

注册制发行制度优化，促进定价博弈平衡

——“打新定期跟踪”系列之四十

报告日期：2021-08-23

分析师：严佳炜

执业证书号：S0010520070001

邮箱：yanjw@hazq.com

分析师：朱定豪

执业证书号：S0010520060003

邮箱：zhudh@hazq.com

联系人：钱静闲

执业证书号：S0010120080059

邮箱：qianjx@hazq.com

联系人：吴正宇

执业证书号：S0010120080052

邮箱：wuzy@hazq.com

相关报告

- 1、《寻找进取型打新固收+产品——“打新定期跟踪”系列之三十二》
- 2、《2021 上半年打新回顾：常态发行，稳中有进——“打新定期跟踪”系列之三十三》
- 3、《新股上市首日流动性分析——“打新定期跟踪”系列之三十四》
- 4、《新股上市后价格一般怎么走？——“打新定期跟踪”系列之三十五》
- 5、《新股上市后价格一般怎么走？（中）——“打新定期跟踪”系列之三十六》
- 6、《新股上市后价格一般怎么走？（下）——“打新定期跟踪”系列之三十七》
- 7、《各类“固收+”打新基金推荐——“打新定期跟踪”系列之三十八》
- 8、《从交易情绪中预测次新股走势——“打新定期跟踪”系列之三十九》

主要观点

● 注册制发行制度优化

为进一步深化新股发行定价机制市场化改革，更好发挥市场化发行机制效用，8月20日，沪深两市交易所拟修订发行与承销实施办法与实施细则：1、最高报价剔除比例由“不低于10%”调整为“不超过3%”。2、初步询价结束后如确定的发行价格超过网下投资者报价平均水平的，仅需在申购前发布1次投资风险特别公告，无需延迟申购。3、相关责任人员在发行承销业务或者询价报价过程中涉嫌违法违规的，将由司法机关依法追究刑事责任。

我们认为在新的发行与承销细则下，机构在询价报价时担忧被高剔的概率降低，发行人和主承销商的自主定价权利更高，新股上市首日涨幅可能降低。询价入围区间将拓宽，整体报价入围率将下降，打新收益可能小幅下滑。

● 打新收益测算与预测

截止2021/8/20，在新股全部入围的假设下，网下A类2亿规模账户打新收益率11.4%，C类2亿规模账户打新收益率5.0%；以注册制新股80%入围率测算时，A类2亿规模账户打新收益率9.6%，C类2亿规模账户打新收益率4.1%。根据我们的预测，2021全年新股上市总规模为4500亿时，2亿规模账户A类打新收益率约13.34%，C类打新收益率约5.44%。

● 逐月打新收益金额测算

在2亿规模账户，新股全部入围的假设下，以网下A类平均中签率估计，2021年1月打新收益为140.15万元，2021年2月打新收益为156.83万元，2021年3月打新收益为235.26万元，2021年4月打新收益为269.71万元，2021年5月打新收益为203.29万元。2021年6月打新收益为618.77万元，2021年7月打新收益为386.64万元，2021年8月打新收益为275.43万元。

● 风险提示

新股上市可能破发，打新策略可能取得负向收益。新股上市前面临诸多不确定因素，可能会暂停发行，影响打新收益。新股上市数量、申购新股人数、二级市场情绪波动等因素可能影响打新收益。基金公司历史入围率不代表未来，本文意见仅供参考。

正文目录

1 注册制发行制度优化.....	5
2 将 2021 打新收益拆解为已实现和未实现部分	5
3 近期新股打新结果.....	10
4 近期新股日历	12
5 近期打新市场表现.....	14
5.1 近一个月内新上市股票	14
5.2 近一个月内新申购股票	15
5.3 近一个月内询价入围情况.....	17
5.4 近一个月打新收益测算	20
6 理论打新收益测算.....	21
6.1 不同规模账户逐股票打新	21
6.2 不同规模账户逐月打新收益	22
7 高入围率基金推荐.....	25
风险提示:	26

图表目录

图表 1 2021 已实现打新收益 (A 类账户)	5
图表 2 2021 已实现打新收益 (C 类账户)	6
图表 3 预测 2021 年打新收益的敏感变量	6
图表 4 2020 年至今逐月上市规模 (亿元)	7
图表 5 注册制个股近期涨幅	7
图表 6 非注册制个股近期涨幅	7
图表 7 科创板个股有效报价账户数量	8
图表 8 创业板个股有效报价账户数量	8
图表 9 主板有效报价账户数量	8
图表 10 A 类账户注册制个股单位规模打新收益	9
图表 11 A 类账户非注册制个股单位规模打新收益	9
图表 12 C 类账户注册制个股单位规模打新收益	9
图表 13 C 类账户非注册制个股单位规模打新收益	9
图表 14 2 亿规模 A 类 2021 打新收益预测	10
图表 15 2 亿规模 C 类 2021 打新收益预测	10
图表 16 A 类账户 2021 全年打新收益率预测	10
图表 17 A 类账户 2021 全年打新收益预测	10
图表 18 C 类账户 2021 全年打新收益率预测	10
图表 19 C 类账户 2021 全年打新收益预测	10
图表 20 近期新股发行定价和发行 PE	11
图表 21 近期新股发行数量	12
图表 22 打新流程图	12
图表 23 待上市股票状态汇总	13
图表 24 待上市股票状态明细	13
图表 25 过去一周 IPO 日历	14
图表 26 下周 IPO 日历 (持续更新)	14
图表 27 近一个月内新上市股票首次开板涨跌幅与发行市值 (亿元)	15
图表 28 近一个月内新申购股票发行 PE 倍数	15
图表 29 近一个月内新申购股票网上申购中签率 (%)	16
图表 30 近一个月内新申购股票网下 A 类申购中签率 (%)	16
图表 31 近一个月内新申购股票网下 C 类申购中签率 (%)	17
图表 32 A、B、C 类平均网下中签率 (%)	17
图表 33 各板块平均网下中签率 (%)	17
图表 34 近一个月内科创板整体入围率	18
图表 35 近一个月内创业板整体入围率	18
图表 36 近一个月内科创板 A 类法人投资者和 C 类法人投资者数量	19
图表 37 近一个月内创业板 A 类法人投资者和 C 类法人投资者数量	19
图表 38 近一个月内主板 A 类法人投资者和 C 类法人投资者数量 (包含原中小板)	20
图表 39 近一个月内新上市股票满中收益 (万元)	20
图表 40 近期各股票 A 类实际打新表现	21
图表 41 近一个月内不同规模账户逐股票网下打新收益 (万元)	22
图表 42 2020 年以来不同规模账户逐月网下打新收益率 (所有板块)	23

图表 43 2020 年以来不同规模账户逐月网下打新收益率（科创板）	23
图表 44 2020 年以来不同规模账户逐月网下打新收益率（创业板）	24
图表 45 2020 年以来不同规模账户逐月网下打新收益率（主板）	24
图表 46 示例：基金公司 P、Q 报价情况	25
图表 47 示例：计算基金公司参与基金参与度、入围率	25
图表 48 高入围率基金推荐	26

1 注册制发行制度优化

为进一步深化新股发行定价机制市场化改革，更好发挥市场化发行机制效用，8月20日，沪深两市交易所拟修订发行与承销实施办法与实施细则，并自即日起至9月5日向市场公开征求意见。本次规则的主要修订内容有以下几个方面。

1、调整最高报价剔除比例。结合科创板股票发行承销最新情况，为鼓励投资者更加充分表达投资意愿，拓展询价机制下的有效报价区间，**最高报价剔除比例由“不低于10%”调整为“不超过3%”**。

2、取消新股发行定价与申购安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求。为进一步提高发行效率，同时按照《证券法》的规定**支持发行人和主承销商更好行使自主定价权利**，明确初步询价结束后如确定的发行价格超过网下投资者报价平均水平的，**仅需在申购前发布1次投资风险特别公告，无需延迟申购**。

3、网下投资者不得在发行价格确定前泄露报价信息或者获取其他网下投资者报价信息，不得协商报价或者故意压低、抬高价格，不得扰乱正常询价秩序。

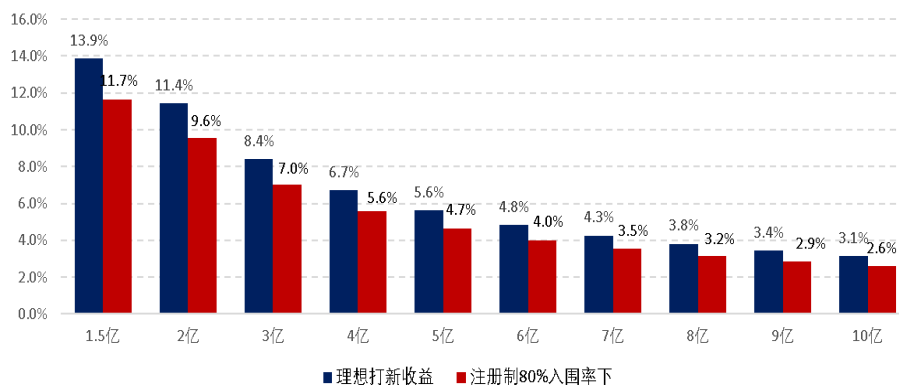
参与网下询价的投资者未按照定价决策程序确定报价或者定价依据无法充分支持最终报价结果的；参与网下询价的投资者存在改价理由不充分、与其他投资者报价持续高度一致等异常情形，干扰正常询价秩序的；发行人、证券公司、证券服务机构、投资者及其直接负责的主管人员和其他直接责任人员在发行承销业务或者询价报价过程中涉嫌违法违规的，交易所将相关线索上报证监会查处；**涉嫌构成犯罪的，由司法机关依法追究刑事责任**。网下投资者应当建立并严格执行合规报价内控制度，妥善留存参与报价的定价依据、定价决策过程、申报记录等文件和相关信息，**保存期限不得少于20年**。

我们认为在新的发行与承销细则下，机构在询价报价时担忧被高剔的概率降低，发行人和主承销商的自主定价权利更高，新股上市首日涨幅可能降低。询价入围区间将拓宽，整体报价入围率将下降，打新收益可能小幅下滑。

2 将 2021 打新收益拆解为已实现和未实现部分

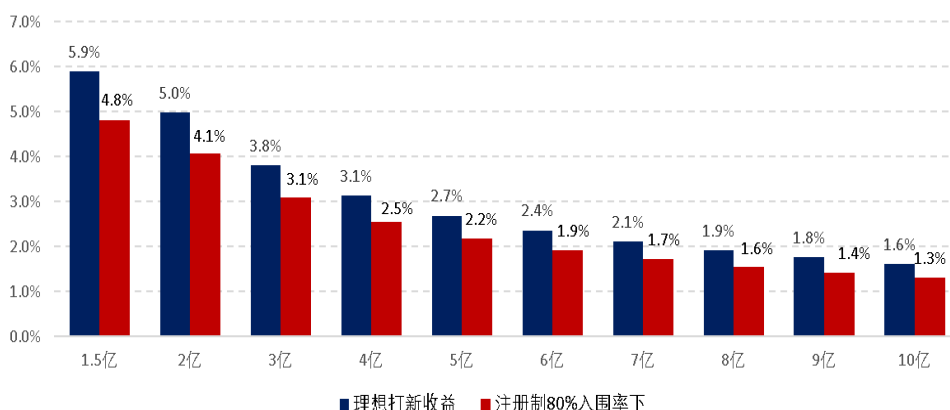
我们滚动跟踪近期打新市场表现，并将其纳入 2021 年打新收益率预测的模型中。截止 2021/8/20，假设询价新股全部入围情况下，A 类 2 亿规模账户打新收益率 11.4%，C 类 2 亿规模账户打新收益率 5.0%；以注册制新股 80%入围率测算时，A 类 2 亿规模账户打新收益率 9.6%，C 类 2 亿规模账户打新收益率 4.1%。

图表 1 2021 已实现打新收益（A 类账户）



来源：wind 资讯，华安证券研究所

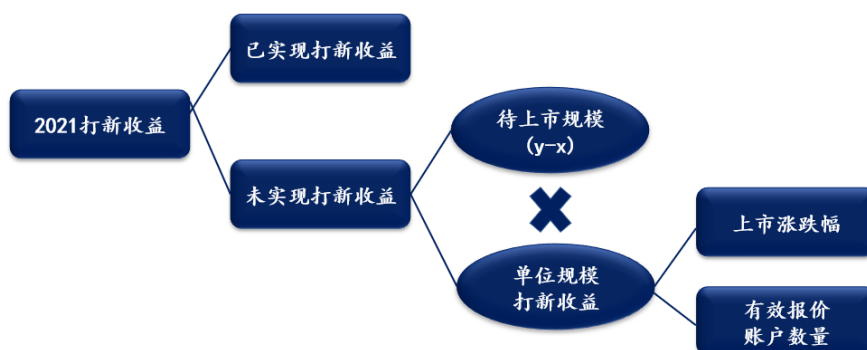
图表 2 2021 已实现打新收益（C 类账户）



资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

我们将 2021 年打新收益拆解为已实现部分和未实现部分。已实现打新收益可以根据实际数据测算得到，未实现打新收益整体受两个变量影响：1、2021 年全年待新股上市规模，我们将其作为情景分析；2、单位上市新股的打新收益。而单位上市新股的打新收益与新股上市涨跌幅正相关，而与有效报价账户数量负相关。

图表 3 预测 2021 年打新收益的敏感变量

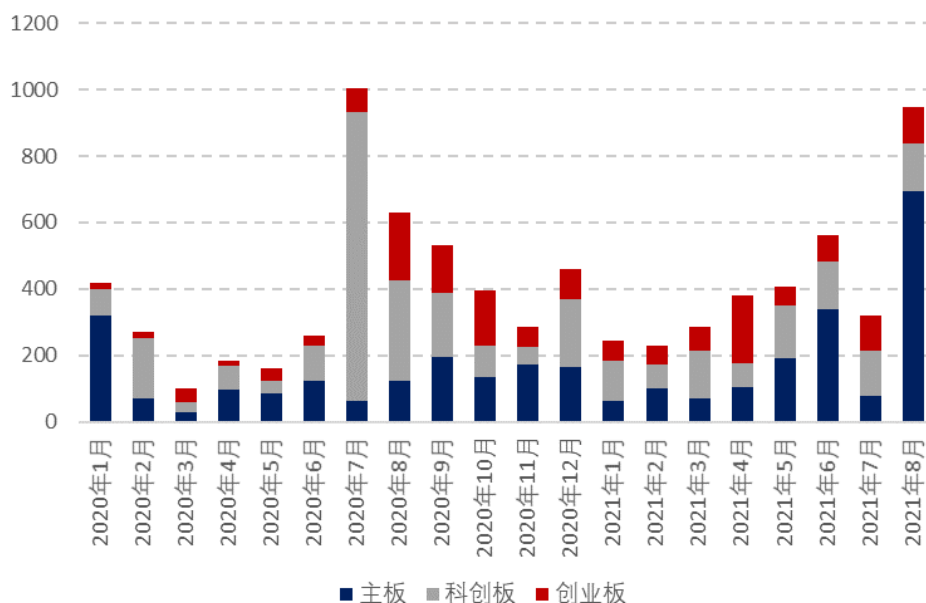


资料来源：wind 资讯，华安证券研究所

我们的打新收益滚动跟踪测算模型步骤如下所示：

- 1、计算 2021 年已上市新股规模 x 亿和已实现打新收益率。
- 2、假设 2021 年不同的新股上市规模 y 亿，例如 4000 亿、4500 亿、5000 亿，则待上市新股规模为 $(y-x)$ 亿。
- 3、分别测算注册制新股以及非注册制新股的上市涨跌幅变动趋势。
- 4、分别测算注册制新股以及非注册制新股的 A 类、C 类有效报价账户数量变动趋势。
- 5、分别测算近期注册制新股以及非注册制新股的 A 类、C 类账户单位规模打新收益（以近 60 只新股为参考），并且根据 3 与 4 的变动趋势给予单位规模打新收益一个合适的折扣。

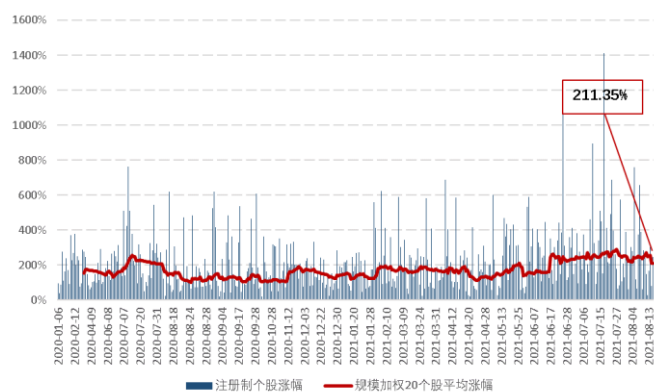
图表 4 2020 年至今逐月上市规模 (亿元)



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

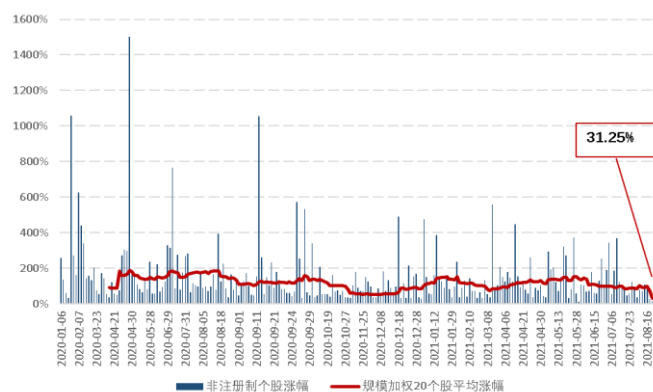
过去一周 (2021/8/9-8/13) 新股上市规模为 771.19 亿元。滚动跟踪近期 20 只新股上市后的涨幅表现, 其中注册制个股上市首日的涨幅在 211.35% 左右, 市场情绪比较高涨, 非注册制个股开板首日的涨幅在 31.25% 左右, 主要受中国电信上市首日未触及涨停板影响, 其首日成交均价相比 IPO 价格涨幅仅 14.25%, 且发行市值超过 500 亿, 权重影响较大。

图表 5 注册制个股近期涨幅



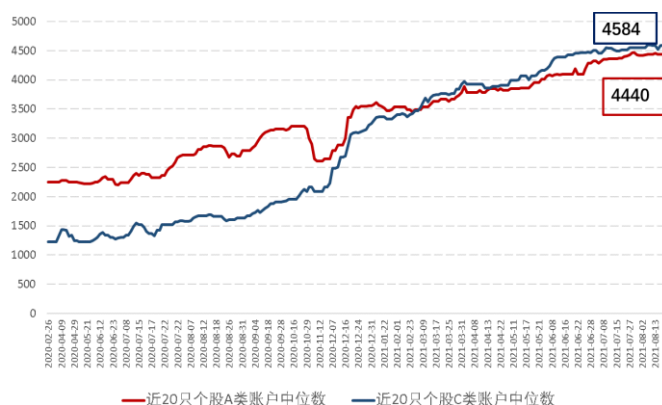
资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

图表 6 非注册制个股近期涨幅



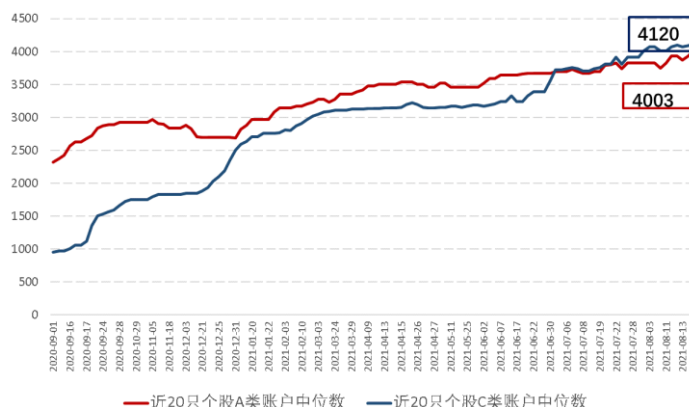
资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

图表 7 科创板个股有效报价账户数量



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

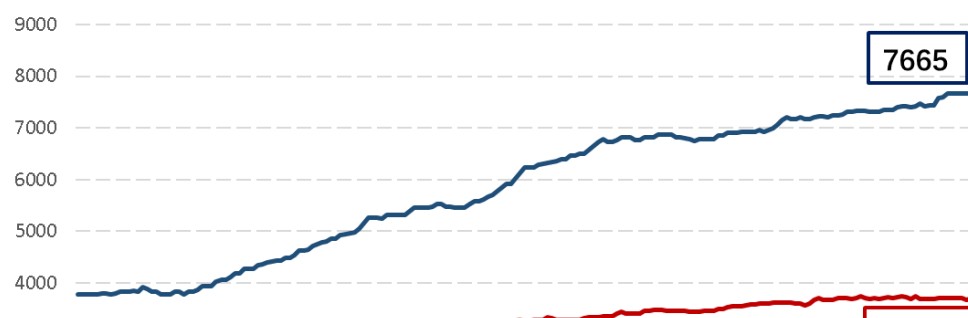
图表 8 创业板个股有效报价账户数量



资料来源: wind 资讯, 华安证券研究所

A 类、C 类入围账户数量在 2021 年 3 月前有比较明显的上升趋势, 因此对单位上市规模产生的打新收益有一定的负面影响, 近期账户数量平稳上升。滚动跟踪近期 20 只新股的有效报价账户中位数, 目前科创板新股 A 类有效报价账户数量在 4440 左右, C 类有效报价账户数量在 4584 左右, 创业板注册制改革后个股 A 类有效报价账户数量在 4003 左右, C 类有效报价账户数量在 4120 左右, 主板 (包含中小企业板) 个股 A 类有效报价账户数量在 3668 左右, C 类有效报价账户数量在 7665 左右。未来我们判断账户数量上升空间有限, 但 C 类账户上升速度快于 A 类。科创板打新的 C 类账户自 2021 年 3 月初起已逐步超过 A 类户, 创业板打新的 C 类账户近期也已赶超 A 类账户。

图表 9 主板有效报价账户数量



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25793

