

行业研究/专题研究

2019年06月10日

行业评级:

银行 增持(维持)
非银行金融 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

郭其伟 执业证书编号: S0570517110002
研究员 0755-23952805
guoqiwei@htsc.com

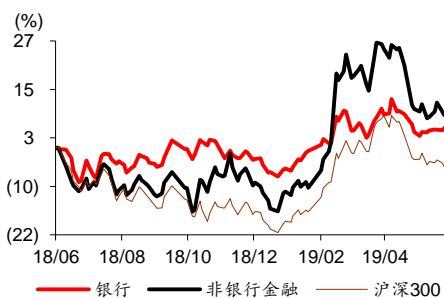
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行: 行业周报(第二十三周)》2019.06
- 2 《非银行金融: 业绩回落, 关注改革落地》2019.06
- 3 《平安银行(000001,买入): 对公做精再深化, 打造协同发动机》2019.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

科创板上市在即, 把握打新收益

打新系列之五: 科创板打新系列(二)

科创板再出新规, 网下打新收益率稳健

4月初我们在市场上率先推出科创板打新策略, 提示科创板网下打新机遇。6月8日《上海证券交易所科创板股票公开发行自律委员会促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》发布, 主要涉及网下发行、简化发行上市操作、经纪佣金标准三方面的建议。我们认为这将提升对投资者专业性的要求, 有利于科创板发行初期市场的平稳运行。在我们推荐的“专业化询价+多账户打新+大金融底仓+上证50对冲”策略下, 3亿元公募产品的网下打新收益率预计可达到3.71%-8.53%。科创板渐近利好头部券商的高阶跨越, 也为优质保险银行股带来了底仓配置机遇。

战略配售门槛提升, 网下投资者市值要求达6000万元

首先, 发行股数在8000万股以下且融资规模小于15亿元的企业不安排战略配售。预估战略配售规模约占总募资规模的10%, 则网下投资者获配股数占比为54%(90%*60%)左右。其次, 网下投资者参与市值门槛为6000万元, 打新是稳健型投资, 预计规模1亿元以下账户参与概率较低, 中长线资金对象(公募、社保、养老、保险、年金和合格境外投资者)合计约2100家; 私募基金管理人注册为网下投资者要求提升, 预计私募基金、信托产品等其他配售对象约700家。第三, 10%的中长线资金对象获配股份锁定6个月, 市场化定价背景下保守估计科创板新股6个月涨幅10%。

市场扩容有望推动打新产品收益率提升

我们研究不同募资规模下网下打新产品规模与新股涨幅的变动对打新收益率的影响范围, 以寻找市场收益率的合理区间。假设科创板全年融资规模700亿元-1100亿元, 新股涨幅40%-80%, 有效报价比例75%, 在产品规模3-4亿元、各产品均顶格申购的情况下, 我们测算中长线资金对象和其他配售对象的打新收益率区间分别为1.72%-7.12%、1.44%-6.03%。融资规模的扩容有望直接推动收益提升, 此外收益率随着产品规模的减少而逐步抬升。因此我们建议在满足顶格申购的前提下, 大金融底仓+上证50对冲+多账户打新以增加资金使用效率, 提高打新收益率。

券商步入高阶跨越阶段, 保险银行迎底仓配置机遇

新规有利于引导市场理性询价和定价。投资者的专业性要求更上层楼, 投资者不止要“择对时”更要“选好股”。对募资额较小的企业简化战略配售、绿鞋机制等发行上市操作, 将降低企业在科创板上市的交易成本, 加快发行的节奏。科创板驱动券商进入高阶跨越阶段, 利好头部优质券商。网下打新也将更重视底仓收益, 保险、银行等金融蓝筹股有望迎来增量资金。“专业化询价+多账户打新+大金融底仓+上证50对冲”策略下, 3亿元的公募产品的打新收益率可达3.71%-8.53%。

风险提示: 发行规模不及预期, 新股涨幅不及预期, 政策细则不确定风险。

正文目录

| | |
|---|----|
| 序言：科创板新规引导投资更专业化..... | 4 |
| 科创板发行倡导建议：战略配售、网下发行门槛提升..... | 5 |
| 核心假设 | 6 |
| 配售对象数量：中长线资金对象约 2100 个，其他类配售对象约 700 个 | 6 |
| 募资规模与新股涨幅：规模 700 亿元~1100 亿元区间，涨幅 40%~80%..... | 7 |
| 其他假设：有效报价占比 75%左右，全部投资者顶格申购..... | 7 |
| 打新收益率：2019 年科创板网下打新收益率测算 | 9 |
| 中长线资金对象：网下打新收益率区间值 1.72%-7.12% | 9 |
| 其他配售对象：网下打新收益率区间值 1.44%-6.03%..... | 10 |
| 结论：多账户打新预计收益稳健，定价权影响力得以发挥 | 12 |
| 风险提示..... | 13 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 《科创板股票公开发行自律委员会促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》一览表 | 4 |
| 图表 2: 科创板申报新股分布: 40.4%的募资规模可进行战略配售(券商跟投、向企业高管员工配售除外) | 5 |
| 图表 3: 2018 年网下获配新股且仍在存续期内的 2079 只公募产品规模分布 | 6 |
| 图表 4: 《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》为私募基金设置的门槛要求 | 7 |
| 图表 5: 科创板新股两类网下配售对象 | 7 |
| 图表 6: 2017-2018 年上市新股 6 个月后涨跌幅分别达 152.7%、80.4% | 7 |
| 图表 7: 2018 年进行网下发行的 A 股新股顶格申购市值分布 | 8 |
| 图表 8: 700 亿募资规模下, 中长线资金对象打新收益率测算 | 9 |
| 图表 9: 900 亿募资规模下, 中长线资金对象打新收益率测算 | 9 |
| 图表 10: 1100 亿募资规模下, 中长线资金对象打新收益率测算 | 10 |
| 图表 11: 700 亿募资规模下, 其他配售对象打新收益率测算 | 10 |
| 图表 12: 900 亿募资规模下, 其他配售对象打新收益率测算 | 10 |
| 图表 13: 1100 亿募资规模下, 其他配售对象打新收益率测算 | 11 |
| 图表 14: 近一年(2018.6.7-2019.6.6) 五大行平均股息收益率达 4.57% | 12 |
| 图表 15: “专业化询价+多账户打新+大金融底仓+上证 50 对冲”策略全年综合收益率可达 3.71%-8.53% | 13 |

序言：科创板新规引导投资更专业化

科创板的发行承销流程再次发生重磅级调整。6月8日晚，上交所科创板自律委发布《上海证券交易所科创板股票公开发行自律委员会促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》，分别就网下发行、简化发行上市操作、经纪佣金标准三个方面提出行业倡导建议。

新规主要有三大特点：一是更专业，上市发行向中长线机构投资者进一步倾斜，加强参与机构风险定价能力的专业性。网下投资者持有市值门槛提高到6000万元，而且安排不低于网下发行股票数的70%向公募、社保、养老金、企业年金、保险资金和QFII等6类中长线资金对象配售。额外新增要求，6类中长线资金对象中10%的账户需要将获配股份锁定6个月以上。二是更高效，简化中小企业的发行流程，加快发行节奏。对于发行股数低于8000万股且预计募集资金总额不足15亿元的企业通过初步询价直接确定发行价格。三是更理性，鼓励券商就经纪佣金费率进行理性竞争。对战略投资者和网下投资者收取的经纪佣金费率由承销商在0.08%至0.5%的区间内自主确定。

图表1：《科创板股票公开发行自律委员会促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》一览表

| 项目 | 科创板股票公开发行自律委员会促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议（6.8） |
|----------|--|
| 投资者市值门槛 | 建议除科创主题封闭运作基金与封闭运作战略配售基金外，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。 |
| 网下配售股数占比 | 安排不低于网下发行股票数量的70%优先向公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等6类中长线资金对象配售。 |
| 网下发行限售期 | 建议通过摇号抽签方式抽取6类中长线资金（上述）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锁定，持有期限为自发行人股票上市之日起6个月。 |
| 战略配售门槛 | 建议首次公开发行股票数量低于8000万股且预计募集资金总额不足15亿元的企业通过初步询价直接确定发行价格，不安排除保荐机构相关子公司跟投与高级管理人员、核心员工通过专项资产管理计划参与战略配售之外的其他战略配售，不采用超额配售选择权等。 |
| 佣金费率 | 建议对战略投资者和网下投资者收取的经纪佣金费率由承销商在0.08%至0.5%的区间内自主确定。 |

资料来源：上交所，华泰证券研究所

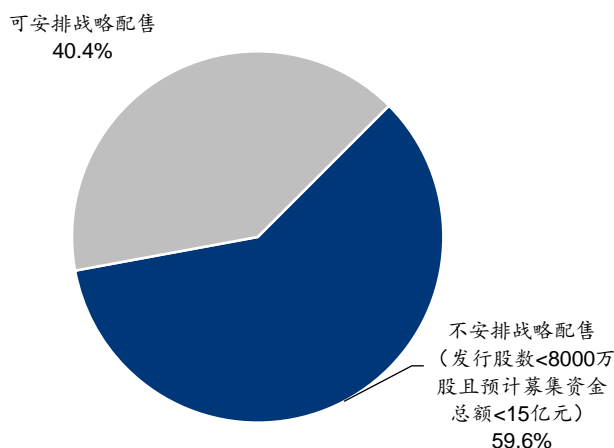
作为全市场跟踪上市发行制度最紧密、最深入的研究团队，我们曾经在4月初领先市场推出大型深度报告《打新系列报告（四）：科创板下机构打新策略——科创板打新机遇，收益有望可观》，仔细分析科创板的新股申购策略和收益。这次上交所科创板自律委的行业倡导建议将使原来测算的科创板打新收益率发生重大变化。我们继续为投资者就新规对于科创板打新收益率的影响进行详细地测算。

科创板发行倡导建议：战略配售、网下发行门槛提升

科创板新股发行流程包括战略投资者确定、初步询价、网上路演、投资者申购、网上摇号与网下初步配售、缴款、募集资金验资、办理股份登记等。6月8日发布的《科创板股票公开发行自律委员会促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》在战略配售、网下发行等方面均在发行规则的基础上形成了新的建议。

第一，战略配售范围缩小利于增加二级市场流动性。科创板的战略配售门槛较主板的4亿股以上有所降低。发行数量在1亿股以下的新股最多战略配售全部发行股份的20%，1亿股以上的新股原则上不超过全部发行股本的30%。战略配售对象包括一般战略投资者、保荐机构、企业高管员工、科创主题封闭运作基金、战略配售基金等。《建议》提出首次公开发行股票数量低于8000万股且预计募集资金总额不足15亿元的企业不安排战略配售（券商跟投、向企业高管员工配售除外）。截至6月6日，共117个企业申报科创板，其中98家发行股票数量低于8000万股且预计募集资金总额不足15亿元，募资金额占比约59.6%。科创板发行初期战略配售的8000万门槛设计既有利于保障市场运行高效平稳、也能兼顾二级市场流动性。未来在投资者结构逐步成熟、市场定价更趋合理的前提下，战略配售准入门槛有望进一步放宽。

图表2：科创板申报新股分布：40.4%的募资规模可进行战略配售（券商跟投、向企业高管员工配售除外）



资料来源：上交所，华泰证券研究所

第二，网下投资者市值门槛提升，中长线资金在网下发行股份中的占比至少70%，且安排部分网下发行股票锁定，利于维护科创板平稳运行。首先，市值门槛提升至6000万元以上。此前《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》对网下投资者的门槛要求为“持有一定市值的非限售股份或非限售存托凭证”，而A股网下投资者的市值门槛要求为1000万元以上。市值门槛提升将减少参与打新的网下投资者的数量。其次，中长线资金在网下发行股份中的占比至少应达到70%。中长线资金包括公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等6类。第三，安排部分网下发行股票锁定。通过摇号抽签方式抽取上述6类中长线资金对象中10%的账户锁定期获配股份6个月，而目前A股网下发行股份未设置锁定要求。以上安排强调了中长线资金的作用，其可充分发挥专业能力，推动科创板合理估值、理性定价，避免市场初期价格剧烈波动的风险，利于科创板的平稳推出和稳健运行。

核心假设

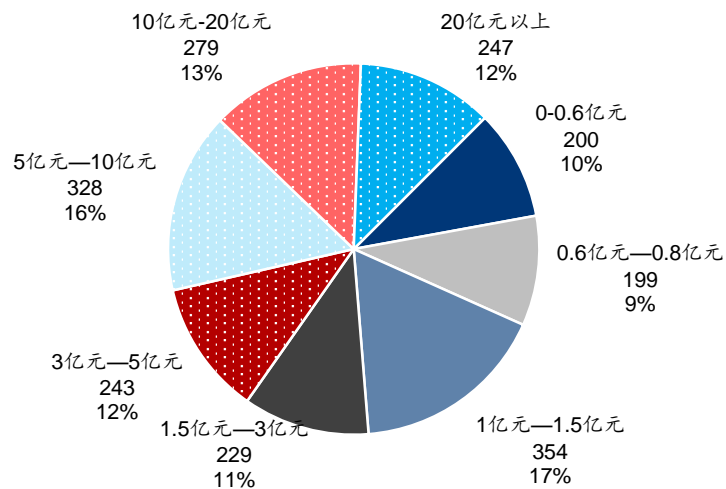
网下发行股数占比：保守估计 54%左右

战略配售股数占比降低，保守情形下网下投资者的获配比例可达 54%左右。自律委员会倡导建议首次公开发行数量低于 8000 万股且预计募集资金总额不足 15 亿元的企业不安排排除保荐机构相关子公司跟投与高级管理人员、核心员工通过专项资产管理计划参与战略配售之外的其他战略配售，且不采取超额配售选择权。目前 117 只科创板新股中，98 只发行股数在 8000 万股以下且融资规模小于 15 亿元，募资规模占比 59.6%。我们预估战略配售规模占总募资规模的 10%左右。因此在保守情形下，网下投资者的获配比例可达 54%左右（=战略配售后股份占比 90%*网下发行股数占战略配售后股份比 60%）。

配售对象数量：中长线资金对象约 2100 个，其他类配售对象约 700 个

预计中长线资金对象（共 6 类）合计 2100 个，私募基金、券商资管、信托产品等其他类配售对象数量约 700 个。中长线资金对象方面，2018 年网下获配过新股、仍在存续期的公募产品合计 2079 只，其中规模在 6000 万以上的共 1879 只。考虑到 6000 万元—1 亿元规模产品由于市值波动，且股票仓位较高难以继续加仓而无法参与打新的情况，我们预计这部分产品参与科创板网下打新的概率也较小。剔除 199 只规模为 6000 万元-1 亿元的产品后，参与网下打新的公募产品合计 1680 只。根据样本新股的获配对象名单，我们假设参与科创板打新的社保基金、养老金、QFII 账户数量分别为约 40 个、约 24 个、约 10 个；我们在《科创板打新机遇，收益有望可观》中统计的保险资金、企业年金账户数量共 410 只。中长线资金对象数量合计 2100 只左右。

图表3：2018年网下获配新股且仍在存续期内的2079只公募产品规模分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们在《科创板打新机遇，收益有望可观》中统计的其他配售对象（私募基金、信托产品、券商资管产品等）约 900 个。由于《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》为私募基金管理人注册为网下投资者设置了较高的门槛要求（见图表 4），部分私募基金产品将不满足网下打新要求。由于私募产品约占其他配售对象的 1/3，我们假设约 2/3 的私募产品不满足网下打新条件，则其他配售对象数量约为 700 个（此数据根据网下配售结果估算，实际具有打新资格的其他配售对象数量可能高于 700 个）。

图表4: 《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》为私募基金设置的门槛要求

| 序号 | 要求 |
|----|--|
| 1 | 具备一定的证券投资经验。依法设立并持续经营时间达到两年(含)以上,从事证券交易时间达到两年(含)以上。 |
| 2 | 具有良好的信用记录。最近12个月未受到相关监管部门、自律组织的处罚。 |
| 3 | 具备必要的定价能力。具有相应的研究力量、有效的估值定价模型、科学的定价决策制度和完善的合规风控制度。 |
| 4 | 具备一定的资产管理实力。私募基金管理人基金管理总规模连续2个季度10亿元以上,且管理的产品中至少有一只存续期2年以上的产品;申请注册的私募基金产品规模应为6000万元以上,且委托第三方托管人独立托管基金资产。 |
| 5 | 符合监管部门、协会要求的其他条件。 |

资料来源:中国证券业协会,华泰证券研究所

图表5: 科创板新股两类网下配售对象

| 投资者类别 | 包括 | 数量区间(个) |
|---------|--|---------|
| 中长线资金对象 | 公募基金、全国社保基金、基本养老保险基金、保险资金、企业年金、QFII等6类 | 约2100 |
| 其他配售对象 | 私募基金、财务公司、信托公司、证券公司等 | 约700 |

资料来源:证监会,华泰证券研究所

募资规模与新股涨幅: 规模700亿元~1100亿元区间, 涨幅40%~80%

对科创板全年募资的情景假设区间为700亿元~1100亿元。截至6月8日,共117家企业申报科创板,总募资规模达1097.56亿元,平均募资规模9.38亿元。目前3家企业已经过会,6月11日~6月17日还有8家企业即将上会,科创板开板渐近。根据当前的申报情况,我们将首年募资规模的情景假设区间设置为700亿元-1100亿元。未来随着市场的逐步成熟,募资规模有望继续提升。

对科创板新股涨幅的情景假设区间为40%~80%,上市6个月后为10%。从发行价到卖出价40%~80%涨幅的情景假设区间与我们在《科创板打新机遇,收益有望可观》中设置的区间一致。10%的中长线资金对象获配股份有6个月的锁定期,其打新收益基于上市6个月后的涨幅确定。当前A股市场新股在上市6个月后仍能可观的涨幅,破发的概率较低:2017年、2018年A股上市新股6个月后的涨幅分别为152.7%、80.4%,两年内的破发新股数量为8只,仅占全部A股新股的1.5%。由于科创板定价更市场化,我们保守估计上市6个月后涨幅为10%。

图表6: 2017-2018年上市新股6个月后涨跌幅分别达152.7%、80.4%

| | 上市新股数量 | 开板涨幅 | 上市6个月后涨幅 | 上市6个月后破发数量 | 上市6个月后破发数量占比 |
|-------|--------|--------|----------|------------|--------------|
| 2017年 | 438 | 206.3% | 152.7% | 3 | 0.7% |
| 2018年 | 105 | 140.6% | 80.4% | 5 | 4.8% |

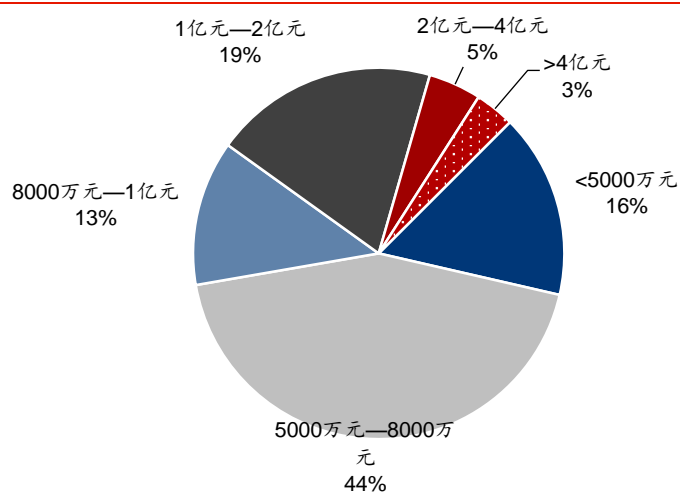
资料来源:Wind,华泰证券研究所

其他假设: 有效报价占比75%左右, 全部投资者顶格申购

假设科创板新股发行初期,有效报价占全部报价的比例约为75%。科创板网下投资者参与初步询价,每个投资者填报的拟申购价格不超过3个,较当前A股只允许1个报价的要求放宽,这主要是考虑到了基金公司管理的不同产品有不同报价诉求。《证券发行与承销管理办法》规定剔除拟申购总量中报价最高的部分,剔除总量不低于所有网下投资者拟申购总量的10%。由于科创板询价最多可有3个报价,我们预计剔除比例将略高(25%,当前A股一般10%左右),有效报价占比为75%左右。

假设科创板的网下投资者将全部选择顶格申购。样本新股网下投资者一般选择顶格申购,即申购股数等于新股的申购上限,以提高打新成功率。以迈瑞医疗为例,根据其网下配售名单公告,顶格申购配售对象占比达96%,我们假设科创板网下投资者全部选择顶格申购。2018年92%的A股新股网下发行顶格申购市值在2亿元以下,我们预计科创板新股顶格申购市值不会出现大幅调整,主要将集中在1亿元-2亿元区间。预计3-4亿元打新产品可覆盖大部分上市企业顶格申购。

图表7： 2018年进行网下发行的A股新股顶格申购市值分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

打新收益率：2019年科创板网下打新收益率测算

我们研究不同募资规模下产品规模与新股涨幅的变动，对打新收益率的影响范围，进而寻找市场收益率的合理区间。**(1) 对于中长线资金对象来说**，组合投资收益率=账户总收益/账户有效规模，其中账户有效规模=产品规模*报价家数*有效报价比例，账户总收益=总募资规模*账户配售规模占比*期望收益率，其中期望收益率=90%*(未锁定打新获配规模的预期涨幅)+10%*(中签获配规模锁定6个月后平均涨幅)。考虑规则指引中长线资金对象的配售比例不低于网下配售的70%，预计中长线投资者获得80%的网下配售份额。**(2) 对于其他配售对象来说**，账户无需参与抽签锁定6个月，因此组合投资收益率=账户总收益/账户有效规模，其中账户有效规模=产品规模*报价家数*有效报价比例，账户总收益=总募资规模*账户配售规模占比*科创板新股预期涨幅。

中长线资金对象：网下打新收益率区间值 1.72%-7.12%

我们通过对募资规模分别为700、900、1100亿元三种情景进行分析，中长线资金对象打新收益率在1.72%-7.12%区间。假设科创板新股涨幅40%-80%，有效报价比例75%，有效产品规模3-4亿元。若科创板全年募资规模为700亿元，则收益率区间为1.72%-4.53%；若募资规模分别为900亿元、1100亿元，则收益率区间分别为2.22%-5.83%、2.71%-7.12%，市场扩容有望直接推动收益的提升。此外，随着产品规模的减少，收益率相应提高，同时随着市场参与门槛的提高，产品数量的降低进一步带来收益的提升。因此我们建议多账户打新以实现效率最大化。

图表8：700亿募资规模下，中长线资金对象打新收益率测算

| 产品规模 (亿元) | | 科创板新股涨幅 | | | | | | | |
|--------------|--|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | -20% | 40% | 80% | 100% | 150% | 200% | 250% | 300% |
| 1 | | -3.17% | 6.89% | 13.60% | 16.96% | 25.34% | 33.72% | 42.11% | 50.49% |
| 2 | | -1.58% | 3.45% | 6.80% | 8.48% | 12.67% | 16.86% | 21.05% | 25.25% |
| 3 | | -1.06% | 2.30% | 4.53% | 5.65% | 8.45% | 11.24% | 14.04% | 16.83% |
| 4 | | -0.79% | 1.72% | 3.40% | 4.24% | 6.33% | 8.43% | 10.53% | 12.62% |
| 5 | | -0.63% | 1.38% | 2.72% | 3.39% | 5.07% | 6.74% | 8.42% | 10.10% |
| 6 | | -0.53% | 1.15% | 2.27% | 2.83% | 4.22% | 5.62% | 7.02% | 8.42% |
| 7 | | -0.45% | 0.98% | 1.94% | 2.42% | 3.62% | 4.82% | 6.02% | 7.21% |
| 8 | | -0.40% | 0.86% | 1.70% | 2.12% | 3.17% | 4.22% | 5.26% | 6.31% |
| 10 | | -0.32% | 0.69% | 1.36% | 1.70% | 2.53% | 3.37% | 4.21% | 5.05% |

资料来源：华泰证券研究所

图表9：900亿募资规模下，中长线资金对象打新收益率测算

| 产品规模 (亿元) | | 科创板新股涨幅 | | | | | | | |
|--------------|--|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | -20% | 40% | 80% | 100% | 150% | 200% | 250% | 300% |
| 1 | | -4.07% | 8.86% | 17.49% | 21.80% | 32.58% | 43.36% | 54.14% | 64.92% |
| 2 | | -2.04% | 4.43% | 8.74% | 10.90% | 16.29% | 21.68% | 27.07% | 32.46% |
| 3 | | -1.36% | 2.95% | 5.83% | 7.27% | 10.86% | 14.45% | 18.05% | 21.64% |
| 4 | | -1.02% | 2.22% | 4.37% | 5.45% | 8.14% | 10.84% | 13.53% | 16.23% |
| 5 | | -0.81% | 1.77% | 3.50% | 4.36% | 6.52% | 8.67% | 10.83% | 12.98% |
| 6 | | -0.68% | 1.48% | 2.91% | 3.63% | 5.43% | 7.23% | 9.02% | 10.82% |
| 7 | | -0.58% | 1.27% | 2.50% | 3.11% | 4.65% | 6.19% | 7.73% | 9.27% |
| 8 | | -0.51% | 1.11% | 2.19% | 2.72% | 4.07% | 5.42% | 6.77% | 8.11% |
| 10 | | -0.41% | 0.89% | 1.75% | 2.18% | 3.26% | 4.34% | 5.41% | 6.49% |

资料来源：华泰证券研究所

图表10: 1100亿募资规模下, 中长线资金对象打新收益率测算

| 产品规模 (亿元) | | 科创板新股涨幅 | | | | | | | |
|--------------|--|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | -20% | 40% | 80% | 100% | 150% | 200% | 250% | 300% |
| 1 | | -4.98% | 10.83% | 21.37% | 26.64% | 39.82% | 53.00% | 66.17% | 79.35% |
| 2 | | -2.49% | 5.42% | 10.69% | 13.32% | 19.91% | 26.50% | 33.09% | 39.67% |
| 3 | | -1.66% | 3.61% | 7.12% | 8.88% | 13.27% | 17.67% | 22.06% | 26.45% |
| 4 | | -1.24% | 2.71% | 5.34% | 6.66% | 9.95% | 13.25% | 16.54% | 19.84% |
| 5 | | -1.00% | 2.17% | 4.27% | 5.33% | 7.96% | 10.60% | 13.23% | 15.87% |
| 6 | | -0.83% | 1.81% | 3.56% | 4.44% | 6.64% | 8.83% | 11.03% | 13.22% |
| 7 | | -0.71% | 1.55% | 3.05% | 3.81% | 5.69% | 7.57% | 9.45% | 11.34% |
| 8 | | -0.62% | 1.35% | 2.67% | 3.33% | 4.98% | 6.62% | 8.27% | 9.92% |
| 10 | | -0.50% | 1.08% | 2.14% | 2.66% | 3.98% | 5.30% | 6.62% | 7.93% |

资料来源: 华泰证券研究所

其他配售对象: 网下打新收益率区间值 1.44%-6.03%

我们通过对募资规模分别为 700、900、1100 亿元三种情景进行分析, 其他配售对象打新收益率在 1.44%-6.03% 区间。假设科创板新股涨幅 40%-80%, 有效报价比例 75%, 有效产品规模 3-4 亿元。若科创板全年募资规模为 700 亿元, 则收益率区间为 1.44%-3.84%; 若募资规模分别为 900 亿元、1100 亿元, 则收益率区间分别为 1.85%-4.94%、2.26%-6.03%。

图表11: 700亿募资规模下, 其他配售对象打新收益率测算

| 产品规模 (亿元) | | 科创板新股涨幅 | | | | | | | |
|--------------|--|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | -40% | 40% | 80% | 100% | 150% | 200% | 250% | 300% |
| 1 | | -2.88% | 5.76% | 11.52% | 14.40% | 21.60% | 28.80% | 36.00% | 43.20% |
| 2 | | -1.44% | 2.88% | 5.76% | 7.20% | 10.80% | 14.40% | 18.00% | 21.60% |
| 3 | | -0.96% | 1.92% | 3.84% | 4.80% | 7.20% | 9.60% | 12.00% | 14.40% |
| 4 | | -0.72% | 1.44% | 2.88% | 3.60% | 5.40% | 7.20% | 9.00% | 10.80% |
| 5 | | -0.58% | 1.15% | 2.30% | 2.88% | 4.32% | 5.76% | 7.20% | 8.64% |
| 6 | | -0.48% | 0.96% | 1.92% | 2.40% | 3.60% | 4.80% | 6.00% | 7.20% |
| 7 | | -0.41% | 0.82% | 1.65% | 2.06% | 3.09% | 4.11% | 5.14% | 6.17% |
| 8 | | -0.36% | 0.72% | 1.44% | 1.80% | 2.70% | 3.60% | 4.50% | 5.40% |
| 10 | | -0.29% | 0.58% | 1.15% | 1.44% | 2.16% | 2.88% | 3.60% | 4.32% |

资料来源: 华泰证券研究所

图表12: 900亿募资规模下, 其他配售对象打新收益率测算

| 产品规模 (亿元) | | 科创板新股涨幅 | | | | | | | |
|--------------|--|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | -40% | 40% | 80% | 100% | 150% | 200% | 250% | 300% |
| 1 | | -3.70% | 7.41% | 14.81% | 18.51% | 27.77% | 37.03% | 46.29% | 55.54% |
| 2 | | -1.85% | 3.70% | 7.41% | 9.26% | 13.89% | 18.51% | 23.14% | 27.77% |
| 3 | | -1.23% | 2.47% | 4.94% | 6.17% | 9.26% | 12.34% | 15.43% | 18.51% |
| 4 | | -0.93% | 1.85% | 3.70% | 4.63% | 6.94% | 9.26% | 11.57% | 13.89% |
| 5 | | -0.74% | 1.48% | 2.96% | 3.70% | 5.55% | 7.41% | 9.26% | 11.11% |
| 6 | | -0.62% | 1.23% | 2.47% | 3.09% | 4.63% | 6.17% | 7.71% | 9.26% |
| 7 | | -0.53% | 1.06% | 2.12% | 2.64% | 3.97% | 5.29% | 6.61% | 7.93% |
| 8 | | -0.46% | 0.93% | 1.85% | 2.31% | 3.47% | 4.63% | 5.79% | 6.94% |
| 10 | | -0.37% | 0.74% | 1.48% | 1.85% | 2.78% | 3.70% | 4.63% | 5.55% |

资料来源: 华泰证券研究所

图表13: 1100亿募资规模下, 其他配售对象打新收益率测算

| 产品规模 (亿元) | | 科创板新股涨幅 | | | | | | | |
|--------------|--|---------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | -40% | 40% | 80% | 100% | 150% | 200% | 250% | 300% |
| 1 | | -4.53% | 9.05% | 18.10% | 22.63% | 33.94% | 45.26% | 56.57% | 67.89% |
| 2 | | -2.26% | 4.53% | 9.05% | 11.31% | 16.97% | 22.63% | 28.29% | 33.94% |
| 3 | | -1.51% | 3.02% | 6.03% | 7.54% | 11.31% | 15.09% | 18.86% | 22.63% |
| 4 | | -1.13% | 2.26% | 4.53% | 5.66% | 8.49% | 11.31% | 14.14% | 16.97% |
| 5 | | -0.91% | 1.81% | 3.62% | 4.53% | 6.79% | 9.05% | 11.31% | 13.58% |
| 6 | | -0.75% | 1.51% | 3.02% | 3.77% | 5.66% | 7.54% | 9.43% | 11.31% |
| 7 | | -0.65% | 1.29% | 2.59% | 3.23% | 4.85% | 6.47% | 8.08% | 9.70% |
| 8 | | -0.57% | 1.13% | 2.26% | 2.83% | 4.24% | 5.66% | 7.07% | 8.49% |
| 10 | | -0.45% | 0.91% | 1.81% | 2.26% | 3.39% | 4.53% | 5.66% | 6.79% |

资料来源: 华泰证券研究所

结论：多账户打新预计收益稳健，定价权影响力得以发挥

投资者的专业性要求更上层楼，不止要“择对时”更要“选好股”。科创板打新所需的持有市值门槛大幅提高，预计部分迷你型的投资产品将退出网下打新的竞争。而且网下发行的比例再次向6类中长线专业投资者倾斜。两因素叠加将提高网下打新的中签概率，直接改善投资者的打新收益率水平。但是因为10%的打新账户需要锁定6个月，这将使被抽中锁仓的打新产品的投资期限极大地延长，这对于机构投资者的募资能力和投研能力都有更高的要求。投资策略需要从挖掘制度性机会的“择时”思路，向深入研判个股发展前景的“选股”思路进行转变，既要“择对时”更要“选好股”。尤其是在新股询价阶段，投资者对于发行企业询价的合理性决定了投资收益率的高低。新规将引导投资机构加大对询价流程的研究以及加强对询价的理性。

落实注册制精神，促进实体股权融资。企业对于科创板的热情高涨，从3月22日首批科创板受理企业名单出炉以来，科创板排队企业数量正在快速增长。截至2019年6月6日，科创板受理企业数量为117家（已经剔除终止审核的2家企业），其中有3家过会。所有企业的募资规模达到1000亿元左右。科创板募资规模的提升会推动打新收益率的持续攀升。而且新规提出对募资额较小的企业简化发行上市操作，将降低企业在科创板上市的交易成本，加快发行的节奏，既顺应降低中小企业融资成本、鼓励股权融资的政策方向，也降低科创板的“堰塞湖”压力，实现上市企业和参与机构的快速扩容，加快科创板向成熟的交易板块转变。

需要更重视底仓收益，金融蓝筹迎来增量资金。10%的打新账户需要锁定6个月，将延长打新产品预期的投资期限。为保证产品收益率的相对稳定，投资者需要更加重视底仓的投资收益。更扎实的底仓回报有利于平滑产品因为被锁仓导致的收益波动。另一方面网下投资者持仓市值门槛的提高，将加大参与科创板的长线投资者的比重。而高分红、流动性好的银行股、保险股等金融蓝筹倍受到长线投资者青睐。目前银行股和保险股处于历史估值低位。随着科创板打新投资者结构向长线投资者转变，打新策略向底仓的倾斜，估值低、基本面稳健的银行股和保险股有望迎来增量资金的配置需求，利好估值提振。

“专业化询价+多账户打新+大金融底仓+上证50对冲”策略下，打新收益率可达3.71%-8.53%。若单个产品规模为3亿元，假设其持有20%的五大行作为底仓。近一年（2018.6.7-2019.6.6）五大行股息收益率平均值为4.57%。根据前文测算，在科创板全年融资规模700亿元-1100亿元、科创板新股涨幅40%-80%情景下，3亿元规模有效询价的公募产品打新收益率约为2.30%-7.12%（产品规模较大，市值波动不影响打新资格，因此此处不使用对冲策略）。在五大行股价上涨5%的情况下，“专业化询价+多账户打新+大金融底仓+上证50对冲”策略下3亿元规模账户的综合收益率可达到3.71%-8.53%。

图表14：近一年（2018.6.7-2019.6.6）五大行平均股息收益率达4.57%

| | 平均股息收益率（2018.6.7-2019.6.6） |
|-----------|----------------------------|
| 中国银行 | 4.89% |
| 农业银行 | 4.87% |
| 交通银行 | 4.71% |
| 工商银行 | 4.34% |
| 建设银行 | 4.03% |
| 平均 | 4.57% |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15: “专业化询价+多账户打新+大金融底仓+上证50对冲”策略全年综合收益率可达3.71%-8.53%

| 五大行全年涨跌幅 | 综合收益率 | A类投资者科创板网下打新全年收益率 | | | | |
|----------|-------|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2.30% | 4.00% | 5.00% | 6.00% | 7.12% |
| | -10% | 2.21% | 3.91% | 4.91% | 5.91% | 7.03% |
| | -5% | 2.71% | 4.41% | 5.41% | 6.41% | 7.53% |
| | 5% | 3.71% | 5.41% | 6.41% | 7.41% | 8.53% |
| | 10% | 4.21% | 5.91% | 6.91% | 7.91% | 9.03% |
| | 15% | 4.71% | 6.41% | 7.41% | 8.41% | 9.53% |

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1. 发行规模不及预期。科创板是资本市场改革的推手，具有重大战略意义。但初始阶段新股的发行规模可能不及预期。
2. 新股涨幅不及预期。由于证券市场波动频繁，环境变化较快，且科创板交易制度有较大变化，新股的涨幅可能不及我们的预期，甚至可能有破发的风险。
3. 发行实际情况不确定风险。由于科创板尚未有新股上市实例，我们在文中的假设有一定的不确定性。这可能使得全文的测算结果出现偏离。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com