



策略专题

港股打新，何时卖出最佳？

分析师

欧阳诗睿

(852) 3892 3120

ouyangshirui@dwzq.com.hk

事件

- 2020年港股投资者打新热情高涨，欧康维视、沛嘉医疗、农夫山泉等超千倍超额认购频频出现，赚钱效应明显。65家公司上市首日平均回报率为18%，两周内最大涨幅达39%。

观点

- 首日卖出已不是打新的最佳策略，必选消费、医药行业新股上市首日平均回报率即达68%和34%，而14日内最高回报率可高达105%和59%，如能抓住最佳卖点，则可大幅提升打新收益。我们总结了2017年以来港股所有的新股发行，剔除极值后，共有328家公司。

- 我们从财务指标、估值指标、发行指标、行业属性、市场热度五个维度来对14日内最高收益进行多元线性回归分析，发现以下关系：

1. 财务指标：历史数据显示，尽管投资人决定认购时会参照财务指标，但对于两周内择时卖出的打新来说，财务指标的参考作用实际上微不足道。净利润和收入同比增速高的公司并不意味着更高的打新收益。

2. 估值指标：市值若小于30亿港币，平均回报率45%，市值大于30亿港币，平均回报率则均小于30%。另外，市盈率不是重要指标。

3. 发行指标：融资规模、保荐人、基石投资者均不是重要指标。

4. 行业属性：科技新经济行业的回报率显著高于平均。必选消费品、信息技术、医疗保健和通信服务行业14日内最高涨幅位居前列，分别为66%、56%、49%、43%。而能源、金融、公用事业板块14日内最高涨幅落后，分别为17%、12%、3%。

5. 超额认购倍数解释了投资者对该股票的参与热情，是我们模型中全部指标中最显著的指标。我们的模型显示，网上认购倍数每增加100倍，14天最高收益率提高6.6%。除了投资者对个股的热情程度，市场在过去一段时间内的整体热度同样与打新受益息息相关。过去两周的市场表现与个股上市两周后的最高收益率具有显著关系。我们的模型显示，恒指于IPO日前过去两周的收益率每增加1%，打新最高收益率提高2.5%。

- 我们最终的回归模型包含四个因子：超额认购倍数、IPO日前14日市场表现、市值是否小于30亿（是=1，否=0），是否属于必选消费品、信息技术、医疗保健、通讯服务四大行业（是=1，否=0）。十四日内预期最大收益率=23%*市值是否小于30亿+0.06%*网上认购倍数+2.5%*恒指过去十日前回报率+20%*属于四大行业+6.5%。模型显著性强，四个因子的P值均小于1%，F值大于10。

- 一旦达到预期回报率，投资者可以卖出新股。以农夫山泉为例，14日内实际最高涨幅为85%，模型预测值为84%，若达到该值即卖出，投资者可获得最佳收益。

- 我们的分析旨在为新股卖出价位提供一个量化指引，不针对是否参与打新给出建议：1. 机构配售由投行分配，无法估算获配概率；2. 机构参与认购时，暂无法知晓网上超额认购倍数。

- 风险提示：历史不一定重演，机构无法获得配售

港股不设置涨跌幅限制，且实行 T+0 交易，而打新投资者旨在赚取一二级市场的差价，最普遍的交易策略是上市首日卖出。但首日卖出已不是最佳打新策略，例如，必选消费、医药行业新股上市首日平均回报率即达 68%和 34%，而 14 日内最高回报率可高达 105%和 59%，如能抓住最佳卖点，则可大幅提升打新收益。我们总结了 2017 年以来港股所有的新股发行，剔除极值后，共有 328 家公司。

现在我们从财务指标、估值指标、发行指标、行业属性、市场热度五个维度来对 14 日内最高收益进行多元线性回归分析，发现以下关系：

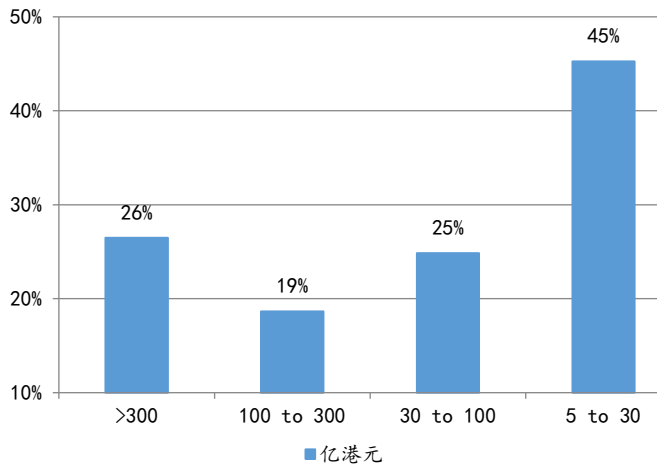
1. 财务指标不指引打新投资

历史数据显示，尽管投资人决定认购一只股票时会参照财务指标，但对于两周内择时卖出的打新来说，财务指标的参考作用实际上微不足道。净利润和收入同比增速高的公司并不能保证更好的打新收益，相反，公司糟糕的业绩也并不能阻止投资者的打新热情。

2. 小市值、高市盈率的公司打新收益率更高

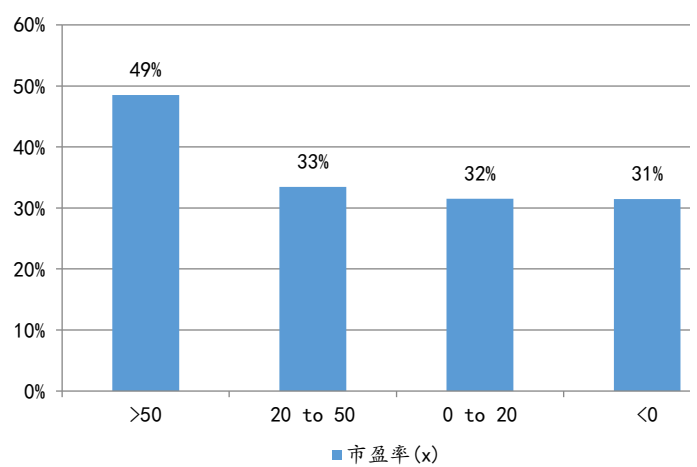
小市值公司在上市时更容易受到热捧，股价拉升幅度也相对更大。市值若小于 30 亿港币，平均回报率 45%，市值若大于 30 亿港币，平均回报率则为 23%。同时，市场偏好高市盈率的股票。市盈率高于 50 倍公司的平均回报率为 49%，而小于 50 倍公司的平均回报率为 32%。

图 1：市值小于 30 亿港元公司打新收益率更高



数据来源：Wind · 东吴证券（国际）

图 2：市盈率高于 50 倍公司打新收益率更高

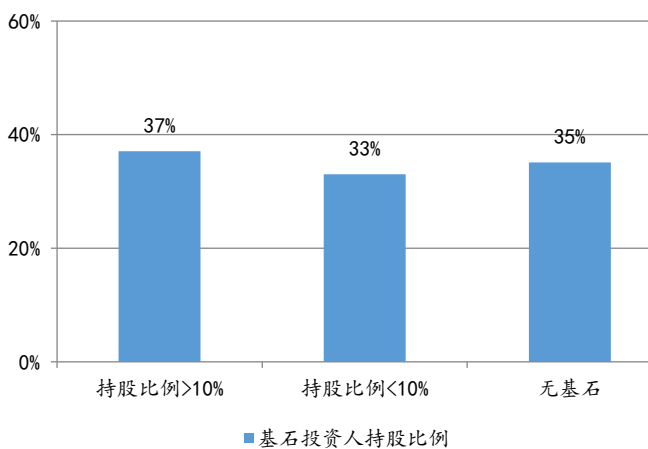


数据来源：Wind · 东吴证券（国际）

3. 发行指标

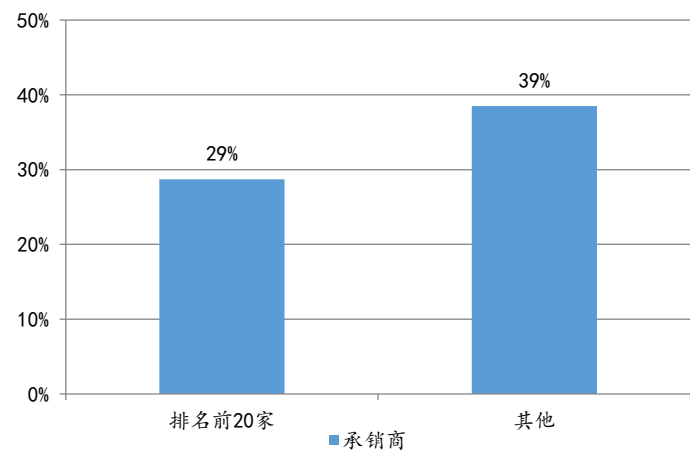
理论上讲，保荐人的质量、是否有基石投资者参与，知名度如何，应当对股票打新表现产生影响。实际上，统计数据显示是否有基石投资人参与，以及基石投资人的持股比例对新股 14 日内回报率影响甚微。我们提取了排名（承销规模）前 20 家投行承销的项目，发现其打新收益反而低于排名靠后的投行承销的项目。这可能因为大投行通常承销大市值项目，而基于我们此前观察，大市值公司的打新收益率低于小市值公司。

图 3：基石投资人持股比例对打新表现影响甚微



数据来源：Wind · 东吴证券（国际）

图 4：前二十大投行承销项目的打新最高收益率低于平均

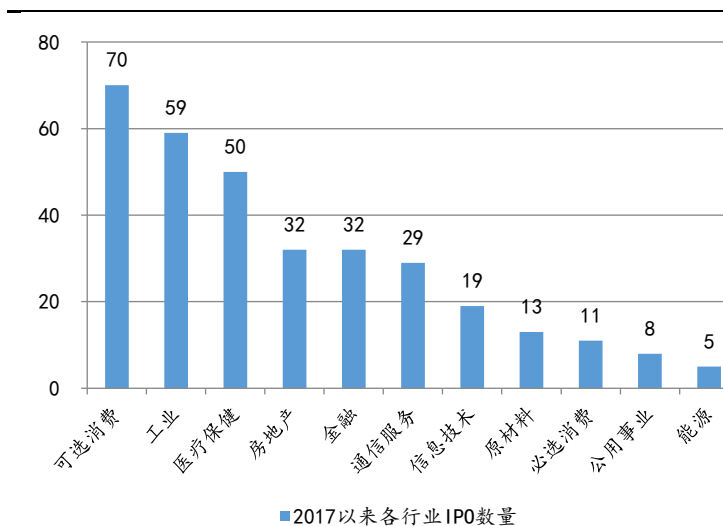


数据来源：Bloomberg · 东吴证券（国际）

4. 必选消费平均 14 日内最大涨幅最高 (66%)，公用事业涨幅最低 (3%)

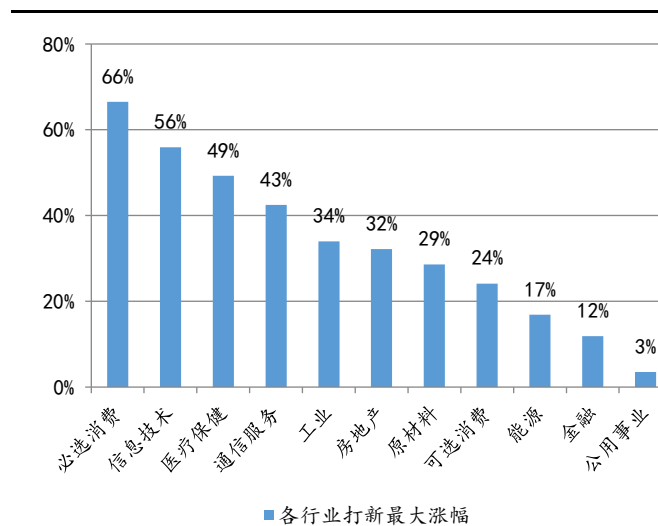
按 GICS 行业分类，2017 年至今，可选消费行业贡献 70 支首发个股，占总数的 21%，工业 (59 支，占比 18%) 及医疗保健行业 (50 支，占比 15%) 紧随其后。必选消费行业在首发后 14 天内的平均收益率最高，为 66%，信息技术 (56%)、医疗保健 (49%)、通信服务 (43%) 紧随其后。

图 5：自 17 年至今，港股各行业 IPO 公司数量



数据来源：Wind · 东吴证券 (国际)

图 6：各行业首发 14 日内最大涨幅统计



数据来源：Bloomberg · 东吴证券 (国际)

5. 投资者热情与市场整体热度至关重要

5.1. 超额认购倍数每增加一百倍，打新最高收益率提高 6.6%

超额认购倍数解释了投资者对该股票的参与热情，是我们模型中全部指标中最显著的指标，因此在预测打新收益时应重点关注。我们的模型显示，网上认购倍数每增加 100 倍，14 天最高收益率提高 6.6%。

5.2. 发行日前，恒指过去两周收益率每增加 1%，打新最高收益率提高 2.5%

除了投资者对个股的热情程度，市场在过去一段时间内的整体热度同样与打新受益息息相关。我们发现市场过去两周的表现与个股上市两周后的最高收益率具有显著关系。我们的模型显示，恒指于 IPO 日前过去两周的收益率每增加 1%，打新最高收益率提高 2.5%。

6. 14 日内最高回报率的量化公式

我们最终的回归模型包含四个因子：超额认购倍数、IPO 日前 14 日市场表现、市值是否小于 30 亿（是=1，否=0）、是否属于必选消费品、信息技术、医疗保健、通讯服务四大行业（是=1，否=0）。我们得出的量化公式：

十四日内预期最大收益率=23%*市值是否小于 30 亿+0.066%*网上认购倍数+2.5%*恒指过去十日天前回报率+20%*属于四大行业+6.5%。模型显著性强，四个因子的 P 值均小于 1%，F 值大于 10。

一旦达到预期回报率，投资者可以卖出新股。以农夫山泉为例，14 日内实际最高涨幅为 85%，模型预测值为 84%，若达到该值即卖出，投资者可获得最佳收益。阅文集团上市后 14 天内股价最高涨幅为 55%，与模型预测值 52%相近。最大涨幅于首日即达到，这也意味着上市首日抛出将获得最大收益。

我们的分析旨在为新股卖出价位提供一个量化指引，不针对是否参与打新给出建议：

1. 机构配售由投行分配，无法估算获配概率；
2. 机构参与认购时，暂无法知晓网上超额认购倍数。

7. 风险提示：

历史不一定重演；机构无法获得配售

免责声明

东吴证券公司投资评级标准：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券行业投资评级标准：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

免责声明

本报告由东吴证券国际经纪有限公司编写。本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，在任何司法管辖权下的地方均不视为或作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品、交易策略或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑获取本报告之任何特定人士之特定投资对象、财务状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法律或规例之司法权区或导致东吴证券(香港)金融控股有限公司的子公司东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。东吴证券国际可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。东吴证券国际之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及之任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象，收件人如对本报告内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应根据香港法律管辖及解释。

一般披露事项

东吴证券国际及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。东吴证券国际可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。东吴证券国际一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并不考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需求。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知，本报告任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任、损害或损失。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

东吴证券国际之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真：(852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)