

梦想与浮沉

A股十年上市博弈

(2004~2014)

王骥跃 班妮 著

是哪一家默无闻的公司为中国证券审核透明化的制度买单？
中国的纳斯达克最早上市的企业是哪一家？
首家A+H股同一天发行的工商银行如何带动了资本市场大起大落？
农业企业上市难在哪里？
明星企业上市难在哪里？
哪家企业上市路上一波三折？
企业如何造就了首富神话？
创业板上市难在哪里？
光伏行业的兴衰史在哪里？
同行业两家公司先后上市命运迥异：发行人和机构谁才是投行真正的客户？
注册制与股改缘起于哪里？
证监会主席的：惊天一何？
IPO限价发行如何改变了二级市场博弈格局？



机械工业出版社
China Machine Press

梦想与浮沉

A股十年上市博弈

(2004~2014)

王骥跃 班妮 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

梦想与浮沉: A 股十年上市博弈 (2004 ~ 2014) / 王骥跃, 班妮著. —北京: 机械工业出版社, 2015.12 (2016.1 重印)

ISBN 978-7-111-52351-2

I. 梦… II. ①王… ②班… III. 股票市场—研究—中国—2004 ~ 2014 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 289404 号

梦想与浮沉

A 股十年上市博弈 (2004 ~ 2014)

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 王金强

责任校对: 董纪丽

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2016 年 1 月第 1 版第 2 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 24.5

书号: ISBN 978-7-111-52351-2

定价: 69.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

HZBOOKS | 华章经管 | Economics Finance Business & Management



推荐序

市场的记忆

“股民的记忆只有 7 秒”，是 2015 年夏天“去杠杆”股灾中调侃融资客的一句戏言。股灾让一些融资炒股的人血本无归，但是市场稍有企稳，一些人又加上更高的杠杆杀入股市，把刚刚得到的教训抛到九霄云外。

其实何止融资炒股的投资者没有记忆，在 A 股市场，监管者、中介机构、机构投资者、媒体、学界等各个相关方面，似乎也在整体上缺乏对市场的记忆。市场制度建设总是在重复一个接一个相同的错误，而对于错误本身的讨论，也往往在基本问题上陷入迷思。短短十年间制度演进曲折往复，恍若唐德刚所述“历史的三峡”。

王骥跃与班妮的新著《梦想与浮沉：A 股十年上市博弈（2004 ~ 2014）》来得很及时。在 IPO 这个切面上，这本书以专业人士的视角汇总和分析了并不久远，却已经碎片化和被部分遗忘的历史演进。十年得失虽不能盖棺定论，但归纳事实，以资镜鉴，是方方面面形成共识的重要基础。

融资是资本市场的基本功能，其中 IPO 又是所有融资安排中最重要的机制，它一方面为股票市场提供新的投资标的，增加证券供给；另一方面也为更早期的创业投资、股权投资提供退出渠道，从而将资本市场的各个层次有机地联系起来。然而在 A 股历史上，IPO 却始终未能真正实现市场化。最近十年，中国证监会虽然一直致力于市场化改革，也取得了不少成果，但是部分财务造

假丑闻也对改革进程形成了阻力。

1994 ~ 2015 年，IPO 经历了 8 次暂停。每一次起因都是市场的大幅下跌，但是每一次停发 IPO 也均未改变市场的趋势。以“保护投资者利益”的名义伤害市场机制，却客观上造成市场低位时没有新股供给，上涨阶段 IPO 扎堆，投资者为买新股付出了更高的成本。

对新股发行价格的抱怨在 2014 年年初形成新一轮高潮，中国证监会采取了老办法——管制发行价格。从那之后直到股灾发生之前，所有新股的价格都可以用招股书中的计划募集资金规模和发行股票数量算出来。复杂的公司定价变成了一道小学算术题。不但价格被管制，发行节奏也被控制，基本上按月“均衡安排”。

市场皆大欢喜。因为新股的定价明显低于二级市场，投资者调用一切可以调用的资金打新股，甚至是加上十几倍、数十倍的杠杆也不稀奇。每个月发行窗口期申购资金的冻结和解冻，对货币市场产生了明显的扰动。

只是我们忘记了，2009 年创业板推出时，证监会已经放弃了对发行价格的窗口指导。新股发行价一度飙升，但是经过两年的充分博弈，由于新股的不断供给和投资者趋于理性，一些新股如朗玛信息和八菱科技甚至出现过发行失败。这一改革成果随着 2012 年 10 月 IPO 暂停而消弭，却足以证明市场机制的有效性。

投资者不加分别地申购新股，可能也加剧了财务造假的风险。发行人为了达到向公众销售股票的目的，重点并不在于面对投资者的挑肥拣瘦——他们此时为了博取新股的巨大差价已经饥不择食，而是如何过审核这一关。尽管中国证监会将 IPO 注册制列为最重要的改革任务，但是它却与以往的任何一个时段一样承担着为投资者进行价值判断的责任，从而也是在为发行人背书。市场化改革的一个基本方针是市场主体归位尽责，买卖双方都为自己的行为负责任。现实却是买方和卖方都不尽责，一切的责任最后落到监管者身上，那么自然地，监管者也不会放下手中的权力。

IPO 已经是一种相对简单的市场机制，但是如果没有长期的跟踪，要理解

我在上面提到的一些基本矛盾可能也有些困难。这里没有丝毫贬低读者的意思，因为作为一名一线的财经记者，我经常发现有名望的学者在论及 IPO 的问题时也会犯错误——这无关学养，仅仅是因为市场变化太快。如今的 A 股市场在深度和广度上都已经今非昔比，不借助专业人士，我们恐怕很难对其形成正确的认识。这也是我推荐这本书的另一个立足点。

我因为工作关系认识两位作者，他们也都是我很好的采访对象。王骥跃的工作是在投行内部对项目把关，这个岗位让他熟悉企业、市场和监管。班妮有境内外的投行从业经验，也是业内小有所成的笔杆子。通过他们，我不但能保持市场新闻的更新，也加深了对市场的理解。有别于“高大全”和“纯批判”的语境，更不是耸人听闻的八卦演义，这本书从市场运行的事实和逻辑出发，采撷十年来的典型案例，既有宏观架构，也有微观层面的细致展开。在许多细节上，读者可能还会有拍案惊奇的发现，谁说严肃作品就没有阅读乐趣？

对于市场建设，不同的价值取向会有不同的观点。但最起码，建立在事实基础上的讨论才有意义。作为市场参与者，专业人士群体当然有自己的利益取向。但是如果不信任专业人士，我们又何从了解市场？这就好比医生和患者之间需要信任一样。既然这是一本从事实出发的书，作者的观点当然也是可以证伪的。我相信，在浮躁而焦点混乱的 A 股舆论场中，这本书会更有价值。

蒋飞 财新传媒高级记者

引子

为什么是 IPO 十年

在经历了 21 世纪最长的一次 IPO 暂停后，中国股市在 2014 年 1 月迎来了新股发行的重新启动。证监会的核准批文于 2013 年 12 月 30 日深夜开始发出，接下来的两天中，有 11 家企业拿到了发行批文。马年将至，2014 年 1 月 8 日，第一批发行的两只新股——新宝股份（002705）、我武生物（300357）立即开始启动申购，“快马加鞭”，“马上上市”。

十年之前的 2004 年，也发生了类似的一幕。早就通过了发审会的柳州两面针股份有限公司，在 2004 年元旦前拿到了发行批文，于 2004 年 1 月 2 日启动了新股申购，正式发行。

2004 年与 2014 年，相隔十年，相似的不仅是企业翘首以盼发行批文，拿到批文后迫不及待地启动发行，还有更多背后的故事在轮回发生。

这些年来，媒体和公众对企业上市的关注远远大于对上市公司再融资和并购的关注。尽管从 2013 年起，由于新股发行节奏受监管机构控制的缘故，中国资本市场的关注重心已经从 IPO 转向并购重组，但在 2004 ~ 2014 年这十年，A 股市场上投资银行的核心业务仍然是 IPO 项目。在未来的 A 股证券市场，由于市场需要新鲜的活水，层出不穷的创新创业企业也有登陆资本市场的需求，IPO 对创业投资者的财富效应和对二级市场投资者的吸引力依然强大，IPO 作为资本市场的热点依然会是一个长期存在。

同为投行圈中人，本书的两位作者经常会一起探讨中国资本市场许多问题的现状和成因，也会期望甚至大胆预测中国资本市场的未来。

在这个过程中，我们经常看到媒体和普通投资者对中国的资本市场有着若干不同程度的误读，例如：

- (1) IPO 就是企业圈钱；
 - (2) IPO 是股市下跌的罪魁祸首；
 - (3) 中国的 IPO 大都是造假上市；
 - (4) IPO 让许多人一夜暴富；
 - (5) 投资银行贪得无厌，和发行人一起推高发行价是散户亏损的重要原因；
 - (6) 机构投资者与发行人勾结，报价不负责任；
 - (7) 发审委的委员水平有限，在审核 IPO 时都是黑箱操作；
 - (8) 优质公司都去海外上市了，留给 A 股市场的都是劣质公司；
 - (9) A 股长期熊市、垃圾股横行都是审核制惹的祸，到注册制就没这么多垃圾股了；
 - (10) “大小非”成本很低，全流通上市会洗劫 A 股投资者；
- ……

为了澄清种种不正确或者有失偏颇的观点，解答公众对企业上市融资中出现的种种问题和现象的疑惑，我们决定以投行业内人士的视角来记录 2004 ~ 2014 年中国企业上市的真实案例，以及中国证券市场 IPO 政策的演变过程，从而见证并解读这意义非同寻常的十年。

时，势，运，成就了不同企业在资本市场上的不同结局。通过对十年间 60 余个 IPO 案例本身的分析和进一步的延伸讨论，我们想展现企业、监管机构、中介机构以及投资者等市场参与各方之间的角力，以及他们与一个时代的惯性所做的角力——企业上市的过程是一场多方博弈。

这 60 余个案例的选择并不是在各年间平均分布的，有些年份的故事特别多，有些年份几乎没有故事发生，导致本书的 11 个主要章节长短不一。这也

客观反映了中国资本市场 IPO 发行的起起伏伏：时而爆发式上市，时而陷入低迷，甚至完全停滞。

其中有些故事超出了 IPO 本身的范畴，而是对一些上市后有“特别经历”的企业进行了“追踪报道”，因为这些企业后续发展的过程也见证了 A 股十年发展的波澜壮阔与丰富精彩。

通过这些案例，我们分析、揭示甚至拷问运行了这些年的中国式 IPO，能不能助力企业发展，能不能倡导价值投资，能不能在不久的未来与成熟市场看齐。

在观察十年间中国企业 IPO 历程的同时，我们也梳理了这期间中国资本市场制度建设的情况：保荐制的确立及发展，发审委制度的建立，询价制的演变，中小板、创业板的开板，新股发行体制改革的进程，以及 IPO 发行从审核制到注册制的逐步摸索。这十年间，监管机构对中国资本市场的制度建设有很多探索、尝试甚至反复，这些都与宏观经济形势、中国资本市场的发展阶段、中国社会的法治环境、投资者结构、投资者长期以来形成的惯性心态等密不可分。

深受十年 IPO 发展变化影响的还有从事 IPO 保荐与承销业务的中国投资银行从业人员。2004 年保荐制的确立，让一批老一代的中国投行人离开了这个行业；经历了十年保荐制后，由于市场发生着重大的变化，又一批中国投行人也逐渐离开了这个行业，那些没有离开的，大多在痛苦地寻找着转型之路。随着监管思路的转型和 IPO 注册制的推进，随着证券市场改革的加速及市场本身的深化发展，我们甚至大胆预测，有一批习惯了审核导向思维和传统 IPO 项目运作机制的投行人可能会在未来遭遇集体淘汰。

站在今天这个时点回望，过去的这十年是中国经济体量、结构以及发展模式发生巨变的十年，是资本市场制度建设朝着规范化、制度化、市场化迈进的十年，是中国企业家和创业投资者被逐渐普及了资本运作意识的十年，是中国 A 股投资者经历超级牛熊周期磨砺开始走向成熟的十年，也是中国的投行从业人员成为一个具有鲜明特征职业群体的十年。因此，我们有必要深度审视一

下这十年中国企业的 IPO 历程，并思索、寻找中国资本市场未来前进的道路。

声明：本书的写作参考素材主要来源于证监会、证券交易所公布的公开信息披露资料；同时，为了使每个案例的内容和背景故事更加翔实，我们也引用了一些相关案例的媒体报道以及业内的舆论点评，并在文中注明了出处。上述内容共同构成了这十年间 IPO 的“传言与真相”，文中引用的报道、评论观点、市场传言不代表作者的立场，亦未经核实，仅为反映案例发生时的真实舆论环境，请读者谨慎采纳。

目录

推荐序 市场的记忆

引子 为什么是 IPO 十年

第 1 章 2004 年 十年轮回的起点 / 1

- | | |
|----------------------------|-------------------------------------|
| 两面针
2 / 2004 年第一只新股 | 资本市场制度建设
发审委制度简介 / 13 |
| 凤竹纺织
8 / 推动资本市场制度改革的小公司 | |
| 宁波东睦
16 / 第一家外资控股上市公司 | 资本市场制度建设
中小企业板开板：一个计划外的孩子 / 21 |
| 江苏琼花
25 / 带病上市，十年方上正轨 | |
| 苏宁电器
33 / 借力资本市场腾飞 | 资本市场制度建设
保荐制度（一）：保荐制起航 / 38 |
| | 资本市场制度建设
IPO 询价制度（一）：询价制的预备 / 39 |

第 2 章 2005 年 大刀阔斧改革年 / 43

- | | |
|---------------------------|---|
| 包头铝业
48 / 上市后“寿命最短”的企业 | 资本市场制度建设
股权分置改革：中国证券市场上目前
最成功的一次改革 / 44 |
| 晶源电子
56 / 一次绝妙的卖壳新法 | |
| 江苏三友
62 / 实际控制人变更的一桩悬案 | 资本市场制度建设
IPO 询价制度（二）：试水询价制 / 68 |
| | 资本市场制度建设
保荐制度（二）：保荐制入法 / 71 |

第3章 2006年 IPO 审核规范化 / 73

工商银行 | 资本市场制度建设
79 / 航母级公司驾临 A 股 | 《首发办法》明确规范 IPO 审核标准 / 74

中国国航
87 / 从破发到 9 倍

东华合创、众和股份 | 资本市场制度建设
90 / 龟兔赛跑式的命运捉弄 | 保荐制度(三): 保荐制规范化 / 100

南岭民爆
94 / 2 分钱的代价

第4章 2007年 历史顶点的到来 / 103

中信银行
104 / 万亿打新资金会否抽血股市

宏达经编、中核钛白
109 / 疯狂的上市首日涨幅

怡亚通
114 / 另类公司登陆 A 股市场

绿大地
119 / 中小板造假第一股

中国石油
128 / 见证 A 股癫狂的落幕

太平洋证券
136 / 独一无二上市路

第5章 2008年 熊市逼停新股发行 / 143

紫金矿业
144 / 面值 0.1 元

烟台氨纶
152 / 扯不清的历史遗留问题

立立电子
161 / 无冕之王碾碎上市梦想

大东南
168 / 三次上会，终圆上市梦

第6章 2009年 市场化发行起步 / 173

桂林三金 | 资本市场制度建设
174 / 发行价格管制放开 | IPO询价制度(三): 放开新股定价管制 / 179

神州泰岳、机器人 | 资本市场制度建设
186 / 被中小板拒绝的创业板明星 | 创业板开板: 十年磨一剑, 落地快速
成长 / 182

探路者
194 / 服装企业如何登上创业板

阳普医疗、金龙机电
196 / 破百的发行市盈率如何炼成

华谊兄弟
200 / 影视公司如何玩转资本市场

第7章 2010年 新股发行的盛宴 / 205

蓝色光标
206 / 创业板重组专业户

汉王科技
210 / 一场官司带来的八个亿

碧水源
214 / “耐克型”成长曲线

海普瑞
216 / 造富神话与质疑

宁波GQY
223 / 这个名字有点怪

苏州恒久
227 / 专利失效引发的血案

高德红外
230 / 意外的二次发行

超日太阳
235 / 行业兴衰与企业命运

胜景山河
239 / 一步之遥, 天堂地狱

二重重装
247 / 福岛核事故引发央企退市

农业银行
249 / A 股织布机

资本市场制度建设
保荐制度(四): 保荐制缺陷及争议 / 244

资本市场制度建设
IPO 询价制度(四): 监管预期与市场力量的
博弈 / 254

第 8 章 2011 年 市场调节显成效 / 257

八菱科技
258 / 市场不相信眼泪

华锐风电
263 / 史上最惨痛的打新记忆

庞大集团、比亚迪
267 / 同行业公司, 发行不同命

双星新材
273 / 新华保险自酿苦酒

万福生科
276 / IPO 造假产业链

第 9 章 2012 年 市场化之路中断 / 289

天能科技
293 / 预披露新政狙击造假上市

海达股份
298 / 发行新规引起中止发行

洛阳钼业、浙江世宝
302 / 限价发行遭遇市场检验

资本市场制度建设
惊天一问: IPO 不审行不行 / 290

资本市场制度建设
IPO 询价制度(五): 重回新股定价管制
时代 / 306

慈星股份
309 / 猝死的保代

新大地
314 / IPO 造假何时休

第 10 章 2013 年 没有 IPO 的一年 / 321

322 / 财务核查风暴
327 / 艰难转型的中国投行

资本市场制度建设
年终改革：暗藏风险的 IPO 重启 / 331

第 11 章 2014 年 监管与市场博弈 / 335

奥赛康
336 / 被紧急叫停的 IPO

众信旅游
341 / “价低者得”的发行逻辑

我武生物
346 / 自主配售权的橘枳之变

兰石重装、中科曙光
353 / 连续涨停哪家强

京东商城、阿里巴巴
357 / 好企业都去海外上市？

资本市场制度建设
IPO 询价制度（六）：询价变成解方程 / 351

资本市场制度建设
保荐制度（五）：制度红利消失 / 362

资本市场制度建设
投石问路注册制 / 364

结语 敢问路在何方 / 369

后记 / 375

浮与沉 梦与想

第1章 2004年 十年轮回的起点

2004年是中国资本市场制度建设过程中重要的一年。在这一年，中小板开板，多层次资本市场建设由此起步；中国证监会推出了保荐制度，对规范A股企业上市、防范投资风险发挥了重要作用，但也在接下来十年的实施过程中引起了不少争议和问题；新股发行定价改革——询价制改革在2004年酝酿并推出试点方案，虽然导致了21世纪的第一次新股停发，却是A股市场走向市场化发行的关键一步。以上的各项制度建设影响巨大，奠定了未来十年我国证券市场发展的基础：之后十年证券市场的制度发展和政策演变，大多只是在2004年相关制度基础上的修补和完善。

换一个视角，如果我们站在2015年审视当下中国资本市场的若干问题，包括发行限价指导、发行审核时间过长、发审制度受到质疑、IPO募集资金规模和投向的设计存在