

IPO 重启在即，审视新政下基金“打新”的挑战

■ 主要内容

■ 实战：在年初第一轮打新热潮中，参与打新的基金平均持有人收益率与新股涨幅相差甚远。在年初 IPO 重启后首轮新股发行中，48 只新股首日平均涨幅高达 42.75%，持有至 2 月底新股热潮尾期，新股平均自发行价起始上涨了 86%。获得网下配售的 190 只基金平均首日收益率仅 0.75% 左右，假设基金均持有新股至 2014 年 2 月底，继续分享新股后市上涨收益，基金平均新股收益率为 1.51%。算上动辄 1.5% 的申购费率、最高可达 1.5% 的短期赎回费率，如果试图短线进出套利无疑很高的概率会“入不敷出”。

■ 再审视：2014 年 3 月 21 日，证监会发布完善新股发行改革的系列新政，如若实施对公募基金参与“打新”的门槛、配售几率、报价单位有进一步的影响。比较重要的几点有：

- (1) 对“几乎全部资产打新”的做法有约束。
- (2) 增加网下向网上回拨的档位，在极端情况下基金打新配售比例将大幅下降。
- (3) 以机构为单位、只能有一个报价，将使基金公司利用多个产品梯队报价增加入围概率的做法失效。基金公司新股定价能力将更起决定性作用。
- (4) 公募基金在配售中的利益地位得到相对保障。

■ 展望：IPO 重启在即，关注整体打新能力强的基金公司，重点考虑规模和风险因素，部分积极参与“打新”的保本基金值得关注。此外，在后市不明朗、新股上市高期望与高压并存的情况下，基金本身的风险水平和是否具有丰富的股市投资经验，将是想通过基金参与“打新”的投资者需要重视的。

Do 李颖
执业证书编号：S0870512110001
✉ 021-53519888-1989
liying@shzq.com

日期：2014 年 5 月 6 日

报告编号：

相关报告：

IPO 重启的脚步越走越近。在暂停 18 个月后，证监会 4 月 30 日召开 IPO 发审会。自 4 月 18 日首批 28 家拟发行企业在证监会全新信息平台进行预披露开始，截至 5 月 5 日晚共计 241 家企业披露招股说明书。在 IPO 重启日益临近的预期下，关注“打新”（即参与新股申购）的投资者跃跃欲试，甚至银行等渠道开始重推有利“打新”的基金，部分新成立的基金将“打新”作为暗示的宣传卖点。新政下，基金“打新”面临怎样新的挑战 and 机会，投资者应如何理性看待基金“打新”的收益，针对后市机会如何把握？

一、实战：IPO 重启后首轮“打新”基金整体收益一般

在年初第一轮打新热潮中，参与打新的基金平均持有人收益率与新股涨幅相差甚远，其中的巨大差距需要投资者认清。

重启后首轮上市新股上涨的幅度的确引人侧目。在年初 IPO 重启后首轮新股发行中，48 只新股首日平均涨幅高达 42.75%。持有至 2 月底新股热潮尾期，新股平均自发行价起始上涨了 86%（以月末平均成交价计算）。

获得网下配售的基金“打新”收益整体一般。获得网下配售的 190 只基金平均首日收益率仅 0.75% 左右（以新股首日平均价抛售获利相对基金 2013 年底净资产贡献率）。假设基金均持有新股至 2014 年 2 月底，继续分享新股后市上涨收益，基金平均新股收益率为 1.51%。

据估测，中签新股首日涨幅对净资产贡献率 2 个百分点以上收益的基金仅 19 只，80% 以上获配新股的基金收益率在 1 个百分点以下。若计算基金持有中签新股至 2 月底，规模较年初不变的基础上，估测新股份额对基金净资产贡献的收益率相对更高，但收益率在 2% 以上的仍不过 36 只。意味着基金继续持有新股、承担二级市场交易风险之后，仍有 80% 以上获配新股的基金新股收益率不超过 2%。

可以看到，无论是新股首日收益率，还是持有享受新股继续上涨阶段的收益率，基金“打新”整体收益水平都是与新股涨幅无法比拟的。甚至，近一个月的“打新”热潮中，获配基金平均收益率与期间债市上涨幅度差异不大，中证全债指数 1 月 17 日至 2 月 28 日上涨幅度为 2.4%。

新股个股巨大的涨幅和基金总体微弱的收益率形成鲜明对比，背后显示的是基金总体获得配售的份额有限，以及基金整体资产规模对“打新收益”的摊薄效应。可见，基金“打新”对大部分基金而言均是略有增收的“副业”。据统计，大多数基金获得配售所有新股资产仅占基金净资产 2% 以下，即便新股持有期股价翻倍，基金持有人收益也不过增长 2 个百分点。算上动辄 1.5% 的申购费率、最高可达 1.5% 的短期赎回费率，如果试图短线进出套利无疑很高的概率会“入不敷出”。

二、审视：IPO 新政对基金“打新”的新挑战

1、年初首轮 IPO 重启前的打新规则

历史上证监会数次对 IPO 政策调整完善，其中部分调整对基金“打新”有较直接的影响，逐步形成今年年初首轮 IPO 重启中的基金“打新”规则。

（1）2012 年 5 月《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，确定了网下配售股份三个月锁定期取消。此举大幅度缩减基金申购新股的时间风险，让基金可以在首日锁定收益和风险。

(2) 2012 年年中《关于首次公开发行股票询价对象及配售对象备案工作有关事项的通知》，明确一级债基被取消新股配售资格。而此前一级债基往往将“打新”作为提升收益的重要业务，并因此而常常持有相当比例的股票资产。新规之后，大多数一级债券型基金回归债券投资的本源，股票资产的持有比例显著降低。

(3) 2013 年底，暂停一年多的 IPO 重启之前，证监会发布《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，在配售政策等方面对基金有一定的利好，对基金新股研究能力也提出了更高的要求，影响尤其重大。

主要有：

网下配售的股票至少 40% 优先向公募基金和社保基金配售，公募基金中签优势强化；

剔除申购总量中报价最高部分的规定（剔除量不低于申购总量 10%）。对基金的新股定价研究能力提出了更高的要求，报价能力较强才能够获得配售；

限制高价发行，资质较好的股票可能出现发行后连续上涨，要求对股票研究能力和承受风险的能力更强；

引入战略投资者机制，但持有期限不低于 12 个月。此举相对更有利于股票型基金获得配售资格，因与债基相比，其可以持股票的比例和时长的操作空间更大。

上述系列新政后，参与“打新”的基金限制在股票型、灵活配置混合型、二级债基金和部分保本基金。公募基金在网下配售中相对被重视的地位，无锁定期等，也使得基金公司踊跃参与“打新”，重视“打新”的灵活配置型基金的发售数量明显有所增加。

2、新政再完善，基金“打新”难度加大

2014 年 3 月 21 日，证监会发布完善新股发行改革的系列新政，如若实施对公募基金参与“打新”的门槛、配售几率、报价单位有进一步的影响。比较重要的几点有：

(1) 对“几乎全部资产打新”的做法有约束。

政策进一步规范了网下询价和定价行为，规定网下投资者应当持有一定金额的非限售股份。虽然对于大部分基金而言不难做到，但对于部分规模很小的债券基金或低仓位灵活配置基金或有一定影响，对打新基金宣传的“几乎全部资产打新”也是一种约束。

(2) 增加网下向网上回拨的档位，在极端情况下基金打新配售比例将大幅下降。

政策在原有档位基础上，新增对规定对网上有效认购倍数超过 150 倍的，要求网下保留数量不超过本次公开发行的 10%，其余全部回拨网上。如果触发这样的档位调整，即便公募基金至少获得 40% 网下配售比例，获配比例可能低至 4%。而此前最高触发 100 倍档时，网下向网上回拨的最高比例是 40%。

实际上，发生网下向网上回拨的概率并不低。今年初完成发行并上市的 48 只新股中，有 44 只启动回拨机制，占比 91.67%；18 只回拨比例达到

20%，26只回拨比例达到40%。48只新股实际网上发行量占比平均61.81%，网下发行量占比平均38.19%，网上是网下的1.61倍。

(3) 以机构为单位、只能有一个报价，将使基金公司利用多个产品梯队报价增加入围概率的做法失效。基金公司新股定价能力将更起决定性作用。

此前网下询价中，许多基金公司出动旗下多只产品踊跃参与同一新股询价，增加入围比例，效果也较好。如新股友邦吊顶公司，中邮基金公司有5只基金参与询价，最终中邮战略新兴产业基金获得配售。

而新政要求网下非个人投资者应当以机构为单位进行报价，且只能有一个报价。此规定实施后，将使基金公司利用多个产品梯队报价提高中签率的做法失效。最终基金公司新股定价能力可能对能否获配有“一锤定音”的影响。

(4) 公募基金在配售中的利益得到相对保障。

最新规定网下配售中，公募基金、社保基金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。这使得公募基金作为公众投资机会的获配利益得到相对保障。

纵观上述新股发行体制改革的各项政策新规，总体上对公募基金群体参与“打新”是有促有抑的，促的是公众投资机构的相对机会保障，抑的是无视风险的“炒新”之举。

三、展望：IPO 重启在即，关注整体打新能力强的基金公司，重点考虑规模和风险因素，部分保本基金值得关注

新政对基金公司整体的研究能力提出了更高要求，具有较强新股研究能力的基金管理人可能更大概率获利，投资者可以参考过往历史上成功获配概率较高的基金管理人。新政在给予了公募基金更多配售倾向之外，更对基金公司报价单位有新要求。以及对新股上涨幅度有一定限制后，部分优质新股后续持续上涨空间可能也很大，如至今年一季度末有7只新股平均上涨幅度超过50%，优于首日平均涨幅。这些都对基金公司管理人的新股定价和研究能力提出了更高要求。参考年初首轮IPO中，有6家基金公司参与获配新股数最多，分别为兴业全球基金、诺安、景顺长城、中邮、易方达、国联安，分别获配数量为6412万股、1931万股、1883万股、1724万股、1513万股、1321万股。

获得配售的公告之后，新申购资金涌入，新股收益进一步摊薄的影响可能较大，投资“打新”基金前应注意基金规模的变化。如中签7只新股的德盛安心成长基金，尽管在打新前暂停大额申购、转入，基金规模依然从年底规模不过7亿元增长至季末20亿元以上。按年底规模测算，国联安德盛安心成长基金持有新股首日收益率13%，新股持有至2月底收益率估值为18.54%，而实际基金期间(1月17日至2月28日)净值增长率仅5.96%。而基金年底与一季度末的股票仓位配置均很低，原有仓位风险冲击不大，此间规模扩张或对期间收益率的影响不小。其他部分获配新股表现较好的较低风险类基金，也不同程度的出现了规模的扩张，如天弘安康养老基金、景顺长城策略精选灵活配置型基金、中欧成长优选灵活配置型基金等。

专职“打新”愿望很好，“专职”打新基金现实收益有限。作为曾经是国内第一只标榜“专职打新”的国泰民益灵活配置基金，在首轮打新中仅获得2只股票的配售。在这波新股发行期间（2014-1-17至2014-2-19）基金净值上涨1.8%，最终一季度净值上涨1.7%。后续新政挑战下，新晋成立的灵活配置型“打新”基金的“打新”能力和运气如何，还有待考验。

比起备受瞩目的灵活配置型基金“打新”，部分保本混合型基金的“打新”潜力值得关注。如诺安保本混合型、国泰金鹿保本混合型等保本型基金，具有低股票仓位、规模较小的特点，本身产品承担的二级市场风险相对较小。同时相比新成立的“打新”灵活配置型基金具有更丰富的股票投资管理经验。这些保本基金在今年年初的“打新”盛宴中亦取得了较好的收益，目前还未有受到太多的关注，规模仍保持在较低水平。

此外，在后市不明朗、新股上市高期望与高压力并存的情况下，基金本身的风险水平和是否具有丰富的股市投资经验，将是想通过基金参与“打新”的投资者需要重视的。

分析师承诺

分析师 李颖

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格，是具备协会会员资格的基金评价机构。

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。业绩表现数据仅代表过去的表现，不保证未来结果。投资收益和本金将随市场波动，当出售证券资产时可能发生损益。当前的表现可能会高于或低于那时引用的数据。

本报告版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如遵循原文本意地引用、刊发，需注明出处为“上海证券基金评价研究中心”。

上海证券基金评级定义

类别	分级及定义	
综合评级	★最低	★★★★★最高
选证评级	★最低	★★★★★最高
择时评级	★最低	★★★★★最高
夏普比率	★最低	★★★★★最高