

如果未来网下配售比率提高



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国
SAC 执业证书编号: S1000510120006
(021)5010 6020
muqg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

谢志才
(0755)8249 2295
xiezcz@mail.htlhsc.com.cn

李皓舒
(021) 5010 6028
lihaoshu@mail.htlhsc.com.cn

江金凤
(0755) 82492280
jiangjinfeng@mail.htlhsc.com.cn

事件:

根据新浪网引用 21 世纪网的 2012 年 1 月 16 报道,新股发行改革未来可能将网下机构投资者配售比率提高到 20%以上,我们无法确认该事件的真伪,更无法了解事件的进度。但可以假定未来这个事件发生的话,其对于市场的影响。

点评:

该政策如实施,不论从短期还是长期来看,均对市场利好,有助于缓解新股“三高”对市场的冲击,减少市场新股投机氛围,对市场影响正面。该政策的最终影响则取决于政府对网下配售比率水平的新规定及后续新股发行制度改革的政策突破。

1、政策实际效果取决于新制度下对网下配售比率的规定。目前新股发行网下的配售比率基本以市场上限执行,因而政策的实质影响还取决于新政策对网下配售比率的设定。当前新股发行,尤其是发行少于 4 亿股本的公司实际执行的网下配售比率接近政策规定的上限,网下配售提升的空间依赖于政策新设定上限的水平。

2、短期来看,政策推出释放积极信号,将提振低迷的市场情绪。如该政策推行,则表明新一届监管层在着力解决新股发行的问题,重燃市场对新股市场化发行的希望,从而有助于提振市场情绪。

3、长期来看,有助解决新股“三高”,减少新股发行对市场拖累。如网下申购的比率提升,机构获配售的几率将增加,报价将会更为审慎,从而减少新股发行过程中的代理问题。因询价机构报价更为客观,询价区间过高将导致机构不参与询价,在发行失败的风险增加情况下,将倒逼发行人公布询价区间也会更为客观,从而有助于解决新股“三高”的问题。

4、网下配售提高将减少新股上市初期大量卖出对市场的资金冲击。网下机构配售有 3 个月的限售期,且多为长期价值投资者,网下配售比率提高后新股的换手率将降低,对上市资金面的冲击减弱。

目 录

事件:	4
点评: 利好市场, 有利于新股市场化发行	4
总体观点:	4
具体观点:	4
风险提示	7

图表目录

图 1:	发行股份 4 亿以上公司的网上、网下申购比率	4
图 2:	发行股份 4 亿以下公司的网上、网下申购比率	5
图 3:	重启 IPO 后新股发行市盈率持续高于市场估值	5
图 4:	新股上市后 1 年平均超额收益为负	6
图 5:	网下中签率上升显示机构对新股反映冷淡	6
图 6:	新股上市后 1 月换手率异常高.....	7
图 7:	新股上市后 1 年换手率异常高.....	7

事件：

根据新浪网引用 21 世纪网的 2012 年 1 月 16 报道，新股发行改革未来可能将网下机构投资者配售比率提高到 20%以上，我们无法确认该事件的真伪，更无法了解事件的进度。但可以假定未来这个事件发生的话，其对于市场的影响。。

点评：利好市场，有利于新股市场化发行

总体观点：

该政策如实施，不论从短期还是长期来看，均对市场利好，有助于缓解新股“三高”对市场的冲击，减少市场新股投机氛围，对市场影响正面。该政策的最终影响则取决于政府对网下配售比率水平的新规定及后续新股发行制度改革的政策突破。

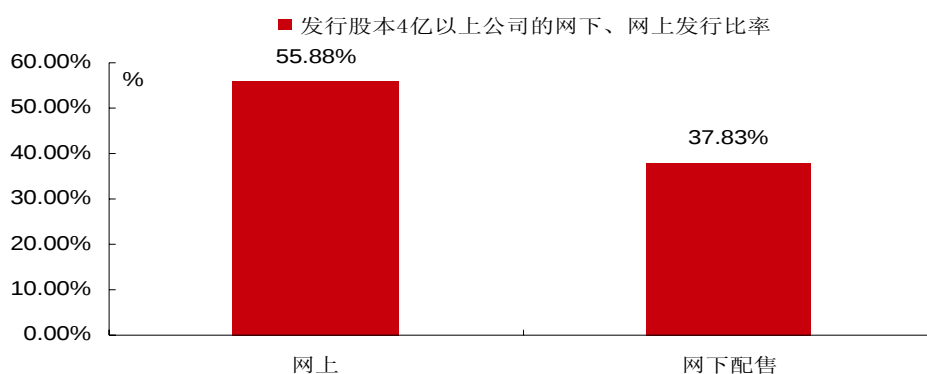
具体观点：

1、政策实际效果取决于新制度下对网下配售比率的规定

根据现行的现行《证券发行与承销管理办法》，发行不少于 4 亿股，配售数量不超过发行量 20%；发行量 4 亿股以上，配售数量不超过向战略投资者配售后剩余发行数量的 50%。

目前新股发行网下的配售比率基本以市场上限执行，因而政策的实质影响还取决于新政策对网下配售比率的设定。2009 年至今，发行超过 4 亿股本公司网下配售比率为 37.83%，发行不超过 4 亿股本公司网下配售比率为 19.95%。新股发行，尤其是发行少于 4 亿股本公司实际执行的网下配售比率接近政策规定的上限，网下配售提升的空间依赖于政策新设定上限的水平。

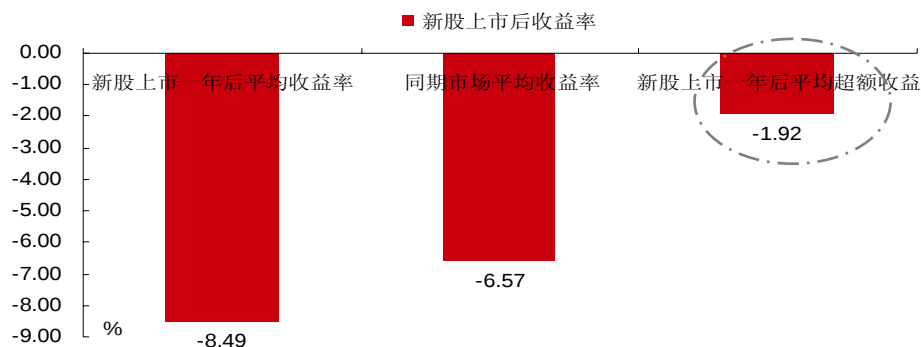
图 1： 发行股份 4 亿以上公司的网上、网下申购比率



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

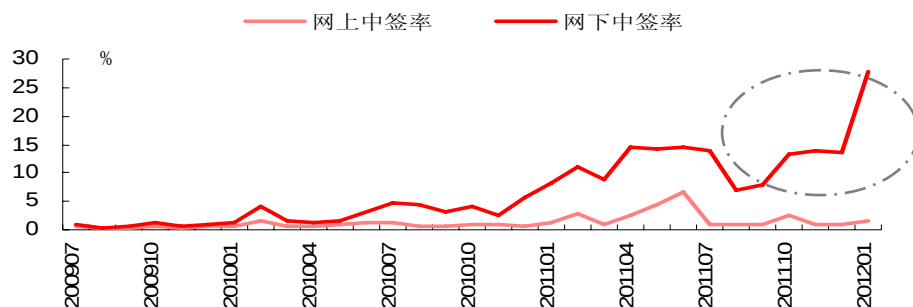
构不参与询价，在发行失败的风险增加情况下，将倒逼发行人公布询价区间也会更为客观，从而有助于解决新股“三高”的问题。

图 4： 新股上市后 1 年平均超额收益为负



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 5： 网下中签率上升显示机构对新股反映冷淡

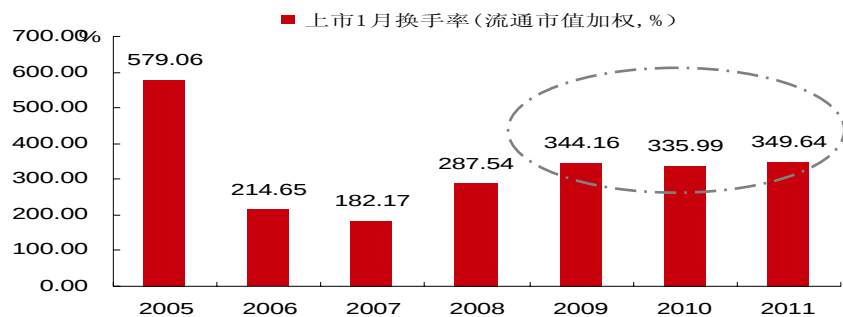


资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

4、网下配售提高将减少新股上市初期大量卖出对市场的资金冲击

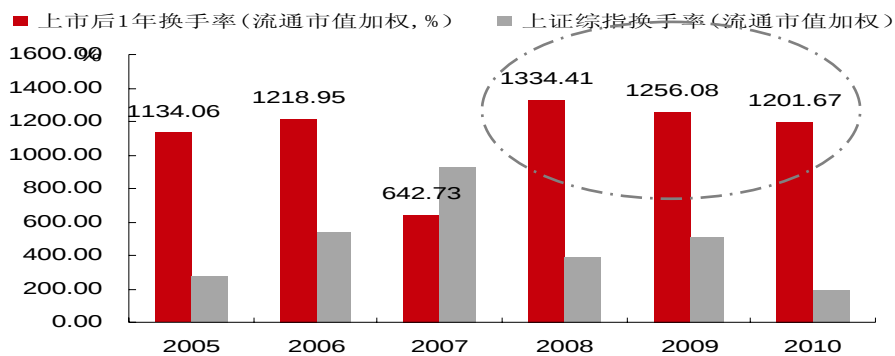
网下比率提高后将导致新股持股结构发生变化，新股上市后换手率异常高的现象将有所改观，对新股上市初期市场资金面的冲击将趋于弱化。近三年，新股上市后 1 月的平均换手率达 350% 左右，几为市场全年换手率。由于网下机构配售有 3 个月的限售期，且多为长期价值投资者，网下配售比率提高后新股的换手率将降低，对上市资金面的冲击减弱。

图 6： 新股上市后 1 月换手率异常高



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 7： 新股上市后 1 年换手率异常高



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

风险提示

政策尚未推出；网下配售比率的具体规定尚不明晰。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。