

## 证券研究报告—深度报告

金融工程

量化主题

## 金融工程专题研究

2012年06月05日

专题报告

### 相关研究报告:

《金融工程专题研究:股指期货市场微观结构研究(一)》——2012-06-04

《金融工程专题研究:基于动态时间规整的择时策略》——2012-05-29

《国信投资时钟系列报告之八:探寻股市与经济的逻辑关系》——2012-05-03

《金融工程专题研究:分红的理论、现状及投资价值》——2012-04-24

《金融工程专题研究:国信投资时钟策略指数》——2012-03-19

### 证券分析师: 秦国文

电话: 0755-82133528

E-MAIL: qingw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511080001

### 证券分析师: 林晓明

电话: 0755-82136165

E-MAIL: linxiaom@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512020001

### 证券分析师: 戴军

电话: 0755-82133129

E-MAIL: daijun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120064

# 新股市场的定量剖析

## ● 溢价发行剖析

我国目前的发行市场存在溢价发行问题,近两年发行新股平均的市盈率达到 50 倍,超过二级市场的平均水平,对资本市场的健康运行产生了负面影响。溢价发行现象可以分解为发行价格偏高,内在价值偏低,偏离现象持续三个部分。导致这三部分的原因分别是发行制度,信息披露,和市场调节的问题。

## ● 发行制度影响发行价格

发行制度的询价对象,网下配售比例,以及信息披露等问题是目前新股发行价格偏高的原因之一。制度改革,可以将部分一级市场的利润转移到二级市场,然而不排除重新面对 2005 年前半市场化的定价方式的弊端。因此如何平衡一级市场和二级市场之间,对于新股发行收益分配,将成为本次改革的重点。同时,“三高”问题不仅仅是发行制度问题,不应该仅仅依赖制度改革。

## ● 新股内在价值偏低

新股上市是为了通过融资的方式扩大生产规模或者提高研发技术,因此相对于已上市公司,具有较高利润增长的特点。然而 2010,2011 两年新股上市后,平均增长性低于预期,部分关键财务指标低于上市公司的平均水平。可见新股并非按照其上市目的发展运营,其内在价值在发行过程中被高估。

## ● 市场调节失效

市场对新股发行价的认可,使得新股发行的“三高”问题持续存在。通过统计,近两年认购新股的收益率高于市场的收益率,而新股上市当日在二级市场买入,也会在半年内带来较高的收益。由于目前市场对新股缺乏对冲机制,导致投机者对新股的炒作受到较少限制。因此,提高市场的自身调节机制才是避免三高的根本途径。

## ● 征求意见分析及其他非发行制度改革

征求意见的部分条款将改善发行价过高问题,同时可以通过其他非制度改革来处理“三高”问题:对新股的投资者进行风险教育;非承销第三方对新股发行做财务评级;一级市场征收适量资本利得税;开放能起到对冲作业用的衍生品。

### 独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 内容目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>新股发行市场现状</b>                     | <b>4</b>  |
| 发行市场规模逐步扩大                          | 4         |
| 中小板、创业板成发行主要途径                      | 4         |
| 新股发行行业比较集中                          | 4         |
| 近两年溢价程度大幅提高                         | 5         |
| 新股炒作具有很强的投机性                        | 6         |
| 我国发行制度概况                            | 6         |
| 新股高价发行原因                            | 7         |
| 我国新股发行制度历史沿革                        | 7         |
| 对比美国发行市场                            | 8         |
| 发行价偏高不仅仅是制度问题                       | 8         |
| <b>新股投资价值探讨</b>                     | <b>8</b>  |
| 新股增长不明显                             | 8         |
| 新股发行前后部分财务指标对比                      | 9         |
| 分行业财务指标对比                           | 10        |
| <b>投机效应是“三高”的罪魁祸首</b>               | <b>13</b> |
| “打新股”的收益率                           | 13        |
| “炒新股”的收益率                           | 14        |
| 美国市场新股收益率                           | 14        |
| <b>《征求意见稿》中的部分条款分析</b>              | <b>16</b> |
| 完善规则，明确责任，强化信息披露的真实性、准确性、充分性和完整性    | 16        |
| 适当调整询价范围和配售比例，进一步完善定价约束机制           | 16        |
| 取消现行网下配售股份三个月的锁定期，提高新上市公司股票的流通性     | 16        |
| <b>《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》部分条款分析</b> | <b>16</b> |
| <b>其他抑制“三高”的措施</b>                  | <b>17</b> |
| 对新股投资者进行宣传、教育，引导投资者回归理性             | 17        |
| 通过市场做空机制抑制投机者                       | 17        |
| 引入非相关第三方信用评级                        | 17        |
| 对一级市场征收资本利得税                        | 17        |
| <b>国信证券投资评级</b>                     | <b>18</b> |
| <b>分析师承诺</b>                        | <b>18</b> |
| <b>风险提示</b>                         | <b>18</b> |
| <b>证券投资咨询业务的说明</b>                  | <b>18</b> |

## 图表目录

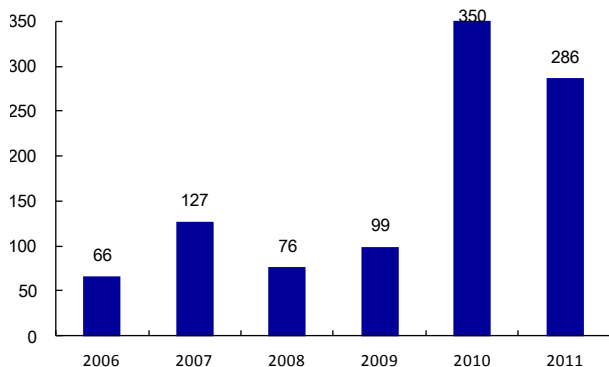
|   |    |
|---|----|
| 图 1: 2006-2011 新股发行数量 .....               | 4  |
| 图 2: 2006-2011 新股发行募集资金量 .....            | 4  |
| 图 3: 2006-2011 新股发行行业统计 (发行数量) .....      | 5  |
| 图 4: 2006-2011 新股发行行业统计 (募集资金量, 亿元) ..... | 5  |
| 图 5: 2006-2011 新股发行溢价统计 (发行超额 P/E) .....  | 6  |
| 图 6: 2006-2011 新股发行后不同时期日均换手率 (%) .....   | 6  |
| 图 7: 2010-2011 新股发行前后部分财务指标平均增长率对比 .....  | 9  |
| 图 8: 2010-2011 新股发行后净利润增长率分布 .....        | 9  |
| 图 9: 2010-2011 新股发行后净利润增长率分布 .....        | 10 |
| 图 10: 2010-2011 分行业新股净利润增长率分布分析 .....     | 11 |
| 图 11: 2010-2011 分行业新股营业收入增长率分布分析 .....    | 12 |
| 图 12: 2010-2011 分行业新股经营活动现金流增长率分布分析 ..... | 13 |
| 图 13: 2010-2011 新股发行当日二级市场买入后的年化收益率 ..... | 14 |
| 图 14: 美国新股指数对比标准普尔 .....                  | 15 |
| 图 15: 美国新股发行价格在发行商报价区间的分布 .....           | 15 |
| <br>表 1: 2006-2011 新股发行板块比较 .....         | 4  |
| 表 2: 我国新股发行制度历史沿革 .....                   | 7  |
| 表 3: 中美两国新股发行对比 .....                     | 8  |
| 表 4: 2010-2011 新股分行业财务指标统计 .....          | 11 |
| 表 5: 2010-2011 年网上申购后不同持有期年化收益率 .....     | 13 |
| 表 6: 2006-2011 新股发行板块比较 .....             | 15 |

## 新股发行市场现状

### 发行市场规模逐步扩大

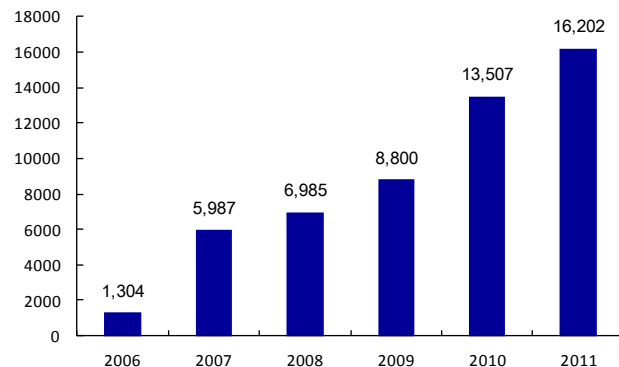
自 2006 年发行市场逐步走向市场化以来，新股发行的数量以及募集的资金量都大幅提高。尤其在 2009 年后，发行市场定价机制全面放开以后，发行数量由 2009 年的 99 家猛增到 2010 年的 350 家，发行数量增加两倍多。原因之一是创业板的推出降低了发行条件，众多企业纷纷上市募集资金。

图 1: 2006-2011 新股发行数量



资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

图 2: 2006-2011 新股发行募集资金量



资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

### 中小板、创业板成发行主要途径

主板新股发行数量相对稳定，近两年市场发行提速主要是通过中小板和创业板实现。其中 2010 年创业板发行的新股占 33.38%，中小板占 58.57%。2011 年创业板的比率再度上升，占 45.45%。可见未来市场如果按照目前趋势发展下去，创业板将是中小企业融资的最主要的方式，中小板次之。

表 1: 2006-2011 新股发行板块比较

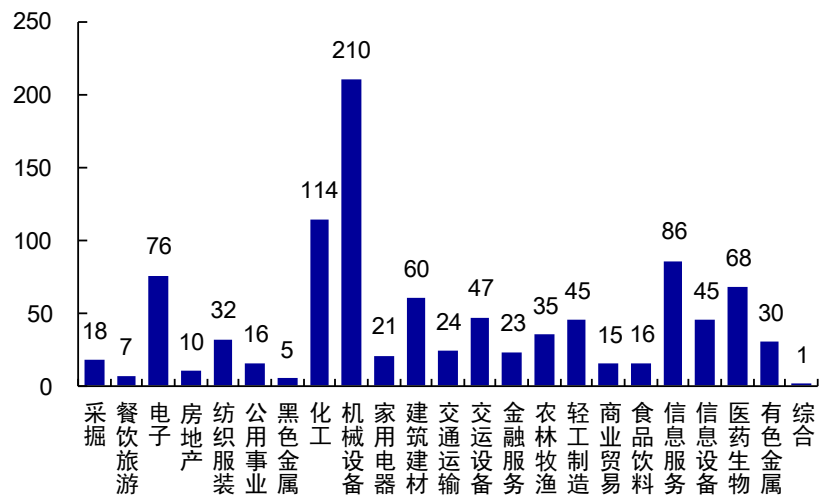
| 年份   | 主板 | 中小板 | 创业板 |
|------|----|-----|-----|
| 2006 | 14 | 52  | 0   |
| 2007 | 26 | 102 | 0   |
| 2008 | 6  | 71  | 0   |
| 2009 | 10 | 54  | 36  |
| 2010 | 28 | 205 | 118 |
| 2011 | 39 | 118 | 130 |

资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

### 新股发行行业比较集中

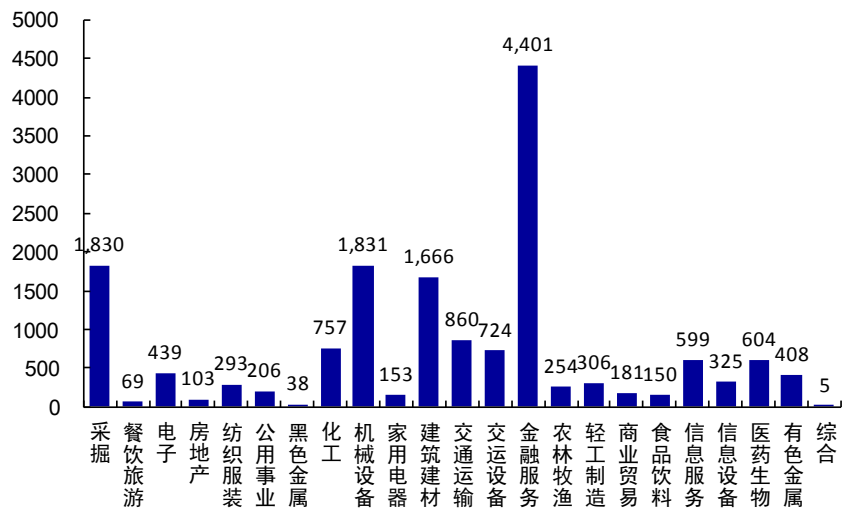
新股发行主要集中在机械设备、化工、信息服务，电子和医药行业。其中前两个行业为传统行业，融资意在扩大生产规模；后三个为新兴行业，其发行地主要目的是科技创新和将已有科技优势投入生产。从募集资金量上观察，金融、采掘、机械、建筑四个行业募集的规模较大，这些行业发行的主要目的是通过融资来解决运营资金的大量需求。

图 3: 2006-2011 新股发行行业统计 (发行数量)



资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

图 4: 2006-2011 新股发行行业统计 (募集资金量, 亿元)

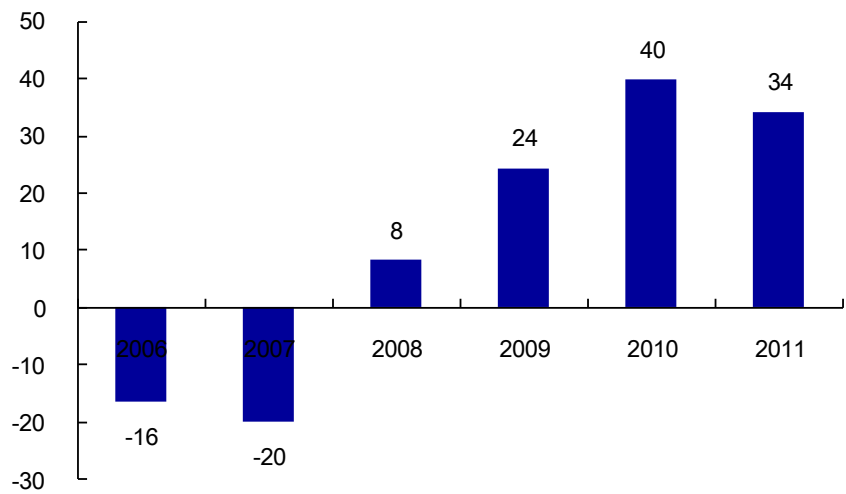


资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

### 近两年溢价程度大幅提高

发行溢价通过新股的发行 P/E 与二级市场 P/E 的差距来衡量, 图 5 展示自 06 年以来新股发行的溢价程度, 发行超额 P/E = 发行平均 P/E - 二级市场平均 P/E。可见 08 年以前, 新股的发行属于折价发行, 即发行市盈率低于二级市场市盈率, 因此当时新股上市后在二级市场上炙手可热, 发行的利润大部分被二级市场吸收。然而 08 年开始, 新股发行逆转成为溢价发行, 而且溢价程度逐年升高。2010 年新股发行的超额市盈率达到 40 倍。

图 5: 2006-2011 新股发行溢价统计 (发行超额 P/E)

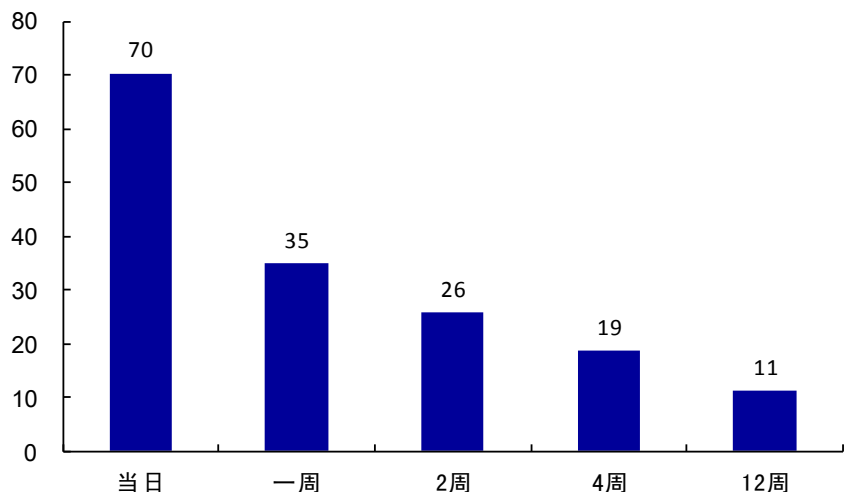


资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

### 新股炒作具有很强的投机性

2010-2011 两年新股发行后日均换手率在 12 周内都处于非常高的水平, 和 08 年之前的高换手率相比, 近两年的换手率表现了新股交易的投机性: 08 年之前新股处于折价发行, 发行后的成交量体现其发行价格低估的特点, 市场频繁的交易源于对新股价值的追求, 属于良性放量交易。而 2010 年之后, 新股发行处于较高的溢价水平, 而新股总体上投资价值并不像之前那样显著, 持续高频率交易可解释为二级市场一种投机行为。

图 6: 2006-2011 新股发行后不同时期日均换手率 (%)



资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

### 我国发行制度概况

我国股票发行市场实行网下累计询价, 网上申购同时发行的方式。其中询价包

括初次询价，和累计询价两部分。发行人及其主承销商应当通过初步询价确定发行价格区间，在发行价格区间内通过累计投标询价确定发行价格。首次公开发行的股票在中小板、创业板上市的，发行人及其主承销商可以根据初步询价结果确定发行价格，不再进行累计投标询价。

网下发行针对的是机构投资者，一般投资者只能进行网上申购。发行人及其主承销商网下配售股票，应当与网上发行同时进行。网上发行时发行价格尚未确定的，参与网上发行的投资者应当按价格区间上限申购，如最终确定的发行价格低于价格区间上限，差价部分应当退还给投资者。

### 新股高价发行原因

首先，询价过程中的价格区间很大。近两年大部分新股都选择在中小板或者创业板上市，因此通过初次询价就可确定发行价格区间。而初步询价对象大多只有 20 家机构（由承销商确定，证监会规定最少询价对象为 20 家），询价结果可能不足以表达市场对新股定价的意愿。

其次，新股发行参与双方信息不对等。投资者对新发股票的信息的了解相对于发行方（拟上市公司和承销方）处于劣势，且承销方作为第三方在确定发行价格上与自身利益相关，同时发审委很难了解所有细节。综上，产生了投资方和发行方的信息不对等。在欧美成熟市场，信息不对等会产生 Winner's Curse，即信息获取优势的一方将牺牲部分收益，也就是发行价格通常会低于承销方报价。我国目前实行核准制，给投资者带来“发审委了解所有相关信息”的假象，因此投资者无意中放弃了信息劣势方的权利，最终发行价格没有因为信息不对称而折价。

再次，网下发行比例偏低。发行价格由网下投标过程决定，而网下发行量仅为总发行量的 20%（虽然下限是 20%，但是近两年所有新股都是按照此比例网下发行，也证明了低比例的网下发行有利于发行方），也就是说 20%的发行量决定了 100%的发行价格。假设市场可以做空，那么网下申购 20%的机构投资者们可以将价格定在很高的价位，同时在二级市场上做空（或者通过衍生品看跌）高于其申购的份额，网下申购部分解禁后就可实现套利。

最后，信息披露和审批制度上依然存在一些问题。我国目前新股发行实行核准制，也就是证监会成为拟上市公司的信用担保人，因此新股的信用评级无形中大幅提高。同时，我国资本市场发展还处于初级阶段，财务信息披露方面的不完善依然存在，因此部分上市新股存在一定程度信息不对称问题，导致新股信用评级偏高，发行价也随之偏高。

### 我国新股发行制度历史沿革

表 2：我国新股发行制度历史沿革

| 资料来源      | 定价方式                 | 定价结果          | 偏差原因               | 评价               |
|-----------|----------------------|---------------|--------------------|------------------|
| 2005 年之前  | 政府部门决定发行量及发行价格       | 定价普遍偏低        | 非市场化               | 不利于发行市场，二级市场利润巨大 |
| 2005-2009 | 半市场定价：累计询价，网上定价，适度监管 | 一、二级市场市盈率差距缩短 | 市场化不足              | 同上               |
| 2009 至今   | 市场定价：网上定价、网下累计询价     | 市盈率过高         | 机构询价，网上发行投机，投资者非理性 | 溢价过高，新股投资者严重损失   |

资料来源：国信证券经济研究所整理



## 对比美国发行市场

表 3: 中美两国新股发行对比

| 资料来源 | 监督制度 | 发行方式         | 投资者特点 | 申购对象构成      | 信息披露     |
|------|------|--------------|-------|-------------|----------|
| 中国   | 核准制  | 网上竞价, 网下累计询价 | 相对投机  | 散户相对较多      | 通过证监会保障  |
| 美国   | 注册制  | 网下累计询价       | 相对理性  | 80%以上为机构投资者 | 没有政府结构保障 |

资料来源: 国信证券经济研究所整理

其他与美国发行市场的比较:

1. 美国市场有比较完善的对冲机制, 有效地通过市场自身的调节来抑制发行价过高, 如看跌权证, 做空新发行股票方式等等。
2. 美国市场征收资本利得税, 降低了市场投机行为的收益, 在发行市场上也减少了投机者的炒作。

## 发行价偏高不仅仅是制度问题

综上所述, 虽然修改新股发行制度可以调节发行价偏高的问题, 但是在目前的市场经济体制下, 资本市场出现价格不合理的现象并不仅仅是发行制度导致的。新股发行价过高的一个必备条件是市场的认可, 即高价的新股需要有投资者或者机构接手。那么是什么原因导致投资者明知道发行价过高, 依然争先抢购呢? 以下将通过新股的特点, 以及新股市场的运行状况来解释这一问题。

## 新股投资价值探讨

价值投资分为长期的盈利增长型, 稳定收入型, 资产保值型, 价值挖掘型。目前新股明显不符合后三种价值投资理念, 因此这里主要考虑其盈利增长的特点。从原理上讲, 公司上市意在融资, 将融得的资金用于扩大生产规模, 技术研发等, 所以拟上市公司前景理应高于行业平均水平, 同时中长期的利润增长也应高于行业平均水平。也就是说理论上, 新股的发行市盈率高于行业平均水平是合理的。

## 新股增长不明显

监管部门主要靠审核招股说明书及其相关底稿来确定公司是否具有上市的资格, 因此这些资料中的信息披露是否及时、全面、准确成为核准的关键。事实上, 我国目前部分新上市的公司并不具备新股高速增长的特点, 其增长性受到新股名字的光环效应影响。

首先, 非上市公司的财务报告披露不够准确。即使在发达国家, 非上市公司在财务报告的准确、真实, 客观程度上低于上市公司的标准, 同样的利润、收益率等财务指标, 对于非上市公司分析上指标需要打折扣后才能与上市公司比较。

其次, 非上市公司的盈利预测有一定偏差。首先, 由于净利润有一定的不稳定性, 公司的盈利性不能完全靠净利润的增长来衡量。其次, 净利润预测也包含主观判断成分, 难免有偏差。

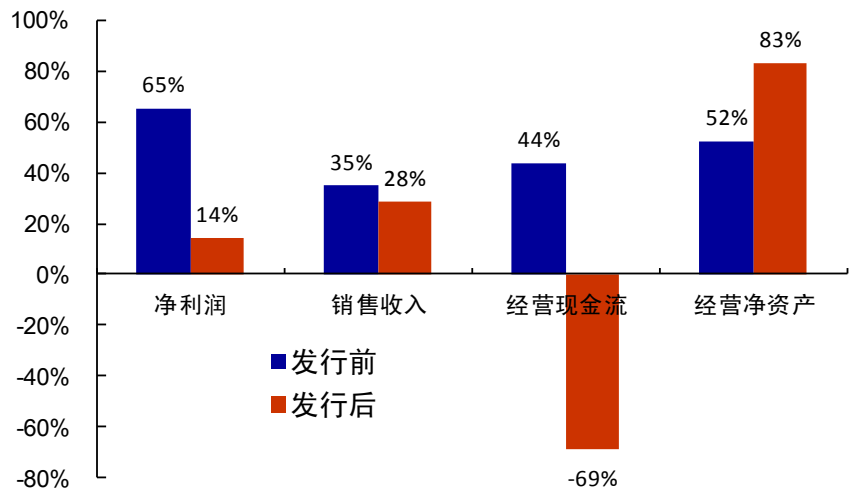
最后, 良好增长性是建立在长期稳定的基础之上。少数公司通过某些财务或者营销手段来短期刺激公司的盈利增长, 不利于公司长期的发展, 股票价格更多



的是体现对未来公司运营的中、长期预测，因此为了上市条件而注入“兴奋剂”的新股无法体现其融资后增长优势。

### 新股发行前后部分财务指标对比

图 7：2010-2011 新股发行前后部分财务指标平均增长率对比

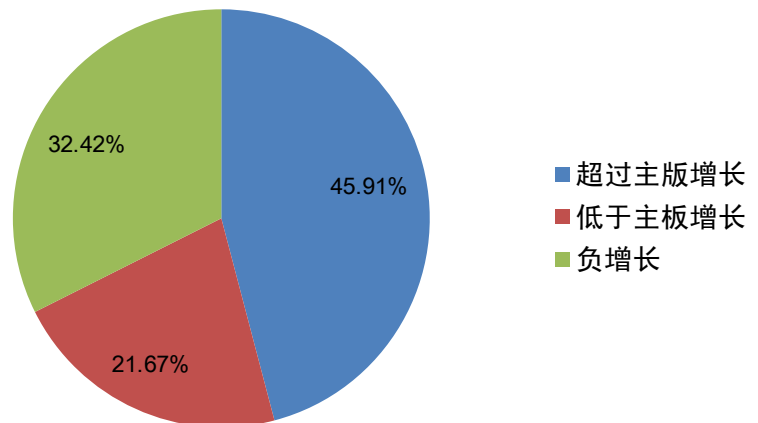


资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

### 净利润增长率下降

新股发行后的净利润增长速度呈下降趋势。新股的净利润增长率由发行前的 65% 下降到发行后的 14%。2011 年，主板市场平均净利润增长率为 15.85%，45.91% 的新股超过主板增长速度，21.67% 新股低于主板增长速度，32.42% 的新股净利润增长率是负的。由于近两年来新股发行主要集中在中小板和创业板，估值水平较主板高出不少，所以我们认为仅从数据上看，新股上市后整体的净利润增长率应该是很令人失望的。

图 8：2010-2011 新股发行后净利润增长率分布



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

由于利润很不稳定，因此不能仅凭一年的数据而否定新股的成长性，后面将通过其他更加稳定的财务指标对新股的成长性做进一步的剖析。

### 销售收入增长率略有下滑

销售收入的平均增长率由上市前的 35% 下滑至 28%，下滑幅度不大。但是对于数据的下滑，我们很难简单的归为上市导致的增速下滑。主要原因有：

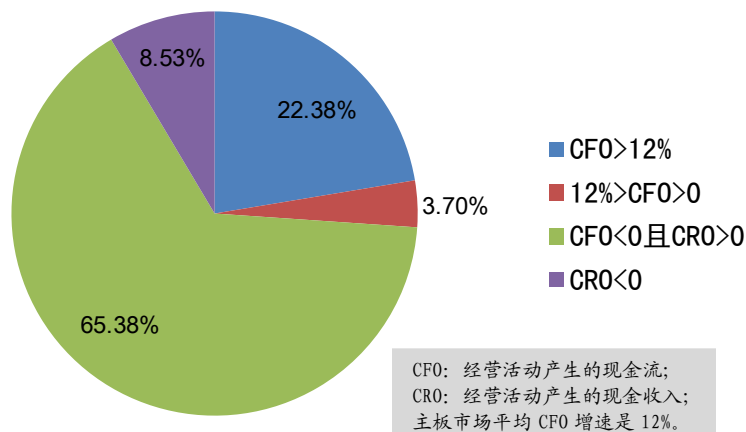
1. 时间偏差：有可能这种下滑是整体企业的趋势性下滑，当然由于新股上市时间分布跨度较大，很难对齐比较。
2. 行业分布偏差：也有可能是由于新股的行业分布和所有上市企业的行业分布存在较大偏差，而行业间的增长本身就存在着巨大的差异。
3. 上市因素：由于上市原因，导致的系统性增长速度下滑。

对于这些问题，在报告的下章我们将会分行业对各个财务指标进行详细讨论。

### 经营现金流下滑严重

新股发行后的经营现金流下滑严重。发行前经营现金流平均增速是 44%，发行后平均增速是 -69%，下降幅度严重。对比期主板市场平均经营现金流增速是 12%，新股只有 22.38% 的公司超越这一增速，3.70% 的公司低于主板增速但是增速为正，超过 70% 的公司增速为负。

图 9：2010-2011 新股发行后净利润增长率分布



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

整体看，新股的经营活动现金流表现非常糟糕，当然这是否是由上市造成的，还需要结合行业来看，毕竟这里面依旧存在这行业分布偏差的问题，下章中将进行更加详细的讨论。

### 经营净资产大幅增加

新股上市后，经营净资产大幅增加，这里不做过多讨论，因为上市本身就是为了募集经营资金，经营净资产大幅增加是必然现象。

### 分行业财务指标对比

由于新股行业分布和所有上市公司行业分布存在较大偏差，而行业间的财务指标本身就存在巨大的差异，因此整体的对比只能对全貌有一个初步的了解，详细的分析还需要分行业进行对比。

表 4: 2010-2011 新股分行业财务指标统计

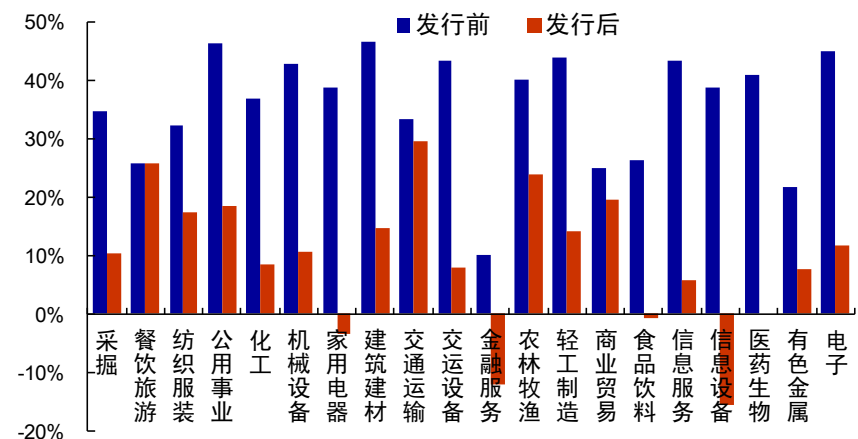
| 一级行业 | 净利润增长率    |           |      |      | 营业收入增长率   |           |      |     | 经营活动产生现金流增长率 |           |       |       |
|------|-----------|-----------|------|------|-----------|-----------|------|-----|--------------|-----------|-------|-------|
|      | 行业平均      |           | 新股   |      | 行业平均      |           | 新股   |     | 行业平均         |           | 新股    |       |
|      | 2007-2009 | 2010-2011 | 上市前  | 上市后  | 2007-2009 | 2010-2011 | 上市前  | 上市后 | 2007-2009    | 2010-2011 | 上市前   | 上市后   |
| 采掘   | 19%       | 39%       | 58%  | 25%  | 21%       | 39%       | 46%  | 24% | 370%         | 1%        | 37%   | -98%  |
| 餐饮旅游 | 40%       | 27%       | 44%  | 46%  | 15%       | 27%       | 50%  | 35% | 33%          | 10%       | 1%    | 14%   |
| 纺织服装 | 45%       | 21%       | 63%  | 31%  | 8%        | 21%       | 28%  | 31% | 20%          | -73%      | 18%   | 22%   |
| 公用事业 | 556%      | 23%       | 149% | 23%  | 20%       | 23%       | 111% | 22% | 28%          | -9%       | 109%  | -83%  |
| 化工   | 36%       | 37%       | 85%  | 16%  | 8%        | 37%       | 22%  | 33% | 21%          | -20%      | 32%   | -399% |
| 机械设备 | 21%       | 32%       | 81%  | 12%  | 16%       | 32%       | 38%  | 27% | 87%          | -86%      | -101% | -119% |
| 家用电器 | 1758%     | 28%       | 71%  | 12%  | 13%       | 28%       | 18%  | 23% | 34%          | -33%      | 207%  | -93%  |
| 建筑建材 | 65%       | 22%       | 157% | 27%  | 31%       | 22%       | 49%  | 35% | 78%          | -236%     | 63%   | -49%  |
| 交通运输 | 0%        | 29%       | 37%  | 23%  | 4%        | 29%       | 23%  | 23% | 0%           | 58%       | 122%  | -25%  |
| 交运设备 | 64%       | 42%       | 55%  | 5%   | 33%       | 42%       | 33%  | 19% | 53%          | -25%      | 309%  | -294% |
| 金融服务 | 38%       | 22%       | 36%  | -12% | 22%       | 22%       | 24%  | -4% | 18%          | 13%       | -18%  | -500% |
| 农林牧渔 | 31%       | 45%       | 59%  | 32%  | 15%       | 45%       | 43%  | 36% | -7%          | 194%      | 79%   | 12%   |
| 轻工制造 | 36%       | 25%       | 97%  | 7%   | 12%       | 25%       | 29%  | 25% | 4%           | -35%      | 197%  | -3%   |
| 商业贸易 | 34%       | 30%       | 44%  | 35%  | 16%       | 30%       | 29%  | 31% | 17%          | -6%       | 40%   | -10%  |
| 食品饮料 | 53%       | 24%       | 57%  | 21%  | 14%       | 24%       | 32%  | 22% | 38%          | 8%        | 179%  | -456% |
| 信息服务 | 220%      | 18%       | 78%  | 28%  | 17%       | 18%       | 58%  | 37% | 6%           | -21%      | 715%  | -354% |
| 信息设备 | 57%       | 39%       | 83%  | -4%  | 12%       | 39%       | 44%  | 25% | 117%         | -117%     | 95%   | -95%  |
| 医药生物 | 57%       | 19%       | 99%  | 19%  | 13%       | 19%       | 48%  | 21% | 29%          | -28%      | 348%  | -97%  |
| 有色金属 | -23%      | 40%       | 63%  | 31%  | 12%       | 40%       | 22%  | 38% | 18%          | 46%       | 5%    | -56%  |
| 电子   | 66%       | 31%       | 117% | 17%  | 1%        | 31%       | 37%  | 37% | -1%          | -17%      | -42%  | -38%  |

资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

### 净利润增长率（行业排位）明显下滑

所有行业新股在上市前的净利润增长都高于行业水平，而上市后的年报显示相大部分行业新股的增长率低于行业平均水平。机械设备行业作为新股发行最集中的行业，利润增长率排名（由高到低）由发行前的 7% 跌落到发行后的 40%；金融行业和信息设备行业利润增长率低于行业平均水平，且出现了负增长。

图 10: 2010-2011 分行业新股净利润增长率分布分析



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

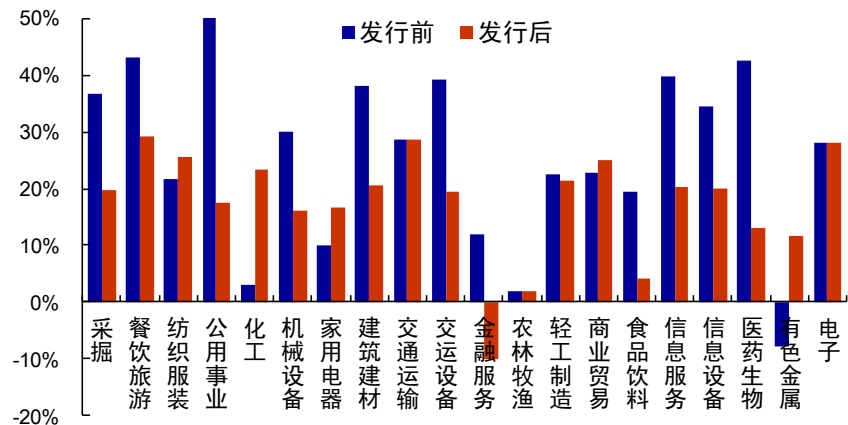
以 0%表示处于行业中位数，即刚好超过行业内一半公司；50%表示超过行业内 100%的上市公司，即超过所有该行业上市公司；-50%表示落后于行业内 100%的上市公司，即低于其他所有该行业上市公司。

除金融服务外，其他行业的新股上市前的净利润增长率都明显领先行业内已上市公司。但是在上市后，领先优势都显著下滑，当然除信息设备、金融服务、家用电器、食品饮料外，其他行业的新股上市后净利润增长速度平均排序仍超过 50%的上市公司。

### 多数行业营业收入增长率（行业排位）下滑

营业收入的增长在上市前后相对比较稳定，其中机械设备行业虽然收入增长率下降了 11%，但仍然处于行业的平均水平；采掘、金融、食品饮料行业的表现在上市后由高于行业平均水平下降到落后行业平均水平；有色金属、化工、家用电器行业则由低于行业平均水平提高到高于行业平均水平。

图 11：2010-2011 分行业新股营业收入增长率分布分析



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

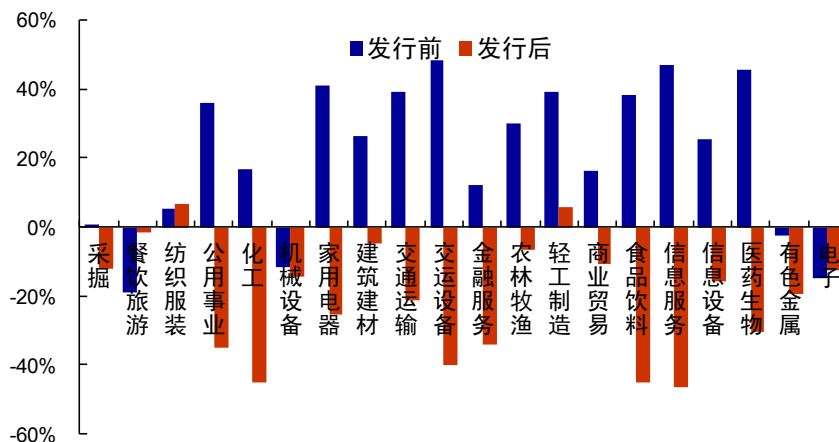
以 0%表示处于行业中位数，即刚好超过行业内一半公司；50%表示超过行业内 100%的上市公司，即超过所有该行业上市公司；-50%表示落后于行业内 100%的上市公司，即低于其他所有该行业上市公司。

除有色金属、农林牧渔、化工、家电、金融服务外，其他行业的新股上市前的营业收入增长率都明显领先行业内已上市公司。但是在上市后，多数领先优势都显著下滑，当然除金融服务外，其他行业的新股上市后净利润增长速度平均排序仍超过 50%的上市公司。值得注意的是：化工、家用电器两行业新股的行业排位出现明显提升。

### 经营现金流增长率（行业排位）大幅下滑

经营活动产生现金流（CFO）在上市后出现大幅下滑，其中 15 个行业新股增长率落后于行业平均水平，剩余 5 个高于行业平均水平，高于平均水平的行业为新股发行不集中的行业，如建筑建材、旅游、轻工等。

图 12: 2010-2011 分行业新股经营活动现金流增长率分布分析



资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

以 0%表示处于行业中位数,即刚好超过行业内一半公司;50%表示超过行业内 100%的上市公司,即超过所有该行业上市公司;-50%表示落后于行业内 100%的上市公司,即低于其他所有该行业上市公司。

新股经营活动产生现金流的增长率排名在上市后大幅下降,其下降的速度远高于之前两个财务指标下降的速度。其中只有纺织,电子两个行业略有上涨,餐饮有明显上涨。而这三个行业都属于发行“冷门”行业,由于新股样本量不足导致统计意义不明显。

## 投机效应是“三高”的罪魁祸首

虽然发行制度尚待完善,新股上市后财务表现下滑客观存在,但在这些问题之外,众多投资者和投资机构一边高喊发行价过高,却依然对打新股争先恐后,隐约的透露出打新市场投机氛围浓厚。

### “打新股”的收益率

首先简单构建一个“打新”策略:申购所有新股,然后在不同持有期后卖出,统计收平均收益率。

表 5: 2010-2011 年网上申购后不同持有期年化收益率

|        | 绝对收益 (年化) |          | 超额收益 (年化) |         |
|--------|-----------|----------|-----------|---------|
|        | 收益率       | 标准差      | 收益率       | 标准差     |
| 网上申购   |           |          |           |         |
| 当日卖出   | 186.57%   | 1396.67% |           |         |
| 一周后卖出  | 8.86%     | 34.37%   | 29.93%    | 137.43% |
| 两周后卖出  | 3.92%     | 20.34%   | 17.53%    | 94.93%  |
| 四周后卖出  | 1.78%     | 10.28%   | 12.98%    | 66.69%  |
| 网下申购   |           |          |           |         |
| 十二周后卖出 | 3.28%     | 14.11%   | 11.03%    | 37.84%  |

资料来源: WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

2010-2011 年股票市场整体下行,一个简单的“打新”策略居然仍然能够保持正收益,当日卖出策略年化收益率高达 186.57%,一周、两周、四周卖出也能够分别获得 8.86%、3.92%、1.78%的正收益,超额收益更是高达 29.93%、

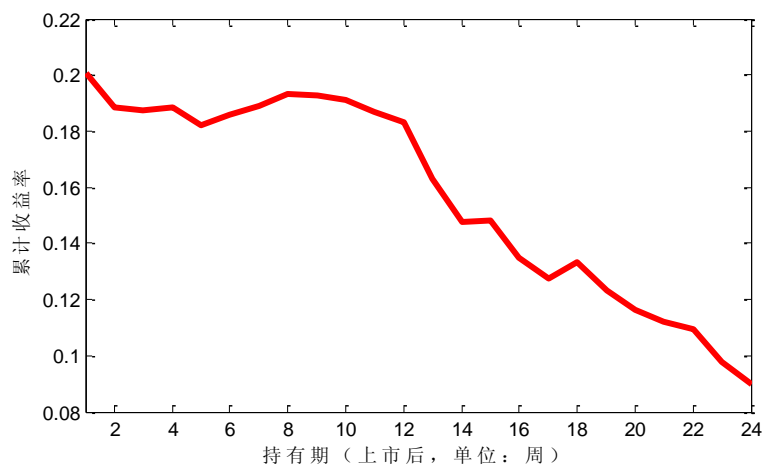
17.53%、12.98%。网下申购十二周卖出同样能够获得 3.28% 的年化正收益，及 11.03% 的年化超额收益。

### “炒新股”的收益率

新股上市后面临着一、二级市场的投资者间的交易，导致新股发行价过高的一个必要因素是在二级市场中，投资者对新股的需求。由于二级市场不存在中签率的问题，使得开盘第一天买入新股的收益率甚至高于申购新股的收益率。

现构建一个简单的炒新股策略：新股上市当日收盘价买入，持有并统计不同持有期的累积收益率，最后将所有新股按照以上策略统计平均收益率。

图 13: 2010-2011 新股发行当日二级市场买入后的年化收益率



资料来源：WIND 资讯、国信证券经济研究所整理

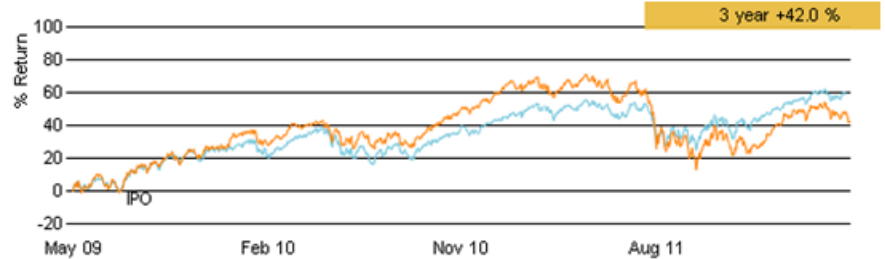
炒新股的收益率说明：

1. 新股上市当日以收盘价买入，之后持有 24 周内能产生正收益。因此，众多投资者追捧新股，虽然新股整体上投资价值不明显，但供不应求仍然导致众多投机者从中获利。然而新股最终将回归其应有的价位，当市场对新股的热度降低后（网下解禁），也就到了持有者遭受损失的时候。新股的炒作并不会给投资者们创造财富，而是是资本市场上的一次财富再分配，投机者将新股看作为一种高风险的金融工具。
2. 累积收益率在前 12 周（网下申购锁定期）内震荡，在 12 周后持续下降。锁定期对于新股就像保护期一样，机构会在锁定期后设法高位出货，投机者因此获得了一定程度的保护。而如果不存在锁定期，那么新股将在上市后就逐步回落到其理性的价位，投资者的博弈会导致没有人愿意持有高价新股，最终在发行开始的时候，新股的需求下降，进而降低发行价。

### 美国市场新股收益率

首先美国新股的收益率大部分时间超过大盘（S&P 500）。由下图可见，近三年美国新股指数除 2011 年 8 月的一次大幅度下滑外，其他时候都好于大盘。即美国新股的收益率与我国情况相似，都具有正的超额收益。

图 14: 美国新股指数对比标准普尔



资料来源: Renaissance Capital Investments, Inc.、国信证券经济研究所整理

其次美国新股上市后也会出现当日大涨,随后缓慢回落的情况。我国市场由于有中签率的限制,因此当日收益率低于美国市场,如果去除中签率影响,我国市场新股上市当日收益率为 67.89%,6 月后收益率为-10.33%,由此可见我国新股价格下降速度远高于美国,充分暴露了我国新股发行市场不稳定的特点。新股自身特点决定了它在二级市场上表现,成熟的发行市场的稳定性要好于新兴的发行市场,因此判定一个发行市场的发展程度的一个重要指标就是新股发行后的稳定性,也是我国发行市场的发展方向。

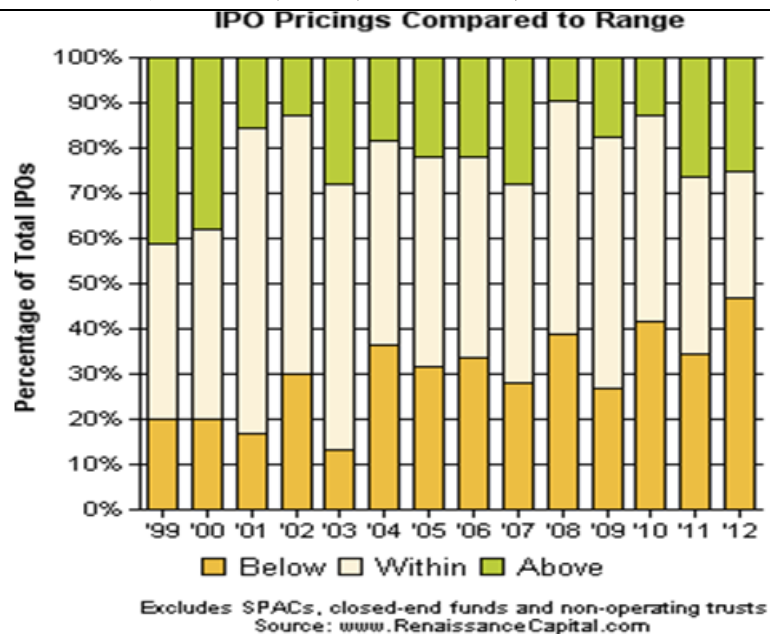
表 6: 2006-2011 新股发行板块比较

|       | 当日     | 6 个月   | 12 个月   |
|-------|--------|--------|---------|
| 绝对收益率 | 18.60% | -6.60% | -8.90%  |
| 超额收益率 |        | -9.60% | -18.40% |

资料来源: Prof. Jay R. Ritter, University of Florida、国信证券经济研究所整理

美国发行价格可以低于发行商报价区间,而近年这一趋势成为主流。下图中,橙色部分表示发行价低于发行商报价区间的部分,该部分呈现逐年增加特点。

图 15: 美国新股发行价格在发行商报价区间的分布



资料来源: Renaissance Capital Investments, Inc.、国信证券经济研究所整理



综上所述，美国发行市场可以概括为：超额收益相似，新股发行后表现较稳定，发行价较低。前两个特点说明了美国二级市场认可新股的发行价格，促使新股发行价低于发行商报价。我国二级市场同样认同新股的发行价格，但是认同的却是较为不合理的发行价格，因此新股发行价过高的根本原因是二级市场对新股发行后的调节作用失效。

导致发行价格过高的客观因素是市场的认可，只有在市场认可的前提下过高的发行价格才能得以生存。市场的运行机制应该鼓励价值投资，挖掘，保值，同时抑制过度投机。新股供不应求及锁定期保护可能是导致新股市场投机的主因。

## 《征求意见稿》中的部分条款分析

今年三月，证监会下发了《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》或简称《征求意见稿》，意在“推动各市场主体进一步归位尽责，促使新股价格真实反映公司价值，实现一级市场和二级市场均衡协调健康发展，切实保护和投资者的合法权益。”（摘自《征求意见稿》）下面将针对部分内容进行分析和展望。

### 完善规则，明确责任，强化信息披露的真实性、准确性、充分性和完整性

根据本报告第二部分的分析，目前新股失去高增长的特点的主要原因是信息披露不够。发行价过高是指发行价格超过新股自身价值，而避免这一问题出现的方法有两个，一是降低发行价格，另外就是提高新股自身价值。完善信息披露就是通过后者解决“三高”问题。

### 适当调整询价范围和配售比例，进一步完善定价约束机制

根据本报告第一部分的分析，询价对象，和网下配售比例过低是导致询价结果偏高的直接原因。然而仅仅是增加询价范围，并不能根本解决中小板和创业板“询而不购”的问题，甚至还会对网下配售比例增高产生消极影响。

### 取消现行网下配售股份三个月的锁定期，提高新上市公司股票的流通性

通过本报告第三部分的分析，取消三个月的锁定期会大大降级市场投机新股的动机。没有锁定期相当于没有了网下申购机构的保护，加强了投资者的风险意识。同时也大大降低了一、二级市场差异存在的时间和空间。

## 《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》部分条款分析

2011年5月21日，证监会发布《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》（以下简称《决定》），对《证券发行与承销管理办法》进行了一下几个方面的具体修改：

1、首次公开发行股票，除可以询价方式定价外，也可以通过发行人与主承销商自主协商直接定价等其他合法可行的方式确定发行价格。

通过本文第一部分的分析，之前新股发行的初步询价阶段有一定的弊端，不能有效地发挥市场性定价的优势，因此给予承销商跳过询价的权利可以保护承销商和拟上市公司免受非正常询价结果的损害；同时也明确发行方责任，如果承

销商采用自主定价，而最终定价结果与实际合理情况偏离太多，承销商则难辞其咎。综上，通过同时给予承销商自主定价的权利和责任，可以一定程度上保证定价阶段的合理性。

**2、为增加新上市公司流通股数量，有效缓解股票供应不足，提高网下配售比例，原则上网下发行比例不低于 50%，取消网下配售股票的限售期，但规定询价对象与发行人、承销商可自主约定网下配售股票的持有期限。**

此条款意义与前一部分《征求意见稿》的相应部分分析相同。

**3、为平衡网上、网下投资者的投资需求，在充分发挥机构投资者定价能力的基础上，尊重网上投资者的参与意愿，建立网下向网上回拨机制。**

次回拨机制有利于市场在发行过程对新股价格进行自我调节，根据本文第三部分的分析，新股发行价格过高的根本原因是市场调节机制的失效，因此应当赋予市场自我调节更大的空间，本着“买卖自愿，公平公正”的原则，充分发挥市场调节的功能。

**4、扩大自主推荐询价对象范围，引入个人投资者参与询价，同时对个人投资者作为询价对象提出了一定的条件，对主承销商利用自主推荐权利向个人投资者输送利益的行为提出了监管措施。**

此条款意义与前一部分《征求意见稿》的相应部分分析相同。

## 其他抑制“三高”的措施

### 对新股投资者进行宣传、教育，引导投资者回归理性

不少参与新股的散户（包括一级市场和二级市场），并不了解目前新股发行价格的特点，甚至存在一些投资者对新股的认识还停留在 2005 年以前发行市场的状态。通过宣传教育，让散户对新股认识更加清楚，才能引导他们理性投资。

### 通过市场做空机制抑制投机者

防止投机者炒高新股，最有效的办法就是引入做空机制。对新股发行开放融券业务或者开放看跌期权，将有效的通过市场自我调节抑制过分投机行为。美国市场具有比较完善做空机制，因此可以限制发行价过高。

### 引入非相关第三方信用评级

承销商与拟上市公司在新股发行价上面有着共同的利益，因此有必要引入第三方对拟上市公司进行财务信用评级。该评级机构需要有一定资质，信用等级，以及与被评级公司，承销商，以及资本市场没有任何利益关联等一系列条件。保证其尽可能的客观，准确，深入揭露拟上市公司的财务信息。

### 对一级市场征收资本利得税

近期一级市场的投资机构通过新股发行获得了过高的利润，而降低一级市场利润的方法可以通过降低发行价或者提高投资成本，其中资本利得税就可以大大增加机构的投资成本。从而降低一级市场参与者过热的投资情绪，通过减少需求来降低发行价。欧美市场都征收资本利得税，资本利得税可以有效减少市场的投机情绪。虽然我国现阶段在二级市场征收该税难度很大，但是在一级市场上适度增收可以帮助监管机关通过税率调节帮助发行价回归理性。

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间     |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

|                 |                    |  |                |                    |  |                  |               |  |
|-----------------|--------------------|--|----------------|--------------------|--|------------------|---------------|--|
| <b>宏观</b>       |                    |  | <b>固定收益</b>    |                    |  | <b>策略</b>        |               |  |
| 周炳林             | 0755-82130638      |  | 张旭             | 010-66026340       |  | 黄学军              | 021-60933142  |  |
| 崔嵘              | 021-60933159       |  | 侯慧梯            | 021-60875161       |  | 林丽梅              | 021-60933157  |  |
| 张娜              | 0755-82133259      |  | 赵婧             | 021-60875168       |  | 技术分析             |               |  |
|                 |                    |  |                |                    |  | 闫莉               | 010-88005316  |  |
| <b>交通运输</b>     |                    |  | <b>银行</b>      |                    |  | <b>房地产</b>       |               |  |
| 郑武              | 0755-82130422      |  | 邱志承            | 021-60875167       |  | 区瑞明              | 0755-82130678 |  |
| 陈建生             | 0755-82133766      |  |                |                    |  | 黄道立              | 0755-82133397 |  |
| 岳鑫              | 0755-82130432      |  |                |                    |  |                  |               |  |
| 糜怀清             | 021-60933167       |  |                |                    |  |                  |               |  |
| <b>商业贸易</b>     |                    |  | <b>汽车及零配件</b>  |                    |  | <b>钢铁及新材料</b>    |               |  |
| 孙菲菲             | 0755-82130722      |  | 左涛             | 021-60933164       |  | 郑东               | 010-66025270  |  |
| 常伟              | 0755-82131528      |  |                |                    |  | 陈健               | 010-88005308  |  |
| <b>机械</b>       |                    |  | <b>基础化工及石化</b> |                    |  | <b>医药</b>        |               |  |
| 郑武              | 0755-82130422      |  | 刘旭明            | 010-66025272       |  | 贺平鸽              | 0755-82133396 |  |
| 陈玲              | 0755-82130646      |  | 张栋梁            | 0755-82130532      |  | 丁丹               | 0755-82139908 |  |
| 杨森              | 0755-82133343      |  | 吴琳琳            | 0755-82130833-1867 |  | 杜佐远              | 0755-82130473 |  |
| 后立尧             | 010-88005327       |  | 罗洋             | 0755-82150633      |  | 胡博新              | 0755-82133263 |  |
|                 |                    |  | 朱振坤            | 010-88005317       |  | 刘勍               | 0755-82133400 |  |
| <b>电力设备与新能源</b> |                    |  | <b>传媒</b>      |                    |  | <b>有色金属</b>      |               |  |
| 杨敬梅             | 021-60933160       |  | 陈财茂            | 010-88005322       |  | 彭波               | 0755-82133909 |  |
| 张弢              | 010-88005311       |  | 刘明             | 010-88005319       |  | 龙飞               | 0755-82133920 |  |
| <b>电力及公共事业</b>  |                    |  | <b>非银行金融</b>   |                    |  | <b>轻工</b>        |               |  |
| 谢达成             | 021-60933161       |  | 邵子钦            | 0755-82130468      |  | 李世新              | 0755-82130565 |  |
|                 |                    |  | 田良             | 0755-82130470      |  | 邵达               | 0755-82130706 |  |
|                 |                    |  | 童成墩            | 0755-82130513      |  |                  |               |  |
| <b>家电及通信</b>    |                    |  | <b>建筑工程及建材</b> |                    |  | <b>计算机及电子元器件</b> |               |  |
| 王念春             | 0755-82130407      |  | 邱波             | 0755-82133390      |  | 段迎晨              | 0755-82130761 |  |
|                 |                    |  | 刘萍             | 0755-82130678      |  | 高耀华              | 010-88005321  |  |
|                 |                    |  | 马彦             | 010-88005304       |  | 刘翔               | 021-60875160  |  |
|                 |                    |  |                |                    |  | 欧阳仕华             | 0755-82151833 |  |
| <b>纺织服装</b>     |                    |  | <b>食品饮料</b>    |                    |  | <b>旅游</b>        |               |  |
| 方军平             | 021-60933158       |  | 黄茂             | 0755-82138922      |  | 曾光               | 0755-82150809 |  |
|                 |                    |  |                |                    |  | 钟潇               | 0755-82132098 |  |
| <b>金融工程</b>     |                    |  | <b>基金评价与研究</b> |                    |  |                  |               |  |
| 戴军              | 0755-82133129      |  | 杨涛             | 0755-82133339      |  |                  |               |  |
| 林晓明             | 0755-82136165      |  | 康亢             | 010-66026337       |  |                  |               |  |
| 黄志文             | 0755-82133928      |  | 李腾             | 010-88005310       |  |                  |               |  |
| 秦国文             | 0755-82133528      |  | 刘洋             | 0755-82150566      |  |                  |               |  |
| 张璐楠             | 0755-82130833-1379 |  | 潘小果            | 0755-82130843      |  |                  |               |  |
| 周琦              | 0755-82133568      |  | 蔡乐祥            | 0755-82130833-1368 |  |                  |               |  |
| 郑亚斌             | 021-60933150       |  | 钱晶             | 0755-82130833-1367 |  |                  |               |  |

**国信证券机构销售团队**

| 华北区（机构销售一部） |   |  | 华东区（机构销售二部） |  |  | 华南区（机构销售三部） |  |  |
|-------------|---|--|-------------|--|--|-------------|--|--|
| 王立法         | 010-66026352<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   |  | 盛建平         | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn     |  | 魏 宁         | 0755-82133492<br>13823515980<br>weining@guosen.com.cn  |  |
| 王晓健         | 010-66026342<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   |  | 马小丹         | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn        |  | 邵燕芳         | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   |  |
| 焦 戡         | 010-66026343<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn |  | 郑 毅         | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn     |  | 段莉娟         | 0755-82130509<br>18675575010<br>duanlj@guosen.com.cn   |  |
| 李文英         | 010-88005334<br>13910793700<br>liwying@guosen.com.cn  |  | 黄胜蓝         | 021-60875166<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn     |  | 郑 灿         | 0755-82133043<br>13421837630<br>zhengcan@guosen.com.cn |  |
| 原 玮         | 010-88005332<br>15910551936<br>yuanyi@guosen.com.cn   |  | 孔华强         | 021-60875170<br>13681669123<br>konghq@guosen.com.cn      |  | 王昊文         | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn |  |
| 赵海英         | 010-66025249<br>13810917275<br>zhaohy@guosen.com.cn   |  | 叶琳菲         | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn        |  | 甘 墨         | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com       |  |
| 甄 艺         | 010-66020272<br>18611847166                           |  | 崔鸿杰         | 021-60933166<br>13817738250<br>cuihj@guosen.com.cn       |  | 徐 冉         | 0755-82130655<br>13923458266<br>xuran1@guosen.com.cn   |  |
| 杨 柳         | 18601241651<br>yangliu@guosen.com.cn                  |  | 李 佩         | 021-60875173<br>13651693363<br>lipei@guosen.com.cn       |  | 颜小燕         | 0755-82133147<br>13590436977<br>yanxy@guosen.com.cn    |  |
|             |   |  | 刘 塑         | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn       |  | 林 莉         | 0755-82133197<br>13824397011<br>linli2@guosen.com.cn   |  |
|             |   |  | 汤静文         | 021-60875164<br>13636399097<br>tangjingwen@guosen.com.cn |  | 赵晓曦         | 0755-82134356<br>15999667170<br>zhaoxxi@guosen.com.cn  |  |
|             |   |  | 梁轶聪         | 021-60873149<br>18601679992<br>liangyc@guosen.com.cn     |  |             |  |  |