

## IPO 重启后的新股申购收益率分析

### 核心观点:

#### ► IPO 规模估计

从历史数据来看, 06、07 两年间, 平均每月有 10 家企业发行新股, 月均发行 43 亿股, 月均融资规模为 333 亿元。在 06~08 年间发行新股的公司中, 多数的发行价格集中于 5~15 元, 发行股本数量多在 5000 万股以下, 募集资金也多不足 4 亿元。

若 IPO 重启后, 发行节奏依然遵循这个规律, 则预计 09 年间每月可能有 5~10 家企业实施 IPO, 月均融资规模可能在 200~500 亿元间。

#### ► 新股发行中签率特征

- 1) IPO 的网上申购有效户数与大盘走势正相关, 并决定中签率下限;
- 2) 在新的 IPO 制度引导下, 新股的网上申购将向中小散户倾斜; 资金规模超 1 千万的机构投资者, 更适于参与网下配售;
- 3) 06 年后的新股中签率随 IPO 的推行时段, 呈现“前高后低”的趋势;
- 4) 无论采用网上或网下申购方式, 沪市的中签率都要明显要高于深市。

#### ► 新股首日涨幅特征

- 1) IPO 启动初期的新股上市首日涨幅相对稳定, “打新”资金在 IPO 启动初期获利的可能性相对较高;
- 2) 新股首日涨幅与大盘走势正相关;
- 3) 在深市上市的新股首日涨幅普遍高于在沪市上市的新股。

#### ► IPO 申购收益率估计

IPO 申购收益率受制于中签率及新股首日涨幅。因此我们可以分沪深两市和网上网下申购两种方式分别给出两个指标各自的参考区间, 再根据个体实际申购资金量来测算 IPO 申购收益率。

按照我们初步估计的中签率, 对于单只股票而言, 假定沪市首日涨幅为 60%, 3 月后涨幅为 40%, 则沪市网上申购收益率区间为 [0.225%, 1.125%], 网下配售申购收益率区间为 [0.2%, 1.00%]; 假定深市首日涨幅为 120%, 3 月后涨幅为 60%, 则深市网上申购收益率区间为 [0.012%, 0.06%], 网下配售申购收益率区间为 [0.15%, 0.75%]。

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

### 相关报告:

研究员: 陈 薇

电话: 010—84183269

E-mail: chenwei@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

## 目 录

|     |                             |    |
|-----|-----------------------------|----|
| 1   | IP0重启公开征求意见稿可能带来的影响 .....   | 3  |
| 2   | IP0规模估计 .....               | 3  |
| 3   | 新股中签率分析 .....               | 5  |
| 3.1 | 网上网下的申购参与对象将以资金大小为分界线 ..... | 5  |
| 3.2 | 申购中签率可能呈现“前高后低”的趋势 .....    | 7  |
| 3.3 | 历史中签率分布统计 .....             | 7  |
| 4   | 新股首日涨幅分析 .....              | 8  |
| 4.1 | IP0启动初期的新股上市首日涨幅相对稳定 .....  | 8  |
| 4.2 | 新股首日涨幅受大盘走势影响较大 .....       | 9  |
| 4.3 | “打新”收益率将受制于新股上市首日涨幅 .....   | 10 |
| 5   | 改制后的IP0申购收益率估计 .....        | 10 |
| 5.1 | 申购收益率取决于中签率和股票上市后的涨幅 .....  | 10 |
| 5.2 | IP0申购收益率估计 .....            | 11 |

## 1 IPO 重启公开征求意见稿将引致的效果

2009 年 5 月 14 日，中国证监会正式发布了修改后的《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》和《证券发行上市保荐业务管理办法》，并将自 2009 年 6 月 14 日起施行。

随着创业板日益逼近的脚步，主板市场的 IPO 重启已愈发得到市场的关注。

公开意见稿体现出的最重要特点是将新股发行的利益向中小投资者倾斜。具体表现为以下几个举措：

- 1) 定价方面，完善询价和申购的报价约束机制，设定最低的每笔收购量，并优化市场的定价功能；
- 2) 发行机制分配方面，优化网上发行机制，将网下网上申购参与对象分开；
- 3) 对单一网上申购账户设定申购上限，原则上不超过本次网上发行股数的 1‰；
- 4) 加强新股认购风险提示。

根据公开意见稿改革后的新股发行制度可能带来的影响：

- 1) 询价方式市场化，将使得新股发行定价更加合理，并打破新股申购的“套利”神话；
- 2) 有助于进一步体现上市公司质地差异，高溢价发行的公司理应对应着高质量；
- 3) 新股股份完全按申购资金量配售的现象有望改变，“网上散户为主、网下机构为主”的申购资金格局有望确立，且这将使得中小投资者的申购中签率及中签规模增加；
- 4) 有利于券商承销收入的回升；

## 2 IPO 规模估计

目前，已有 33 家企业的新股发行方案审核通过，这些发行股本总计达 144 亿股；另有 300 家企业在排队等待过会。

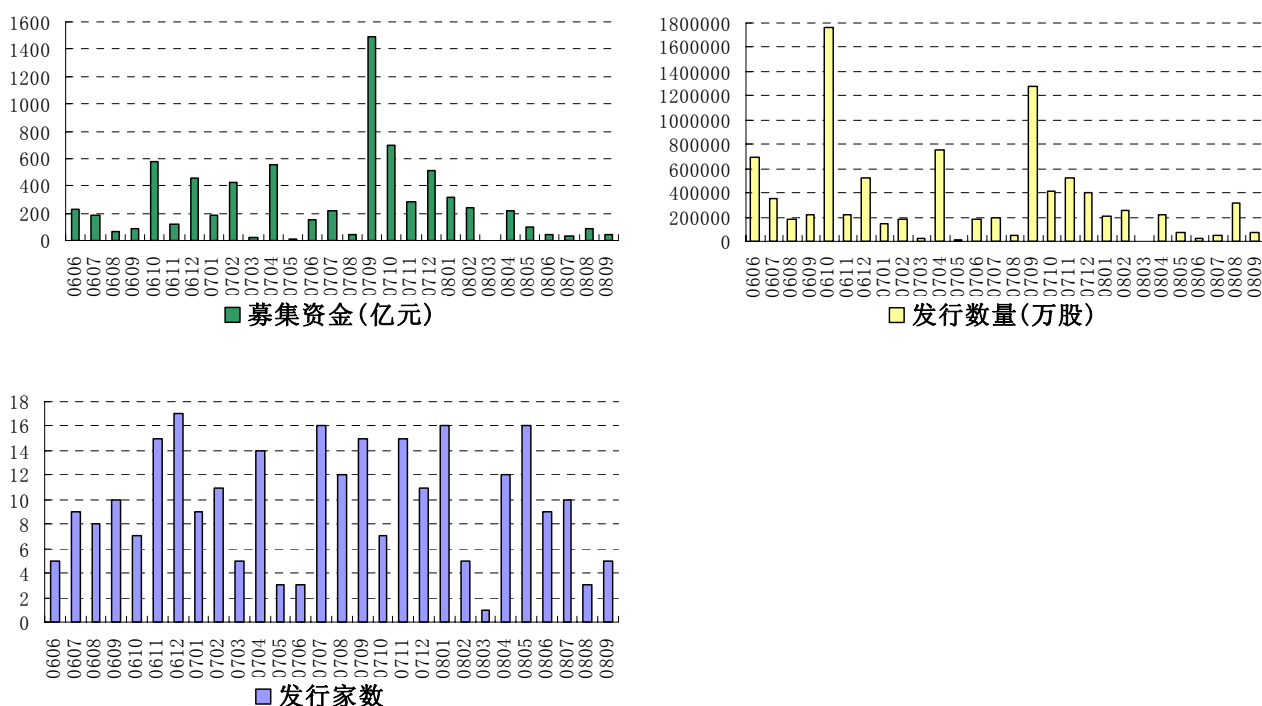
从历史经验来看，IPO 在启动初期，发行新股的公司数量和发行规模会显得相对密集；经历一段时间后，IPO 的规模则会略为缓减。

就 06~08 年 IPO 的新股发行情况而言，统计结果显示：06 和 07 两年间，平均每月有 10 家企业发行新股，月均发行 43 亿股，月均融资规模为 333 亿元，

融资最多的一个月共募集到 1490 亿元；08 年间则平均每月有 8.6 家企业发行新股，月均发行 13 亿股，月均融资规模仅为 118 亿元。06 年 IPO 启动后的一年内，共发行新股 114 只，募集资金近 3000 亿，平均每只新股募集资金近 26 亿。对于 06~08 年间发行新股的公司而言，多数公司的发行价格集中于 5~15 元，发行股本数量多在 5000 万股以下，募集资金也多不足 4 亿元。

如果 IPO 重启后，发行节奏依然遵循这个规律，结合目前等待上市的企业情况，我们预计 09 年间每月可能有 5~10 家企业实施 IPO，月均融资规模可能在 200~500 亿元间。如果能在 09 年 6 月底或 7 月初左右正常启动 IPO，09 年募集资金总规模有望达到 1200 亿元以上。

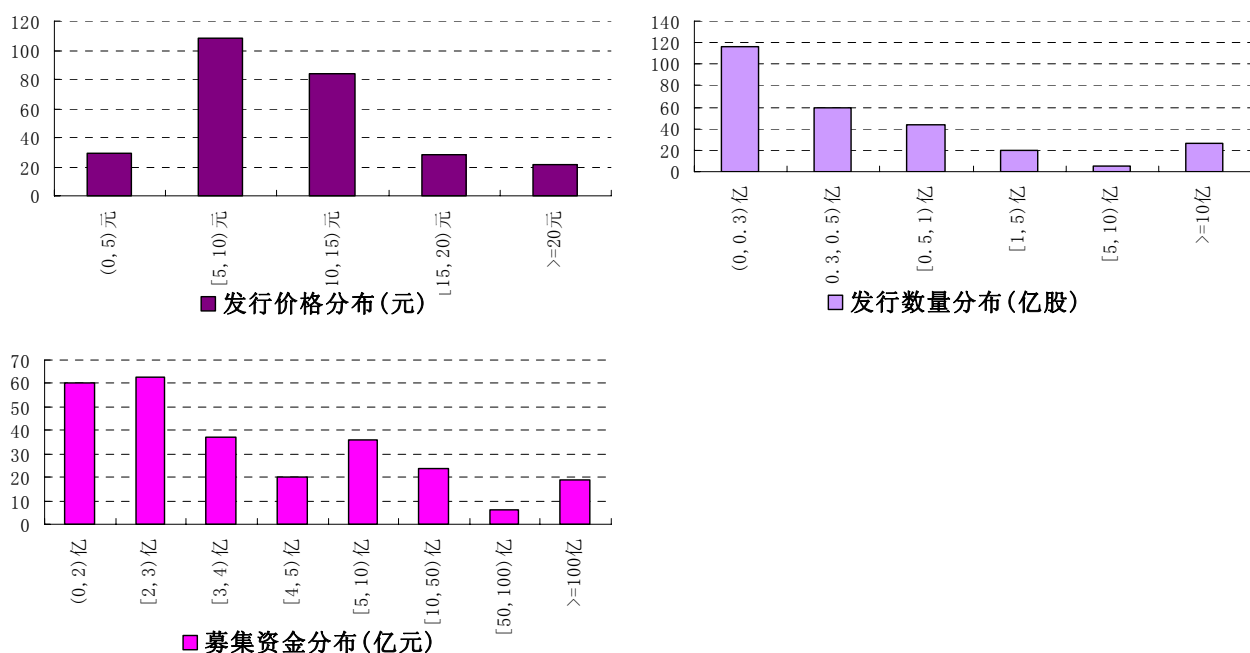
图 1：06~08 年间每月 IPO 发行规模统计



数据来源：wind，国都证券研究所

从个股情况来看，近几年发行的新股中，有八成的发行数量都不足 1 亿股，所募集资金也在 10 亿元之下。募集资金超过 100 亿元的大盘股共有 19 只。

图 2：06~08 年间个股 IPO 发行分布统计



数据来源：wind，国都证券研究所

### 3 新股中签率分析

#### 3.1 网上网下的申购参与对象将以资金大小为分界线

从 2006 年以来各月 IPO 的网上申购有效户数统计结果来看，各只股票的月均网上有效申购户数均值为 60 万户，最少时为 8 万户，最多时为 408 万户。IPO 的网上申购有效户数与市场行情有着一定联系，相关度为 63%：

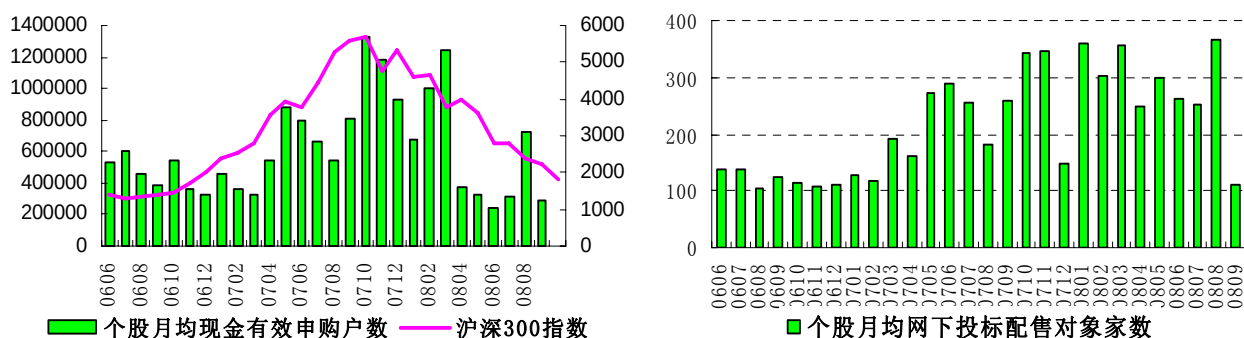
自 06 年 6 月 IPO 重启后的近一年内，网上申购户数相对平稳，个股的月均网上有效申购户数保持在 33~60 万户；

07 年 5 月至 08 年 3 月间，由于 A 股市场的火爆带动 IPO 申购收益率提高，从而吸引了更多场外资金入市，个股的月均网上申购户数在 55~132 万户间；

08 年 4 月之后，A 股市场的低迷引致新股收益率降低，因此个股的月均网上申购户数又回落到 24~73 万户间。

个股的月均网下投标配售对象家数在上一轮 IPO 的初期也稳定在 120 家左右的水平，07 年 5 月后，配售家数迅速飙升到 300 家附近，甚至更高，之后机构配售的热情一直不减，直至上轮 IPO 快落幕时才回落至 100 多家的水平。

图 3：月均网上有效申购户数及网下投标配售对象家数分布



数据来源：国都证券研究所

在新的 IPO 制度引导下，新股的网上申购将向中小散户倾斜。这很可能会使得网上有效申购的户数适度增加，而户均申购数量减少；加上有“单一账户网上申购股数不得超过 1%”的原则托底，网上申购的中签率应较原先上升，且以“ $\frac{1}{\text{网上有效申购户数} \times 0.001}$ ”为下限值。

我们假定在 IPO 重启初期，网上有效申购户数的范围在 40~160 万户间，则中签率下限范围在 0.06%~0.25%间。

表 1：中签率下限随网上有效申购户数的变化

| 网上有效申购户数<br>(万户) | 40    | 60    | 80    | 100   | 120   | 140   | 160   |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中签率下限值           | 0.25% | 0.17% | 0.13% | 0.10% | 0.08% | 0.07% | 0.06% |

数据来源：wind，国都证券研究所

从资金规模的角度考虑，由于公开征求意见稿中明确要求“单一网上申购账户的申购上限，原则上不超过本次网上发行股数的千分之一”，而且“任一股票配售对象只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购”，因此对于资金规模较大的机构投资者，会更倾向于参与网下配售。比如，对于一笔规模为 800 万的申购资金，在网上申购规模占比为 80%的前提下，除非新股的总募集资金超过 100 亿元时可考虑参与网上申购，否则只有参与网下配售才能充分利用资金。

表 2：个体网上申购资金上限随股票发行规模的变化

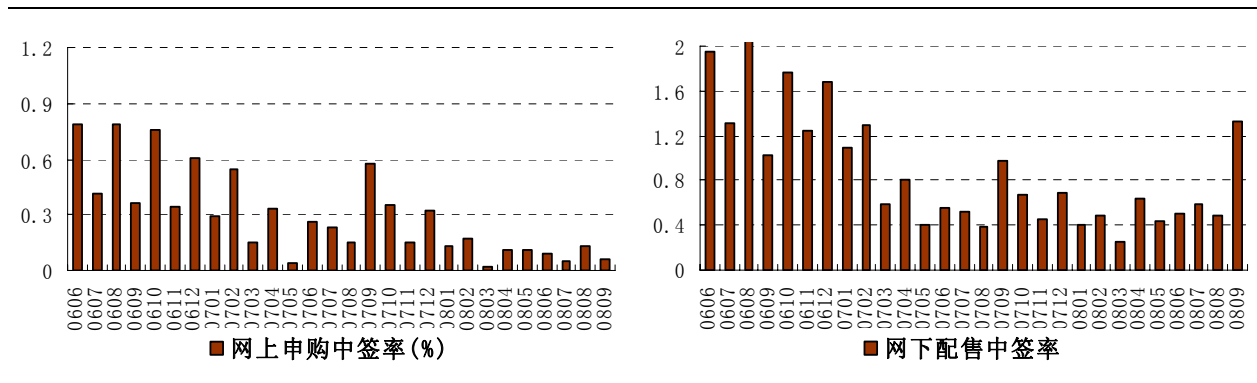
| 股票发行总募集资金<br>(亿元)   | 5  | 10 | 10 | 100 | 125  | 250  | 500  |
|---------------------|----|----|----|-----|------|------|------|
| 个体网上可申购资金<br>上限(万元) | 40 | 80 | 80 | 800 | 1000 | 2000 | 4000 |

数据来源：wind，国都证券研究所

### 3.2 申购中签率可能呈现“前高后低”的趋势

06 年以来的新股中签率随 IPO 的推行时段，呈现“前高后低”的趋势，且网上申购中签率普遍低于网下配售中签率。由于制度变革，以往申购新股的无风险套利空间很有可能在此次 IPO 重启之后大幅压缩，并引致申购资金在初期选择暂时退而观望，从而使得 IPO 初期的中签率显得相对较高；而在 IPO 推行一段时间后，如果申购新股的收益能够满足申购者的预期，则随着申购资金可能从二级市场逐步流入，中签率可能逐步走低。

图 4：申购新股的中签率月均走势



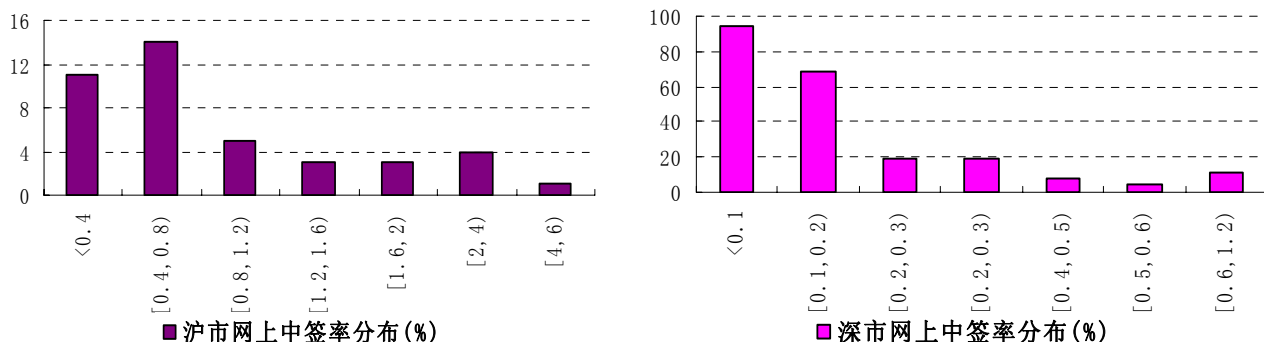
数据来源：国都证券研究所

### 3.3 历史中签率分布统计

从历史中签率分布来看，沪市的网上申购中签率明显要高于深市的网上申购中签率，差不多是后者的 5 倍。沪市的网上申购中签率有 80% 概率落于 [0.2736%，2.3041%] 之间，中值为 0.64%；而深市新股的首日涨幅有 80% 概率落于 [0.0374%，0.4109%] 之间，中值为 0.1203%。

图 5：新股网上申购历史中签率分布统计

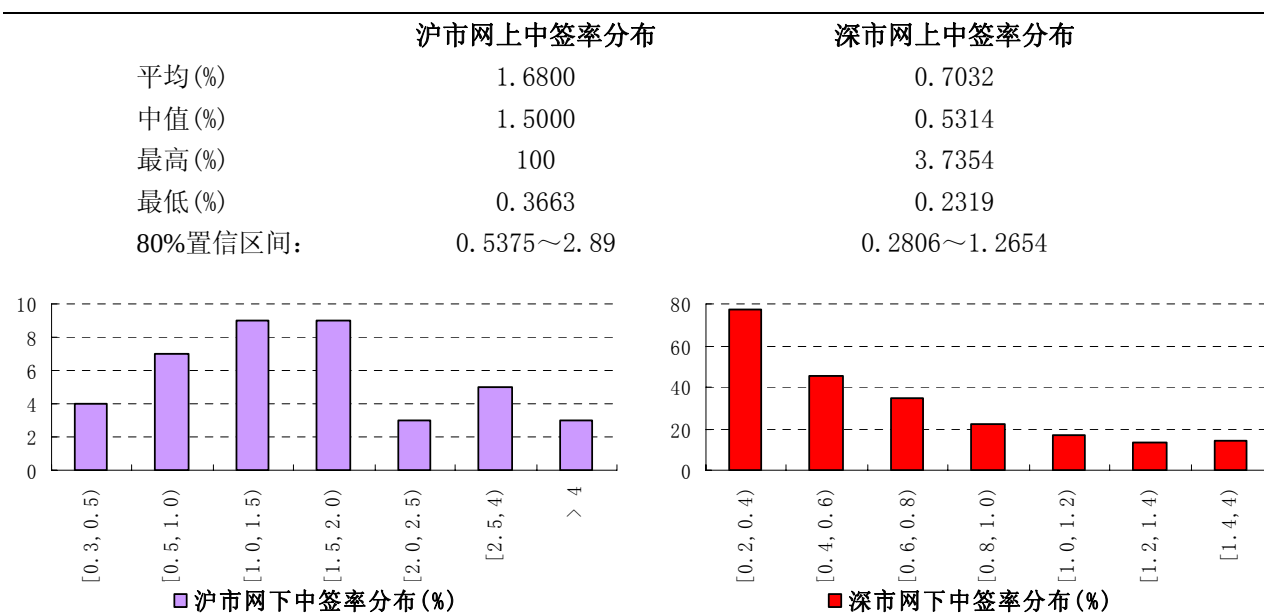
|           | 沪市网上中签率分布     | 深市网上中签率分布     |
|-----------|---------------|---------------|
| 平均 (%)    | 1.0262        | 0.1787        |
| 中值 (%)    | 0.6400        | 0.1203        |
| 最高 (%)    | 5.3275        | 1.1254        |
| 最低 (%)    | 0.0633        | 0.0129        |
| 80% 置信区间: | 0.2736~2.3041 | 0.0374~0.4109 |



数据来源：国都证券研究所

沪市的网下申购中签率同样明显要高于深市的网下申购中签率，多是后者的 2 倍多。沪市的网上申购中签率有 80% 概率落于 [0.5375%, 2.89%] 之间，中值为 1.5%；而深市新股的首日涨幅有 80% 概率落于 [0.2806%, 1.2654%] 之间，中值为 0.5314%。

图 6：新股网下申购历史中签率分布统计



数据来源：国都证券研究所

## 4 新股首日涨幅分析

### 4.1 IPO 启动初期的新股上市首日涨幅相对稳定

从 06 年以来发行新股的经验来看，在 IPO 启动初期（如在 06 和 07 年发行）上市的股票，首日涨幅和上市运行一段时间后的累计涨幅没有显著差别。也就是

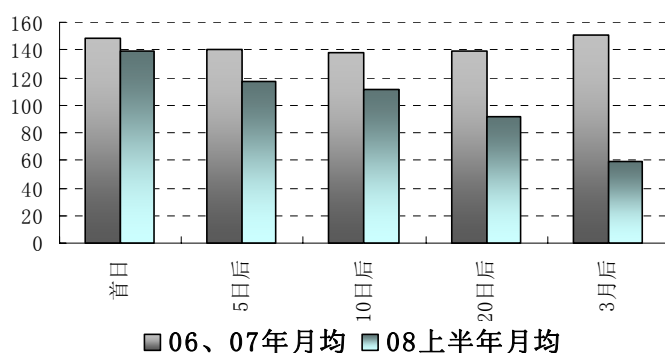


说，对于申购成功的投资者而言，在上市首日抛掉股票所获得的收益和持有 20 日后抛掉股票所获得的收益相比，较为稳定。

但在 IPO 启动后期（如 08 年发行）上市的股票，首日涨幅明显要高于上市一段时间后的累计涨幅。也就是说，对于申购成功的投资者而言，在上市首日抛掉股票所获得的收益明显高于持有 20 日后抛掉股票所获得的收益。

这一方面仍然说明参与申购新股的收益率受市场趋势变化影响较大，另一方面则说明随着 IPO 数量的逐步增多，参与新股申购的投资者越来越倾向于短期交易而非长期持股，而施行 IPO 的企业对投资者的吸引力也逐步减弱。因此依靠申购新股“套利”的资金在 IPO 启动初期获利的可能性相对更高。

图 7：新股上市后随时间推移的涨跌幅变化

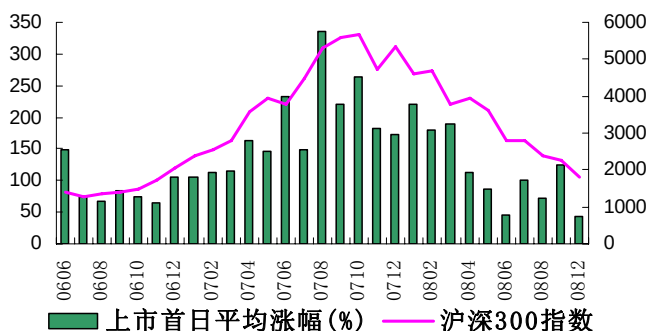


数据来源：国都证券研究所

## 4.2 新股首日涨幅受大盘走势影响较大

从下图可见，自 06 年以来，投资者参与新股申购的收益率随市场趋势变化明显——在大盘涨幅较高的月份发行的新股，上市后的首日涨幅也越高，而在大盘低迷的月份发行的新股，上市后的首日涨幅相对低一些。如以 06 年以来在每月上市的新股为参考对象，这些新股上市首日涨幅的月均值与上市当月沪深 300 指数的点位相关度为 79%。

图 8：新股上市首日涨幅月均值 vs. 大盘走势

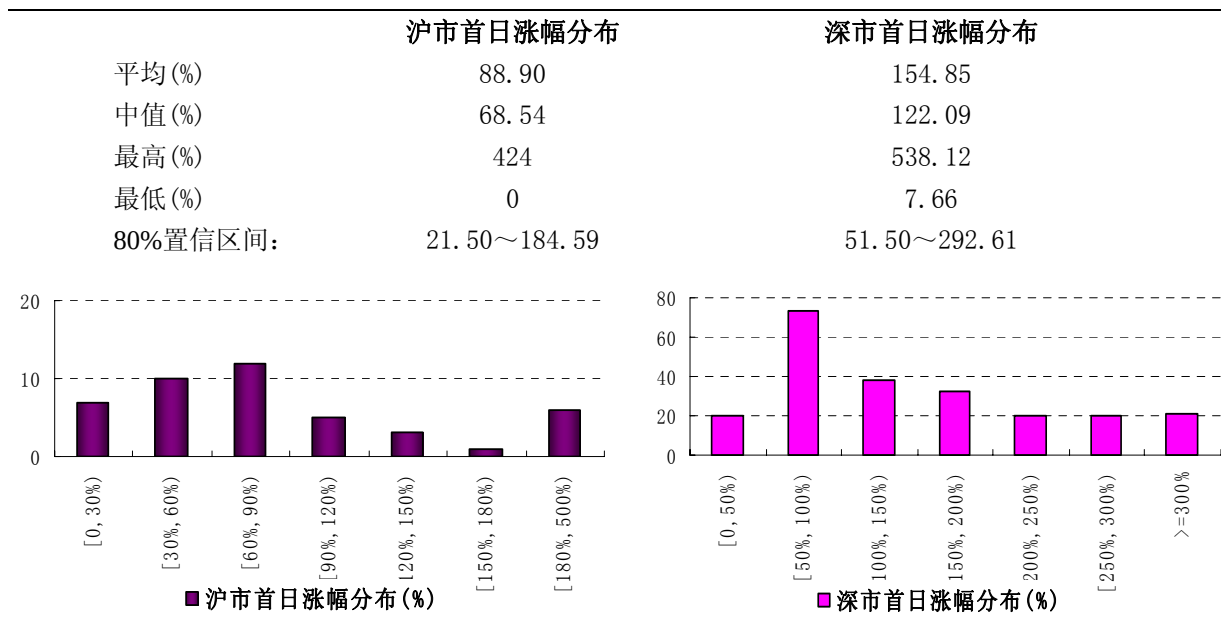


数据来源: wind, 国都证券研究所

### 4.3 “打新”收益率将受制于新股上市首日涨幅

从新股上市首日的涨幅分布来看,在深市上市的新股首日涨幅普遍高于在沪市上市的新股——沪市新股的首日涨幅有 80%概率落于[22%, 185%]之间,中值为 69%;而深市新股的首日涨幅有 80%概率落于[52%, 293%]之间,中值为 122%。

图 9: 新股上市首日涨幅分布统计



数据来源: 国都证券研究所

但由于“完善询价和申购的报价约束机制”是此次 IPO 制度改革的重中之重,我们预期此次 IPO 重启后,新股上市后的首日涨幅不大可能再重现昔日的“辉煌”战绩。

## 5 改制后的 IPO 申购收益率估计

### 5.1 申购收益率取决于中签率和股票上市后的涨幅

申购收益率无疑是吸引申购资金的最重要指标。

从近几年新股申购的首日涨幅情况来看,在以往的 IPO 案例中,有多达 87%的新股上市首日涨幅超过了 50%,其中有一分之一的新股首日涨幅在 50%~100%之间,有 80%的新股上市首日涨幅在 39%~288%之间。

但此次新股发行制度的改革措施无疑会直接影响申购参与者的“打新”收益率。如“网下网上申购方式只能择其一”、“网上单个账户申购上限为 1%”等措

施都将通过改变原有的申购资金配售格局来影响新股申购收益水平。如上所述这样高的“打新”收益很可能已经成为不可重复的历史。

假定“打新”者均在新股上市首日即将其卖出，则

申购新股收益率 = 新股上市首日涨幅 × 中签率，

所以申购收益率与中签率及新股首日涨幅均成正比。

从下面公式可知：对于网上现金申购参与者而言，“打新”收益率与网上有效申购户数也紧密联系。

网上申购者首日卖出收益率

$$= \text{上市首日涨幅} \times \frac{\text{网上发行数量}}{\text{网上有效申购户数} \times \text{户均申购数量}}$$

$$\geq \frac{\text{上市首日涨幅}}{\text{网上有效申购户数} \times 0.001}$$

其中，

网上申购中签率

$$= \frac{\text{网上发行数量}}{\text{网上有效申购户数} \times \text{户均申购数量}}$$

$$\geq \frac{1}{\text{网上有效申购户数} \times 0.001}$$

## 5.2 IPO 申购收益率估计

综合以上分析，我们假定沪市新股的上市首日涨幅在[15%，90%]区间，三个月后回落到[10%，60%]区间；深市新股的上市首日涨幅在[20%，120%]区间，三个月后回落到[10%，60%]区间。中签率方面，我们假定沪市新股的网上申购中签率在[0.4%，2.0%]区间，网下配售中签率在[0.5%，2.5%]区间，深市新股的网上申购中签率在[0.1%，0.5%]区间，网下配售中签率在[0.25%，1.25%]区间。

根据上述中签率的估计值，对于前述规模为800万元的资金而言，新股申购的单只股票收益率对应如下表：

表 3：新股申购平均每股收益率估计

| 首日涨幅 |             | 15%    | 30%    | 45%    | 60%    | 75%    | 90%    |
|------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 沪市：  | 0.40%       | 0.056% | 0.113% | 0.169% | 0.225% | 0.281% | 0.338% |
|      | 0.80%       | 0.113% | 0.225% | 0.338% | 0.450% | 0.563% | 0.675% |
|      | 网上中签率 1.20% | 0.169% | 0.338% | 0.506% | 0.675% | 0.844% | 1.013% |
|      | 1.60%       | 0.225% | 0.450% | 0.675% | 0.900% | 1.125% | 1.350% |
|      | 2.00%       | 0.281% | 0.563% | 0.844% | 1.125% | 1.406% | 1.688% |
|      | 3 月后涨幅      | 10%    | 20%    | 30%    | 40%    | 50%    | 60%    |
|      | 0.50%       | 0.050% | 0.100% | 0.150% | 0.200% | 0.250% | 0.300% |
|      | 1.00%       | 0.100% | 0.200% | 0.300% | 0.400% | 0.500% | 0.600% |
|      | 网下配售率 1.50% | 0.150% | 0.300% | 0.450% | 0.600% | 0.750% | 0.900% |
|      | 2.00%       | 0.200% | 0.400% | 0.600% | 0.800% | 1.000% | 1.200% |
| 深市：  | 2.50%       | 0.250% | 0.500% | 0.750% | 1.000% | 1.250% | 1.500% |
|      | 首日涨幅        | 20%    | 40%    | 60%    | 80%    | 100%   | 120%   |
|      | 0.10%       | 0.002% | 0.004% | 0.006% | 0.008% | 0.010% | 0.012% |
|      | 0.20%       | 0.004% | 0.008% | 0.012% | 0.016% | 0.020% | 0.024% |
|      | 网上中签率 0.30% | 0.006% | 0.012% | 0.018% | 0.024% | 0.030% | 0.036% |
|      | 0.40%       | 0.008% | 0.016% | 0.024% | 0.032% | 0.040% | 0.048% |
|      | 0.50%       | 0.010% | 0.020% | 0.030% | 0.040% | 0.050% | 0.060% |
|      | 3 月后涨幅      | 10%    | 20%    | 30%    | 40%    | 50%    | 60%    |
|      | 0.25%       | 0.025% | 0.050% | 0.075% | 0.100% | 0.125% | 0.150% |
|      | 0.50%       | 0.050% | 0.100% | 0.150% | 0.200% | 0.250% | 0.300% |
|      | 网下配售率 0.75% | 0.075% | 0.150% | 0.225% | 0.300% | 0.375% | 0.450% |
|      | 1.00%       | 0.100% | 0.200% | 0.300% | 0.400% | 0.500% | 0.600% |
|      | 1.25%       | 0.125% | 0.250% | 0.375% | 0.500% | 0.625% | 0.750% |

数据来源：国都证券研究所

由上表的结果所示，沪市的新股申购收益率普遍高于深市。

由于目前新股发行及定价细则还未出台，而历史也很难重演，因此上述测算表仅供参考。

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。