

固定收益研究/深度研究

2020年07月24日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

殷超
联系人 yinchao014790@htsc.com

相关研究

- 1 《固定收益研究：地产周期与企业表现》
2020.07
- 2 《固定收益研究：全球放水下的通胀前景》
2020.07
- 3 《固定收益研究：牛市“情”已生，今昔“景”不同》
2020.07

“固收+”打新策略全解析

“固收+”策略专题系列

核心观点

年初以来，纯债收益率一度不断走低，加上下半年股好于债预期的大背景下，越来越多投资者选择拥抱“固收+”策略。在众多的收益增厚方式中，IPO打新策略无疑更稳健，投入产出比也较高。新股上市具备显著的一二级市场价差，在很难破发的情况下，多获配成为策略核心。当然，打新策略的实际收益取决于基金规模，规模与收益成反比。展望下半年，我们预计科创板发行提速、创业板注册制开启的背景下，打新收益预计好于上半年，对5亿规模基金，预计全年收益率13-14.6%；对于15亿规模基金，预计全年收益率也能达到7-10.5%。

打新制度和基本操作流程

A股打新已形成较成熟的流程，一般分为询价、申购、缴款和上市卖出四部分。其中，询价入围是投资者最需注意的环节，存在不确定性，且直接影响最终收益。科创板和创业板注册制相对主板打新在规则上发生了很大变化。主要变化和影响包括：1、科创板去除23倍市盈率的隐形限制且允许超募，市场化询价更贴近合理价位，也更考验定价能力；2、重视机构投资者参与度，除战略配售，回拨率的限制导致科创板网下分配比例显著高于主板；3、市值门槛增加，合格机构投资者减少，进一步提升中签率；4、交易规则改革，上市交易更充分；5、审核效率提升，供给节奏较快。

新股的涨幅特征

新股上市有显著的一二级市场价差，是打新策略的背后核心。一般而言，开板或上市后的短期内，新股抛压较大，因此上市立即卖出或是打新最简单高效策略。至于各板块一二级价差的成因和规律，首先，主板一二级价差来自市盈率发行价限制和新股上市较高的交易情绪；科创板虽然市场化定价，但新股溢价依旧明显，原因依然来自交易行为，首日上市涨幅可达150-200%；相对主板，科创板上市涨幅和股指的关联度更高，和战略配售情况、个股基本面等也相关。在市场化询价下，科创板破发确有发生，但整体概率很低。创业板交易制度借鉴科创板，我们预计上市涨幅特征相似。

新股获配是提升业绩的关键

新股高涨幅特征下，如何提高单只获配量成为增加打新收益的关键。提高获配归根结底是提高中签率。从打新流程来看，影响因素包括：1、询价策略。主板因原则上不得超募且有市盈率限制，发行价可准确推算，平均入围率超过98%；科创板则需参考报价报告，在入围博弈驱使下，目前发行价一般为预期价位下限的60%附近；而关注度高的个股定价研究充分，发行价与预期价位更接近；2、回拨率。因散户参与打新热度高，各个上市板的回拨均按顶格执行；3、顶格申购规模。主板约1亿，科创板约3亿，创业板预计2亿；4、参与账户数。20年以来网下打新机参与度逐渐饱和。

打新基金业绩分析和预测

“固收+”打新策略关键在打新部分多获配+底仓优选，预计下半年打新收益率将更高。打新策略因单股涨幅和获配额的可预测性，能够进行较好的回测和收益预估。从新股理论获配量估计，对5亿规模基金，19年打新业绩增厚5.9%，20H1为3.9%。从筛选出的“固收+”打新基金的实际获配情况看，19年打新增厚约5%-7.5%、20H1约3-4.5%，和理论估算基本一致，部分基金因入围率偏低致收益率偏小。展望20年下半年，科创板预计提速，创业板即将登录，IPO预计显著增加。我们预计，对5亿规模，全年“固收+”打新基金业绩将在13-14.6%区间，而15亿规模将为7-10.5%。

风险提示：打新规则可能发生重大变化；参与群体可能出现变化；二级市场如果超预期波动，可能影响新股涨幅和打新策略；各类假设和实际可能有偏差，导致收益率测算不准确。

正文目录

“固收+”打新策略全解析.....	4
打新制度和基本操作流程.....	4
主板打新的相关规定.....	4
科创板打新的相关规定.....	6
创业板注册制的规定.....	6
打新流程和时间安排.....	7
新股的涨幅特征——打新策略的根本.....	8
新股获配——提高打新贡献的关键.....	11
询价策略解析.....	12
回拨与各类投资者分配比例.....	13
顶格申购规模.....	14
中签率分析和预测.....	15
“固收+”打新基金策略与业绩分析.....	16
打新收益贡献分析.....	17
2020 年下半年打新基金业绩预测——高增厚可期.....	20
IPO 规模预测.....	20
2020 年下半年打新收益展望.....	22
风险提示.....	23
附表：.....	24

图表目录

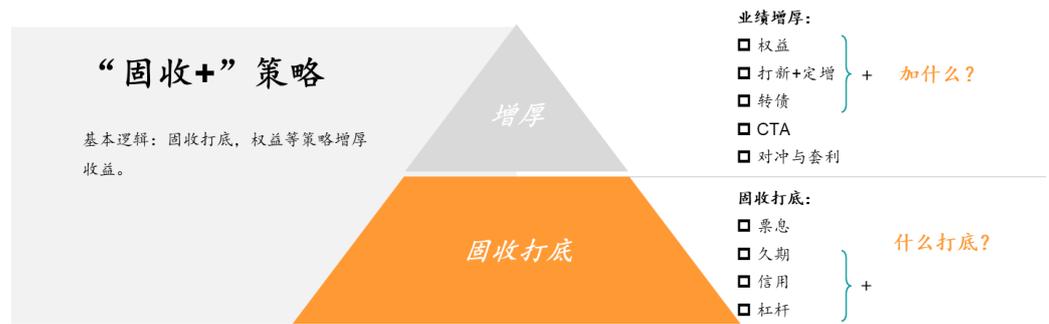
图表 1：“固收”+策略.....	4
图表 2：主板、科创板和创业板三类网下投资者分类差别.....	5
图表 3：主板、科创板、创业板回拨机制示意.....	5
图表 4：三种网下询价定价方式.....	7
图表 5：网下打新流程示意.....	8
图表 6：2018 年后，主板打新开板涨幅中枢趋稳.....	8
图表 7：2018 年后，创业板打新开板涨幅中枢约 200%.....	8
图表 8：主板市盈率价差和股市变动有一定相关性.....	9
图表 9：主板和中小创上市连板数量.....	9
图表 10：18 年后各板块开板市盈率（TTM）中枢稳定.....	9
图表 11：18 年以来，开板和行业平均市盈率（TTM）差中枢稳定.....	9
图表 12：2019 年后，主板新股开板 50 交易日内，价格中枢明显下跌.....	9
图表 13：2019 年后，新股开板和行业市盈率（TTM）差距中枢缩小.....	9
图表 14：科创板上市涨幅存在一定波动.....	10
图表 15：20 年后科创板新股发行市盈率（TTM）多数超过可比行业平均.....	10
图表 16：科创板首日涨幅和科创板（创业板）行情相关度较高.....	10
图表 17：战略配售比例对新股上市涨幅有一定影响.....	10

图表 18: 按二级行业分类, 数量和首日涨幅靠前的细分行业.....	11
图表 19: 按三级行业分类, 数量和首日涨幅靠前的细分行业.....	11
图表 20: 科创板上市破发梳理.....	11
图表 21: 19 年后, 科创板入围价格分位中枢不断降低, 区间缩窄	13
图表 22: 19 年底后, 科创板入围率区间提升至 85-90%范围	13
图表 23: 主板网下回拨比例约 50-60%, 科创板维持在 10%水平	13
图表 24: 回拨后, 主板网下配售占比约 10%, 科创板在 60-70%附近	13
图表 25: 主板网下配售 A 类比例在约 50-60%.....	14
图表 26: 科创板网下配售中, A 类比例显著提高	14
图表 27: 19 年来, 科创板申购上限金额多数少于 3 亿.....	14
图表 28: 19 年来, 主板申购上限金额多数少于 3 亿.....	14
图表 29: 19 年 12 月以来, 科创板网下申购上限显著提升	15
图表 30: 19 年后, 主板网下最大申购金额和募集资金关系相对稳定	15
图表 31: 主板三类网下打新账户数量略有增加后企稳	15
图表 32: 19 年以后, 中签率大致是发行规模的单调函数 (A 类)	15
图表 33: 网下参与户数增加明显降低科创板中签率	16
图表 34: 20 年以来募资规模对科创板网下中签率的影响 (A 类)	16
图表 35: 理论测算三类投资者 2019 年和 2020 上半年主板 (含中小创) 打新收益率增厚 (%)	18
图表 36: 理论测算 A 类投资者 2019 年和 2020 上半年科创板打新收益率增厚 (%)	18
图表 37: “固收+”类基金在打新时获配金额甚至更多 (20 年上半年)	19
图表 38: 19 年“固收+”类基金在获配量方面有优势	19
图表 39: 20 年上半年 5 亿以下规模的偏债打新基金增厚效果最为明显.....	19
图表 40: 5 亿以下规模偏债打新基金业绩走势和股市行情相关度较高.....	19
图表 41: 19 年“固收+”打新基金相对纯债基金业绩增厚效果明显.....	20
图表 42: 5 亿以下规模偏债打新基金业绩走势和股市行情相关度较高.....	20
图表 43: 科创板发行节奏	20
图表 44: 因业绩期和疫情等因素干扰, 科创板审核周期有所延长	20
图表 45: 主板发行节奏.....	21
图表 46: 主板 19 年后申请的全审核周期约 300-350 天.....	21
图表 47: 19 年来主板过审节奏	21
图表 48: 科创板过审节奏.....	21
图表 49: 下半年主板 (中小板) 打新收益率 (%) 预测 (A 类)	22
图表 50: 下半年科创板打新收益率 (%) 预测 (A 类)	23
图表 51: 下半年创业板打新收益率 (%) 预测 (A 类)	23
图表 52: 报告中涉及的个股信息.....	24

“固收+”打新策略全解析

2020年以来，纯债收益率一度不断走低，加上下半年股好于债预期的大背景下，越来越多投资者选择拥抱“固收+”策略。在众多“固收+”的收益增厚方式中，IPO打新策略无疑更稳健，投入产出比也较高。一方面，A股因发行价上限制约、资金参与热度高等原因，新股具备可观的一二级价差，打新有固定收益特征；另一方面，打新所需研究投入较少、受股票市场波动的影响也更小。尤其19年以来，在科创板和创业板注册制等政策红利推动下，IPO市场迎来空前繁荣，打新机会增多，对“固收+”产品的增厚效果十分明显。

图表1：“固收+”策略



资料来源：华泰证券研究所

截至20年上半年，如按债券仓位大于80%（5亿规模以下因底仓门槛约束，按70%债券仓位）、且打新入围率超过70%的标准筛选，“固收+”打新策略基金的规模已超过753亿元，随着下半年创业板注册制开启，预计将有更多投资者采用打新作为“固收+”策略。不过，对很多固收投资者而言，债基不允许参与打新，IPO打新略陌生，流程和规定与转债打新有诸多不同之处。本篇专题，我们将重点从打新制度、操作策略和收益预测等方面对IPO打新策略进行详细阐述。

打新制度和基本操作流程

主板打新的相关规定

A股打新一般分为网上、网下配售。网上面向个人投资者，通过摇号中签方式获配；网下面向机构投资者和财务公司等，通过配售方式获配。打新投资者上市首日即可转手卖出。不过，主板上市首日涨跌幅设置为44%，其后均为10%，因A股新股溢价一般为100%以上，进而出现“连板”现象。因此，实际操作上，投资者往往选择“开板”日再择机卖出。市值要求上，机构投资者仅要求1000万底仓，门槛较低。此外，A股打新在制度方面有如下独特之处：

首先，投资者分类处理，各类中签率有差异。网下投资者分为三类：A类指公募基金、社保基金和养老金；B类包括保险和年金；C类为剩余机构投资者，主要为财务公司、证券公司、私募基金、QFII等。主承销商根据各类网下和网上投资者的参与程度分别确定中签率，并不强制相等。实际上，因门槛较低，主板C类投资者较多，A类和B类中签率一般高于C类。

图表2： 主板、科创板和创业板三类网下投资者分类差别

	网下A类	网下B类	网下C类
主板（中小板），市值门槛大于1000万	公募基金、社保基金、养老金	保险、企业年金	其他网下投资者，包括私募、证券公司、财务公司等
科创板（创业板）门槛大于6000万	公募基金、社保基金、养老金、 企业年金、保险资金	QFII	其他网下投资者，包括私募、证券公司、财务公司等

资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，华泰证券研究所

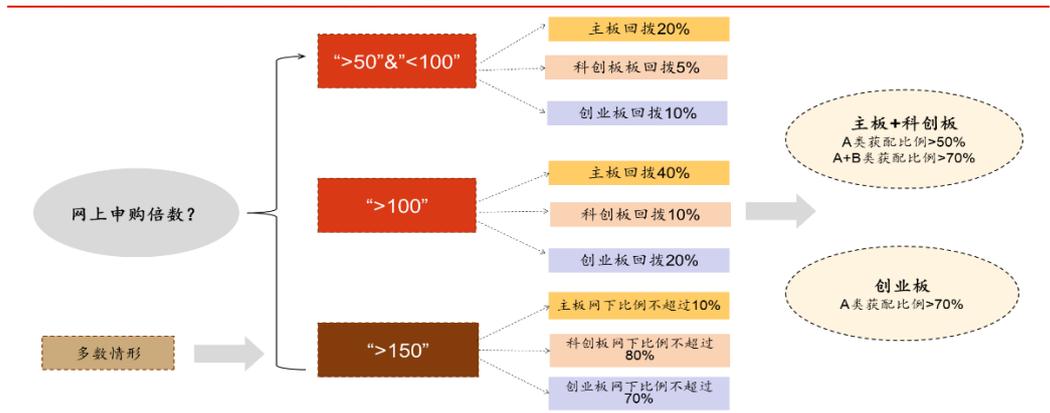
其次，采用询价定价方式，但主板入围率较高。A股打新制度几经变化，2005年后，定价采用网下询价制。网下投资者在正式申购前要先进行询价阶段，此阶段中同时申报价格和预期获配数。主承销商接到报价后，剔除最高10%报价，并根据网下投资者申报价均值、主流投资者（A、B）的平均报价决定发行价格，低于发行价格的申报也予以剔除，剩余即为有资格网下申请的“有效报价申请”。

虽然正式规定中并未指明，但主板目前仍有23倍市盈率的隐形申购限制；而且发行人会事先公告发行股份和预募集资金，原则上不能超募。因此，虽然形式上为询价申购，但合理发行价格实际上已经确定，即发行价格=（预募集资金）/发行股份。导致对主流投资者而言，按此价格申报即可入围，主板入围率也可达到98-99%以上。对同一申报价格，主承销商将根据申报量和时间顺序进行筛选，部分小账户选择低价申报争取入围。而申购市盈率的隐形限制，也是主板上打新一直以来有较稳定上市回报的原因之一。

最后，新股申购设置回拨制度，导致主板网下分配比例偏低。回拨制度为保护各类投资者（尤其个人投资者）的公平性而设立，主要是网下向网上进行回拨。回拨的依据是网上超额申购倍数，即（网上实际申购量）/网上预分配股份。

按申购倍数多少，回拨量一般可分为几种情况：1、有效申购倍数<50，不进行回拨；2、50<有效申购倍数<100，网下向网上回拨总量20%；3、有效申购倍数>100，网下向网上回拨总量40%；4、有效申购倍数>150，网下回拨后配售比例不超过总发行量的10%；5、网上申购不足额，向网下回拨；6、网下申购不足额，中止发行。对于三类网下投资者而言，原则上，A类获配不少于网下总量50%，B类不少于20%；如前两类有未配满规定比例的，剩余部分向B或C类投资者分配，并保证配售比例顺序为A>B>C。

图表3： 主板、科创板、创业板回拨机制示意



资料来源：证监会，上海证券交易所，深圳证券交易所，华泰证券研究所

科创板打新的相关规定

科创板对发行和交易规则进行了大胆创新，但新股波动性、估值与主板有较大区别。为此，在投资者结构上，科创板在新股配售等方面明显倾向机构投资者，并对个人投资者设置了较高门槛，减少散户化带来的板块波动。具体来看，有关打新方面，科创板在发行规则上的主要革新有：

1、网下配售对象增加战略配售。相比目前主板，科创板一级配售的主要参与者分为三类，战略配售投资者，网下投资者和网上投资者。战略投资者主要由主承销商的另类投资子公司，和发行人高管或核心员工参与；主承销商子公司限售期为24个月，发行人高管等限售期为12个月，战略配售比例为0-30%。实际战略配售未达到初始战配比例的，将回拨给网下。

2、网下投资者分类有所改变。科创板提高主要机构投资者的配售优先权，A类投资者新加入保险和年金；B类主要是QFII；其他均为C类投资者。

3、上市交易制度变化，前5日不设涨跌幅限制，第6日起，涨跌幅限制为20%，仍采用T+1交易制度。

4、科创板回拨制度差异导致网下获配比例显著高于主板。主板回拨后网下获配比例通常为10%，是限制打新收益的主要障碍之一。科创板规定，网下投资者回拨不超过总发行量10%，导致网下发行比例占扣除战略配售后的60-80%；个人和一般法人无法参与网下询价，网上投资者占扣除战略配售后的20-40%，监管层更鼓励普通投资者通过申购公募基金等方式参与科创板投资。网下分配比例的增加使得科创板（包括创业板注册制）成为目前打新收益的主力军。此外，网下投资者中，A、B类机构分配占比不低于70%，更加倾向主流机构投资者。

5、市值门槛要求更高。科创板方面，科创主题封闭基金与封闭战略配售基金底仓市值要求1000万，其余网下投资者市值要求均超过6000万。

6、网下抽签锁定。科创板将从公募基金、偏股型资管计划、养老金、社保基金、企业年金、保险和QFII的最终获配账户中，抽取10%设置6个月锁定期。

7、绿鞋机制（超额配售权）。主承可额外网上发行不超过原发行规模15%的股份。绿鞋机制一个重要作用是，主承销商可在上市后30日内，在二级市场股价低于发行价时，使用超额配售所得资金买入股票，以平抑波动。

创业板注册制的相关规定

6月12日，证监会发布了创业板试点注册制改革的正式文件。从6月15日起，深交所开始受理原证监会审核中的IPO和再融资等申请，6月30日开始受理首批注册制新申请。创业板注册制沿袭了科创板主要框架，同时对部分发行规则和条件作出适当修正。具体来看，影响打新的制度变化主要包括：

1、明显提升审核效率。深交所审核+证监会注册总时长不超过3个月，根据深交所公告，首批注册制申请企业将于7月27日上市。

2、首发定价包含三种方式：第一、初步询价方式定价；第二、累计投标询价；第三，对首发股份小于2000万股的新股，可采取直接定价。直接定价市盈率不得超过同行业平均市盈率及境外市场价格，且未盈利企业不可直接定价。

3、询价入围规则同科创板。

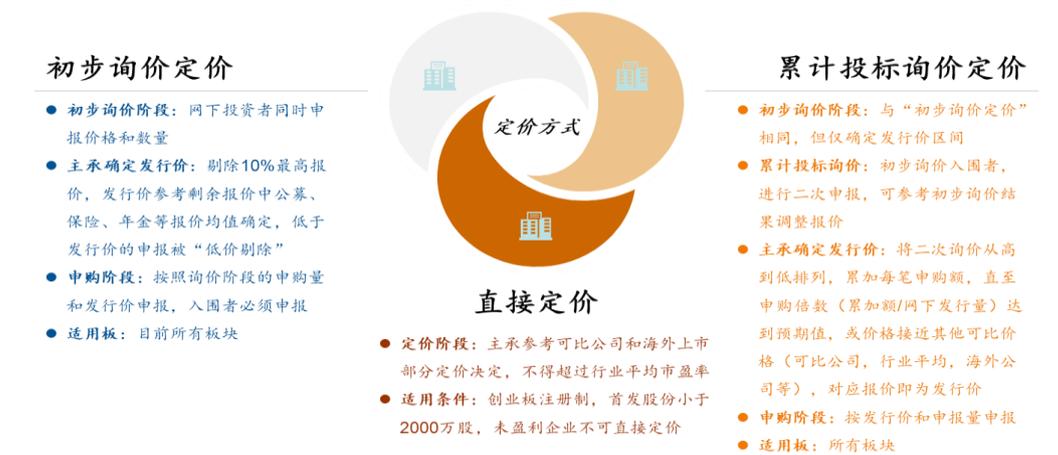
4、**回拨比例略有增加**。创业板最高回拨比例可达 20%，相应的，除战略配售外的网下占比不超过 70%，较科创板减少 10%。在网下各类投资者分配方面，投资者分类和科创板相同，而 A 类初始网下占比不低于 70%（科创板是 A+B 合计不低于 70%），当然 B 类投资者参配比例本就较低。

5、**网下市值门槛规定不低于 1000 万**。但借鉴目前科创板新股的公告情况，我们预计创业板将更偏向 6000 万门槛。

6、涨跌幅限制同科创板。

此外，创业板注册制还规定了战略配售和主承销商跟投要求、基金涨跌幅放松至 20% 的情况、红筹企业如何回归，包括退市条件和信批等内容。

图表4：三种网下询价定价方式



资料来源：证监会，上海证券交易所，深圳证券交易所，华泰证券研究所

打新流程和时间安排

因包含询价机制，股票打新的网下申购流程相对更复杂。不过从具体操作看，投资者最该给予关注的即为询价申报阶段、缴款和上市卖出。从发行安排和招股意向书（T-6 日）公布开始，网下/网上打新的基本流程大致分为：

网下资格核查（T-6、T-5 日）：网下投资者在发行安排公告当日 17:00 前提交核查材料，并由主承销商在第二日内审核。

网下初步询价（T-4、T-3 日）：网下投资者需同时提交申购价格与申报数量。

申购价格至关重要，决定投资者是否能“入围”进入申购环节。申报数量方面，主承销商一般公布申报数量上下限，投资者应尽量顶格申购（配售率较低），即按照申购上限和自身产品规模孰低申报。

网上网下申购日（T 日）：合格投资者各自提交网上/网下申购，主承销商根据申购量进行回拨。

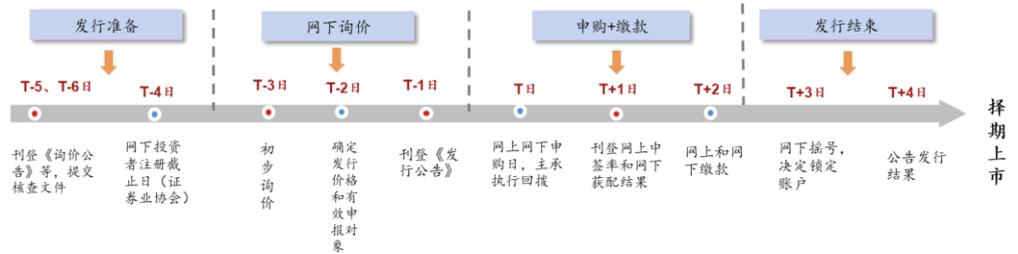
当然，在操作上，以上两部分均属主承销商工作范畴，投资者网下申购主要需关注询价阶段的申报价格和申报量。

网上申购一般适用于个人投资者。对个人投资者申购上限而言，一方面，申购上限需和持有的股票市值匹配，即，每 1 万元市值可申购 1000 股；另一方面，不得超过网上初始发行量的千分之一。

缴款 (T+2日): 目前股票打新也采取“信用申购”制度, 申购时无需缴纳申购资金。T+2日前, 应根据网下获配/网上摇号结果缴纳申购款。

科创板方面, 主要申购流程类似。细节区别在于, 一方面, 投资者网下询价阶段可为每个配售对象分别报价, 最多不超过3个报价, 最高和最低申报价差不得超过20%。另一方面, 抽签锁定持有期。缴款后 (T+3日), 抽签决定10%的网下获配账户, 在6个月内不得减持所配新股。

图表5: 网下打新流程示意



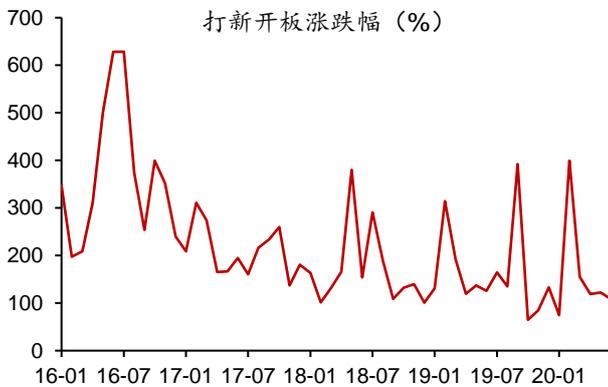
资料来源: 证监会, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 华泰证券研究所

除去操作细节, 我们可将打新收益拆分成新股涨幅*获配数量看待, 两部分的变化都将对最终收益产生影响。接下来, 我们就从这两方面对打新收益的决定因素进行分析。

新股的涨幅特征——打新策略的根本

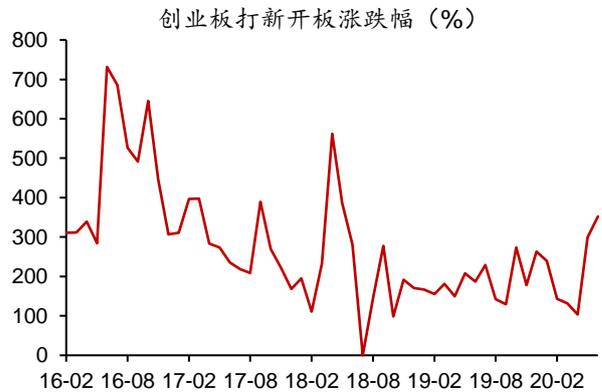
主板一二级价差相对稳定, 与市盈率发行价限制和新股交易情绪较高有关。从16年至今的经验看, 主板和中小创鲜有破发, 且呈现较强的偏固定收益特征。主板 (包含中小板) 开板收益率在18年后中枢约100%附近, 创业板约200%; 16-17年因IPO恢复不久市场情绪活跃, 且股市从15年底部修复, 致上市涨幅略高于18年后。偏稳定价差的背后原因, 一方面在于发行市盈率23倍的隐形限制, 而主板开板市盈率 (TTM) 约40倍, 中小板开板市盈率 (TTM) 约60倍, 一二级差约15-25倍; 另一方面, A股打新的散户参与度一直很高, 且上市后继续炒作新股意愿也较强, 致使上市之初具备明显溢价特征, 连板数量在10个附近。当然, 新股涨幅和市场关注度也有较大关联, 热门个股或行业往往上市有较高涨幅。

图表6: 2018年后, 主板打新开板涨幅中枢趋稳



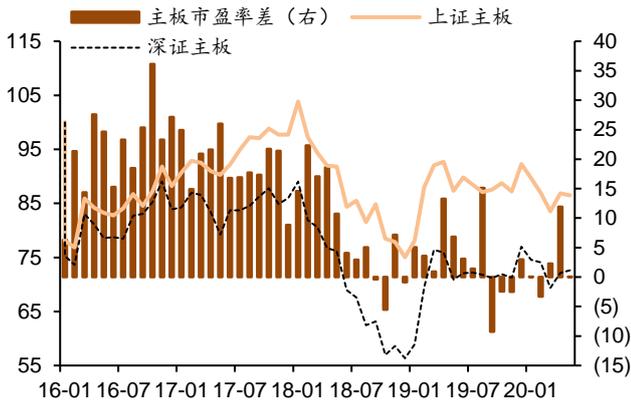
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 2018年后, 创业板打新开板涨幅中枢约200%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

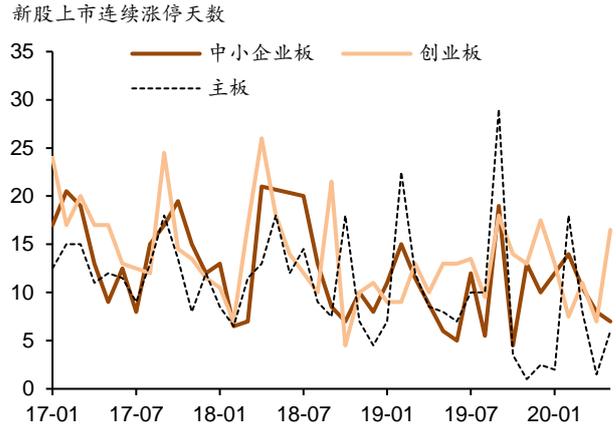
图表8: 主板市盈率价差和股市变动有一定相关性



注: 上证主板和深证主板为标准化收益, 分别以16年首个交易日为100

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 主板和中小创上市连板数量

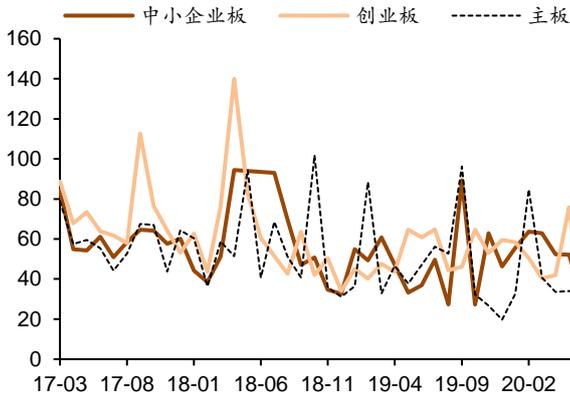


注: 主板包括所有沪深上市板为主板的标的

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

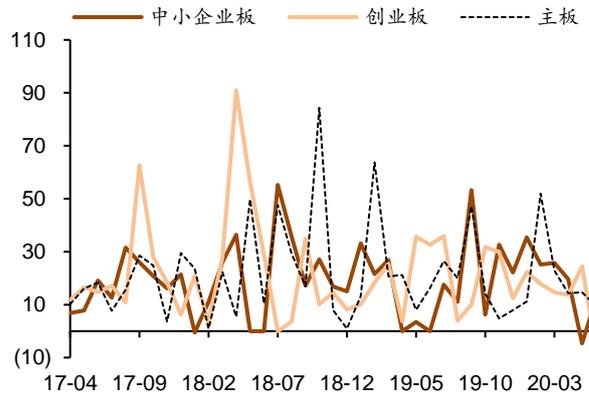
开板后新股短期抛压大, 开板卖出或是最简单高效策略。一方面, 新股溢价往往超出基本面对应的合理估值, 本身有调整需求; 而且打新投资者多以获取一二级价差为目的, 导致新股开板后一个月左右均面临较大的抛压。因此, 如果没有对个股的深入研究且无长线投资打算, 简单的开板卖出策略就能获取不错的收益。

图表10: 18年后各板块开板市盈率(TTM)中枢稳定



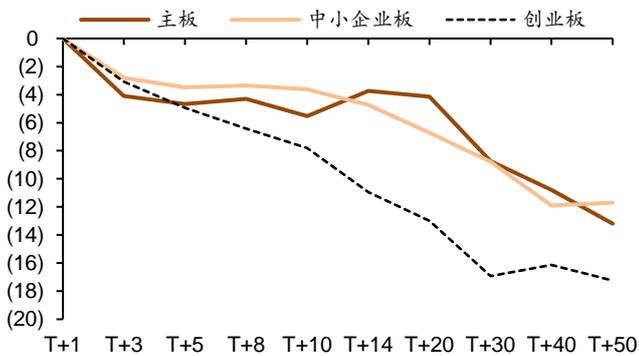
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 18年以来, 开板和行业平均市盈率(TTM)差中枢稳定



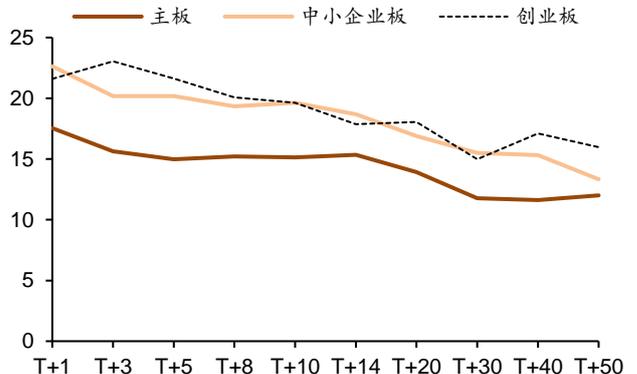
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 2019年后, 主板新股开板50交易日内, 价格中枢明显下跌



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

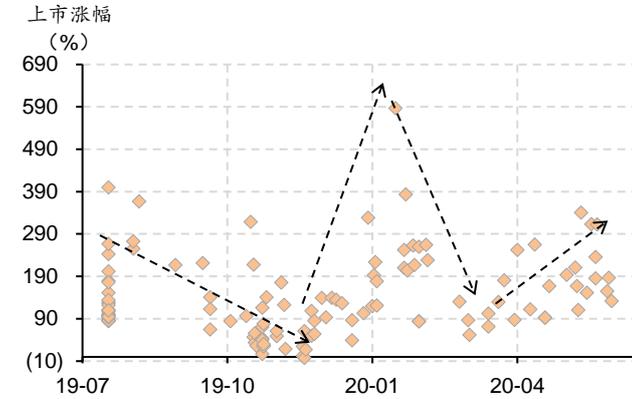
图表13: 2019年后, 新股开板和行业市盈率(TTM)差距中枢缩小



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

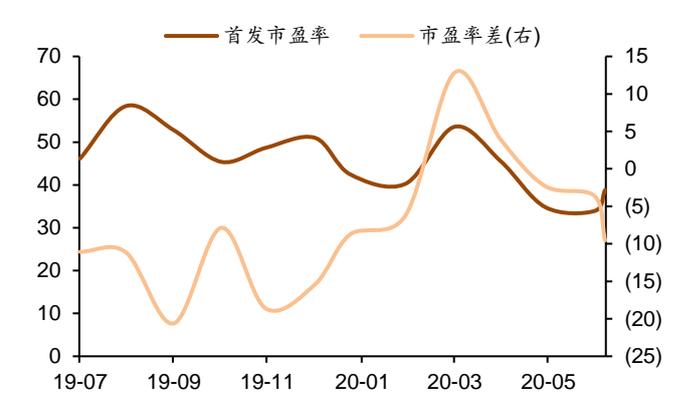
科创板虽然执行市场化定价，但新股溢价依旧明显。科创板申购打开市盈率限制，定价较主板更接近二级价位。但一级市场活跃的打新情绪依然带来了较高新股溢价，尤其随着科技转型的推进，股市相关板块的热度保持在较高水平，对科创板新股活跃度也有不小的推动作用。19年后，科创板首日涨幅约150-200%，上市市盈率显著高于创业板水平。

图表14：科创板上市涨幅存在一定波动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15：20年后科创板新股发行市盈率(TTM)多数超过可比行业平均

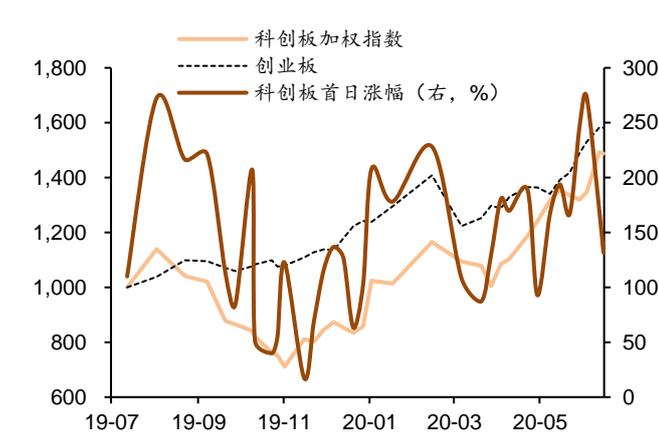


注：市盈率差代表首发上市市盈率和行业平均市盈率(TTM)的差值

资料来源：Wind，华泰证券研究所

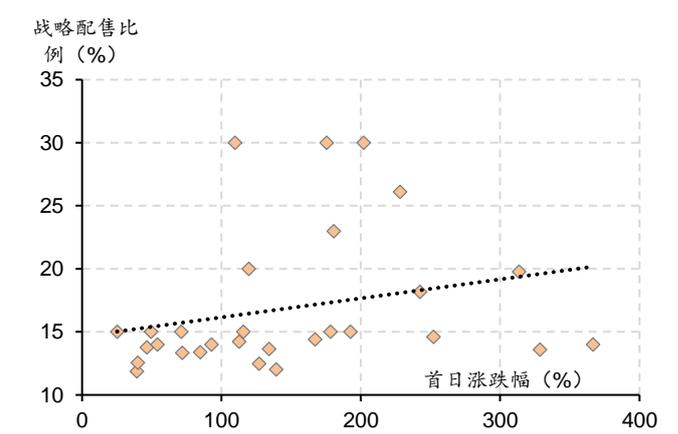
科创板上市涨幅和二级市场的关联度更高，和战略配售情况、个股基本面等也相关。首先，市场化询价带来的变化还体现在，二级市场冷暖对新股涨幅的影响大于以往。例如，19年底科创板止盈情绪升温遭遇调整，和20年新冠疫情均对新股涨幅产生不小影响；而二季度后，创业板和科创板双双走高又带动新股涨幅显著回升。能明显看出，科创板新股涨幅和科创板、创业板的二级行情相关度较高。其次，战略配售参与者包括公司高管和员工、主承销商等，其参与配售对市场信心有所提振，且高配售比例将还增加剩余筹码稀缺度；此外，个股基本面和题材热度也无疑是关键因素。从行业上看，计算机软硬件、先进医疗器械、半导体芯片、生物制品等高科技细分领域更受市场青睐。最后，网下投资者为提高询价入围率，逐渐采用低报价策略，导致发行价整体下移，也使20年后上市涨幅有所扩大。

图表16：科创板首日涨幅和科创板(创业板)行情相关度较高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

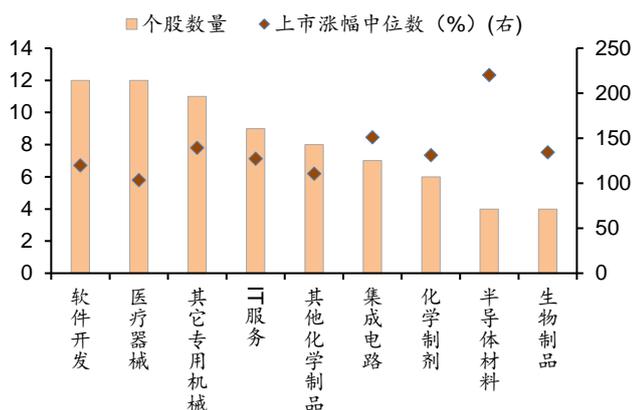
图表17：战略配售比例对新股上市涨幅有一定影响



注：取自20年上半年数据

资料来源：Wind，华泰证券研究所

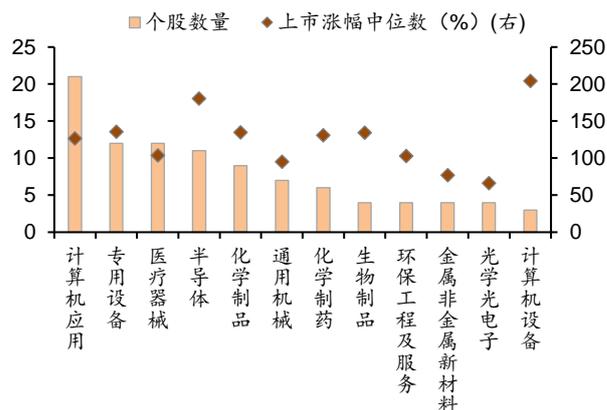
图表18: 按二级行业分类, 数量和首日涨幅靠前的细分行业



注: 数据取自科创板开板以来至2020年6月30日数据

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 按三级行业分类, 数量和首日涨幅靠前的细分行业



注: 数据取自科创板开板以来至2020年6月30日数据

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

科创板破发偶有发生, 但整体概率很低。截至2020年6月, 在已经上市的118支科创板新股中, 上市首日破发的仅建龙微纳; 在50日后跌破发行价的有久日新材、卓越新能等5支个股。造成破发的原因主要还是二级行情走弱, 叠加个股基本面偏弱造成。从时间上看, 破发个股均是在19年底科创板行情低迷时上市的。在二级市场行情低迷期, 对基本面偏弱的个股, 可选择性放弃参与。不过, 整体看新股溢价依旧明显, 而采用低报价策略后破发现象未再出现。况且, 极个别破发个股也均在其后回到发行价以上, 显示上市之初定位偏低, 投资者仍有机会选择兑现时机。

新股高涨幅特征下, 如何提高单只新股获配量成为投资者增加打新收益的关键。提高获配归根结底是提高中签率。从打新流程来看, 影响因素包括: 1、询价策略。主板因原则上不得超募且有市盈率限制, 发行价可准确推算, 平均入围率超过98%; 科创板则需参考报价报告给出的预期合理价位, 在入围博弈思维趋势下, 目前发行价一般为其下限的60%附近; 而关注度高的个股定价研究充分, 发行价与预期价位更接近; 2、回拨率。因散户参与打新热度高, 各个上市板的回拨均顶格执行; 3、顶格申购规模。主板顶格申购规模偏低, 1亿资金可覆盖多数新股, 科创板在20年后逐步提高申购上限, 3亿资金可覆盖多数新股, 而创业板因平均规模低而小于科创板; 4、参与账户数量。19年来, 打新热度持续增加, 网下打新机构参与度逐渐饱和。

图表20: 科创板上市破发梳理

名称	上市日期	发行价格	上市首日涨跌幅(%)	20天后涨跌幅(%)	50天后涨跌幅(%)
久日新材	2019-11-05	66.7	6.42	-12.3	-9.0
卓越新能	2019-11-21	42.9	18.50	-9.4	2.4
祥生医疗	2019-12-03	50.5	2.04	-9.3	9.2
杰普特	2019-10-31	43.9	33.74	-7.3	-1.8
昊海生科	2019-10-30	89.2	46.48	-2.2	0.5

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

新股获配——提高打新贡献的关键

对于主板和科创板(创业板)而言, 在新股高涨幅特征下, 首日或开板卖出成为较好策略。如何提高单只新股获配量成为投资者增加打新收益的关键。从打新流程分析, 询价策略、网下分配比例、新股申购上限和打新账户数量等因素均可影响最后的获配和中签率。接下来, 我们将逐一详解。

询价策略解析

询价制度是新股网下申购的特有机制。2004年起，A股开始正式启用询价制度。入围率的高低直接决定全年新股获配量和绝对收益。从询价过程分析，显然，询价入围是和其他打新者的博弈，关键是如何进入所有报价的中心区间。当然，新股存在预期“合理定价”，对主板而言较为确定，而科创板则包含更多博弈成分。但无论如何，提高询价入围率仍有迹可循。

主板报价集中，入围相对容易。如前所述，主板“合理价位”较为固定，发行价=（预计募集资金）/总发行股份，入围率高。当然，发行市盈率还有不高于23倍的隐形要求。而对于京沪高铁、中国广核等其他网下机构参与度较高的新股，报价分歧可能偏高（其他机构为争取入围倾向低报），而最终发行人和主承销商倾向于用公募平均报价作为发行价，造成入围率偏低。

科创板更考验定价能力，申报价逐步向低位集中。科创板（或创业板注册制）在市场化询价下，报价无市盈率限制且可以超募（中芯国际创下超募163%之最），导致“入围博弈”显著增强。实际操作中，主承销商方会出具新股内部报价报告，并在报告中给出上市预期合理价格（根据可比公司、行业平均估值和业绩预期确定），成为打新报价的重要参考。开板之初，新股入围价格约在报价报告预期价格100-120%附近；而且申报报价范围较宽，不少投资者尚未适应市场化询价规则导致报价被剔，整体入围率不到80%。而随着投资者数量增加和对询价策略的研究深入，“入围第一”成为共识，导致入围价不断走低。19年底以来，入围价区间已经降至报价报告的约60-70%水平，且入围区间明显缩窄，报价行为趋于一致，入围率平均在85-90%区间。

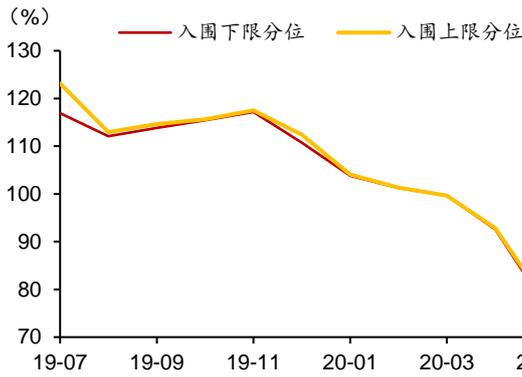
不过，优质个股的报价并不是简单的“60分位数”策略能够解决，与二级价格更为贴近。例如，寒武纪、中芯国际等市场关注高、基本面被研究充分的新股，入围价区间达到报价报告的70-80%以上，但同时报价区间仍然较窄，定价精度要求较高。博弈入围归根结底存在相对性。因此，在精确定价的基础上，充分了解市场报价预期也很重要，大资金往往更有优势。

累计询价再现科创板，目前仅复旦张江一例。累计询价定价过程较初步询价定价更复杂，一般分两步：1、初步询价过程一致，但剔除高价和低价申报后，确定入围价区间而不是直接确定发行价；2、通过初步询价的投资者，在入围价格区间内再次申报。主承销商将所有申报按申报价格由高到低排列，并累计申购额（申购量*申报价），直到超额申购倍数达到某个预期值时止，此时最后累加的申报价即为发行价。科创板（包括创业板）均可选择初步询价或累计询价的定价方式，不过因累计询价过程复杂等原因，目前仅科创板复旦张江使用累计询价。

累计询价的优势在于，有助于发行人确认市场认可度最高的发行价格，增强发行定价合理性，A股早已有之。在初步询价后，入围投资者即可知晓市场详细报价和申购量情况，并在累计报价中进行调整。对于信息获取渠道少，投研定价能力偏弱的投资者，累计询价有助于提供更多市场信息，促进买卖双方的充分博弈。因此，二次报价区间往往较集中，市场定价观点更趋于一致。累计询价往往用于中大发行规模、市场定位分歧较大的新股，反之则效果有限。实际上，05-12年的主板市场均采用累计询价方式（规模50亿甚至更高），而中小创则较少采用。而海外也经常使用累计询价作为IPO报价方式，总体来说无论国内国外，累计询价均是较成熟的定价制度。发行人是否采用更多看定位集中度情况，并与发行流程复杂度做权衡。

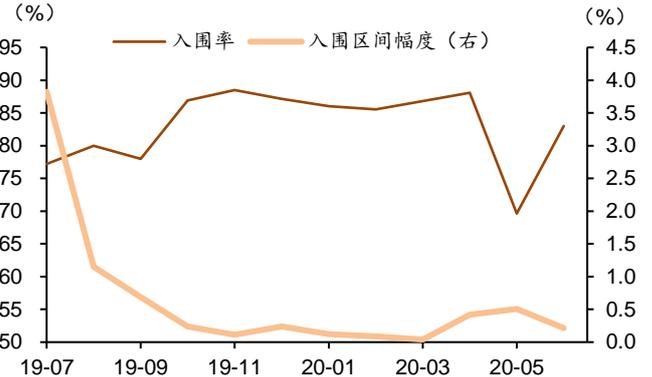
创业板方面，中小规模新股倾向初步询价甚至直接定价方式，询价策略可借鉴科创板经验。按19年以来发行规模和存量预案来看，创业板平均发行规模5亿，相对偏小。直接定价绕过询价阶段，网下申报均能获配，中签率或有所降低。综合来看，从定价合理化角度出发，多数发行人预计仍将采用初步询价方式。在询价策略上，创业板报价或更多借鉴科创板现有策略，一般新股倾向报价报告下限的60%附近报价，入围率或高于科创板初始阶段。

图表21: 19年后, 科创板入围价格分位中枢不断降低, 区间缩窄



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 19年底后, 科创板入围率区间提升至 85-90%范围



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

回拨与各类投资者分配比例

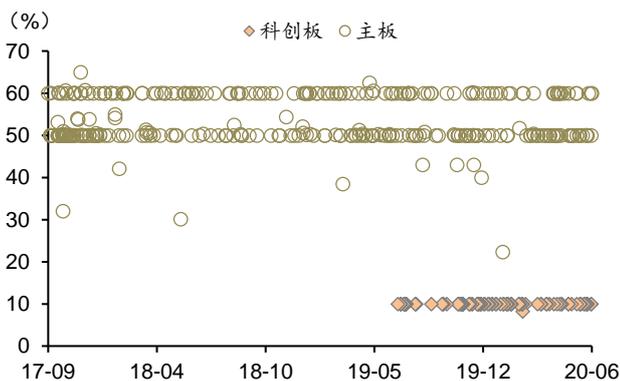
回拨是各类投资者实际申购和初始申购配比相差较大时的平衡制度, 旨在维护打新的公平性。具体来看, 包括: 战略配售不足向网下的回拨、网下向网上回拨、以及网下 A、B、C 三类投资者之间的再分配。实际操作中, 回拨在询价阶段后由主承销商执行; 对投资者而言, 回拨情况影响最直接的是最终中签率情况。在鼓励机构参与的宗旨下, 科创板回拨机制明显倾向机构投资者 (尤其基金等 A 类)。

主板回拨后机构参与度偏低, 科创板限制回拨率后, 打新获配量明显提升。根据回拨规则, 网下向网上回拨的多少取决于网上投资者的参与度, 用超额申购倍数衡量 (网上有效申购量/网上初始分配量)。从传统打新来看, 散户参与热情向来很高 (申购倍数约在 2000 倍以上), 造成主板回拨率稳定在 50-60% 水平, 回拨后网下配售比例基本为 10%。科创板因回拨率最大 10% 的限定 (网上有效申购倍数超过 1000 倍), 在不考虑战略配售的情况下, 网下配售占比约 60-70%。

对于不同的网下投资者而言, 主板 A 类投资者配售水平约 50-60%、B 类约 10%、C 类约 30-40%; 科创板 A、B 类配售比例不低于 70% (占网下), 但因 B 类一般较小, A 类最终配售比例多提高至 70% 附近, 社会资金通过公募基金、保险、年金等机构参与程度明显更高。

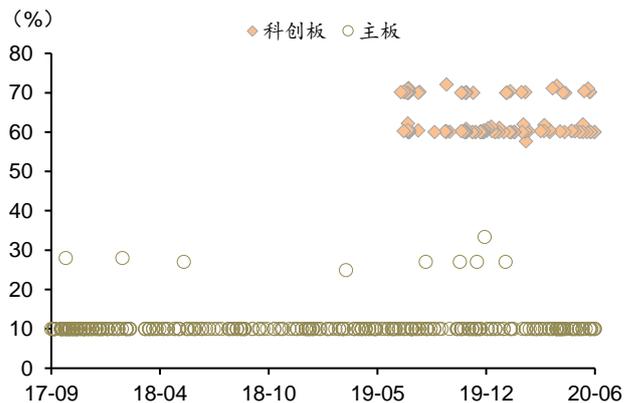
创业板注册制网下回拨比例将扩大一倍, 网下配售比例较科创板将略有下降。参考主板和科创板目前的网上参与度, 我们预计, 创业板注册制仍将执行最大回拨 (20%)。因此, 不考虑战略配售情况下, 网下配售比例一般在 50-60% (对应初始网下比例为 70% 和 80%); 而如果考虑战配, 网下配售中间值在 43-50% (战略配售一般占 10-15%)。我们预计, A 类投资者仍将占网下配售的 70% 左右。

图表23: 主板网下回拨比例约 50-60%, 科创板维持在 10% 水平



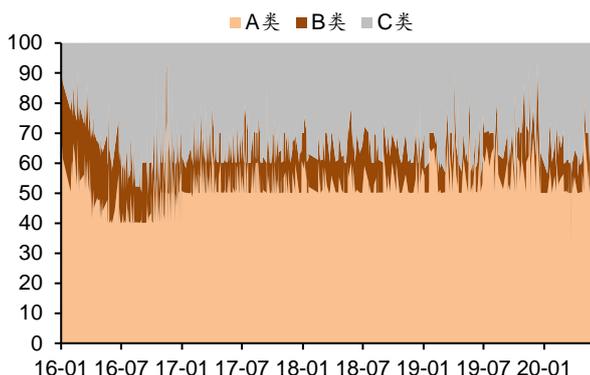
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 回拨后, 主板网下配售占比约 10%, 科创板在 60-70% 附近



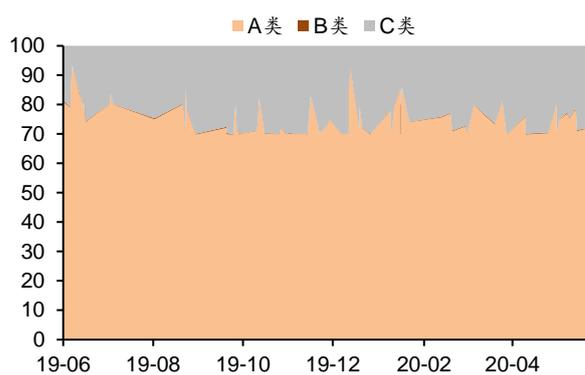
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 主板网下配售 A 类比例在约 50-60%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 科创板网下配售中, A 类比例显著提高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

顶格申购规模

目前主板和科创板均采用信用申购制(配售结果公布后缴款),加之中签率偏低,打新消耗资金量偏小。因此,账户规模如果能覆盖最大申购金额,将可最大程度实现资金循环利用。一般而言,网下最大申购上限和募集资金成正比,而主板和科创板则略有不同。

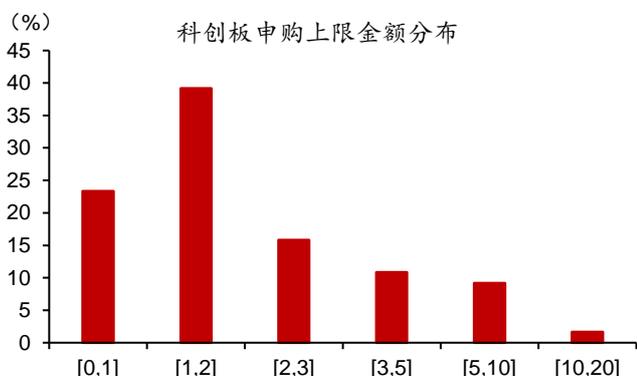
我们从 19 年至 20 年 6 月 30 日的新股历史数据可总结出打新申购最佳规模。具体来看,我们定义最佳打新规模=顶格申购规模=网下上限申购量*发行价格。分板块来看:

主板相对稳定,最佳打新规模约 1 亿。19 年至今,主板申购上限和募资规模的关系相对稳定。例如,募集资金 10 亿的新股对应资金申购上限约 1 亿,且大盘股还会压低申购上限。目前来看,所有新股申购上限不超过 3 亿元,1 亿规模可覆盖多数主板新股。

科创板最大申购上限不断增加,最大申购上限约 3 亿。19 年底以来,科创板明显增加了网下申购上限,不少机构开始增加账户规模来应对。例如,对 10 亿募集资金的新股而言,19 年底前的申购上限约 1-1.5 亿,而当前水平约 3 亿。因此,打新基金等需提高至 3 亿规模方可基本实现顶格申购。

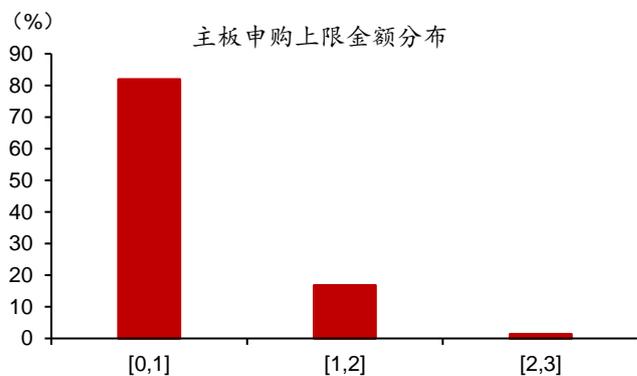
创业板平均规模偏低,我们预计,2 亿规模可覆盖多数新股。从 20 年上半年创业板单笔募集资金和在审的单笔规模来看,平均规模约 6 亿,略低于科创板。据此推算,创业板平均申购上限约 2 亿。

图表27: 19 年来,科创板申购上限金额多数少于 3 亿



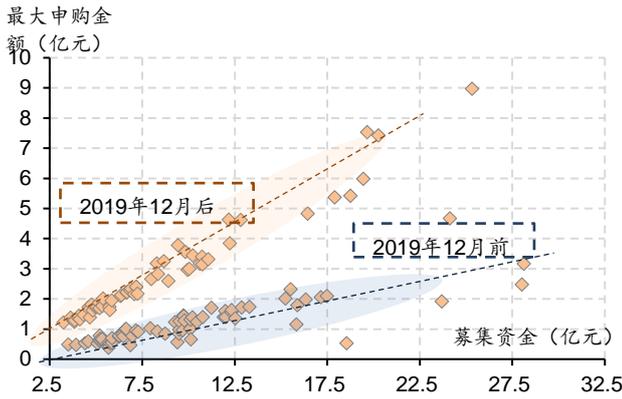
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 19 年来,主板申购上限金额多数少于 3 亿



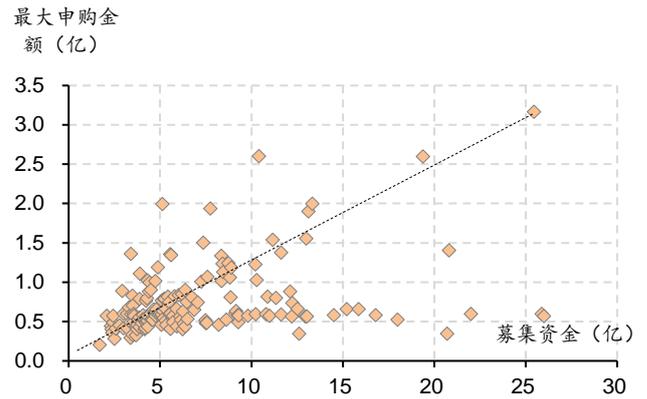
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表29：19年12月以来，科创板网下申购上限显著提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表30：19年后，主板网下最大申购金额和募集资金关系相对稳定



资料来源：Wind，华泰证券研究所

中签率分析和预测

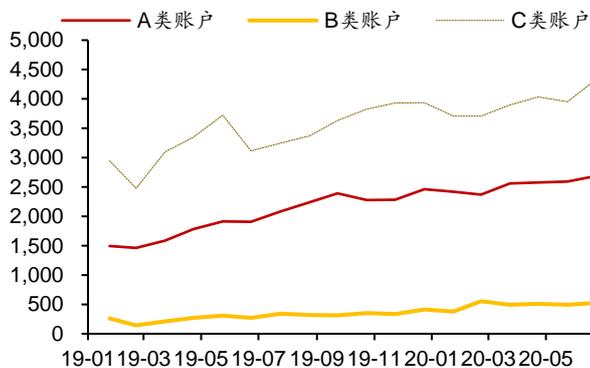
网下中签率最终将决定打新获配和最终收益。从申购操作来看，在结束询价入围和回拨后，有效申报和实际分配均已确定，网下中签率和配售结果可随之得到。而分析中签率则能直观表现打新参与度，并为预测收益提供帮助。一般来讲，网下中签率为（假设顶格申购）：

某类投资者（A、B、C）网下中签率（%）=（募资规模*回拨后的网下分配占比*该类投资者分配占比）/（询价入围的该类投资者账户数量*顶格申购规模）*100%

多种因素影响网下中签率，个股层面，在其他因素趋于稳定的情况下，募资规模和参与账户数量决定中签率多少。根据上述分析，在中签率的众多决定因素中，入围率、回拨率水平在目前打新环境下相对稳定。20年以来，网下申购上限有提高趋势，迫使打新基金提高资产规模来应对；不过，在一段时间内，网下申购上限对中签率影响也趋于平稳（例如20年以来的中签率较19年整体降低）。除以上因素外，对中签率影响较大的就是募资规模和参与账户数量。此外，科创板的战略配售会减少中签率，且有一定不确定性。

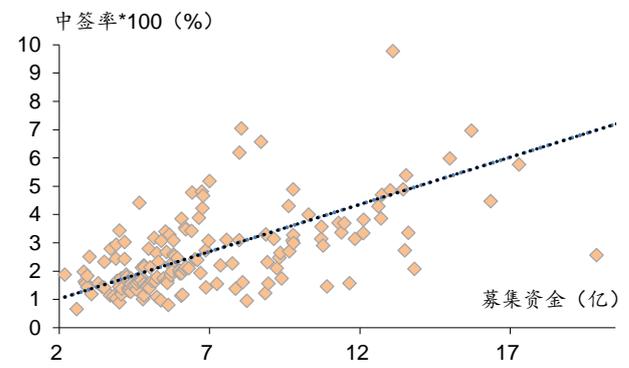
主板参与账户逐步饱和，中签率更多受募资规模影响。19年来，主板三类投资者数量随着打新热度有所增加，尤其C类投资者参与量明显增长（分拆账户操作也有贡献）。不过，能参与打新的机构账户数量已阶段性饱和。因此，个股层面，目前主板网下中签率主要受募资规模影响，相同规模的中签率大体一致。例如，从19年以来中签率与募集资金的拟合关系看，募集资金8亿的新股，A、B、C类投资者中签率分别约为0.033%、0.03%、0.01%。

图表31：主板三类网下打新账户数量略有增加后企稳



资料来源：Wind，华泰证券研究所

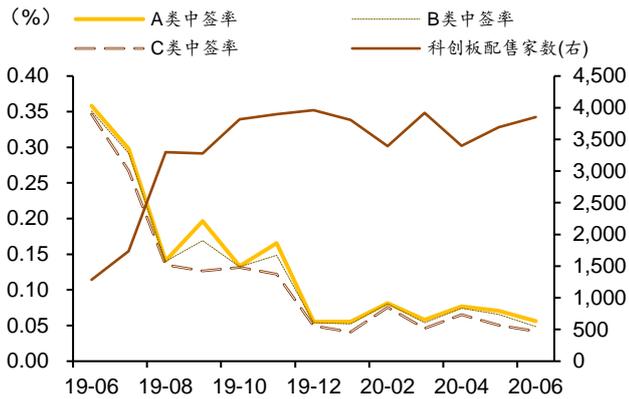
图表32：19年以后，中签率大致是发行规模的单调函数（A类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

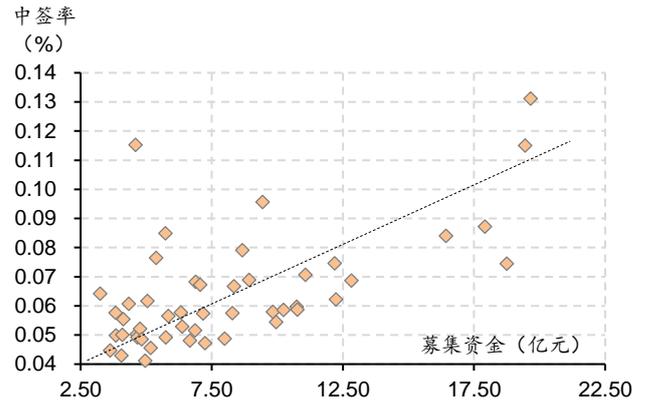
科创板开板后参与账户经历快速增长过程，中签率随之下降，但仍显著高于主板。随着参与账户数量和申购上限的增加，科创板网下中签率从开始的0.35%逐步降至0.05%附近。根据不同新股质地和二级市场行情，科创板的总参与账户数量在3500-4000之间波动。不过总体来看，科创板目前打新账户的变化空间已经不大，中签率大体随募集资金变化。与主板略不同的是，对A、B、C三类投资者而言，科创板通过回拨调整使其中签率大体相等。当然，也有类似杭可科技、光云科技等更倾向A类投资者的发行人。总之，从20年以来中签率与募集资金的拟合关系看，对8.5亿募集资金的新股，A、B、C类投资者中签率分别约为0.065%、0.062%、0.055%。

图表33：网下参与户数增加明显降低科创板中签率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表34：20年以来募资规模对科创板网下中签率的影响（A类）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

创业板回拨率和参与账户的变化或导致中签率略低于科创板。具体来看，我们对影响中签率的各个因素做如下预估：

1、网下各类投资者实际分配比例将有所降低。如上文分析，在回拨率20%假设下，并考虑战略配售均值在10-15%水平，创业板回拨后网下配售比例约43-50%；而三类投资者网下分配比例和科创板类似，A类约占70%，C类约占30%；

2、网下参与账户将多于科创板。目前创业板参与账户明显多于科创板，除打新市值门槛较低外，C类账户在科创板的参与度偏低也是重要原因。预计创业板将包含现有科创板和部分满足市值门槛的存量创业板投资者，总数多于科创板。按照现有科创板参与账户数量和截至20年7月底仓规模大于6000万的打新账户数量看，我们预计，创业板A类饱和数量约2500户，B类约10户、C类约2000户；

3、根据上文分析，我们预计网下申购上限约2亿。

综合以上变化，并参考当前科创板中签率水平，以5亿规模新股计（在审项目平均募集金额），创业板A、B、C类投资者的中签率预计为0.054%、0.052%、0.042%。此外，创业板注册制改革之初，新增投资者可能尚未适应市场化询价，预计入围率略低于目前科创板水平，约80-85%。

“固收+”打新基金策略与业绩分析

对主板、科创板和创业板打新，简单有效的策略是首日或开板卖出+尽量多参配。在A股目前市场环境下，即使市场化询价，新股上市溢价依旧较明显。显然，在新股上市涨幅有保证的情况下，多获配等于多获利。实操中，因信用申购下资金利用率较高，重要的是提高询价入围率，与市场其他参与者和主承销商多沟通或能事半功倍。此外，合理选择蓝筹底仓也能进一步增强收益。

打新收益贡献分析

那么，对打新策略为主的“固收+”基金，应该如何评价打新的实际增厚效果？对20年下半年的打新收益怎样预测？

打新策略因为单股涨幅和获配额的可预测性，能够进行较好的回测和收益预估。关于打新贡献回测，我们认为，有两种基本思路：1、从单只新股的涨幅和中签结果出发，累加获得理论打新收益率（假设新股都参与）；2、筛选打新基金，并获取真实收益率。原则上，两种测算应大体一致，差异可能出现在实际参与度、询价入围情况、首日卖出策略执行效果、底仓波动等方面。

具体来看：

理论估计法。

测算的依据是，机构投资者（A、B、C）打新绝对收益= \sum （获配金额*新股涨幅）=平均入围率* \sum （申购金额*中签率*上市涨幅）。

其中，核心变量含义和测算假设包括：

- 1、**申购金额，假设为基金规模允许的最大申购金额。**在假设顶格申购情况下，申购金额=Min（基金资产规模，新股网下申购上限）；
- 2、**投资者（A、B或C类）中签率，**可从网下配售结果公告中获得；
- 3、**上市涨幅假设为新股首日卖出对应涨幅，主板为开板涨幅；**
- 4、**入围率。**主板假设入围率100%，科创板假设入围率范围60-90%。

测算结果方面：

主板因中签率低，收益贡献偏小，但仍有增厚。具体来看，2019年主板（包含中小创）的A、B、C类投资者最多可分别获利670万、631万和266万元，对5亿规模账户而言，打新收益率分别为1.34%、1.26%、0.53%。20H1主板A、B、C类投资者最多可分别获利451万、435万和109万元，5亿账户对应收益率分别为0.90%、0.87%和0.22%。20年上半年主板打新收益率略高于19年同期，一方面来自京沪高铁等大盘新股贡献，且募资规模略有增加。

科创板收益贡献显著大于主板，对打新策略不可或缺。在80%入围率假设下，2019年科创板三类投资者分别最多获利2277万、2181万和1891万元；对5亿规模账户而言，打新收益率分别为4.6%、4.4%、3.8%。20H1三类投资者分别最多获利1480万、1400万和1202万元；对5亿规模账户而言，打新收益率分别为3.0%、2.8%、2.4%，20上半年发行量比19年7-12月有所下降是导致收益率减少的主因。科创板相对主板的优势主要来自高中签率。

综合来看，2019年主板+科创板打新收益增厚（5亿规模）约5.94%，20H1约3.9%。相对纯债基收益有显著的增厚效果。尤其科创板加入后，打新收益率已变得较为可观。

图表35：理论测算三类投资者 2019 年和 2020 上半年主板（含中小创）打新收益率增厚（%）

		2019 年						
账户规模/网下分类		1	2	3	4	5	10	20
A		6.2	3.3	2.2	1.7	1.3	0.7	0.3
B		5.9	3.1	2.1	1.6	1.3	0.6	0.3
C		2.6	1.3	0.9	0.7	0.5	0.3	0.1
		2020H1						
账户规模/网下分类		1	2	3	4	5	10	20
A		4.3	2.2	1.5	1.1	0.9	0.5	0.2
B		4.2	2.1	1.4	1.1	0.9	0.4	0.2
C		1.0	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1

注：账户规模单位亿元，假设主板（含中小创）入围率 100%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36：理论测算 A 类投资者 2019 年和 2020 上半年科创板打新收益率增厚（%）

		2019 年						
账户规模/入围率		1	2	3	4	5	10	20
60%		10.5	7.5	5.4	4.2	3.4	1.9	1.0
70%		12.2	8.7	6.3	4.9	4.0	2.2	1.2
80%		14.0	10.0	7.2	5.6	4.6	2.5	1.3
90%		15.7	11.2	8.1	6.3	5.1	2.8	1.5
		2020H1						
账户规模/入围率		1	2	3	4	5	10	20
60%		3.4	3.2	2.8	2.5	2.2	1.3	0.7
70%		4.0	3.8	3.3	2.9	2.6	1.6	0.8
80%		4.5	4.3	3.7	3.3	3.0	1.8	0.9
90%		5.1	4.8	4.2	3.7	3.3	2.0	1.0

注：账户规模单位亿元

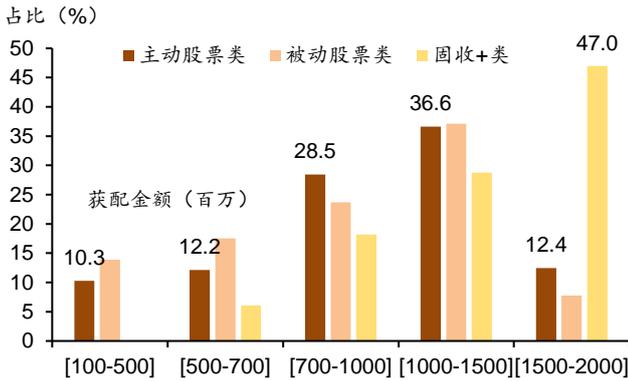
资料来源：Wind，华泰证券研究所

通过打新基金的实际业绩增厚来考察。

首先，筛选“固收+”打新基金。“打新基金”是指，一类积极打新实现增厚业绩的基金，特点是参与度高（如参与 70% 以上的打新），因此更能当做打新策略实际效果的标杆。从实际操作看，一般包含主动股票型、被动指数型和“固收+”型打新基金。简单起见，我们挑选获配新股比例大于 70% 的基金作为打新基金（获配新股数量/所有基金中最高新股获配数量 > 70%）。而“固收+”类打新基金按债券仓位大于 80% 筛选（考虑小账户不容易满足底仓门槛，5 亿以下规模按 70% 债券仓位筛选），基金类别主要为偏债混基和灵活配置基金。19 年来，随着打新参与度不断增加，“固收+”类打新基金从 58 支扩充至 68 支，存量规模从 572 亿扩大至 753 亿（截至 20Q1）。

偏股和“固收+”打新基金在打新策略上并无太大不同，而“固收+”基金的获配量甚至更具优势。在卖出策略上，除非对新股中长期投资，否则开板或首日卖出显然是所有基金共同的高效策略。而在获配量方面，两类基金也大体类似，“固收+”甚至更高。实际上，因为打新申购上限参照的是基金资产规模而非股票市值，加之“固收+”基金规模往往更高、且被更多大资金青睐，因此更容易实现顶格申购。从 19-20H1 的结果来看，19 年各类打新基金实际最多获配约 4300 万，“固收+”类基金获配金额在 2000 万以上的占比 62.3%，高于股票类基金；而 20H1，打新基金实际最多获配约 2000 万，“固收+”类获配量超过 1500 万的比例高达 47%，远超其他基金。

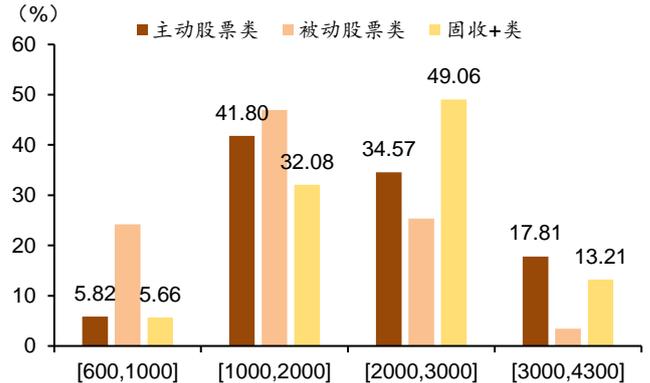
图表37：“固收+”类基金在打新时获配金额甚至更多（20年上半年）



注：横轴代表该段时间内，各类打新基金的获配金额区间，纵轴为落在该区间内的基金数量比例（%），右图同

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38：19年“固收+”类基金在获配量方面有优势



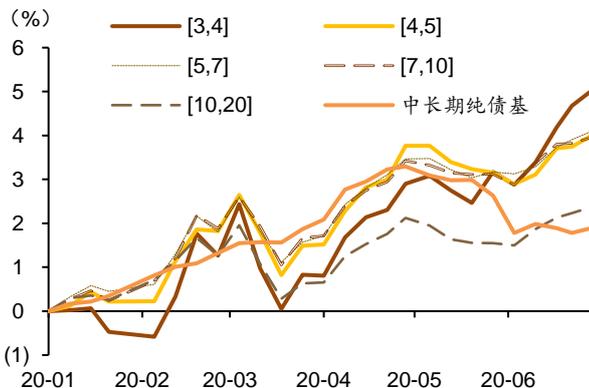
资料来源：Wind，华泰证券研究所

从基金实际贡献上看，打新对“固收+”基金的业绩增厚也较明显，和理论估算接近。以5亿规模为对比口径，19年“固收+”打新基金的业绩中枢在10%，相对中长期债基增厚6%左右；20H1“固收+”打新基金收益率中枢约4%，相对纯债业绩增厚约2%。如果单独看打新的业绩贡献，按照基金披露的获配量和100-150%的上市平均涨幅估计，19和20H1的打新贡献分别为5%-7.5%、3-4.5%（通过多参与和提高入围率，获配比例最高分别能达到6.4%和3.5%）。实际打新收益和理论估算值基本符合，部分基金收益偏低，一方面因为参与率未打满，尤其19年科创板开始时参与度偏低；另外，部分基金询价入围率可能不高。

此外，在贡献结构上，也能看到科创板的显著贡献，甚至打新基金业绩和创业板、科创板的二级市场走势有较高相关度。背后原因在于，科创板有高获配率，且新股涨幅和二级市场行情有一定关联。随着开板后全A科技周期行情的陆续展开（科创板和创业板有一定共振效果），上市高涨幅也有望延续。

20年下半年，科创板、创业板注册制和主板的发行节奏较上半年或进一步加快，股市行情大概率向好，我们预计，下半年打新业绩增厚将更加明显。

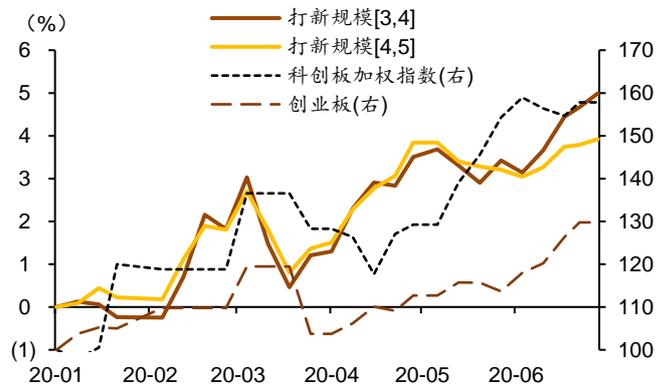
图表39：20年上半年5亿以下规模的偏债打新基金增厚效果最为明显



注：图例中的区间代表打新基金的资金规模（亿）区间，下同；以2020年1月3日为收益率0点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

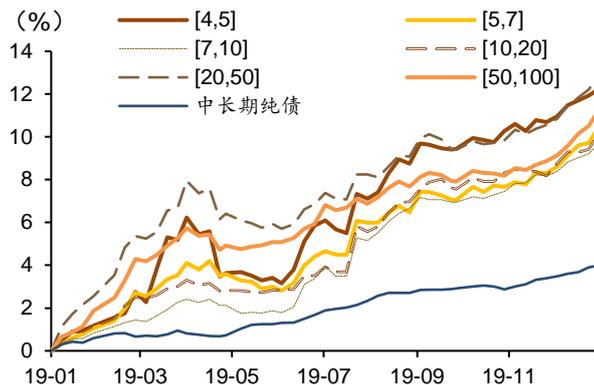
图表40：5亿以下规模偏债打新基金业绩走势和股市行情相关度较高



注：图中指数是指标准化收益率，以2020年1月3日为100，创业板代指创业板指数

资料来源：Wind，华泰证券研究所

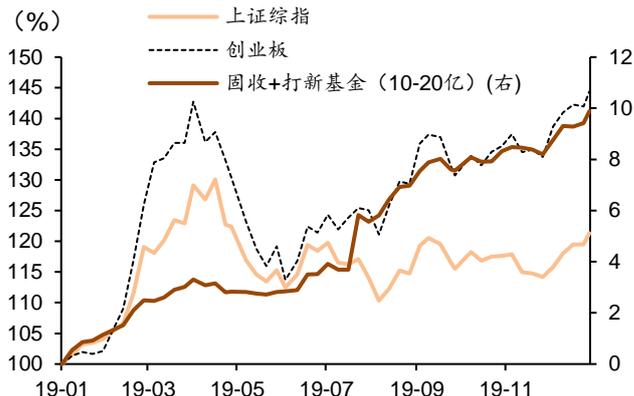
图表41：19年“固收+”打新基金相对纯债基金业绩增厚效果明显



注：图中基金收益率从2019年1月4日起始，计为0

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42：5亿以下规模偏债打新基金业绩走势和股市行情相关度较高



注：图例中上证综指带上证综合指数，创业板代表创业板指，且数值代表标准化收益率，以2019年1月4日为100

资料来源：Wind，华泰证券研究所

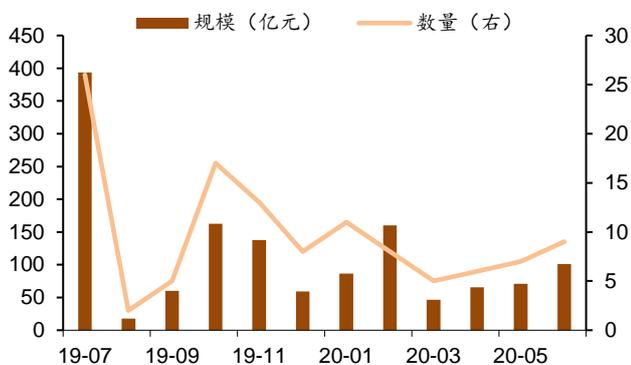
2020 下半年打新基金业绩预测——高增厚可期

结合前文分析，在目前市场环境下，各板块新股涨幅和中签率具有可预测性。我们结合下半年 IPO 规模预期，大致估测打新策略贡献和打新基金全年业绩。

IPO 规模预测

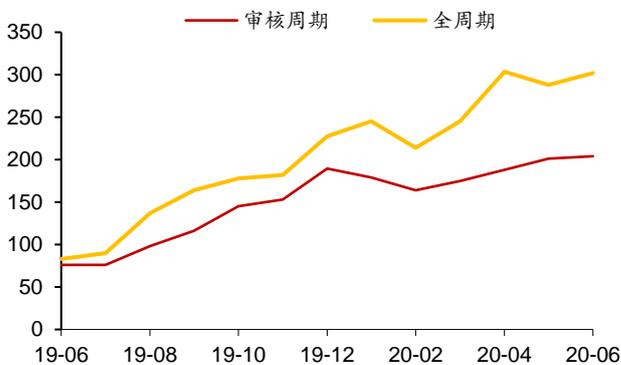
上半年主板发行节奏较快，科创板受制于行情和年报等因素发行略有减缓。上半年主板(包括中小创) IPO 积极推进，发行节奏明显快于 19 年平均水平。总共发行 78 支，每月平均发行约 13 支，规模 905 亿。而科创板因板块行情波动和年报等因素，发行节奏略降，共发行 46 支，每月发行约 7 支，规模共 530.9 亿。

图表43：科创板发行节奏



资料来源：Wind，华泰证券研究所

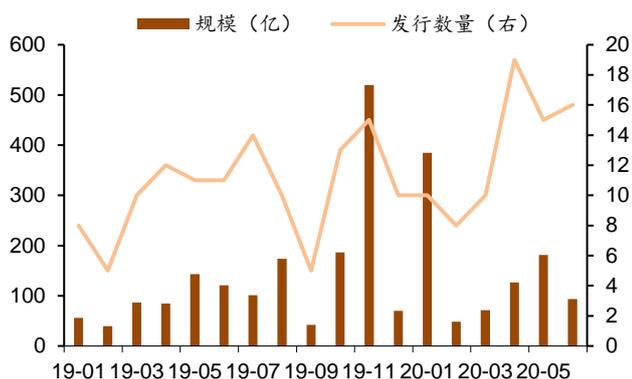
图表44：因业绩期和疫情等因素干扰，科创板审核周期有所延长



注：审核周期代表从交易所受理到上市的时间，全周期代表从 IPO 预案公布到上市的时间

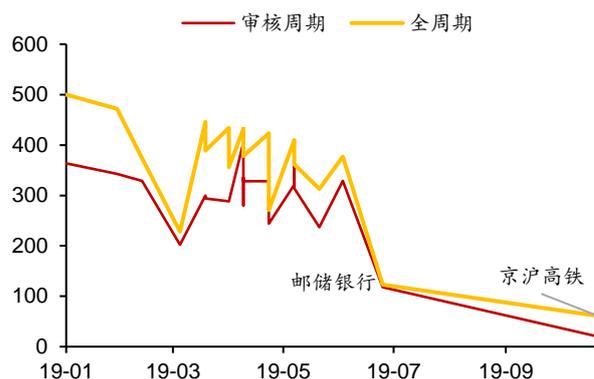
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45: 主板发行节奏



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 主板19年后申请的全审核周期约300-350天

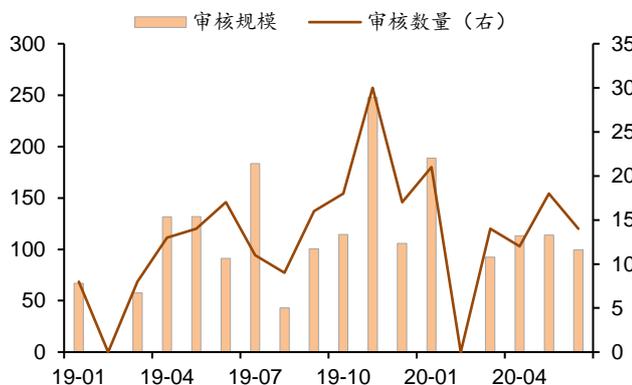


注: 审核周期代表从证监会受理到上市的时间, 全周期代表从IPO预案公布到上市的时间

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

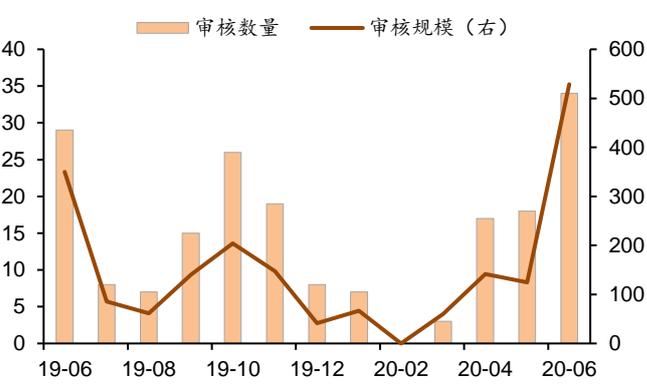
而在审核节奏方面, 20Q2 科创板高效推进, 主板略有下降。19 年来, 主板和科创板均保持较高的审核通过率, 科创板约 88-93%, 而主板略低, 约 83-90%。疫情复工后, 全 A 各板块新股审核节奏有所加快, 尤其科创板审理家数和规模均呈现快速增长的趋势。截至 6 月 30 日, 20 年上半年科创板共过审 79 家, 规模 1121.6 亿, 包括中芯国际、寒武纪等重点公司的快速审核发行; 而 19 年全年科创板共过审 112 家, 规模 1030.2 亿。主板(包括中小创)共过审 79 家, 规模 607.7 亿。

图表47: 19年来主板过审节奏



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表48: 科创板过审节奏



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在审和预备项目充足, 我们预计, 20 年下半年科创板发行迎头赶上。结合存量项目来看, 后续储备充足, 预计科创板和主板全年发行量同比都将继续提升。其中, 截至 20 年 6 月 30 日, 科创板审核通过待注册上市的共 40 支, 规模 344 亿; 提交审核后, 交易所已回复或问询的仍有 146 支; 主板发审委审核通过的共 25 支, 规模 190.0 亿, 申报审理中的共 109 支。此外, 截至 20 年 6 月 30 日, 尚未进入审核程序的预案, 科创板有 34 家, 主板 166 家(仅假设 19 年 7 月后披露预案为待发有效预案)。

创业板注册制方面, 从受理进度和正在 IPO 辅导的数量来看, 待发数量较为可观。6 月 22 日, 创业板首批审核正式启动, 截至 7 月 14 日已受理 17 批共 282 支新股申请, 平均规模 6.5 亿。其中, 6 月 30 日前, 受理原证监会审核的申报共 96 支; 30 日起开始受理新增申报。此外, 6 月 19 日前, 仍有 45 家 IPO 处于投行辅导阶段, 预计后续也将陆续提交审理。因此, 结合 19 年来的发行节奏看, 目前储备项目足以保证下半年创业板的快节奏发行。

综合来看，我们对下半年各板块发行规模的预测为：

1、主板和中小板，每月平均发行 5 支，按 8 亿平均规模算（根据 19 年以来新股平均规模计），下半年发行总规模预计达约 240 亿；

2、科创板，每月平均发行 13 支，按 8.5 亿平均规模算（根据 19 年以来新股平均规模计），下半年发行总规模预计达约 680 亿；

3、创业板，可分为原证监会在审和注册制新增项目两部分处理，预计共发行 88 支，规模约 440 亿。具体来看：1)“老项目”发行。“老项目”转移至深交所前，在证监会已经开始审核且个股审核进度有所不同，发行进度按上半年创业板发行节奏估计更为合理。上半年创业板平均每月平均发行 5 支，每支平均规模约 4.5 亿，而 7 月已经发行 13 支。按此估算，8 月起，每月“老项目”将发行 5 支，下半年总计约 38 支，以平均 5 亿规模计共 190 亿；2)“新项目”发行。根据深交所公告，注册制“新项目”7 月 27 日将正式上市，整体板块将按新交易规则执行。从审核进度看，新增项目预计将略快于科创板发行审核进度。综合来看，预计 8 月起，“新项目”每月发行 10-15 支，总发行 50 支，规模共计 250 亿。

因此，综合以上分析判断，我们预计，下半年各板块总共将发行 1360 亿，全年发行 2743 亿。

2020 年下半年打新收益展望

展望 20 年下半年打新收益，预计收益贡献将继续扩大，并好于上半年。新股涨幅方面，在资金面向好和政策红利推动下，股市整体预期或好于上半年，尤其是科技周期主线或更加明确，新股涨幅有较大概率延续上半年的中枢水平。在发行节奏方面，创业板注册制箭在弦上，经历上半年准备期后将正式登上舞台，并有望贡献可观打新收益；科创板在二季度后审核与发行节奏明显加快，下半年发行量或有所增加。主板相对平稳，但仍有一定贡献。综合 19 年来各板块的新股收益特征和获配情况，我们对 2020 年下半年的打新贡献预测如下：

第一、主板方面（包含中小板）收益约 0.26%。我们预计：1、下半年主板和中小板预计发行 30 支新股，共计 240 亿；2、在网下打新参与账户数量趋于稳定情况下，平均 8 亿规模新股对应的三类投资者中签率为 0.031%、0.03%、0.01%；3、市值规模 1 亿以上的账户基本可覆盖多数新股的顶格申购；4、新股开板收益率预计在 100-200%之间；5、询价入围率按 100%计。根据以上分析进行测算，下半年主板打新的 A 类投资者绝对收益贡献约 130 万。对 5 亿元的打新基金，按平均涨幅 140%计，收益增厚约 0.26%。

图表49：下半年主板（中小板）打新收益率（%）预测（A类）

账户规模/上市涨幅	1	2	3	5	10	20	50
100%	0.93	0.47	0.31	0.19	0.09	0.05	0.02
120%	1.12	0.56	0.37	0.22	0.11	0.06	0.02
140%	1.30	0.65	0.43	0.26	0.13	0.07	0.03
160%	1.49	0.74	0.50	0.30	0.15	0.07	0.03
180%	1.67	0.84	0.56	0.33	0.17	0.08	0.03
200%	1.86	0.93	0.62	0.37	0.19	0.09	0.04

资料来源：华泰证券研究所

第二、科创板方面，预计收益增厚约 3.68%。具体来看：1、下半年预计发行 80 支新股，规模达 680 亿，3 亿规模账户可覆盖多数打新申购上限；2、平均 8.5 亿新股规模对应的三类投资者中签率为 0.065%、0.062%、0.055%；3、新股开板收益率预计在 80-180%之间；4、询价入围率按 90%计；5、考虑抽签 10%限售部分个股涨幅按 50%计。按此预估测算，下半年科创板打新的 A 类账户绝对收益中枢贡献约 1839 万，对 5 亿元的打新基金，按 140%的上市涨幅计，收益增厚约 3.68%（未考虑中芯国际等大盘贡献）。

图表50： 下半年科创板打新收益率 (%) 预测 (A类)

账户规模/上市涨幅	1	2	3	5	10	20	50
80%	5.71	3.60	3.60	2.16	1.08	0.54	0.22
100%	6.55	4.45	4.45	2.67	1.33	0.67	0.27
120%	7.39	5.29	5.29	3.17	1.59	0.79	0.32
140%	8.24	6.13	6.13	3.68	1.84	0.92	0.37
160%	9.08	6.97	6.97	4.18	2.09	1.05	0.42
180%	9.92	7.82	7.82	4.69	2.34	1.17	0.47

资料来源：华泰证券研究所

第三、创业板方面，预计收益率约 2.04% (5 亿规模)。具体看：1、下半年预计发行 88 支新股，单只规模约 5 亿，2 亿规模可覆盖多数新股；2、5 亿规模对应三类中签率约 0.054%、0.052%、0.042%；3、开板收益率参照科创板，在 80-180%之间；4、入围率按 85%计，下半年创业板 A 类账户绝对收益中枢贡献约 1022 万；5、抽签部分假设同科创板。综合来看，对 5 亿元的打新基金，按平均首日涨幅 140%计，收益率约 2.04%。

图表51： 下半年创业板打新收益率 (%) 预测 (A类)

账户规模/上市涨幅	1	2	3	5	10	20	50
80%	3.00	3.00	2.00	1.20	0.60	0.30	0.12
100%	3.71	3.71	2.47	1.48	0.74	0.37	0.15
120%	4.41	4.41	2.94	1.76	0.88	0.44	0.18
140%	5.11	5.11	3.41	2.04	1.02	0.51	0.20
160%	5.81	5.81	3.88	2.33	1.16	0.58	0.23
180%	6.52	6.52	4.34	2.61	1.30	0.65	0.26

资料来源：华泰证券研究所

第四、超大盘新股获配对增厚业绩将也起到重要贡献。从 7 月后的发行和待发预募集资金来看，大盘新股数量不多，最重要的即是中芯国际。从中芯国际的获配量来看，网下申购上限 16 亿，A 类投资者中签率为 0.77%，按最高获配+首日卖出可获利 5300 万，对 20 亿规模基金增厚 2.65%；而对于 5 亿规模基金，最多可获利 808 万，收益率增厚 1.62%。显然，如能成功申购中芯国际此种“天量”新股，对打新的收益增厚将很明显。此外，君实生物、国盾量子、奇安信、孚能科技等单笔获利也超百万，提高重点品种的入围率无疑是打新投资者的重要任务。

综合来看，对于 5 亿规模的“固收+”打新基金，我们预计下半年打新收益率中枢 5.98%，如果中芯国际获配，则可增至 7.6%；而随资金规模增加，打新收益将被摊薄，如 15 亿规模，预计下半年平均收益将达 2.01%，但如获配中芯国际，收益率最多可增至 5.51%。此外，在股市向好情况下，5 亿规模的底仓可能贡献约 1%收益，大资金略有降低，15 亿规模预计贡献 0.5%；债券部分或达到 2-3%水平。结合上半年“固收+”打新基金的实际收益情况，预计全年 5 亿规模的“固收+”打新基金收益率将达 13-14.6%，对 15 亿规模的“固收+”打新基金，收益率将达 7-10.5%。当然，随着更多资金的介入，以及底仓的市值波动，该“低风险”回报长期看有可能被逐步摊薄。

风险提示

- 1、打新规则如果发生重大变化，将影响打新策略；
- 2、打新参与群体如果变化较大，将对询价和中签产生较明显的影响；
- 3、二级市场行情如发生超预期波动，可能影响新股涨幅，进而影响打新策略；
- 4、各类假设和实际可能有偏差，导致收益率测算不准确。

附表：

图表52： 报告中涉及的个股信息

公司名称	Bloomberg 代码	目标价 (元)	评级
建龙微纳	688357 CH	-	无评级
久日新材	688199 CH	-	无评级
卓越新能	688196 CH	-	无评级
京沪高铁	601816 CH	-	无评级
中国广核	003816 CH	-	无评级
中芯国际	688981 CH	-	无评级
寒武纪	688256 CH	-	无评级
复旦张江	688505 CH	-	无评级
杭可科技	688006 CH	-	无评级
光云科技	688365 CH	-	无评级
君实生物	688180 CH	-	无评级
国盾量子	688027 CH	-	无评级
奇安信	688561 CH	-	无评级
孚能科技	688567 CH	-	无评级
祥生医疗	688358 CH	-	无评级
杰普特	688025 CH	-	无评级
昊海生科	688366 CH	-	无评级

资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，张继强，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师张继强本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司