- 最后IPO当天定价为85，开盘95，收盘100.25，成交量22 million shares。
- 一个月后Google股价到达\$200.
- Morgan Stanley, Credit Suisse, Goldman Sachs 持有了61%的股票。



Google IPO案

- 很多人认为Google如果想要照顾一般投资者，可先采用累计订单方式定价，之后再使用固定价格销售给零售投资人。
- 累计订单与固定价格相结合的方式可通过机构投资人收取信息，做出适当的定价，然后也可以照顾到散户投资者。



我国的询价定价方式

- 2005年1月1日试行IPO询价制，2006年9月19日细化实施
- IPO询价分为初步询价和累计投标询价两个阶段。
 1. 初次询价确定发行价格区间及相应的市盈率区间
 2. 在此区间内进行累计投标询价，根据累计投标询价结果确定发行价格的制度。
- 询价对象是符合中国证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者和合格境外机构投资者（QFII），以及其他经中国证监会认可的机构投资者。



八菱科技IPO案

- 八菱科技是中国 A 股历史上首家因**询价机构数量不足导致 IPO 中止发行**的股票。
- **2011年6月9日**，八菱科技发布：“根据保荐机构(主承销商)民生证券有限责任公司统计，本次提供有效申报的询价对象共计 **19** 家，不足**20** 家。根据《证券发行与承销管理办法》(**2010** 年修订)和《南宁八菱科技股份有限公司首次公开发行股票初步询价及推介公告》的有关规定，经发行人和保荐机构(主承销商)协商决定中止发行，后续事宜将另行公告。”



八菱科技IPO案

- 不过虽然此次发行中止，但并不意味着八菱科技上市之路就此结束。**根据相关规定，公司中止发行后，在核准文件有效期内，经向中国证监会备案，可重新启动发行。**
- **2011年10月21日**，八菱科技刊登《首次公开发行股票重新启动发行的公告》，其中称“截至目前，发行人已根据《证券发行与承销管理办法》**(2010年修订)**的有关规定向中国证监会重新备案发行相关文件，经与保荐机构**(主承销商)**协商后决定重新启动南宁八菱科技股份有限公司首次公开发行股票的发行业务。”
- 第二次发行，八菱科技终于发行成功了，并于**2011年11月11日**起于深交所上市交易。



八菱科技IPO案

- 不过虽然此次发行中止，但并不意味着八菱科技上市之路就此结束。**根据相关规定，公司中止发行后，在核准文件有效期内，经向中国证监会备案，可重新启动发行。**
- **2011年10月21日**，八菱科技刊登《首次公开发行股票重新启动发行的公告》，其中称“截至目前，发行人已根据《证券发行与承销管理办法》**(2010年修订)**的有关规定向中国证监会重新备案发行相关文件，经与保荐机构**(主承销商)**协商后决定重新启动南宁八菱科技股份有限公司首次公开发行股票的发行业务。”
- 第二次发行，八菱科技终于发行成功了，并于**2011年11月11日**起于深交所上市交易。



朗玛信息IPO案

- **2012年1月13日**，朗玛信息由于有效申报的询价对象不足**20家**而中止发行，成为继八菱科技后，**第二家首次IPO发行失败**的拟上市公司，也是创业板首家发行失败的公司。
- 朗玛信息则在**1月31日**就发布了《首次公开发行股票并在创业板上市**重新启动发行**公告》。
- 在下调了估值之后，这次也发行成功了，并于**2012年2月16日起上市交易**。朗玛信息之后是在**2014年11月28日**股价超过茅台，成为两市第一高价股，**2015年3月27日**又创出**288.09元**的高位。



10、稳定市场价格的策略

- **稳定市场价格(Market Stabilization)**
 - **提供稳定报价策略**
 - **超额发售权或绿鞋期权**



提供稳定报价策略

- **指主承销商在承销期中报出一个不低于发行价的买进价，市场中任何该股票的卖家都可按这个报价出售股票，这个报价就是支持该股票的稳定价格。**



超额配售权(Overallotment option) 绿鞋期权(Green Shoe Option)

- 发行人授予主承销商选择权，主承销商按与发行价格相同的价格超额发售不超过包销数额15%的股份。其作用是平衡市场对该只股票的供求，起到稳定市价（上市之日起30日内）的作用。（1963年美国绿鞋公司IPO时首创）
- 获授权的主承销商有权根据市场情况选择从集中竞价交易市场购买发行人股票，或者要求发行人增发股票。
- 在实际操作中，超额发售的数量由发行人与主承销商协商确定，一般在5%——15%范围内，并且该期权可以部分行使。



Green Shoe Option

- 假设发行量为**4.21**亿股，定价**38**，承销商先出售**4.84**亿股（总共做空**0.63**亿股）。
- 如果股票市况不好，股价跌超过**38**，承销商可在二级市场买入一开始做空的数量。
- 如果股票市况好，股价涨超越**38**，承销商可向发行公司行使绿鞋期权购买股票，此时相当于发行人增发股票。



超额配售权在中国

- 2001年9月13日中国证监会已出台《超额配售选择权试点意见》，但在目前IPO发行无风险的情况下，一直也没有在A股市场真正实施。



中国国航A股全流通上市破发第一股

- 中国国航A股(601111)发行价2.8元。
 - 2006年08月18日在上交所上市交易，开盘报2.78元，最低2.74元，此后一直在2.79元附近震荡，全日最高为2.81元，成为全流通新股首日上市跌破发行价第一股。
 - 国航还创造了全流通以来中签率最高（5.3275%）、上市首日涨幅最小、换手最低等多项第一。
- 大股东被迫护盘
 - 根据中航集团的承诺（若2006年底之前跌破发行价，将以不高于发行价2.8元的价格增持不超过6亿股），护盘资金应该来自中航集团。



工商银行 “A+H” IPO 初试超额配售选择权

- 发行日期：**2006-10-19**
- 上市日期：**2006-10-27**
- 发行价格：**3.12元**
- 发行数量：**1495000.00**万股
- 首日开盘价：**3.40元**
- 发行市盈率：**27.34倍**
- 发行中签率：**3.2773%**
- 主承销商-上市保荐人：**A股-国泰君安、申银万国、中金公司、中信证券；H股-美林、瑞士信贷集团、德意志银行、中金公司和工商东亚。**



工商银行 “A+H” IPO 初试超额配售选择权

- 实现了**A+H**“五个同时”，即同时披露、同时询价、同时发行、同样价格和同时上市。
- 本次发行初始发行规模为 1 3 0 . 0 亿股，发行人授予 A 股联席保荐人（主承销商）不超过 A 股初始发行规模 1 5 % 的超额配售选择权（或称“绿鞋”），若 A 股绿鞋全额行使，则 A 股发行总股数将扩大至 1 4 9 . 5 亿股。
- 本次发行与工商银行境外 H 股发行同时进行。H 股初始发行规模约为 3 5 3 . 9 亿股，发行人授予 H 股联席簿记管理人不超过 H 股初始发行规模 1 5 % 的超额配售选择权，若 H 股绿鞋全额行使，则 H 股发行总股数将扩大至约 4 0 7 . 0 亿股。



工行A股启动回拨机制

- 工行首次公开发行A股于2006年10月19日结束，发行人和联席保荐人（主承销商）决定启动**回拨机制**，将6.5亿股股票从网下回拨到网上。
 - 工行A股：
 - 中签率约为2.03%（回拨机制实施前）
 - 网上中签率为3.277%（回拨机制实施后）
 - 网下最终配售比率为5.608%。



农行**A+H**募资超工行成全球最大**IPO**

- 中国农业银行（**601288.SH/01288.HK**）已全额行使**A**股的超额配售选择权（即“绿鞋”），令**A**股的募资增至**685.3**亿元。此前，农行**H**股绿鞋已全额行使。**发行价格2.68元人民币。**
- 自农行**IPO**的**A**股上市交易日**7月15**日至稳定后市期结束日**8月13**日，农行股价始终平稳运行在发行价格及以上，截至**8月13**日收盘于**2.69**元，较发行价格**2.68**元上涨**0.37%**。
- 此外，农行执行“绿鞋”机制时首次引入“刷新制度”，即主承销商利用绿鞋资金买入股票后还可以在高于**2.68**元的价格卖出。

11、墓碑广告

This announcement is not an offer of securities for sale or a solicitation of an offer to buy securities

120,000 shares

Discovery Café, Inc

Common Stock

Copies of the Prospectus may be obtained from such of the undersigned (who are among the underwriters named in the prospectus) as may legally offer these securities under applicable securities laws.

Dillon, Read & Co. Inc

Merrill Lynch

Smith Barney Inc

Alex Brown & Sons

Prudential Securities Inc

Lazard Freres & Co, LLC

Hambrecht & Quist

Credit Suisse First Boston

J.P. Morgan & Co.

Charles Schwab & Co.

Donaldson, Lufkin & Jenrette Inc.

