



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

2017年投资策略研讨会

证券研究报告 2016年11月22日

网下降上限成主流，超报类打新收益继续下滑

中小盘新股2017年投资策略

姓名：孙金钜（分析师）

邮箱：sunjinju008191@gtjas.com

电话：021-38674757

证书编号：S0880512080014

姓名：王政之（研究助理）

邮箱：wangzhengzhi@gtjas.com

电话：021-38674944

证书编号：S0880115060007

1、近期新股市场回顾，制度性红利丰厚，参与者迅速增加

- 2016年以来新股发行超过180家，募资金额超过1200亿。新规则带来了网下打新投资者的大规模扩容，目前备案数量已经超过3万个，目前平均每只新股参与的配售对象约4000个（底仓门槛已经提升到不低于3000万），ABC类中签率下滑到万分之0.7、0.5和0.3附近。
- 受到不同监管政策影响，收益差距巨大，无监管类的最高峰年化收益超过50%，近期下滑到10%，有监管类（申购不能超过总资产或现金总额）的打新增强收益只有1%~3%，不同监管规则引发了巨大争议。

2、为遏制超报打新的高企收益率，承销商网下降申购上限成为主流选择

- 随着监管开始关注超报打新套利模式，不少承销商也选择了人为降低网下申购上限的模式，目前普遍做法是设置成正常网下申购上限的10%~50%不等，即通过控制单只新股上限申购规模从0.5~3亿元之间不等，从而降低超报打新的收益率。
- 承销商继续提升打新市值门槛：目前底仓门槛已从今年年初的沪深各1000万上提到不低于3000万，也有投行设定了5000万的单市场申购门槛，不排除有更多承销商跟风提高门槛，底仓的提高，也将进一步降低打新市场的无风险收益。

3、2017年新股市场展望，发行提速，利好小型A类账户

- 预期发行节奏将提升到网下300家甚至更多，主要仍以募资金额低于5亿的个股为主，全年预期募资金额在2000亿附近，未来新股市场收益将更多倾斜于股票账户，即一级市场打新收益将有二级市场股票持有者获得，测算小型股票型A类账户（2~5亿）的增强收益或有5%~10%。

4、次新股受益标的

- 建艺集团、苏奥传感、微光股份、新易盛、三棵树、陇神戎发、苏州设计、海顺新材

01

2016年打新制度红利丰厚

02

网下申购降上限，降低超报打新收益

03

2017年新股市场展望

04

次新股受益标的

01

2016年打新制度红利丰厚

02

网下申购降上限，降低超报打新收益

03

2017年新股市场展望

04

次新股受益标的

2015年底新股重启，取消预缴款制度，大量申购者涌入

2015年11月6日，证监会重启新股发行

新增内容

新政影响

取消预缴款制度

- 网下打新不再需要准备好现金申购，打新基金维持超大规模（单只基金百亿以上）失去意义，最优规模将至20亿之内。
- 网上打新也不需要准备大量现金，最优市值规模在沪深各20-30万之间。

部分直接定价发行

- 2014年重启以来，发行规模低于2000万以下的个股占到了全部发行家数的1/3，意味着网下机构打新将有1/3失去询价资格。
- 截止2016年11月9日，已发新股186只，网下直接可参与115家，约2/3。

市值要求

- 网上采用市值配售，网下采取有市值门槛配售，但2016年8月以来大部分券商将门槛提升到单市场不低于3000万，甚至有承销商提升门槛到5000万，未来如果更多券商跟随则提升打新成本，降低超报类打新年化收益。

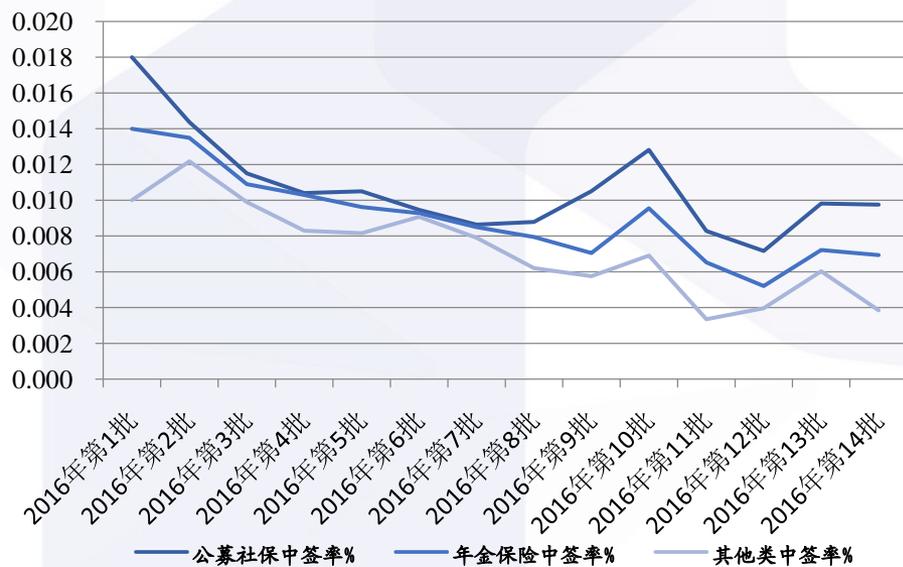
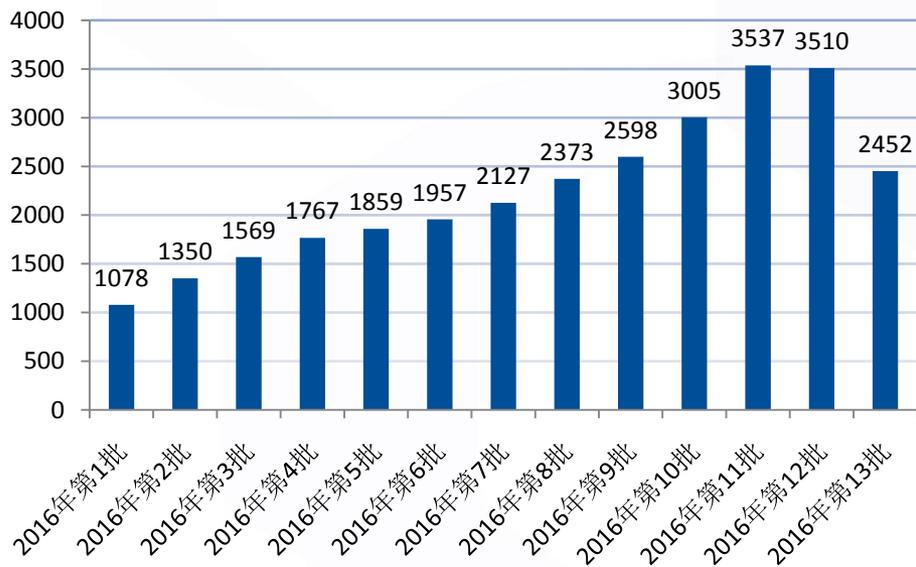
剔除机制

- 剔除规则也改变了原先强制需要剔除10%，变成了最高申报价格等于最终发行价格时候，剔除比例可以少于10%。
- 老股发行或者存在进位超募问题时候，仍有30%左右的投资者报价不准确，带来较高剔除率。

资料来源：Wind、国泰君安证券研究

受无风险收益吸引，配售对象数量节节攀升，中签率下滑

由于AB类存在优先配售，并且C类的持续大量涌入导致中签率下滑明显，虽然承销商已经将门槛提高至沪深不低于3000万的市值要求，但仍有新增玩家加入。根据前一批已经披露的中签率情况来看，参与的配售对象达到5344家，创出历史新高，ABC三类投资者分别降到万分之0.7、0.5和0.3，考虑到A类优先配售从40%提高到50%甚至更高，预期2017年A类中签率有望上浮25%到万分之0.85以上，而C类中签率将随着参与人数增加而下滑。



资料来源：网下配售结果公告，国泰君安证券研究

2016打新制度性收益可观

网下打新绝对收益可观，但年化收益受政策监管影响差异巨大

收益计算：每只新股均按上限申购，采用开板即卖出策略，采用开板日均价*满格申购后的配售股数计算收益，未考虑老股转让预期全年打新绝对收益在1000~2000万元。

收益超预期：发行节奏从7月提速到每月2批30只附近，11月以来发行速度更是提升到一周一批。

注：由于第14批到18批新股尚未上市或者完全开板，暂时不计入收益统计。

打新绝对收益统计表

	A中签收益 万元	B中签收益 万元	C中签收益 万元	深市A中签 收益 万元	深市B中签 收益 万元	深市C中签 收益 万元	沪市A中签 收益 万元	沪市B中签 收益 万元	沪市C中签 收益 万元
2016年第一批	76.22	58.55	44.16	12.09	8.29	4.84	64.13	50.26	39.31
2016年第二批	63.65	60.59	55.68	26.51	23.73	20.05	37.14	36.85	35.63
2016年第三批	85.25	80.64	71.31	62.32	58.04	49.92	22.93	22.59	21.38
2016年第四批	38.23	37.15	32.89	14.91	13.96	12.47	23.31	23.19	20.42
2016年第五批	44.23	40.23	32.83	19.75	16.55	12.65	24.49	23.68	20.17
2016年第六批	79.41	72.92	71.15	47.17	45.04	44.04	32.24	27.88	27.11
2016年第七批	170.01	164.93	157.30	52.13	51.77	50.68	117.88	113.16	106.62
2016年第八批	105.07	93.39	64.88	38.10	35.12	22.82	66.97	58.27	42.06
2016年第九批	142.74	70.88	50.52	19.61	18.51	17.43	123.14	52.37	33.10
2016年第十批	227.99	128.98	92.27	52.03	48.85	28.43	175.97	80.13	63.84
2016年第十一批	181.57	127.20	66.97	44.16	42.83	17.39	137.41	84.38	49.58
2016年第十二批	40.29	27.71	20.86	17.81	14.26	10.34	22.49	13.45	10.52
2016年第十三批	145.95	93.90	81.17	35.67	27.51	24.70	110.28	66.39	56.47
合计 万元	1400.61	1057.09	841.98	442.25	404.48	315.76	958.36	652.61	526.22
平均每只新股 万元	15.06	11.37	9.05	10.28	9.41	7.34	19.17	13.05	10.52

资料来源：Wind、国泰君安证券研究

01

2016年打新制度红利丰厚

02

网下申购降上限，降低超报打新收益

03

2017年新股市场展望

04

次新股投资建议

网下打新绝对收益可观，但年化收益受政策监管影响差异巨大

不同监管带来不同年化收益的根源：**超报？VS 不能超报？**

公募基金、公募专户和券商集合均有申购不能超过总资产或者现金总额要求

相关规定：

领域	政策文件	内容
券商资管	证券公司集合资产管理业务实施细则	集合计划申购新股，可以不设申购上限，但是申报的金额不得超过集合计划的现金总额，申报的数量不得超过拟发行股票公司本次发行股票的总量。
基金资管	公开募集证券投资基金运作管理办法	基金管理人运用基金财产进行证券投资，不得有下列情形： 基金财产参与股票发行申购，单只基金所申报的金额超过该基金的总资产，单只基金所申报的股票数量超过拟发行股票公司本次发行股票的总量。
	基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法	参与股票发行申购时，单个投资组合所申报的金额不得超过该投资组合的总资产，单个投资组合所申报的股票数量不得超过拟发行股票公司本次发行股票的总量。

对于有监管的三类投资者：今年年初以来到10月份，准备5亿规模才可打满约75%的个股，准备10亿规模大约可打满90%个股，对于10亿的规范申报规模，**1000万~2000万的增强收益率在2%附近**。未来单只网下申购上限降低到2亿附近，发行速度翻倍，利好A类账户。

没有监管的其他机构和个人：只需准备好市值底仓（沪深不低于各3000万）即可获得全年无风险的1000万收益，**年化收益大约在10%~15%**（在上半年底仓要求只有2000万的时候，这个无风险收益率超过50%）。

资料来源：东方财富、国泰君安证券研究

网下打新绝对收益可观，监管、底仓和杠杆风险随之增加

监管风险

修改政策监管条款呼声不绝于耳：全年收益2~4%的年化收益和10~50%收益之间是巨大的利益分配鸿沟，在利益驱动下甚至有部分产品不惜违规打新，引发市场关注。

底仓风险

随着承销商不断的提高门槛，甚至提高到单市场5000万，底仓成为打新客户的最大风险点，目前主要策略有期指对冲（成本和标的匹配度的冲突）、融券对冲（灵活但是成本高）和收益互换（场外匹配难度高），具有量化经验的团队相对占优。

杠杆风险

规避了超报限制，多家打新产品采用了套打模式，需要建两次底仓，也存在更高的杠杆风险。

风险点

网下降低申购上限成为主流，整体政策偏向小型A类账户

窗口
指导

承销商限制网下申购上限+提高市值门槛：超报的争议也引发了监管侧的关注，越来越多的承销商也选择了人为降低网下申购上限的模式+提高市值门槛（单市场不少于3000万，甚至5000万）。目前普遍做法是设置成正常网下申购上限的10%~50%不等，即通过控制单只新股上限申购规模在0.5~2亿元之间，从而降低超报类机构和个人的打新收益率。

政策
影响

比起直接禁止超报的政策监管，这种模式相对温和，更易被市场消化：控制网下申报上限一方面使得大量的BC类超报账户无法发挥可以超报的优势，降低超报的无风险收益率，另一方面使得A类中的大型基金没法发挥规模优势（底仓门槛上提后的规模普遍在10~20亿）。

未来打新只能做为辅助策略，而非主要套利手段：我们认为政策导向是为了变相限制超报和将股票市场一级收益分配给股票市场二级参与方的考虑，符合谁承担风险谁获利原则，未来2~5亿的小型账户（尤其是A类公募社保）将成为收益赢家。

01

2016年打新制度红利丰厚

02

网下申购降上限，降低超报打新收益

03

2017年新股市场展望

04

次新股投资建议

2017年新股将加快发行，有利小型股票账户增强收益

历史上新股募资金额高峰期在2010年，募资规模超过4800亿。从2014年新股重启以来，单只新股基本控制在5~7亿元，与2009~12年差异较大，主要是由于2014年以来坚持23倍定价发行，严格限制超募，留给二级平均涨幅300%以上，预期单只新股收益在5~15万元。

2009~2016年IPO市场统计

年份	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	平均单只金额(亿元)
2009	110	1883	17.1
2010	346	4886	14.1
2011	276	2705	9.8
2012	150	995	6.6
2013	0	0	0.0
2014	125	669	5.4
2015	224	1578	7.0
2016	186	1267	6.8

2017年新股市场展望

1 网下发行有望超过300家

- 如果发行节奏维持每月30~50只，全年发行400~500只，网下新股发行有望超过300家（剔除直接定价个股）。

2 募资金额有望超过2000亿

- 预期未来单只个股募资规模小于5亿元仍是主流，如果全年发行400~500家，则募资金额可超2000亿。

3 2~5亿的A类账户增强收益或超预期

- 采取限制网下申购上限模式解决超报带来的监管争议，同时降低打新无风险收益。未来新股市场收益将更多倾斜于股票账户，测算小型A类账户（2~5亿）的增强收益有5%~10%，对应打新基金（10~20亿）增强收益在2%~4%。

4 门槛继续提升，抬高打新成本

- 如果更多承销机构将门槛提升到5000万，则打新的底仓波动风险提高明显，目前市场上存量300~400只的打新基金，需要通过提高总规模来降低底仓占比，建议规模10亿以上（此时底仓占比小于6%）。

01

2016年打新制度红利丰厚

02

网下申购降上限，降低超报打新收益

03

2017年新股市场展望

04

次新股受益标的

新兴
产业

积极资本
运作

入市资金
增量

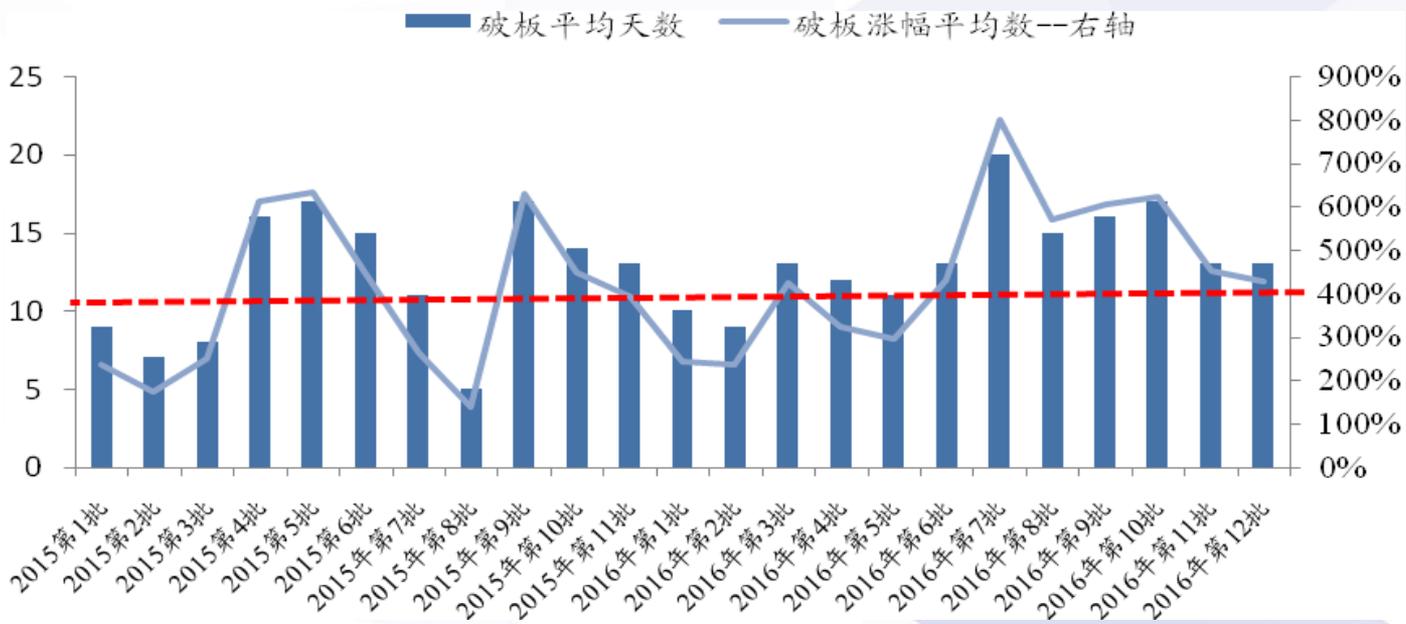
大行业
小市值

重视次新股的投资机会

低价发行下带来二级市场炒作，次新股如何投资？

坚持低价发行：2015年11月13日证监会新闻发言人张晓军表示，新股发行都应该坚持低价持续发行原则，定价依然会有窗口指导，主要为了解决以前市场化定价下产生的三高问题。

但是低价（23倍定价发行）带来了上市之后的爆炒，目前新股上市后普遍涨幅接近400%，远超行业市盈率，此时的次新股投资该如何把握？



资料来源：国泰君安证券研究



上市初期往往遭到爆炒
低价发行带来的筹码效应——涨停板现象
脱离行业基本面和同业可比市盈率，估值相对失效。

开板时间跟随大盘走势，呈现强贝塔特征
次新股走势和二级市场情绪高度相关，弹性强于主板甚至是创业板，流通市值小，走势往往具有暴涨暴跌特征。

第一次介入时点：开板过早或开板市值较小
新股开板时市值低于40~50亿或低于5个板就开板（银行等大盘新股除外），此时往往有第一波行情，多为顶级游资主导。

第二次介入时点：上市初期最高点跌幅在30%附近+盘整1~3个月
上市初期涨幅过高的新股，一旦行情走弱，跌幅将超过30%，若在此位置盘整1~3月附近介入，相对能把握住第二波行情。

次新股受益标的

- 从历史上来看，新兴行业、无可比公司的新股长期来看最受投资者青睐，如果新股本身的市值偏小（50亿以下），则弹性更加突出。我们筛选的标的也是根据新兴行业+小市值公司这样两个主要标准，并且优先上市接近一年，每股资本公积和未分配利润较高的公司，在2016年上市的每批中挑选了以下受益标的。
- 建艺集团、苏奥传感、微光股份、新易盛、三棵树、陇神戎发、苏州设计、海顺新材。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

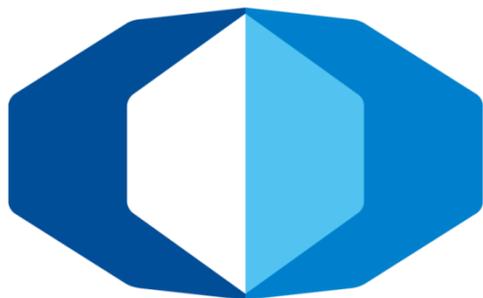
本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

诚信 亲和 专业 创新



国泰君安证券

GUOTAI JUNAN SECURITIES