

## 科创板系列

# 科创板打新攻略-科创板系列之一

2019年8月15日

### 报告摘要

这是我们针对科创板系列报告的第一篇。

#### ■ 前言：为什么重视科创板？

与市场主流观点有所不同，我们认为产业趋势是决定市场趋势的根本，而科创板的行业分布，恰恰顺应了经济转型的时代背景。因此，拉长时间维度，科创板最核心的投资价值在于，其行业结构顺应经济转型所带来的高成长，未来有望成为诞生优质成长股的新沃土。

科创板是我们高度重视的研究方向，后续将推出系列报告。作为系列报告第一篇，本篇聚焦于打新，核心内容包括，“为何关注科创板打新”和“如何参与科创板打新”。

#### ■ 为何聚焦科创板打新？

根据测算，我们发现：

其一，基金在首批科创板打新中的收益增厚可达0.23%~5.00%，基金规模越小，增厚幅度越明显。

其二，根据首批科创板回报表现，测算出基金的年化打新收益率可达1.22%~16.26%。

其三，从基金自身的净值增长率来看，参与打新的基金表现相较于未参与基金高1%以上。

#### ■ 如何参与科创板打新？

**报价策略：按照报价区间的66.99%~67.25%分位报价的中签概率最高**

结论上，报价区间可作为网下投资者询价过程中报价的重要参考依据，按照报价区间的66.99%~67.25%分位报价的中签概率最高。具体测算方法，首先，统计首批科创板的每只新股的有效报价下限分位数和上限分位数；其次，取有限报价区间下线的最大值，以及有效报价区间上限的最小值；最后，剔除异常值扰动（航天宏图 and 心脉医疗），得出按照报价区间的66.99%~67.25%分位报价的中签概率最高。

**卖出策略：科创板打新资金大概率倾向于在上市首日卖出**

在分析科创板卖出策略时，我们的分析方法主要是借鉴创业板的经验规律。就客观卖出规律而言，基于换手率变化，上市首日或是打新资金的集中卖出时间。进一步分析创业板新股上市后的走势规律，结合2009至2012年的新股样本，就上市当日开盘价卖出的收益率来看，算术均值、中位数、最大值和最小值分别为32%、27%、152%、-14%。此外，有以下两点值得关注：其一，创业板首批新股溢价率最高；其二，就新股上市后的短期波动而言，首日相较于后续几个交易日收益率更高。

结合创业板历史，就科创板的卖出策略而言，我们认为：其一，结合打新资金的风险偏好，科创板打新资金或倾向于在上市首日卖出，这点已被传统新股和科创板首批公司所验证；其二，预计科创板后续批次新股上市后的溢价率，相较于首批25家新股大概率明显回落；其三，预计科创板后续批次新股上市后的短期表现跟大盘波动呈较强相关性。

#### ■ 风险提示：科创板后续新股上市股价发生较大波动，涨幅不及预期；科创板后续新股无法匹配经济转型的时代背景。

证券分析师 王杨

执业证号：S0600517120001

021-60199793

[wangyang@dwzq.com.cn](mailto:wangyang@dwzq.com.cn)

### 相关研究

- 1.《长期慢牛启航—创新开放融合发展》20180721
- 2.《以史为鉴：接下来A股的最大特征在于成长股展开有序上涨》20180820
- 3.《新繁荣系列之二：小荷才露尖尖角》20190310

## 内容目录

<b>1. 前言：为什么重视科创板？</b> .....	<b>3</b>
<b>2. 为何聚焦科创板打新？</b> .....	<b>4</b>
2.1. 打新收益增厚空间颇丰 .....	4
2.2. 参与打新基金净值增长率更佳 .....	5
<b>3. 如何参与科创板打新？</b> .....	<b>6</b>
3.1. 科创板打新规则 .....	6
3.2. 科创板打新策略 .....	7
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 1. 前言：为什么重视科创板？

这是我们针对科创板系列报告的第一篇。之所以重视科创板，核心原因在于其行业结构顺应经济转型带来的时代贝塔。

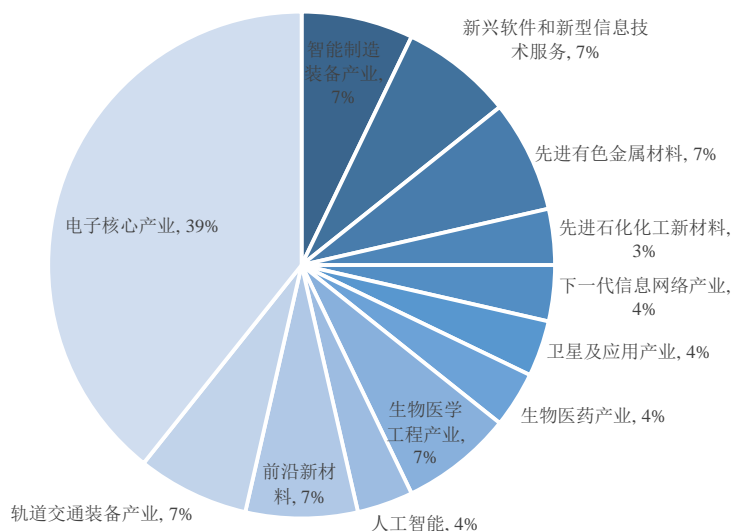
与市场主流观点有所不同，我们认为产业趋势是决定市场趋势的根本。回顾 2007 和 2015 两轮经典牛市，宏观环境相差极大，但本质上是主导产业崛起带来的牛市，即 2007 年的重工业和 2013 年的互联网+。站在当前，5G 提速有望掀起新一轮主导产业崛起，设备先行，应用其次。这也是，2019 年以来 5G、半导体和云计算等科技股强势的根本原因。

结合科创板的行业特征，即“重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合”，相较于传统新股，科创板的行业分布更进一步地顺应了经济转型的时代背景。

基于此，拉长时间维度，科创板最核心的投资价值在于，其行业结构顺应经济转型所带来的高成长，未来有望成为诞生优质成长股的新沃土。

因此，科创板是我们高度重视的研究方向，后续将推出系列报告。作为系列报告第一篇，本篇聚焦于打新，核心内容包括，“为何关注科创板打新”和“如何参与科创板打新”。

图表 1：截至 8 月 14 日已上市科创板新股行业分布



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 2. 为何聚焦科创板打新？

### 2.1. 打新收益增厚空间颇丰

基金在首批科创板打新中的收益增厚可达 0.23%~5.00%，基金规模越小，增厚幅度越明显。第一批 25 家上市的科创板企业共募集资金 370.18 亿元，其中基金获配金额 133.77 亿元（剔除战略配售基金以及基金规模小于 6000 万元的基金）。根据不同的基金规模区间划分，按照上市后 3 天的开/收盘涨幅分情形测算，可以发现：

1) 基金打新收益增厚颇丰，整体在 0.23%~5.00% 之间，上市当天开盘卖出策略下打新平均收益达到 0.31%~4.89%；2) 基金规模在 0.6~2 亿元最优，随着基金规模的扩大，收益增厚会被大幅摊薄。

图表 2：首批科创板的基金打新收益增厚测算

基金规模区间 (亿元)	中签基金数	基金平均规模 (亿元)	平均获配金额 (亿元)	首批科创板的基金打新收益增厚					
				7/22 开盘	7/22 收盘	7/23 开盘	7/23 收盘	7/24 开盘	7/24 收盘
				涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅
				140.95%	139.55%	103.74%	120.63%	124.20%	144.02%
0.6~2	259	1.47	0.06	4.89%	4.85%	3.60%	4.19%	4.31%	5.00%
2~4	363	2.90	0.07	3.09%	3.06%	2.27%	2.64%	2.72%	3.16%
4~8	355	5.61	0.08	1.83%	1.82%	1.35%	1.57%	1.62%	1.87%
8~16	306	11.52	0.10	1.14%	1.13%	0.84%	0.97%	1.00%	1.16%
16 以上	306	44.57	0.11	0.31%	0.30%	0.23%	0.26%	0.27%	0.31%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

注：打新收益增厚=获配金额\*(1-获配股份锁定账户比例)\*科创板新股平均涨幅/基金规模

注：根据科创板自律委《关于促进科创板初期企业平稳发行的行业倡导建议》，除部分封闭运作基金外，其他网下投资者及其管理的配售对象账户持有市值门槛不低于 6000 万元；建议通过摇号抽签方式抽取 6 类中长线资金对象中 10% 的账户，中签账户的管理人承诺中签账户获配股份 6 个月内锁定。因此对打新基金中签基金中，规模小于 6000 万元的不纳入计算，同时假定获配股份锁定账户比例为 10%。

根据首批科创板回报表现，测算出基金的年化打新收益率可达 1.22%~16.26%。假设科创板的全年融资规模为 1000 亿元，基金实际获配金额占总融资规模比例沿用首批上市公司的计算结果 36.14%，获配股份锁定账户比例为 10%，获配基金数量约为 1600 家。

分情形测算发现，在新股涨幅 120%~160% 的中性预期下，基金年化打新收益率 1.22%~16.26% 区间内，单位基金规模 2 亿元内回报最优。

图表 3：基金年化打新收益率测算

假设条件		单位基金 规模 (亿元)	基金年化打新收益率					
			悲观预期涨幅		中性预期涨幅		乐观预期涨幅	
			40.00%	80.00%	120.00%	160.00%	200.00%	240.00%
每年总融资规模 (亿)	1000	2	4.07%	8.13%	12.20%	16.26%	20.33%	24.39%
		4	2.03%	4.07%	6.10%	8.13%	10.16%	12.20%
基金实际获配金额占总 融资规模比例	36.14%	8	1.02%	2.03%	3.05%	4.07%	5.08%	6.10%
		12	0.68%	1.36%	2.03%	2.71%	3.39%	4.07%
获配股份锁定账户比例	10%	16	0.51%	1.02%	1.52%	2.03%	2.54%	3.05%
获配基金数量 (家)	1600	20	0.41%	0.81%	1.22%	1.63%	2.03%	2.44%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

注：年化打新收益率=总融资规模\*获配比例\*(1-获配股份锁定账户比例)\*科创板新股平均涨幅/基金总规模

## 2.2. 参与打新基金净值增长率更佳

从基金自身的净值增长率来看，参与打新的基金表现相较于未参与基金高1%以上。根据测算，科创板上市当天、两日、三日、一周、两周，各类型参与打新基金的累计基金净值增长率与未打新基金之差为 1.39%、1.38%、1.47%、1.74%、1.61%，首日增幅最为明显。

图表 4：净值增长率：参与打新基金 VS 未参与打新基金

基金类型	基金净值增长率差 (=打新基金-未打新基金)				
	上市首日 (7/22)	上市两日 (7/22-7/23)	上市三日 (7/22-7/24)	上市一周 (7/22-7/26)	上市两周 (7/22-8/2)
普通股票型基金	1.62%	1.53%	1.56%	1.70%	1.63%
被动指数型基金	0.93%	0.83%	0.85%	0.92%	0.86%
增强指数型基金	1.65%	1.48%	1.49%	1.67%	1.10%
偏股混合型基金	1.27%	1.25%	1.43%	1.66%	1.58%
偏债混合型基金	1.47%	1.49%	1.56%	1.77%	1.71%
平衡混合型基金	0.74%	1.04%	1.40%	1.83%	1.55%
灵活配置型基金	1.69%	1.71%	1.84%	2.05%	1.96%
股票多空	1.78%	1.71%	1.63%	2.29%	2.46%
<b>均值</b>	<b>1.39%</b>	<b>1.38%</b>	<b>1.47%</b>	<b>1.74%</b>	<b>1.61%</b>

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

### 3. 如何参与科创板打新？

#### 3.1. 科创板打新规则

科创板新股发行承销制度安排方面，新股发行总的思路是价格、规模、节奏等坚持市场化导向，询价、定价、配售等环节由机构投资者主导。具体看来科创板打新制度主要有如下特征：

(1) 取消了直接定价方式，采用**市场化询价机制**，能够打破 23 倍市盈率限制；

(2) **新股配售向网下配售及专业机构投资者倾斜**。相较于沪市主板，科创板网下初始发行比例提高 10%，同时要求回拨后网下发行比例在 60%~80%之内；在询价方面，询价对象为证券、基金、信托等 7 类专业机构投资者，不包括个人投资者和一般法人。

(3) **放宽“超额配售选择权”（“绿鞋”机制）的限制**，不局限于发行股票的数量在 4 亿股以上的公司。

(4) 其他相关交易机制：新股上市的前 5 个交易日不设涨跌幅限制；每日涨跌幅限制提高到 20%；自上市首日可以作为融资融券标的。

图表 5：科创板打新制度

步骤	具体规则
询价对象	证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人等（共 7 类专业机构投资者，不包括个人投资者和一般法人）
初步询价	1) 参与询价的网下投资者可为其管理的不同配售对象账户分别填报一个报价 2) 同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不超过 3 个 3) 同一网下投资者的拟申购价格，最高价格与最低价格的差额不得超过最低价格的 20%
确定发行价格	1) 通过向专业机构投资者询价的方式定价（ <b>市场化询价机制，打破 23 倍市盈率限制</b> ） 2) 剔除报价最高的部分，剔除部分不得低于所有网下投资者拟申购总量的 10%；剔除后，根据配售对象剩余报价的中位数和加权平均数的孰低值，审慎合理确定发行价格 3) 发行股票价格（或价格区间）确定后， <b>提供有效报价的投资者方可参与申购</b>
申购前信息披露	1) 剔除最高报价部分后有效报价的中位数和加权平均数 2) 定价超过中位数、加权平均数的孰低值的，申购前至少一周发布投资风险特别公告 3) 定价超过行业二级市场平均市盈率，但未超过孰低值，无需发布投资风险特别公告
网下申购	1) 公开发行后总股本不超过 4 亿股的，网下初始发行比例不低于 <b>70%</b> 2) 公开发行后总股本超过 4 亿股或者发行人尚未盈利的，网下初始发行比例不低于 <b>80%</b> 3) 公募产品、社保基金、养老金、企业年金、保险资金网下配售不低于 <b>50%</b> （若有效申购不足，可向其他投资者配售剩余部分） 4) 分类配售下，公募、社保、养老金、企业年金和保险资金的配售比例不低于其他投资者

网上申购	1) 持有市值达到 10000 元以下方可参与网上申购（个人投资者申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 <b>50 万元</b> ，参与证券交易 <b>24 个月</b> 以上） 2) <b>投资者持有市值确定其网上可申购额度</b> ：每 5000 元市值申购 500 股（申购数量为 500 整数倍，不超过网上初始发行数 1%，且不超过 9999.95 万股） 3) 申购总量大于发行量，进行摇号抽签
回拨机制	1) 网下申购不足，中止发行，无法回拨；网上申购不足，可以回拨给网下投资者 2) 网上有效申购倍数在 50-100 倍，回拨比例 <b>5%</b> ；网上有效申购倍数超过 100 倍，回拨比例 <b>10%</b> 3) 回拨后，网下发行比例将不少于 60%；网下发行数量不超过公开发行业总量的 <b>80%</b>
战略配售	1) 发行数量 1 亿股以上的，战略投资者获配原则上不超过 <b>30%</b> 2) 发行数量不足 1 亿股，战略投资者获配不超过 <b>20%</b>
超额配售选择权 (绿鞋机制)	1) 采用超额配售选择权发行股票数量不得超过首次公开发行股票数量的 <b>15%</b> 2) 上市之日起 30 个自然日内，主承销商有权使用超额配售资金购买股票，申报价不得高于发行价 3) 主承销商应当在超额配售选择权行使期届满或累计行使数达限额 5 个工作日内，根据行权交付资金或股票

资料来源：《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》、《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》，东吴证券研究所

## 3.2. 科创板打新策略

关于科创板打新策略，我们分为报价策略和卖出策略两块，结论上，就报价策略而言，按照投价区间的 **66.99%~67.25%**分位报价的中签概率最高；就卖出策略而言，科创板打新资金或倾向于在上市首日卖出。

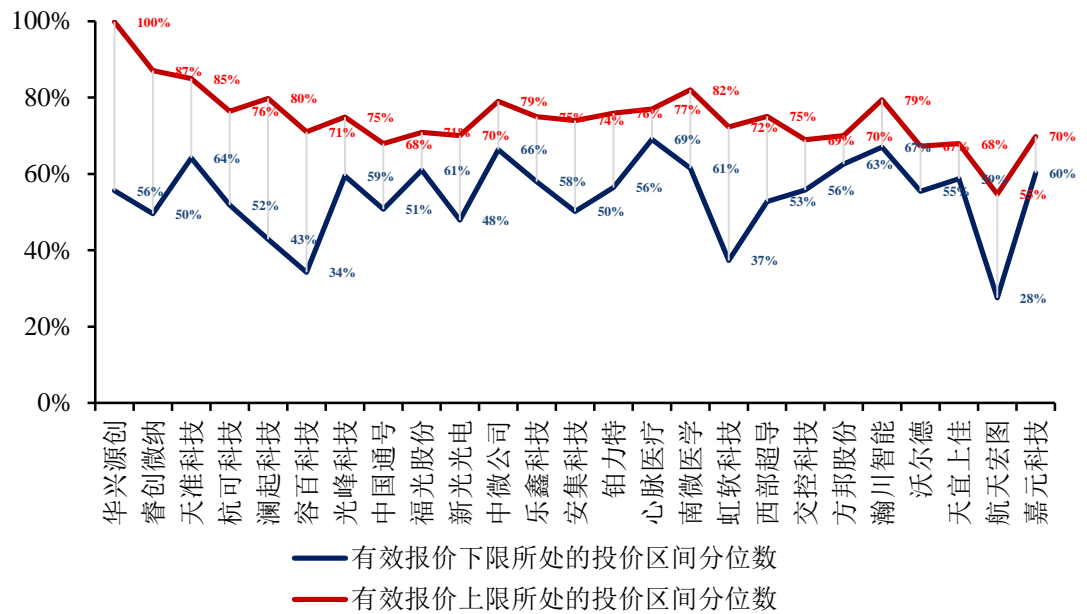
### 3.2.1. 报价策略

**科创板报价策略**：结论上，投价区间可作为网下投资者询价过程中报价的重要参考依据，按照投价区间的 **66.99%~67.25%**分位报价的中签概率最高。

投价区间可作为网下投资者询价过程中报价的重要参考依据。首批科创板初步询价得到的有效报价范围大体处于投价区间的 **55%~75%**分位，且有效报价区间宽度相对收敛，第一家申购的华兴源创有效报价区间宽度 **44.25%**，至首批最后一家嘉元科技有效报价区间宽度仅为 **9.59%**。

按照投价区间的 **66.99%~67.25%**分位报价的中签概率最高。具体测算方法，首先，统计首批科创板的每只新股的有效报价下限分位数和上限分位数；其次，取有限报价区间下限的最大值，以及有效报价区间上限的最小值；最后，剔除异常值扰动（航天宏图 and 心脉医疗），得出按照投价区间的 **66.99%~67.25%**分位报价的中签概率最高。

图表 6：有效报价所处的报价区间分位数



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

注：有效报价所处的报价区间分位数=(有效报价-报价区间下限)/(报价区间上限-报价区间下限)

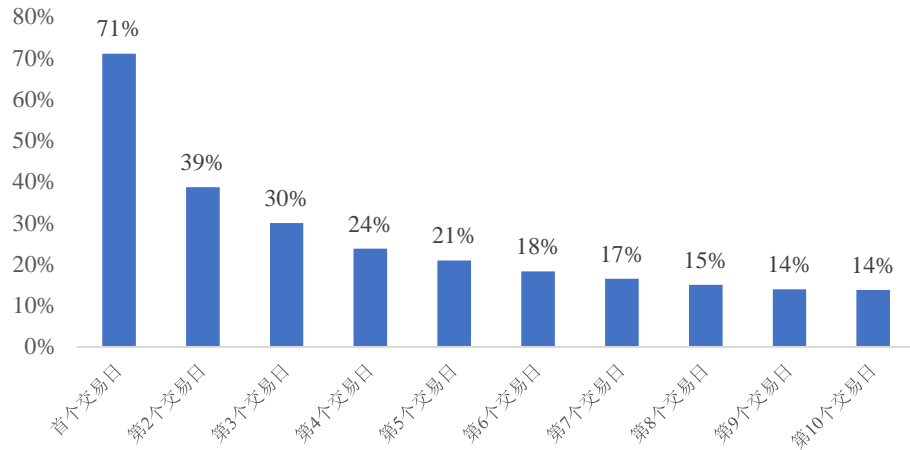
### 3.2.2. 卖出策略

在分析科创板卖出策略时，我们的分析方法主要是借鉴创业板的经验规律。

在统计样本上，基于 2013 年第四次新股发行制度改革，我们以 2013 年之前的创业板新股为样本。具体来看，2013 年 11 月，证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，开启第四次新股发行体制改革，新规在市盈率与超募等问题上作了更为严格的限制，之后新股首发市盈率基本稳定在 23 左右。

复盘创业板历史不难看出，就客观卖出规律而言，基于换手率变化，上市首日或是打新资金的集中卖出时间。

图表 7：2009 至 2012 年创业板新股上市后各交易日换手率情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

进一步分析创业板新股上市后的走势规律，结合 2009 至 2012 年的新股样本，就上市当日开盘价卖出的收益率来看，**算术均值、中位数、最大值和最小值分别为 32%、27%、152%、-14%**。此外，有以下两点值得关注：

其一，**创业板首批新股溢价率最高**。以上市首日开盘价卖出为统计口径，创业板首批 28 家新股相较于首发价格的收益率为 76%，而第二批至第十批新股的收益率分别为 56%、30%、26%、14%、33%、48%、47%、57%、62%，进一步结合后续新股上市首日表现，可以发现，**首批新股打新收益率最高，第三批至第五批逐渐下降，而后跟随大盘表现而波动**。

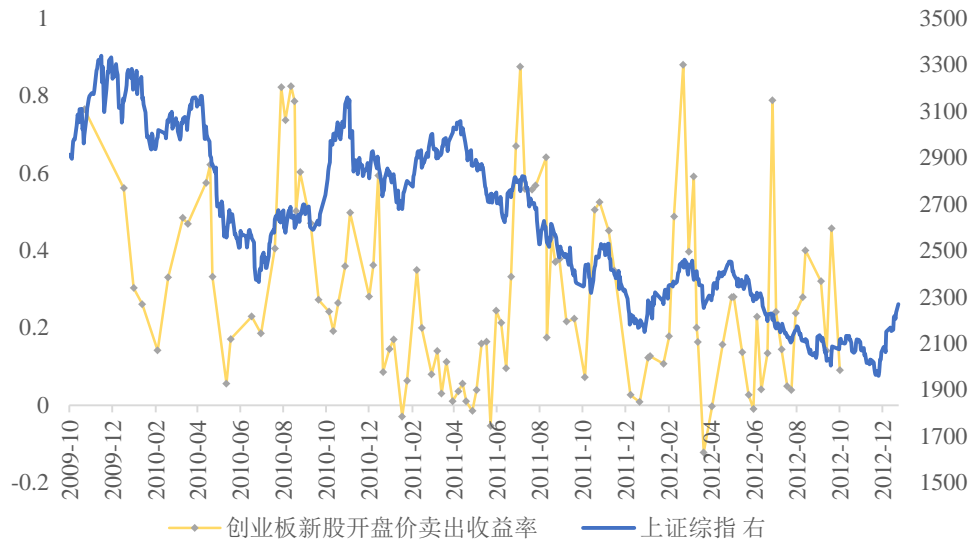
其二，就新股上市后的短期波动而言，首日相较于后续几个交易日收益率更高。数据上看，创业板新股上市后，以各交易日卖出价相较于首发价的涨幅为统计口径，上市第 1 日至第 5 日的收益率中位数分别为 27%、24%、22%、22%、22%，算术均值分别为 32%、31%、31%、30%、30%。

图表 8：创业板前 10 批新股上市当日的开盘价、最低价和最高价卖出涨幅

	新股数量	开盘价卖出涨幅	最低价卖出涨幅	最高价卖出涨幅
2009/10/30	28	76%	62%	187%
2009/12/25	8	56%	44%	67%
2010/1/8	6	30%	29%	39%
2010/1/20	8	26%	20%	32%
2010/2/11	4	14%	10%	21%
2010/2/26	4	33%	28%	43%
2010/3/19	3	48%	44%	54%
2010/3/26	4	47%	45%	60%
2010/4/21	5	57%	53%	68%
2010/4/27	4	62%	49%	70%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 9：2009 至 2012 年创业板新股卖出价涨幅与上证呈一定相关性



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 10：2009 至 2012 年创业板新股上市后第 1 至 5 个交易日的表现

	上市首个交易日开盘价	上市第 2 个交易日开盘价	上市第 3 个交易日开盘价	上市第 4 个交易日开盘价	上市第 5 个交易日开盘价
算术均值	32%	31%	31%	30%	30%
中位数	27%	24%	22%	22%	22%
最大值	152%	179%	194%	168%	171%
最小值	-14%	-18%	-20%	-21%	-27%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 11：2009 至 2012 年创业板新股上市当日表现的整体统计结果

	开盘卖出涨幅	最低价卖出涨幅	最高价卖出涨幅
算术均值	32%	26%	49%
中位数	27%	19%	33%
最大值	152%	145%	282%
最小值	-14%	-19%	-13%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

结合创业板历史，就科创板的卖出策略而言，其一，结合打新资金的风险偏好，科创板打新资金或倾向于在上市首日卖出，这点已被传统新股和科创板首批公司所验证；其二，预计科创板后续批次新股上市后的溢价率，相较于首批 25 家新股大概率明显回落；其三，预计科创板后续批次新股上市后的短期表现跟大盘波动呈较强相关性。

图表 12: 首批科创板新股上市后表现

	开盘价相对于发行 价平均涨幅	最高价相对于开盘 价平均涨幅	首日 换手率	第二日 换手率	第三日 换手率
第一批	140.95%	34.75%	77.78%	36.50%	38.30%

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

科创板后续新股上市股价发生较大波动, 涨幅不及预期; 科创板后续新股无法匹配经济转型的时代背景。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 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。

### 行业投资评级:

- 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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

