

剑指三高见成效 稳妥过渡注册制

——2014 年 IPO 市场回顾暨 2015 年展望

相关研究

《向注册制过渡埋下伏笔——解读新股发行体制之第三阶段改革》20120405

《提升主承主导权 呵护市场存争议——第四次新股发行体制改革解读》（征求意见稿）20130614

《后核准时代下的过渡期改革选择——第四次新股发行体制改革解读》20131202

《新股新制度，选秀正当时》——2014 年 1 月 2 日

《因噎废食不足取 应融入中国元素——现阶段自主配售特征分析及存在问题研究》——2014 年 3 月 4 日

《注册制审核信披 重启前续打补丁——证监会主席肖钢两会期间就注册制问题答记者问短评》2014 年 3 月 6 日

《正视卖方市场 规范自主权限——中国证监会完善新股发行改革相关措施的评析》2014 年 3 月 23 日

《制度微调透露配售取向——协会关于新股发行改革配套措施的评析》2014 年 5 月 13 日

《按下葫芦浮起瓢 无形之手当培育》——2014 年第二季 IPO 改革现状分析 2014 年 8 月 19 日

证券分析师

林瑾 A0230511040005
linjin@swsresearch.com

联系人
严晓鸥
(8621)23297818×7559
yanxo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

摘要：

- 2014 年新股发行改革一波三折，折射出市场化改革之路囿于现实条件的薄弱，留有明显的行政化印迹，但注册制改革方向却是明确的，信披质量的改善是一个长期的系统工程。监管理念上，注册制将向事中和事后监管转移，如将部分配售、申购细则等环节的监管职能下放到协会、交易所。
- 多箭齐发直指“三高”，募资总额创新低。第一季平均超募比例高达 81%，而第二季则趋近于零。6 月到 12 月，平均发行 PE 与行业 PE 呈扩大趋势，以致于 2014 年募资总额和单家募资额双双降至 2006 年股改以来的历史最低点，分别为 803.9 亿元和 6.3 亿元。
- “有形之手”在“收”、“放”之间谋求平衡。“收”还体现在发行节奏控制上，有助于稳定市场预期；“放”则体现在上市公司所属行业的选择上，出现相对传统或产能过剩行业，但制造业所占比重仍居绝对优势；而对于沪深交易所上市新股市家数的把控上则是明放实收。
- 网下询价和配售的价格发现功能形同虚设，询价博弈精确至“分”，第二季加权平均报价与发行价的偏离度均值约-0.33%，入围价上下限之差集中分布在[0, 0.01]，入围拼的不再是价值判断，代之以资金实力。行业 PE 及超募约束下的偏低报价给老股减持套现降温的同时，也激发打新狂潮，网上申购倍数在第二季攀至高峰并居高不下。网下中签率的降低幅度大于网上中签率的上涨幅度，再加之新增回拨档次的执行，网下发行占比低至一成，网下中签率呈断崖式下跌，平均单个新股收益率由第一季的平均 9%骤然降至 0.5%，收益首次低于网上。
- 第二季 IPO 中优配对象获配占比显著增加，由第一季的 51%增加到第二季的平均 75%，优配合计占比在[70%, 75%]。公募和社保收益持续领跑。新晋优配对象年金保险成为新赢家。
- 新股爆炒是否有稳健的基本面支撑着实堪忧。第一季新股平均毛利率 CAGR 达 1.51%，而第二季均值仅为 0.01%；且第一季半年报显示，77.08%出现业绩下滑或负增长。
- “打新”显性成本激增的同时，考虑到 2014 年下半年以来二级市场抢眼表现，“打新”隐性成本也水涨船高。新股的开板日收益率与其发行量以及发行价仍然存在一定的相关性。。
- 2015 年将是向注册制过渡的关键一年，即要对重启一年的 IPO 存在的问题进行调整，又要为进一步深化改革而加快法规和制度建设的步伐。预计新股发行节奏将加快，与之对应，募资总额将增加，增幅或超七成；在预期二级市场走势总体偏暖、发行节奏有所加快的前提条件下，预期申购中签率上升倍数将超过上市溢价率下降倍数，打新仍有望取得较好收益。

目 录

1 平稳过渡，铺路注册制	3
1.1 为稳妥过渡注册制作政策伏笔	3
1.1.1 信息披露质量改善是长期系统工程	3
1.1.2 转变监管职能，强调市场的决定性作用	5
1.2 改革求稳，剑指“三高”	6
1.3 “有形之手”的收与放	7
2 偏低报价更集中，新股业绩存隐忧	10
2.1 报价集中度高，博弈精确至“分”	10
2.2 拼资金时代，优配效果显著	12
2.2.1 网下打新进入拼资金时代	12
2.2.2 优配对象获配占比增加	13
2.3 新规“偏心”，网上申购更占优	13
2.3.1 申购狂热，网下不惧市值门槛	13
2.3.2 新增回拨档次，助力网上发行占九成	15
2.4 老股减持意愿下降	16
2.5 新股业绩增速存隐忧	17
3 2014 年 IPO 申购收益剖析	19
3.1 “打新”竞争更趋激烈	19
3.2 申购收益“过山车”，网下首次不敌网上	20
3.3 年金保险成收益新赢家，公募社保收益领跑	22
3.4 仓储物流业收益夺冠，专用设备制造业家数居首	23
3.5 量小价低收益更高	24
4 2015 年 IPO 展望	25
4.1 发行节奏或将加快	25
4.2 融资规模预计超七成	26
4.3 预期收益或增加	27

图表目录

图 1: 信息披露要求细化严格	4
图 2: 2014 年第二季 IPO 超募问题得到明显缓解	6
图 3: 2014 年第二季 IPO 几乎零超募	6
图 4: 2014 年募资规模大幅下降	7
图 5: 2014 年第二季 IPO 实现按月大体均衡发行	8
图 6: 2014 第一季新股所属行业	9
图 7: 2014 第二季新股所属行业	9
图 8: 2014 第一季新股上市板块分布	9
图 9: 2014 第二季新股上市板块分布	9
图 10: 2014 年第二季 IPO 报价比第一季更趋收敛	11
图 11: 2014 第一季 IPO 有效报价上下限之差区间分布	11
图 12: 2014 第二季 IPO 有效报价上下限之差区间分布	11
图 13: 2014 第二季 IPO 优配获配量占优	12
图 14: 2014 第二季 IPO 优配获配量占优	13
图 15: 2014 第二季 IPO 网下申购热情高涨	14
图 16: 2014 第二季 IPO 网下申购热情高涨	14
图 17: 2014 回拨前后网上发行量占比	15
图 18: 2014 第二季 IPO 网下申购热情高涨	16
图 19: 2014 第二季老股减持家数和减持量锐减	16
图 20: 2014 第二季实施减持新股锁 12 个月配售情况	17
图 21: 2014 年新股业绩堪忧	18
图 22: 2014 年 SE1 IPO 48 只新股中报业绩	18
图 23: 2014 年打新零风险高收益	19
图 24: 2014 年第二季网上网下冻结资金量大幅增加	20
图 25: 2014 年第二季 IPO 网下收益首次低于网上	21
图 26: 2014 年第二季 IPO 网下中签率低于网上	21
图 27: 2014 第二季 IPO 优配获配比例占优	22
图 28: 2014 第一季 IPO 浮动绝对收益 top20	23
图 29: 2014 第二季 IPO 浮动绝对收益 top20	23
图 30: 2014 新股所属行业开板日收益	24
图 31: 2014 年发行量偏小的收益偏高	24
图 32: 2014 第一季 IPO 发行价与收益无明显相关性	25
图 33: 2014 第二季 IPO 发行价与收益大致负相关	25
图 34: 注册制箭在弦上	26
图 35: 179 家预披露发行量区间分布 (万股)	27
图 36: 612 家 IPO 排队企业所处审核状态	27
图 37: 2014 年第二季中签率下降大于溢价率上涨	28
 表 1: 信息披露重点改善不突出	 4
表 2: 各部门相关法规	5
表 3: 2015 发行股数及募资额预测	27

1 平稳过渡，铺路注册制

2014 年元月初始，在市场各方的翘首以盼中，IPO 闸门关闭一年之后再度重启，而在重启前夜发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》（以下简称《意见》）重申“以信息披露为中心”，构建事中事后问责体系，加强违规处罚力度，重视发挥市场的决定性作用，可视为后核准时代向注册制过渡的指导性文件之一。新规指导下，52 家新股搭上 2014 年 IPO 的第一班列车，然而，由于存在“老股过度减持套现”、“网下配售利益输送”等引起市场诟病的现象，奥赛康等四家新股被叫停。随后暂停近四个月，监管层进行政策微调，从 6 月份开始，年内第二季 IPO 步入常规化轨道。2014 年共有 127 家新股顺利发行。新股发行市场化改革一波三折的背后，折射出市场化改革之路囿于现实条件的薄弱，因此，2014 年的新股发行制度改革留有明显的行政化印迹，但注册制的改革方向却是明确的。

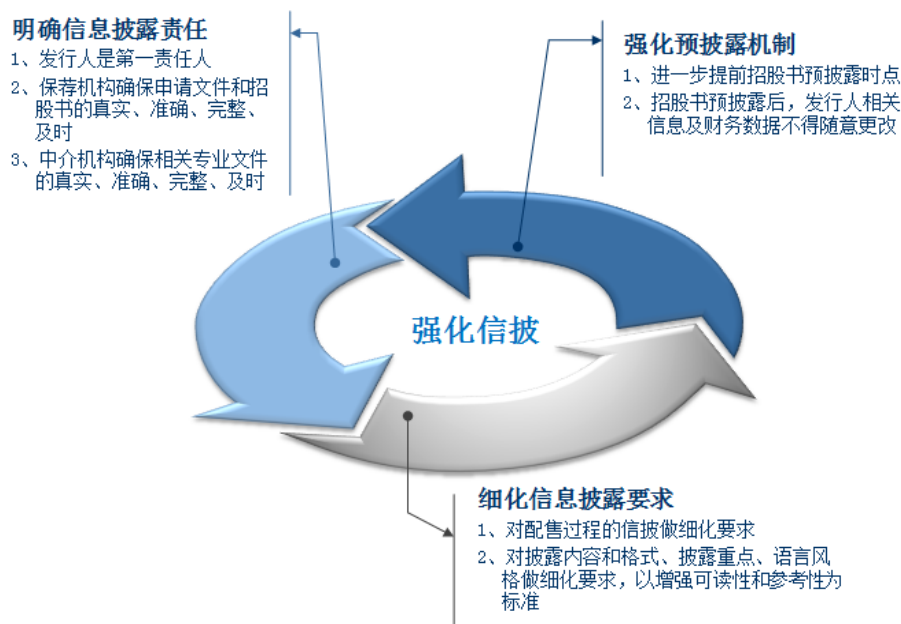
1.1 为稳妥过渡注册制作政策伏笔

1.1.1 信披质量改善是长期系统工程

注册制是以信息披露和尽职调查为核心，真实、及时、准确、完整的信息披露是注册制高效发行的基础。《意见》明确指出“股票发行以信息披露为中心”，并从多个角度对信息披露进行细化规定。其一、**明确信息披露责任**。

《意见》明确规定发行人是信息披露第一责任人，全面配合中介机构开展尽职调查；保荐机构应当对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查；会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等证券服务机构应当确保所出具的相关专业文件的信息披露质量。其二，**强化预披露机制**，为加强社会监督，发行人招股说明书申报稿正式受理后，即在中国证监会网站披露。其三，**细化信息披露要求**，《意见》要求发行人和主承销商对配售的条件、原则、获配投资者及其获配信息、提供有效报价但未参与申购的投资者信息等进行详细的披露；在信息披露的内容和格式上也做了细致规定，要求发行人对影响投资者决策的信息如业务模式、风险等进行重点披露，同时要求使用浅白的语言，以增强信息的可读性。

图 1：信息披露要求细化严格#



资料来源：申万研究

然而必须认识到的是信息披露质量的改善并不是一蹴而就的。对比 2014 年和 2012 年新股招股书的信息披露各部分的构成，我们发现《意见》中强调的信息披露的重点并没有得到显著的改善。《意见》强调的信息披露重点是：发行人主要业务及业务模式、外部市场环境、经营业绩、主要风险因素等对投资者投资决策有重大影响的信息。以同属于软件和信息技术服务业的飞天诚信和旋极信息为例，能够体现证监会要求重点披露的“发行人主要业务及业务模式、外部市场环境”的业务和技术板块在招股书中的篇幅所占的比重并没有增加，2014 年发行的飞天诚信的业务和技术在招股书中的占比是 23.71%，低于 2012 年发行的旋极信息；体现经营业绩的财务会计信息板块以及主要风险因素的风险板块在招股书中的占比只是略有小幅提升。如果说不能简单地以篇幅的长短来衡量信披质量的高低，那么从具体的内容来看，“业务和技术”板块更多仍然是对整个行业现状的泛泛而谈，对于企业自身的业务模式、盈利模式和潜力等有针对性的详细叙述则大多寥寥数笔带过；关于“风险”的描述亦鲜有针对企业自身的个性化风险的披露。因此，信披质量的改善是一个长期的系统工程，以信息披露为中心需要常抓不懈。

表 1：信息披露重点改善不突出#

项目	飞天诚信（2014）		旋极信息（2012）	
	页数	占比	页数	占比
业务和技术	92	23.71%	101	29.02%
财务会计信息	27	6.96%	21	6.03%
管理层讨论与分析	46	11.86%	44	12.64%
风险因素	8	2.06%	7	2.01%

董事、监事、高级管理人员与核心技术人员	12	3.09%	9	2.59%
未来发展与规划	10	2.58%	5	1.44%
募集资金运用情况	77	19.85%	42	12.07%
股利分配政策	5	1.29%	1	0.29%
同行业竞争与关联交易	10	2.58%	14	4.02%
公司治理	11	2.84%	12	3.45%
其他章节	90	23.20%	92	26.44%

资料来源：申万研究

1.1.2 转变监管职能，强调市场的决定性作用

在监管理念上，未来注册制将弱化事前监管，而呈现向事中和事后监管转移的趋势，事前更多地依靠市场发挥决定性作用，而事中和事后则通过依赖中介机构尽职调查，加强信息披露以及加大对于中介机构和发行人违规行为的监察和惩罚力度来保障发行市场的顺畅健康运行。在此理念指导下，监管层的监管职能也在转变。《意见》明确提出将进一步理顺发行、定价、配售等环节的运行机制，发挥市场的决定性作用。证监会在不断强调发挥市场的决定性作用的同时，也在逐渐将部分配售、新股申购细则等环节的监管职能下放到协会和交易所，而开始将更多的注意力集中到事中和事后的监察和制定相关的违规惩罚措施。

表 2：各部门相关法规#

监管部门	监管条文	监管内容	颁布时间
中国证监会	《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》 《关于修改〈首次公开发行股票时公司股东公开发售股份暂行规定〉的决定》 《中国证监会完善新股发行改革相关措施》 《首次公开发行股票企业信息披露质量抽查工作规程》	发行承销规定 事后监察	2014/3/21 2014/9/9
中国证券业协会	《关于修改〈首次公开发行股票承销业务规范〉的决定》 《首次公开发行股票网下投资者备案管理细则》 《首次公开发行股票配售细则》	承销、配售 细则/业务规范	2014/5/9
上海证券交易所	《上海市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》 《上海市场首次公开发行股票网下发行实施办法》 上交所《关于新股上市初期交易监管有关事项的通知》	网上网下申购 实施办法 上市细则	2014/5/9 2014/6/13
深圳证券交易所	《深圳市场首次公开发行股票网下发行实施细则》 《深圳市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》 深交所《关于完善首次公开发行股票上市首日交易机制有关事项的通知》	网上网下申购 实施办法 上市细则	2014/5/9 2014/6/13

资料来源：证监会、证券业协会、上交所、深交所网站、申万研究

从 2014 年证监会、协会和交易所所发的与新股发行有关的文件来看，证监会除了发布具有纲领性的规定和办法外，开始对已上市公司的财务数据等信息披露逐步进行抽查：今年 9 月份证监会发布《首次公开发行股票企业信息披露质量抽查工作规程》，以规范信息披露抽查工作，加强事后监管。而协会和交易所则更侧重与事前和事中实施过程的监管和指导。比如，协会修改承销业务的规范，建立了对于承销商的打分机制、建立了网下投资者的备案和管理细则以及网下配售细则；上交所和深交所则对申购细则和上市交易细则进行规范。

1.2 改革求稳，剑指“三高”

在我国新股发行市场横亘已久的顽疾——“三高”发行现象，在 2014 年第二季 IPO 中终于得到了明显缓解。今年 IPO 开闸之前发布的一系列旨在为注册制暖场的改革措施，使得 2014 年第一季新股发行更加市场化的同时，久被诟病的“三高”却再次触动了监管层敏感的神经。2012 年 IPO 闸门关闭之前，“三高”问题突出，2012 年平均超募比例高达 86%，发行市盈率普遍高于行业市盈率，且前者与后者的差距最高达到 30.98。2014 年第一季新股发行市场似乎旧习难改，平均超募比例与 2012 年相当，高达 81%，虽然平均发行市盈率与行业市盈率之差为负值，但是平均发行价却高于 2012 年的平均水平。

图 2：2014 年第二季 IPO 超募问题得到明显缓解#

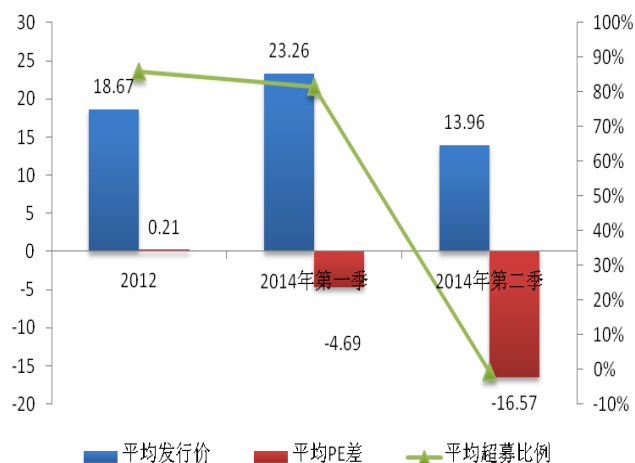
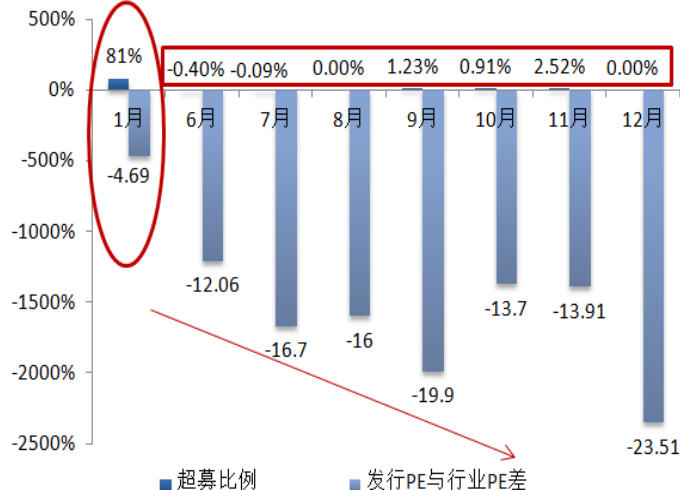


图 3：2014 年第二季 IPO 几乎零超募#

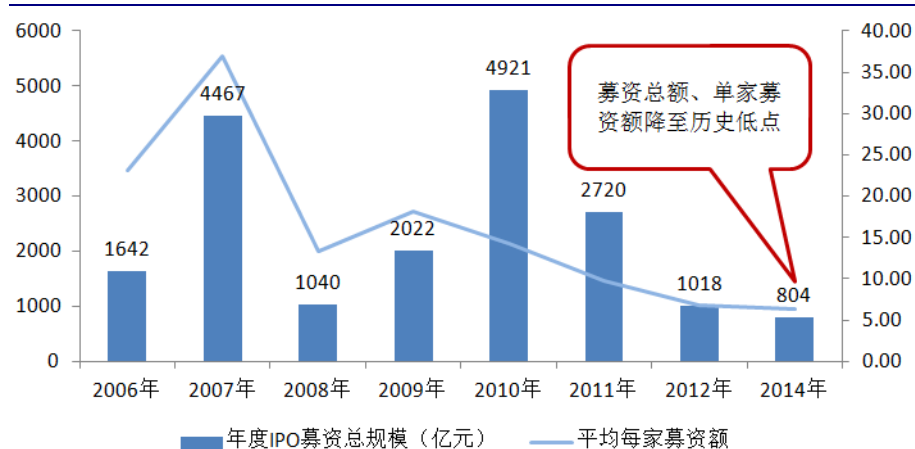


资料来源：申万研究 wind 资讯

为此，监管层紧急叫停仅仅启动了一个月不到的 IPO，在第二季的改革中采取一系列政策措施，多箭齐发，直指“三高”。其一，新股发行募资数量不再与募投项目资金需求量强制挂钩，即放宽了原超募基准——固定资产投资项，认可了募集资金的其他一般用途，如补充流动资金、偿还银行贷款等；其二，发行市盈率如超过行业市盈率，将推迟三周发行，并连续三周发布特别风险公告，以遏制发行价和发行市盈率过高。其三，继续将“超募

与老股转让挂钩”，同时要求公司股东公开发售股份数量，不得超过自愿设定 12 个月及以上限售期的投资者获得配售股份的数量，以抑制老股过度减持套现。

图 4：2014 年募资规模大幅下降#



资料来源：申万研究

6 月份再次重启的**第二季 IPO**，“三高”终于得控。平均超募比例趋近于零，其中 6、7 月份的超募比例为负值，发行市盈率几乎全部低于行业市盈率，平均市盈率之差降至-16.57，且从 6 月到 12 月，差距呈现扩大趋势，发行价均值也出现了显著下降。与此同时，2014 年 IPO 累计募资约 803.9 亿元，单个新股的融资规模约 6.3 亿元，分别较 2012 年下降了 21%和 7.34%，并双双降至 2006 年股改以来的历史最低点。然而遗憾的是“三高”得控，靠的是行政化的有形之手，而非市场化的无形之手。

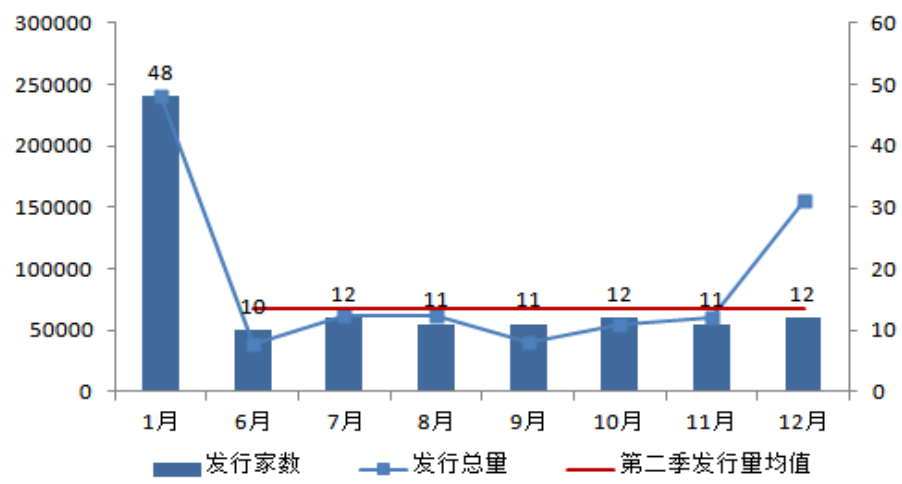
1.3 “有形之手”的收与放

注册制下，市场的自我调节将起决定性作用，然而，在市场“无形之手”的自我调节机制尚不健全，短期内难以发挥显著效果的过渡期，监管层的“有形之手”也开始在“收”与“放”之间谋求平衡。“有形之手”的“收”除了严控“三高”，还体现在对于发行节奏和发行量的控制上，“有形之手”的“放”则体现在上市公司所属行业的选择上；而对于沪深交易所上市新股市家数的把控上则是明放实收。

证监会主席肖钢曾在 5 月份表示：从 6 月到年底，计划发行上市新股 100 家左右，并按月大体均衡发行上市。虽然后来发行 100 家的截止时间延长到 2015 年 2 月份，但是却实现了按月大体均衡发行的目标。6 月份到 12 月份，平均每月发行的家数在 11 家左右；除了 6 月份的发行量较小约为 3.8 亿股和 12 月份的发行量较大约为 15 亿股（国信证券发 12 亿股）之外，每月的发行总量也大致在 6 亿股左右。

按月均衡发行有助于投资者对于新股发行节奏形成稳定的预期，从而在新股发行之时不至于对二级市场运行造成太大扰动，在目前二级市场尚不够成熟的前提下，按月均衡发行有其积极意义。

图 5：2014 年第二季 IPO 实现按月大体均衡发行#



资料来源：申万研究

在上市公司所属行业的限制性上，监管层开始“放手”。今年上市新股所属的行业不再局限于国家所鼓励的行业或者新兴行业，一些相对传统的或者产能过剩的行业开始出现，比如畜牧业、食品制造业、纺织业、采矿业、等。从两季 IPO 的行业分布来看：整体行业分布较为分散，但制造业所占的比重仍然居绝对优势；第一季中服务业所占的比重约为 23%，大于第二季的 12%。第一季发行家数较多的行业是软件和信息技术服务业、电气机械及器材制造业和专用设备制造业，第二季则是专用设备制造业、计算机、通信和其他电子制造业。

未来注册制条件下，投资者自行对股票的投资价值做出判断，因此，交易所不应该对上市公司所属行业做出限制，只要不是违法违规及即将要淘汰行业的企业，又能够给投资者创造利润，就应该允许其上市，而不能仅看是否符合国家产业政策。此外，应该逐步放开盈利门槛的限制，让诸如互联网、电商等成长型行业中优秀企业也能从资本市场中汲取发展动力。

图 6：2014 第一季新股所属行业#

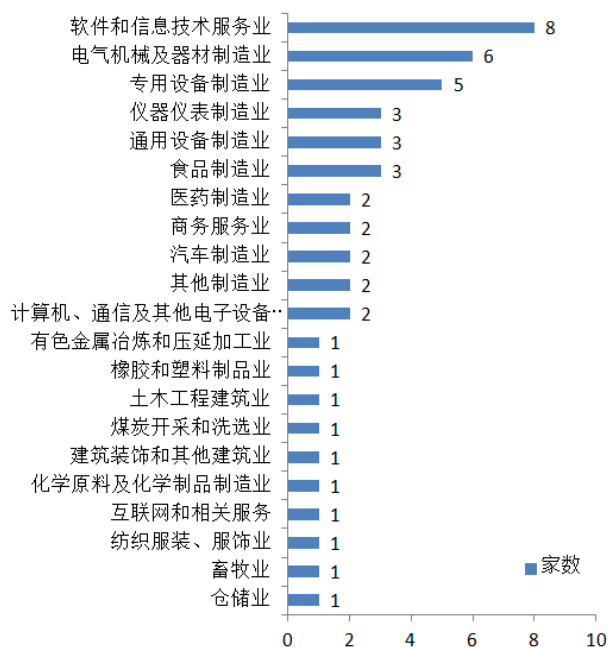
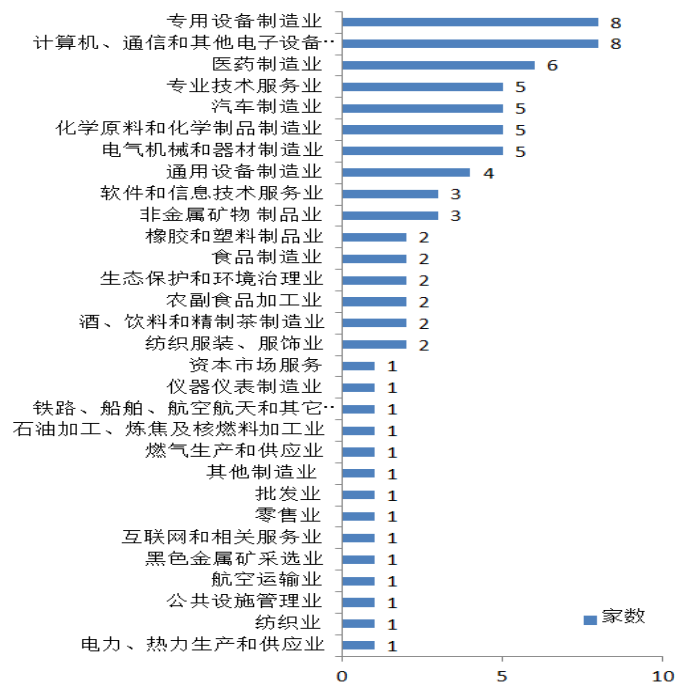


图 7：2014 第二季新股所属行业



资料来源：申万研究 wind 资讯

而在对沪深交易所上市新股家数的把控上，“无形之手”则是明放实收。一直以来，IPO 企业根据新发股份数量确定上市所在地，今年三月份，证监会官方微博称，首次公开发行的企业可以根据自身意愿，在沪深市场之间自主选择上市地，不与企业公开发行股份数多少挂钩。看起来是监管在“放手”，然而实际上，证监会于今年四月份在公开场合表示：为充分发挥沪深两家交易所的服务功能，中国证监会将按照均衡安排沪、深交易所首发企业家数的原则，对具备条件进入后续审核环节的企业按受理顺序顺次安排审核进程。今年第一季和第二季 IPO 沪深交易所的挂牌新股的家数的对比结果再一次验证了“有形之手”的实质调控：第一季由于普遍发行规模偏小，近 90% 的新股被安排在深交所挂牌，而在第二季发行规模同样偏小的情况下，上交所挂牌家数占比上升到近 50%，最终实现了沪深交易所均衡发行的政策目标。

图 8：2014 第一季新股上市板块分布#

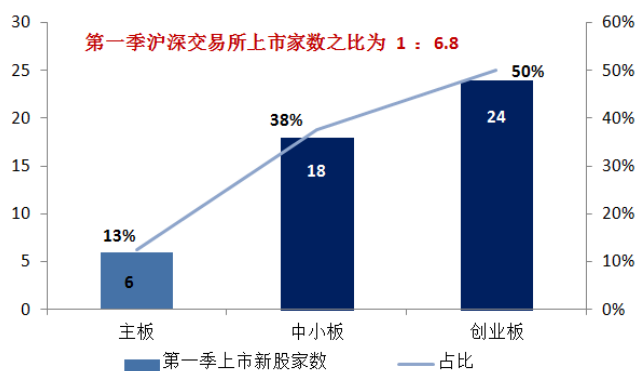
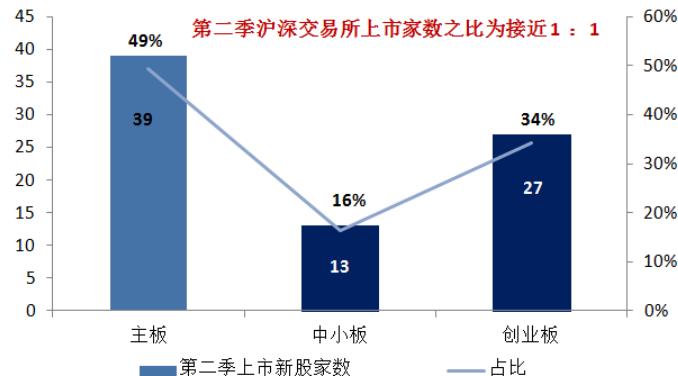


图 9：2014 第二季新股上市板块分布#



资料来源：申万研究 wind 资讯

在不断向注册制过渡的过程中，证监会的部分监管职能将不断下放至交易所和协会，因此，充分发挥沪深两家交易所的服务功能，不断提高交易所的服务质量显然是必行的配套之举。短期来看，通过平衡两大交易所的挂牌企业数量来不断扶持交易所服务职能的提升有一定的必要性，但是长期而言，还是应该通过市场的选择倒逼交易所不断提升。

在“无形之手”的自我调节机制尚待完善，辅之以“有形之手”的及时纠偏无可厚非，但是在注册制渐行渐近，发行市场化程度将不断提高的背景下，如果“有形之手”用力过多，显然是不合时宜的。未来如何进一步加大市场化发行的步伐，合理使用“有形之手”以使“无形之手”更好的发挥决定性作用，将考验着管理层以及市场主体的智慧。

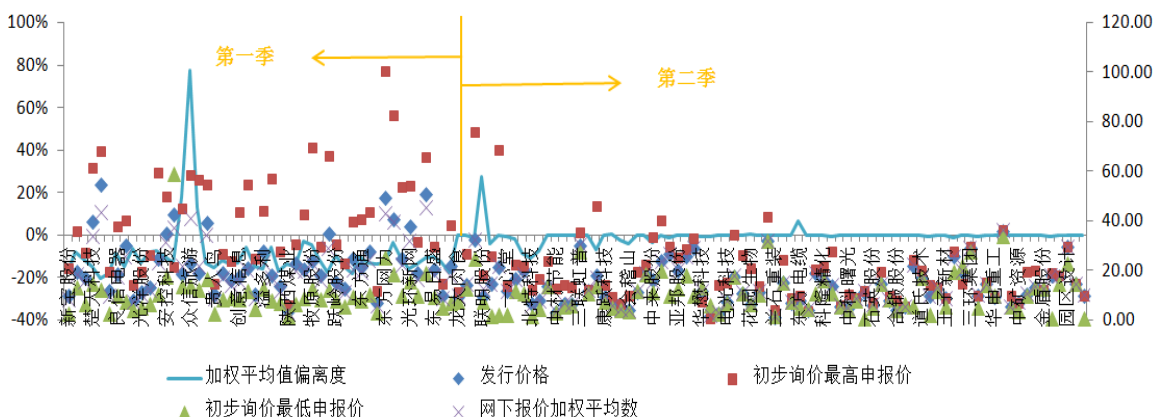
2 偏低报价更集中，新股业绩存隐忧

通过解一元一次方程就几乎能够算出的发行价，使得网下询价和配售的价格发现功能形同虚设，更加集中的报价，使得入围报价博弈精确至“分”，更多时候，入围拼的不再是价值判断能力，而代之以资金雄厚程度。行业市盈率以及超募约束下的偏低报价给老股减持套现降温的同时，也激发了投资者的打新狂潮，再加之新增回拨档次的执行，网下发行量占比低至一成，收益首次低于网上。与新股上市之后普遍的连续七到八个涨停形成对比的是其惨淡的经营业绩，被爆炒的股价能否有稳健的基本面支撑着实堪忧。

2.1 报价集中度高，博弈精确至“分”

为了抑制机构投机性报价，新修订的《证券发行与管理办法》要求同一机构的配售对象只能以机构为单位统一报价，这降低了机构通过运用不同的配售对象进行梯次报价博得入围率的机会；同时，在第二季的发行制度改革中，证券业协会规定：对于报价偏离发行价 $\pm 10\%$ 之内，将给予单次 0.5 分的奖励，此项设计意在一定程度上激励投资者理性报价；更重要的是在不得超募的约束下，由详细披露的发行量、募资净额、发行费用，来求解一道一元一次方程数学题，便可简单算出发行价。更加确切的发行价以及激励理性报价的措施，更趋收敛的报价区间便在预料之中：第一季 IPO 中初步询价最高价与最低价之差的均值为 31.41，是第二季 9.66 的 3.26 倍；加权平均报价与发行价的偏离度均值为 -9.21%，比第二季 -0.33% 高 27 倍。

图 10：2014 年第二季 IPO 报价比第一季更趋收敛#

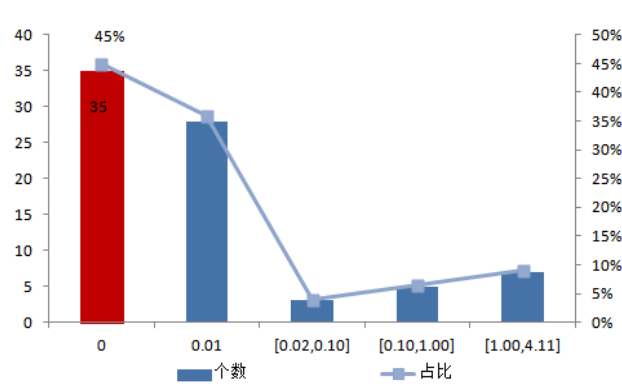
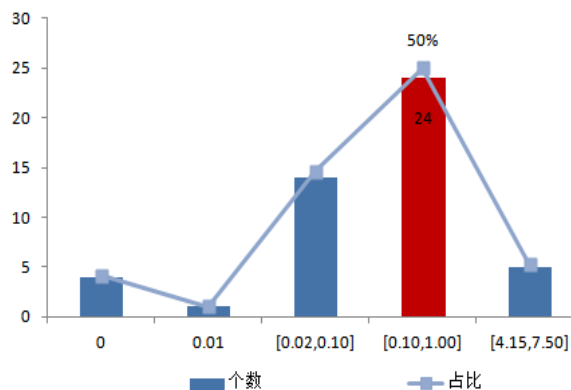


资料来源：申万研究

报价集中度提高的直接后果是询价参与主体之间的报价博弈更加精细化，以至于能否入围取决于“分”的较量。通过对两季 IPO 有效报价即入围价格上下限之差的区间分布进行统计分析发现：第一季 IPO 入围价格上下限之差集中分布在 $[0.1, 1]$ 区间，即入围的价格博弈主要精确到“角”，或者是“元”，而第二季 IPO 入围价格上下限之差集中分布在 $[0, 0.01]$ ，确切地说是 0 和 0.01，即入围的价格博弈精确到“分”。

图 11：2014 第一季 IPO 有效报价上下限之差区间分布#

图 12：2014 第二季 IPO 有效报价上下限之差区间分布#



资料来源：申万研究 wind 资讯

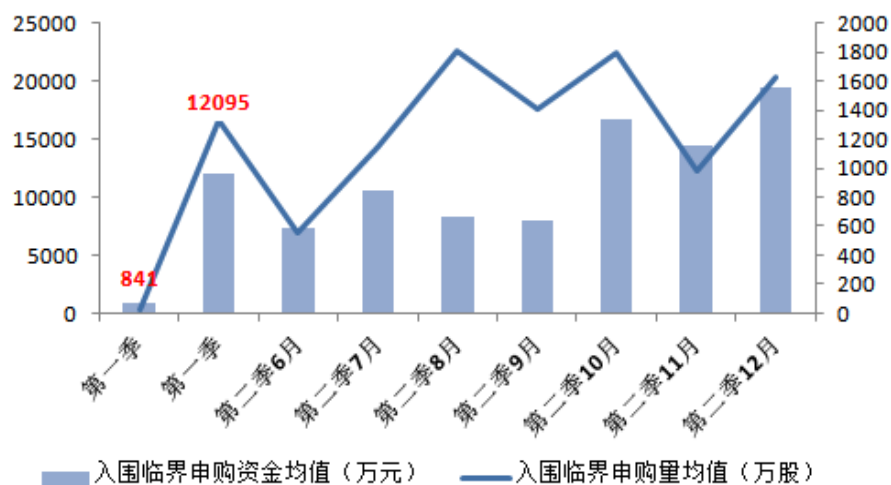
网下询价对象对于所申购新股的报价本来应该是基于新股的投资价值，在自身投资经验和知识的指导下，运用科学的估值理论与模型所作出的估测，由于投资主体的投研能力与投资理念等的差异性，其所报出的价格存在一定的，甚至是较大的差异性应该都是正常的，**报价越接近发行价的投资者入围是对其投研能力的补偿**，这体现了公平的甄别机制，然而，精确到“分”的报价博弈，显然失去了这种甄别能力，能否入围的最重要因素似乎不再取决于报价。

2.2 拼资金时代，优配效果显著

2.2.1 网下打新进入拼资金时代

在发行价格几乎可以通过解简单的一元一次方程得出，网下机构投资者的报价区间更趋收敛甚至一致，网下配售基本依照“价格优先、数量优先、时间优先”筛选顺序的前提下，打新申购能否晋级开始取决于申购量的大小，确切的说是申购资金的雄厚程度，网下打新俨然进入拼资金时代。

图 13：2014 第二季 IPO 优配获配量占优#



资料来源：申万研究

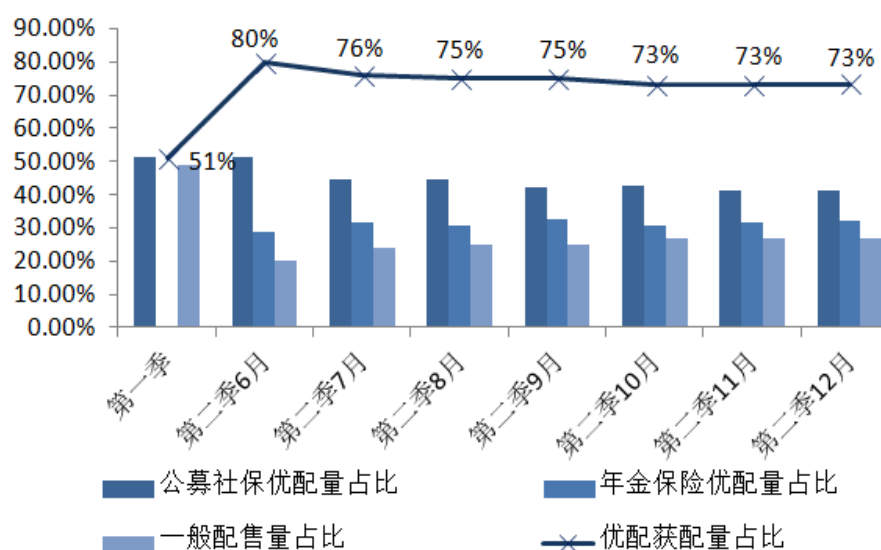
在对 2014 年发行的 114 只新股（样本不包含相同报价下以时间优先进行剔除的 3 只新股以及相同报价下以机构申购总量作为剔除标准的 10 只新股）网下剔除报价上的入围临界申购量以及入围临界申购资金进行统计发现：仅有跃岭股份、海天味业、岭南园林三家新股的入围临界申购量不为 0，入围临界申购量均值仅为 20 万股，对应的临界申购资金是 841 万元，而第二季 67 只样本新股中，有 55 只入围临界申购量不为 0，即占比达 80% 的新股其网下申购者在相同报价上因申购量不足，抑或申购资金紧张而无法入围。第二季入围临界申购量均值是 1331 万股，是第一季的 66 倍；入围临界申购资金均值是 12095 万元，是第一季的 14 倍。因此，对于网下投资者而言，在同等报价水平下，量多者得的配售规则决定着网下打新时，资金量雄厚的投资者会更占优势。

理论上讲，网下配售最重要的使命是通过向有经验的投资者进行询价来实现价格发现功能。而在价格已能够简单算出，报价愈加趋同的前提下，本来应该作为网下配售原则中首要考虑因素的价格，已经基本失去甄别意义，反而是申购数量和时间开始发挥着配售的决定作用。

2.2.2 优配对象获配占比增加

继《意见》首次将公募基金和社保基金作为优先配售对象，并规定其获配比例不得低于网下发行总量的 40% 之后，今年 3 月份微调后的《证券发行与承销管理办法》（以下简称《办法》）首次将年金和社保基金作为优先配售对象，增加了网下优配类型，鼓励了具有公众性质的年金和社保的申购积极性。虽然《办法》并没有对保险和年金的获配量占比做明确的规定，但规定了年金保险的获配比例不得低于一般配售对象。

图 14：2014 第二季 IPO 优配获配量占比#



资料来源：申万研究

第二季 IPO 中优配对象获配量占网下发行总量的比值显著增加，由第一季的 51% 增加到第二季的平均 75%，远大于一般配售对象的获配占比，且公募基金社保的获配占比高于 40%，年金保险的获配占比在 [30%，35%] 之间，**优配合计占比在 [70%，75%]**，一般配售的获配占比在 [25%，30%]，优配获配量占比明显占优。

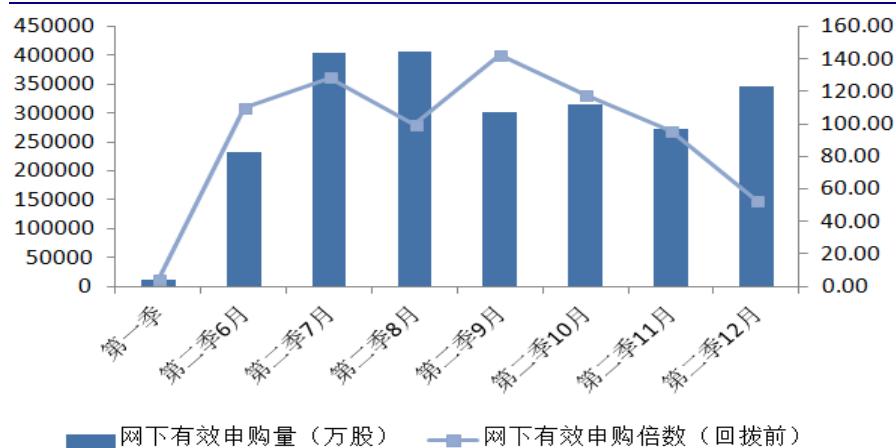
2.3 新规“偏心”，网上申购更占优

2.3.1 申购狂热，网下不惧市值门槛

在申购新股规则的设计上，为使网上、网下打新政策具有一致性，第二季 IPO 启动之前，政策微调增加了“要求网下投资者必须持有不少于 1000 万元市值的非限售股份”的要求，从现实来看，这一门槛对机构投资者而言，显然影响甚微。相比于第一季，第二季各月的网下有效申购量呈现爆发式增长，其平均有效申购量是第一季的近 31 倍，相应的网下回拨前的有效申购

倍数也直冲高位，由第一季的 4.45 倍飙升到第二季的平均 121 倍。网下机构投资者如此热衷于打新，不排除一部分理性的价值投资者，但是最主要的动机或许还是在发行价格被低估的条件下进行投机套利，我国机构投资者的整体投资理念和素养的提升仍然任重道远。

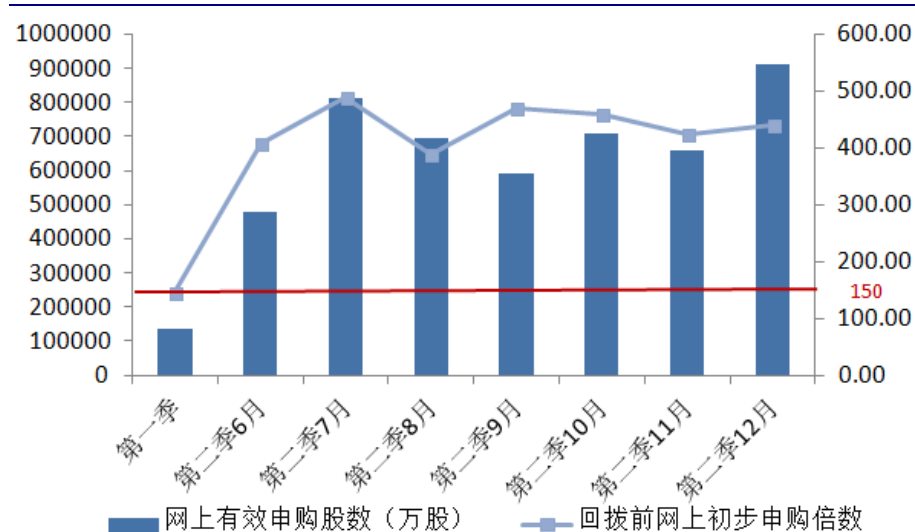
图 15：2014 第二季 IPO 网下申购热情高涨#



资料来源：申万研究

同时，在本季的新股发行制度的改革中，网上申购门槛也进行了微调——持有市值的计算基准日由“T-2 日”调整为“T-2 日前 20 个交易日（含 T-2 日，日均持有市值）”，对此调整，管理层的初衷仍然是引导投资者理性投资，抑制纯粹打新的投机行为，并尽可能地减少新股申购期间对二级市场产生潜在的负面效应。就实践效果来看，这一市值门槛基本没有对网上中小投资者的打新热情带来负面影响，网上有效申购股数和申购倍数均在第二季攀至高峰并居高不下。当然，对于个别市值要求高于现金的新股申购而言，网上的市值门槛仍然对申购资金总量的上升仍起到了一定的制约作用，国信证券的发行即是一个典型的案例。

图 16：2014 第二季 IPO 网下申购热情高涨#



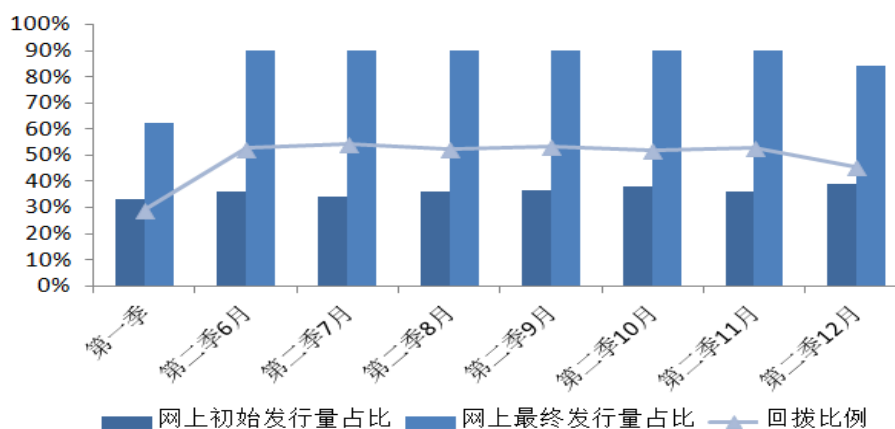
资料来源：申万研究

尤其值得注意的是第二季 IPO 中 127 家新股的网上回拨前申购倍数均远远超过了 150 倍，除了 8 月份的申购倍数为 388 倍，其余各月的申购倍数均超过 400 倍，且最大值为福达股份 1005 倍，最小的为国信证券的 93 倍，而第一季的均值仅为 146 倍，最大申购倍数为岭南园林的 520 倍，最小的是陕西煤业，仅为 21 倍。

2.3.2 新增回拨档次，助力网上发行占九成

2014 年第一季 IPO 适用的回拨档次有两个，分别是网上有效申购倍数超过 50 倍时，从网下向网上回拨 20%；超过 100 倍的从网下向网上回拨 40%。而第二季微调之后的政策新增了网上申购倍数超过 150 倍时，回拨之后的网下发行量不得超过宗发行量的 10%这一新的档次。第一季网上回拨前有效申购倍数的超过 100 倍的有 25 家，超过 50 倍小于 100 倍的有 19 家，小于 50 倍的有 4 家，平均回拨比例是 29%，但是第二季 IPO，127 家新股中除了国信证券，其余 126 家的网上有效申购倍数均超过了 150 倍，因此，尽管回拨前第一季和第二季的网下发行占比大致相同，但是回拨之后第二季的网下发行量骤然升至 90%，而第一季仅占 60%。第二季平均回拨比例达 52%，比第一季增加 23%。

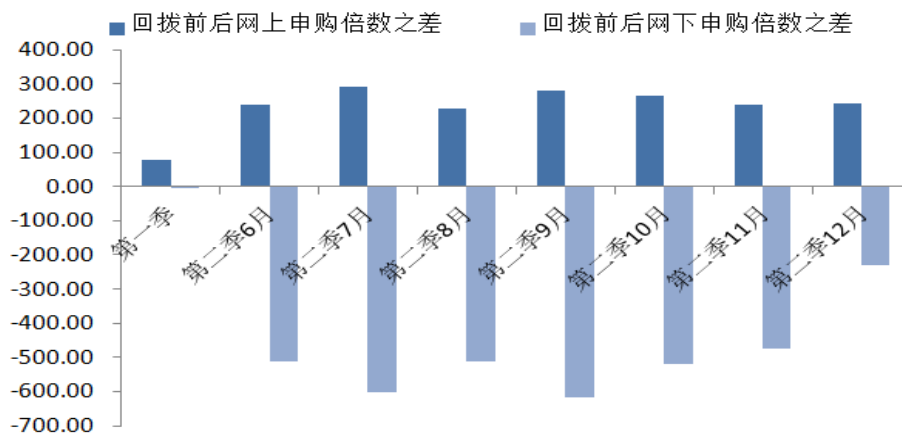
图 17：2014 回拨前后网上发行量占比#



资料来源：申万研究

增加的回拨比例，也使得网上网下回拨前后申购倍数的差距拉大，然而这种差距拉大却是非对称的。回拨后网上申购倍数均小于回拨前，而网下正相反。第一季回拨前后网上申购倍数之差与网下申购倍数之差分别只有为 77 和 -4.9，第二季差距开始拉大，回拨后网上申购倍数比回拨前平均减少了 256，而网下的申购倍数在回拨后比回拨前平均增加了 494，显然，回拨前后网下申购倍数的增加值几乎是网上申购倍数减小值的近两倍。这意味着网下中签率的降低幅度大于网上中签率的上涨幅度，尽管回拨后网上获配占九成，有利于网上投资者中签率的提高，但是从整体中签率的角度来看却是降低的。

图 18：2014 第二季 IPO 网下申购热情高涨#



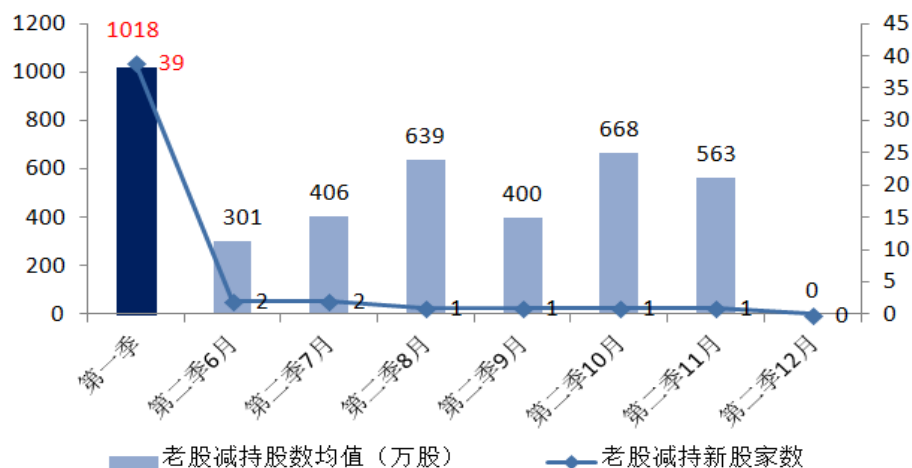
资料来源：申万研究

现阶段在发行价格更具确定性，网下配售的价格发现功能被弱化的背景下，适当增设回拨档次以增加网上发行占比，从而惠及更广大的中小投资者是无可厚非的，但是随着注册制的渐行渐近，新股发行的市场化不断深化，网下配售的价格发现功能会更加重要，如何平衡好网上网下的发行占比，从而既能保障网上中小投资者利益又能激发网下机构的询价积极性是管理层需要认真研究的课题之一。

2.4 老股减持意愿下降

继第一季老股减持成为大股东疯狂套现的工具之后，监管层对此作了相应的政策微调，通过制度设计来进一步提高老股转让的难度，除了延续之前的将“超募与老股转让挂钩”外，还要求公司股东公开发售股份数量，不得超过自愿设定 12 个月及以上限售期的投资者获得配售股份的数量。从统计数据上来看，**第二季老股减持的意愿确实大幅下降**：进行老股减持的新股家数由第一季的 39 家锐减至月均不到 2 家，老股减持的股数均值也由 1018 万股缩减到平均 425 万股，不及第一季的一半。

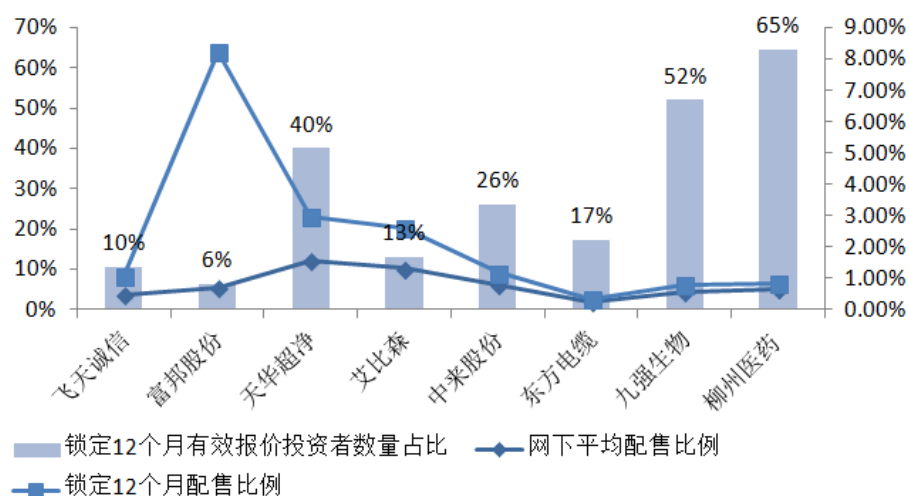
图 19：2014 第二季老股减持家数和减持量锐减#



资料来源：申万研究

尽管监管层将超募与老股减持挂钩，并实质上将锁定 12 个月的网下配售对象作为老股减持的对手方，但是我们认为这不能构成老股减持锐减的主要原因，理由在于：锁定 12 个月的新股配售比例高于网下平均配售比例，更高于非锁定配售比例，这在中签率极低的情况下理应对投资者有一定的吸引力，且从第二季实施老股减持的八家新股实际情况来看，自愿锁定 12 个月投资者所占的比重平均有近 30%，高者可达 65%，这说明寻求自愿锁定 12 个月投资者作为对手方，并不足以成为影响老股减持的路障。

图 20：2014 第二季实施减持新股锁 12 个月配售情况#



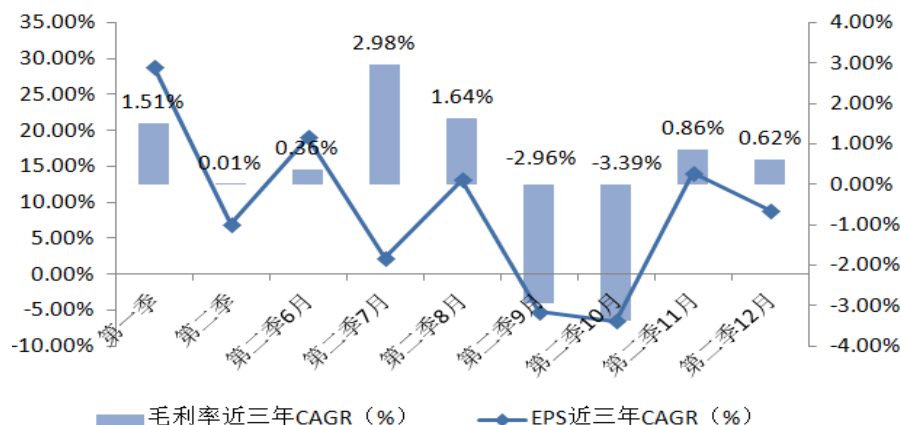
资料来源：申万研究

我们认为更主要的原因在于，严控超募以及行业市盈率之限约束下所定的发行价格被严重低估，以至于大股东认为此时减持并非利益最大化的理性之举，反而是新股上市之后的巨大上涨空间更加诱人，试想，一旦发行价格回归正常，老股减持量也会大幅增加。

2.5 新股业绩增速存隐忧

第二季上市的 78 家新股，其业绩相比于第一季可谓愁云惨淡，从近三年的毛利率和每股收益的复合增长率来看，第一季新股的平均毛利率的复合增长率达 1.51%，而第二季的均值仅为 0.01%，其中 9 月份和 10 月份的毛利率均值更是低至 -2.96% 和 -3.39%；每股收益的复合增长率相差更加悬殊，第一季达 29%，而第二季每股收益复合增长率均值仅为 6.91%，且各月的波动较大。

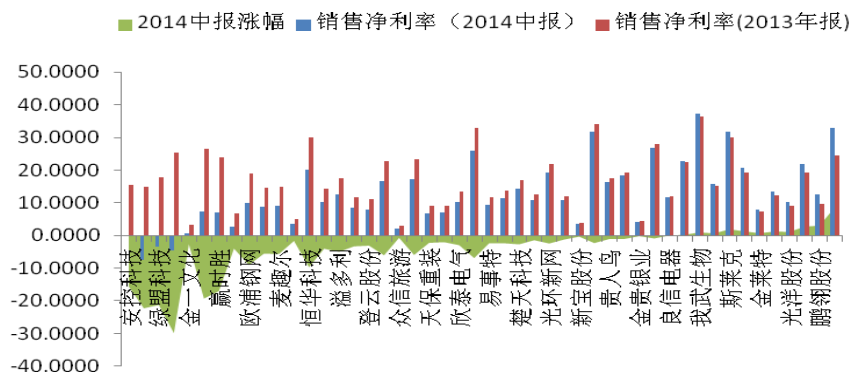
图 21：2014 年新股业绩堪忧#



资料来源：申万研究

然而，看似业绩光鲜亮丽的第一季 48 只新股却在上市之后的第一份财务报表中纷纷业绩“变脸”。根据 Wind 资讯数据整理统计显示：48 只新股 2014 年半年报整体业绩惨淡，48 只新股中 37 只出现业绩下滑或负增长，占比为 77.08%，4 家（牧原股份、安控股份、东方通、绿盟科技）出现了销售净利率的负增长。4 家业绩跌幅接近或者超过 20%，其中东方通的业绩跌幅接近 30%，为 29.92%，业绩平均涨幅为 -4.25%。业绩预测与真实业绩之间如此悬殊的差距，不仅不能对投资者的投资决策提供正向的决策参考，反而很容易对投资者的投资决策产生误导，最终损害投资者利益。

图 22：2014 年 SEI IPO 48 只新股中报业绩#



资料来源：申万研究

证监会在今年第二季 IPO 重启之前，再次启动抽查首发企业信息披露质量的工作，并于今年 9 月适时出台《首次公开发行股票企业信息披露质量抽签工作规程》，以使抽查工作规范化，常规化。也许第二季新股披露的业绩是在信息披露抽查威慑下相对真实的业绩水平，从信息披露质量的角度来看是积极正面的，能够对投资者的投资决策起到有价值的指导作用，然而，从新股后市的价格上涨是否有稳固的基本面支撑来看则着实令人担忧。尤其是

在新股上市之后基本都会经历若干个非理性涨停，价格被炒高之后，接最后一棒的投资者将会成为股价回归真实水平的牺牲者。

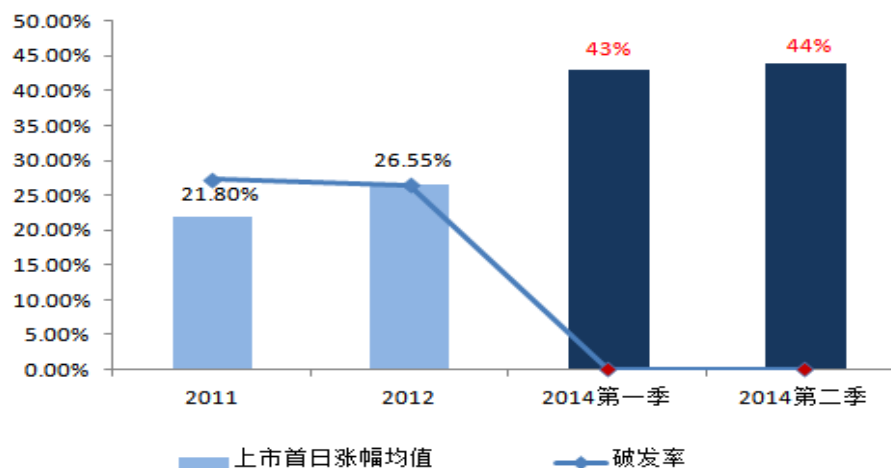
3 2014 年 IPO 申购收益剖析

新股申购往往被认为是低风险高收益的投资，打新早已成为投资者乐此不疲的利润围猎活动，然而在“有形之手”的诸多干预下，打新收益似乎并不尽如人愿。二级市场的狂欢并不意味着一级市场打新的必然丰厚，尤其令网下机构投资者失望的是，网下申购收益下降幅度更大，以至于首次低于网上；新晋优配对象年金保险成为今年网下收益新赢家，公募和社保基金的收益则持续领跑。从新股的行业属性来看，虽然专用设备制造业新股家数居首，而仓储物流行业则收益夺冠。新股上市表现方面，有助于二级市场炒作的发行量小、发行价低的新股收益更高。

3.1 “打新” 竞争更趋激烈

超募的制约、发行市盈率这一“隐形天花板”以及最高剔除比例的限制，导致新股发行价格被严重低估，新股俨然成为奇货可居、一票难求的稀缺品，如果不考虑机会成本，“打新”本身似乎是零风险高收益。2014 年 127 只新股上市首日无一破发，除了 1 月份的陕西煤业、炬华科技等四只新股外，其余新股首日涨幅均达到 44%，尤其是第二季的 79 只新股，均毫无悬念的上演首日瞬间涨停的戏码。

图 23：2014 年打新零风险高收益#

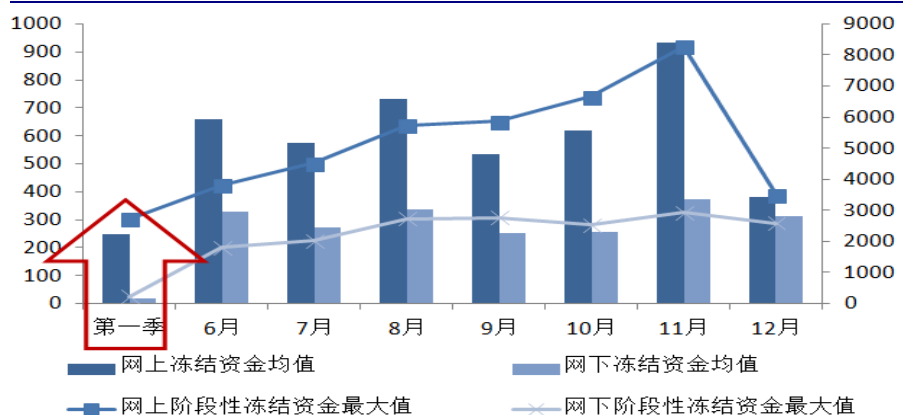


资料来源：申万研究

然而，二级市场的狂欢并不意味着一级市场打新收益一定是丰厚的。由于参与群体的增加，网上的申购更多凭借运气，相当多的投资者损失了机会成本；而网下投资者则面临着更多、更激烈的竞争。据统计，今年 6 月到 12

月，第二季单个新股的网上、网下冻结资金量均值分别为 633 亿元、304 亿元，是第一季的 2.6 倍和 16 倍。第二季 6 到 12 月，网上 T+3 阶段性冻结资金最大值和网下 T+2 阶段性冻结资金最大量均呈逐月增加趋势，12 月有所下降，但仍然远高于第一季。打新的显性成本激增的同时，如果再考虑到今年下半年以来二级市场抢眼表现，打新的隐性成本也水涨船高。

图 24：2014 年第二季网上网下冻结资金量大幅增加#



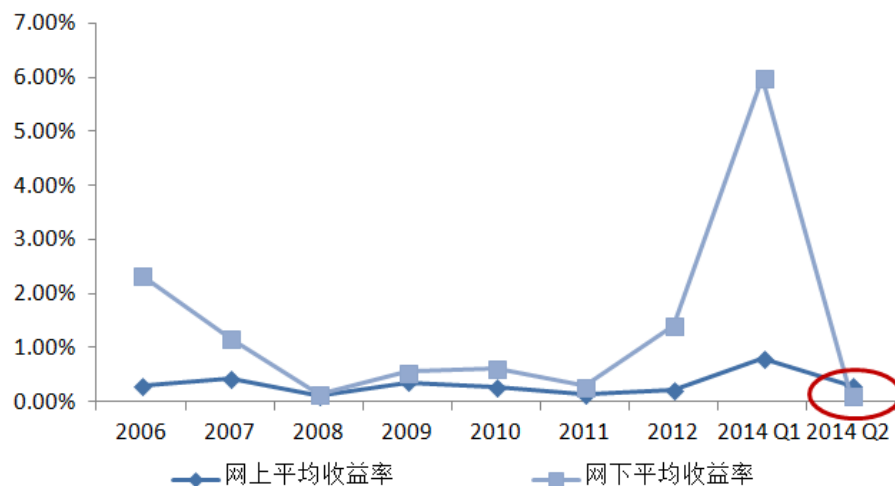
资料来源：申万研究

3.2 申购收益“过山车”，网下首次不敌网上

IPO 市场因其长久以来的“低风险，高收益”而倍受众多投资者追捧，今年亦不例外，然而在经历了第一季的“打新盛宴”之后，经过政策微调之后重现启动的第二季 IPO，其收益率却令众多投资者，尤其是网下投资者大跌眼镜。

2014 年第一季 IPO 网上和网下收益均达到 2006 年以来的巅峰，网下平均累计收益率高达 6.41%，是 2006 年以来历史曾经最高点的 2.6 倍，网上首日收盘的累计平均收益率也高达 3.19%，然而，当赚得盆满钵满的投资者摩拳擦掌地投入第二季打新后却发现，申购狂欢之后的收益出现显著下降，而更出乎网下机构投资者意料之外的是，网下申购收益下降幅度更大，平均单个新股收益率由第一季的平均 9% 骤然降至 0.5%，以至于首次低于网上。

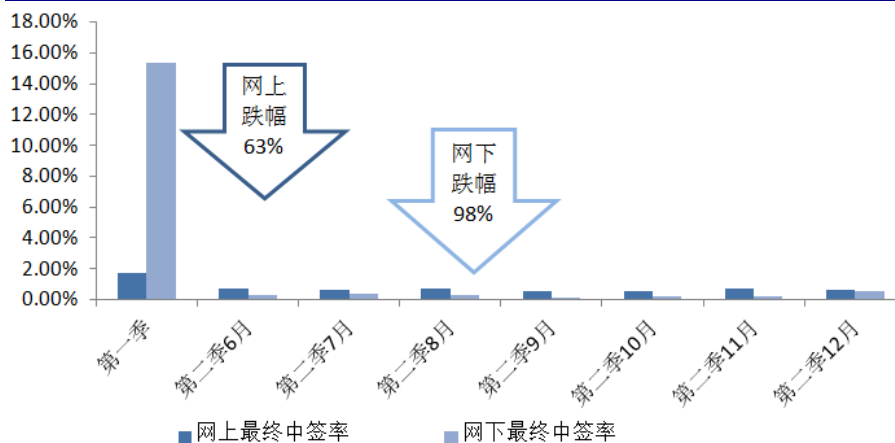
图 25：2014 年第二季 IPO 网下收益首次低于网上#



资料来源：申万研究

新股询价市场化程度下降、“三低”发行、新增回拨档次等因素共同导致网下中签率大幅下滑以至于低于网上是引致网下收益首次低于网上的最重要，最直接的导火索。第二季网下中签率出现断崖式下跌，从第一季的 15.31% 跌至第二季的平均 0.28%，跌幅达 98%，虽然网上中签率也出现了大幅下滑，从第一季的 1.75% 跌至第二季的 0.65%，但是下跌幅度却仅有 63%。再从网上网下中签率的绝对值来看，第一季 48 只新股的网下中签率均低于网上，而第二季除了艾比森、中来股份等 5 家进行老股减持的股票以及网下网上发行量对半的国信证券的网下中签率略高于网上，其余 121 家新股的网上中签率均高于网下。

图 26：2014 年第二季 IPO 网下中签率低于网上#



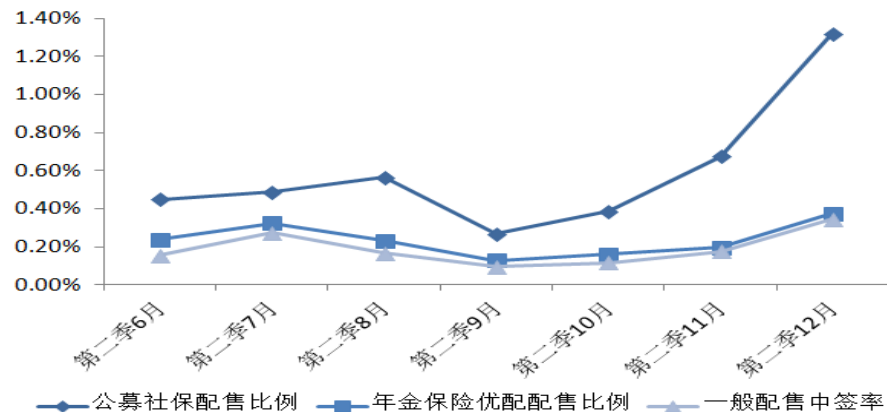
资料来源：申万研究

如此之低的中签率以及申购收益使得依靠融资打新的网下投资者不得不开始担忧“成本”的覆盖问题。以联明股份为例，网下配售只有 200 万股，但配售对象达到 432 个，单个产品的最高配售数量只有 0.9081 万股，获配市值不到 10 万元，其开板日收盘价为 35.67，开板日市值最高仅不到 35 万元，但机构为此需全额缴纳的申购金额则是 1.19 亿元。

3.3 年金保险成收益新赢家，公募社保收益领跑

从今年参与网下配售的三类配售对象收益变化来看，新晋优选对象年金和保险无疑是收益新赢家，尽管第二季配售比例相比于第一季大幅降低，但比较来看，第二季中年金和保险的配售比例略高于一般配售对象，成新晋收益赢家，而公募社保的配售比例则显著高于前两者，收益继续领跑，并在 9 月之后加速开跑，与后两者的收益差距成扩大趋势。

图 27：2014 第二季 IPO 优选获配比例占优#



资料来源：申万研究

对比两季 IPO 网下配售对象的开板日绝对收益（（开板日收盘价-首日收盘价）*获配股数）的前 20，可以看出虽然**第二季绝对收益大幅降低，但是优选对象的相对收益却显著提高**。第一季绝对收益前 20 的配售对象中，有 9 个是优选对象，占比不到 50%，其中只有 1 个属于保险类，8 个属于公募社保类，其余 10 个为一般配售对象，其中有 4 个是个人投资者；而第二季中收益最高的前 20 个配售对象中，优先配售对象的家数大幅提高，由第一季的 10 家增加到 15 家，占比由 50%提高到 75%，其中收益排名的前 10 位被优选对象包揽，与此同时，保险和年金相对收益的提高最为抢眼，不仅夺走收益冠军，总家数也增长了一倍。另外，值得一提的是第二季收益前 20 榜单中未见个人投资者踪影。

图 28：2014 第一季 IPO 浮动绝对收益 top20#



图 29：2014 第二季 IPO 浮动绝对收益 top20#



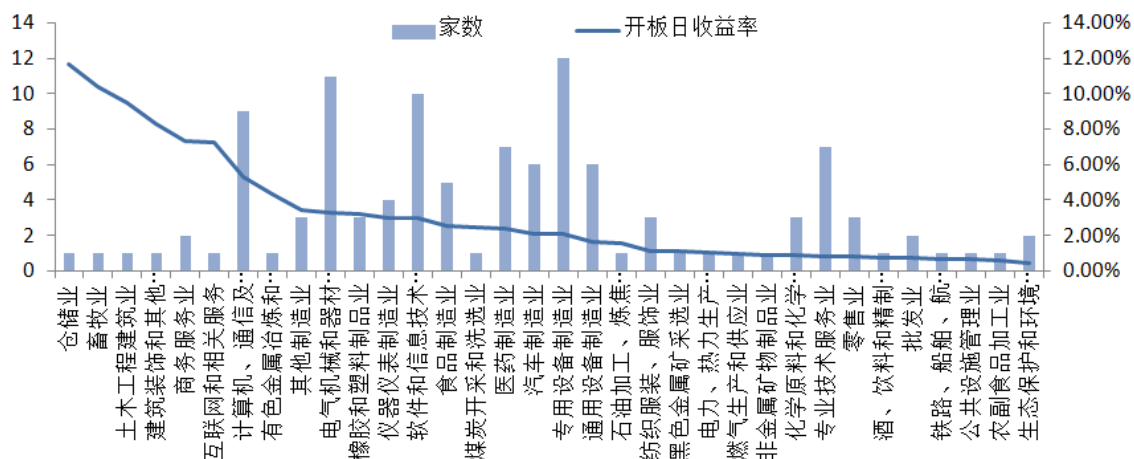
资料来源：申万研究 wind 资讯

优配对象在配售占比和配售比例上的双占优，必然的结果是其收益也是占优的。由于公募和社保基金、企业年金和保险基金是相对更加理性机构投资者，而且具有更长的投资期间和较低的流动性要求，更具有价值投资理念，因而，将其作为优先配售对象并给与较高的配售占比，对于稳定新股上市后的股价走势以及减少股市的投机炒作具有一定的深远意义。

3.4 仓储物流业收益夺冠，专用设备制造业家数居首

今年 127 家新股分属于 35 个行业，其中包含企业最多的前 6 个行业分别是专用设备制造业、气机械和器材制造业、软件和信息技术服务业、计算机、通信及其他电子设备制造业、医药制造业和化学原料和化学制品制造业，从收益角度来看，参与家数最多的行业其收益虽与其家数排名不甚一致，但也居中靠前；收益最高前 6 大行业中，仓储物流业收益夺冠，达 13.57%，其次是畜牧业和土木工程建筑业，其收益均超过 10%，其余行业收益均为个位数；收益最低的 6 大行业中食品饮料加工类占据 2 个，收益最低的是生态保护和环境治理业。

图 30：2014 新股所属行业开板日收益#



资料来源：申万研究

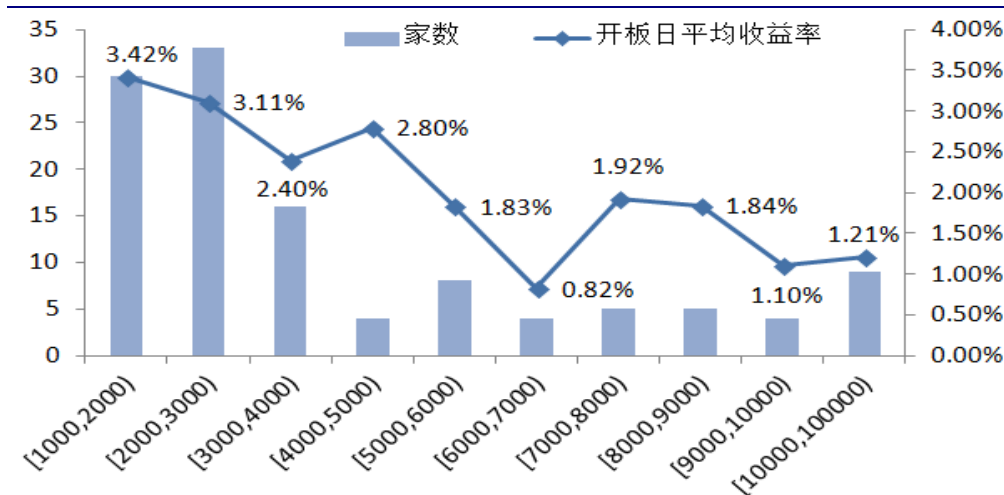
从各行业所属的产业来看，127 家新股中属于第二产业制造业的有 99 家，占比为 78%，27 家属于第三产业服务业，占比仅为 21%，但是值得注意的是收益最高的前 6 大行业中 3 个行业属于第三产业服务业，家数占比是 57%。

3.5 量小价低收益更高

我们在运用 yaahp 层次分析法基于新股发行资料及其基本面信息对新股的投资价值进行分析的过程中发现，新股的开板日收益率与其发行量以及发行价存在一定的相关性。

将 127 家新股的发行量分成若干区间，并统计每一区间对应的开板日平均收益，观察开板日平均收益率随着发行量区间的变化趋势可以发现：整体上，开板日平均收益随着发行量的增加而减小；整体发行规模偏小，发行规模在 [1000, 3000] 万股之间的家数占比近 50%，且对应的收益最高。在二级市场上，小盘股的预期成长速度更快，预期成长空间更大，因而较受市场追捧，发行规模偏小的新股收益更高或许是这种偏好在一级市场上的体现。

图 31：2014 年发行量偏小的收益偏高#



资料来源：申万研究

而发行价格与开板日收益率的关系则不如发行量与开板日收益率的关系那样明朗和统一。今年第一季 IPO 中，在价格处于[1, 25]元之间时，随着发行价格的上升，开板日平均收益呈上升趋势，之后随着价格的提高，收益呈震荡趋势；第二季 IPO 中发行价与开板日收益之间则大致负相关，随着发行价格的上升，开板日收益率呈现下降趋势，整体趋势也更加平缓。

图 32：2014 第一季 IPO 发行价与收益无明显相关性

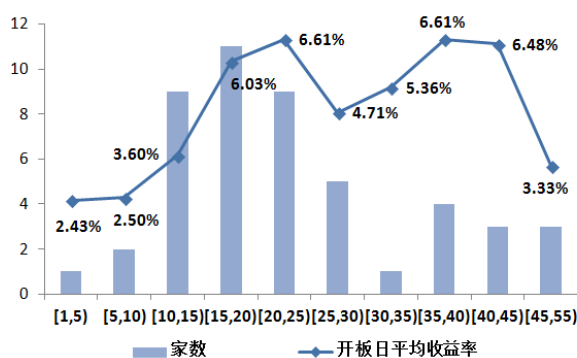
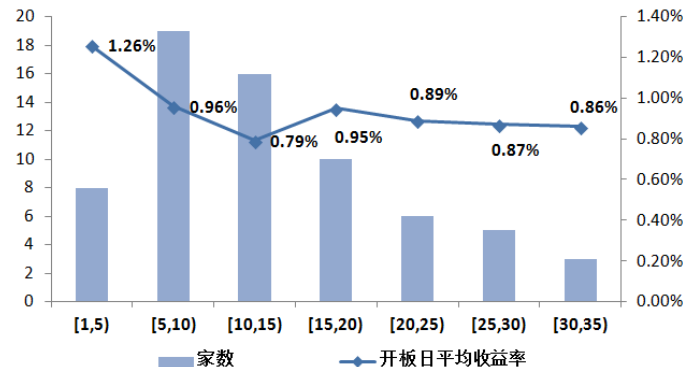


图 33：2014 第二季 IPO 发行价与收益大致负相关



资料来源：申万研究 wind 资讯

在第一季新股中签率较高，打新收益较高的前提下，投资者对于打新资金成本的敏感性下降，进而对于发行价的敏感性下降，因而股发行价与收益之间的趋势相关性下降，亦或呈现无明显的相关性。而由于第二季 IPO 中签率大幅下降，打新收益亦降至谷底，投资者对于打新的资金成本敏感度上升，因此，能够获得较高相对收益的低价股反而成为二级市场炒作的焦点，以至于像兰石重装这样有着 1.68 元堪比白菜价的新股能够出现连续 15 个涨停，并实现开板日近 5 倍的溢价率。

4 2015 年 IPO 展望

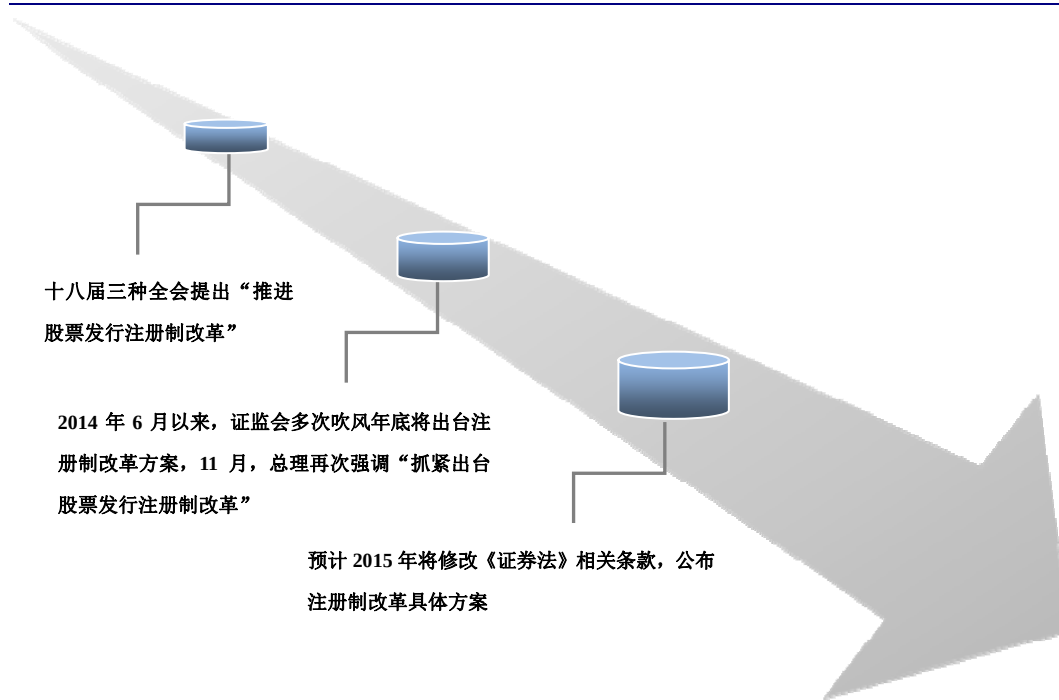
2015 年是向注册制过渡的关键一年，即要对重启了一年的 IPO 存在的问题进行调整，又要为进一步深化注册制改革而加快法规和制度建设的步伐。展望 2015 年 IPO，我们预计新股发行节奏将加快，与之对应，募资总额将增加，增幅或超七成；在预期二级市场走势总体偏暖、发行节奏有所加快的前提下，预期申购中签率上升倍数将超过上市溢价率下降倍数，致打新收益上升。

4.1 发行节奏或将加快

自从十八届三中全会宣布“推进股票发行注册制改革”以来，证监会强势推出一揽子新股发行改革方案为注册制铺路，今年 6 月份以来证监会更是在多个场合频频吹风：年底将出台注册制改革方案，11 月份，李克强总理在国务院常务会议上再次强调“抓紧出台股票发行注册制改革”，据媒体最新

报道，证监会牵头成立了股票发行注册制改革工作组，并完成了注册制改革的方案初稿，并已上报国务院。同时全国人大也把《证券法》修改列入了立法规划第一类项目，即“条件比较成熟，本届人大需要完成的项目”。据此预计，2015 年将修改《证券法》相关条款，注册制的整体改革方案也将在明年推出。

图 34：注册制箭在弦上#



资料来源：申万研究

关于注册制正式实施时间，鉴于《证券法》修改进程，预期最快也要到 2015 年底，并不排除 2016 年正式推出的可能性。但是，注册制的准备及推进工作将会是有序进行，据新华网的报道：考虑到证监会此前的规划，拟在 2017 年放开新股发行节奏，2020 年放开新股发行价格，从而最终实现注册制。注册制的正式实施或许不如市场所期盼的那样迅速，但是为注册制暖场的一系列举措却在快马加鞭，同时，在预期二级市场走势总体偏暖的市场环境下，我们预计 2015 年 A 股 IPO 发行节奏也将会有所加快。

4.2 融资规模预计超七成

截至 12 月 11 日，沪深两市共有 612 家排队企业，从审核状态看，29 家排队企业已通过发审会，国海证券保荐的北部湾旅游则系“已提交发审会讨论，暂缓表决”；另外，149 家“已反馈”、386 家“已受理”、47 家“预先披露更新”。对于处于已过会、已提交发审会讨论，暂缓表决、已反馈的 179 家排队企业的预披露发行量区间分布进行分析发现，总体发行量偏小，发行量在[1000, 3000]万股之间的占比达 57%，随着发行量区间的增加，家数占比逐渐减小。这种发行量的区间分布于 2014 年已发行的 127 家新股区间分布大体一致。

图 35: 179 家预披露发行量区间分布 (万股) #

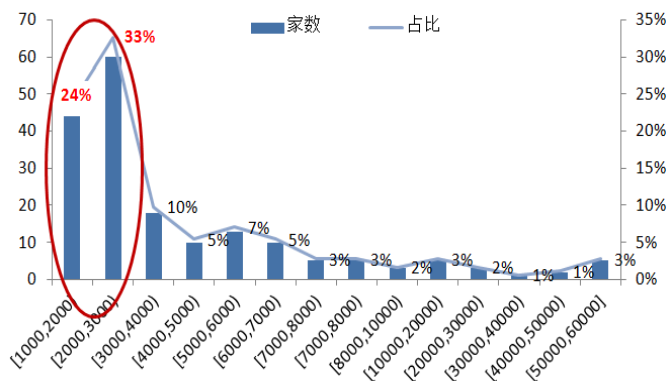
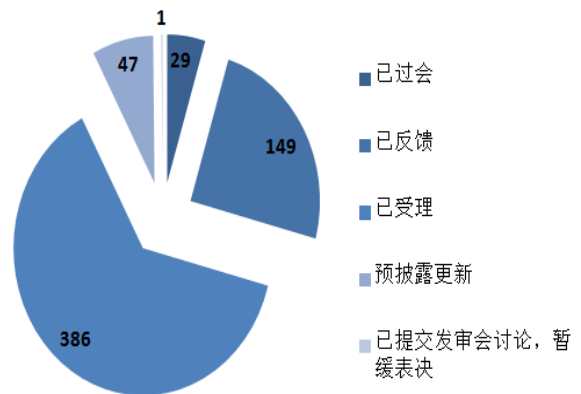


图 36: 612 家 IPO 排队企业所处审核状态 #



资料来源: 申万研究 wind 资讯

然而考虑到 2015 年新股的发行节奏将会加快, 因此, 明年全年的募资总额也会出现较大幅度的增加。统计已过会、已反馈、预披露更新以及暂缓表决共计的 226 家排队企业的发行量和预计募资总额 (其中 1 家券商, 4 家银行的募资总额是参考 A 股上市可比公司而做出的预测), 并参考历史的年度发行节奏, 我们预计 2015 年全年发行家数存在超过 200 家的可能, 募资总额预计将增加七成以上。

表 3: 2015 发行股数及募资额预测 #

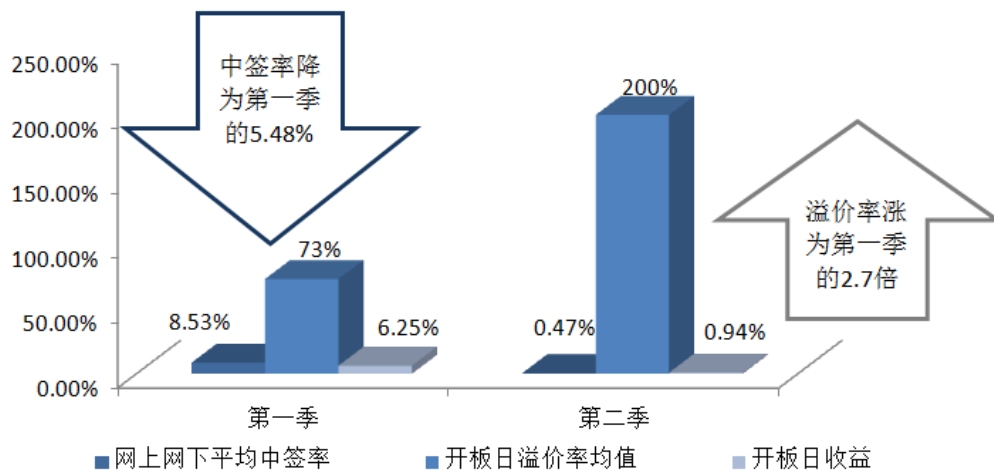
	2014	2015 (预测)	增幅
发行家数	127	226	78%
平均发行股数(万股)	5610	5692	1%
募资总额 (亿元)	803	1400	74%
月均发行家数	11	19	64%

资料来源: 申万研究

.3 预期收益或增加

新股申购收益取决于中签率和上市之后的溢价率, 虽然 2014 年第二季新股奇货可居, 开板日溢价率由 73% 上涨到 200%, 是第一季的近三倍, 然而, 平均中签率却由 8.53% 下降到 0.47%, 仅为第一季的 5.48%, 若要开板日收益不变, 开板日溢价率应上涨为第一季的 18.2 倍, 远大于实际的 3 倍, 最终导致打新收益大幅下降。中签率和溢价率之于收益率, 正如跷跷板的两端, 此消彼长。

图 37：2014 年第二季中签率下降大于溢价率上涨#



资料来源：申万研究

而影响中签率的上市溢价率的主要因素在于投资者认购的积极性和新股发行的抑价程度，2014 年第一季前两个月发行了 48 家，可以认为月均发行 24 家，第二季月均发行 11 家，预测的 2015 年的月均 19 家介于两者之间；在注册制正式推出之前，如果当前的发行方式大体不变（不排除有微调的可能），那么，在预期二级市场走势总体偏暖、发行节奏有所加快的前提条件下，我们预期打新中签率的上升倍数会大于上市溢价率的下降倍数，终致申购收益上升。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。