

撰写日期：2019 年 06 月 03 日

证券研究报告--私募基金点评报告

科创板概念私募基金值得购买吗？

分析师：奕丽萍

执业证书编号：S0890515090001

电话：021-20321300

邮箱：yiliping@cnhbstock.com

分析师：程靖斐

执业证书编号：S0890517060001

电话：021-20321305

邮箱：chengjingfei@cnhbstock.com

研究助理：吴昱璐

电话：021-20321075

邮箱：wuyulu@cnhbstock.com

研究助理：田钟泽

电话：021-20321067

邮箱：tianzhongze@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

- 1 《私募基金：股指期货再迎松绑，管理期货策略表现突出-私募基金月报 201904》
2019-05-24
- 2 《私募基金：2019 年一季度私募基金流通股重仓全景（附持股明细）》 2019-05-23
- 3 《私募基金：商品期货私募基金的行业倾向与策略风格：一种近似法》 2019-05-13

◎ 投资要点：

◆ **事件：**截至 2019 年 5 月，科创板申报企业共计 113 家，合计融资金额 1098.9 亿元。在科创板筹备如火如荼之际，部分私募证券投资基金也马不停蹄筹备科创板概念相关产品，其中尤以科创板网下打新策略最受追捧。

◆ **科创板网下打新收益的影响因素。**科创板网下打新收益取决于三大因素：新股融资规模、打新获配率、新股上市涨幅。科创板打新之所以引人注目，主要是因为部分规则提升了打新获配率和新股上市涨幅的预期。但不可忽视的是，也有部分规则对科创板网下打新收益构成负向的影响。

◆ **打新策略为主 VS 打新策略增厚。**“A+B 类”和 C 类的“跷跷板”效应限制 C 类获配率。科创板网下打新为主的策略，收益估测区间为：2.55%~19.89%。科创板网下打新策略做增厚的产品，收益估测区间为：-14.94%~28.53%。

◆ **顾问管理产品打新（管理人为金融机构） VS 自主发行产品打新。**资产管理实力不达标、但拥有投顾资质的私募基金可考虑顾问管理型产品打新。

◆ **作为私募产品的投顾打新 VS 作为公募产品的投顾打新。**而私募基金如果以公募产品身份打新，假如可行，产品的打新业绩将有效放大。这是因为公募基金是优先获配对象，根据分类配售原则：公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。简单假定公募获配率是私募获配率的 2 倍，则上表的网下打新收益估测所有数据将翻倍。

◆ **风险提示：**科创板打新或投资存在风险，私募基金投资有业绩风险。

【事件】截至 2019 年 5 月，科创板申报企业共计 113 家，合计融资金额 1098.9 亿元。2019 年 6 月 5 日，上海证券交易所将召开科创板上市委第 1 次审议会议，审议深圳微芯生物科技股份有限公司、安集微电子科技（上海）股份有限公司、苏州天准科技股份有限公司等 3 家企业发行上市申请，科创板首发如箭在弦。

在科创板筹备如火如荼之际，部分私募证券基金也马不停蹄筹备科创板概念相关产品，其中尤以科创板网下打新策略最受追捧。

本文站在私募基金产品设计者和投资者的视角，客观比较多种形态的科创板概念私募基金产品。

1. 科创板网下打新收益的影响因素

结论：科创板网下打新收益有利因素与不利因素并存。

分析：

科创板网下打新收益取决于三大因素：新股融资规模、打新获配率、新股上市涨幅。科创板打新之所以引人注目，主要是因为部分规则提升了打新获配率和新股上市涨幅的预期。但不可忽视的是，也有部分规则对科创板网下打新收益构成负向的影响。

对比 A 股现有的首发规则，有利因素主要有：从网下发行比例规则看，科创板更倾向网下投资者；从网下投资者范围看，科创板将个人投资者排除在外，期货公司、银行理财处于政策待明朗区域，投资者范围显著缩小；从上市涨跌幅限制看，科创板新股上市前五日不设涨跌幅限制，其他交易日涨跌幅 20%，市场情绪得到更大释放。

对比 A 股现有的首发规则，不利因素主要有：降低战略配售门槛、试行跟投制度或分流网上网下获配数量；新股定价采用询价方式或提高首发市盈率、挤压后续上涨空间。

表 1：科创板网下打新收益的有利因素和不利因素（非战略配售投资者）

		A 股现状	科创板
有利因素	网下发行比例	公开发售后总股本 4 亿股（含）以下的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 60%；4 亿股以上 70%。网下向网上回拨比例高。	4 亿股（含）以下的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 70%；4 亿股以上 80%。网下向网上回拨比例低。
	网下投资者范围	满足一定条件的机构投资者和个人投资者	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、以及符合一定条件的私募基金管理人等专业机构投资者
	涨跌幅限制	上市首日-36%~+44%，其他交易日涨跌幅 10%	上市前五日不设涨跌幅限制，其他交易日涨跌幅 20%
不利因素	战略配售	首发股票 4 亿股以上才可以有	无门槛
	跟投制度	无制度	试行保荐机构相关子公司跟投制度，参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期
	定价方式	直接定价或询价	询价

资料来源：华宝证券研究创新部、上交所

2. 打新策略为主 VS 打新策略增厚

结论 1：“A+B 类”和 C 类的“跷跷板”效应限制 C 类获配率。

结论 2：科创板网下打新为主的策略，收益估测区间为：2.55%~19.89%。科创板网下打新策略做增厚的产品，收益估测区间为：-14.94%~28.53%。

分析：

市场上流行的科创板概念私募基金产品分为两种类型：（1）以科创板网下打新策略为主策略，市值底仓用期货等衍生品完全对冲；（2）以科创板网下打新策略为增厚策略，底仓采用原有的投资策略。

根据 A 股现状，即便是优先获配的 A 类和 B 类投资者，单只产品的网下打新获配率通常也仅有万分之几，所以打新获配一般不会对产品资金造成显著占用。由此，上述两类产品的预期收益近似理解为：产品 1=打新收益，产品 2=打新收益+原策略收益。

给出如下假设预测打新收益：

（1）新股融资规模：

截至 2019 年 5 月底，已申报的 113 家企业合计融资需求 1098.9 亿，平均单家 9.72 亿、接近 10 亿。假设科创板一年上市 50~150 家，融资规模 500 亿~1500 亿。

（2）打新获配率：

战略配售（含保荐跟投）比例不超 20%~30%、视首发股票数量而定，假定战略配售率平均为 15%。网下初始发行比例下限为 70%~80%（视发行后总股本），即便大额回拨，下限也有 60%~70%。由此网下获配率的保守预期为： **$(1-15\%) * 60\% = 51\%$**

网下 50%以上优先给 A 类和 B 类。私募基金属于网下 C 类投资者，**理想情况下 C 类获配率： $51\% * 50\% = 25.5\%$** 。

2019 年 5 月底，私募证券基金管理总规模（自主发行产品总规模）在 10 亿以上的是 235 家，预计连续两个季度满足的会低于 235 家。但考虑券商资管、基金专户等的入局，C 类配售对象数量采用市场一致预期： **$300 \text{ 家} * 5 \text{ 只/家} = 1500 \text{ 只}$** 。

理想情况下单只产品获配率： $25.5\% / 1500 = 0.017\%$ ，即万分之二左右。

但是，上述估测遗漏了“A+B 类”和 C 类的“跷跷板”效应：根据分类配售原则，公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者，因此 C 类获配率上升的上限是“A+B 类”的预期获配率。科创板现行规则下 C 类投资者数量显著减少，极端情况可能少于“A+B 类”，为了确保“A+B 类”的配售比例高于 C 类，借鉴 A 股当前操作，网下 C 类的可得比例或下调至 30%甚至更低，由此**更接近实际的 C 类获配率为： $51\% * 30\% = 15.3\%$ ，单只产品获配率： $15.3\% / 1500 = 0.0102\%$** 。同时，不排除 C 类整体获配率低于 30%的可能性

（3）新股上市涨幅：

我们以高点回撤 10%作为新股卖出的信号，测算 2016 年、2017 年、2018 年上市的新股简单平均涨幅，结果分别为 252%、183%、172%。

考虑到询价机制抬升新股定价、个股质地也存在差异，科创板新股涨幅按 A 股打 3~5 折估测，涨幅区间估测为 50%~130%。

（4）网下打新收益估测：

在确保参与率的前提下,为了提高打新收益率,预计私募基金普遍会对产品做规模控制,参考 A 股打新现状,规模下限或控制在 7000 万左右,我们以 1 亿规模估测网下打新收益:

表 2: 私募基金网下打新收益估测 (1 亿产品)

上市后涨幅/ 发行规模 (亿)	50%	70%	90%	110%	130%
500	2.55%	3.57%	4.59%	5.61%	6.63%
750	3.83%	5.36%	6.89%	8.42%	9.95%
1000	5.10%	7.14%	9.18%	11.22%	13.26%
1250	6.38%	8.93%	11.48%	14.03%	16.58%
1500	7.65%	10.71%	13.77%	16.83%	19.89%

资料来源: 华宝证券研究创新部

(5) 两类产品收益估测:

科创板网下打新为主的策略, 收益估测区间为: 2.55%~19.89%。主要风险源自打新收益不及预期, 因为新股融资规模、打新获配率、新股上市涨幅等原因都有可能造成低收益。表格中左上方区域就是悲观情景假设, 而右下方则是乐观情景假设。

科创板网下打新策略做增厚的产品, 策略收益为打新收益+原策略收益。华宝证券统计 2016~2018 年股票多头策略收益率中位数分别为: -5.50%、8.64%、-17.49%, 叠加打新收益后总收益估测区间为: -14.94%~28.53%。部分年份打新收益或无法覆盖主策略亏损, 投资者既要留意打新收益的下滑, 也要关注主策略风险。

3. 顾问管理产品打新 (管理人为金融机构) VS 自主发行产品打新

结论: 资产管理实力不达标、但拥有投顾资质的私募基金可考虑顾问管理型产品打新。

分析:

私募基金管理人既可以用自主发行的产品打新, 也可以为担任投资顾问角色的产品 (管理人为金融机构) 打新。根据《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》, 上述两种方式的主要区别是前者视同私募基金产品, 而后者或可视同金融机构产品, 由此, 两种产品的主要区别是对私募基金的资质要求不同。

若私募基金管理人用自主发行的产品打新, 则按目前的文件, 私募基金需要额外满足资产管理实力相关的条件: 私募基金管理人管理的在中国证券投资基金业协会备案的产品总规模最近两个季度均为 10 亿元 (含) 以上, 且近三年管理的产品中至少有一只存续期两年 (含) 以上的产品; 申请注册的私募基金产品规模应为 6000 万元 (含) 以上、已在中国证券投资基金业协会完成备案, 且委托第三方托管人独立托管基金资产。其中, 私募基金产品规模是指基金产品资产净值。

若私募基金管理人用顾问管理的产品打新, 则或将由金融机构而非私募基金进行网下投资者注册, 由此私募基金管理人或无需满足上述资产管理实力要求。尽管如此, 目前金融机构资产管理产品聘请私募基金当投顾, 普遍需要私募符合“3+3”投顾资质, 根据华宝证券此前的统计, 符合投顾资质的私募基金在 300 家左右, 故不会造成配售对象的大幅扩容。

4. 作为私募产品的投顾打新 VS 作为公募产品的投顾打新

结论：公募产品身份可放大私募基金打新业绩。

分析：

私募基金为顾问管理的产品打新，根据产品的募集形式，可以区分为私募产品和公募产品。前者典型如作为信托产品的投顾打新，后者典型如作为银行理财子产品或者券商公募产品的投顾打新。由于目前银行理财子是否可参与科创板网下打新有待明确，而券商发行的公募产品能否聘请私募基金当投顾也比较模糊，所以作为公募产品的投顾打新在可行性上还有待探讨。

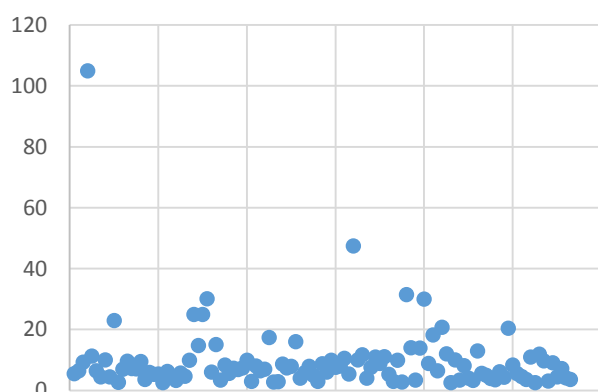
私募基金作为私募产品的投顾打新，不改变网下 C 类投资者的属性，不改变打新预期收益。

而私募基金如果以公募产品身份打新，假如可行，产品的打新业绩将有效放大。这是因为公募基金是优先获配对象，根据分类配售原则：公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。

简单假定公募获配率是私募获配率的 2 倍、其他假定不变，则上表的网下打新收益估测所有数据将翻倍。但如果未来监管对包括公募产品在内的 A 类身份设定新股锁定期，则结果又要另当别论。

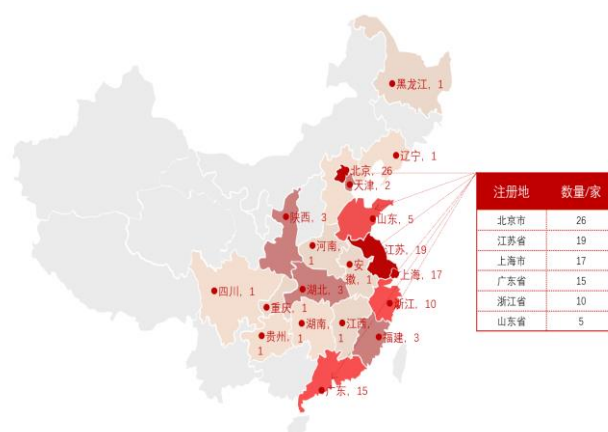
5. 附录：科创板已申报企业情况

图 1：科创板已申报企业融资金额分布



资料来源：华宝证券研究创新部、上交所

图 2：科创板已申报企业注册地分布



资料来源：华宝证券研究创新部、上交所

感谢实习生杨视宇对本文的贡献

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。