

次新股

2016-12-10

金融工程 | 专题报告

次新股：买点选择与因子构建

报告要点

■ 新股发行提速，次新热度上升

新股政策历经诸多变化，IPO 折价限制后，打新收益逐年提高，新股的稀缺性将会进一步体现在次新股之上，新股提速的背景下，次新股的数量逐步增多，成为可供持续炒作的主题热点。

■ 次新股抑价明显，2013 年后始成市场热点

次新股作为刚上市不久的股票，制度红利明显，同时质地优良，具有较强的资本扩张潜力，筹码分散，没有股东解禁压力，成长预期较好，易于被市场炒作。从次新股全指表现来看，基本在 2013 年之后相对指数会有比较好的表现，进一步验证了关于市盈率限制对于次新股的影响。

■ 资金炒作明显，技术择时甄别入场机会

次新股个股的资金流进流出造成了个股的波动，一般是 N 字型走势，可通过均线金叉、换手率跌破阈值甄别技术型买点；次新股资金的集体炒作引起了整个次新股的涨跌，在次新股联动性较强的背景下，可通过次新股全指的均线择时鉴别入场机会。

■ 典型事件型策略，规模因子表现显著

次新股作为一个事件型策略，剥离时间因素单独来统计各项指标会有失偏颇，在分析 17 个一二级市场因子的逻辑性之后，对不同因子的表现进行排序。相对而言比较有效的因子有（按强弱排序）流通市值、相对行业市值、实际募集资金比例、20 日涨跌幅、流动性、净利润增速以及发行相对行业 PE。

■ 不同方式组合构建，流通市值定期调仓表现优异

遍历多种因子和择时方式的组合效果发现，因子中流通市值（相对行业市值）表现最为明显，个股择时中换手率突破和金叉买入是不错的选择方式。次新股最有效的组合为流通市值定期调仓，或者通过指数择时的方式，选择比较好的入场出场时机。

分析师 覃川桃

☎ 021-68751782

✉ qinct@cjsc.com

执业证书编号：S0490513030001

联系人 刘胜利

☎ (8621)68751787

✉ liusl4@cjsc.com.cn

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

相关研究

《关系图谱分析与网络中心度选股策略》
2016-12-6

《事件驱动系列报告六——基于 Probit 模型的高送转预测》2016-12-2

《多因子模型系列报告之三——利用纯因子组合进行因子投资》2016-10-26

风险提示：

1. 次新股波动较大，高收益高风险；
2. 新股政策变化可能会导致策略完全失效；
3. 历史业绩回测不代表未来收益。

目录

一、 概述	4
1、新股政策	4
2、次新股描述	5
二、 次新股原理	9
1、次新股逻辑	9
2、次新股个股特征	9
3、次新股全指特征	10
4、次新股投资概述	12
三、 择时判断	13
1、个股择时	13
2、次新股指数择时	16
四、 选股因子	18
1、因子指标	18
2、因子表现	20
五、 组合构建	30
1、个股择时与组合构建	30
2、定期调仓组合构建	38
3、指数择时与组合构建	39
六、 总结	41

图表目录

图 1：历年打新平均收益率和平均中签率	4
图 2：新股数量统计	6
图 3：次新股数量统计	7
图 4：深次新股指数表现	8
图 5：次新股走势案例	10
图 6：次新股全指数流通市值加权	11
图 7：次新股全指数等权	11
图 8：次新股不同买点累积收益（2007 年后次新股）	14
图 9：次新股不同买点超额收益（2007 年后次新股）	14
图 10：次新股不同买点累积收益（2014 年后次新股）	15
图 11：次新股不同买点超额收益（2014 年后次新股）	15
图 12：次新股全指等权择时表现	16
图 13：次新股全指等权改进择时表现	17
图 14：发行 PE 排序	20

图 15: 发行相对 PE 排序	21
图 16: 实际募集资金比例排序	21
图 17: 网下申购倍数/中签率排序	22
图 18: 上市天数排序	22
图 19: 上市以来涨跌幅排序	23
图 20: 开板以来涨跌幅排序	23
图 21: 开板以来平均换手率排序	24
图 22: pe 排序	24
图 23: 流通市值排序	25
图 24: 净利润增速排序	25
图 25: 行业 pe 排序	26
图 26: 相对 pe 排序	26
图 27: 相对市值排序	27
图 28: 20 日涨跌幅排序	27
图 29: 20 日换手率排序	28
图 30: 20 日流动性排序	28
图 31: 流通市值非定期调仓 (剔除大市值股票)	31
图 32: 流通市值非定期调仓 (剔除小市值股票)	31
图 33: 相对行业市值非定期调仓 (剔除相对行业市值较小股票)	32
图 34: 相对行业市值非定期调仓 (剔除相对行业市值较大股票)	32
图 35: 实际募集资金比例非定期调仓 (剔除比例较大股票)	33
图 36: 实际募集资金比例非定期调仓 (剔除比例较小股票)	33
图 37: 反转效应非定期调仓 (剔除前期涨幅较大股票)	34
图 38: 动量效应非定期调仓 (剔除前期涨幅较小股票)	34
图 39: 流动性非定期调仓 (剔除流动性较大股票)	35
图 40: 流动性非定期调仓 (剔除流动性较小股票)	35
图 41: 净利润增速非定期调仓 (剔除净利润增速较大股票)	36
图 42: 净利润增速非定期调仓 (剔除净利润增速较小股票)	36
图 43: 发行相对 pe 非定期调仓 (剔除发行相对 pe 较大股票)	37
图 44: 发行相对 pe 非定期调仓 (剔除发行相对 pe 较小股票)	37
图 45: 发行相对 pe 非定期调仓 (剔除发行相对 pe 较小股票)	38
图 46: 流通市值非定期调仓 (次新股全指择时、不平仓) 效果	39
图 47: 流通市值非定期调仓 (次新股全指择时、平仓) 效果	40
表 1: 新股申购规则比较	5
表 2: 历次 IPO 暂停对应时间点与相关背景	6
表 3: 当前次新股指数比较	7
表 4: 新股开板日到上市一年高低点统计	10
表 5: 次新股全指择时指标统计	17
表 6: 流通市值非定期调仓分年表现	38
表 7: 流通市值定期调仓分年表现	39
表 8: 流通市值非定期调仓 (次新股全指择时) 分年表现	40

一、概述

次新股作为刚上市不久的股票，一般成长预期较好，投资价值高。究其原因，在于次新股延续了新股的稀缺性，能够吸引增量资金入场。

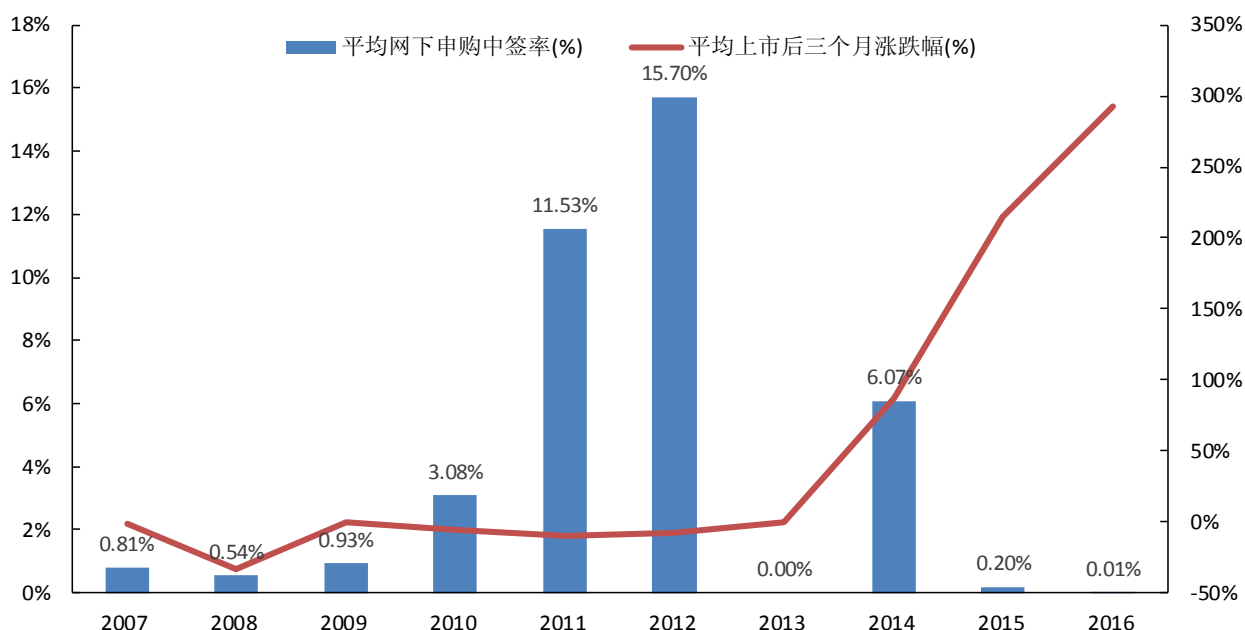
自交易所成立以来，新股政策历经诸多变化，新股上市不断提速，次新股慢慢成为市场热点。

1、新股政策

2004 年，《证券发行上市保荐制度暂行办法》、《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》的相继发行，确定了 IPO 试行询价制度的建立，自此开始了一波股票上市潮。

随着一级市场的蓬勃发展，“打新股”成了大家争相追逐的对象。自 2007 年以来，新股收益不断提高，以上市后三个月涨幅为基准，测算每年打新的平均收益率。从分布来看，2012 年之后打新收益不断提高，但中签率逐年降低（2013 年 IPO 暂停）。

图 1：历年打新平均收益率和平均中签率



资料来源：天软，wind，长江证券研究所

新股的收益主要来自于 IPO 折价，自 2012 年 5 月以来，发行价市盈率超过行业平均市盈率需在招股说明书中补充说明，同时还有 25% 的红线限制。新股发行机制引起估值相对偏低，人为限制了新股的价格，造成股票在一二级市场中的折价。

随后的 2014 年新股第四次改革，规范了大股东及发行人的行为，需披露稳定股价方案，遏制了上市公司和发行人抬高发行价的现象，在一定程度上提高了股票的稳定性，使得次新股风险有所降低。

表 1：新股申购规则比较

	时间	文件	主要变革
旧规定	2010 年 10 月	《关于深化新股发行体制改革的指导意见》	1、进一步完善报价申购和配售约束机制。 2、扩大询价对象范围，充实网下机构投资者。 3、增强定价信息透明度。
	2012 年 5 月	《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》、《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》	1、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少于 20 家；公开发行股票数量在 4 亿股以上，询价对象不少于 50 家。 2、向网下投资者配售股份的比例原则上不低于本次公开发行与转让股份的 50%。 3、预估的发行定价市盈率高于同行业上市公司平均市盈率的，发行人需在招股说明书及发行公告中补充说明相关风险因素；25%红线。
新规定	2013 年 6 月	《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）》	1、提供有效报价的机构投资者和个人投资者，公开发行股票数量在 4 亿股以下的，分别不少于 20 人；公开发行股票数量在 4 亿股以上的，应分别不少于 50 人。 2、取消 25%红线，大股东减持限制。 3、披露稳定公司股价预案，大股东减持意向。 4、网下配售比例不低 60%，超过 4 亿元不低 70%。 5、发行人上市当年营业利润比上年下滑 50%以上或上市当年即亏损的，证监会将暂不受理相关保荐机构推荐的发行申请，并移交稽查部门立案稽查。
	2013 年 11 月	《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》	1、发行人、保荐机构、会计师事务所等相关机构应在上市文件中公开承诺，因虚假记载、误导性陈述或重大遗漏给投资者造成损失的，将依法赔偿投资者损失。 2、4 亿股以下的，有效报价投资者不少于 10 家，不多于 20 家；4 亿股以上，不少于 20 家，不多于 40 家。网下筹资总额超过 200 亿，不得多于 60 家。

资料来源：证监会，长江证券研究所，

截至 2016 年 11 月 25 日，第九次 IPO 重启后共有 211 家企业上市发行，其中 2016 年上半年共 61 家，下半年仅 6 到 11 月即有 120 家企业上市，全年总募集资金 1454 亿元，且处于逐步加快的进程中。目前证监会已受理企业 760 家，已过会（IPO 审核通过）但尚未上市发行的公司有 51 家，总预计募集资金 319 亿元，仍有七百余家公司处于排队状态。证监会本月已 3 次发布 IPO 审核结果，审核速度从原来的两周一批提升至一周一批，新股发行速度将逐步加快。

而新股的稀缺性将会进一步体现在次新股之上，新股提速的背景下，次新股的数量也会逐步增多。

2、次新股描述

（1）次新股定义与数量分布

通常来说，次新股是指上市较短一段时间的个股，介于新股和老股之间的中间状态。比较常见的定义是上市一个月但不足一年，或者开板之后但上市未滿一年的股票。少数研究定义的时间更为宽泛，上市不到三年的股票都称为次新股。

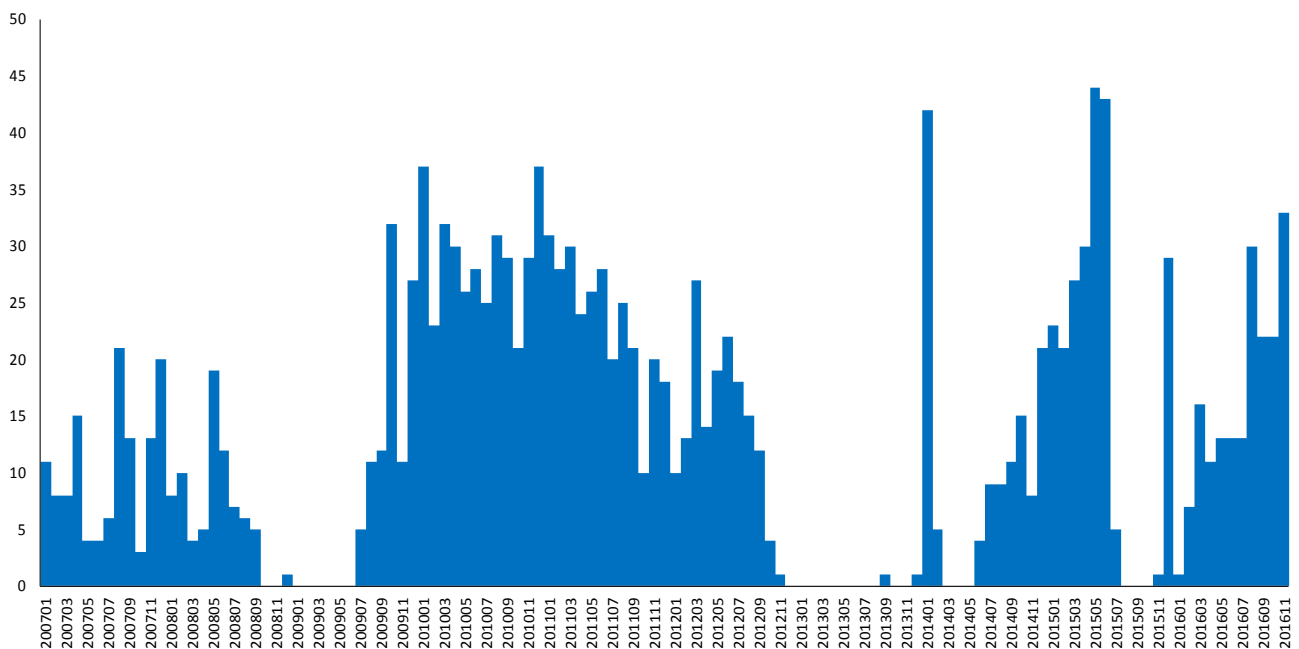
次新股的数目和 IPO 的暂停重启有很大关联，历史上共有九次 IPO 暂停，在此期间无新股产生，因而造成其后一段时间次新股的数量较少甚至为零。

表 2：历次 IPO 暂停对应时间点与相关背景

IPO 暂停	暂停时间	重启时间	时间长度	相关背景与后续政策
第1次	1994-07-21	1994-12-07	139	暂停新股发行，控制配股规模，扩大入市资金范围
第2次	1995-01-19	1995-06-09	141	国债期货3·27事件
第3次	1995-07-05	1996-01-03	182	与上次暂停相隔仅一个月，延续提振市场信心这一主旨
第4次	2001-07-31	2001-11-02	94	《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》，暂停执行国有股减持政策
第5次	2004-08-26	2005-01-23	150	《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》
第6次	2005-05-25	2006-06-02	373	《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，推行股权分置改革
第7次	2008-12-06	2009-06-29	205	全球金融危机；《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》
第8次	2012-11-03	2014-01-17	440	IPO 公司财务报告专项检查与自查
第9次	2015-07-04	2015-11-06	125	简化发行审核条件、强化中介机构责任，取消新股申购预先缴款，改为定配售数量后再缴款

资料来源：公开资料，长江证券研究所，

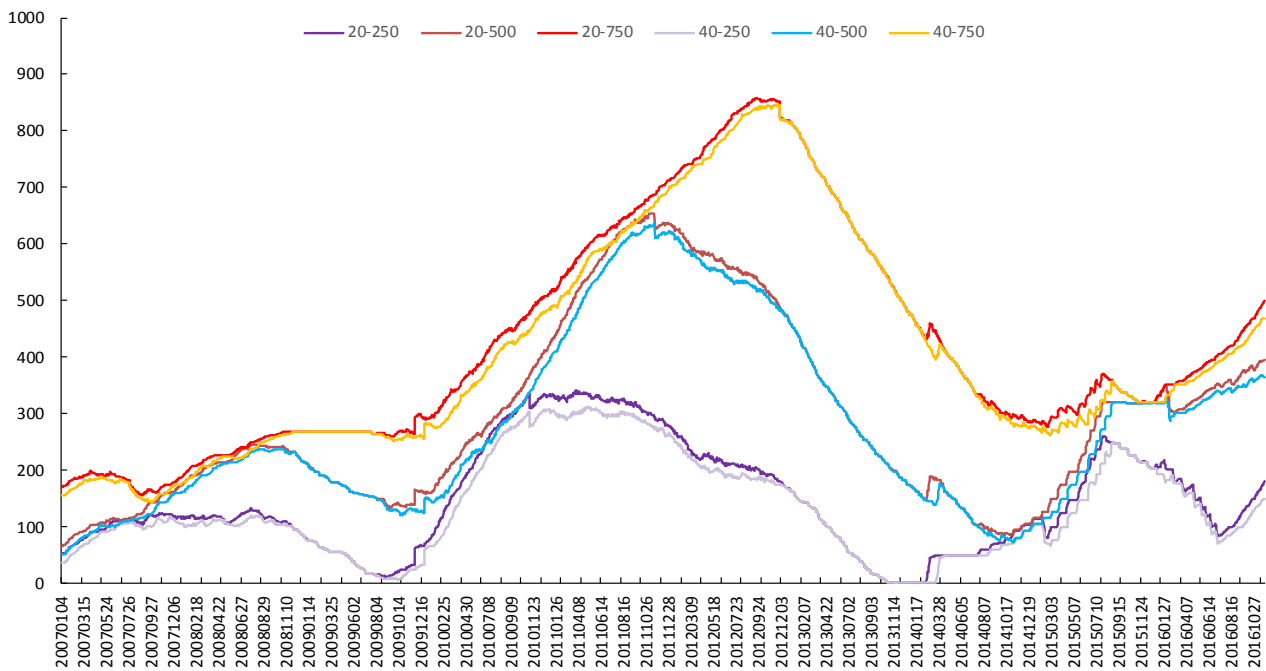
图 2：新股数量统计



资料来源：天软，长江证券研究所

按照次新股的定义（一般为上市满一个月不足一年），计算次新股的数量分布。定义次新股的时间区间分别为 20 日至 250 日，20 日至 500 日，20 日至 750 日，40 日至 250 日，40 日至 500 日以及 40 日至 750 日六个区间段。

图 3：次新股数量统计



资料来源：天软，长江证券研究所

次新股不同时间数量极不稳定，从分布上看，上市不满三年的次新股数量基本在 100 只以上，上市满两年的次新股数量只有 2015 年不足 100 只，而若按照最常规的定义（上市满一个月，不足一年），则会出现次新股数量为 1 的区间。

（2）次新股指数表现

当前市场上有两个次新股指数：深次新股指数和 Wind 次新股指数。

深次新股指数选择深交所上市的 A 股，上市时间超过两个月（45 天），不满一年。每天调整样本股，若有新的次新股进入，纳入计算，若公司上市满一年或受到特别处理，则剔除。总持仓为 100 只，如果少于 100，暂停剔除。Wind 次新股指数选择上市满一个月不足四个月的次新股，每月月初定期调仓。

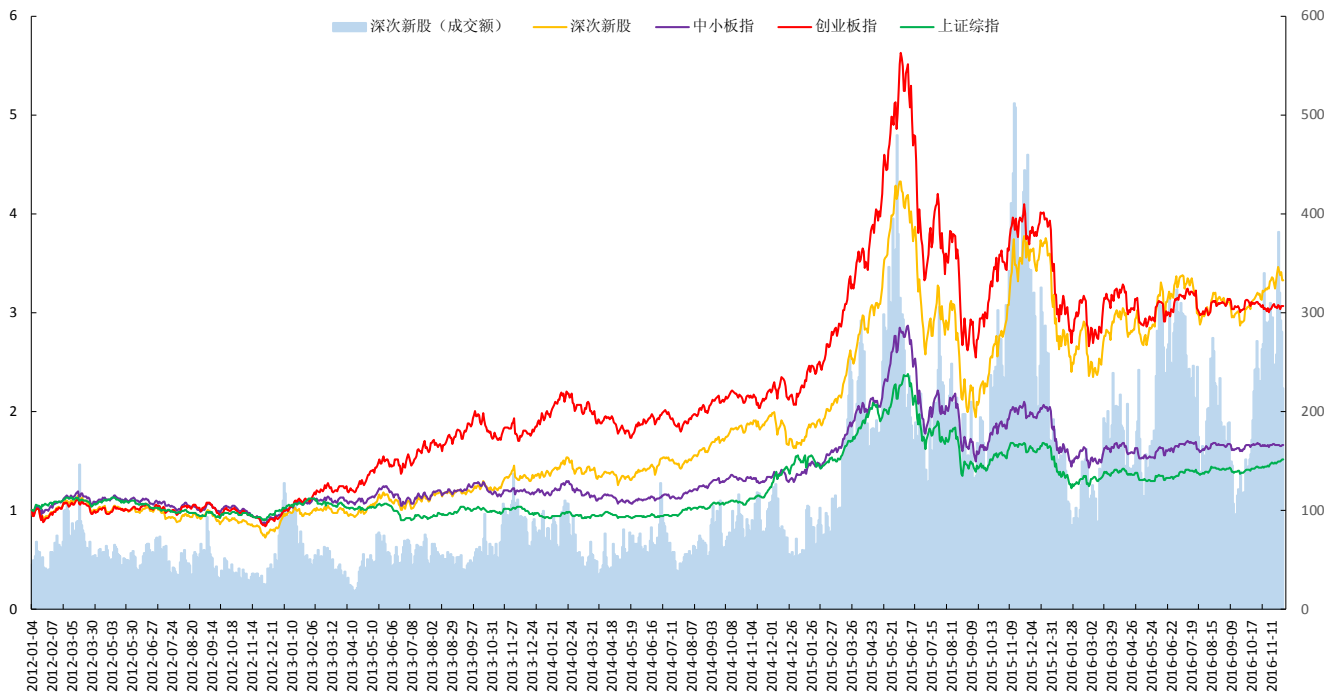
表 3：当前次新股指数比较

IPO 暂停	暂停时间	重启时间	相关背景与后续政策
深次新股指数 (399678.SZ)	上市满 45 日且不足一年	逐日调整	优点：能够及时追踪反映次新股的总体市场表现 缺点：逐日调仓不具备可操作性；指数表现较差；IPO 暂停等特定时点样本股数目可能不足
Wind 次新股指数 (884189.WI)	上市满一个月，不足四个月	逐月调整	优点：逐月调整更符合交易需要；指数表现优异 缺点：IPO 暂停等时点同样存在样本股数目不足的问题

资料来源：Wind，长江证券研究所，

其中 Wind 次新股指数编制可能存在涨停纳入的情况，操作起来不太实际，在此以深次新股指数代表次新股的整体走势情况。

图 4：深次新股指数表现



资料来源：天软, Wind, 长江证券研究所

从 2012 年至今的走势来看，次新股表现相对较好，收益明显高于中小板指和上证综指，走势与创业板比较接近。从全样本区间来看，总体表现并不如创业板，但是自 2015 年高点之后，次新股相对创业板指数有明显超额。

综合 2016 年企业过会和排队情况，新股上市的速度在不断提高，次新股的数量会不断增多，成为一个可供持续炒作的主题热点。报告接下来的内容将主要讨论以下几个问题：

- a. 次新股的选股逻辑和选股难点？
- b. 次新股如何择时？
- c. 次新股如何筛选指标？
- d. 如何构建次新股组合？

按照该顺序，报告首先讨论次新股的炒作逻辑以及投资思路，接下来是个股择时和指数择时的方式和效果，然后检验各个因子的表现，最后在择时、选股讨论的基础之上构建组合策略。

二、次新股原理

自 2012 年新规之后，新股市盈率的限制抑制了股价，新股一字板期间并不能有效消化该影响，因而进一步传导到次新股之上，形成次新股炒作的核心逻辑。

1、次新股逻辑

次新股作为刚上市不久的股票，制度红利明显，同时质地优良，具有较强的资本扩张潜力，筹码分散，没有股东解禁压力，成长预期较好，易于被市场炒作。

(1) IPO 价格抑制，市盈率折价

新股发行机制造成新股估值相对偏低，引起股票在一二级市场中的折价。在上市之后，上涨初期新股估值的制度红利将会凸显，而次新股也会因为估值偏低而有进一步上涨的空间。

(2) 质地优良，高成长性，新兴产业

新股相对偏向新兴产业，具备高成长性，业绩也较为稳定，短期不会出现亏损。由于其本身的稀缺性，能够增加市场活跃度，引起增量资金入场，带动估值上调，股价走高。同时作为业绩较好的公司，次新股的分红也相对较好，高股息进一步吸引投资者进入，成长预期好，具有较高的投资价值。市场表现不佳时很容易成为市场追逐的热点。

(3) 流通盘小，资本扩张潜力大

新股上市后因为股价的大幅提升，次新股的资本公积金较高，具备较强的资本扩张潜力。此时公司处于快速成长期，对业绩的持续增长充满信心，也希望能够通过资本运作扩充股本增加股票的流动性，同时企业用于高送转、外延式并购、股权激励等手段扩大股本的意愿相对更为强烈。一般来说，次新股资本运作频繁，其股价催化作用能够吸引较多的事件驱动型投资者。

(4) 大小非限制，无砸盘压力

对于股票 IPO 前所有股东，公司均有“大小非”的限售期，即自股票上市交易之日起一年内不得转让，其中大股东的限售期则为三年。对于次新股而言，因为上市时间不长（按照最宽泛的定义不会超过三年），尚不会触发大股东解禁，市场的套现压力并不大，砸盘的可能性大幅降低。

(5) 筹码分散，机构持仓比低

新股申购机制造成筹码相对较为分散，对于机构投资者而言，占比较低，未来有进一步的加仓空间；而对于散户，次新股盘口较为单一，套牢盘、获利盘不重，大筹码砸盘压力轻。整体而言，相对于其他个股，次新股弹性较高，有较大的炒作机会。

2、次新股个股特征

统计自开板日以来所有个股（2014 年之后上市）的高低点特征（上市到开板、开板到低点、开板到高点以及开板到上市一年），新股收益显著，但若以开板日入场，将存在较大的风险。

表 4：新股开板日到上市一年高低点统计

收益率/ 时间	均值	中位数	最大值	最小值	标准差	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
上市到开板						开板到低点				
先低后高	162%	117%	885%	-10%	145%	-17%	-14%	0%	-64%	16%
先高后低	275%	214%	1486%	-10%	246%	-34%	-31%	-1%	-80%	20%
先低后高	10	9	27	1	4	22	8	166	0	29
先高后低	12	12	29	1	5	90	70	244	5	65
开板到高点						开板到上市一年				
先低后高	107%	78%	553%	2%	100%	45%	36%	389%	-47%	57%
先高后低	51%	20%	286%	0%	67%	-15%	-16%	189%	-71%	31%
先低后高	121	116	243	1	68	194	233	248	9	70
先高后低	33	5	204	0	50	177	227	244	5	83

资料来源：天软，长江证券研究所，

次新股在上市之初，连续开板之后会有资金获利离场，等到短期获利者完全出货，又会面临一段长期上涨的行情，因而次新股的走势一般是 N 字型走势，当然也有部分新股呈现继续冲高的走势特征，此类股票相对偏少数。按照次新股开板之后一般都先走低后反弹的走势，可根据部分技术指标选择次新股买卖点。

图 5：次新股走势案例



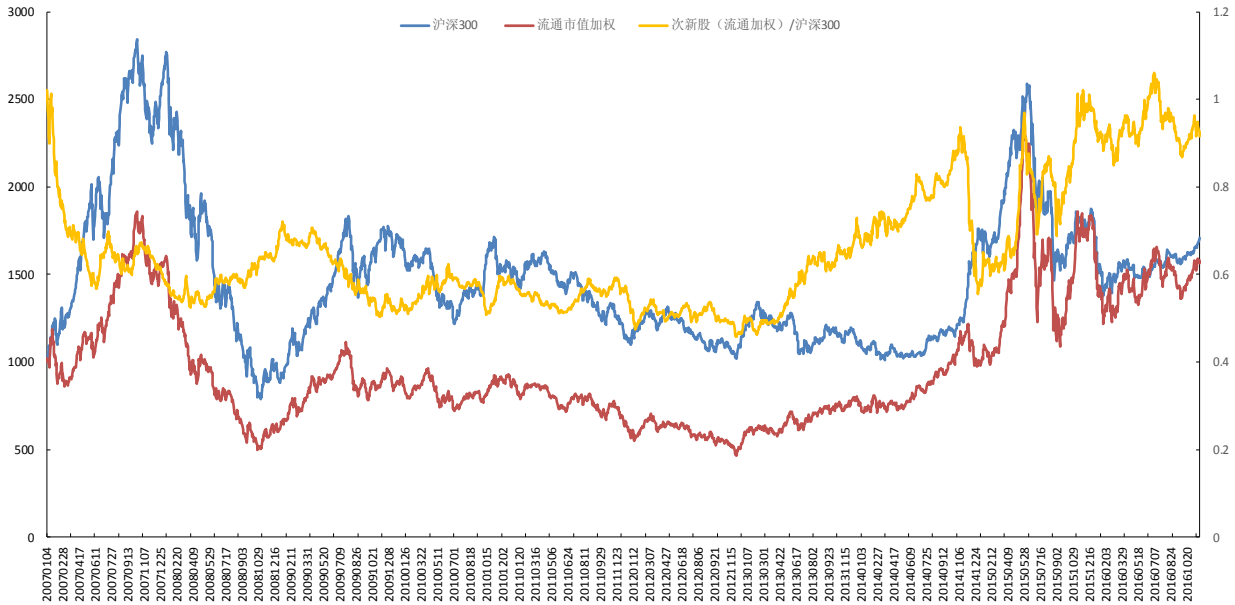
资料来源：Wind，长江证券研究所

3、次新股全指特征

深次新股指数仍不足以衡量整个次新股走势的情况，在此构建两种次新股全指（流通市值加权和等权），以此观察次新股整体走势特征，具体规则如下：

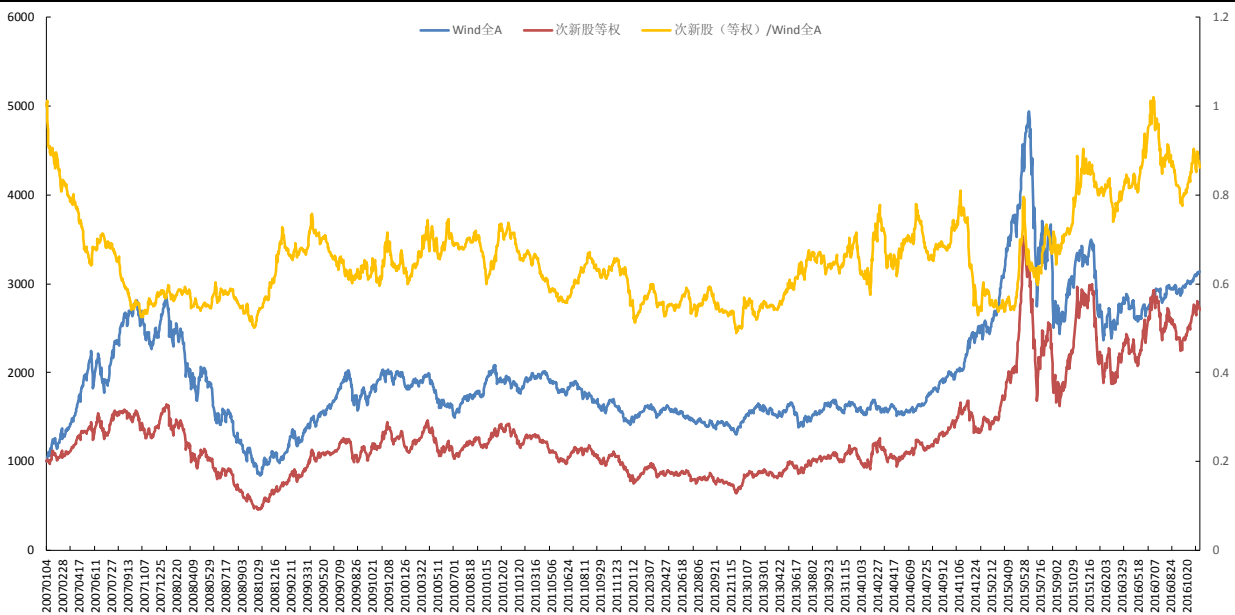
- 成分股：**开板到上市满一年的股票
- 买入点：**开板买入，以开板日收盘价交易，纳入新成分股当天重新平衡权重
- 卖出点：**满一年剔除，以满一年收盘价卖出，更新成分股当天重新平衡权重
- 加权：**分为流通市值加权和等权两种。

图 6：次新股全指数流通市值加权



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：次新股全指数等权



资料来源：Wind，长江证券研究所

从次新股表现来看，基本在 2013 年之后相对指数会有比较好的表现，进一步验证了关于市盈率限制对于次新股的影响。

4、次新股投资概述

当前市场次新股的研究主要分为两块，一是择时，选择次新股的买卖时点；二是选股，在当前市场上出现的次新股中选择质量优异、有较强上涨预期的标的。

(1) 择时

择时方面，考虑的角度较为单一，最为简单实用的操作方式是开板后买入，或者在上市满一个月（一般也开板）后选择入场。

但实际上，次新股在上市之初，连续开板之后会有资金获利离场，等到短期获利者完全出货，又会面临一段长期上涨的行情，因而可通过技术手段选择时机买入卖出，比较常见的指标有均线、换手率等。

(2) 选股

次新股样本数量有限，其表现较大程度受到打新规则和市场行情的影响，因而目前研究比较多的内容集中于统计次新股的表现特征，并分析次新股收益的影响因素。

总结下来，主要包括一级市场和二级市场的各项指标。与涨幅正相关的可能影响因素有认购倍数、相对 PE、业绩、是否新兴产业以及是否资本运作，负相关影响因素包括市值、募集资金等。

目前的研究局限于统计，且多数指标是静态数据（上市发行相关），与行情关联不大，可能考虑存在不足。

(3) 次新股策略

次新股具有时间方面的定义，是一个典型的事件型策略。但次新股不同股票之间走势分化较大，因而次新股会受到诸多因素的影响。另外，次新股的数量跟 IPO 速度有关，其分布极不稳定。由此造成了一种结果，次新股不能简单地以开板买入作为一个选股策略，需要考虑到不同因子的表现。

本文主要分两个方面来考虑次新股的组合构建问题，首先研究次新股的买点问题，观察次新股个股在哪类买点下入场会相对比较有效；其后，考虑次新股各类因子的有效性，根据次新股的投资逻辑选择相对应的指标，观察其分组表现，选择次新股中相对比较有效的因子。

在此基础上，结合次新股本身的特点，可以有三种组合策略构建方式：第一种：个股买点非定期调仓，动态地调整次新股组合，满足买入条件纳入，剔除因子表现较差的股票；第二种：定期调仓，固定时间选择因子表现较好的股票；第三种：指数买点非定期调仓，指数出现买点时，选择因子表现较好的股票。

三、择时判断

次新股个股的资金流进流出造成了个股的波动，而次新股资金的集体炒作引起整个次新股板块的涨跌，本部分将分别对个股和次新股指数做择时判断，以此观察不同对象的择时效果。

1、个股择时

(1) 买点选择

对于次新股而言，上市一段时间之初，会有新股投资者出货获利，股票面临一波短期的下跌，部分获利盘退出之后，持续有资金入场，引起另一段上涨的行情。因而选择固定时间（上市一定时间 20 个交易日或开板）作为次新股的买入点，很可能踏在下跌前的最高点，而非局部底的最佳入场点。

针对次新股的 N 字形走势特性，本部分着力于通过其他方式选择买点，以抓住次新股下跌反弹的机会，提高策略的整体收益。

传统的次新股买点主要有，开板买入（开板后第二天不涨停，买入）、上市 20 天后（不涨停）买入两种方式。在这个基础之上，本部分通过均线和换手率作为入场规则。均线从技术角度出发，采取两种方式，当收盘价高于 20 日均线时买入或者 5 日均线上穿 20 日均线构成金叉后买入。

换手率的出发点则是次新股出货时期筹码交换频繁，待获利盘出尽，换手率一般处于低位，此时入场可能是股价相对低位。

由此，一共有六种次新股的入场方式：

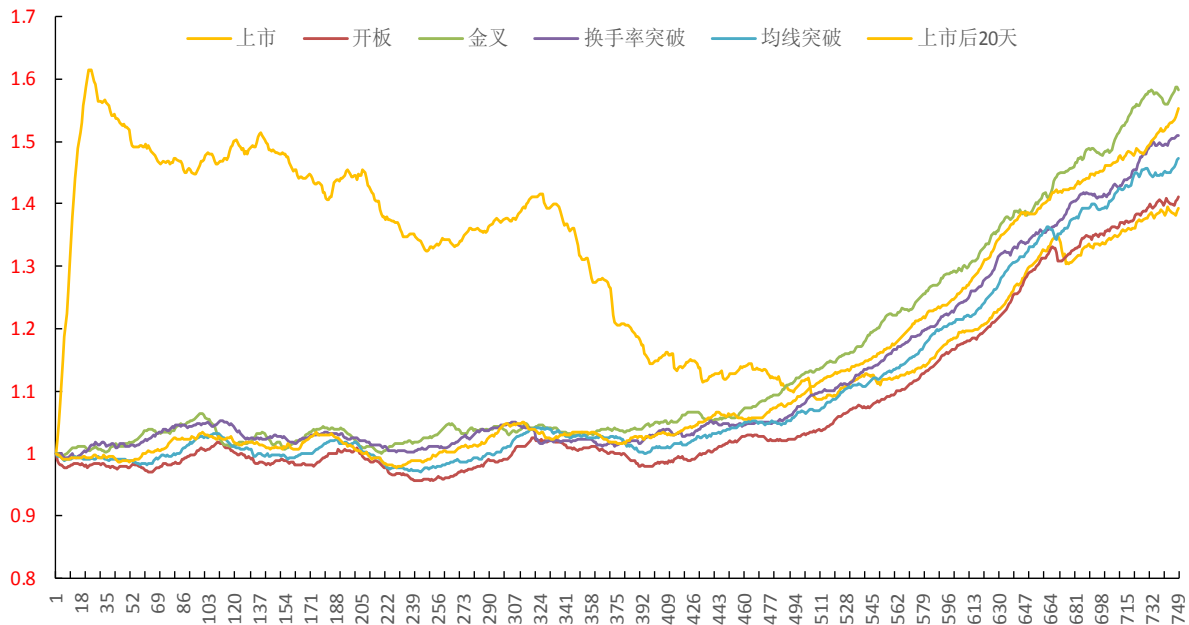
- a. 上市买入（假定能够买入，作为对比）
- b. 开板买入（开板后第二天，涨幅低于 9%）
- c. 上市后 20 日买入（上市后 20 个交易日，涨幅低于 9%）
- d. 股价突破 20 日均线买入（收盘价高于 20 日均线，第二天，涨幅低于 9%）
- e. 股价形成金叉后买入（5 日均线上穿 20 日均线，第二天，涨幅低于 9%）
- f. 换手率创新低后买入（低于 9% 后第二天，涨幅低于 9%）

为使得次新股的买入更具合理性，定义买入当天涨幅小于 9% 且不停牌，同时部分买点根据当天收盘价计算得到的第二天交易。

由此，测得不同买入时间持有一定交易日数量后的收益率，同时取上市时间作为买入点形成对比。考虑到不同时间段的次新股表现，本部分分 2007 年之后的次新股以及 2014 年之后的次新股两个时间段作为样本区间统计。

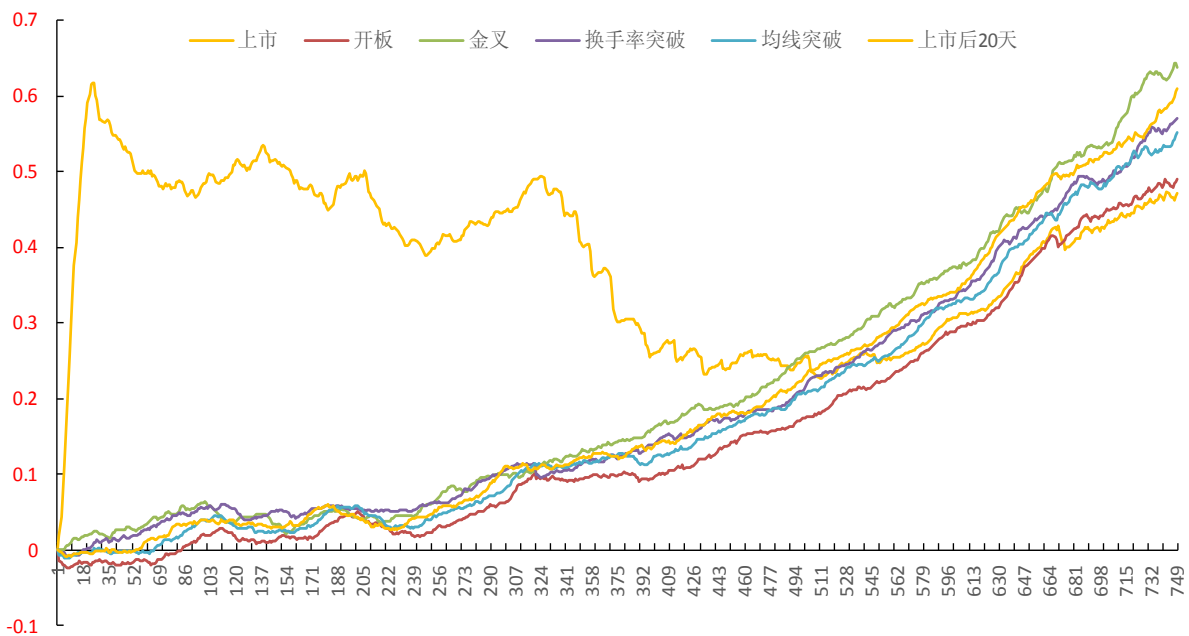
从次新股出发买入条件到持有 750 个交易日来看，整体收益比较稳定，也从另外一方面证明次新股确实是一个比较好的投资对象。从各个买入点的表现来看，长期差异不大，但在短期，金叉突破、换手率突破的绝对收益和超额收益均相对较高。打新若能成功，在短期具有相当可观的收益。

图 8：次新股不同买点累积收益（2007 年后次新股）



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 9：次新股不同买点超额收益（2007 年后次新股）

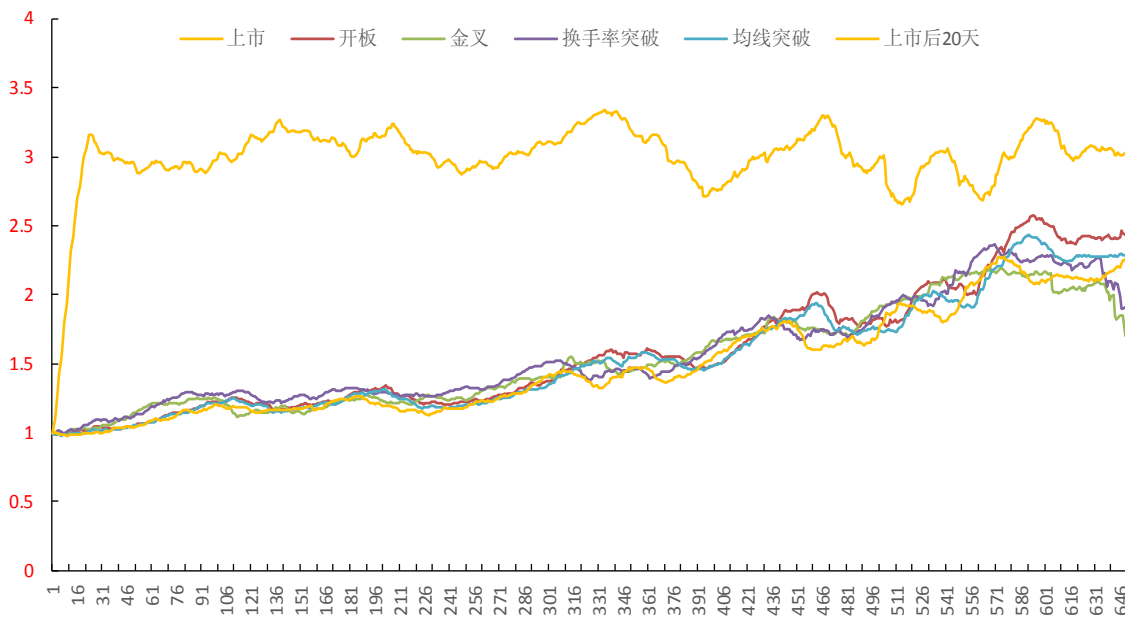


资料来源：Wind, 长江证券研究所

2007 年之后的次新股实际上短期（1 年以内）收益并不明显，长期反而有较好的效果，原因在于部分时间段的次新股收益并不好，影响了全样本的表现。因而单独测量 2014 年之后次新股不同买点的收益。

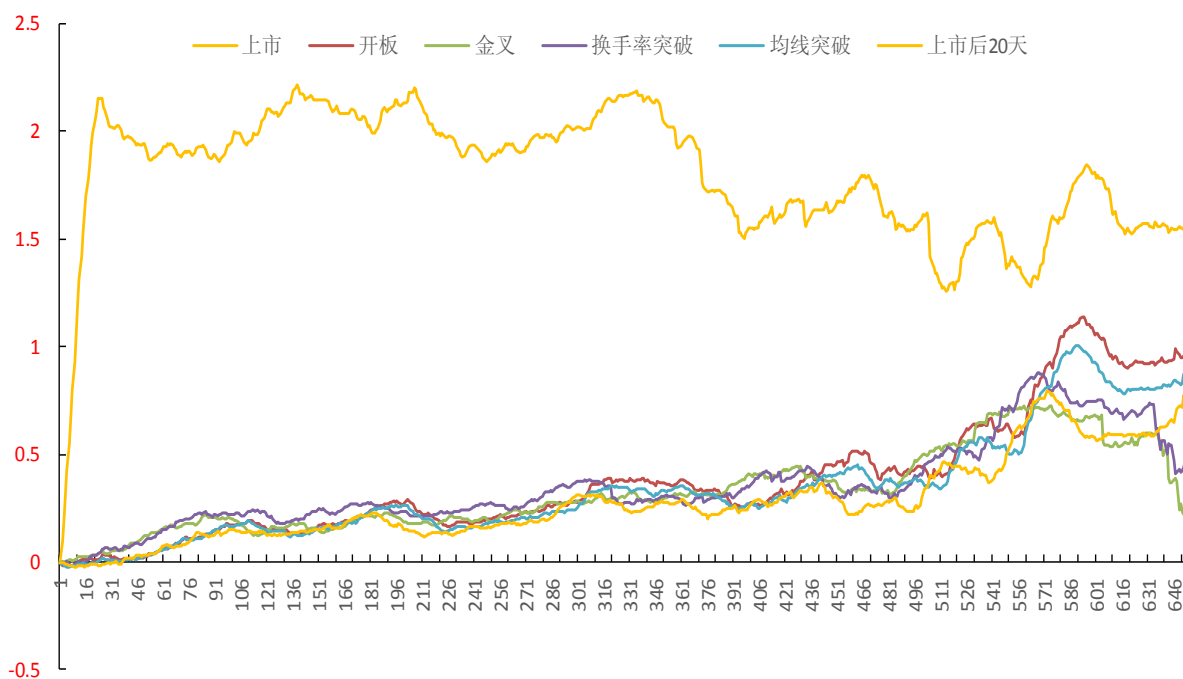
测算 2014 年之后的次新股不同买入时间持有一定交易日数量后的收益率，从次新股触发买入条件到持有 650 个交易日来看，整体收益比较稳定。从各个买入点的表现来看，长期差异不大，但在短期，金叉突破、换手率突破的绝对收益和超额收益均仍相对较高。

图 10：次新股不同买点累积收益（2014 年后次新股）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：次新股不同买点超额收益（2014 年后次新股）



资料来源：Wind，长江证券研究所

(2) 卖点选择

次新股流通市值较小，很容易受资金驱动，当打新投资者出场和次新股投资者入场时，其筹码交换行为很容易造成次新股开板后先跌后涨的走势，因而通过技术甄别买点是一个比较合乎逻辑的选择。

但是对于次新股的卖点来说，目前尚不具备一个比较好的选择方式，次新股投资者资金离场的行为比较难以监控。相对而言比较容易控制的卖点是设置一些规则，如持有时间、止盈止损等指标。

实际上从上市时间超过 1 年的次新股股票来说，其表现并非一定走弱，上市一年之后，次新股有更好的资本运作空间，后续组合构建中的卖点设置将主要从买点入手，即有股票满足买点，则剔除原有股票中综合表现不好的股票。

2、次新股指数择时

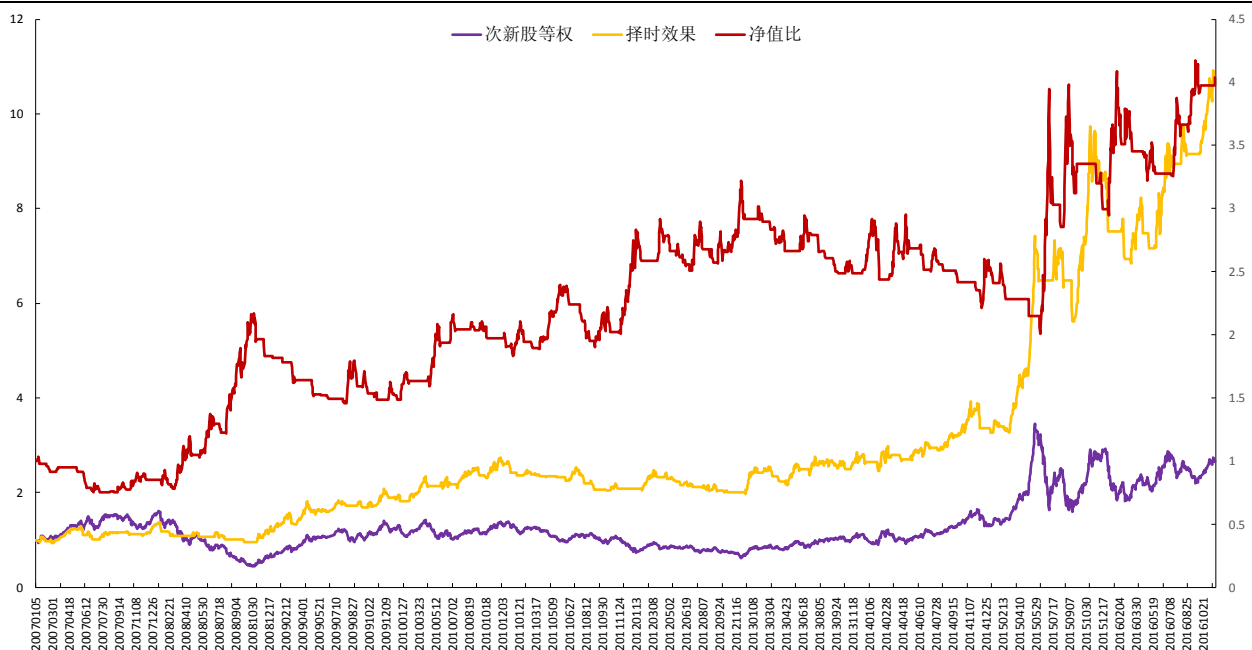
次新股的炒作属于资金驱动，一般会有积聚效应，虽然涨跌幅有分化，但联动性较强，一般会表现出同涨同跌的走势。

个股相对容易被控盘，所以大部分波段对于个股的择时可能会比较困难，不易操作，但次新股整体表现有诸多波段。本部分将对次新股全指做一个择时，观察其择时效果，以提示次新股的入场离场时间点。

择时采取简单的单均线择时策略，考虑到主题性的资金一般快进快出，以 10 日均线作为测算方式，当 T 日 10 日均线高于 T-1 日 10 日均线时买入，反之则卖出，T+1 日收盘交易。

计算得到的净值曲线如下：

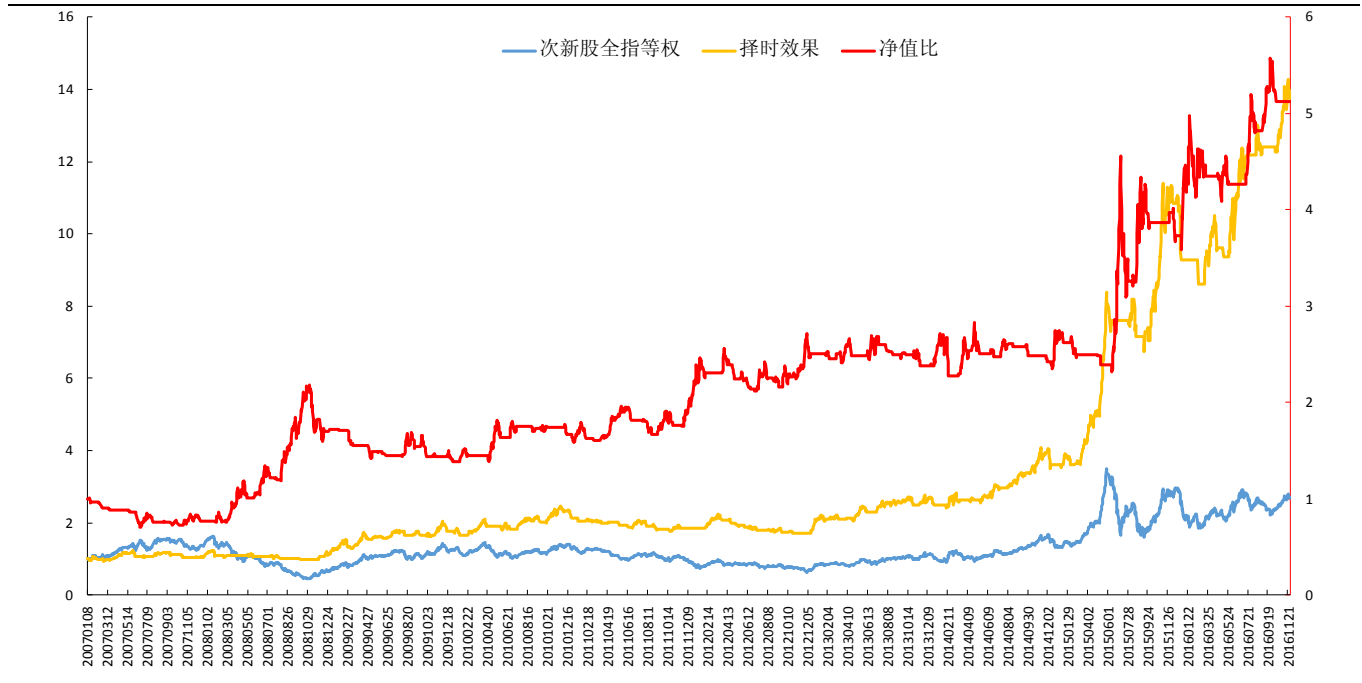
图 12：次新股全指等权择时表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

均线策略在震荡区域容易来回突破，在测算的时候，为了控制买入的不稳定，在设置买点时新增了一个条件，BIAS 值，当均线偏离度低于 5% 时，才执行买入。此外对于均线策略，有一个择时方法上的改善，在 T 日产生信号之后，T+2 天进行交易。

图 13：次新股全指等权改择时表现



资料来源：Wind，长江证券研究所

从择时效果来看，平均每年交易 30 次（包含买入卖出），年化总收益 31.3%，年化超额 20.5%，2015 年之后择时净值不断创出新高。若能抓住次新股的涨跌机会，并在合适的时间点建仓，将会获得较高的收益。

表 5：次新股全指择时指标统计

比较类别	择时表现	比较类别	择时表现	比较类别	择时表现
交易区间	2405	买入胜率	59.44%	卖出平均滞后天数	1.82
交易次数	286	卖出胜率	42.96%	买入平均收益率	2.19%
总收益	1275.84%	买入盈亏比	168.77%	卖出平均收益率	-0.87%
日均收益	0.53%	卖出盈亏比	252.20%	年化总收益	31.33%
超额收益	1107.45%	最多套牢	39.95%	年化超额收益	20.52%
最大回撤	29.88%	最大踏空	-16.11%	年化夏普比率	99.47%
买入持有最大回撤	72.32%	买入平均滞后天数	1.88	年化买入持有夏普比率	34.41%

资料来源：天软，长江证券研究所。

四、选股因子

按照前面的择时效果，次新股择时可以从个股和指数分开考虑。但择时具有较大的不确定性，对于个股而言，不同时期（大盘行情）、不同个股（大市值、小市值）之间的股票行情时不尽相同的，并非都是 N 字型走势。同时技术面的择时比较偏统计，缺乏逻辑，因而选股因子是最终的落脚点。

就传统的次新股选股因子来看，大部分研究都是按照开板日因子来测算，即人为将不同时间上市或开板的次新股拉到同一个时点来做统计测算，忽视了因子随行情变化的影响。比如用开板日 pe 对次新股排序，不同次新股开板日时间差距较大， pe 实际上并不可比。

次新股作为一个事件型策略，剥离时间因素单独来统计各项指标会有失偏颇，本部分在分析因子的逻辑性之后，将运用分组方式来检测因子的有效性。

分组采取定期调仓的方式，即月度调仓/周度调仓，对次新股进行分组（按换仓日前一天或前一段区间指标），比较每组的效果。

1、因子指标

次新股的因子比较多，大致分为两种，一级市场因子（股票上市发行）和二级市场因子（财务、行情）。

（1）一级市场因子

一级市场的因子一般会从新股发行的角度入手，包括有市盈率、发行规模、网下配售和网上发行等方面的内容，相对而言，一级市场的数据是一个静态指标，即不论次新股行情如何，该指标不会产生变化。

从逻辑角度梳理，主要有发行市盈率、相对发行市盈率、实际募集资金比例以及认购倍数/中签率等四个指标。

发行市盈率/相对发行市盈率：新股上市有市盈率和相对行业市盈率的限制，即个股市盈率超过行业平均市盈率需要补充说明，以及 25% 的红线（2013 年取消），2015 年之后，发行市盈率有 23 倍的隐形限制。资金发行市盈率/相对发行市盈率能够有效代表股价被抑制的程度，市盈率、相对发行市盈率越低，代表股价估值的压制程度可能也会越大，同时若市盈率接近 23 倍的水平，也代表股价压抑比较明显。

实际募集资金比例：表示实际募集资金与计划募集资金（不考虑费用）的比例，2014 年之后，超募现象很少，所以实际募集资金比例基本小于 1，该比例代表公司募集资金的不足部分，比例越小代表公司资金的募集越不到位，从公司角度，后市可能会有其他资本运作的事件催化剂，而从投资者角度，机构参与者相对较少，加仓空间大，两方面都会带来股价的上涨。

认购倍数/中签率：认购倍数和中签率在某种意义上是同一种指标，二者互为倒数。新股网下配售认购倍数表现出机构对该新股的参与热情，认购倍数越高，机构越看好该公司，同时筹码分散程度越大，砸盘可能性低，开板之后机构有进一步加仓的空间，继续上涨的可能性大。

(2) 二级市场因子

二级市场的因子相对比较多，主要有业绩类、行情类等传统因子以及与次新股相关的特殊因子。

从次新股炒作逻辑和传统的选股因子来看，本部分选取的指标主要有上市时间/开板时间、上市/开板至今涨跌幅、区间换手率、个股 pe、流通市值、业绩、行业 PE、pe/行业 pe、市值/行业市值、过去 20 日涨跌幅、过去 20 天平均换手率以及流动性等指标。

上市时间/开板时间：上市时间是次新股自带的一个比较重要的因子，即次新股如果上市时间比较长，相对不那么新鲜，资金容易撤场，股票收益会有所缩减，可能上市时间或者开板时间距离换仓日越短，股价越容易走高。

上市/开板至今涨跌幅：代表了新股上市之后的动量反转效应，即有可能涨幅越高，受动量效应影响，后续继续涨的可能性越大；或者前期涨幅不够明显，反转效应明显，后期涨幅显著。其中上市至今涨跌幅还包含了新股上市的涨停板个股，也在某种程度上衡量了个股的热度。

平均换手率：衡量开板至换仓日区间的平均每天换手率，代表次新股筹码交换的速度，如果换手率比较低，代表新股的第一批投资者看好市场后期表现，股票相对而言可能会更高。

个股 PE：在新股政策规定中，个股发行 PE 抑制严重，有可能传导至次新股，个股 PE 越高，代表公司预期表现越好，成长性越高。

流通市值：次新股天生就拥有小市值效应，次新股市值越小，越容易受资金的追捧，从而获取较高的收益。

净利润增速：业绩指标，代表公司的盈利能力，净利润增速越高，业绩越稳定，但对于次新股而言，股价预期可能也越高，并反映在一字板期间，随后可能大幅下跌，因而净利润增速对次新股的影响不易确定。

行业 PE：行业 pe 代表的是行业的景气度，pe 高的行业一般是新兴行业，属于国家重点支持建设的产业或公司，股价有政策利好的驱动因素。

相对 pe (个股/行业)：新股政策限制的主要是相对行业 pe，也可能延续到次新股，相对 pe 越高，表示剔除行业因素影响后的个股越被看好。

相对市值 (个股/行业)：市值因子可能很具有行业偏离，即偏向于某一个或几个市值相对较小的行业，相对市值的作用相当于对行业做了一个等权处理。

20 日涨跌幅：传统的动量反转因子，次新股波动较大，大起大落，因而相对反转因子可能会比较显著，前期跌幅较大的次新股后续大幅反弹的可能性大。

20 日换手率：传统的换手率因子，代码次新股的热度，筹码交换较小，公司股价爆发的可能性大。

20 日流动性：20 日涨跌幅/20 日成交额，每亿资金能够催动股价上涨或下跌的幅度，传统的流动性因子，流动性越大，股价上涨的可能性越高。

2、因子表现

定期调仓即每隔固定周期换取持仓，站在实际操作的角度，定期调仓测算因子的分组表现最能反映出因子的有效性。

由于次新股是个事件性策略，且数量不多，采取周度调仓、分成 5 组的形式，考虑涨跌停、停牌等影响，衡量不同组别之间因子的单调性。

整体规则如下：

调仓方式：周度调仓（每隔 5 个交易日），暂不考虑成本；

分组方式：5 组，不足整数按最大范围取整，指标从小到大排序；

涨跌停、停牌：收盘涨停（高于 9%）、停牌不可买入，收盘跌停（低于-9%）、停牌不可卖出；

成分股：2014 年之后上市的次新股（开板至上市一年），剔除申万宏源、招商蛇口等吸收合并股票。

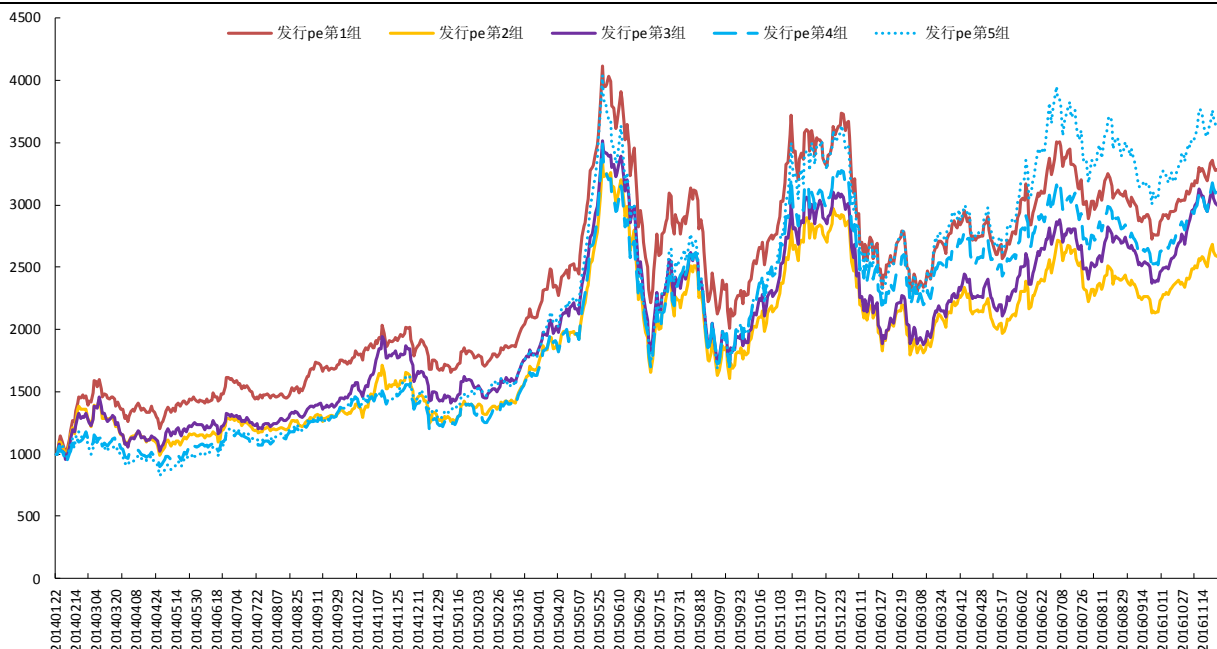
（1）一级市场因子

一级市场因子的效果很可能在一字板期间被消化，相对而言作用可能不是很明显。

a. 发行 PE

无明显单调性，但发行 pe 比较低和比较高（23 倍）时，代表股价抑制严重。

图 14：发行 PE 排序

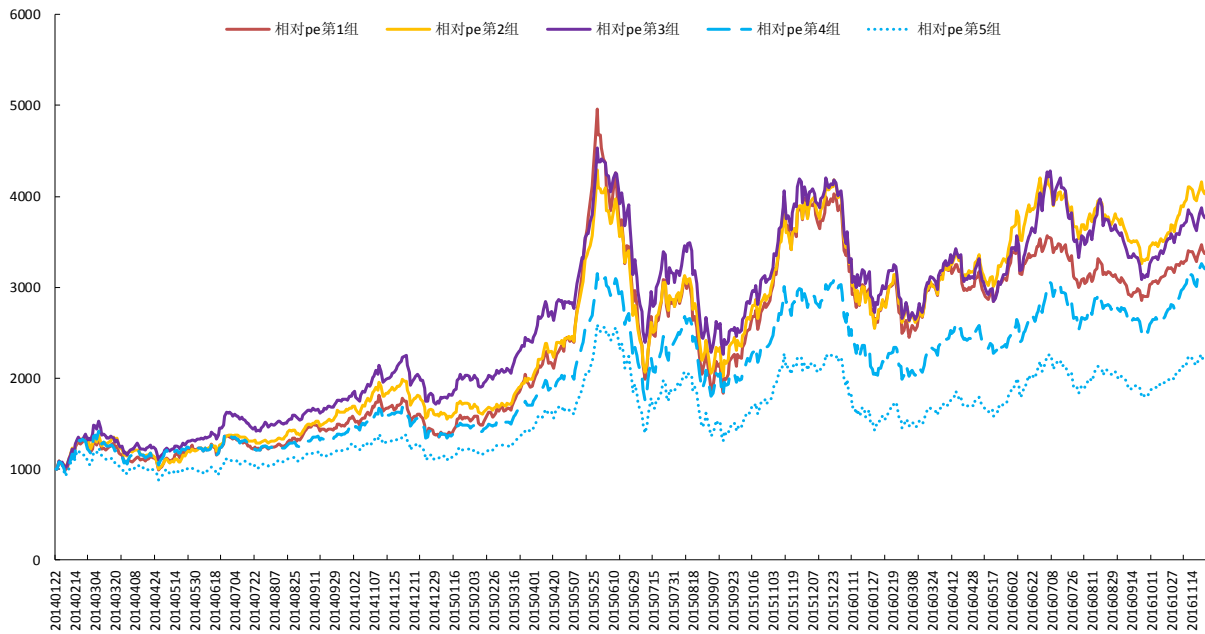


资料来源：Wind，长江证券研究所

b. 发行相对行业 PE

低分组无明显单调性，高分组单调性比较明显，即相对行业市盈率越高，后期涨幅相对越不明显。

图 15: 发行相对 PE 排序

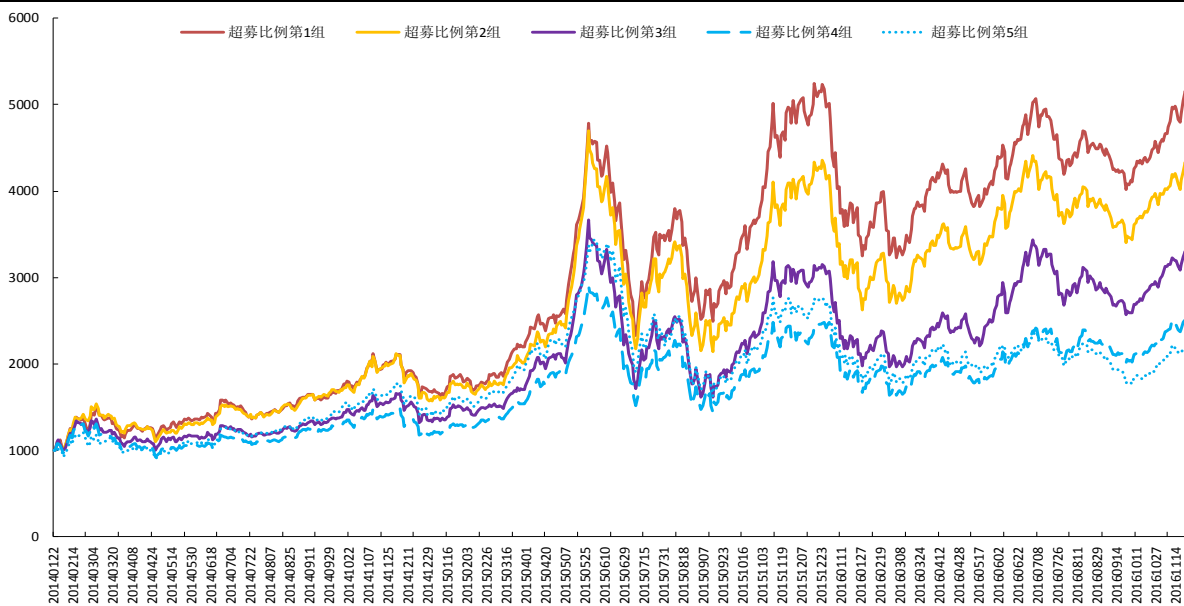


资料来源：Wind，长江证券研究所

c. 实际募集资金比例

单调性比较明显，实际募集比例越低，分组表现越好。

图 16: 实际募集资金比例排序

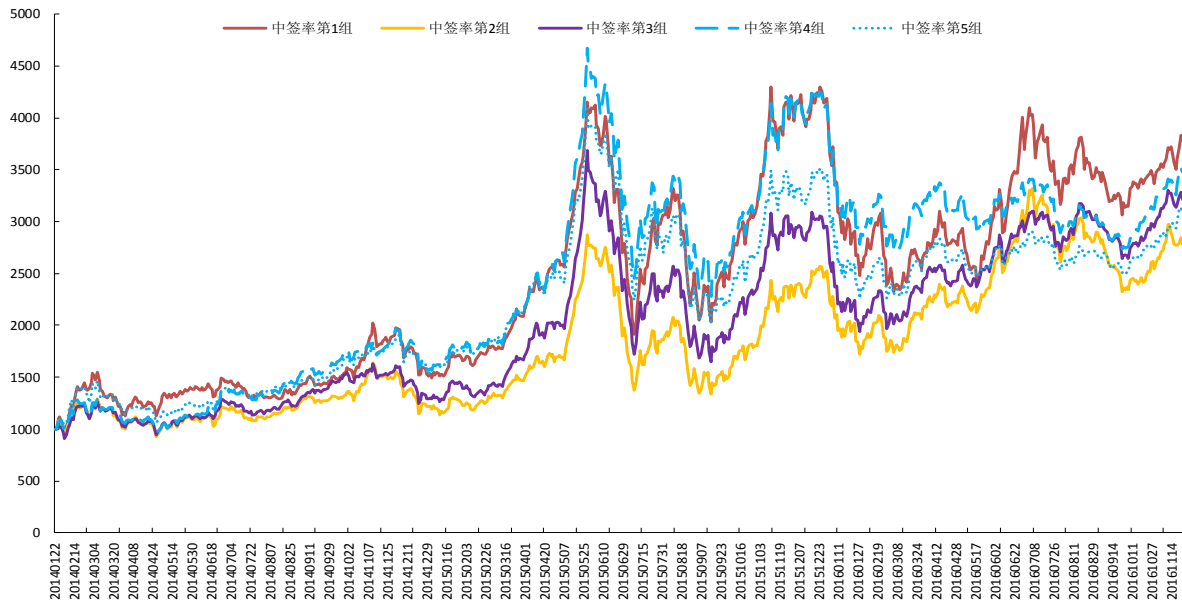


资料来源：Wind，长江证券研究所

d. 网下中签率

无明显单调性，因子表现波动较大。

图 17：网下申购倍数/中签率排序



资料来源：Wind，长江证券研究所

(2) 二级市场因子

二级市场因子与次新股具体行情有关，涉及到次新股本身因子和传统因子。

α. 上市天数

上市时间越短，表现越好，但单调性不是特别强。

图 18：上市天数排序

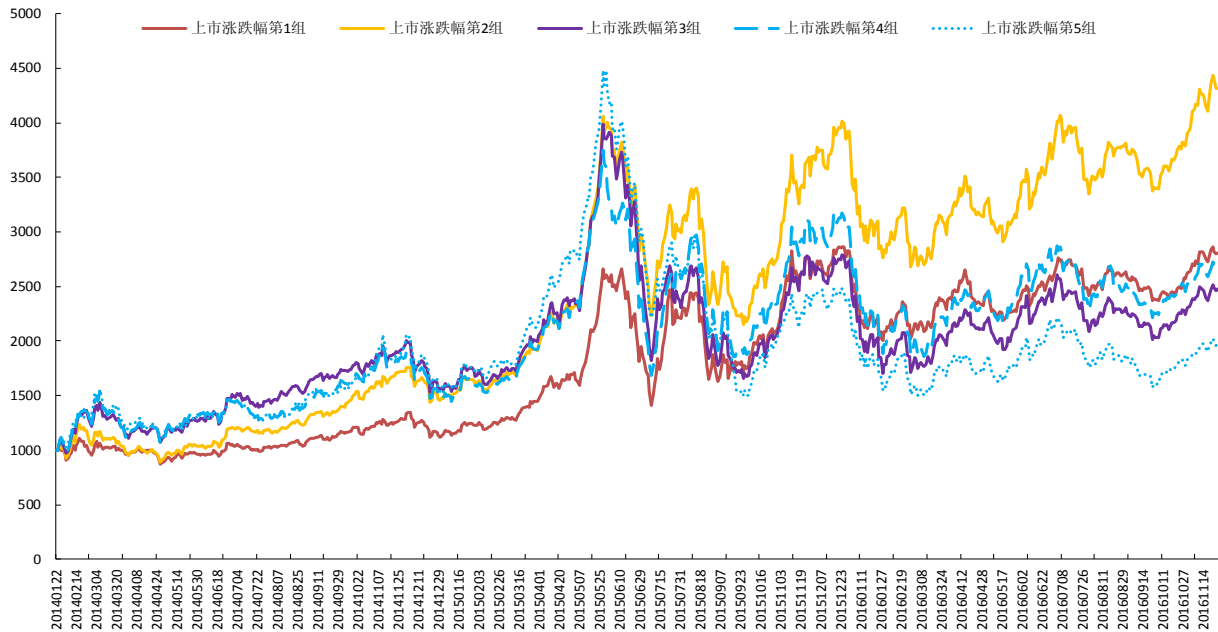


资料来源：Wind，长江证券研究所

b. 上市以来涨跌幅

基本无单调性，因子表现波动较大。

图 19：上市以来涨跌幅排序

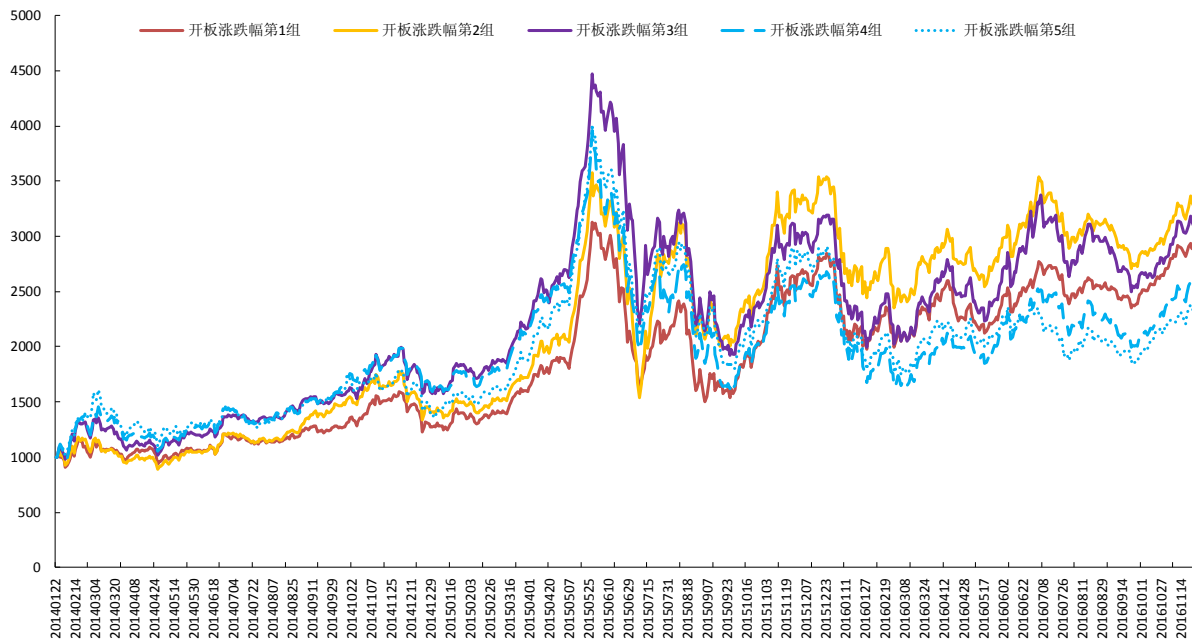


资料来源：Wind，长江证券研究所

c. 开板以来涨跌幅

除最低组外有单调性，组与组之间差别不大。

图 20：开板以来涨跌幅排序

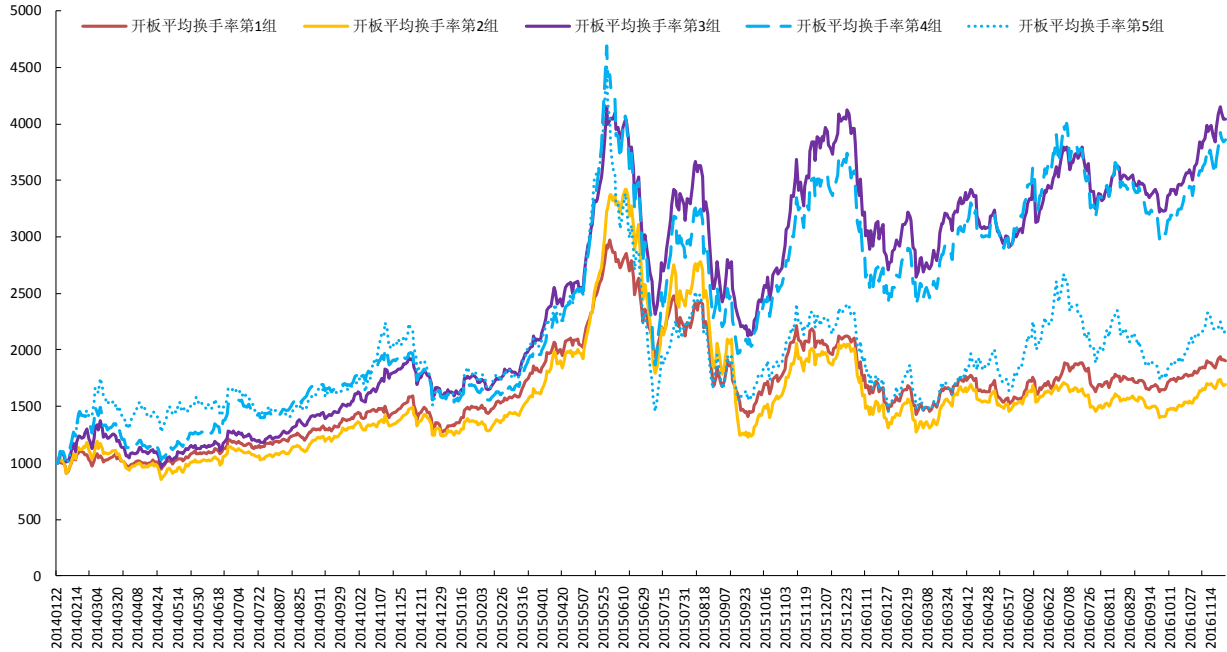


资料来源：Wind，长江证券研究所

d. 开板以来平均换手率

基本无单调性，换手率高的组别表现明显劣于其他组。

图 21：开板以来平均换手率排序

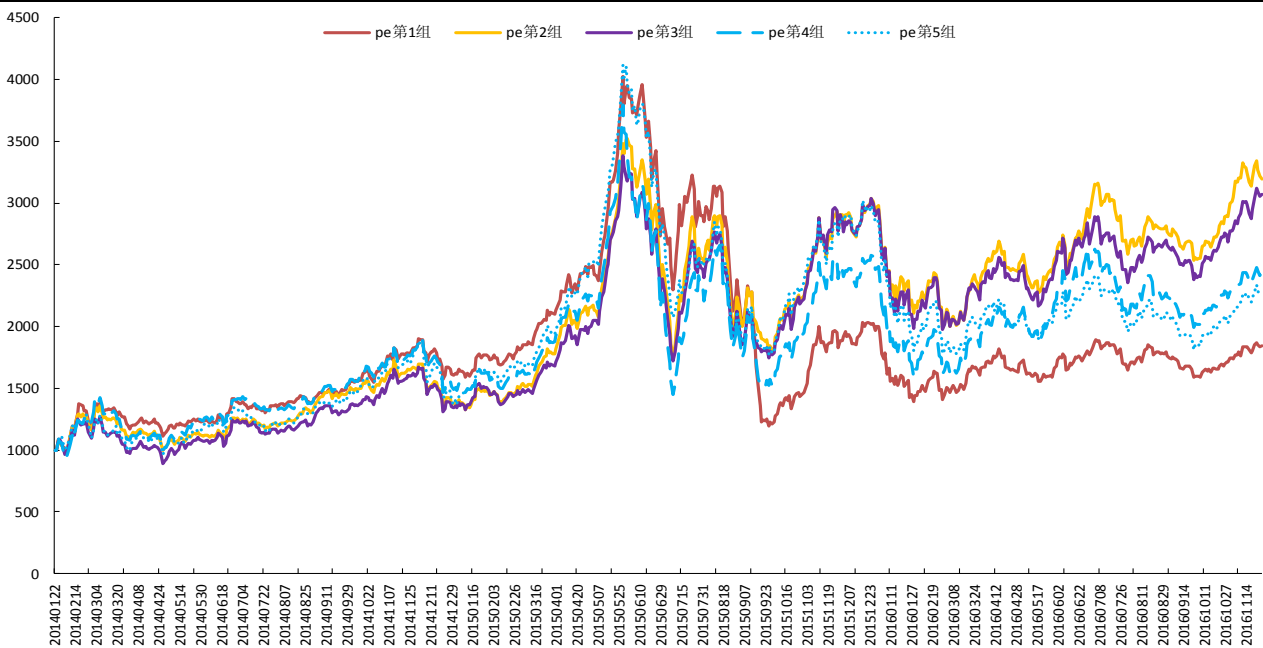


资料来源：Wind，长江证券研究所

e. 个股 PE

因子波动大，低 pe 在上涨行情表现较好，震荡行情比较弱势。

图 22：pe 排序

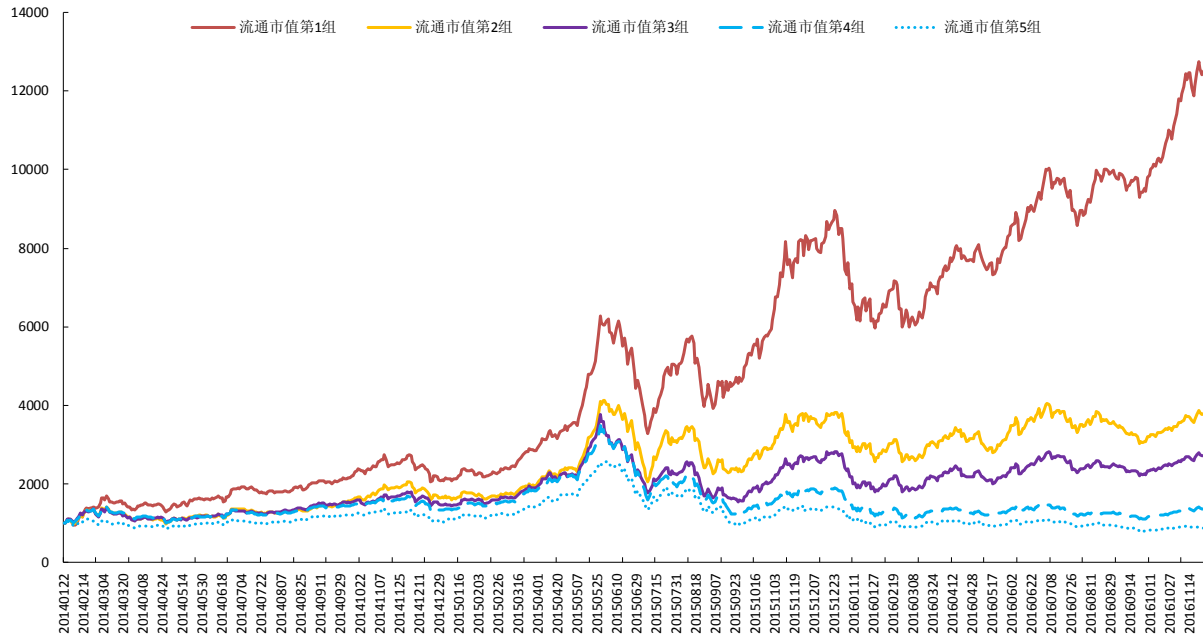


资料来源：Wind，长江证券研究所

f. 流通市值

单调性很明显，流通市值越小，表现越优异。

图 23：流通市值排序

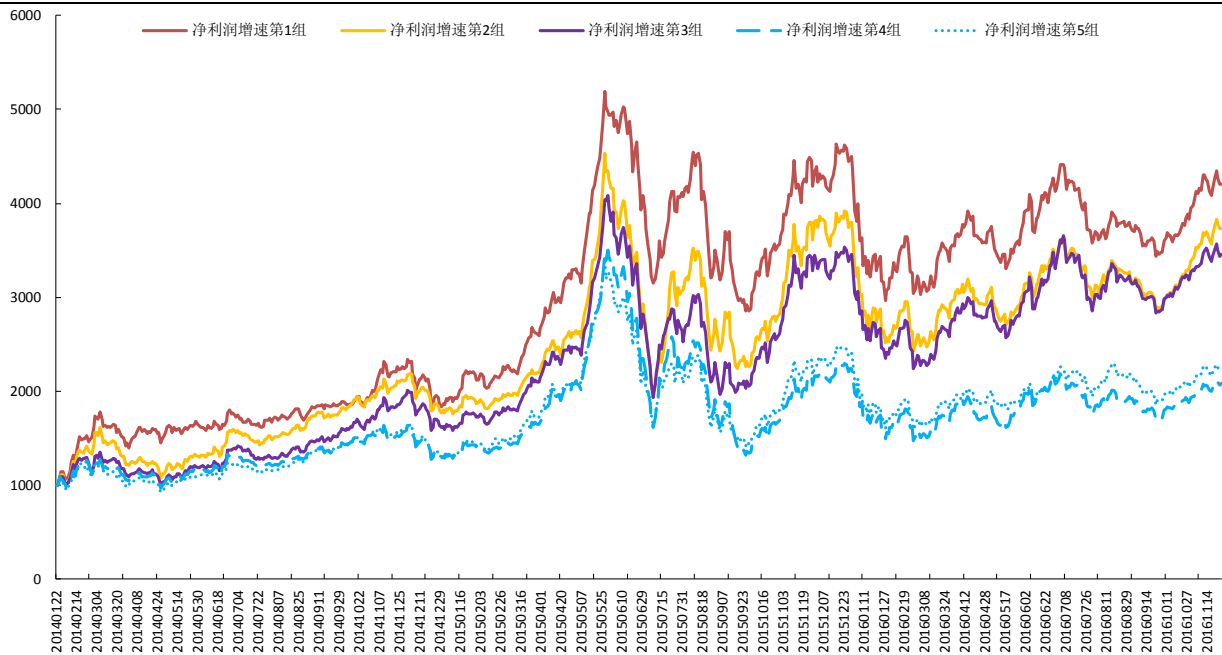


资料来源：Wind，长江证券研究所

g. 净利润增速

具有单调性，净利润增速越低，预期差越大，表现相对越好。

图 24：净利润增速排序

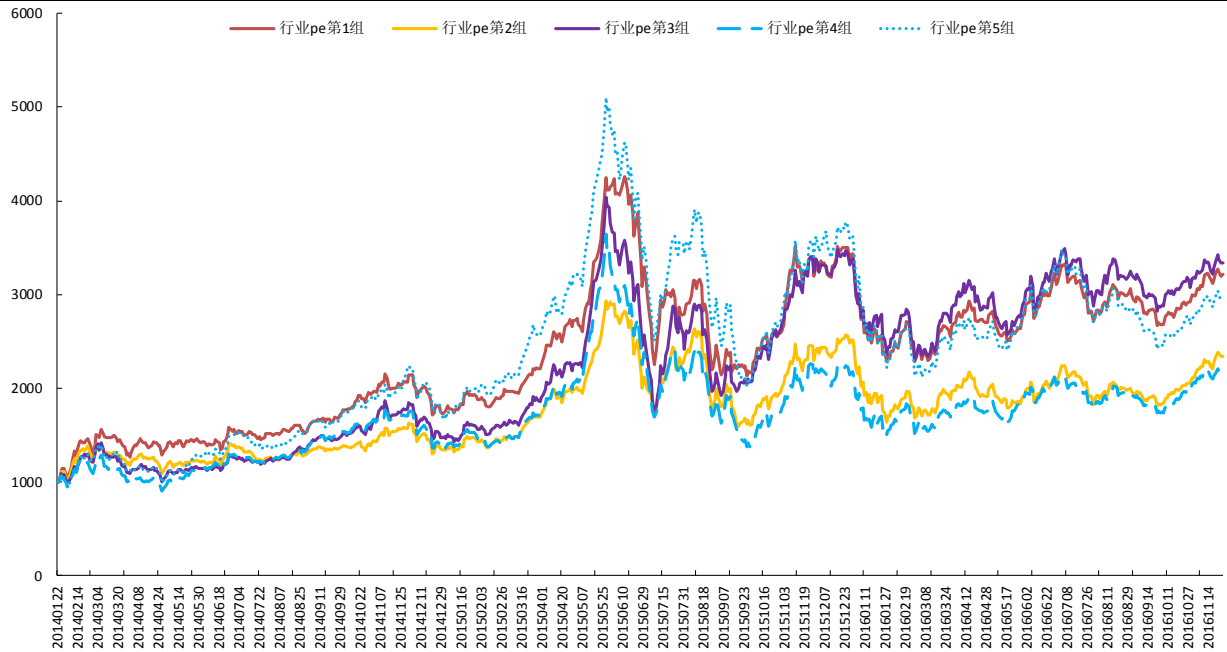


资料来源：Wind，长江证券研究所

h. 行业 PE

基本无单调性，因子表现波动较大。

图 25: 行业 pe 排序

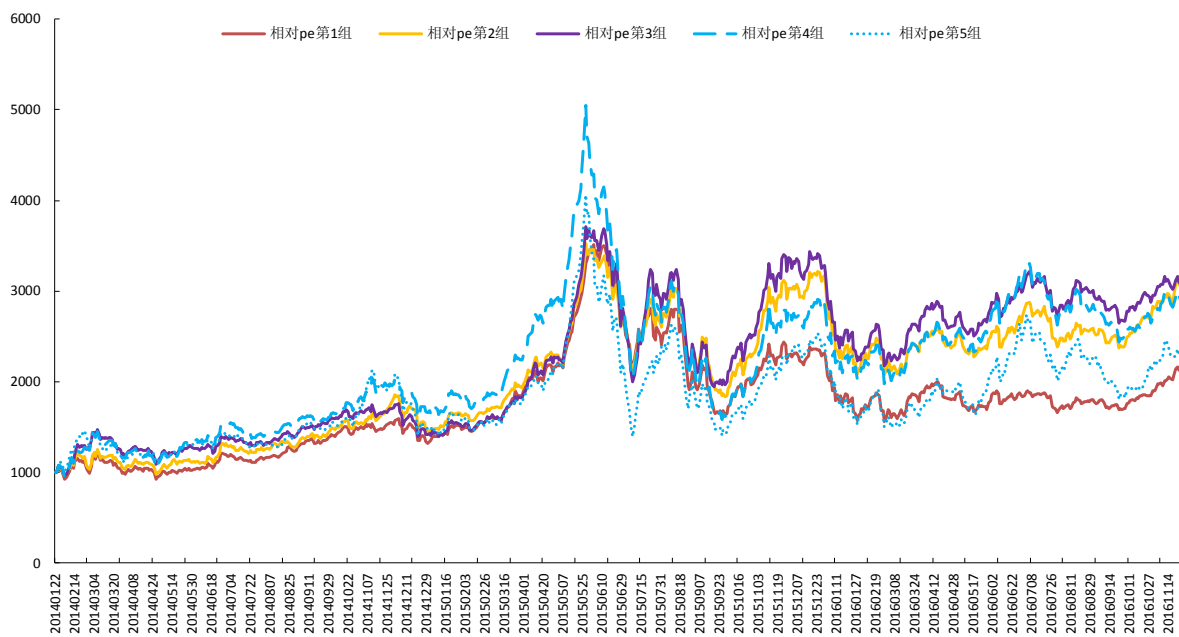


资料来源：Wind，长江证券研究所

i. 相对行业 pe

基本无单调性，因子区分不明显。

图 26: 相对 pe 排序

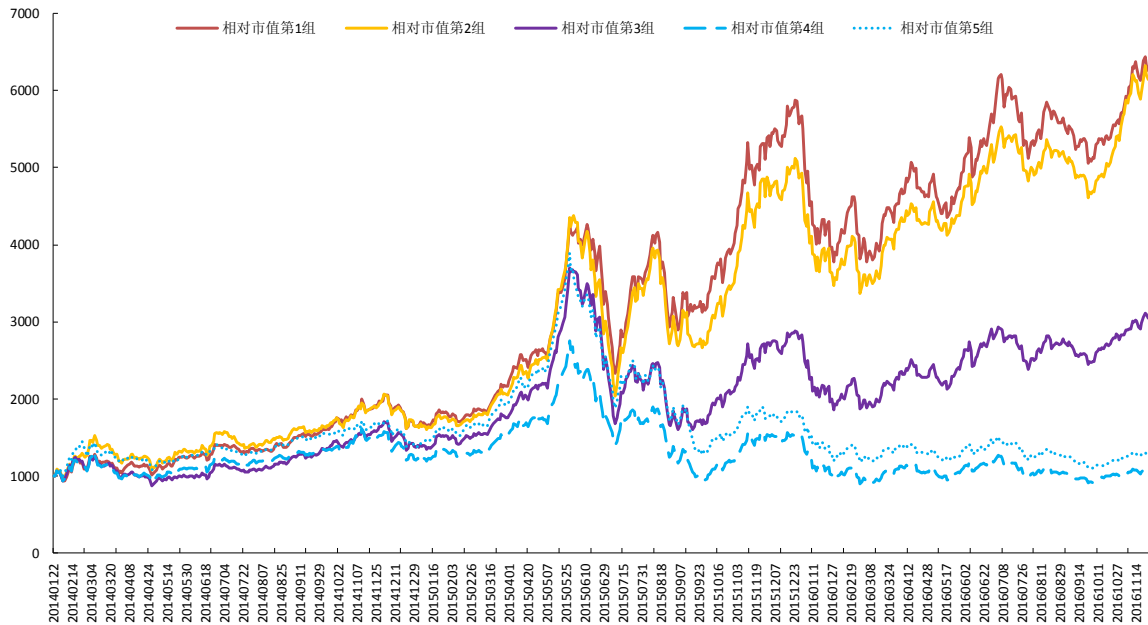


资料来源：Wind，长江证券研究所

j. 相对行业市值

单调性比较明显，相比流通市值资金容量更大。

图 27：相对市值排序

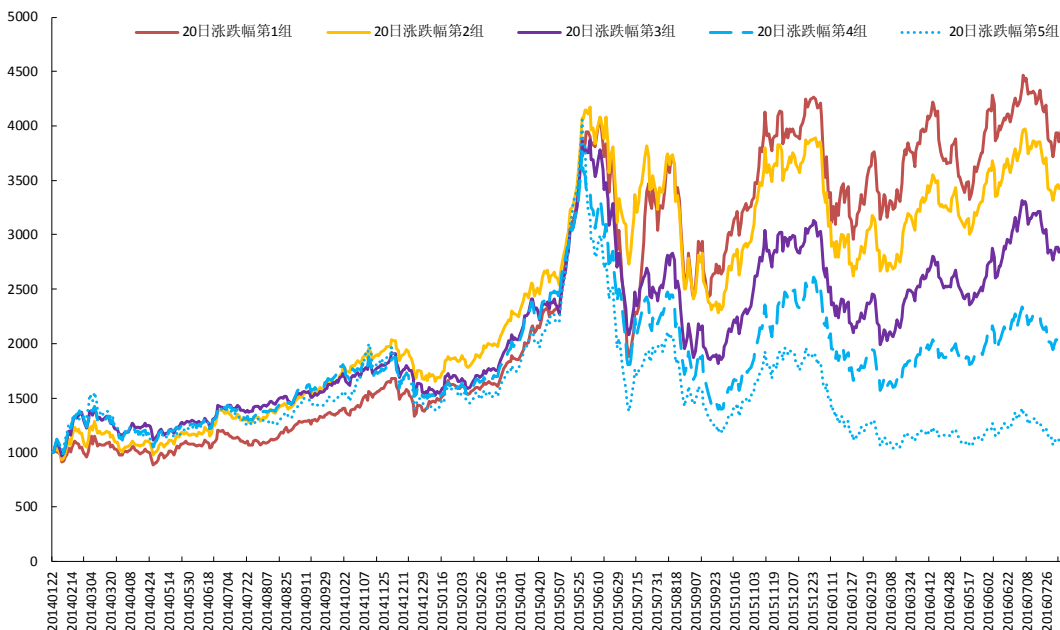


资料来源：Wind，长江证券研究所

k. 20 日涨跌幅

单调性很明显，但与大盘行情有关，股灾后反转效应比较有效。

图 28：20 日涨跌幅排序



资料来源：Wind，长江证券研究所

I. 20 日累计换手率

具有一定单调性，换手率越低，表现相对越好。

图 29: 20 日换手率排序

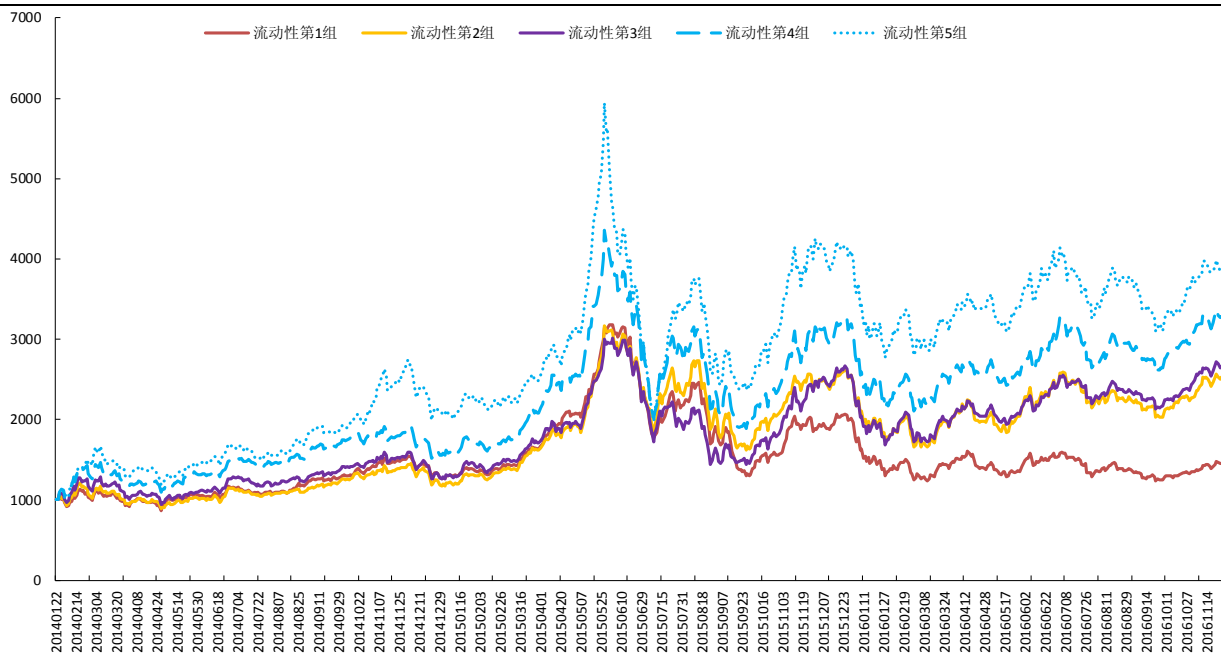


资料来源：Wind，长江证券研究所

m. 上市以来涨跌幅

单调性很明显，流动性越低，表现越好。

图 30: 20 日流动性排序



资料来源：Wind，长江证券研究所

(3) 因子总结

就因子分组情况来看，并非每个因子都符合之前提到的逻辑，在此将其分为四类因子，强有效因子、弱有效因子、有效因子以及无效因子。

强有效因子定义为单调性强，且受大盘行情影响较小的因子，即不同行情下因子表现仍有区分度，从上述分组的表现来看，主要有：

实际募集资金比例：越低越好；

流通市值：越小越好；

净利润增速：越低越好；

流动性：越低越好。

弱有效因子表示具有单调性，但不是很显著（部分分组明显，可能是分组原因），或者在趋势行情、震荡行情表现有所差异的因子，主要有：

发行相对行业 PE：越高，表现越差；

相对行业市值：越低越好；

20 日涨跌幅：震荡段反转效应明显，越低越好；

有效因子代表能提供辅助建议的因子，有部分作用，但在做股票筛选时可能风险比较大，主要有：

发行 PE：越低越好，接近 23 倍效果不错；

上市天数/开板天数：越短越好，但太短风险较大；

开板以来换手率：过高或过低表现都比较差；

20 换手率：越低越好。

无效因子为无单调性，表现波动较大的因子，主要有发行 PE、中签率（认购倍数）、上市/开板以来涨跌幅、开板以来换手率、个股 PE、行业 PE、相对行业 PE 等。

据此，相对而言比较有效的因子有（按强弱排序）流通市值、相对行业市值、实际募集资金比例、20 日涨跌幅、流动性、净利润增速以及发行相对行业 PE 相对比较有效，接下来将主要对这 7 个因子进行具体测算。

五、组合构建

前面两部分分别考虑了次新股的择时和选股两个部分，在组合构建时将其结合起来，主要采取三种方式来构建组合。

第一种是个股择时和因子的结合，在上述 5 种个股择时方法和 7 种有效因子中选取表现相对最好的组合。第二种是第一种的基础之上，继续选择表现比较优异的因子，利用定期调仓来做测算。第三种也是选择表现好的因子，但是并非根据个股来调仓，而是根据次新股指数择时的买点来调。

1、个股择时与组合构建

前面分析了次新股的 5 类买点，其测算是将不同时点的次新股放到一起做一个统计测算，买点包括：

- a. 开板买入（开板后第二天，涨幅低于 9%）
- b. 上市后 20 日买入（上市后 20 个交易日，涨幅低于 9%）
- c. 股价突破 20 日均线买入（收盘价高于 20 日均线，第二天，涨幅低于 9%）
- d. 股价形成金叉后买入（5 日均线上穿 20 日均线，第二天，涨幅低于 9%）
- e. 换手率创新低后买入（低于 9% 后第二天，涨幅低于 9%）

同时列示了 7 个因子，但未考虑持仓表现。

- a. 实际募集资金比例：越低越好；
- b. 流通市值：越小越好；
- c. 净利润增速：越低越好；
- d. 流动性：越低越好。
- e. 发行相对行业 PE：越高，表现越差；
- f. 相对行业市值：越低越好；
- g. 20 日涨跌幅：震荡段反转效应明显，越低越好；

本部分将次新股择时和选股结合起来，测算不同因子在不同择时买点下的策略组合效果。对于次新股的卖点问题，采取的方式是当新的次新股买点出现且因子符合要求时，则卖出之前因子表现较差的股票，主要规则如下：

成分股：2014 年之后全 A 开板但不足一年的股票；满足买点条件

换仓时间：有次新股出现买点；

总持仓：50 只；

换仓成本：双边千分之三（调入调出的股票），考虑涨跌停、停牌

加权方式：等权

a. 流通市值

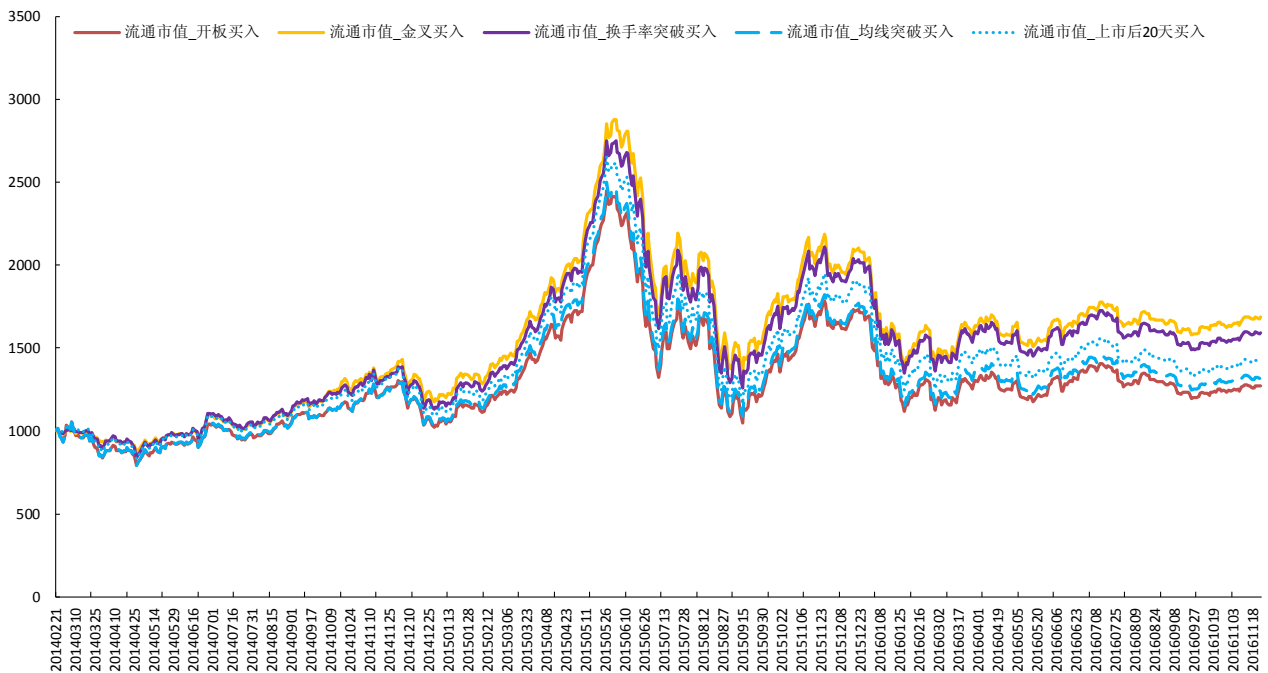
小市值组不同买入时点基本无差异，大市值组金叉买入和换手率突破表现要好，流通市值在次新股选股中比较有效。

图 31：流通市值非定期调仓（剔除大市值股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：流通市值非定期调仓（剔除小市值股票）

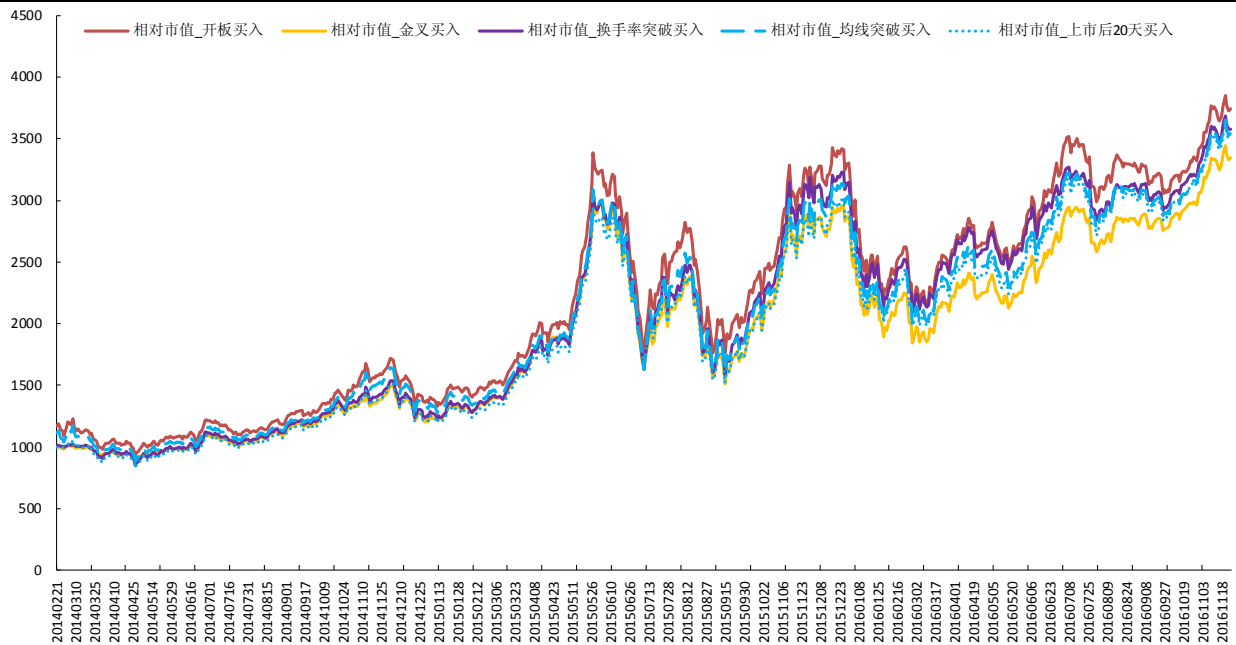


资料来源：Wind，长江证券研究所

b. 相对行业市值

相对行业市值因子也比较有效，但比流通市值因子差，开板买入对于因子来说表现最好。

图 33: 相对行业市值非定期调仓（剔除相对行业市值较小股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 34: 相对行业市值非定期调仓（剔除相对行业市值较大股票）

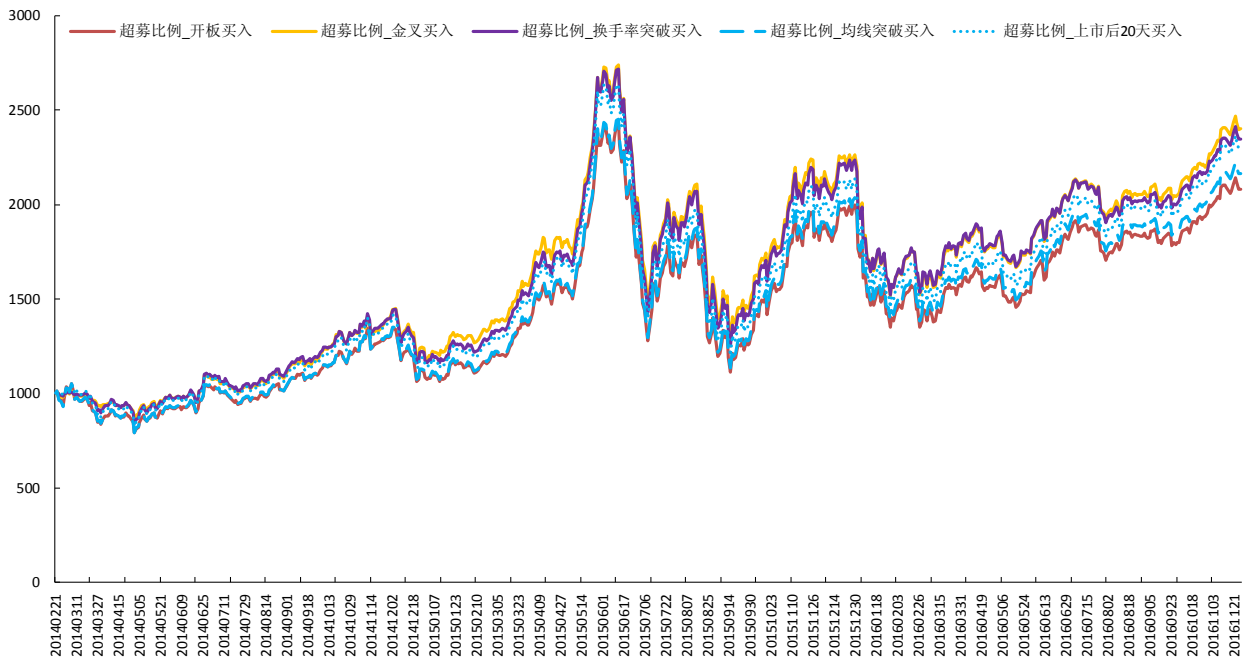


资料来源：Wind，长江证券研究所

c. 实际募集资金比例

募集资金比例对于非定期调仓的效果影响不大，换手率突破和金叉买入比较有效。
 股灾之前募集资金比例越大越好，股灾之后募集资金比例越小越好。

图 35：实际募集资金比例非定期调仓（剔除比例较大股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 36：实际募集资金比例非定期调仓（剔除比例较小股票）

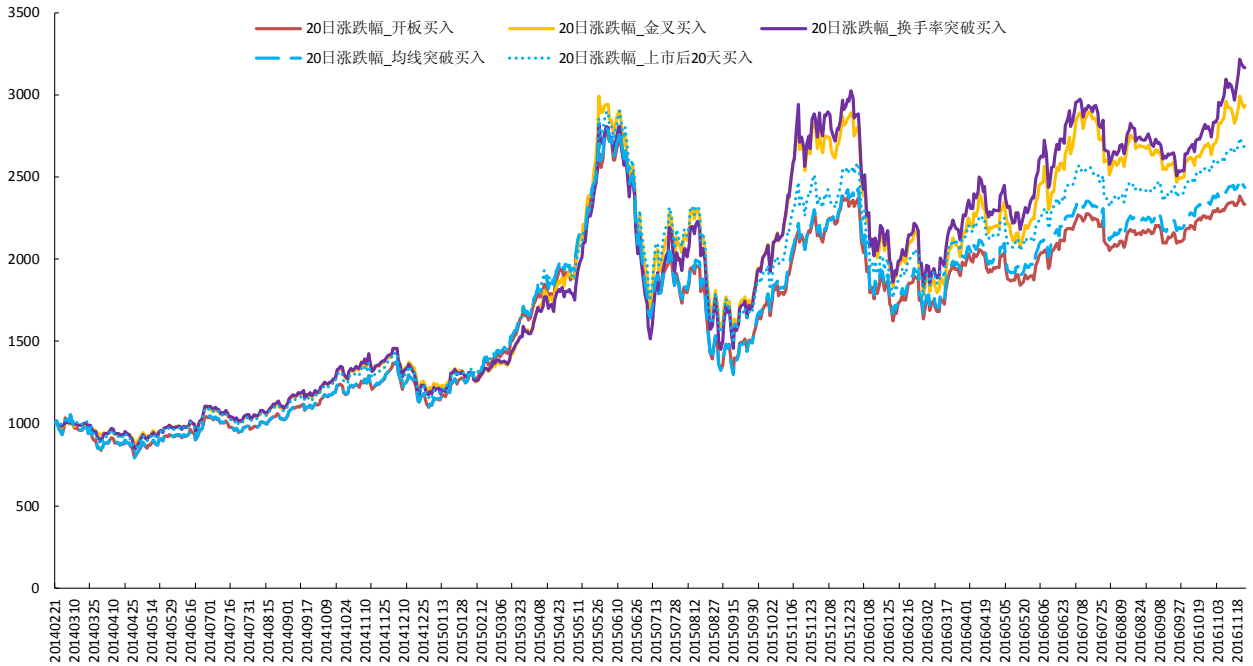


资料来源：Wind，长江证券研究所

d. 20 日涨跌幅

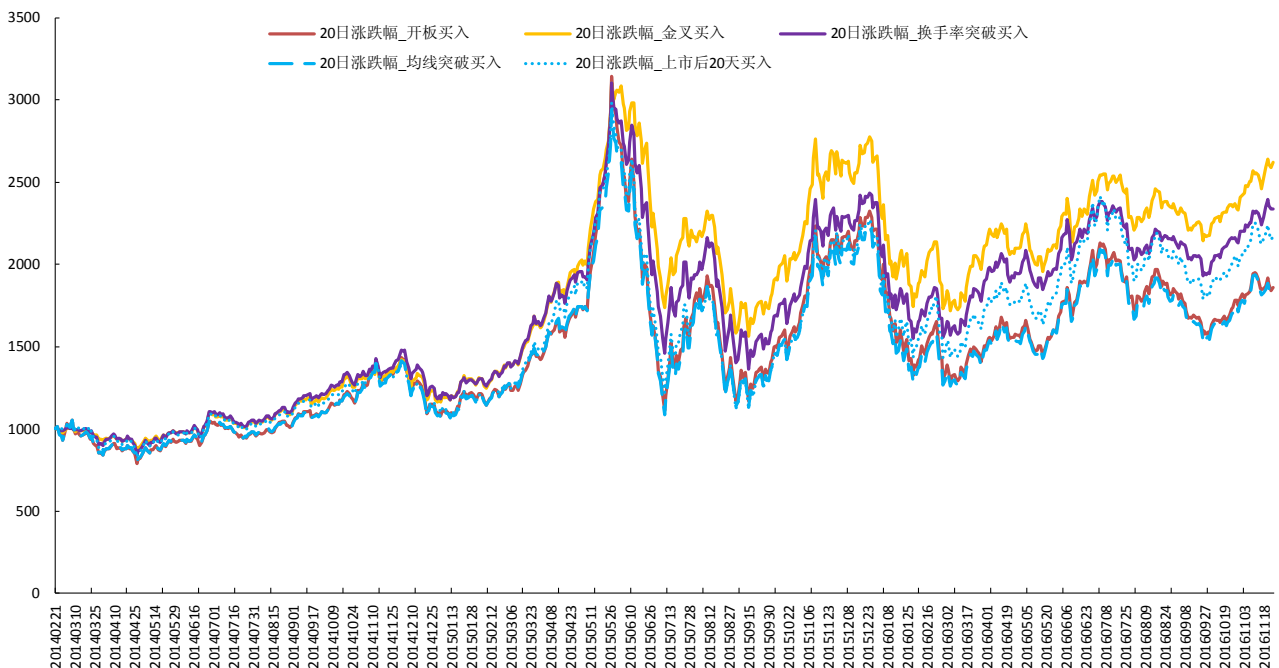
股灾之前动量效应相对更为明显，股灾之后反转效应更为明显，金叉买入和换手率突破买入相对表现更为突出。

图 37：反转效应非定期调仓（剔除前期涨幅较大股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 38：动量效应非定期调仓（剔除前期涨幅较小股票）

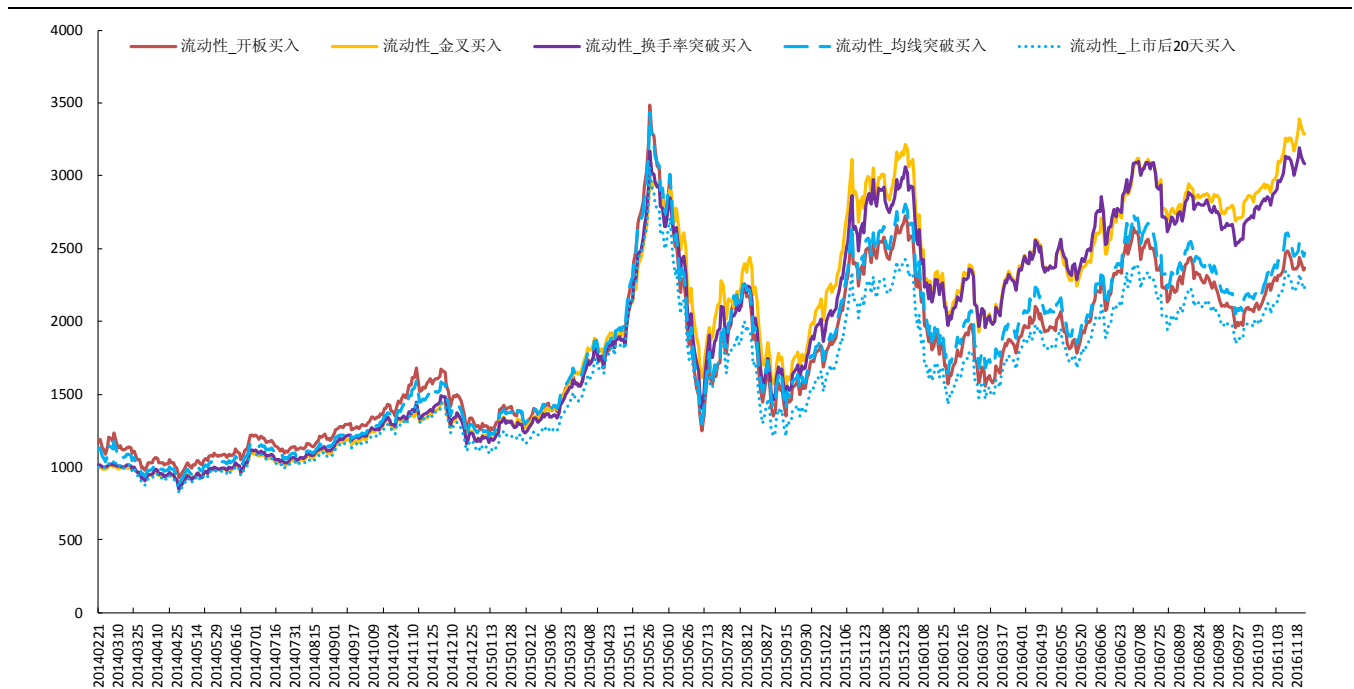


资料来源：Wind，长江证券研究所

e. 流动性

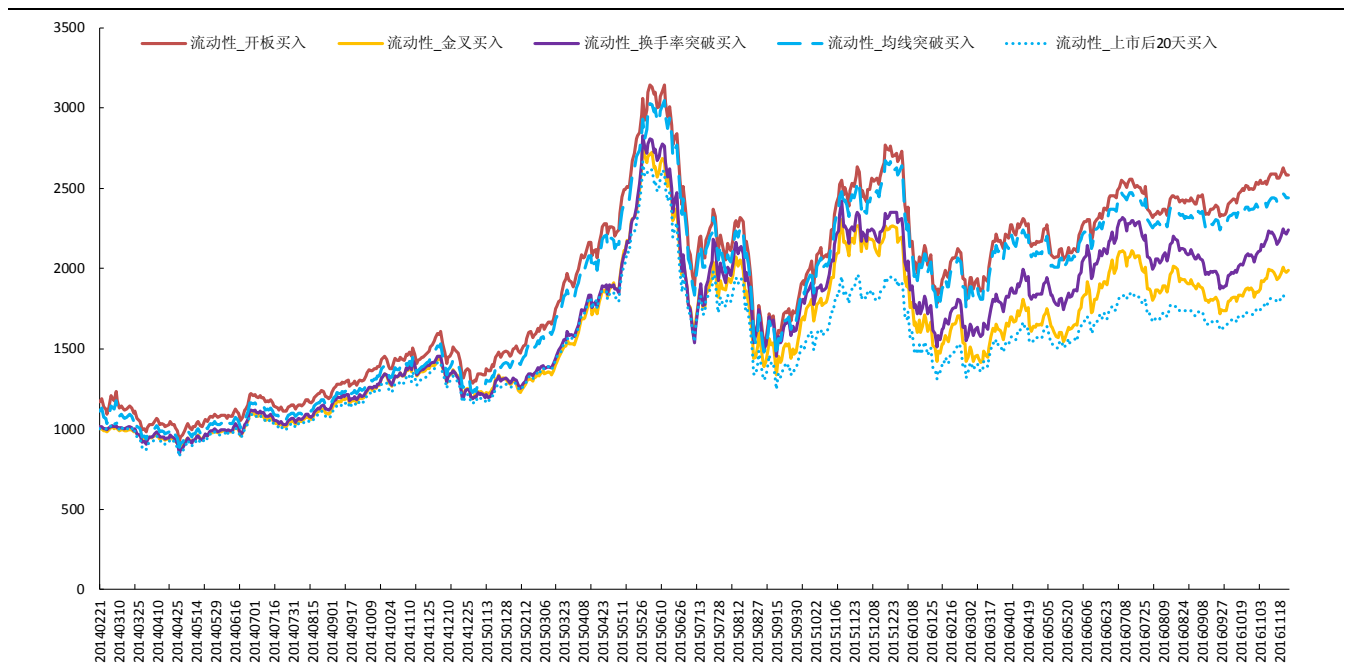
调仓时剔除流动性较大的股票和流动性较小的股票并无明显差异，但若加上换手率突破和金叉买入带来的择时效果，流动性越低，策略效果越好。

图 39：流动性非定期调仓（剔除流动性较大股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 40：流动性非定期调仓（剔除流动性较小股票）

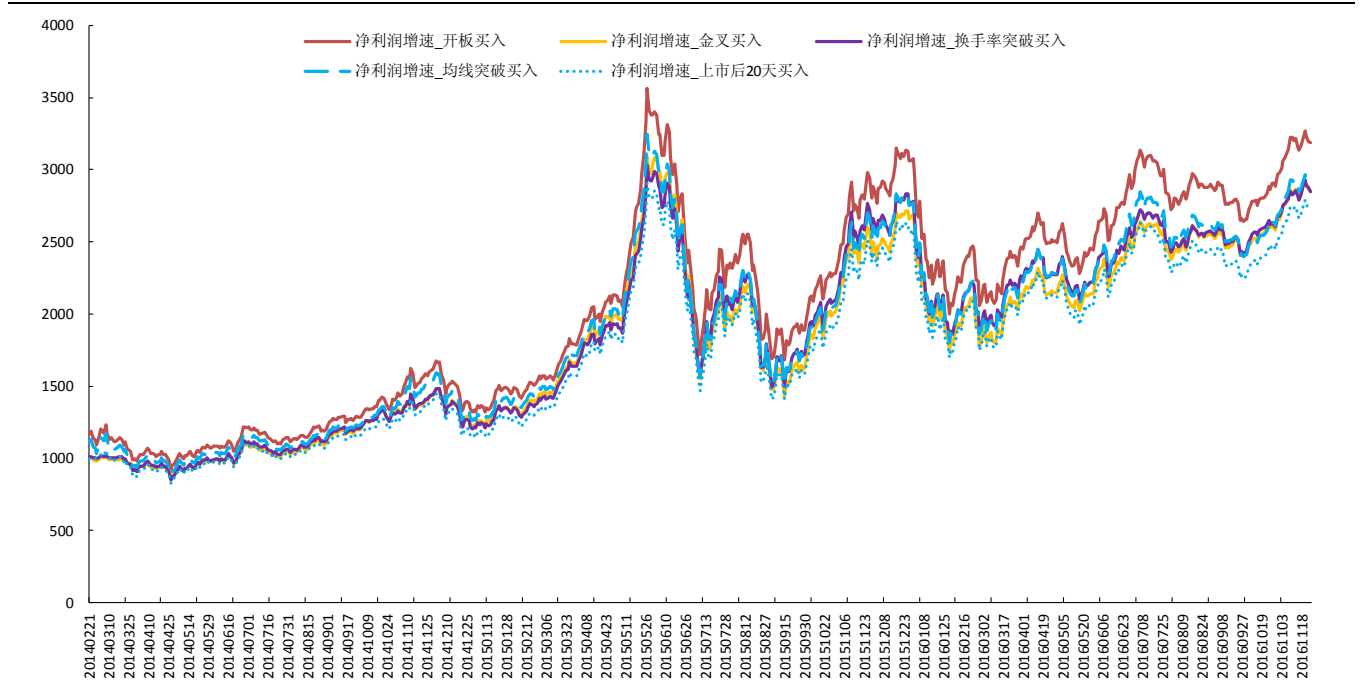


资料来源：Wind，长江证券研究所

f. 净利润增速

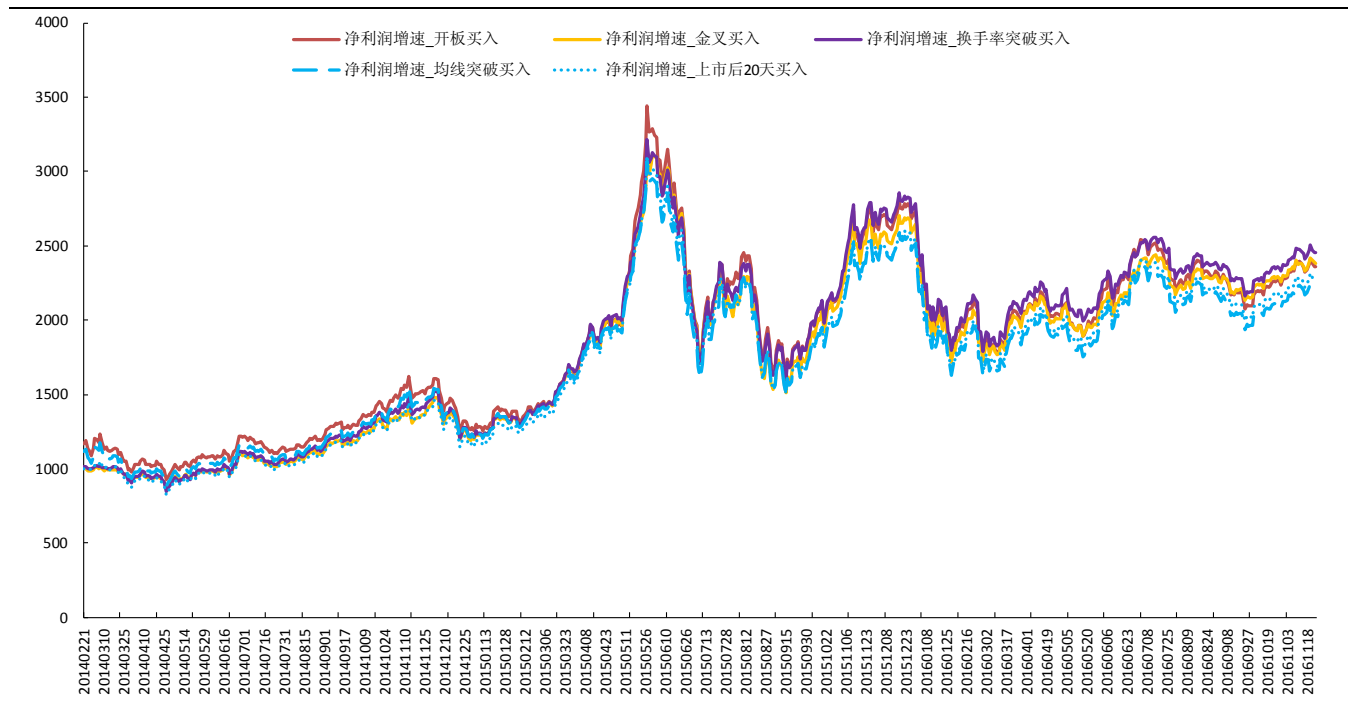
净利润增速较低的组合表现要强于净利润增速较高的组合，开板买入对于低净利润增速组合比较有效。

图 41：净利润增速非定期调仓（剔除净利润增速较大股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 42：净利润增速非定期调仓（剔除净利润增速较小股票）

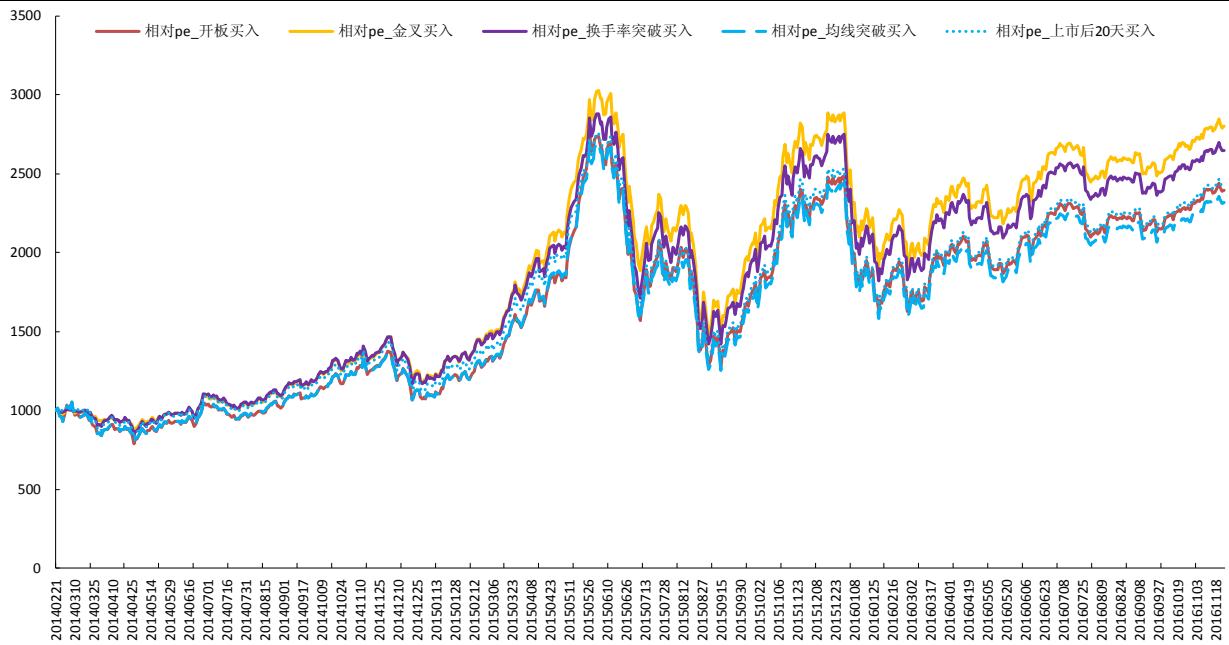


资料来源：Wind，长江证券研究所

g. 发行相对 PE

从非定期调仓的效果来看，发行相对 PE 指标是有效的，择时方式金叉买入和换手率突破比较有优势。

图 43: 发行相对 pe 非定期调仓（剔除发行相对 pe 较大股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 44: 发行相对 pe 非定期调仓（剔除发行相对 pe 较小股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

从择时和因子的整体测算效果来看，因子中流通市值表现最好，不同择时方式无明显差异，换手率突破表现略微优于其他组合，据此计算流通市值非定期调仓的分年表现（以创业板指为基准）。

表 6：流通市值非定期调仓分年表现

年度	收益率	超额收益率	夏普比率	基准夏普比率	最大回撤	基准最大回撤	胜率	相对胜率
2014	25.15%	26.80%	0.93	-0.03	20.63%	21.31%	58.33%	66.67%
2015	181.00%	96.60%	2.09	1.46	46.92%	54.86%	84.62%	53.85%
2016	28.92%	49.05%	0.87	-0.61	30.93%	30.73%	66.67%	83.33%
全部	73.06%	58.67%	1.41	0.49	46.92%	54.86%	68.57%	65.71%

资料来源：天软，长江证券研究所，

2、定期调仓组合构建

非定期调仓实际也是检查因子的有效性，从策略效果来看，市值因子的表现最好，根据这个做了一个定期调仓策略，规则如下：

成分股：2014 年之后全 A 开板但不足一年的股票；满足买点条件

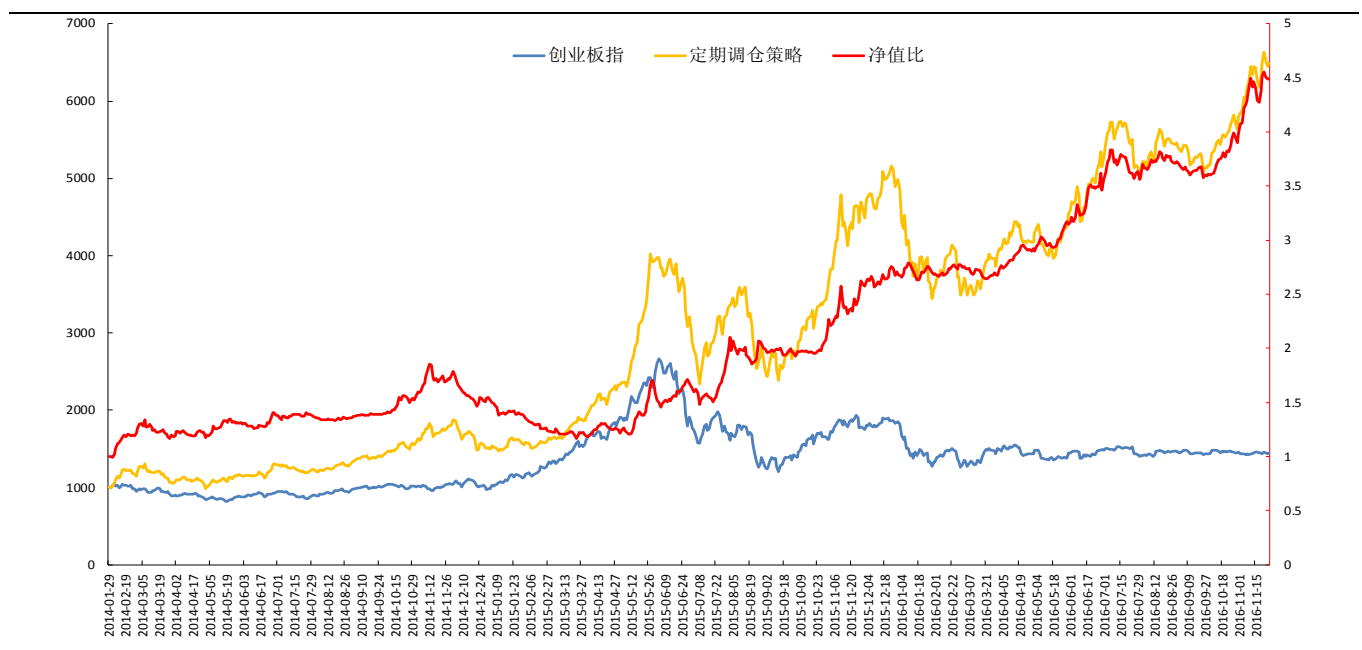
换仓时间：每月月初调仓，非交易日前推

总持仓：50 只；

换仓成本：双边千分之三（调入调出的股票），考虑涨跌停、停牌

加权方式：等权

图 45：发行相对 pe 非定期调仓（剔除发行相对 pe 较小股票）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 7：流通市值定期调仓分年表现

年度	收益率	超额收益率	夏普比率	基准夏普比率	最大回撤	基准最大回撤	胜率	相对胜率
2014	52.08%	53.70%	1.47	-0.03	24.62%	21.31%	66.67%	66.67%
2015	219.51%	135.10%	2.46	1.46	41.98%	54.86%	84.62%	61.54%
2016	33.82%	53.96%	1.00	-0.61	29.10%	30.73%	66.67%	83.33%
全部	97.45%	83.02%	1.74	0.49	41.98%	54.86%	71.43%	68.57%

资料来源：天软，长江证券研究所。

3、指数择时与组合构建

不定期调仓，但调仓时点跟个股分定期调仓有所不同，在指数买入点入场调仓，其他时间点正常操作，以市值因子为依据。

成分股：2014 年之后全 A 开板但不足一年的股票；满足买点条件

换仓时间：次新股全指（等权）满足 10 日均线第三天入场交易

总持仓：50 只

换仓成本：双边千分之三（调入调出的股票），考虑涨跌停、停牌

加权方式：等权

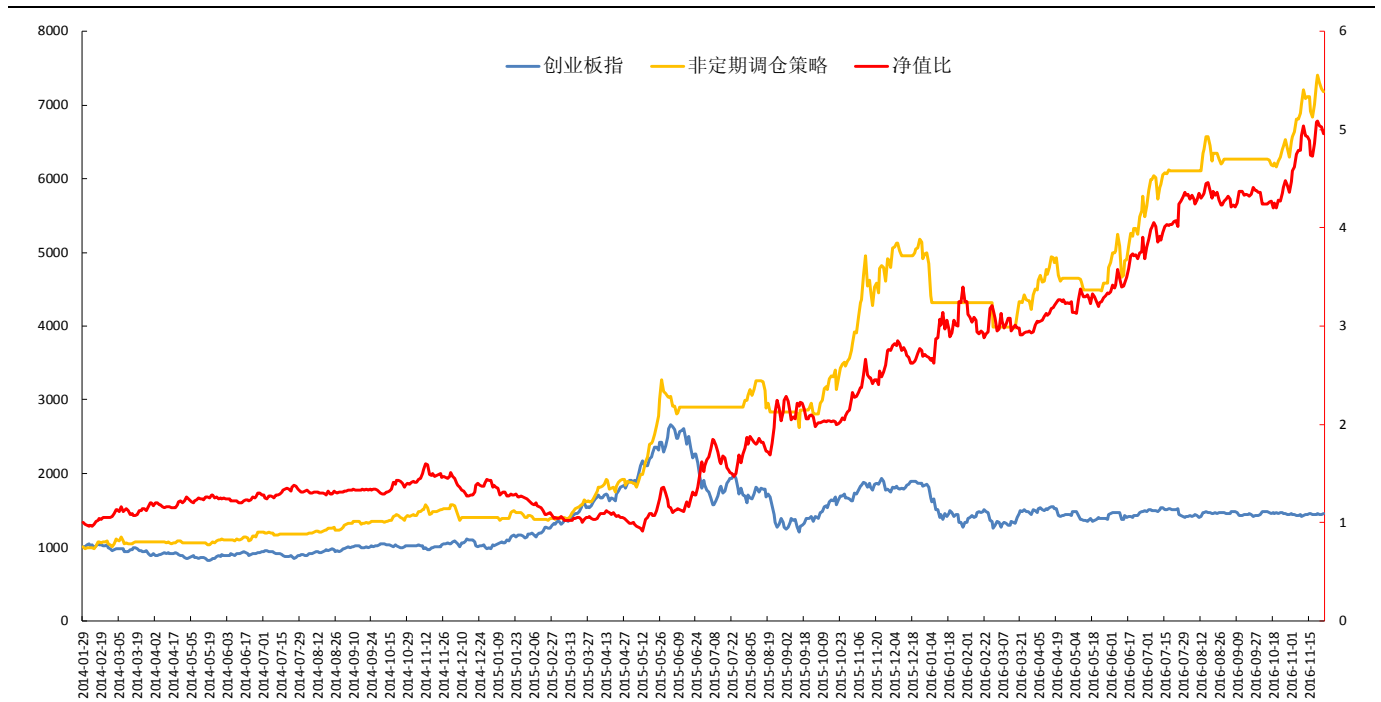
图 46：流通市值非定期调仓（次新股全指择时、不平仓）效果



资料来源：Wind，长江证券研究所

从效果上来看，并不如定期调仓表现好，但比个股非定期调仓的表现要稍好，再次作进一步的限制，次新股全指买点买入 50 只个股，卖点时选股清仓。

图 47：流通市值非定期调仓（次新股全指择时、平仓）效果



资料来源：Wind，长江证券研究所

在考虑成本情况下，次新股指数择时建仓平仓的策略年化高达 104.55%，超额收益为 90.17%，相对来说表现较好。

表 8：流通市值非定期调仓（次新股全指择时）分年表现

年度	收益率	超额收益率	夏普比率	基准夏普比率	最大回撤	基准最大回撤	胜率	相对胜率
2014	40.11%	41.77%	1.48	-0.03	13.55%	21.31%	58.33%	75.00%
2015	246.47%	162.06%	3.21	1.46	19.74%	54.86%	61.54%	53.85%
2016	48.06%	68.20%	1.61	-0.61	18.10%	30.73%	83.33%	75.00%
全部	104.55%	90.17%	2.25	0.49	23.18%	54.86%	65.71%	65.71%

资料来源：天软，长江证券研究所。

遍历多种因子和择时方式发现，因子中流通市值（相对行业市值）表现最为明显，个股择时中换手率突破和金叉买入是不错的选择方式。非定期调仓考虑时间序列的点位，但容易造成频繁调仓。次新股最有效的组合为流通市值定期调仓，或者通过指数择时的方式，选择比较好的入场时机。

六、总结

新股发行提速，次新热度上升

新股政策历经诸多变化，IPO 折价限制后，打新收益逐年提高，新股的稀缺性将会进一步体现在次新股之上，新股提速的背景下，次新股的数量逐步增多，成为可供持续炒作的主题热点。

次新股抑价明显，2013 年后始成市场热点

次新股作为刚上市不久的股票，制度红利明显，同时质地优良，具有较强的资本扩张潜力，筹码分散，没有股东解禁压力，成长预期较好，易于被市场炒作。从次新股全指表现来看，基本在 2013 年之后相对指数会有比较好的表现，进一步验证了关于市盈率限制对于次新股的影响。

次新股资金炒作明显，技术择时甄别入场机会

次新股个股的资金流进流出造成了个股的波动，一般是 N 字型走势，可通过均线金叉、换手率跌破阈值甄别技术型买点；次新股资金的集体炒作引起了整个次新股的涨跌，在次新股联动性较强的背景下，可通过次新股全指的均线择时鉴别入场机会。

典型事件型策略，规模因子表现显著

次新股作为一个事件型策略，剥离时间因素单独来统计各项指标会有失偏颇，在分析 17 个一二级市场因子的逻辑性之后，对不同因子的表现进行排序。相对而言比较有效的因子有（按强弱排序）流通市值、相对行业市值、实际募集资金比例、20 日涨跌幅、流动性、净利润增速以及发行相对行业 PE。

不同方式组合构建，流通市值定期调仓表现优异

遍历多种因子和择时方式的组合效果发现，因子中流通市值（相对行业市值）表现最为明显，个股择时中换手率突破和金叉买入是不错的选择方式。次新股最有效的组合为流通市值定期调仓，或者通过指数择时的方式，选择比较好的入场出场时机。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。