

从资金供应、市场表现、利润贡献看 新股发行对二级市场的影响

相关研究

- 我们通过研究新股发行询价制实行以来的历史数据发现，在过去 5 年里，虽然新股发行需募集大量的资金，但并没有造成二级市场资金流失：新股发行前、上市前二级市场流通市值增加的概率高于流通市值降低的概率，募集资金规模大时，流通市值上升的概率大于募集资金小时；新股发行冻结资金前 2 天，并没有出现一级市场抽调二级市场资金的情况，二级市场的收益率反而上升；并且统计发现，A 股市场新增账户数与 IPO 首发募集资金数相关性比较高，说明发行新股吸引了场外资金进入 A 股市场，新股募集的资金主要来自场外，而不是从二级市场抽调，没有造成二级市场资金供应减少。
- 通过观察历次 IPO 重启和 2005 年以来每支股票发行后二级市场的表现，我们发现，无论长期还是短期，新股发行都没有给二级市场带来负面影响，反而促成了二级市场收益率的上升。
- 通过统计 2005 年以来每年新发股票产生的净利润占当年市场总利润的份额与其流通市值占市场流通市值总额的比例发现，新发行股票对市场的净利润贡献高于其占用的流通市值比例，这说明过去几年里，新发行股票给市场每一流通市值带来更高的净利润，更高的价值，有利于整个市场向更健康的方向发展。

分 析 师

曹力

(0755) 8208 0141

caoli@lhzq.com

欧阳亮

(0755) 8212 5090

ouyl@lhzq.com

目 录

新股发行与二级市场资金供应的关系	3
IPO 前后市值的变化	3
冻结资金与二级市场收益率	4
新股募集资金与 A 股市场新增账户数	4
新股发行后二级市场的表现	5
IPO 重启之后二级市场的表现	5
单支新股发行后二级市场表现	6
新股对二级市场净利润贡献	6
结论	7

自 2005 年开始实行新股发行询价制度以来，截至 2009 年 12 月 31 日 A 股市场共有 382 支股票发行上市，募集资金上万亿。A 股市值由 2004 年 12 月 31 日的 38,065 亿发展到 2009 年 12 月 31 日的 289,955 亿元，增长近 7 倍。自 2005 年以来各年新股发行情况如表 1 所示：

表 1、各年新股发行情况

年度	IPO 数量	首发股数（亿）	首发募集资金（亿）
2005 年	14	125	527
2006 年	66	3,779	13,417
2007 年	126	4,306	47,708
2008 年	77	1,211	10,344
2009 年	99	2,445	18,790

数据来源：Wind、华泰联合证券研究所。

A 股市场新股发行的规模和速度越来越快，新股发行对二级市场的影响也更受投资者关注，本报告通过观察新股发行询价制度实施以来（2005 年 1 月），发行新股前后二级市场的表现来考察新股发行对二级市场的影响，主要从新股发行对二级市场资金供应的影响、新股发行后二级市场的表现、以及新股对二级市场的利润贡献三个方面来考察。

新股发行与二级市场资金供应的关系

对于新股发行，市场有种普遍的担忧：发行新股资金从二级市场流向一级市场，从而导致二级市场资金供应减少、股价下跌。对此，我们从三个方面来观察新股发行对二级市场资金供应的影响：新股发行前二级市场流通市值变化、各新股发行冻结资金前二级市场收益率的变化、新股发行与 A 股市场新增账户数之间的关系。

考察的对象是 2005 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日期间发行、上市的 A 股，共 382 支股票。

IPO 前后市值的变化

（1）新股发行前二级市场规模变动

我们以 10 亿为界，划分募集资金规模大于 10 亿和募集资金小于 10 亿的新股发行两个集合，观察两个集合中新股发行前 2 个交易日二级市场流通市值的变化，并与新股发行前 3-7 个交易日的平均流通市值比较。统计发现大部分的情况下，新股募集资金的前 2 个交易日二级市场流通市值并不会下降，并且当首次发行股票募集的资金规模大于 10 亿时，发行前 2 个交易日二级市场流通市值上升的概率更高。这说明，虽然新股票将募集大量资金，但并不必然造成二级市场大规模的资金抽调，反而，大规模的新股发行能增强投资者对市场的信心，使得更多资金流入二级市场。

比较新股发行前 2 个交易日流通市值与前 3-7 个交易日平均流通市值，发行前 2 个交易日流通市值上升的概率如表 2 所示：

表 2、新股发行前 2 个交易日 A 股流通市值上升概率

	发行天前 1 天	发行前 2 天
募集资金大于 10 亿	66.29%	66.29%
募集资金小于 10 亿	58.46%	62.31%

数据来源：Wind、华泰联合证券研究所。

（2）新股上市前二级市场规模的变动

我们用同样的方法观察了新股上市前 2 个交易日的二级市场流通市值的变化情况，结果如表 3。观察发现，新股上市前 2 个交易日，二级市场流通市值上升的可能性也比下降的可能性更大，而其募集资金的规模越大，市值上升的概率越高。说明新股的上市，会吸引场外资金进入二级市场，增加二级市场流通市值。

表 3、新股上市前 2 个交易日 A 股市值上升概率

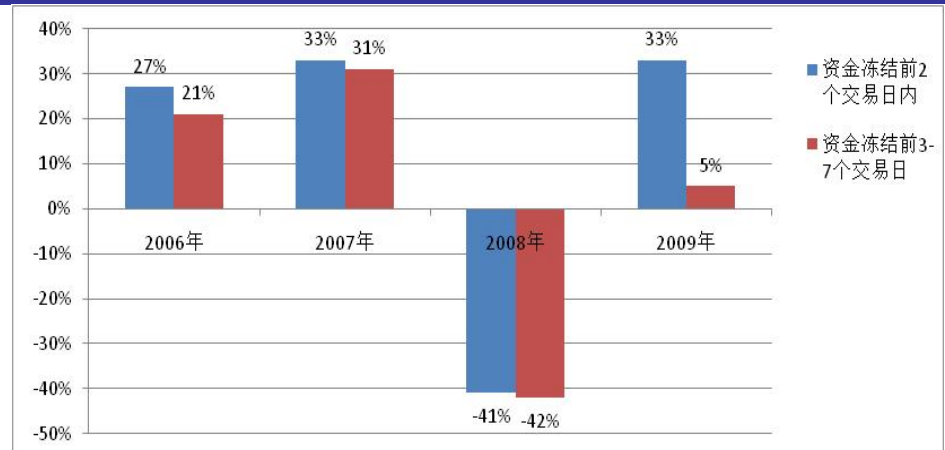
	发行天前 1	发行前 2 天
募集资金大于 10 亿	69.57%	68.48%
募集资金小于 10 亿	54.55%	50.00%

数据来源：Wind、联合证券研究所。

冻结资金与二级市场收益率

我们从 2005 年至 2009 年期间发行的股票中选取 327 支股票，观察新股发行冻结资金对二级市场收益率的影响：计算冻结资金前 2 个交易日市场的平均收益率，并与冻结资金日前 3-7 个交易日的平均市场收益率比较，如图 1 所示，资金冻结前 2 个交易日内的平均收益率均高于冻结日前 3-7 个交易日的平均值，由此说明，冻结资金并不会导致二级市场收益率降低，即新股发行没有从二级市场抽调资金。

图 1、冻结资金前 2 个交易日二级市场收益率情况



数据来源：华泰联合证券研究所。

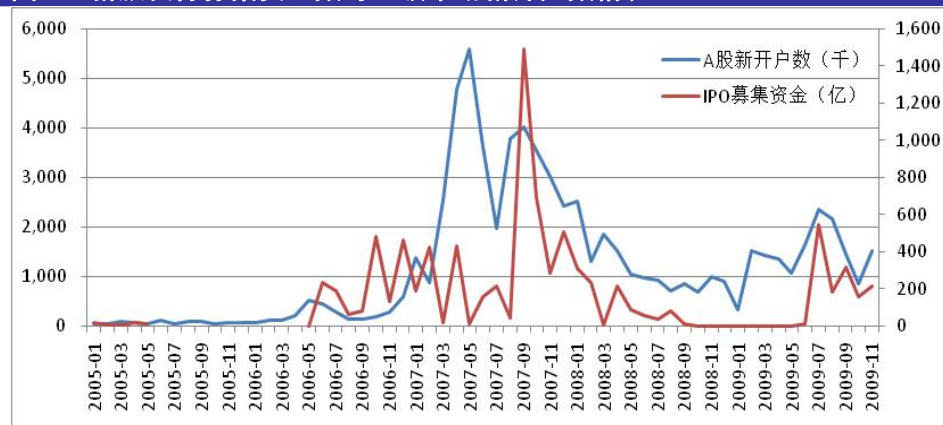
新股募集资金与 A 股市场新增账户数

我们统计 2005 年 1 月至 2009 年 11 月（共 59 期）各期新股发行募集资金

数和 A 股市场新开户数，计算出二者的相关系数为 0.42。说明新股发行募集的资金越多，A 股市场新开户数越多，即有越多的资金进入 A 股市场。

新股发行募集资金和 A 股市场新增用户数情况如图 2 所示：

图 2、新股发行募集资金数与二级市场新开户数情况



数据来源：联合证券研究所。

新股发行后二级市场的表现

IPO 重启之后二级市场的表现

自从 1990 年 A 股市场创立以来，共发生 7 次 IPO 暂停，6 次 IPO 重启。我们观察每次 IPO 重启以后，二级市场的表现：计算 IPO 重启后 N 日的市场累计收益率，并与重启前 N 日的市场累计收益率比较。由于 IPO 的暂停、重启对市场的影响是比较长期的，我们选取的时间 N 为 10 天、30 天、40 天。

由于我们考虑的是 A 股市场 IPO 情况，因此，采用上证 A 股指数来描述市场整体收益率。IPO 重启后 N 日市场累计收益率与重启前 N 日市场累计收益率的情况如表 4：

表 4、IPO 重启后二级市场收益率变动

	N=10 天		N=30 天		N=40 天	
	重启前	重启后	重启前	重启后	重启前	重启后
1995-1-24	-12.32%	4.17%	-19.42%	6.43%	-8.49%	1.80%
1998-6-30	-1.65%	-6.35%	-5.02%	-3.12%	-3.82%	-0.02%
2001-11-29	-0.17%	-8.94%	1.86%	-5.77%	5.19%	0.45%
2005-2-3	-0.82%	1.26%	-1.94%	2.75%	0.66%	1.31%
2006-6-19	0.76%	5.58%	-4.33%	4.53%	-0.30%	6.20%
2009-6-29	1.61%	11.35%	13.02%	11.54%	4.26%	6.65%

数据来源：华泰联合证券研究所。

从上表中可以看出，考虑 IPO 重启后 10 天的累计收益率，6 期中只有 2 期是下降的，而考虑更长的时间段：重启后 30 天、40 天的累计收益率，只有 2001 年 11 月的 IPO 重启后，市场收益率有明显的下降，更多的时候新股发行会提高整个市场的收益率，尤其是 2005 年以来，新股的发行不会带来二级市场收益率的降低。

单支新股发行后二级市场表现

我们继续考虑新股发行在短期内对二级市场的收益产生的影响，比较单只股票发行后第 N 个交易日的上证 A 股指数的累计收益率与发行前 N 日上证 A 股指数的累计收益率。

选取的样本为 2005 年 1 月 1 日到 2009 年 12 月 31 期间发行的 382 只股票，以 10 亿为界，将样本划分为募集规模超过 10 亿的大规模新股发行和募集资金规模小于 10 亿元的小规模新股发行，N 取值为 1 天、3 天、5 天，二级市场的表现如表 5 所示：

表 5、 各年新股发行对二级市场收益率的影响						
	N=1 天		N=3 天		N=5 天	
大规模	发行前	发行后	发行前	发行后	发行前	发行后
2005 年	-0.41%	0.37%	-1.60%	0.67%	-2.41%	0.07%
2006 年	1.10%	1.47%	0.80%	2.46%	1.66%	2.44%
2007 年	0.17%	0.92%	0.48%	1.38%	0.93%	0.66%
2008 年	-0.58%	-0.28%	0.07%	-1.47%	-0.02%	1.33%
2009 年	-0.20%	1.08%	-0.75%	2.23%	-0.55%	3.02%
小规模	发行前	发行后	发行前	发行后	发行前	发行后
2005 年	1.70%	7.85%	-0.79%	7.15%	-2.76%	5.71%
2006 年	0.20%	-0.21%	-0.36%	-0.76%	-1.35%	-0.10%
2007 年	0.35%	0.79%	0.49%	-0.17%	0.60%	-0.33%
2008 年	-0.51%	-0.54%	-0.02%	-0.80%	-0.80%	-3.06%
2009 年	0.75%	1.16%	0.54%	1.76%	0.92%	1.57%

数据来源：华泰联合证券研究所。

上表看出，新股发行募集资金小时（小于 10 亿），发行后市场收益率上升和下降的几率相等，但下降的幅度很小，不超过 1%，而上升的幅度最大的超过 7%。新股发行募集资金超过 10 亿时，只有 2 期新股发行后，二级收益率下降，而且下降幅度都比较小。

由此说明，新股发行在短期内，不会造成市场收益率的下降。而且大规模的新股发行，能提高市场收益率。

新股对二级市场净利润贡献

我们统计 2005-2009 年 5 年期间，各年新发行的股票，在发行当年产生的净利润占市场净利润总额比值，与其在当年 12 月 31 日的流通市值占市场总流通市值的比值。统计结果表明，从 2006 年以来，新股产生的净利润占市场净利润的份额高于其流通市值占市场流通市值的比例，这种差异在牛市下（2006 年、2007 年）更加明显。这说明新发行股票的每一流通市值带来高于市场平均水平的净利润贡献，新股发行带来更高的单位价值，有利于整个市场向更健康的方向发展。

表 6、 各年新股发行对二级市场净利润贡献

年度	IPO 数量	净利润			流通市值		
		新股	市场	比例	新股	市场	比例
2005 年	14	17	5,205	0.33%	65	9,707	0.67%
2006 年	66	1,211	6,868	17.63%	1,664	23,393	7.11%
2007 年	126	3,866	10,490	36.85%	9,058	90,164	10.05%
2008 年	77	306	8,936	3.43%	998	44,386	2.25%
2009 年	99	未公布	未公布	不适用	2,186	149,630	1.46%

数据来源：联合证券研究所。

结论

我们通过研究新股发行询价制实行以来的历史数据发现，在过去 5 年里，虽然新股发行需募集大量的资金，但并没有造成二级市场资金流失：新股发行前、上市前二级市场流通市值增加的概率高于流通市值降低的概率，募集资金规模大时，流通市值上升的概率大于募集资金小时；新股发行冻结资金前 2 天，并没有出现一级市场抽调二级市场资金的情况，二级市场的收益率反而上升；并且统计发现，A 股市场新增账户数与 IPO 首发募集资金数相关性比较高，说明发行新股吸引了场外资金进入 A 股市场，新股募集的资金主要来自场外，而不是从二级市场抽调，没有造成二级市场资金供应减少。

通过观察历次 IPO 重启和 2005 年以来每支股票发行后二级市场的表现，我们发现，无论长期还是短期，新股发行都没有给二级市场带来负面影响，反而促成了二级市场收益率的上升。

通过统计 2005 年以来每年新发股票产生的净利润占当年市场总利润的份额与其流通市值占市场流通市值总额的比例发现，新发行股票对市场的净利润贡献高于其占用的流通市值比例，这说明过去几年里，新发行股票给市场每一流通市值带来更高的净利润，更高的价值，有利于整个市场向更健康的方向发展。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。