

证券研究报告—深度报告
金融工程
策略研究
新股专题研究报告

2014 年 01 月 03 日

专题报告
相关研究报告:

《国信量化投资时钟系列: 基于现金流的行业投资时钟和大小盘轮动量化模型》——2013-12-09
 《多因子模型选股月报: 十月市场风格偏低流动性、反转—多因子选股超额正收益 1.83%》——2013-11-01
 《金融工程专题研究: 基于一致预期数据的量化选股模型》——2013-10-16
 《金融工程专题研究: 在不同基准下的博弈: 探究 alpha 策略、beta 策略、FOF 的配置》——2013-10-15
 《金融工程专题研究: 双现金流选股模型实证研究》——2013-10-15

证券分析师: 郇彬

电话: 021-6093 3155

E-MAIL: libin1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070001

证券分析师: 钱晶

电话: 021-60875163

E-MAIL: qianjing1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070003

证券分析师: 孔令超

电话: 021-6093 3159

E-MAIL: konglc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513120001

打新股策略研究

● IPO 开闸, 新股申购策略有较高概率获得超额收益

A 股市场上的投资者长期以来对于新股申购有着特殊的偏好, 一个简单的“打新”策略: 申购所有新股, 然后在持有不同期限后卖出, 在 2010-2011 年股票市场整体下行的背景下, 仍然能够保持正收益, 发行当日卖出策略的年化收益率更是高达 186.57%。

在过去的一年里, 证监会对 800 多家拟上市公司进行了大规模财务审查, 已经通过审查的 83 家公司被认为拥有较高财务质量; 本次 IPO 停闸为期间较长, 投资者对新股的需求较为强烈; 加上新规对发行价的规范较为到位, 市场对新股高质量预期+强烈需求+发行价降低容易导致新股在二级市场受到追捧。

● IPO 新规多方面限制过高的发行价, 建议投资者积极关注新股投资

IPO 新规从多个方面对发行价过高问题做出了限制。首先, 在询价时新规规定将不低于 10% 比例的报价最高者剔除, 这可以有效限制投资者报高价的行为; 其次, 存量发行制度引入后, 发行价格过高时老股东可以提前套现, 这也可以对买方报高价形成约束; 另外, 对发行人减持等行为约束的提高也可以限制定价。我们认为本次新股发行改革有利于抑制高发行价, 提高上市后二级市场收益率, 建议投资者积极参与打新。由于新规增强了上市首日停牌机制等措施, 未来新股首日平均涨幅可能将有所下降, 但个别受市场追捧的新股可能在随后的交易日继续上涨。但市值配售制度引入后, 持仓较少的大量散户投资者打新将受到限制, 我们判断未来网上中签率会有所上行。我们预期打新的实际平均预期收益可能在 0.20%-0.40% 左右, 略高于历史水平, 但个股会存在较大差异。

● 新股报价宜稳健, 网上申购所需市值可利用股指期货对冲

近年来新股发行市场, 创业板和中小板是主流。主板发行数量相对稳定。投资者在新股询价过程中应关注所在板块市盈率和行业市盈率溢价, 申购新股报价不宜超出行业平均市盈率的 30%, 以防二级市场表现不佳与破发等。

由于本次新股发行网下申购按市值配售, 同时深市发行的股票多于沪市发行的股票, 为了最大化打新的资金效率, 我们建议低风险的打新投资者可以按照 3:7 的比例在沪深两市构建一个股票篮子, 并通过股指期货对冲持仓, 从而既满足打新对于持仓市值的条件, 又不对市场暴露过多风险。

● 理想条件下上市首日即可卖出

新股的择时卖出对于锁定收益起到了至关重要的作用。本着“打新”投资策略的投资者可以在次序靠后的新股发行前抛售手中已经获得的新股, 这样不仅可以将利润落袋为安, 也可以留出资金继续打新。由于这一卖出行为可能会对新股价格造成较大的下行压力, 因此建议“打新”的资金尽快抛售手中的新股, 理想条件下最好在上市首日内抛出。

● 炒新股策略: 优先选择开盘涨幅一般、低换手率、低 PE 的小盘股

我们对配售得到的新股不足投资机构给出的投资策略是在新股上市首日有选择性地买入新股。选择标准包括开盘涨幅平平, 首日换手率较低, P/E 相对于行业平均水平较低与上市规模偏小盘的股票, 从历史上看, 这样的股票往往会有 T+1 日到 T+10 日内的良好的表现。

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

前言	4
新股申购超额收益现象分析	4
“打新股”超额收益现象	4
新股发行高溢价现象	4
“打新股”超额收益的制度原因分析	5
IPO 重启条件下“打新股”策略可行性分析	6
本次新股发行制度改革解析	6
发行定价：多项新措施对高发行价进行限制	7
配售打新：网上网下比例更为灵活，引入自主配售和市值配售机制	7
交易规则：首日涨跌幅限制更为严格	8
IPO 新规限制发行价格，建议投资者积极关注新股投资	9
新股申购流程	10
IPO 新规下网上打新流程	10
网上申购流程举例	11
新股申购策略研究	12
网下申购重点关注板块、行业平均市盈率	12
通过股指期货对冲持仓市值的方法去打新	13
值得一提的是，尽管构建持仓的本意仅是为了满足市值配售的要求，但是如果组合本身能获得 alpha 收益，那无疑有锦上添花的效果。利用国信金工-量化模型 1 号改造后组合在 2013 年的超额收益达 9.52%。当前，最近一期的成分股及权重如下表所示：	14
建议关注相关公募产品	14
新股卖出策略研究	15
炒新股策略研究	16
国信证券投资评级	18
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 2006-2011 年新股发行溢价统计 (发行超额 P/E)	5
图 2: 新股在二级市场容易得到投资者的肯定.....	6
图 3: 打新股投资策略.....	12
图 4: 83 家已过会的拟上市公司板块分布.....	13
图 5: 2006-2012 新股发行板块比较.....	13
图 6: 2013 年 A 股各板块平均市盈率.....	13
图 7: 2013 年 wind 二级子行业平均市盈率	13
图 8: 组合净值与 300 指数变化.....	14
图 9: 不同类型基金获配新股占比	15
图 10: 获配新股对基金业绩平均贡献度.....	15
表 1: 2010-2011 年间网上、网下申购后不同持有期年化收益率.....	4
表 2: 我国新股发行制度历史沿革	5
表 3: IPO 新规发行定价环节主要变化及解读	7
表 4: IPO 新规配售打新主要变化及解读	8
表 5: 首日上市交易规则	8
表 6: 2006-2012 年新股涨跌幅、中签率和平均收益率.....	9
表 7: 打新预期收益率对新股中签率和首日涨幅敏感性分析	10
表 8: IPO 新规下网上打新流程	10
表 9: 市值配售计算方式和申购注意事项	11
表 10: 最近一期组合成分股与权重	14
表 11: 新股发行半年内涨幅变化	16
表 12: 新股发行半年内正收益占比.....	16
表 13: 2012 年 5 月到 7 月间上市新股 10 日内累计收益变化.....	17

前言

2013 年 11 月 30 日，证监会出台了新股发行制度的重大改革。本次改革通过“剔除高中购报价”等措施限制新股高发行价，利好新股市场。通过历史数据，我们发现“打新股”策略取得了巨大的超额收益，并认为在当前环境下，“打新股”策略依然有较大概率取得较高的超额收益。

通过对历史打新情况的研究，我们建议投资者在申购新股时重点关注板块平均市盈率等指标，并在上市首日有较高收益时尽快卖出；同时由于本次打新政策利于公募，推荐关注相关公募产品。

新股申购超额收益现象分析

“打新股”超额收益现象

A 股市场上的投资者长期以来对于新股申购有着特殊的偏好，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，隐约透露出打新市场浓厚的投机氛围。我们在这里建立了一个简单的“打新”策略：申购所有新股，然后在不同持有期后卖出，并统计其平均收益率。

表 1：2010-2011 年间网上、网下申购后不同持有期年化收益率

	绝对收益		超额收益	
	收益率	标准差	收益率	标准差
网上申购				
当日卖出	186.57%			
一周后卖出	8.86%	34.37%	29.93%	137.00%
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%

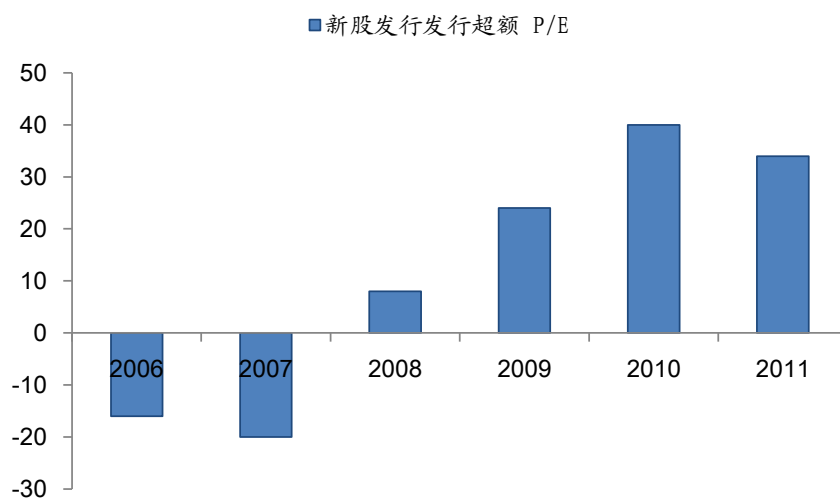
资料来源：wind 资讯，国信证券经济研究所整理

2010-2011 年股票市场整体下行，一个简单的“打新”策略却仍然能够保持正收益，当日卖出策略的年化收益率高达 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，十二周后卖出同样能够获得 3.28%的年化正收益及 11.03%的年化超额收益。由此可见“打新股”的超额收益不但存在而且非常可观。

新股发行高溢价现象

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 1 展示自 06 年以来新股发行的溢价程度，发行超额 $P/E = \text{发行平均 } P/E - \text{二级市场平均 } P/E$ 。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获得。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 1: 2006-2011 年新股发行溢价统计 (发行超额 P/E)



资料来源: wind 资讯, 国信证券经济研究所整理

一级市场超额市盈率的产生与“打新股”的超额收益现象密不可分。因为一级市场发行价由投资者通过新股询价来确定, 当投资者觉得“打新股”有利可图时便会抬高发行价, 由此催生了一级市场的超额市盈率。

“打新股”超额收益的制度原因分析

首先, A 股市场投机心切, 缺乏相应限制。2005 年以前新股发行以政府部门决定发行量及发行价格的非市场化方式进行, 造成新股发行价格普遍偏低与二级市场利润巨大。2006 年以来, 新股发行市场先后分两阶段逐步走向市场化, 新股发行价格管制放开, 对于新股的投机需求却没有加以控制, 这导致了一级市场的市盈率从低于二级市场到逐步反超后者。预计本次证监会出台《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》将会对投机带来的高溢价现象加以控制。

表 2: 我国新股发行制度历史沿革

时间	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 ~2012	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, 新股投机者严重损失
2014 以后	取消天花板, 剔除高申购报价	预计将会压低一级市场高市盈率	—	一、二级市场间利益分配更加公平

资料来源: 国信证券经济研究所整理

其次, 创业板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。

第三, 核准制带来的新股发行参与双方信息不对等。投资者对新发股票信息的了解相比于发行方 (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。这些造成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“赢家诅咒”。

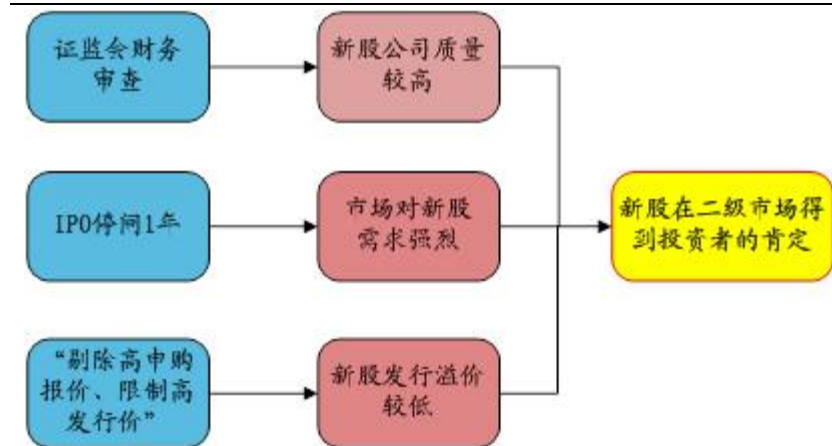
咒”，也就是发行价格通常会低于承销方报价。我国目前实行核准制，给投资者带来“发审委了解所有相关信息”的假象，因此投资者无意中放弃了信息劣势方的权利，最终发行价格没有因为信息不对称而产生合理折价。

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。

IPO 重启条件下“打新股”策略可行性分析

在过去的一年里，证监会对 800 多家拟上市公司进行了大规模财务审查，已经通过审查的 83 家公司被认为拥有较高财务质量；本次 IPO 停闸为期间较长，投资者对新股的需求较为强烈；加上新规对发行价的规范较为到位，市场对新股高质量预期+强烈需求+发行价降低容易导致新股在二级市场受到追捧。

图 2：新股在二级市场容易得到投资者的肯定



资料来源：wind 资讯，国信证券经济研究所整理

新股在二级市场上受到的追捧正是打新策略收益的根本来源，综合以上三点我们为 2014 年年初在 A 股市场上“打新股”策略比较可行，建议有条件的投资尝试申购估值合理的新股并及时卖出，预期可以实现不错的收益。同时投资者要注意到机构投资者哄抢新股可能会造成部分打新产品所申购到的新股数量不足，无法实现预期收益的风险。

本次新股发行制度改革解析

2013 年 11 月 30 日，证监会制定并发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，该文不但确认了暂停长达一年之久的 IPO 将会在 2014 年年初启动，并进一步在注册制的发行审核理念、新股价格形成机制等方面做了诸多突破。这一文件提出的若干超预期改革方案被认为是对传统发行制度的重要改良，新制度更有利于保护二级市场投资者并对“打新”策略产生重要影响。

发行定价：多项新措施对高发行价进行限制

IPO 新规从多个方面对发行价过高问题做出了限制。首先，在询价时新规规定发行人和主承销商应当将不低于 10% 比例的报价最高者剔除，这可以有效限制投资者报高价的行为；其次，存量发行制度的引入后，如果发行价格过高，老股东可以提前套现，老股东转让股票也可以对买方报高价形成约束；另外，对发行人约束的提高也可以限制其上市时定价过高。

表 3: IPO 新规发行定价环节主要变化及解读

改革方向	原规定（证券发行与承销管理办法—20120518）	IPO 新规—20131130	变化及解读
定价机制	采用询价方式定价的，发行人和主承销商可以根据初步询价结果直接确定发行价格，也可以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。	首次公开发行股票采用询价方式的，网下投资者报价后，发行人和主承销商应当剔除拟申购总量中报价最高的部分，剔除部分不得低于所有网下投资者拟申购总量的 10%，然后根据剩余报价及拟申购数量协商确定发行价格。剔除部分不得参与网下申购。	将不低于 10% 比例的报价最高者剔除，虽然与市场化的定价机制相违背，但可以有效限制投资者报高价的行为。
有效报价投资者数量限制	初步询价结束后，公开发行股票数量在 4 亿股以下，提供有效报价的询价对象不足 20 家的，或者公开发行股票数量在 4 亿股以上，提供有效报价的询价对象不足 50 家的，发行人及其主承销商不得确定发行价格，并应当中止发行。	发行人和主承销商应当合理确定剔除最高报价部分后的有效报价投资者数量。公开发行股票数量在 4 亿股（含）以下的，有效报价投资者的数量不少于 10 家，不多于 20 家；公开发行股票数量在 4 亿股以上的，有效报价投资者的数量不少于 20 家，不多于 40 家；公开发行股票筹资总额数量巨大的，有效报价投资者数量可适当增加，但不得多于 60 家。	在过去的仅管理下限基础上增加了上限管理。这样在投资者报价踊跃时，发行人和承销商必须将更多的高报价投资者剔除才可以满足数量要求，可以进一步限制高报价行为。
引入存量发行机制	无存量发行机制	鼓励持股满三年的原有股东将部分老股向投资者转让，增加新上市公司可流通股的比例。发行人应根据募投项目资金需要量合理确定新股发行数量，新股数量不足法定上市条件的，可以通过转让老股增加公开发行股票的数量。	存量发行下，老股东转让股票可以对买方报高价形成约束，如果发行价格过高，老股东可以提前套现，两者博弈将有助于新股合理定价。
提高发行人约束	控股股东和实际控制人锁定期为 36 个月，其他原股东锁定期为 12 个月	发行人控股股东、持有发行人股份的董事和高级管理人员所持股票在锁定期满后两年内减持的，其减持价格低于发行价；公司上市后 6 个月内如公司股票连续 20 个交易日的收盘价均低于发行价，或者上市后 6 个月期末收盘价低于发行价，持有公司股票的锁定期限自动延长至少 6 个月。	发行人只有保持上市后价格高于发行价才利于减持，通过约束发行人的行为来限制上市时定价过高。

资料来源：《上海市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》、《深圳市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》，国信证券经济研究所整理

配售打新：网上网下比例更为灵活，引入自主配售和市值配售机制

在配售环节，网上网下的配售比例更为灵活。网下股票的初始发行比例有所增加，这有利于发行价格的合理回落，但在网上投资者申购较为踊跃时增强了网下到网上的回拨机制，网上网下的最终配售比例更为平衡。另外优先向公募基金和社保基金等大型机构投资者配售也有助于定价更为合理。另外，市值配售机制的引入鼓励二级市场投资者长期持有股票，对专门打新账户做出限制，减少新股申购对二级市场的冲击。

表 4: IPO 新规配售打新主要变化及解读

改革方向	原规定（证券发行与承销管理办法—20120518）	IPO 新规—20131130	变化及解读
增加网下初始发行比例	发行人及其主承销商应当向参与网下配售的询价对象配售股票。发行人及其主承销商向询价对象配售股票的数量原则上不低于本次发行总量的 <u>50%</u> 。	首次公开发行股票后总股本 4 亿股（含）以下的，网下初始发行比例不低于 <u>本次公开发行股票数量的 60%</u> ；发行后总股本超过 4 亿股的，网下初始发行比例不低于 <u>本次公开发行股票数量的 70%</u> 。其中，应安排 <u>不低于本次网下发行股票数量的 40% 优先向公募基金和社保基金配售</u> 。公募基金和社保基金有效申购不足 40% 的，发行人和主承销商可以向其他符合条件的网下投资者配售。	网下股票的初始发行比例有所增加，有利于发行价格的合理回落，但网下到网上的回拨机制更为灵活，网上网下的最终配售比例更为平衡。优先向公募基金和社保基金等大型机构投资者配售也有助于定价更为合理。
调整网下网上回拨机制	网上申购不足时，可以向网下回拨由网下投资者申购，仍然申购不足的，可以由承销团推荐其他投资者参与网下申购。 <u>网下中签率为网上中签率的 2 至 4 倍时，发行人和承销商应将本次发售股份中的 10% 从网下向网上回拨；4 倍以上的应将本次发售股份中的 20% 从网下向网上回拨。</u>	网上投资者申购数量不足网上初始发行量的，可回拨给网下投资者。 <u>网上投资者有效申购倍数超过 50 倍、低于 100 倍（含）的，应当从网下向网上回拨，回拨比例为本次公开发行股票数量的 20%；网上投资者有效申购倍数超过 100 倍的，回拨比例为本次公开发行股票数量的 40%。</u>	
网下引入自主配售机制	无自主配售机制	首次公开发行股票时，发行人和主承销商 <u>可以自主协商确定</u> 参与网下询价投资者的条件、有效报价条件、配售原则和配售方式，并按照事先确定的配售原则在有效申购的网下投资者中选择配售股票的对象。	主承销商享有部分的自主配售权，预见未来大投行的客户优势、承销优势将会愈发明显。
网下引入市值配售机制	无市值配售机制	首次公开发行股票， <u>持有一定数量非限售股份的投资者才能参与网上申购</u> 。网上配售应当综合考虑投资者持有非限售股份的市值和申购资金量。采用其他方式进行网上申购和配售的，应当符合中国证监会的有关规定。	鼓励二级市场投资者长期持有股票，对专门打新账户做出限制，减少新股申购对二级市场的冲击。

资料来源：《上海市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》、《深圳市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》，国信证券经济研究所整理

交易规则：首日涨跌幅限制更为严格

IPO 新规对新股上市首日的涨跌幅做出了更为严格的限制。其中开盘集合竞价不得高于发行价的 120%，而盘中成交价在偏离发行价 10% 和 20% 时均会触发临时停牌机制。过去新股上市首日被爆炒的现象将得到明显遏制。

表 5: 首日上市交易规则

首日上市交易规则	上交所	深交所
开盘集合竞价	不高于发行价格 120% 不低于发行价格 80%	不高于发行价格 120% 不低于发行价格 80%

连续竞价	不高于发行价格 144%	无
	不低于发行价格 64%	
特殊报价规则	14: 55—15:00 收盘集合竞价	14: 57—15:00 收盘集合竞价
	不高于当日开盘价的 120%且不低于当日开盘价的 80%	
临时停盘	盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌 10%以上（含）	盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌 10%以上（含）
	停 30 分钟且仅停一次	停盘一个小时
	盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌 20%以上（含）	盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌 20%以上（含）
	停盘持续到 14:55	停盘持续到 14:57

资料来源：《上海市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》、《深圳市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》，国信证券经济研究所整理

IPO 新规限制发行价格，建议投资者积极关注新股投资

本次 IPO 新规在发行定价、配售打新和首日交易等环节均有较大变化，整体上机制上更为市场化，但针对发行价过高问题进行了较多限制，我们认为本次新股发行改革是有利于降低新股发行成本，提高上市后二级市场收益率，因此建议投资者积极参与打新。

从历年网上打新中签和收益率情况来看，主要有以下几个特征：

- 1) 上市首日收益明显，但涨幅呈现逐渐下降的趋势。
- 2) 中签率水平较低，但平均中签率呈现逐年上升的态势。
- 3) 历史上上市收入涨幅均值与平均中签率的乘积在 0.34%-1.07%之间。而如果将各公司上市首日涨幅与中签率的乘积取平均值作为打新预期收益率，如果上市首日卖出的话，历年打新预期收益率一般在 0.18%-0.39%的区间内。

表 6: 2006-2012 年新股涨跌幅、中签率和平均收益率

	上市首日 涨跌幅	平均中签率	平均收益率（上市首日平均 涨幅*平均中签率）	预期收益率（各公司上市首日 涨幅*中签率后取平均）
2006	84%	0.65%	0.55%	0.20%
2007	193%	0.55%	1.07%	0.39%
2008	115%	0.41%	0.47%	0.31%
2009	74%	0.66%	0.49%	0.18%
2010	42%	1.02%	0.43%	0.26%
2011	21%	2.17%	0.46%	0.18%
2012	27%	1.25%	0.34%	0.20%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

由于新规增强了上市首日停牌机制等措施，未来新股首日涨幅可能将有所下降，但个别受市场追捧的新股可能在随后的交易日继续上涨。而市值配售引入后，大量持仓不足 1 万元的散户将不能参与打新，持仓较少的投资者打新也将受到限制，我们判断未来网上中签率会有所上行。因此如果在上市首日卖出的话，我们预测 2014 年新股平均预期收益率在 0.19%到 0.29%左右。但由于新规下上市首日具有 44%的涨幅限制，因此不排除之后继续上涨的可能，因此实际平均预期收益可能在 0.20%-0.40%左右。

表 7：打新预期收益率对新股中签率和首日涨幅敏感性分析

中签率/ 新股首日涨幅	0.80%	1.20%	1.60%	2.00%	2.40%	2.80%	3.20%
5%	0.12%	0.12%	0.13%	0.13%	0.14%	0.14%	0.15%
10%	0.13%	0.14%	0.15%	0.16%	0.17%	0.18%	0.19%
15%	0.14%	0.15%	0.17%	0.19%	0.20%	0.22%	0.23%
20%	0.15%	0.17%	0.19%	0.21%	0.23%	0.25%	0.27%
25%	0.16%	0.19%	0.21%	0.24%	0.26%	0.29%	0.31%
30%	0.17%	0.20%	0.23%	0.26%	0.29%	0.32%	0.35%
35%	0.18%	0.22%	0.25%	0.29%	0.32%	0.36%	0.40%
40%	0.19%	0.23%	0.27%	0.31%	0.35%	0.40%	0.44%
44%	0.20%	0.24%	0.29%	0.33%	0.38%	0.42%	0.47%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

新股申购流程

IPO 新规下网上打新流程

在目前 IPO 新规下，网上的打新流程如下表所示。其中需要投资者关注的主要是 T-2 日（网上申购日前两天）的根据持仓市值确定可申购额度和 T 日（网上申购日）的申购及缴款。其他流程如冻结资金、验资、配号、摇号等环节不需要投资者参加，投资者只需要在 T+3 日查询中签结果即可。下文主要对可申购额度核算和申购缴款环节进行重点介绍。

表 8：IPO 新规下网上打新流程

时间	事件	
T-2 日	核算市值， 确定可申购额度	中国结算深圳分公司计算该日所有深圳市场证券账户的非限售 A 股股份市值及可申购额度。
T-1 日	发送可申购额度	中国结算深圳分公司将可申购额度向各证券公司发送。
T 日（网上 申购日）	申购，缴款	投资者根据其持有的市值数据，在申购时间内通过与深交所联网的各证券公司进行申购委托，并根据发行人发行公告规定的发行价格以及申购数量足额缴纳申购款。T 日申购前必须存入足额的申购资金。
T+1 日	冻结资金	中国结算深圳分公司对申购资金进行冻结处理。
T+1 日	验资	发行人及其主承销商会同中国结算深圳分公司和具有执行证券、期货相

16:00		关业务资格的会计师事务所进行验资。
T+1 日 验资后	配号	中国结算深圳分公司根据实际到账的新股申购资金确认有效申购总量，按每申购单位配一个号，对所有有效申购按时间先后顺序连续配号，直到最后一笔有效申购。
T+2 日	摇号	在公证部门的监督下，由主承销商主持摇号抽签，确认摇号中签结果。
	发送中签数据	中国结算深圳分公司根据中签结果进行新股认购中签清算，并于当日收市后向各参与申购的结算参与人发送中签数据。
T+3 日	公布摇号结果	在指定媒体上公布中签结果。
	解冻并结算	中国结算深圳分公司对新股申购资金进行解冻处理，并从结算参与人的资金交收账户上扣收新股认购款项。
	股份登记	网上发行结束后，中国结算深圳分公司完成网上发行新股股东的股份登记。

资料来源：《上海市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》、《深圳市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》，国信证券经济研究所整理

网上申购流程举例

假设甲公司和乙公司定于 T 日分别在上交所和深交所进行网上申购，两家公司都是按照申购上限进行。网上发行量分别为 5000 万股和 3000 万股，发行价格都为 10 元。根据最高不得超过当次网上初始发行股数的千分之一的规定，主承销商规定的申购上限分别为 5 万股和 3 万股。

● 计算持股市值和可申购额度

由于申购上限分别为 5 万股和 3 万股，因此甲乙两个公司各需要 50 和 60 个申购单位。对应 T-2 日收市后需要的持仓市值分别为 50 万沪市和 30 万深市市值。

● 发行申购

如果按上限申购，T 日，投资者向资金账户内足额存入了 1 亿元，然后在交易时间内向交易所申购甲公司 5 万股和乙公司 3 万股。

● 配号

T+1 日，中国结算对申购资金进行冻结和验资，根据实际到账的申购资金确认有效申购总量，按每申购单位配一个号，对所有有效申购按时间顺序连续配号。之后由主承销商根据申购总量决定是否需要摇号抽签并于 T+3 日公布抽签结果。

表 9: 市值配售计算方式和申购注意事项

网上新股申购规则	上交所	深交所
申购市值起点	1 万元	1 万元
市值标准	T-2 日	T-2 日
额度计算	每 10000 元沪市市值可申购一个申购单位	每 5000 元深市市值可申购一个申购单位
申购单位	1000 股	500 股
申购上限	证券账户市值千分之一与发行额的千分之一且不超过 9999.9 万股	证券账户市值千分之一与发行额的千分之一且不超过 9999.95 万股
申购时间	T 日 9:30-11:30 T 日 13:00-15:00	T 日 9:30-11:30 T 日 13:00-15:00
注意事项	<p>办法规范的“市值”是指投资者持有的“非限售 A 股股份市值”，因此，投资者持有的 ETF、封闭式基金、B 股股份、债券以及将来持有的优先股的市值，不计入该投资者用于申购新股的持有市值中。</p> <p>投资者沪、深两个市场的市值不合并计算，单个市场市值只能用于本市场新股申购的可申购额度计算。</p> <p>投资者持有的市值以投资者为单位进行计算。</p> <p>➢ 投资者持有多个证券账户的，多个证券账户的市值合并计算。确认多个证券账户为同一投资者持有的原则为证券账户注册资料中的“账户持有人名称”、“有效身份证明文件号码”均相同。</p>	

- 融资融券客户信用证券账户的市值合并计算到该投资者持有的市值中，证券公司转融通担保证券明细账户的市值合并计算到该证券公司持有的市值中。
- 证券公司客户定向资产管理专用账户以及企业年金账户，证券账户注册资料中“账户持有人名称”相同且“有效身份证明文件号码”相同的，按证券账户单独计算市值并参与申购。
- 投资者参与网上公开发行股票申购，只能使用一个证券账户。每只新股发行，每一证券账户只能申购一次。

对每只新股发行，凡参与网下发行报价或申购的投资者，不得再参与网上新股申购。

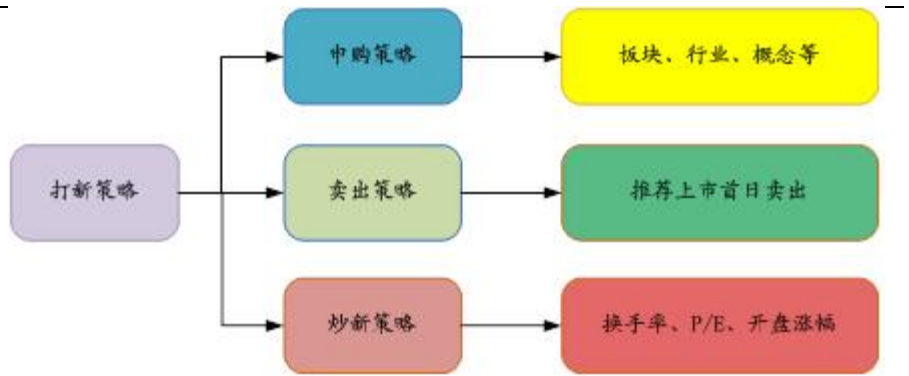
T日有多只新股发行的，同一投资者参与当日每只新股网上申购的可申购额度均按其T-2日日终持有的市值确定。

资料来源：《上海市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》、《深圳市场首次公开发行股票网上按市值申购实施办法》，国信证券经济研究所整理

新股申购策略研究

打新股的投资策略包括申购策略、卖出策略和炒新策略三部分。总体来说，从2006年的牛市走到今天，新股首日发行溢价不断走高，上市当天破发的案例时有发生。这说明“打新股”策略投资已经不再稳赚不赔，投资者在新的一轮IPO开闸后进行“打新股”投资应该充分注意到这一点并进行相应的“精耕细作”。

图 3：打新股投资策略



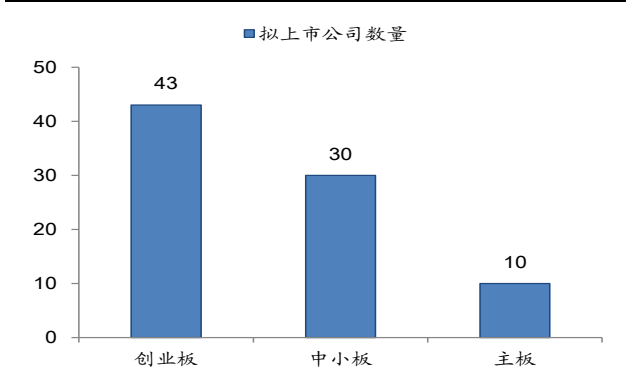
资料来源：wind 资讯，国信证券经济研究所整理

网下申购重点关注板块、行业平均市盈率

本次新股发行政策改革后明确了网下申购 40%以上向公募和社保优先配售，因此我们建议公募基金重点关注网下申购途径打新股，这样申购中签率会更高，超额收益也会更明显。

首先网下申购要充分注意到创业板是新股发行的主流。主板新股发行数量相对稳定，近三年市场发行提速主要是通过中小板和创业板实现。其中 2011 年创业板发行的新股占 45.45%，2012 年创业板的比率再度上升，占 47.74%，中小板占比 35.48%。

图 4: 83 家已过会的拟上市公司板块分布



资料来源: wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 5: 2006-2012 新股发行板块比较

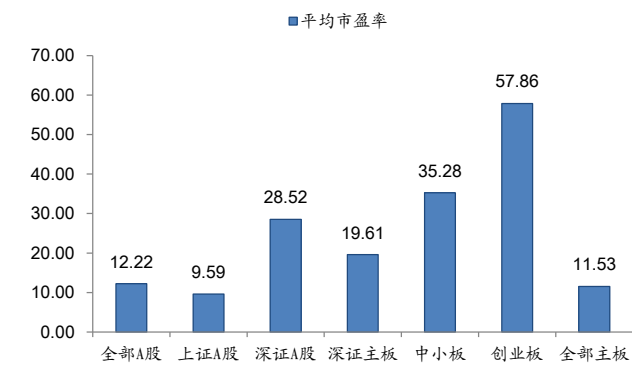
年份	主板	中小板	创业板
2006	14	52	0
2007	26	102	0
2008	6	71	0
2009	10	54	36
2010	28	205	118
2011	39	118	130
2012	25	55	74

资料来源: wind 资讯、国信证券经济研究所整理

其次, 申购策略要求投资者在新股询价过程中要关注所在板块市盈率和行业市盈率溢价, 申购新股报价不宜超出行业平均市盈率的 30%, 以防二级市场表现不佳与破发等。下图中我们给出 2013 年 wind 二级子行业及各个板块的(整体法)平均市盈率做询价参考。

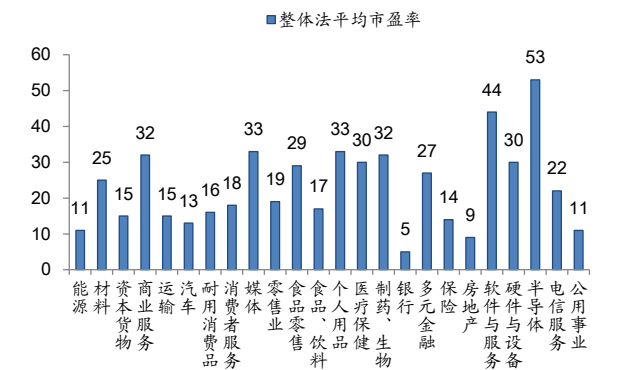
此外, 投资者可以更多的关注被机构客户高度认可的企业与适度博弈题材股。新股上市, 往往受到当前市场热点、国家政策导向等概念或者题材驱动, 首日表现往往容易超市场预期。

图 6: 2013 年 A 股各板块平均市盈率



资料来源: wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 7: 2013 年 wind 二级子行业平均市盈率



资料来源: wind 资讯、国信证券经济研究所整理

通过股指期货对冲持仓市值的方法去打新

由于中国证监会发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中提出了市值配售的规定, 且本次新股深市发行的股票数量多与沪市, 为了最大化打新的资金效率, 我们建议低风险的打新投资者可以按照 3:7 的比例在沪深两市构建一个股票篮子, 并通过股指期货对冲持仓, 从而既满足打新对于持仓市值的条件, 又不对市场暴露过多风险。

在组合的构建方面, 我们对国信金工-量化模型 1 号进行了改造, 具体方法是:

- 对于除银行与非银行金融的其他行业, 将原来配置与沪市的股票全部用同行业的深市股票进行替代。
- 对于银行, 我们在沪市中保留 4-5 家; 对于非银行金融, 在沪市中保留 1-2 家。
- 由于采用同行业替代的方式, 因此调整后的组合依然保持行业中性。

对调整后的组合进行回溯测试，2013 年组合的收益率与沪深 300 收益率的相关系数达 0.975，组合对沪深 300 的日跟踪误差为 0.35%，年化跟踪误差 5.43%，最大回撤 2.14%。组合与沪深 300 基准的净值曲线图如下：

图 8: 组合净值与 300 指数变化



资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

值得一提的是，尽管构建持仓的本意仅是为了满足市值配售的要求，但是如果组合本身能获得 alpha 收益，那无疑有锦上添花的效果。利用国信金工-量化模型 1 号改造后组合在 2013 年的超额收益达 9.52%。当前，最近一期的成分股及权重如下表所示：

表 10: 最近一期组合成分股与权重

ticker	名称	交易所	权重
600016	民生银行	SH	0.079459
601318	中国平安	SH	0.057714
600036	招商银行	SH	0.034347
600000	浦发银行	SH	0.033867
000625	长安汽车	SZ	0.013639
000651	格力电器	SZ	0.012716
002353	杰瑞股份	SZ	0.012075
000001	平安银行	SZ	0.011181
000538	云南白药	SZ	0.010536
002146	荣盛发展	SZ	0.010067
...
000989	九芝堂	SZ	0.002372
002022	科华生物	SZ	0.002372

资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

建议关注相关公募产品

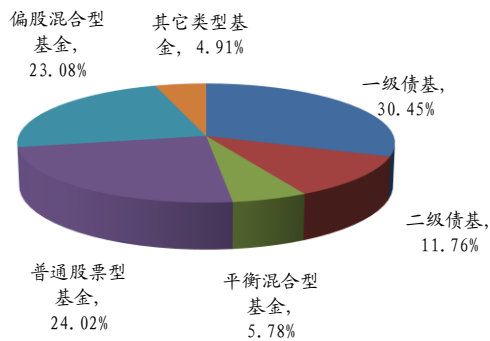
由于本次新股发行网下申购 40%以上向公募和社保优先配售，我们建议重点关注相关公募基金发行的产品。

从基金契约投资范围来看，可以参与“打新”的公募基金有：股票基金、一级

债基和二级债基。影响公募基金打新绩效的主要因素包括投资比例和买卖策略。以上三种基金在新股持仓比例上各有不同的规定，可以供不同风险偏好的投资者选择。

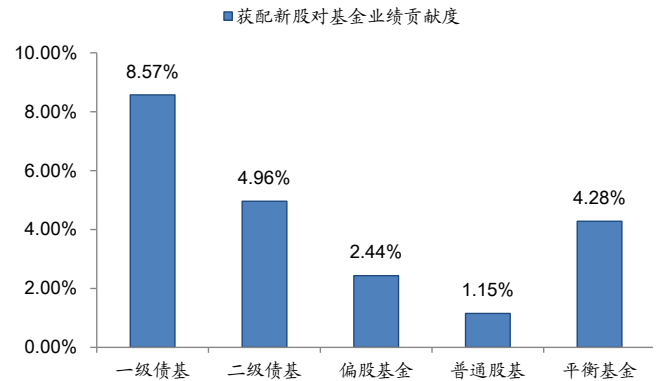
我们把所有在发公募基金所获配新股总量加以统计，如下图 4 所示，一级、二级债基和普通、偏股型股票基金占公募获配新股比例最高。

图 9：不同类型基金获配新股占比



资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

图 10：获配新股对基金业绩平均贡献度



资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

通过对在发基金产品业绩进行归因分析，我们得到获配新股对基金业绩平均贡献度，如图 10 所示，专打新股的一级债基通过获配新股得到业绩提升最明显，二级债基其次，股票和偏股基金虽然获配新股规模较大，但是业绩贡献度有限。平衡基金介于股基和债基之间，贡献度也居中。

● 一级债基

以往，这类产品是投资者关注“打新”的重点产品，其新股仓位上限可达 20%。但是 2012 年下发的《关于首次公开发行股票询价对象及配售对象备案工作有关事项的通知》中，暂停了一级债基参与网下申购的资格。

● 二级债基

当前，二级债基可以参与打新和二级市场交易。从历史情况来看，打新对二级债基的业绩贡献度达 4.96%，在当前债市走熊的背景下，预计其打新意愿较强。

● 股票基金

新股历来都是股票、偏股及混合型产品重要配置的资产，但是尚没有基金公司发行过一支专注于打新的股票型基金产品。国泰淘新灵活配置混合型证券投资基金是目前唯一通过审批的专注打新股股票型基金产品，将专注于打新明年 IPO 重启的新股。

我们重点推荐保险等机构客户关注公募发行的可以参与打新的债券基金产品。原因是公募可以方便地利用自己在政策上的比较优势申购新股，此外债基的风险收益特征也更符合保险公司的需求。

新股卖出策略研究

新股的择时卖出对于锁定收益起到了至关重要的作用。新股发行后数日内股价普遍会有一定程度的回撤，我们纵向比较了历年以来这一回撤变化。如下表所示，新股发行制度市场化改革的第一年 2006，平均新股发行首日涨幅为 84%，牛市中的 2007 这一数据更是高达 193%，在随后的几年中这一比例逐步降到

了 27%。

表 11: 新股发行半年内涨幅变化

年份	首日	5 日	10 日	20 日	6 个月
2006 年	84%	82%	82%	86%	171%
2007 年	193%	185%	187%	185%	155%
2008 年	115%	96%	88%	68%	26%
2009 年	74%	66%	69%	76%	66%
2010 年	42%	37%	35%	33%	24%
2011 年	21%	17%	17%	16%	-4%
2012 年	27%	22%	21%	19%	14%

资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

上市公司发行首日破发比例从 07、08 年 0%的比例提升到了 2012 年的 26%。这一数据说明打新股的风险不断加大，收益不断降低。

表 12: 新股发行半年内正收益占比

年份	首日	5 日	10 日	20 日	6 个月
2006 年	98%	98%	98%	100%	100%
2007 年	100%	100%	100%	100%	96%
2008 年	100%	97%	95%	91%	60%
2009 年	100%	100%	100%	99%	83%
2010 年	93%	86%	83%	83%	65%
2011 年	73%	70%	65%	61%	34%
2012 年	74%	71%	65%	65%	51%

资料来源：wind 资讯、国信证券经济研究所整理

横向考察每年新股发行后半年内走势，其收益率都在随时间变化而不断降低。其中新股发行后一个月内收益率在下降但不明显，3-6 个月的收益率出现明显的回调。2014 年年初将会有一批上市公司集中上市，市场上本着“打新”投资策略的投资者可以在次序靠后的新股发行前抛售手中已经获得的新股，这样不仅可以将利润落袋为安，也可以留出资金继续打新。由于这一卖出行为可能会对新股价格造成较大的下行压力，因此建议“打新”的资金尽快抛售手中的新股，理想条件下最好在上市首日内抛出。

同时，由于历来新股首日交易都是监察机构重点监管对象，上交所规定：“(新股)较开盘价首次上涨或下跌达 10%，临停 30 分钟；较开盘价上涨或下跌 20%，以及换手率（成交量除以当日实际上市流通量）达到 80%的，直接临停至收市前 5 分钟（14 时 55 分）。”此外，交易所还保留对恶炒新股交易者暂停交易的权利，投资者要注意应对这些风险。

炒新股策略研究

新规对于新股发行人数量限制较强，明确“发行规模小于 4 亿的新股，提供有效报价的投资者应不少于 10 家，但不得多于 20 家”。这一规定有可能导致部分公募基金以及私募等投资者申购到的新股数量不足，进而导致二级市场上对新股产生较为强烈的需求，造成一波“炒新股”的行情。

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强烈。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可能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。由于 2012 年 4 月证监会推出网下申购新股无禁售期的政策，该政策对新股上市后的二级

市场供求产生了重要影响并影响至今，因此我们对 2012 年 5 月到 7 月之间，根据上市规模、市盈率、首日换手率和开盘涨跌幅四个指标将新股进行分类，考察了新股上市 10 日内的表现如下：

表 13：2012 年 5 月到 7 月间上市新股 10 日内累计收益变化

指标	规格	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9
规模	大（174-32）	-0.79%	-1.12%	-1.02%	-0.24%	0.18%	-0.83%	-1.92%	-2.63%	-2.84%
	中（32-17）	-0.46%	-0.63%	-3.51%	-2.86%	-3.07%	-3.44%	-4.87%	-3.74%	-3.06%
	小（8-17）	3.94%	3.13%	1.38%	1.67%	3.09%	2.24%	2.03%	3.99%	3.76%
首日换手率	高（63%-86%）	-1.23%	-0.40%	-3.13%	-2.00%	-2.52%	-4.40%	-5.03%	-4.21%	-4.43%
	中（46%-62%）	2.05%	-0.22%	-0.73%	-0.14%	1.32%	1.02%	-0.72%	-0.11%	-0.72%
	低（22%-41%）	2.44%	2.06%	0.91%	0.90%	1.72%	1.66%	1.29%	2.20%	3.18%
开盘涨跌幅	高（20%-123%）	-2.16%	-3.11%	-3.85%	-2.77%	-2.95%	-4.02%	-5.28%	-4.74%	-4.03%
	中（0%-20%）	2.65%	2.47%	0.00%	0.64%	1.75%	0.65%	-0.47%	0.42%	-1.12%
	低（-10%-0%）	2.50%	2.32%	0.96%	0.96%	1.75%	1.63%	1.30%	2.24%	3.15%
发行市盈率	高（36-51）	-0.05%	0.14%	-1.26%	-0.06%	-0.17%	-2.07%	-2.84%	-1.72%	-2.02%
	中（26-36）	2.33%	0.04%	-0.83%	-1.26%	-0.91%	-1.34%	-2.54%	-2.53%	-3.09%
	低（12-26）	1.39%	1.24%	-0.87%	0.01%	1.44%	1.53%	0.78%	1.96%	2.97%

资料来源：wind 资讯，国信证券经济研究所整理

从数据中来看，2012 年新股发行首日低换手率的股票容易在日后走强，伴随第二天（T+1 日）及以后的稳定正收益；开盘涨幅表现平平的股票在 T+1 日及以后拥有较好的上升空间；新股发行日后收益与发行 P/E 成反比，PE 最低的股票增长空间最明显；同时规模较小的新股表现出了较好的收益。

我们认为新配售制度对公募基金的政策倾斜造成部分投资机构的新股需求无法得到满足，进而带来二级市场“炒新股”的行情。所以我们对配售得到的新股不足投资机构给出的投资策略是在新股上市首日有选择性地买入新股。选择标准包括在首日盘尾有选择地购入开盘涨幅居中，首日换手率较低，P/E 相对于行业平均水平较低与上市规模偏小盘的股票，这样的股票往往会有 T+1 日到 T+10 日内的良好的表现。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 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 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

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇 彬	021-6093 3155	闫 莉	010-88005316
钟正生		马 韬	021-60933157		
林 虎		孔令超	021-60933159		
固定收益		交通运输		机械	
董德志	021-60933158	郑 武	0755-82130422	郑 武	0755-82130422
赵 婧	021-60875174	岳 鑫	0755-82130432	朱海涛	
刘 鹏		糜怀清	021-60933167	陈 玲	021-60875162
魏玉敏				杨 森	0755-82133343
钢铁及新材料		房地产		医药	
郑 东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				丁 丹	0755-82139908
				杜佐远	0755-82130473
				胡博新	0755-82133263
电子		计算机		传媒	
刘 翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈 平	021-60933151			刘 明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		银行	
朱 元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王 婧	
		徐 强			
轻工		建筑工程		家电	
邵 达	0755-82130706	邱 波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘 萍	0755-82130678	曾 婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程 成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张 弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙 飞	0755-82133920	曾 光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟 潇	0755-82132098	赵 钦	021-60933163
汽车及零部件		金融工程		基金评价与研究	
黄 冲	010-88005315	林晓明	021-60875168	钱 晶	021-60875163
		陈志岗	0755-82136165	潘小果	0755-82130843
		吴子昱	0755-22940607		
		周 琦	0755-82133568		
军工		建材			
郑 武	0755-82130422	黄道立	0755-82130685		
朱海涛		刘 宏	0755-22940109		

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 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
甄艺	010-66020272 18611847166		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617							
陈孜譞	18901140709							