

制度不断完善，IPO无风险收益或退出历史舞台

——2011年新股投资策略

摘要：

1. 上市新股回顾

- A股市场发行规模统计
- 发行PE统计
- 网上中签统计及中签所需资金统计
- 首日涨幅统计
- 首日收益统计

2. 2011年打新收益敏感性分析

- 网上申购收益预测
- 网下配售“无风险”神话终结

3. 2011年新股投资策略

- 中小投资者打新策略
- 机构投资者打新策略

4. 风险提示

- 系统风险

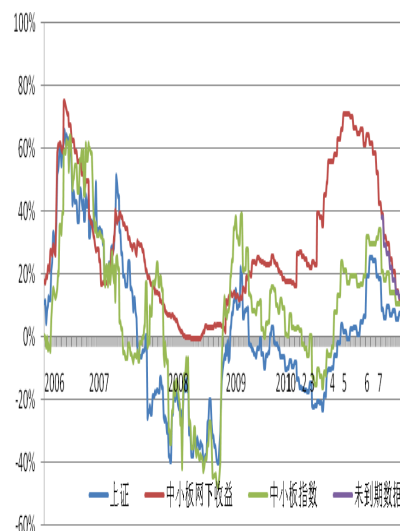
不可抗力因素造成的突发事件对市场产生极大的负面影响。我国宏观政策发生较大逆转；海外市场危机再起从而拖累中国经济。

- 非系统风险

新股发行制度再度改革；市场反弹势头再度转为跌势从而导致新股首日破发再现；发行PE持续高涨使得新股上市首日涨幅出现负增长。

（价值投资·理性操作）

中小板网下收益对比图：



数据来源：大通研发中心、Wind

研究员：吴葵

电话：0411-39673206

网址：www.daton.com.cn

邮箱：wuyan@daton.com.cn

近期相关报告

“无风险泡沫”破裂，IPO踏入正轨
——2010年下半年新股投资策略

市场回升，新股收益趋涨
——8月份新股投资策略

市场趋稳，新股收益继续看多
——9月份新股投资策略

股指飞扬，IPO收益节节高
——11月份新股投资策略

一、上市新股回顾

（一）A 股市场发行规模统计

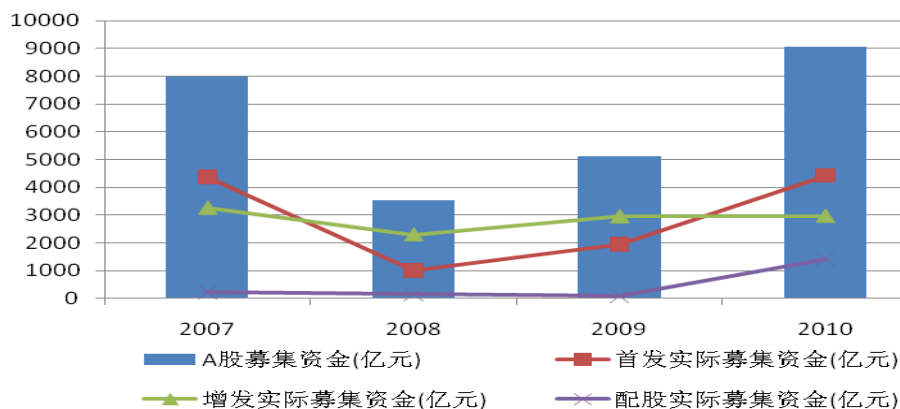
2007 年 A 股市场见顶，随后便出现大幅回落。因此 A 股市场整体募集资金亦开始大幅回落。根据我们的统计来看，2007 年至 2008 年 A 股市场募集资金骤降 56%。而随着市场 2008 年见底，A 股市场整体募集资金趋势再度走强，并一举创下 2007 年以来的新高。截止 2010 年 12 月 9 日，A 股市场集合募集资金达到 9000 亿元（包括 IPO、增发、配股）。如表 1：

表 1：2006-2010 年 A 股市场发行规模统计

	日期	2010	2009	2008	2007
集资金额合计	募集资金(亿元)	9050.65	5115.48	3516.68	7985.82
	实际募集资金(亿元)	8817.28	5012.09	3457.49	7865.77
IPO 统计	首发家数(家)	331.00	111.00	78.00	121.00
	首发股数(亿股)	567.07	260.38	121.38	413.69
	首发募集资金(亿元)	4616.19	2021.97	1040.05	4469.96
	首发发行费用(亿元)	190.39	70.36	30.83	88.92
	首发实际募集资金(亿元)	4425.79	1951.61	1009.22	4381.04
	首发市盈率	58.04	53.33	26.75	29.67
增发统计	增发家数(家)	139.00	134.00	142.00	170.00
	增发股数(亿股)	363.01	404.94	221.71	314.86
	增发募集资金(亿元)	3007.30	2987.55	2325.06	3288.18
	增发费用(亿元)	34.08	31.00	25.10	29.46
	增发实际募集资金(亿元)	2973.21	2956.55	2299.96	3258.72
配股统计	配股家数(家)	16.00	10.00	9.00	7.00
	配股股数(亿股)	382.76	17.27	12.79	19.55
	配股募集资金(亿元)	1427.16	105.97	151.57	227.68
	配股费用(亿元)	8.88	2.03	3.26	1.66
	配股实际募集资金(亿元)	1418.28	103.94	148.31	226.01

数据来源：大通研发中心、Wind

图 1：2007 --2010 年 A 股市场发行规模统计



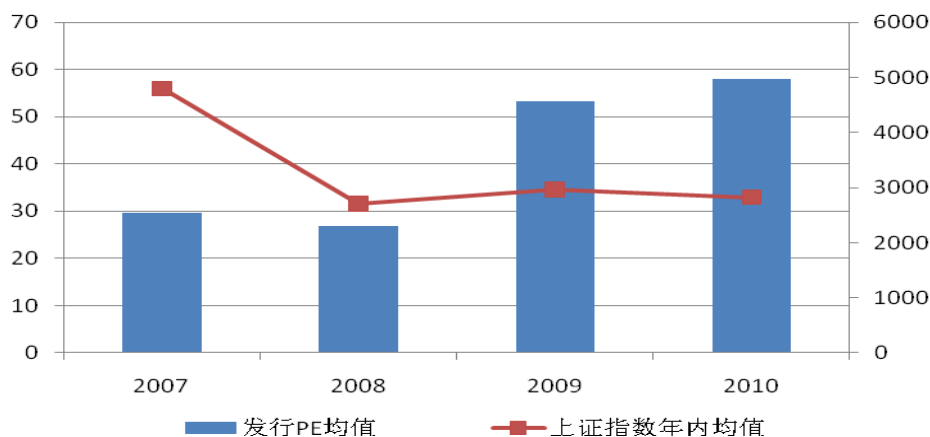
数据来源：大通研发中心、Wind

从图表中来看，所有趋势线从2008年见底后开始出现反弹。而其中以IPO为首的上行趋势线最为陡峭，配股次之，增发相对较弱。而且从现阶段宏观政策来看，今后大量信贷发放的可能性将降低，因此市场资金供给的途径或将向资本市场大幅倾斜。

（二）发行 PE 统计

1. 2007 至 2010 年发行 PE 统计

图 2：2007 --2010 年首发 PE 与上证年内均值对比统计

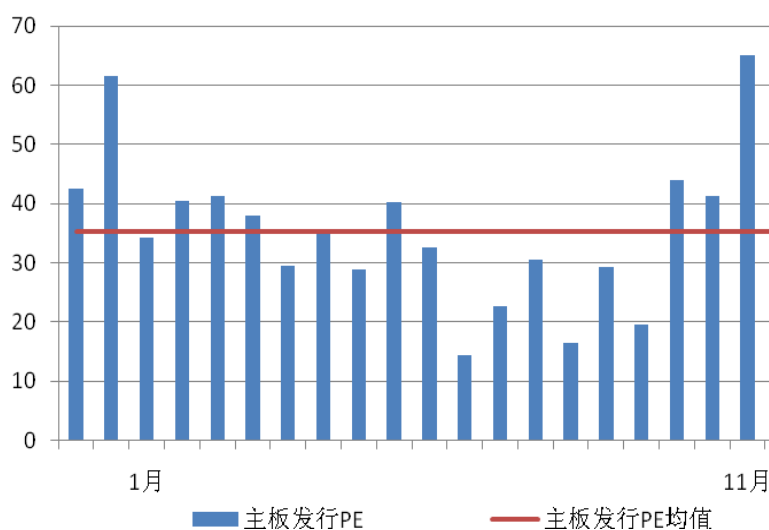


数据来源：大通研发中心、Wind

从图 1 中我们可以看到，2007 年至 2010 年 A 股市场随着股指大幅回落后的反弹，募集资金呈现明显大幅走高的趋势。从图 2 中我们也可以看出，A 股市场整体发行 PE 均值亦呈现前低后高的走势，且整体发行 PE 均值已经超过 2007 年的水平。这主要是由于之前基本属于“固定 PE”发行，而现阶段的发行更加“市场化”，从而导致发行 PE 走高。而在此期间，我们比较了上证综指与发行 PE 的走势，却发现 2008 年-2010 年上证年内波动中值基本未发生太大变化。而不断走高的发行 PE 使得新股二级市场的溢价空间大大缩水。新股发行的“市场化”以及发行、定价等制度的不断完善或将成为新股无风险收益的终结。

2. 2010 年主板、中小板、创业板发行 PE 统计

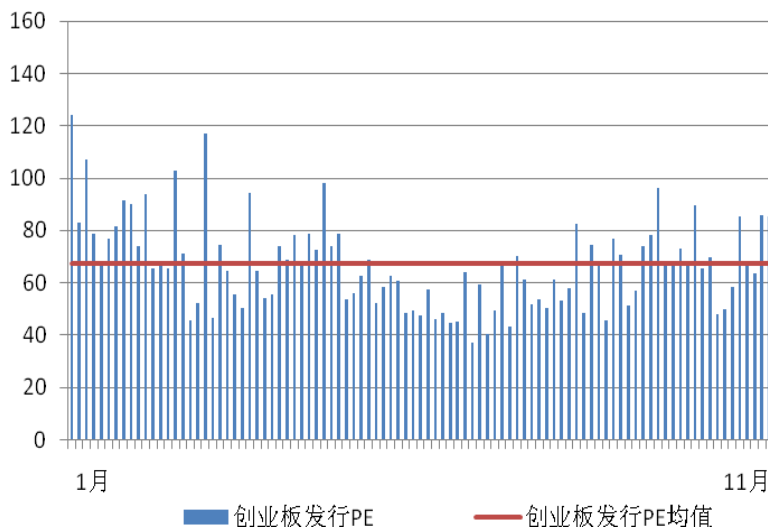
图 3： 2010 年主板首发 PE 统计



数据来源：大通研发中心、Wind

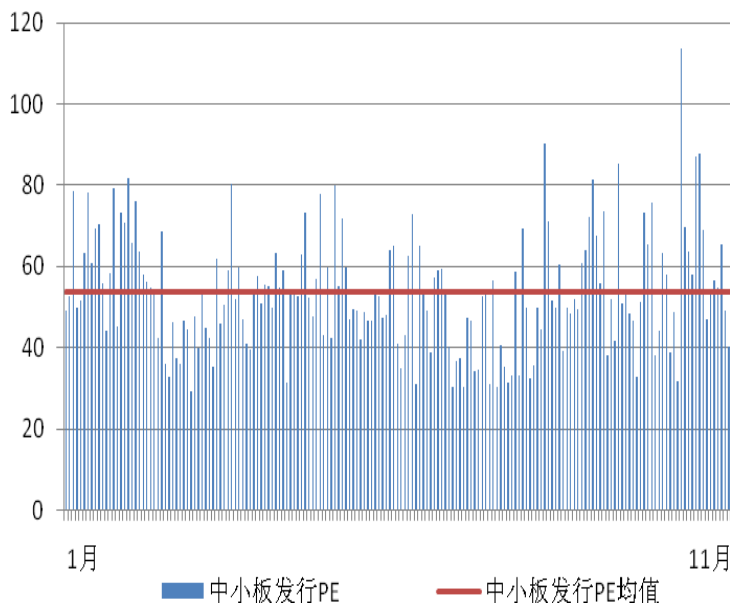
2010 年全年，主板发行 PE 呈现“V”字形，这与整个市场的走势基本呈现正相关。而主板发行 PE 的均值介于 30-40 倍。

图 4： 2010 年创业板首发 PE 统计



数据来源：大通研发中心、Wind

图 5： 2010 年中小板首发 PE 统计



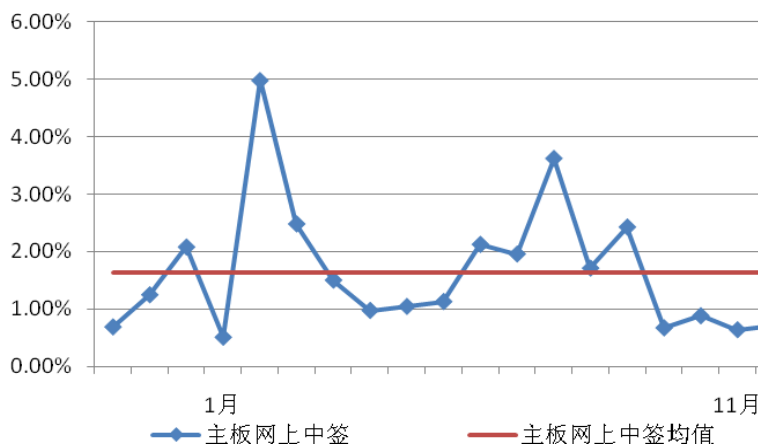
数据来源：大通研发中心、Wind

从创业板与中小板发行PE来看，创业板整体发行PE要明显高于中小板，这主要与所属板块的定位有关。创业板作为高成长性企业定价明显偏高。2010年全年创业板整体发行PE均值为65倍左右，中小板2010年全年发行PE均值为53倍左右。

（三）网上中签统计及中签所需资金统计

2009 年新股重启后，新股制度出现一些变动。总体归纳来说，此次变动利益开始倾向中小投资者。由于制度的完善，机构基本退出网上申购，从而使得网上中签率开始走高，这样一来对于资金优势较小的中小投资者来说提高了网上中签率，从而增加了网上申购新股的收益率。

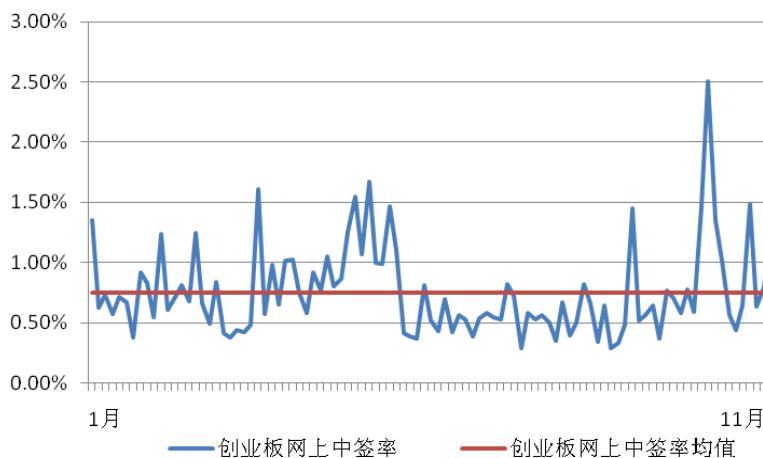
图 6： 2010 年主板网上中签率统计



数据来源：大通研发中心、Wind

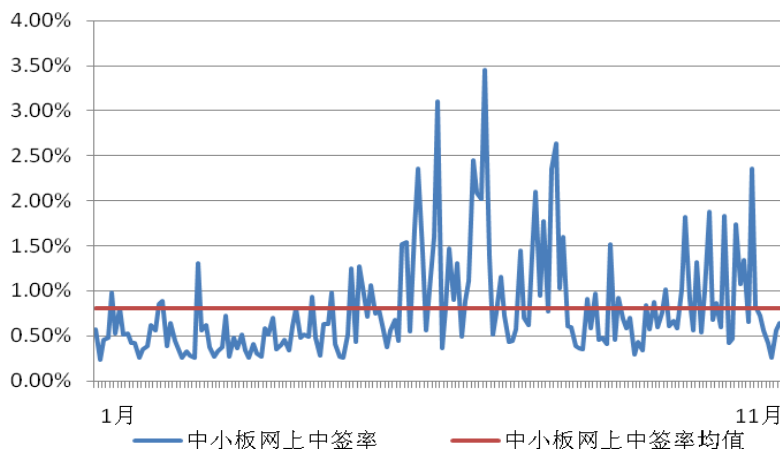
主板网上中签率剔除了非常规值（华泰证券14%、农业银行9%）。

图 7： 2010 年创业板网上中签率统计



数据来源：大通研发中心、Wind

图 8： 2010 年中小板网上中签率统计



数据来源：大通研发中心、Wind

从网上中签率均值来看，主板高高在上，而中小板与创业板则是不相上下。因此从网上中签率的角度来说，中小投资者申购主板中签概率更大一些。

表 2：2010 年各板块网上申购中签所需资金统计

板块	主板	创业板	中小板
中一签所需资金（万元）	105	256	229

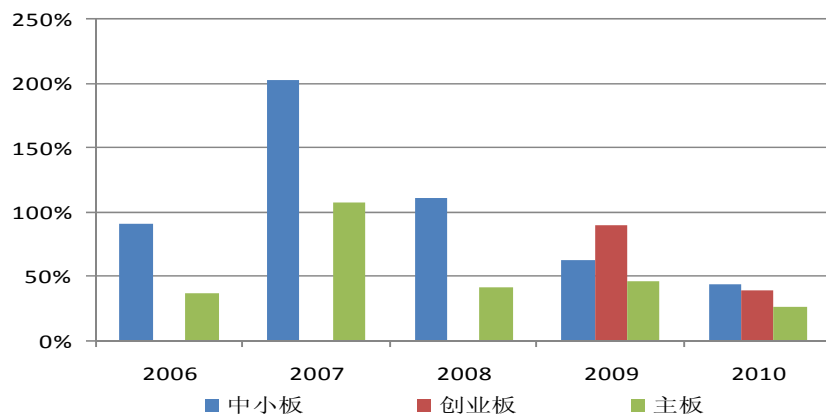
数据来源：大通研发中心、Wind

另外，从网上申购中一签所需资金量来看，主板优势也明显强于创业板与中小板。这主要是由于主板发行量较大，而相对应的申购资金量相对偏小，从而导致网上中签率偏高。但我们依旧可以发现，即便主板网上中签概率较大，但中小投资者依旧较倾向于中小板或者创业板的申购，主要原因是由于其首日初始收益率较高，且首日破发的概率较小。

但现阶段从打新资金来看，明显更关心新股首日的表现。而 2010 年新股首日破发的趋势亦是从主板开始，因此这更加使得中小投资者将资金再度转移到了中小板和创业板上。而由于创业板较高的发行 PE 以及较大的解禁压力，使得中小板的优势更加明显。

（四）首日涨幅统计

图 9： 2006 --2010 年各板块首日涨幅统计



数据来源：大通研发中心、Wind

表 3： 2006 --2010 年各板块首日涨幅统计

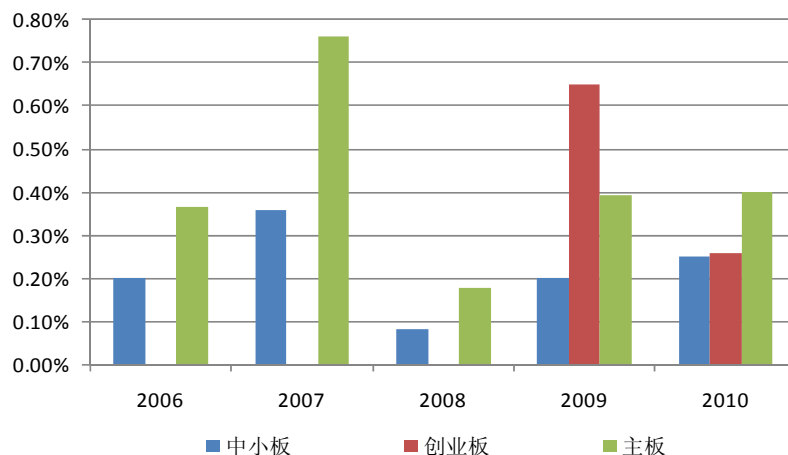
时间	2006	2007	2008	2009	2010
中小板	91.47%	202.64%	110.75%	63.33%	43.88%
创业板	/	/	/	89.86%	38.84%
主板	36.87%	107.42%	41.79%	46.71%	26.78%

数据来源：大通研发中心、Wind

报告开篇我们便提出，2008 年随着股指的反弹，A 股市场整体募集资金总量开始大幅回升，发行 PE 均值亦开始大幅上行，且已经创出 2007 年以来的新高。但首日初始收益率却逐步下滑。这主要是由于一方面市场发行数量大幅提升，申购资金相对降低，从而推高中签率；另一方面也是最主要的原因就是发行 PE 的逐步推高使得新股首日溢价空间大打折扣。因此，我们认为首日初始收益率或因发行制度的不断完善而不断下滑，直至新股无风险收益神话破灭。然而就目前现阶段新股首日表现来看，网上申购收益仍然大于风险，且高于银行存款利率。我们认为，在发行制度未发生较大变化的前提下，2011 年新股网上无风险收益的道路将继续延续下去。

（五）首日收益统计

图 10： 2006 —2010 年各板块首日收益统计



数据来源：大通研发中心、Wind

表 4： 2006 —2010 年各板块首日涨幅统计

时间	2006	2007	2008	2009	2010
中小板	0.20%	0.36%	0.08%	0.20%	0.25%
创业板	/	/	/	0.65%	0.26%
主板	0.37%	0.76%	0.18%	0.39%	0.40%

数据来源：大通研发中心、Wind

从首日收益统计趋势来看，2007年出现峰值后，在2008年立刻见底，随后便出现上行，但幅度远不及2007年。

从首日收益情况来看，2010年主板强于创业板强于中小板。但这仅代表平均值。虽然主板首日平均涨幅较低但其较高的中签率弥补了较低的首日涨幅。然而，由于打新收益是个累计的收益率，而主板发行数量过少，一般情况下很难和中小板或创业板发生冲突，因此从累计收益的效果来看，中小板收益率更为可观。

对于创业板来说，现阶段整体板块发行PE过高，使得首日溢价水平偏低。加上二级市场创业板走势亦不是很乐观，因此又导致首日收益表现较差。所以综合来看，我们认为2011年中小板仍将是打新首选，如果资金量足够大，我们仍然建议首选主板、其次中小板、最后创业板的网上打新组合。

二、2011年打新收益敏感性分析

假设前提：

- 2011年新股发行制度未出现较大变动
- 2011年上证综指波动区间为2700-3700

（一） 网上申购收益预测

1. 主板网上申购收益预测

我们预测2011年主板首日涨幅波动区间为10-25%，网上申购中签率均值为1.5-3%。

表5：主板网上申购收益预测

网上申购收益		首日平均涨幅			
		10%	15%	20%	25%
网上 中 签 率	1.5%	0.15%	0.23%	0.30%	0.38%
	2.0%	0.20%	0.30%	0.40%	0.50%
	2.5%	0.25%	0.38%	0.50%	0.63%
	3.0%	0.30%	0.45%	0.60%	0.75%

数据来源：大通研发中心、Wind

2. 中小板网上申购收益预测

我们预测2011年中小板首日涨幅波动区间为35-55%，网上申购中签率均值为0.7-1.2%。

表6：中小板网上申购收益预测

网上申购收益		首日平均涨幅			
		35%	40%	45%	55%
网上中签率	0.7%	0.25%	0.28%	0.32%	0.39%
	0.8%	0.28%	0.32%	0.36%	0.44%
	1.0%	0.35%	0.40%	0.45%	0.55%
	1.1%	0.39%	0.44%	0.50%	0.61%
	1.2%	0.42%	0.48%	0.54%	0.66%

数据来源：大通研发中心、Wind

3. 创业板网上申购收益预测

我们预测2011年创业板首日涨幅波动区间为25-45%，网上申购中签率均值为0.7-1.2%。

表7：创业板网上申购收益预测

网上申购收益		首日平均涨幅			
		25%	30%	35%	45%
网上中签率	0.7%	0.18%	0.21%	0.25%	0.32%
	0.8%	0.20%	0.24%	0.28%	0.36%
	1.0%	0.25%	0.30%	0.35%	0.45%
	1.1%	0.28%	0.33%	0.39%	0.50%
	1.2%	0.30%	0.36%	0.42%	0.54%

数据来源：大通研发中心、Wind

从网上申购收益敏感性分析来看，我们预测2011年主板网上申购收益波动区间大约在0.3-0.5%；中小板网上申购收益波动区间大约在0.32-0.5%；创业板网上申购收益波动区间大约在0.24-0.39%。因此首选仍是主板，其次中小板，最后创业板。

（二）网下配售“无风险”神话终结

从2006年统计至今，新股网下收益一直占有绝对的优势。累计绝对收益在2008年以后80%以上战胜了上证、中小板指数，且未出现负增长。可谓真正意义上的“无风险”收益。如下图：

图 11： 2006 —2010 年新股网下收益统计



数据来源：大通研发中心、Wind

然而这一切因发行制度的改变而出现了终止。按照新股发行体制改革的统一安排，2010年10月11日证监会制定了《关于深化新股发行体制改革的指导意见》。具体措施有四条，分别为：

- 1)进一步完善报价申购和配售约束机制。
- 2)扩大询价对象范围，充实网下机构投资者。
- 3)增强定价信息透明度。
- 4)完善回拨机制和中止发行机制。

其中第一条中提到的“在中小型公司新股发行中，发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定每笔网下配售的配售量，以促进询价对象认真定价。根据每笔配售量确定可获配机构的数量，再对发行价格以上的入围报价

进行配售，如果入围机构较多应进行随机摇号，根据摇号结果进行配售。”之前网下配售一直都是平均分配的原则，只要申购数量价格符合要求，就会按照申购总量平均分配。以中小板为例，一家机构网下配售的平均数量大约在 10 万股左右，如果按照 20 元的发行价来计算，申购冻结金额也就是 200 万左右。因此对于资金庞大的网下配售投资者来说，这 200 万资金对他们根本没有任何约束。

但新规之后，网下配售机构的配售情况出现了重大的变化。以涪陵榨菜为例，在其首次公开发行股票发行公告中明确规定：“本次发行总量为 4,000 万股，网下发行数量为 800 万股，招商证券与发行人协商，确定每笔网下配售的配售量为 **100 万股**”。这 100 万股就意味着，网下参与配售的机构中最终将有 800 万股/100 万股 = 8 个机构最终获赔，而每一个获配机构所配售的量是 100 万股，按照其 13.99 元的发行价，即 1399 万元。相对于之前的仅 200 万元左右资金来说，这将是一笔较大资金，而且规定网下配售锁定期限 3 个月。此时，网下配售的风险将大大增加。

如果按照我们图 11 来看，只要参与每一只新股的网下配售，那么其最终的累积收益将在很大程度上超过对于指数的投资，而且风险非常小。但现阶段这种方法已经不能实现。因为如果继续参与每一只新股的网下配售，一周假设有 6 只新股发行，每一只冻结资金为 1500 万元，那么一周申购资金冻结将达到 9000 万元。由于锁定期为 3 个月，那就意味着接下来的 3 个月（12 周）不断的申购，将需要资金 9000 万元*12 周=10.8 亿元。这对于机构来说亦是一笔庞大的资金。而且即便进行网下配售，也不一定可以获赔成功。所以之前的“机械式”网下配售方式已经不复存在，取而代之的是新的“责任制”网下配售机制。

综合来看，新的制度将增加网下配售机构的“责任感”，使其成为真正的价值投资而非所谓的新股“无风险”收益。而之前的“机械式”新股网下配售无风险收益将退出历史舞台。

三、2011年新股投资策略

（一） 中小投资者打新策略

中小投资者依旧只能参与网上申购。从我们的网上申购收益敏感性分析来看，2011年主板网上申购的优势依旧较大，中小板次之，最后是创业板。但由于主板发行规模相对较少，而新股收益是一个累积的收益，因此我们建议当同时出现主板、中小板、创业板申购之时，首选主板、其次中小板、最后创业板。如果资金量足够多，可以全部申购。

当出现以下情况之时，建议暂停新股申购。首先，股指处于大幅回落中期。由于市场大幅下跌，炒作资金无从避险，因此下跌初期新股遭到炒作的可能性比较大。但这种情况很难长时间维持下去，由于市场大幅回落，新股首日涨幅将逐步下滑。所以第二点要密切关注新股首日涨幅的趋势变化，当新股首日涨幅绝大多数处在10%以下之时立刻停止打新，因为此时新股首日破发的风险已经比较大。第三，一般破发趋势均由大盘蓝筹开始，所以当大盘蓝筹首日出现较低的涨幅或者是负增长之时，可能意味着新股首日“破发潮”再次来临，建议暂停新股申购。

对于申购时间上来说，现阶段新股发行仍采取周一、周三的发行周期。对于资金量较小的投资者来说，依旧建议参与周三的申购，因为此时的中签率相对较高。如果资金量足够大，那么在新股收益处在上行趋势之时，我们依旧建议全仓申购。

从申购收益上来说。100万的资金一年期银行存款税前利息为25000元。如果100万资金进行网上申购，将其分为两部分，每50万一组，一周可以进行2次申购，全年可以申购约100次。按照中小板和创业板的中签来看，中一签为500股，如果平均发行价为20元，平均首日涨幅为30%，那么每中一次签的实际收益大约为3000元。如果一年100次的申购中签的概率为50%，那么全年的累积收益大约为15万；即便100次申购中仅有10次中签，那么收益也为3万元，超过1年期银行存款。因此，从网上申购收益的角度来看，2011年我们继续建议中小投资者积极参与新股网上申购。

（二）机构投资者打新策略

作为机构投资者可以对网上申购或网下配售进行选择，但只可选其一。而现阶段新股网上申购由于有了账户以及申购上限的限制，使得机构的大资金无法进行有效利用。因此之前我们仍建议机构投资者进行网下配售。但由于新股制度的改革，新股网下配售已经不能单纯的看作是一个“无风险”收益的避风港。因此对于机构投资者而言，2011年新股网下配售将从价值投资的角度出发，放弃之前的“机械式”新股网下配售，选择基本面良好，符合国家产业政策的优质公司进行申购。另外，当新股发行PE超出近期平均值30%以上之时，建议停止网下配售，因为此时一级市场过高的估值或将直接导致二级市场的浮亏。

四、风险提示

（一）系统风险

不可抗力因素造成的突发事件对市场产生极大的负面影响。我国宏观政策发生较大逆转；海外市场危机再起从而拖累中国经济。

（二）非系统风险

新股发行制度再度改革；市场反弹势头再度转为跌势从而导致新股首日破发再现；发行PE持续高涨使得新股上市首日涨幅出现负增长。投资者非理性对待新股申购导致亏损。我们假设前提与市场实际走势不符，从而使结果产生偏差。

— 正文完毕 —

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司