

把握申购时机，获取超额收益

证券分析师：高利

执业编号：S0360209120018

联系人：赵洪艳

Tel: 0755-83711905

Email: zhaohongyan@hczq.com

相关研究报告

投资要点

1、2011年IPO及再融资回顾

2011年IPO市场特征：完善新股发行机制，发行上市效率明显提高，发行价与市场环境高度相关，估值水平明显走低，大量新股破发，申购资金趋于理性。

2011年再融资市场特征：再融资规模保持高位，以非公开发行为主，大股东资产认购比例提高，与二级市场折价缩小，部分公司因股价低于发行底价被迫停止实施。

2、2012年IPO及再融资展望

2012年将进一步完善IPO和再融资管理办法，国际板有望在明确制度设计和上市规则后，择机推出。IPO数量不会明显减少，不排除在推出国际板前后发行节奏有所放缓，但此举不会带来融资额的下降。非公开发行仍是再融资的主角，大股东以资产认购股份是资产注入、借壳重组的主要方式。

2012年IPO的主要变数是城商行的批量发行上市能否成行，股权再融资的最大变数是房地产融资会否重新启动。

3、IPO及再融资操作策略

逻辑上可以推断，新股发行的市场化会促使申购收益率走低。连续2年在指数下跌的环境下，申购新股都存在明显的超额收益。把握时机，积极参与新股申购，有机会获得明显的超额收益。市场环境的变化要求询价机构要深入研究公司基本面，合理估值，关注IPO新股与二级市场可比公司的合理比价。精选好公司，积极参与，合理报价，主动获取优质筹码。对质地一般的公司，谨慎报价，根据市场环境有节制地参与。尤其是在二级市场走弱，新股发行价大幅走低时，有机会以较低的价格拿到质地很好的股票，为锁定期提供足够的安全边际。

投资者如果能接受部分资金锁定12个月，该部分资金能够进入非公开发行的门槛，就应关注非公开发行。我所策略判断2012年市场整体重心上移，建议积极参与非公开发行，优先选择参与发行折价率高，有高送转股能力的公司。把握得当，非公开发行会成为获得超额收益的法宝。

目 录

1、2011 年 IPO 及再融资回顾.....	4
1.1 完善新股发行机制，发行上市效率明显提高.....	4
1.2 IPO 融资额大减，再融资保持高位.....	4
1.3 发行价与市场环境高度相关，估值水平明显走低.....	6
1.4 上市涨幅初现回归，大量新股短期破发.....	7
1.5 赚钱效应弱化，申购资金谨慎参与.....	8
2、2012 年 IPO 及再融资展望.....	9
2.1 继续改革发行体制，完善 IPO 和再融资管理办法.....	9
2.2 IPO 数量保持现状，不会明显减少.....	9
2.3 推出国际板，不会带来整体估值水平的大幅波动.....	9
2.4 发行价走向理性，上市涨幅波动大于二级市场.....	10
2.5 非公开发行仍是再融资的主角.....	10
3、IPO 及再融资操作策略.....	11
3.1 申购新股收益率的影响因素.....	11
3.2 时机选择是新股申购策略的最重要部分.....	14
3.3 时机选择有迹可循.....	15
3.4 时机选择的落脚点是估值.....	15
3.5 参与非公开发行更要倚重研究预判.....	16

图表目录

图表 1	2010 年以来月度 IPO 及股权再融资家数.....	5
图表 2	2010 年以来月度 IPO 及股权再融资金额.....	5
图表 3	2011 年前 10 个月 IPO 融资规模前 10 名.....	5
图表 4	2011 年前 10 个月再融资规模前 10 名.....	6
图表 5	2010 年以来 IPO 月度市盈率.....	7
图表 6	2011 年 6 月 IPO 发行价与主承销商投价报告的对比.....	7
图表 7	2011 年前 10 月上市新股表现.....	7
图表 8	2011 年前 10 个月上市新股表现.....	8
图表 9	2010 年以来 IPO 网下配售有效报价家数及认购倍数.....	8
图表 10	2011 年月度 IPO 发行市盈率与上市首日涨幅.....	10
图表 11	新股网下申购平均收益率.....	11
图表 12	2010 年深交所 IPO 新股收益率累加.....	12
图表 13	2011 年深交所 IPO 新股收益率累加.....	12
图表 14	2010 年上交所 IPO 新股收益率累加.....	12
图表 15	2011 年上交所 IPO 新股收益率累加.....	12
图表 16	10 亿资金网下申购新股的累计收益率统计分布.....	13
图表 17	10 亿资金网下申购新股的累计收益率统计特征.....	13
图表 18	3 亿资金网下申购新股的累计收益率统计分布.....	13
图表 19	3 亿资金网下申购新股的累计收益率统计特征.....	14
图表 20	IPO 网下申购 2011 年解禁股市场表现.....	14
图表 21	IPO 网下申购 2011 年上市表现.....	14
图表 22	沪深 300 指数走势图（2010 年 10 月以来）.....	14
图表 23	2011 年解禁的非公开发行股票锁定期表现.....	16

1、2011 年 IPO 及再融资回顾

2011 年 IPO 市场特征：发行上市效率明显提高，发行价与市场环境高度相关，估值水平明显走低，大量新股破发，申购资金趋于理性。

2011 年再融资市场特征：再融资规模保持高位，以非公开发行为主，大股东资产认购比例提高，与二级市场折价缩小，部分公司因股价低于发行底价被迫停止实施。

1.1 完善新股发行机制，发行上市效率明显提高

2009 年 6 月，证监会制定并实施《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》，完善询价和申购报价约束机制，内容包括要求询价对象真实报价，入围一定要划拨资金参与，将网上网下申购参与对象分开，对网上单个申购账户设定不超过千分之一的上限等。随即恢复了新股发行。

证监会于 2010 年 8 月征求意见，10 月发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见》，并自 11 月 1 日起施行，修订后的《证券发行与承销管理办法》同时生效。改革措施主要包括四个方面：1、进一步完善报价申购和配售约束机制。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；2、扩大询价对象范围，充实网下机构投资者。主承销商可以自主推荐一定数量的具有较高定价能力和长期投资取向的机构投资者，参与网下询价配售；3、增强定价信息透明度。发行人及其主承销商须披露参与询价的机构的具体报价情况，主承销商须披露在推荐路演阶段向询价对象提供的对发行人股票的估值结论、发行人同行业可比上市公司的市盈率或者其他等效指标；4、完善回拨机制和中止发行机制。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设计承销流程，有效管理承销风险。

2011 年 10 月份，证监会放宽了 IPO 上报材料的审核周期，不再有 3 个月的预留审核时间，只要发行人的 IPO 财务资料在有效期内都可以进行申报。从而避免了此前每季度末集中申报材料的现象继续发生，将缩短审核周期。

11 月 9 日，证监会出台保护股东回报的四点改革意见，其中，证监会提到将立即从首次公开发行股票开始强化分红，招股说明书要求必须有细化回报规划、分红政策和分红计划，并作为重大事项加以提示。这意味着所有新股发行预披露的信息将全部按照新的规定进行修改。

在一系列的发行制度改革措施推动下，新股申报、发行、上市周期明显缩短，发行上市效率明显提高。

1.2 IPO 融资额大减，再融资保持高位

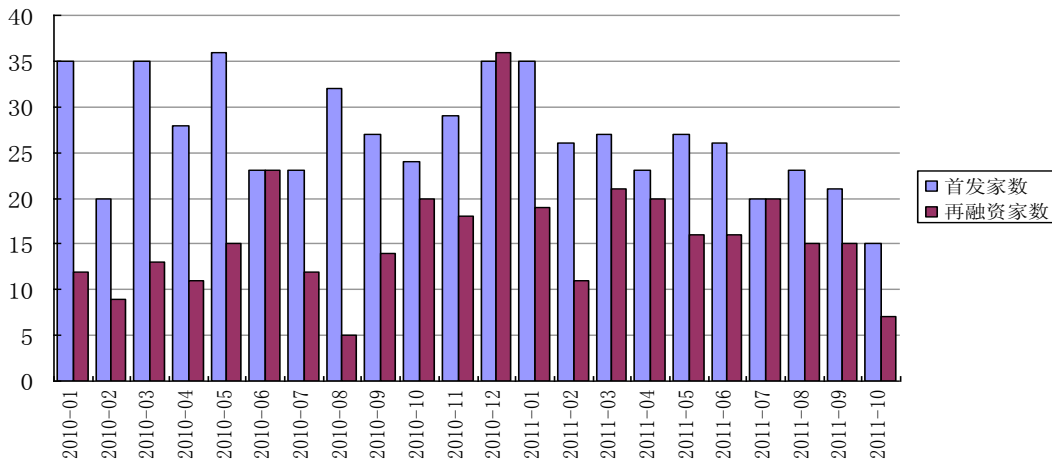
2011 年 A 股市场前 10 个月 IPO 243 家，去年全年 347 家，同期 283 家，同比减少 14.1%。2011 年前 10 个月 IPO 融资额 2403.00 亿元，去年全年 4911.33 亿元，同期 4143.36 亿元，同比下降 42.0%。

2011 年前 10 个月融资额过百亿的 IPO 只有 9 月的中国水电 1 家。而 2010 年，融资额过百亿的 IPO 有 5 家：1 月中国西电，2 月中国一重、华泰证券，7 月农业银行，8 月光大银行。2011 年前 10 个月 IPO 平均单笔融资额 9.89 亿元，而去年全年平均单笔融资额达 14.15 亿元，降低 30.1%。

总体上，2011 年 1—10 月 IPO 融资额明显减少，单笔融资较去年大幅降低。

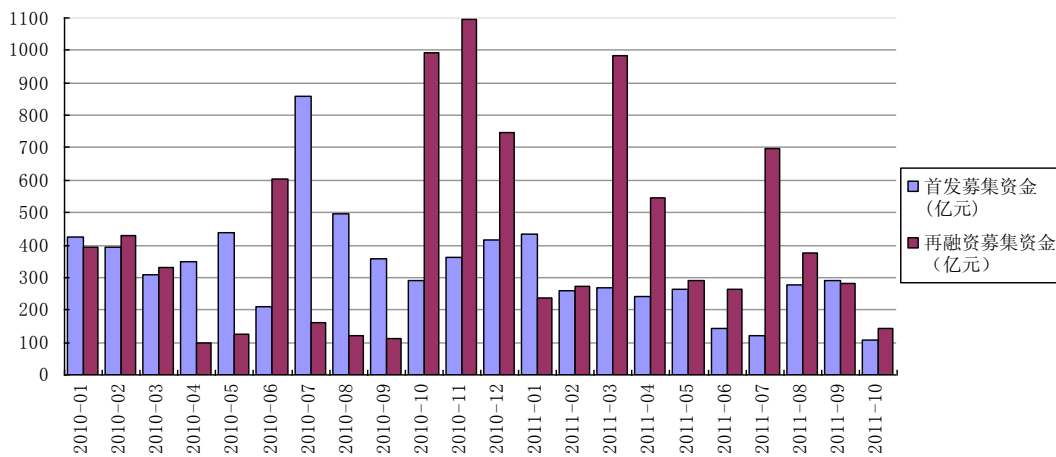
再融资包括公开增发、非公开发行、配股。2011 年 1-10 月再融资 161 家，去年全年 188 家，同期 134 家，同比增加 20.1%。2011 年 1-10 月再融资融资金额 4121.57 亿元，去年全年 5209.97

图表 1 2010 年以来月度 IPO 及股权再融资家数 单位：家



资料来源：Wind

图表 2 2010 年以来月度 IPO 及股权再融资金额 单位：亿元



资料来源：Wind

图表 3 2011 年前 10 个月 IPO 融资规模前 10 名

序号	证券代码	证券简称	发行价格 (元)	发行数量 (万股)	募集资金 (亿元)	PE(发行后)	发行日期	Wind 行业
1	601669	中国水电	4.50	300,000	135.00	15.00	2011-9-27	工业
2	601558	华锐风电	90.00	10,510	94.59	48.83	2011-1-5	工业
3	601258	庞大集团	45.00	14,000	63.00	39.64	2011-4-18	可选消费
4	601901	方正证券	3.90	150,000	58.50	19.50	2011-8-1	金融
5	002563	森马服饰	67.00	7,000	46.90	44.97	2011-3-2	可选消费
6	601633	长城汽车	13.00	30,424	39.55	14.94	2011-9-19	可选消费
7	601233	桐昆股份	27.00	12,000	32.40	12.22	2011-5-5	材料
8	601216	内蒙君正	25.00	12,000	30.00	35.21	2011-2-10	材料
9	002585	双星新材	55.00	5,200	28.60	30.56	2011-5-25	材料
10	601566	九牧王	22.00	12,000	26.40	35.03	2011-5-19	可选消费

资料来源：Wind

图表 4 2011 年前 10 个月再融资规模前 10 名

序号	证券代码	证券简称	融资方式	发行价格 (元)	发行数量 (万股)	募集资金 (亿元)	发行日期	Wind 行业
1	601998	中信银行	配股	3.33	532,631	175.61	2011-7-7	金融
2	000792	盐湖股份	非公开发行	73.25	300,000	135.00	2011/3/15	工业
3	000001	深发展 A	非公开发行	17.75	10,510	94.59	2011/7/20	工业
4	600005	武钢股份	配股	3.70	235,145	83.46	2011-4-7	材料
5	600015	华夏银行	非公开发行	10.87	14,000	63.00	2011/4/26	可选消费
6	601989	中国重工	非公开发行	6.93	150,000	58.50	2011/2/15	金融
7	000776	广发证券	非公开发行	26.91	7,000	46.90	2011/8/22	可选消费
8	600403	大有能源	非公开发行	11.64	30,424	39.55	2011/9/29	可选消费
9	600018	上港集团	非公开发行	4.49	12,000	32.40	2011/4/8	材料
10	600350	山东高速	非公开发行	5.19	12,000	30.00	2011/7/6	材料

资料来源: Wind

亿元, 同期 3368.41 亿元, 同比上升 22.4%。2011 年 1-10 月再融资保持了较高融资额。

再融资中, 2011 年 1—10 月非公开发行 141 家, 融资 3613.02 亿元, 其中, 大股东资产认购 803.55 亿元, 现金认购 284.31 亿元。2010 年再融资中, 非公开发行 160 家, 融资 3394.61 亿元, 其中, 大股东资产认购 449.70 亿元, 现金认购 213.51 亿元。

今年前 10 个月, 公开增发募集资金最多的长安汽车仅排在再融资规模第 21 位。

1.3 发行价与市场环境高度相关, 估值水平明显走低

按照发行后股本, 发行时最新一年净利润计算的摊薄市盈率进行算术平均, 2009 年 53.33 倍, 2010 年 59.16 倍, 2011 年 1-10 月 47.00 倍。

2011 年 1 月发行市盈率高达 72.91 倍, 在 4 月中旬二级市场见顶回落后, 发行市盈率也下了台阶, 6 月达到最低的 27.7 倍, 然后相对低位徘徊。

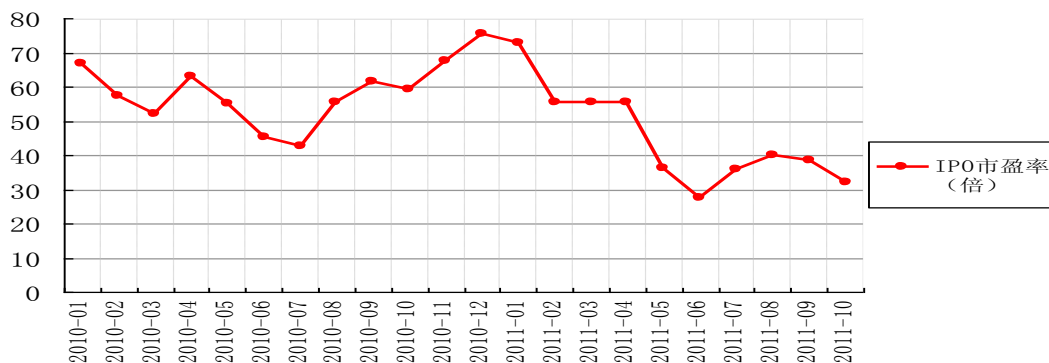
进入 11 月份, 在上市公司年度业绩日渐明朗的大环境下, 机构投资者的关注点逐渐从当年业绩转向次年业绩。每年 1 月下旬到 2 月底, 部分年报审计进度快的 IPO 新股采用了去年年报数据, 而进度慢的仍采用前年年报数据。因业绩增长, 用新数据的公司以此计算的发行市盈率会明显低于用前年数据的公司。这两个因素会对 IPO 产生如下影响: 11—12 月发行市盈率被抬高, 1 月仍保持高位, 2—3 月则会明显下降。提出以上影响因素, 发行价对应的估值水平仍然明显走低。

每只新股发行, 主承销商都会提供投资价值分析报告供询价对象参考, 内容包括盈利预测和估值区间。

2010 年, 新股发行价常常高于主承销商投价报告估值区间上限, 部分幅度达到 30%以上, 近几个月来, 以低于投价报告估值区间下限为主。最典型的 6 月份, 新股发行价全部低于主承销商投价报告的估值区间下限, 19 只新股的发行价低于区间下限超过 30%, 占当月 26 只新股的 73%。

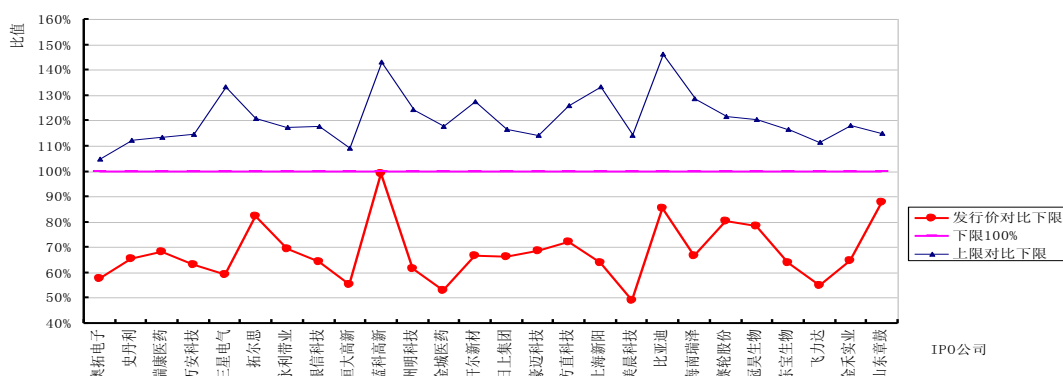
在主承销商投价报告不出现普遍性地明显注水的情况下, 如此大幅度的发行价折让恐怕难以再现。

图表 5 2010 年以来 IPO 月度市盈率 单位：倍



资料来源：Wind

图表 6 2011 年 6 月 IPO 发行价与主承销商投价报告的对比



资料来源：华创证券研究所，新股投价报告

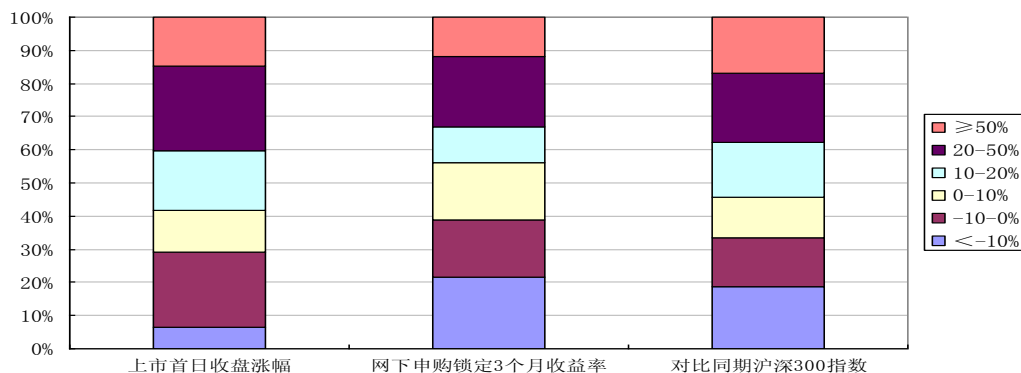
1.4 上市涨幅初现回归，大量新股短期破发

2011 年，截至 10 月 31 日共有 243 只新股上市，相比之下，2010 年全年共有 349 只新股上市，同期共有 283 只新股上市。

至 2011 年 10 月底上市首日收盘平均涨幅 20.97%，2010 年全年 41.90%，同期 41.69%，同比下降 50.1%；上市新股最高涨幅 198.89%，对比去年最高 275.33%；最低涨幅 -23.16%，对比去年最低 -9.90%；截至 2011 年 10 月 31 日，首日收盘跌破发行价的有 71 只，2010 年首日收盘跌破发行价的只有 26 只。

今年的新股，29.2%首日收盘跌破发行价，网下申购锁定 3 个月解禁时 38.7%出现亏损，而跑输锁定期沪深 300 指数的占 33.5%。

图表 7 2011 年前 10 月上市新股表现



资料来源：Wind，大智慧，华创证券研究所

图表 8 2011 年前 10 个月上市新股表现

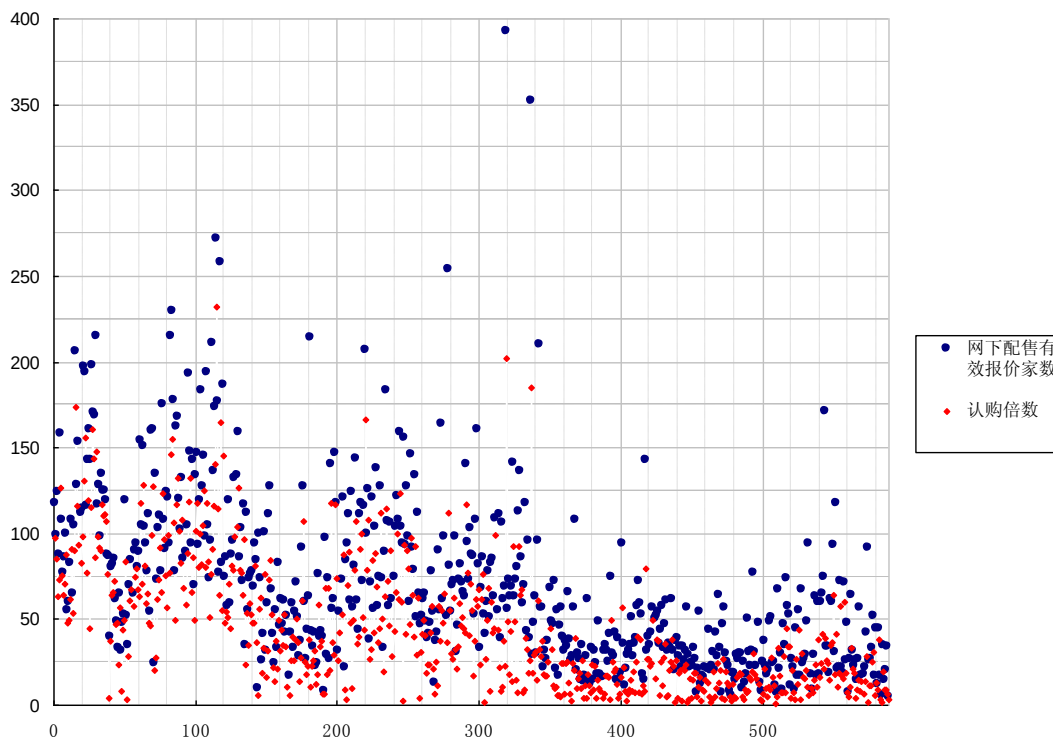
涨幅	<-10%	-10-0%	0-10%	10-20%	20-50%	≥50%	合计
上市首日收盘涨幅	16	55	30	44	62	36	243
网下申购解禁收益率	61	49	49	31	60	34	284
网下申购对比锁定期沪深 300 指数	53	42	35	47	59	48	284

资料来源: Wind, 大智慧, 华创证券研究所

1.5 赚钱效应弱化, 申购资金谨慎参与

新股上市涨幅回落, 破发比例大增, 严重打击了机构投资者申购新股的热情, 2011 年网下配售有效报价家数、认购倍数明显低于 2010 年。图表 9 中 IPO 网下配售有效报价家数及认购倍数 2010 年全年均值为 93.08 家、62.46 倍, 而 2011 年前 10 个月均值仅为 35.72 家、16.71 倍。

图表 9 2010 年以来 IPO 网下配售有效报价家数及认购倍数



说明: 横轴 348 起为 2011 年数据。 资料来源: Wind

我们认为, 大体上, 参与初步询价报价的配售对象家数能够反映该股票的市场关注度, 代表人气, 而提供有效报价的配售对象家数, 则反映了公司和主承销商的定价意愿 (与机构投资者共赢, 还是追求一次性募资最大化)。报价不低于发行价的入围配售对象家数过少, 通常意味着发行价偏离机构投资者的意愿, 定价偏高。

指数 4 月中旬见顶回落, 尤其是 5 月份以来 (图表 9 横轴 458 起), 参与新股初步询价的询价对象越来越少, 6 月上旬, 甚至出现了八菱科技因参与报价的询价对象不足 20 家而被迫中止发行, 打破 A 股市场先例。10 月, 八菱科技时隔 4 个月重启发行, 而发行价格与当初的预期几近腰斩。

2、2012 年 IPO 及再融资展望

2012 年将进一步完善 IPO 和再融资管理办法，IPO 数量不会明显减少，不排除在推出国际板前后发行节奏有所放缓，但此举不会带来融资额的下降。非公开发行仍是再融资的主角，大股东以资产认购股份是资产注入、借壳重组的主要方式。

2.1 继续改革发行体制，完善 IPO 和再融资管理办法

中国证券市场存在起，关于新股和再融资的改革就从未停止过。10 月底，郭树清出任证监会主席。11 月 9 日，证监会召开媒体通气会，提出要出台举措提升上市公司分红水平，将要求所有上市公司完善分红政策及其决策机制，将立即从首次公开发行股票开始，在公司招股说明书中细化回报规则、分红政策和分红计划，并作为重大事项加以提示；酝酿多项措施完善新股发行体制，完善首发管理办法和上市公司再融资办法，研究如何完善对中介机构的监管，考虑逐步引入行业背景的审核力量。

同时，对于大企业的发行上市，证监会将提醒发行人和承销商关注市场波动对发行和承销带来的风险。

2011 年 10 月份，证监会放宽了 IPO 上报材料的审核周期，不再有 3 个月的预留审核时间，只要发行人的 IPO 财务资料在有效期内都可以进行申报。9 月底的厦门保荐代表人会议透露出，证监会争取对“IPO 材料的预披露适度提至初审会之前”的做法向社会征求意见，明年开始实施。这意味着，审核过程中不再给发行人整改机会。

2.2 IPO 数量保持现状，不会明显减少

证监会研究中心主任祁斌今年上半年曾表示，中国 IPO 第一还会保持十年。“浙江省去年有 50 多个 IPO，很多国家一年的 IPO 都没有 50 个，我们一个省的 IPO 数据超过别人一个国家，预计这一趋势将保持十年。”

截至 10 月底，2011 年已过会未发行公司仅剩 34 家。预计后续发审会过会及发行节奏保持稳定，短期不会太快。

而随着这些年国企大盘股的陆续上市，尚未上市的国企大盘股已经越来越少，今后大盘股发行对市场的扰动也会明显减少。

2012 年的主要变数是城商行的批量发行上市能否成行。

2.3 推出国际板，不会带来整体估值水平的大幅波动

年初以来，政府人员在公开场合多次提及国际板，6 月 3 日国务院批转的国家发改委《关于 2011 年深化经济体制改革重点工作的意见》明确要求研究建立国际板市场，一度引发舆论热烈讨论以及资本市场的概念炒作。但此后欧洲债务危机蔓延，全球股市承压，关于国际板的言论几近销声匿迹。

预期在全球经济、资本市场大环境企稳，国内证券市场回暖的情况下，国际板仍会在明确制度设计和上市规则后，择机推出。国际板在 2012 年明朗化是大概率事件。

市场普遍共识是，在国际板开板后，先期上市的公司以下三类为主：从香港或新加坡回归的红筹公司；绩优的香港本地企业；在中国已经形成了成熟的销售网络，做过很多投资，而且未来仍打算继续在中国开展业务和投资的大型跨国公司。

美欧发达市场吸引了很多境外公司去挂牌，在亚洲，新加坡由于地域限制及战略定位原因境外公司近一半，其他市场挂牌的境外公司都有限。我们的国际板初期挂牌公司也不会多。

目前 A 股整体的估值中枢已经明显下移，此时推出国际板，难以对 A 股的大盘蓝筹股整体估值水平造成大的冲击，但是可能会对估值差异大的特定板块形成明显冲击，而这只会造成市场的短期波动，不会带来整体估值水平的大幅波动。

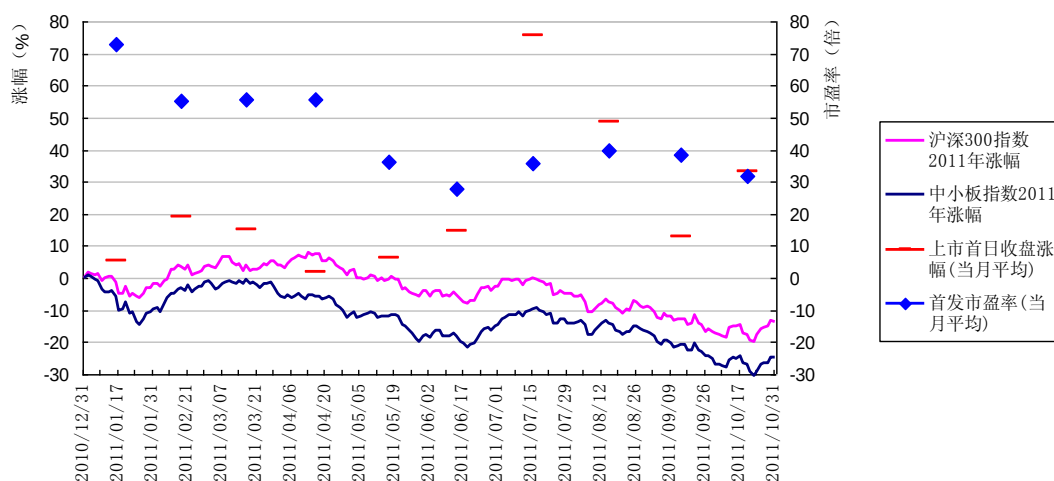
2.4 发行价走向理性，上市涨幅波动大于二级市场

新股发行价比上市走势有明显时滞。8 月份上市的新股仍然表现良好，9 月份新股发行价仍维持较高位置，机构参与热情也较高；而伴随 9 月份股市的持续下跌，9 月新股上市首日近半破发，10 月份报价机构明显减少，新股发行价也出现了整体下降。10 月份大盘有较好表现，新股上市首日也有一定表现。

10 月份发行的 15 只新股中，参与初步询价报价的询价对象最少只有 22 家，6 月份八菱科技的悲剧差点重演，配售对象最少只有 29 家，平均 65 家，对比 9 月份的配售对象最少 54 家，平均 90 家。这说明 10 月份机构参与新股申购的热情并没有因为发行价走低而上升，而是在下降，而其中的重要原因竟然是 9 月份上市新股的破发。

新股从狂热到冰点的轮回，其涨幅变化明显大于二级市场。

图表 10 2011 年月度 IPO 发行市盈率与上市首日涨幅



资料来源: Wind, 华创证券研究所

2.5 非公开发行仍是再融资的主角

几年来，非公开发行一直是再融资的最主要方式，明年也不会改变。

股权再融资包括公开增发、非公开发行、配股。融资金额大的金融股，大股东有变现需求的公司，通常更倾向于采用公开增发、配股等形式进行融资。而大股东有动力进行资产注入，或者借壳重组时，大多是以资产认购股份，更适合采用非公开发行方式进行。

非公开发程序相对简便，有效提升融资效率。大唐发电、永泰能源、大东南 3 家公司在 2010 年通过非公开发行融资后，2011 年再次通过非公开发行成功融资。

明年股权再融资最大的变量是房地产融资是否会重新启动，值得关注。

3、IPO 及再融资操作策略

把握时机，积极参与新股申购，有机会获得明显的超额收益。市场环境的变化要求询价机构要深入研究公司基本面，合理估值，关注 IPO 新股与二级市场可比公司的合理比价。精选好公司，积极参与，合理报价，主动获取优质筹码。对质地一般的公司，谨慎报价，根据市场环境有节制地参与。尤其是在二级市场走弱，新股发行价大幅走低时，有机会以较低的价格拿到质地很好的股票，为锁定期提供足够的安全边际。进行初步询价报价时，不要为入围而故意提高报价，防范所获新股定价过高使自身陷入被动。

机构投资者如果能接受部分资金锁定 12 个月，我所策略判断 2012 年市场整体重心上移，建议积极参与非公开发行，优先选择参与发行折价率高，有高送转股能力的公司。把握得当，非公开发行会成为获得超额收益的法宝。

3.1 申购新股收益率的影响因素

对于一定规模的资金，影响申购新股收益率的因素有很多，主要包括：

（1）每只新股占用资金不同。资金少的，对同一申购周期的新股需要有选择地参与；资金多的，发行规模不够时无法充分使用资金。

（2）网下申购首先需要初步询价阶段报价入围，然后才有划转资金获得新股的机会。报价能否入围，除与投资者的估值、申购策略相关，也与发行人、主承销商的定价倾向有关。初步询价阶段的报价，同时也是投资者对新股进行优化筛选的过程。

（3）网上申购全部采用抽签方式分配新股，深交所网下申购也采用抽签方式，这决定了用中签率、配售比例计算出来的只是收益率期望值，实际收益要看是否中签，中签率不同股票收益率差异可能很大。

（4）上交所网下申购采用比例配售方式，用配售比例计算收益率比较准确，但上交所在新股初步询价阶段后给出一个价格区间，投资者入围后，在累计投标询价阶段可以在价格区间内重新报价；申报数量也可在不超过入围数量的一定比例（下限为 100%，上限通常为 120-200%）内重新申报。这给了投资者进行策略增强和纠错的机会。

逻辑上可以推断，新股发行的市场化会促使申购收益率走低。从图表 11 看不出明确的收益率走向，但连续 2 年在指数下跌的环境下，申购新股都存在明显的超额收益。我所策略判断 2012 年市场整体重心上移，预计明年申购新股仍然是不错的投资选择。

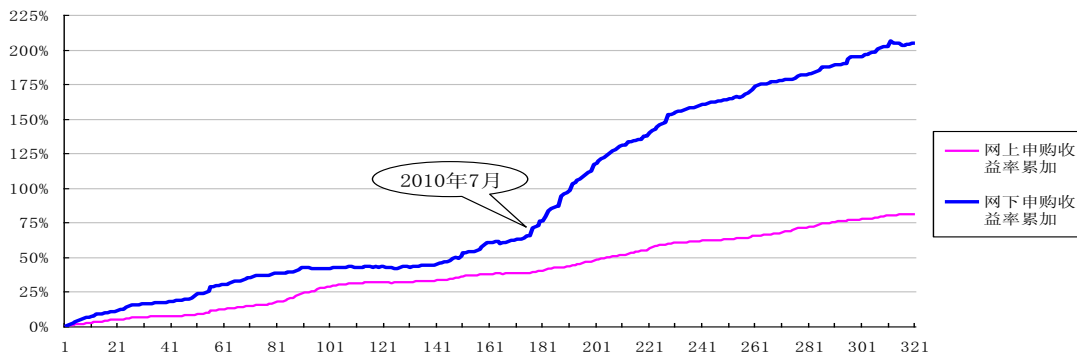
图表 11 新股网下申购平均收益率

项目	深交所网上申购	上交所网上申购	深交所网下申购	上交所网下申购
2010 年	0.2527%	0.4023%	0.6372%	1.3315%
2011 年前 10 个月	0.1772%	-0.0309%	1.1082%	0.6457%

资料来源：Wind，华创证券研究所

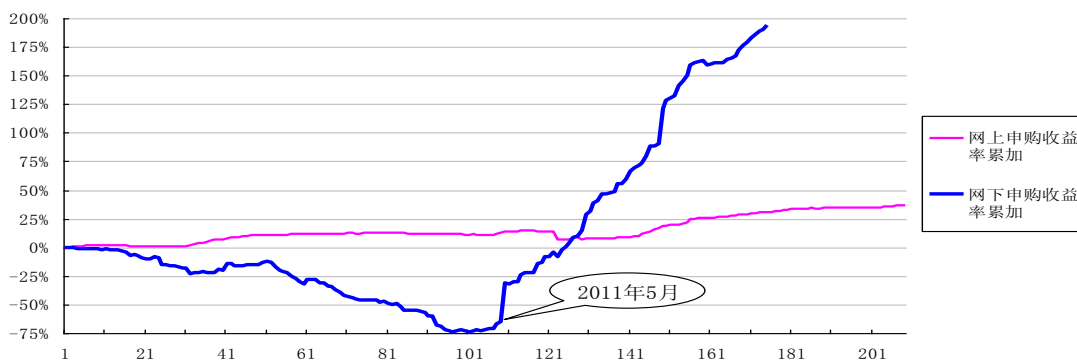
图表 12-15 统计了 2010 年、2011 年 1-10 月沪深交易所 IPO 新股收益率的累加。这些图表仅用于展示按时间序列申购全部新股的累计收益效果，对于一定规模的资金，不直接代表资金收益率。从图中多个收益率拐点看，时机选择对新股申购显得尤其重要。

图表 12 2010 年深交所 IPO 新股收益率累加



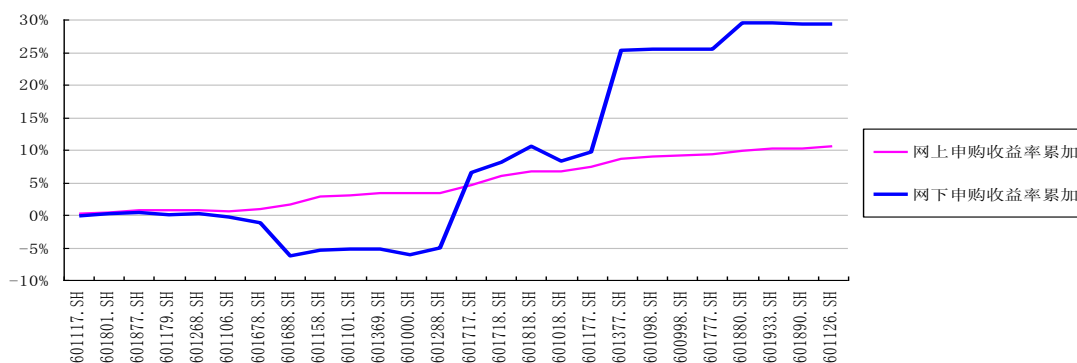
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 13 2011 年深交所 IPO 新股收益率累加



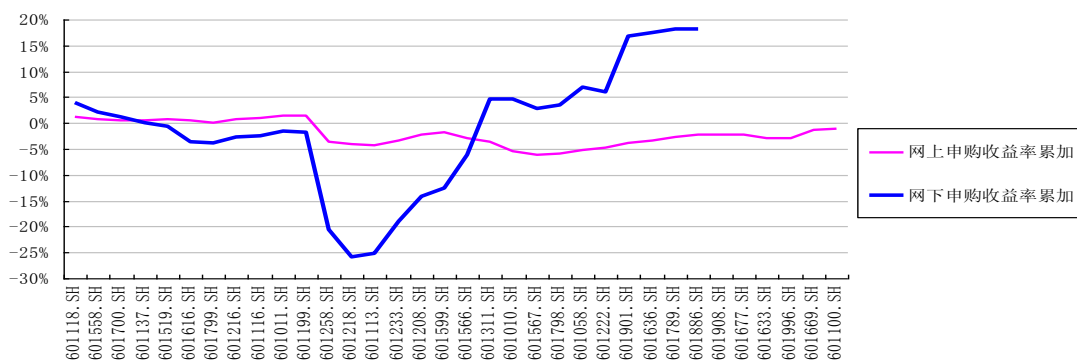
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 14 2010 年上交所 IPO 新股收益率累加



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 15 2011 年上交所 IPO 新股收益率累加



资料来源: Wind, 华创证券研究所

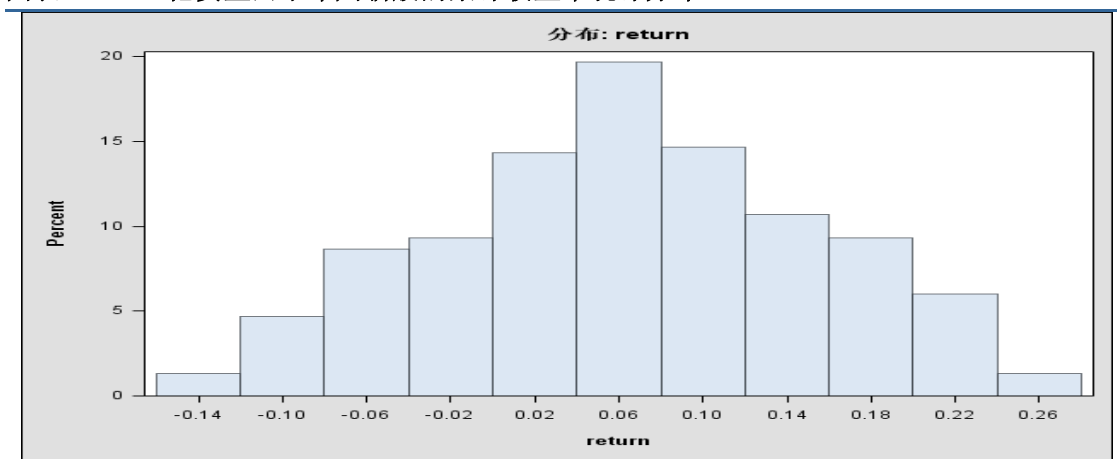
2010 年 11 月起，深交所新股网下申购采用抽签方式，增大了询价机构的风险，目的是促使询价机构认真报价，直接影响是导致了申购收益率波动明显加大。

对于一定规模的资金，新股申购的收益率和资金规模有较大的关系。一般来说，资金规模越大，收益率越低，但是波动率越小，而资金规模越小，收益率越高，但波动性越大。主要原因是资金规模大，在很多申购周期中无法充分利用，资金规模小，会有较多的新股没有资金申购，从而增大其波动性。

用一定规模的初始资金，从 2010 年 11 月以后招股、网下申购已过锁定期（期间约 9 个月）的 246 只新股中，随机抽取 100 个新股，按照这 100 个样本的实际情况依次申购，进行 300 次模拟，得出如下统计结果：初始资金 10 亿元，累计收益率均值 6.43%，标准差 8.88%。初始资金 3 亿元，累计收益率均值 16.05%，标准差 17.44%。从累计收益率统计分布图可以看出，新股申购约有 80% 的机会获得正收益。

但是，无论是单次申购还是持续申购，其波动率都非常大，从而申购新股策略需要进行针对性的选择，不能一刀切。

图表 16 10 亿资金网下申购新股的累计收益率统计分布



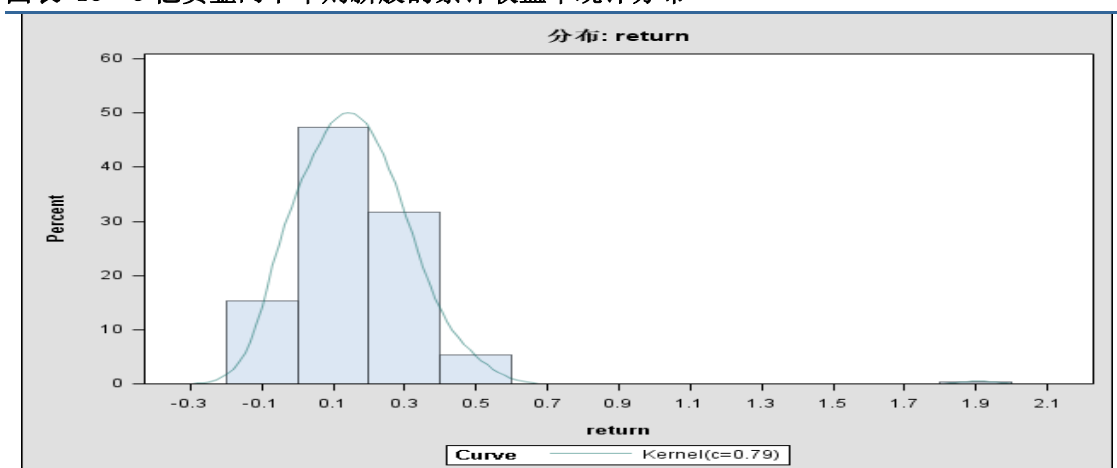
资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 17 10 亿资金网下申购新股的累计收益率统计特征

项目	均值	中位数	标准差	极差	最小值	最大值
数值	6.4266%	6.2065%	8.8750%	39.8420%	-14.1056%	25.7368%

资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 18 3 亿资金网下申购新股的累计收益率统计分布



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 19 3 亿资金网下申购新股的累计收益率统计特征

项目	均值	中位数	标准差	极差	最小值	最大值
数值	16.0456%	14.8767%	17.4420%	207.0810%	-16.4737%	190.6000%

资料来源: Wind, 华创证券研究所

3.2 时机选择是新股申购策略的最重要部分

我们以 IPO 网下申购锁定 3 个月后在 2011 年解禁的全部 284 只股票为样本, 按照解禁时点平均涨幅划分为 5 段, 4 个转折点分别为: 数据 77, 2010 年 12 月 24 日上市; 数据 128, 2011 年 2 月 15 日上市; 数据 146, 2 月 25 日上市; 数据 202, 5 月 5 日上市。

观察以下图表和数据, 可以发现, 今年申购新股有两个黄金时段:

2010 年 4 季度网下申购, 今年 1 季度解禁, 因为 4 季度发行市盈率还在持续走高, 而且今年 1 季度二级市场相对强势 (买的高, 卖的更高);

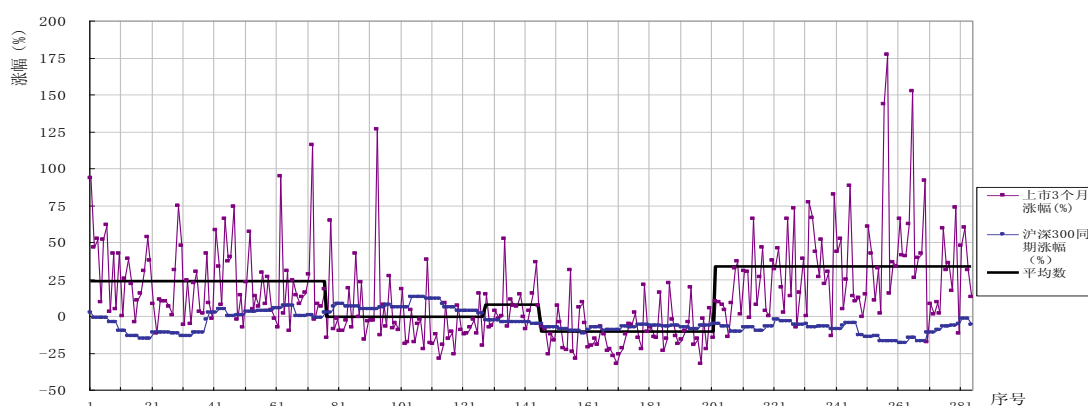
5 月份以来的网下申购, 至今已解禁的 (尚未解禁的结果未知), 因为发行市盈率已经有实质性下降, 抵御了二级市场持续下跌 (卖的底, 但买的更低)。

图表 20 IPO 网下申购 2011 年解禁股市场表现

分段	1	2	3	4	5	合计
样本数	76	51	18	56	83	284
跌破发行价只数	12	38	6	46	8	110
落后沪深 300 只数	9	39	4	38	5	95

资料来源: Wind, 大智慧, 华创证券研究所

图表 21 IPO 网下申购 2011 年上市表现



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 22 沪深 300 指数走势图 (2010 年 10 月以来)



资料来源: 大智慧

而 2—4 月申购新股损失惨重，因为发行市盈率尚在高位，而解禁时二级市场已呈跌势（买的高，卖的低）。

全部样本上市 3 个月解禁时平均涨幅 14.33%，平均跑赢同期沪深 300 指数 18.56 个百分点。在解禁时取得正收益的比例是 61%，跑赢沪深 300 指数的比例是 66%。

如果选择对了时机，在第 1 段和第 5 段积极申购新股，有 87% 的机会在解禁时取得正收益，有 91% 的机会跑赢沪深 300 指数。

3.3 时机选择有迹可循

新股上市涨幅跟随二级市场同向变动，波动幅度更大，而新股发行价比二级市场有半个月到一个月的滞后。此外，新股发行价在以下两个时间段有明显特征：

在 1 月下旬到 2 月底，部分年报审计进度快的 IPO 新股采用了上年度年报数据，而进度慢的仍采用前年年报数据。因新股 IPO 时大多体现为业绩快速增长，用新数据的公司以此计算的发行市盈率会明显低于用前年数据的公司，这既有利于询价定价，在发行公告后也有利于吸引中小投资者参与网上申购。

进入 11 月份，在券商年度策略会次第召开，上市公司年度业绩日渐明朗的大环境下，机构投资者的关注点逐渐从当年业绩转向次年业绩。

具体地说，2011 年 10 月底之前，询价机构主要按照 2011 年预测 EPS 估值并报价，11 月以后逐渐过渡到按照 2012 年预测 EPS 估值报价（假设当前二级市场稳定，对当前发行的多数中小股票而言，询价机构的报价从 2011PE25 倍，变成 2012PE20 倍）。到 2012 年 3 月以后，全面接受 2012 年预测 EPS 报价（询价机构按照 2012PE25 倍报价）。

3.4 时机选择的落脚点是估值

前几年依靠资金量优势，申购所有新股，就能赚取无风险收益的新股申购方式，已经一去不返。市场环境的变化要求询价机构要深入研究公司基本面，合理估值，关注 IPO 新股与二级市场可比公司的合理比价。

参与网下申购的配售对象，在询价阶段就决定了结果。理性的做法是合理报价，既有机会拿到低价优质筹码，又能为 3 个月锁定期找到适当折价。

精选好公司，积极参与，合理报价，主动获取优质筹码。

对质地一般的公司，谨慎报价，根据市场环境有节制地参与。

在二级市场走弱，新股破发潮开始一段时间后，机构投资者的申购热情大幅下降，从而导致无论基本面好坏，新股发行市盈率整体走低。此时，询价机构参与网下申购的，宜精选个股，积极参与，有机会以较低的价格拿到质地很好的股票，为锁定期寻求足够的安全边际。

进行初步询价报价时，不要为入围而故意提高报价，需要防范主承销商通过降低入围比例的方式抬高发行价，从而使自身陷入被动。

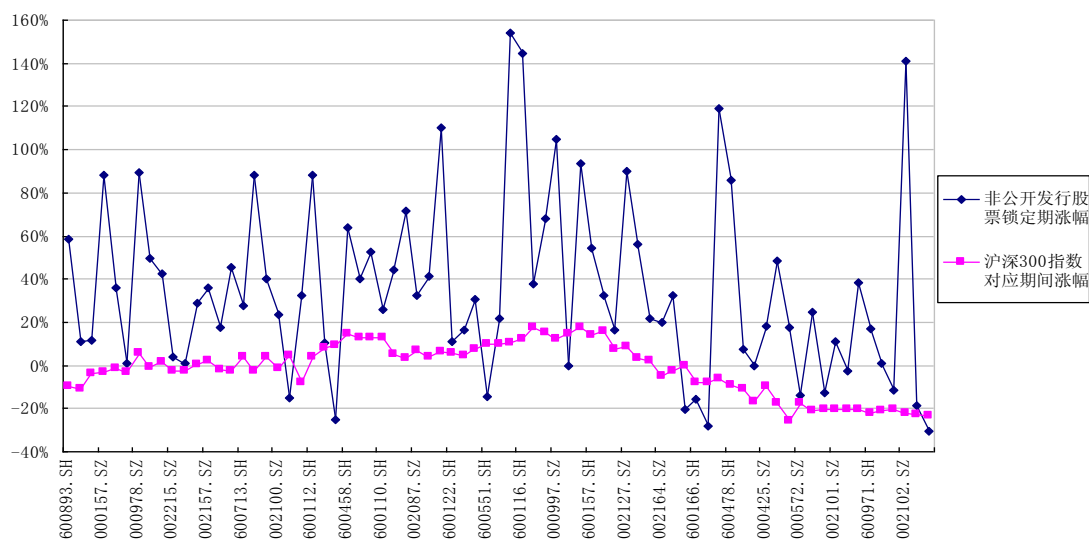
3.5 参与非公开发行更要倚重研究预判

上市公司需要经过董事会预案、股东大会通过、发审委批准、证监会审核通过、增发实施 5 个步骤，才能完成一次非公开发行融资。这些步骤中，会出现各种事件套利机会。投资者参与了非公开发行，还需要锁定 12 个月，解禁后卖出才能实现收益。

非公开发行限定发行对象不超过 10 名，因此，参与非公开发行的资金门槛较高。投资者锁定期 12 个月，2011 年解禁的非公开发行股票，目前有 75 家。我们主要以这 75 只股票为样本，分析认购非公开发行股票的机会所在。

考虑解禁后迅速变现的冲击成本，一般来说，浮盈 10%会有比较好的安全边际。75 只股票锁定期平均涨幅 35.2%，涨幅超过 10%的股票有 56 只，其中 20 只股票涨幅超过 50%。而这些涨幅是在沪深 300 指数 2010 年下跌 12.51%，2011 年前 10 个月下跌 13.84%的情况下实现的。

图表 23 2011 年解禁的非公开发行股票锁定期表现



资料来源: Wind, 大智慧, 华创证券研究所

这些股票平均跑赢锁定期沪深 300 指数涨幅 36.8%，跑赢 10 个百分点的股票为 57 只，其中 20 只跑赢 50 个百分点以上。如果把握得当，会成为获得超额收益的法宝。

具体分析数据发现，非公开发行股票表现好，主要有三个原因：1、公司质地不差、但未必是投资者公认的好股票；2、发行时折价率高；3、锁定期内实施过高送转股。符合所有条件的公司少之又少，三者居其二，即可重点关注。

投资者如果能接受部分资金锁定 12 个月，该部分资金能够进入非公开发行的门槛，就应该关注非公开发行。我所策略判断 2012 年市场整体重心上移，12 个月锁定期的市场风险大大降低，建议积极参与非公开发行，优先选择参与发行折价率高，有高送转股能力的公司。

新股分析师介绍

赵洪艳：东北财经大学工商管理硕士，先后从事过大型医药集团的质量检验，多个药厂和医药公司项目的投资调研、策划、评估及资产整合、收购兼并工作，证券公司的债券交易和债券研究，具有企业战略发展规划、组织管理体系设计、产业状况分析和研究方面的经验，并具有中高层管理工作经历。2011 年 5 月加入华创，一直从事新股发行、报价和申购等方面的研究工作。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558