

金工研究/深度研究

2020年08月14日

林晓明 SAC No. S0570516010001
研究员 0755-82080134
linxiaoming@htsc.com

陈烨 SAC No. S0570518080004
研究员 SFC No. BPV962
010-56793943
chenye@htsc.com

王晨宇 SAC No. S0570119110038
联系人 02138476179
wangchenyu@htsc.com

相关研究

- 1 《金工：归本溯源：质量 Smart Beta》2020.08
- 2 《金工：行业配置策略：宏观因子视角》2020.08
- 3 《金工：ETF 产品细分差异化或成突围之道》2020.08

拥抱打新盛宴，详解打新收益测算

机构投资者网下打新收益及收益率分析

打新盛宴还在继续，打新收益测算模型为机构投资者提供重要参考

打新一直是机构投资者比较关注的话题，2019 年科创板股票上市将这一话题推向了新的高潮。根据本文测算结果，2020 年以来（截至 2020-7-31）科创板股票上市首日涨幅中位数为 185.7%，主板股票上市后一字板连涨天数的中位数为 7 天，打新收益颇丰，许多投资者积极参与到这场“打新盛宴”中来。本文对影响打新收益的因素进行全面分析，提出五条关于打新收益测算的合理假设，结合新股的网下打新配售明细数据，详细测算公募基金的年度打新收益及打新收益率，供投资者参考。

网下打新收益主要取决于网下打新获配金额和新股上市后表现

网下打新收益等于网下打新获配金额乘以新股上市后收益率，此处“收益”主要指金额大小，若计算网下打新“收益率”则还需考虑账户资产规模。网下打新获配金额还受到新股总融资规模、网下发行比例、中签率、投资者类型、是否顶格申购、基金公司入围能力等多个因素影响，其中基金公司入围能力是比较关键的影响因素。

公募基金针对科创板新股的报价入围能力差别较大，鹏华基金入围率居首
2019 年以来（截至 2020-7-31），全部 IPO 新股（不区分板块）的入围率中位数是 93.3%，其中主板、创业板、中小板的新股入围率中位数都接近 1，只有科创板新股入围率中位数比较低，为 83.4%。在此时间段内，我们计算参与打新产品数量不小于 20 只的公募基金的整体入围率情况，发现排名靠前的基金公司分别为鹏华基金、国联安基金、国海富兰克林基金，整体入围率分别为 98.2%、97.9%、97.7%。

公募基金打新收益分析：2 亿元左右规模下，打新收益率较高

我们计算公募基金 A 类账户打新收益情况，若排除年度打新收益在 600 万以下的账户（可能没有积极参与打新），2019、2020 年（截至 2020-7-31）单账户打新收益分布频率最高的区间都是 1850-1950 万元区间，打新收益排名前二十的基金规模大多在 10 亿元以上。若用打新收益除以期初期末资产均值来计算打新收益率，则打新收益率前二百名的基金规模大多分布在 1.5 至 2.5 亿元之间，也就是说此规模下资金利用效率达到最优。

风险提示：打新收益测算是历史经验的总结，不能直接预测未来；打新收益并不稳定，受 A 股 IPO 政策影响较大，需警惕相关政策风险。

正文目录

引言：打新盛宴还在继续，打新收益测算为投资者提供重要参考	4
打新收益测算框架及影响打新收益的关键要素分析	5
中国新股发行现状：2014 年后新股发行较为活跃	5
网下打新收益分析框架：打新收益主要受获配金额和新股上市后表现影响	6
A 股总计首发融资规模 2019、2020 年呈上升趋势，个股首发融资规模差别较大	6
网下发行比例：科创板网下发行比例中位数大于 60%，非科创板网下发行比例较低	7
A 类投资者网下打新中签率高于 B、C 两类，2020 年中签率相比 2019 年有所下降	8
网下询价市值门槛：A 类投资者市值门槛较低	8
3 亿元以上的公募基金能顶格申购约九成新股（2019 年初至 2020-7-31）	9
基金公司针对科创板新股的报价入围能力差别较大	10
新股上市表现：科创板新股关注上市首日涨跌幅，非科创板新股关注一字板连涨天数	11
公募基金网下打新收益分析：2 亿元左右规模打新收益率较高	13
打新收益及收益率测算假设	13
打新收益测算：科创板打新收益占全部打新收益的比重集中在 80% 以上	13
打新收益测算：1.5-2.5 亿元规模下打新收益率较高	15
附录：网下打新时间表及创业板与科创板网下配售要素	17
风险提示	19

图表目录

图表 1：2006 年至今 A 股每年首发家数及募集资金统计（截至 2020-7-31）	5
图表 2：A 股各板块每年首发家数统计（截至 2020-7-31）	5
图表 3：A 股各板块每年首发募集资金统计（截至 2020-7-31）	5
图表 4：网下打新收益测算公式	6
图表 5：A 股每年首发股票在各市值区间内数量分布（截至 2020-7-31）	6
图表 6：A 股每年首发股票在各市值区间募资额占比（截至 2020-7-31）	6
图表 7：科创板与主板配售规则对比	7
图表 8：A 股每年 IPO 新股的网下发行比例中位数（截至 2020-7-31）	7
图表 9：不同类型投资者网下打新中签率中位数（截至 2020-7-31）	8
图表 10：A 股每年 IPO 股票的网下询价市值门槛数量分布情况（截至 2020-7-31）	8
图表 11：主板顶格申购所需公募基金市值（2019 年初至 2020-7-31）	9
图表 12：科创板顶格申购所需公募基金市值（2019 年初至 2020-7-31）	9
图表 13：创业板顶格申购所需公募基金市值（2019 年初至 2020-7-31）	9
图表 14：中小板顶格申购所需公募基金市值（2019 年初至 2020-7-31）	9

图表 15: 科创板与主板询价及定价规则对比	10
图表 16: 指定时间区间内首发上市的所有股票入围率中位数 (截至 2020-7-31)	10
图表 17: 2019-1-1 至 2020-7-31 区间内全 A 股入围率排名前二十的公募基金及入围率情况 (截至 2020-7-31)	11
图表 18: 除货币基金外规模排名前二十的公募基金及入围率情况 (截至 2020-7-31)	11
图表 19: 新股上市首日涨跌幅中位数 (截至 2020-7-31)	12
图表 20: 主板、创业板、中小板新股一字板天数中位数 (截至 2020-7-31)	12
图表 21: 科创板新股上市 N 日收盘价相对发行价涨跌幅中位数 (截至 2020-7-31) ..	12
图表 22: 2019 年公募基金 A 类单账户打新收益分布	13
图表 23: 2020 年公募基金 A 类单账户打新收益分布 (截至 2020-7-31)	13
图表 24: 2019 年公募基金 A 类单账户打新收益科创板占比分布	13
图表 25: 2020 年公募基金 A 类单账户打新收益科创板占比分布	13
图表 26: 2019 年公募基金 A 类单账户打新收益排名前二十的基金信息及打新收益情况 (截至 2020-7-31)	14
图表 27: 2020 年公募基金 A 类单账户打新收益排名前二十的基金信息及打新收益情况 (截至 2020-7-31)	14
图表 28: 2019 年公募基金 A 类账户中打新收益前二十的基金资产净值	15
图表 29: 2020 年公募基金 A 类账户中打新收益前二十的基金资产净值	15
图表 30: 2019 年公募基金 A 类单账户打新收益率排名前二十的基金信息及打新收益率情况 (截至 2020-7-31)	15
图表 31: 2020 年公募基金 A 类单账户打新收益率排名前二十的基金信息及打新收益率情况 (截至 2020-7-31)	16
图表 32: 2019 年打新收益率前 200 名的基金规模分布	16
图表 33: 2020 年打新收益率前 200 名的基金规模分布 (截至 2020-7-31)	16
图表 34: 网下打新时间表	17
图表 35: 创业板 vs 科创板网下配售要素	18

引言：打新盛宴还在继续，打新收益测算为投资者提供重要参考

打新一直是机构投资者比较关注的话题，这与 A 股的 IPO 定价制度有一定程度的关联。IPO 定价制度会直接影响股票上市交易后的上涨空间，从而影响投资者的打新收益率，进一步影响到机构投资者参与打新的积极性。A 股 IPO 定价制度经历了多个阶段的变化，在 1984 年股份制改革到 2005 年询价制度正式实施之前，IPO 定价经历了按面值发行、按固定市盈率发行、放宽市盈率限制、控制市盈率 20 倍以下发行等几个阶段；在 2005 至 2008 年间，询价制度开始实施，但发行市盈率仍存在窗口指导，限制在 30 倍以下；2009 至 2012 年发行市盈率限制被取消，出现了若干只发行市盈率超过 50 倍的新股，新股上市首日的平均涨幅也较之前出现比较明显的回落；2012 年 11 月到 2014 年 1 月间 IPO 暂停，2014 年 1 月 IPO 短暂恢复，随后因发行中存在问题再次暂停 5 个月；2014 年 6 月 18 日 IPO 重启，直到今天，发行市盈率一直存在 23 倍的“隐形上限”（科创板股票除外），根据后文图表 19-21 统计结果，股票上市后中位数表现比较优秀，存在一定上涨空间，这也是打新一直受到投资者追捧的原因，我们将在后文相关章节中详细分析。

2019 年 7 月科创板首批新股上市交易，打新这一老话题又焕发了新的生机。相比主板、创业板和中小板，科创板网下配售比例有所提高，并且网下配售对象排除了个人投资者，这些都是机构投资者掘金科创板打新的利好性政策。市场上也随之出现了若干以科创板打新为卖点的基金产品，同时其它机构投资者也普遍踊跃参与到这场“打新盛宴”中来。

科创板方兴未艾，创业板注册制改革步伐渐行渐近。2020 年 6 月，证监会正式发布创业板改革并试点注册制相关制度规则，创业板发行承销制度改革吸纳科创板优秀经验，在制度设计上向科创板靠拢，整体体现为向机构投资者的政策倾斜，但部分细则存在一定的差异化安排。华泰金融团队在 2020-6-14 研报《掘金创业板打新，紧握改革红利》中详细对比了科创板和创业板打新规则的异同，我们将这部分内容放到本文附录中，敬请各位投资人参考。

今年上半年受到疫情影响，权益市场呈现较大波动，稳健投资需求上升，打新作为比较稳定的收益来源之一，受到机构投资人颇多关注。本文主要立足量化视角，为投资人解答以下几个问题：

1. 新股发行状况和变化趋势是怎样的？
2. 打新收益分析框架如何建立？影响打新收益的要素有哪些？
3. 哪些是影响打新收益的关键性要素？
4. 结合网下打新配售明细及新股上市后表现，如何详细测算基金产品的打新收益？
5. 基金规模多大时，打新收益率能达到最优（即资金利用效率最高）？

接下来我们将对这些问题一一做出解答。

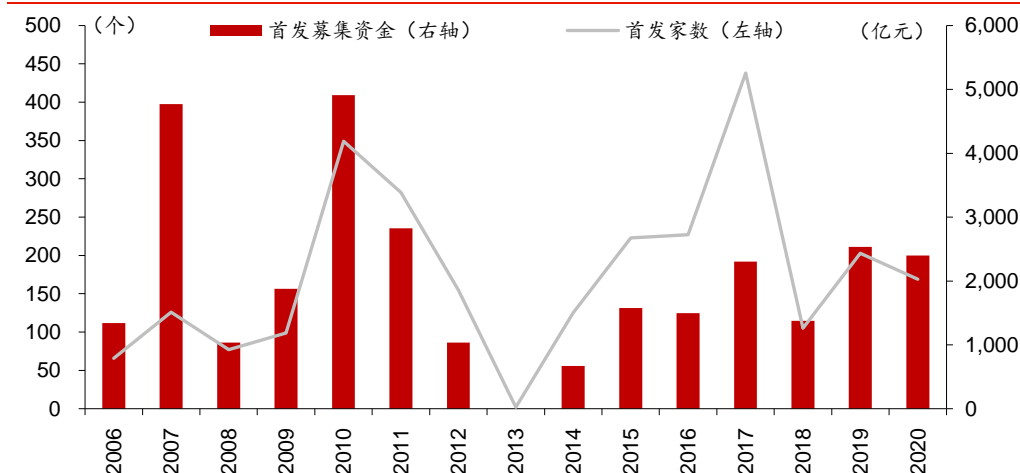
打新收益测算框架及影响打新收益的关键要素分析

中国新股发行现状：2014 年后新股发行较为活跃

在开始具体的打新收益测算之前，我们先来了解一下 2006 年至今 A 股的新股发行状况。观察下方图表 1，可以发现 2007、2010 两年是新股募集资金的高峰，2013 年 IPO 出现短暂中断，2014 年 IPO 重启后，在 2015-2019 年间每年的新股募集资金比较稳定，在 2000 亿元附近浮动。新股发行数量则在 2017 年出现高峰，超过 400 家，2018 年略少，2015、2016、2019 三年均在 200 家左右。2020 年初至 2020-7-31，A 股 IPO 已达 169 家，募集资金超过 2300 亿元，可以预见今年又将形成一个 IPO 的小高峰年份。

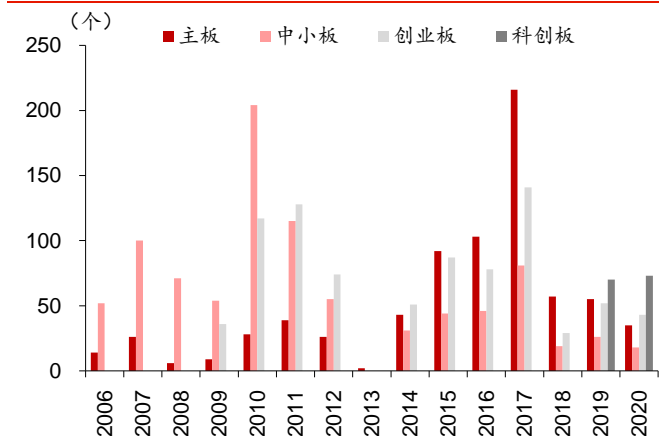
接下来，在图表 2、3 中我们展示了 A 股主板、中小板、创业板、科创板的每年首发家数及募集资金统计结果。在首发家数方面，2006~2010 年间中小板 IPO 数量相对最多，2011~2014 年间创业板 IPO 数量超过了中小板和主板，2015~2018 年间则是主板 IPO 数量相对最多，2019 年和今年截至 2020-7-31 之前是科创板占据榜首。不过在募集资金方面，从 2006 年至今大部分年份都是主板募资最多，其中 2010~2014 年间中小板和创业板募资规模与主板大体相当，另外，今年截至 2020-7-31 之前，科创板募资规模已经超过其它板块跃居首位，势头比较强劲。创业板注册制预计今年三季度开始执行，创业板的 IPO 数量和募资规模有望出现较大增长。

图表1： 2006 年至今 A 股每年首发家数及募集资金统计（截至 2020-7-31）



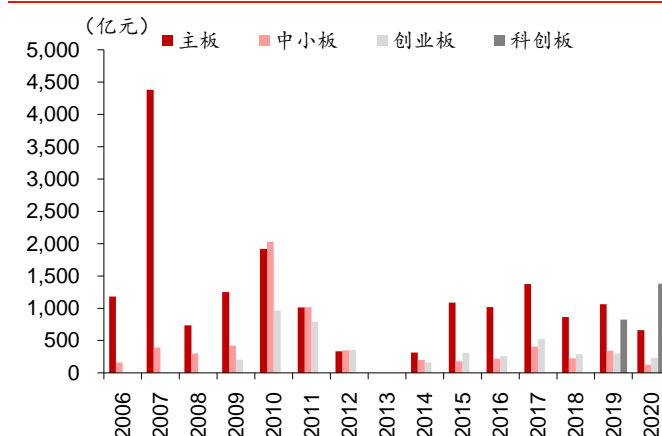
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： A 股各板块每年首发家数统计（截至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： A 股各板块每年首发募集资金统计（截至 2020-7-31）

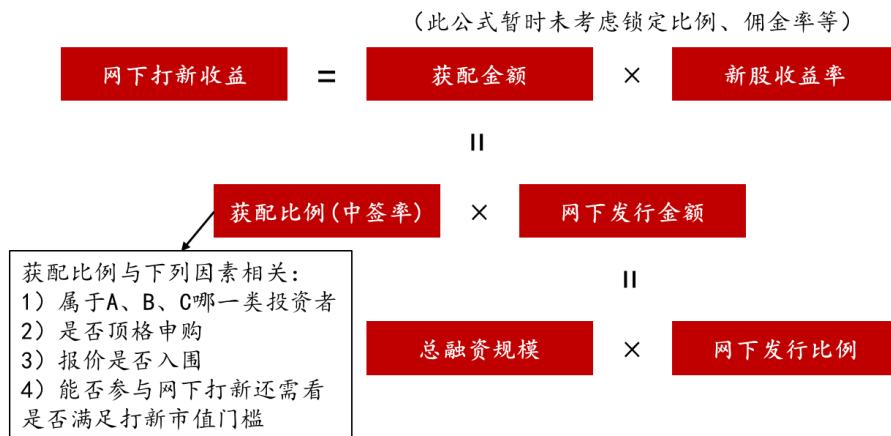


资料来源：Wind，华泰证券研究所

网下打新收益分析框架：打新收益主要受获配金额和新股上市后表现影响

机构投资者通过网下打新获得的收益大小主要取决于两个因素：网下打新获配金额和新股上市后表现。需要注意的是，这里我们所说的“收益”主要指金额大小，若计算网下打新“收益率”则还需考虑账户资产规模。网下打新获配金额还受到新股总融资规模、网下发行比例、中签率等多个因素影响，我们将网下打新收益测算公式列在下面图表中。

图表4：网下打新收益测算公式



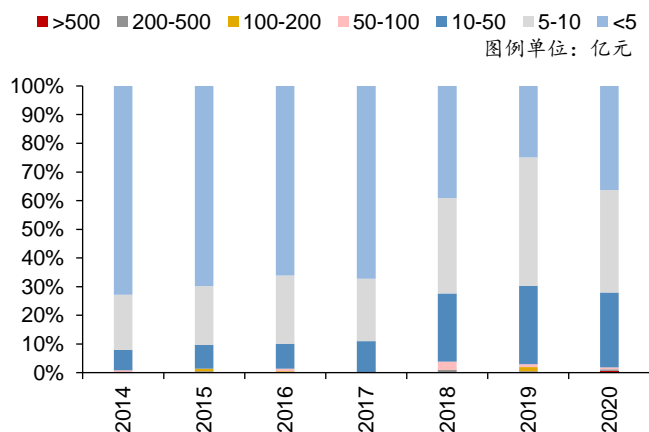
资料来源：华泰证券研究所

接下来，我们将根据上面图表，对影响打新收益的几项因素逐一展开分析。

A股总计首发融资规模 2019、2020 年呈上升趋势，个股首发融资规模差别较大

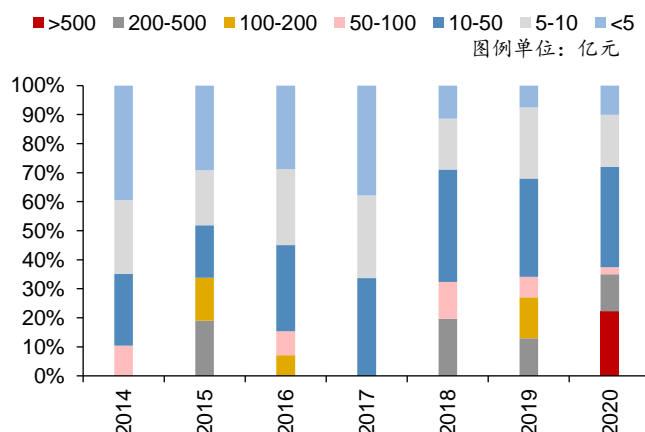
由图表 1 可以看出，2019 年 A 股首发融资规模上升较多，是 2012 年以来 IPO 募资总额最多的一年，2020 年预计将继续上升，这对打新是利好的。不过具体到每个新股的募资额，却呈现比较大的差别。在以下两图中，我们展示了 2004 年至 2020 年（截至 2020-7-31）的每年 A 股首发股票数量和募资额按市值区间的分布情况，可以发现，募资额在 100 亿元以上的公司数量很少，但所占权重未必少。例如，2019 年 IPO 募资额在 100 亿元以上的公司仅有 4 家，但这 4 家公司的募资额之和占全年总募资额约 27% 的权重；2020 年更是诞生了一家首发募资额在 500 亿元以上的公司，占 2020 年以来（截至 2020-7-31）总募资额约 22% 的权重。一般来说，“超大市值”股票 IPO 时间在各年份间并不是均匀分布的，而它们对每年度的募资总额影响较大，再加上 IPO 受监管政策影响较大，所以每年 IPO 总融资金额并不平滑且难以预测。对于参与打新的机构来说，是否打中这些大市值新股对全年打新收益影响是比较大的。

图表5：A股每年首发股票在各市值区间内数量分布（截至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：A股每年首发股票在各市值区间募资额占比（截至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

网下发行比例：科创板网下发行比例中位数大于 60%，非科创板网下发行比例较低

科创板的配售规则更加倾向于参与网下打新的机构投资者。相比主板，科创板网下配售额中公募基金、社保基金、养老金、年金、保险的占比下限由 40%提升为 50%，回拨比例大幅调低，并降低向战略投资者配售的条件要求，引入保荐机构跟投、发行人高管与核心员工认购安排等（详见图表 7）。

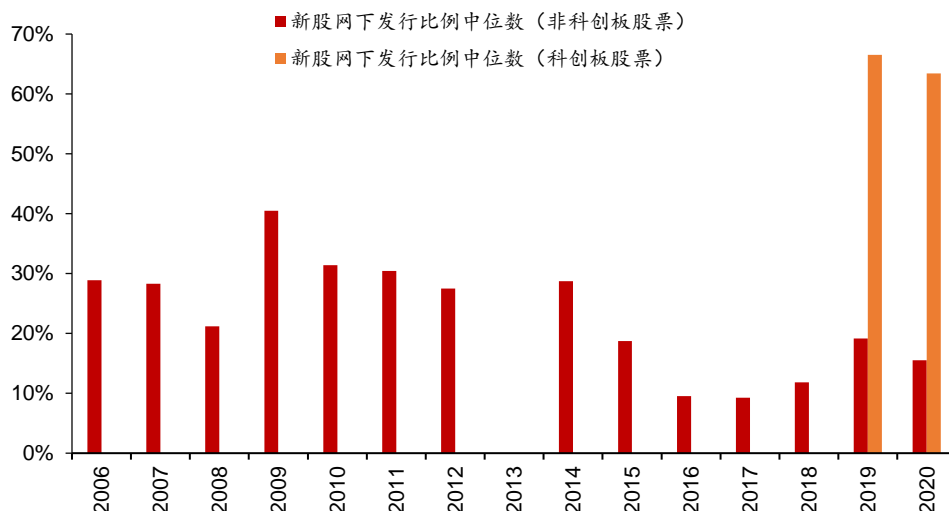
我们在图表 8 中展示了每年 IPO 新股的网下发行比例中位数（截至 2020-7-31），可以发现，自 2015 年至今，每年非科创板新股的网下发行比例中位数都在 9%至 20%之间，而科创板新股的网下发行比例中位数则在 60%以上。从这个角度来看，机构参与科创板网下打新可能会获得较高配售额。

图表7： 科创板与主板配售规则对比

	科创板	主板
网下优先配售	1. 公募基金、社保基金、养老金、年金、保险不低于 50%；前类投资者申购不足量，可再配售给其他网下投资者； 2. QFII 的配售比例不得低于除公募基金、社保基金、养老金、年金、保险以外的投资者； 3. 发行后不超过 4 亿股的，网下初始比例不低于 70%； 4. 发行后超过 4 亿股或尚未盈利的，网下初始比例不低于 80%。	1. 公募、社保、养老金不低于 40%； 2. 公开发售后总股本在 4 亿股（含）以下的，网下初始发行比例不低于 60%； 3. 公开发售后总股本超过 4 亿股的，网下初始发行比例不低于 70%。
网上配售	1. 每 5000 元市值可申购 500 股； 2. 超额认购时，摇号配售。	1. 上交所：每 10000 元市值可申购 1000 股，深交所：每 5000 元市值可申购 500 股； 2. 超额认购时，摇号配售。
回拨机制	1. 若网上认购倍数在 50-100 倍，回拨 5%； 2. 若网上认购倍数超过 100 倍，回拨 10%； 3. 回拨后，网下发行占比原则上不超过 80%。	1. 若网上认购倍数在 50-100 倍，回拨 20%； 2. 若网上认购倍数超过 100 倍，回拨 40%； 3. 若网上认购倍数超过 150 倍，回拨后无锁定期网下发行比例不超过 10%。
战略配售	1. 若首发 1 亿股以上，战略配售原则上不超过 30%，超过 30%需充分说明理由； 2. 若首发 1 亿股以下，战略配售不超过 20%； 3. 锁定期不超过 12 个月； 4. 新增战略配售对象：（1）保荐机构相关子公司：按发行规模分档确定跟投比例，锁定期 2 年，跟投使用的资金应为自有资金；（2）高级管理人员与核心员工专项资产管理计划，跟投比例不超过 10%。	1. 公开发售后总股本在 4 亿股以上的，可以向战略投资者配售； 2. 战略投资者不参与网下询价，锁定期不少于 12 个月。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： A 股每年 IPO 新股的网下发行比例中位数（截至 2020-7-31）



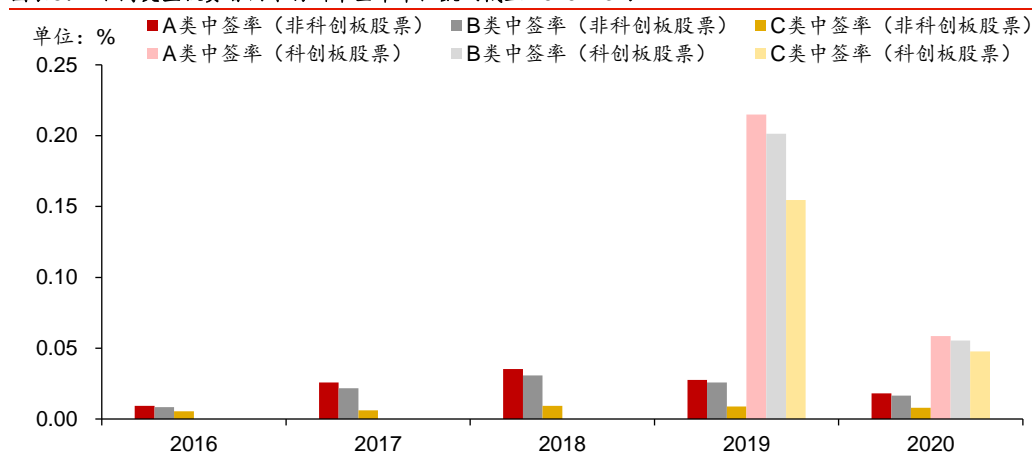
资料来源：Wind，华泰证券研究所

A 类投资者网下打新中签率高于 B、C 两类，2020 年中签率相比 2019 年有所下降

中国证券业协会公布的《首次公开发行股票网下投资者管理细则（2018 年修订）》第二十条为：“根据网下投资者参与首发股票询价和网下申购业务的情况和综合评分结果，将网下投资者划分为 A、B、C 三类。其中 A 类投资者的比例不高于 30%，C 类投资者的比例不高于 20%。主承销商在开展投资者选择和股票配售工作时应予以优先考虑 A 类网下投资者，谨慎对待 C 类投资者。B 类网下投资者可正常参与首发股票询价和网下申购业务。评价结果在协会网站公示。”公募基金、养老金、社保基金等属于 A 类投资者，也是本报告的主要研究对象。

下图展示了 2016 年以来各年度的 A、B、C 类投资者中签率中位数（截至 2020-7-31），中签率的定义为：网下配售数量/网下有效申购数量。A 类中签率高于 B 类和 C 类，科创板股票中签率高于非科创板股票。2019 年科创板、非科创板新股 A 类投资者中签率中位数分别为 0.215%、0.028%，但今年以来（截至 2020-7-31）这一数据分别下降到 0.059%、0.018%。中签率的下滑可能会使打新收益受到不利影响。

图表9：不同类型投资者网下打新中签率中位数（截至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

网下询价市值门槛：A 类投资者市值门槛较低

网下询价市值门槛的含义是：参与网下配售，需要持有的沪市或深市非限售股票的流通市值日均最低额度。在 2018 年及之前，A、B、C 三类投资者的市值门槛大致相同，自 2019 年初开始，许多 IPO 股票开始对网下投资者设置差异化市值门槛，调低 A 类投资者的市值门槛，为以稳健增值为目标的养老金、社保基金等中长期资金入市创造有利的市场环境。

我们统计了 2016 年以来（截至 2020-7-31）各年度 IPO 股票的网下询价市值门槛分布情况，详见下表（针对 A 类投资者的市值门槛 Wind 数据有缺失，为不完全统计结果）。可以发现，自 2018 年以后，大部分 IPO 股票的网下询价市值门槛是 6000 万元；但针对 A 类投资者而言，2019 年市值门槛为 1000 万元的新股数量大于 6000 万元的新股数量，2020 年初以来（截至 2020-7-31）市值门槛为 1000 万元和 6000 万元的新股大约各占一半。

图表10：A 股每年 IPO 股票的网下询价市值门槛数量分布情况（截至 2020-7-31）

市值门槛	2016	2017	2018	2019	2020	2019（只针对 A 类）	2020（只针对 A 类）
1000 万元	79	0	0	0	0	92	72
2000 万元	27	1	0	0	0	0	0
3000 万元	51	24	0	0	0	0	0
5000 万元	9	91	8	8	4	0	0
6000 万元	0	223	79	174	148	70	73

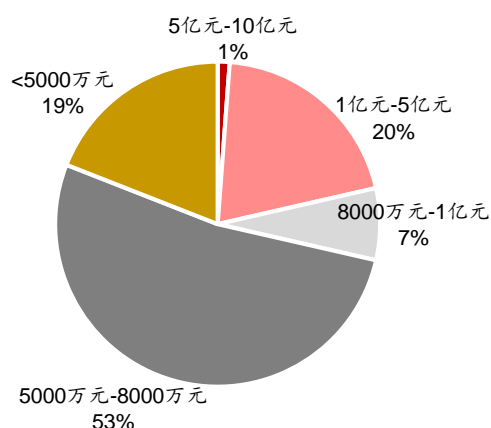
资料来源：Wind，华泰证券研究所

3 亿元以上的公募基金能顶格申购约九成新股（2019 年初至 2020-7-31）

网下打新时申购新股数量存在上下限，一般满足市值条件的账户都会以上限数量进行申购，以提高中签的可能性，也就是俗称的“顶格申购”。《公开募集证券投资基金运作管理办法》规定：“基金财产参与股票发行申购，单只基金所申报的金额不得超过该基金的总资产”，因此，若想要顶格申购所有新股，基金资产需要达到一定规模。在基金专户、券商资管等领域也有类似文件，并且中国证券业协会发布的《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》对所有参与科创板网下打新的投资者也做出了类似规定。

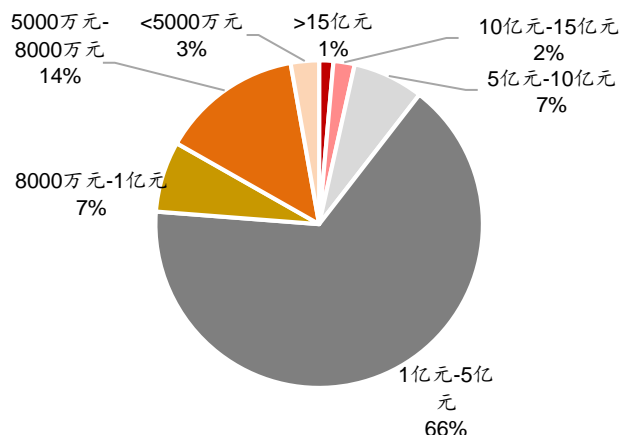
我们将顶格申购所需公募基金最低市值划分了若干区间，在下面 4 个图表中分别统计了主板、科创板、创业板、中小板在 2019 年初至 2020-7-31 这段时间内上市的新股在各个区间内数量分布情况。可以看到，科创板顶格申购所需基金市值相对较大，其次是主板，创业板和中小板则对基金市值要求不高。实际上，在这段时间内，创业板顶格申购所需最大市值为 2.0 亿元，中小板为 2.6 亿元；若一支公募基金规模为 3 亿元，则它在这段时间内可以顶格申购 90% 左右的新股。虽然规模比较大的基金能够顶格申购更多的新股，但打新收益率也会被相应地摊薄；到底多大规模的基金打新收益率最高——我们将在报告后半部分详细分析。

图表11： 主板顶格申购所需公募基金市值（2019 年初至 2020-7-31）



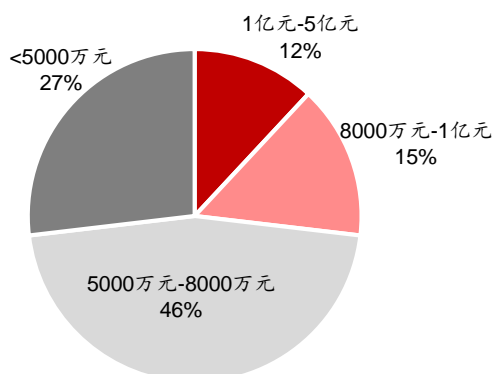
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 科创板顶格申购所需公募基金市值（2019 年初至 2020-7-31）



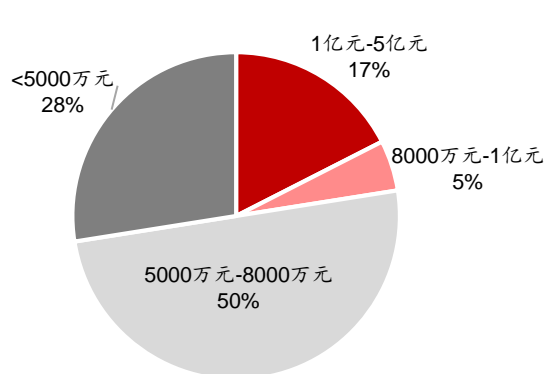
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 创业板顶格申购所需公募基金市值（2019 年初至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 中小板顶格申购所需公募基金市值（2019 年初至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基金公司针对科创板新股的报价入围能力差别较大

自 2005 年开始，A 股市场开始施行 IPO 询价制度，标志着中国首次公开发行股票市场化定价机制的初步建立。在此之后，询价制度实施细节经历过多次调整，目前的询价及定价规则详见下方图表 15。2019 年科创板开始上市交易，相比主板，科创板对于上市股票的定价取消了 23 倍市盈率限制，所有股票均采用市场化询价发行机制，可以让机构投资者更有效率地参与企业定价；因此，机构的“报价入围能力”重要性更加凸显，能在较大程度上影响机构的打新收益。

图表 15： 科创板与主板询价及定价规则对比

	科创板	主板
询价对象	基金、证券、信托、财务公司、保险、QFII、私募等专业机构投资者，不包括个人投资者	基金、证券、信托、财务公司、保险、QFII、私募等专业机构投资者、符合条件的个人投资者
初步询价	1. 一个配售对象只能申报一个价格； 2. 网下投资者可以为其管理的不同配售对象账户分别填报一个报价； 3. 同一网下投资者全部报价中的不同申购价格不超过 3 个。	所有配售对象都只能申报同一个价格
定价方式	网下询价，没有市盈率限制	1. 网下询价（23 倍市盈率限制）； 2. 公开发行股票数量在 2000 万股以下且无老股转让的，可以由发行人与主承销商自主协商定价，但需全网上发行。
报价依据	参考主承销商出具的投资价值报告，并结合自己的研究及预期	根据上市公司披露的拟募资额、发行费用以及拟发行股数，可精确算出首发价格
定价流程	1. 剔除最高报价，且剔除部分不得低于所有网下投资者拟申购总量的 10%； 2. 每个网下投资者填报的最高价和最低价差额不得超过 20%； 3. 参考机构报价中位数、加权平均数，确定价格或价格区间； 4. 通过摇号抽取六类中长线资金对象中的 10% 账户，中签账户的管理者承诺获配股份锁定，持有期限自股票上市 6 个月以上。	1. 剔除最高报价，且剔除部分不得低于所有网下投资者拟申购总量的 10%； 2. 根据剩余报价和拟申购数量协商确定发行价格。
风险提示	若定价超过机构中位数、加权平均数孰低值，应发风险提示公告	若市盈率高于同行业平均市盈率，应发投资风险特别公告
有效报价的认定	1. 申报价格不低于主承销商确定的价格下限； 2. 未作为最高报价剔除。	1. 申报价格不低于主承销商确定的价格下限； 2. 未作为最高报价剔除。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

首先，我们先整体衡量一下 2019 年以来 IPO 新股的入围率情况，个股入围率等于有效报价次数除以初步询价总次数，我们对各个板块的新股入围率取中位数，见下方图表。2019-1-1 至 2020-7-31，全部 IPO 新股（不区分板块）的入围率中位数是 93.3%，其中主板、创业板、中小板的新股入围率中位数都接近 1，只有科创板新股入围率中位数比较低，为 83.4%。2020-1-1 至 2020-7-31 的入围率中位数基本与 2019-1-1 至 2020-7-31 的统计结果相近，只是全 A 股和科创板的入围率出现小幅下降，而主板、创业板、中小板的新股入围率中位数都为 1。

图表 16： 指定时间区间内首发上市的所有股票入围率中位数（截至 2020-7-31）

指定时间区间内首发上市的所有股票入围率中位数	全 A 股	主板	科创板	创业板	中小板
2019-1-1 至 2020-7-31	93.3%	98.8%	83.4%	100.0%	97.4%
2020-1-1 至 2020-7-31	91.5%	100.0%	81.4%	100.0%	100.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

本报告主要关注公募基金的打新情况，我们进一步计算 2019 年以来各个公募基金的入围率（基金公司的入围率等于一段时间内该基金公司所有参与打新的产品的有效报价次数除以初步询价总次数）。我们取 2019-1-1 至 2020-7-31 区间内全 A 股入围率排名前二十的公募基金，将其详细入围情况展示在图表 17 中。为避免偶然性因素，这里只考虑参与打新的产品数量不小于 20 只的公募基金。可以发现，各个基金公司的主板、创业板、中小板入围率相差不大，差距主要体现在科创板入围率上面。

同时，我们取当前除货币基金外规模排名前二十的公募基金（截至 2020-7-31），将入围情况展示在图表 18 中。这些规模较大的基金公司都是比较积极参与 A 股打新的，且图表 18 中超过一半的基金公司入围率大于图表 16 中的中位数。

图表 17: 2019-1-1 至 2020-7-31 区间内全 A 股入围率排名前二十的公募基金及入围率情况 (截至 2020-7-31)

	2019-1-1 至 2020-7-31							2020-1-1 至 2020-7-31						
	参与个股数量	参与产品数量	全 A 股入围率	主板入围率	科创板入围率	创业板入围率	中小板入围率	参与个股数量	参与产品数量	全 A 股入围率	主板入围率	科创板入围率	创业板入围率	中小板入围率
鹏华基金	327	146	98.2%	99.9%	96.5%	99.8%	99.9%	159	140	96.9%	99.8%	93.9%	100.0%	100.0%
国联安基金	348	40	97.9%	99.3%	96.4%	99.4%	99.3%	165	37	97.3%	98.7%	95.4%	100.0%	100.0%
国海富兰克林基金	344	20	97.7%	99.5%	95.4%	99.3%	100.0%	164	19	97.1%	98.9%	94.8%	100.0%	100.0%
博时基金	329	131	96.9%	99.8%	93.3%	99.7%	100.0%	158	129	95.3%	99.5%	89.8%	100.0%	100.0%
华宝基金	348	55	96.3%	98.7%	92.3%	99.4%	100.0%	165	55	97.5%	98.7%	95.2%	100.0%	100.0%
诺安基金	345	44	97.2%	99.8%	95.1%	98.1%	98.1%	163	40	96.6%	99.6%	92.7%	100.0%	100.0%
融通基金	345	51	96.4%	98.8%	92.8%	99.4%	97.9%	164	47	95.9%	99.2%	91.3%	100.0%	100.0%
中信保诚基金	342	34	97.1%	99.6%	93.3%	99.8%	99.5%	163	33	97.1%	99.2%	93.8%	100.0%	100.0%
建信基金	345	89	91.8%	99.8%	80.4%	99.4%	96.6%	164	87	92.8%	99.5%	82.3%	100.0%	95.4%
工银瑞信基金	344	112	95.7%	99.8%	89.0%	99.5%	98.8%	163	108	96.8%	99.6%	91.8%	100.0%	100.0%
安信基金	329	49	93.0%	99.3%	84.4%	99.3%	99.7%	159	43	92.0%	98.5%	83.0%	100.0%	100.0%
国泰基金	344	108	96.2%	99.4%	92.4%	99.9%	96.2%	164	102	95.3%	99.9%	88.7%	100.0%	100.0%
西部利得基金	337	20	95.1%	97.7%	90.1%	99.9%	100.0%	159	18	94.4%	95.9%	88.6%	100.0%	100.0%
华夏基金	298	148	93.7%	99.8%	86.1%	99.9%	100.0%	142	142	92.5%	99.7%	83.4%	100.0%	100.0%
浦银安盛基金	344	28	93.4%	97.7%	85.7%	99.6%	99.9%	164	28	91.4%	99.7%	78.8%	100.0%	100.0%
东方基金	344	25	96.5%	98.1%	91.4%	99.3%	100.0%	164	24	96.0%	95.7%	91.7%	100.0%	100.0%
中银基金	341	67	95.2%	99.1%	89.5%	99.7%	100.0%	162	66	93.6%	97.9%	86.2%	100.0%	100.0%
长安基金	337	32	94.0%	96.6%	89.8%	97.8%	96.5%	161	24	94.1%	97.2%	87.7%	100.0%	93.0%
长信基金	331	38	94.6%	99.9%	89.6%	99.5%	99.1%	157	36	93.4%	99.8%	88.7%	100.0%	100.0%
长盛基金	341	46	94.4%	96.4%	90.9%	99.2%	94.4%	161	46	93.6%	95.5%	87.7%	100.0%	100.0%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 18: 除货币基金外规模排名前二十的公募基金及入围率情况 (截至 2020-7-31)

	2019-1-1 至 2020-7-31							2020-1-1 至 2020-7-31						
	参与个股数量	参与产品数量	全 A 股入围率	主板入围率	科创板入围率	创业板入围率	中小板入围率	参与个股数量	参与产品数量	全 A 股入围率	主板入围率	科创板入围率	创业板入围率	中小板入围率
易方达基金	323	203	94.3%	99.0%	87.6%	98.4%	100.0%	155	195	96.6%	97.8%	94.1%	100.0%	100.0%
汇添富基金	334	149	85.8%	97.8%	69.0%	96.1%	95.1%	158	136	88.8%	98.3%	74.9%	97.0%	93.5%
广发基金	322	169	89.0%	98.3%	74.2%	99.8%	98.2%	154	164	89.7%	99.6%	75.4%	100.0%	100.0%
华夏基金	298	148	93.7%	99.8%	86.1%	99.9%	100.0%	142	142	92.5%	99.7%	83.4%	100.0%	100.0%
博时基金	329	131	96.9%	99.8%	93.3%	99.7%	100.0%	158	129	95.3%	99.5%	89.8%	100.0%	100.0%
南方基金	321	155	88.8%	92.0%	80.0%	96.1%	97.3%	145	150	86.8%	84.8%	78.6%	96.2%	100.0%
富国基金	314	185	90.8%	98.0%	83.4%	98.7%	89.4%	148	179	87.2%	96.3%	77.9%	100.0%	77.7%
中银基金	341	67	95.2%	99.1%	89.5%	99.7%	100.0%	162	66	93.6%	97.9%	86.2%	100.0%	100.0%
招商基金	330	149	94.5%	99.4%	89.4%	98.5%	96.5%	159	148	93.9%	99.0%	87.0%	100.0%	100.0%
鹏华基金	327	146	98.2%	99.9%	96.5%	99.8%	99.9%	159	140	96.9%	99.8%	93.9%	100.0%	100.0%
工银瑞信基金	344	112	95.7%	99.8%	89.0%	99.5%	98.8%	163	108	96.8%	99.6%	91.8%	100.0%	100.0%
嘉实基金	342	171	87.8%	99.6%	73.2%	99.8%	99.4%	162	162	80.9%	99.2%	58.9%	100.0%	100.0%
华安基金	334	81	93.5%	99.9%	84.0%	99.8%	100.0%	160	76	93.6%	100.0%	85.2%	100.0%	100.0%
中欧基金	341	75	88.9%	99.9%	74.7%	99.8%	100.0%	160	68	87.1%	99.8%	71.5%	100.0%	100.0%
交银施罗德基金	344	50	93.5%	96.7%	86.5%	100.0%	99.1%	163	49	94.5%	95.4%	88.8%	100.0%	100.0%
平安基金	305	35	87.9%	96.3%	71.5%	99.3%	100.0%	159	32	89.0%	99.8%	69.3%	100.0%	100.0%
银华基金	338	76	88.2%	99.2%	74.4%	99.8%	97.2%	161	69	85.4%	99.8%	65.0%	100.0%	100.0%
国泰基金	344	108	96.2%	99.4%	92.4%	99.9%	96.2%	164	102	95.3%	99.9%	88.7%	100.0%	100.0%
兴证全球基金	310	78	88.0%	97.6%	75.6%	100.0%	100.0%	131	72	82.8%	94.6%	67.5%	100.0%	100.0%
景顺长城基金	342	91	93.1%	96.5%	84.1%	99.5%	100.0%	164	87	92.0%	92.7%	83.9%	100.0%	100.0%

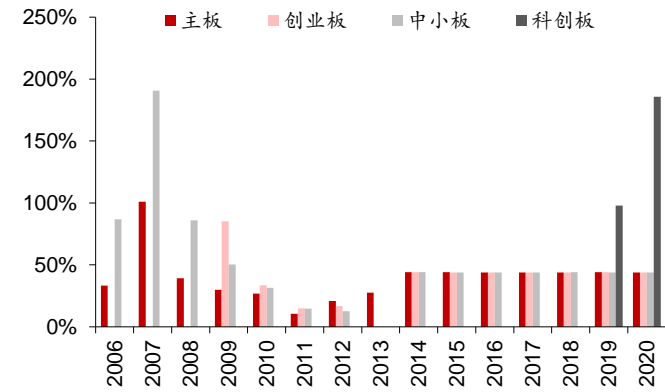
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

新股上市表现: 科创板新股关注上市首日涨跌幅, 非科创板新股关注一字板连涨天数

新股上市后表现是影响打新收益的关键性因素。我们在图表 19 中展示了新股上市首日涨跌幅中位数, 可以发现, 2014 年之后, 由于交易所限制新股首日交易价格范围为发行价格的 144%至 64%区间 (不适用于科创板新股), 并且新股发行市盈率存在 23 倍的隐形上限, 所以大部分 2014 年之后上市的非科创板新股在首日都能达到涨幅上限 (即 44%)。而科创板股票上市前 5 个交易日没有涨跌幅限制, 根据我们的统计结果, 2019、2020 年

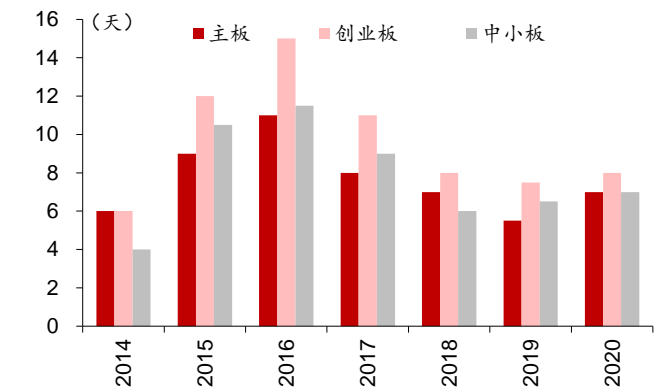
(截至 2020-7-31) 科创板新股上市首日涨幅中位数分别为 97.9%、185.7%。在图表 20 中我们展示了主板、创业板、中小板新股上市后一字板连涨天数中位数，可以发现，2018 年以后，中位数基本稳定在 5.5~8 的区间范围内。一般只专注于打新（而非看好新股投资价值而长期持有）的机构者，会在开板日把新股卖出。假设新股上市后一字板连涨 7 天，则在上市后第 7 个交易日收盘时，该股票相对发行价格上涨 $1.44 * 1.1^6 - 1 = 155.1\%$ 。所以，打新的收益一般都是比较丰厚的，这也是机构投资者趋之若鹜的原因。

图表19： 新股上市首日涨跌幅中位数（截至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

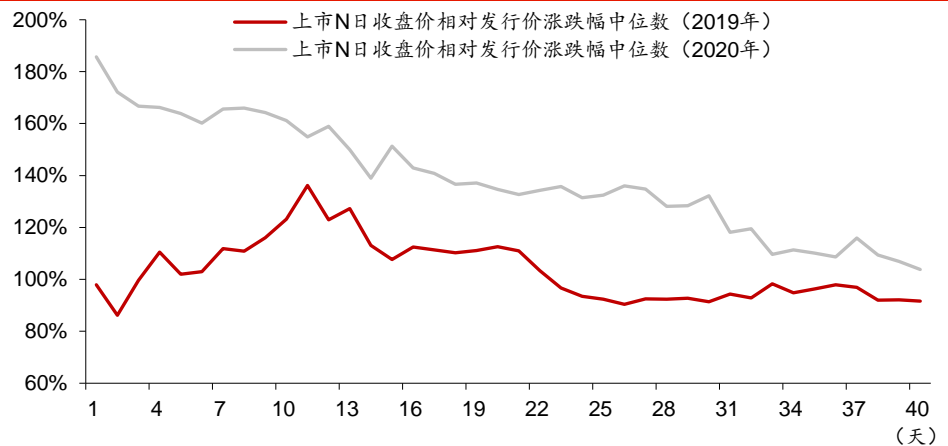
图表20： 主板、创业板、中小板新股一字板天数中位数（截至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

对于科创板新股，由于上市前 5 个交易日没有涨跌幅限制，所以打中科创板新股后，何时卖出是一个很有意思的问题。我们在下图中计算科创板新股上市 N 日收盘价相对发行价涨跌幅中位数，可以发现，在 2019 年，科创板新股上市前 11 个交易日的涨幅中位数整体呈现上升状态，第 11 个交易日收盘价相对发行价涨幅中位数达到局部极大值，为 136.2%，在第 11 个交易日之后则慢慢呈现回落状态。而在 2020 年，科创板新股上市首日涨幅中位数即达到 185.7%（截至 2020-7-31），之后一直呈现下滑趋势；并且，随着上市天数增多，2019、2020 两年的科创板新股涨幅逐渐呈现贴近状态。据此，我们推测，目前打中科创板新股后，比较好的卖出策略是在首日卖出。

图表21： 科创板新股上市 N 日收盘价相对发行价涨跌幅中位数（截至 2020-7-31）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在下面的章节中，我们将根据新股的网下打新配售明细数据，具体测算公募基金的打新收益。

公募基金网下打新收益分析：2 亿元左右规模打新收益率较高 打新收益及收益率测算假设

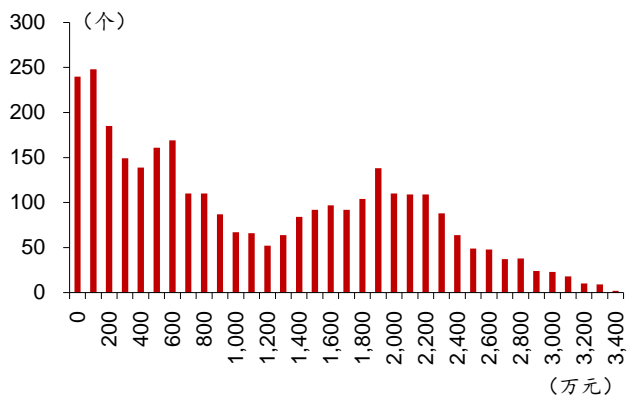
根据上一章中的分析结果，我们提出以下 5 条假设，结合新股的网下打新配售明细数据，详细测算基金的年度打新收益及打新收益率：

1. 计算打新收益时，有锁定期的新股不算在内；
2. 非科创板新股在一字板连涨结束的开盘日以 vwap 价卖出；
3. 若非科创板新股不存在一字板连涨现象，则在上市首日以 vwap 价卖出；
4. 科创板新股在上市首日以 vwap 价卖出；
5. 根据以上 4 条假设可以测算出打新收益，在估算打新收益率时，我们对基金资产规模采取“平均法”的思路进行处理，比如：若计算基金产品 A 在 2016 年的打新收益率，则使用基金产品 A 在 2016 年的打新收益除以其在 2015、2016 年基金年报上披露的净资产的平均值（当基金资产净值出现较大变动时，此种测算方式可能带来较大误差）。

打新收益测算：科创板打新收益占全部打新收益的比重集中在 80% 以上

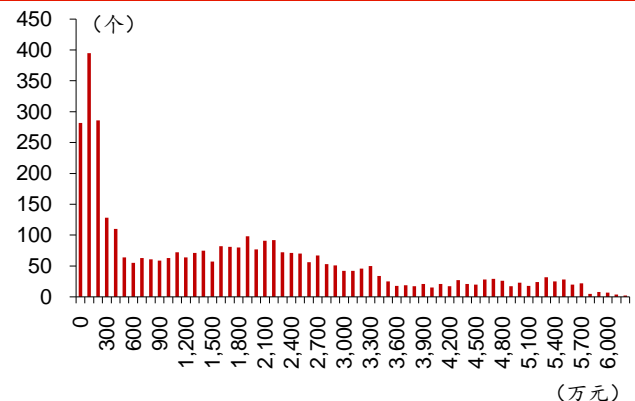
基于上述假设，首先我们计算 2019、2020 两年（截至 2020-7-31）的打新收益情况，此处我们只关注公募基金的 A 类账户。下方图表 22、23 为打新收益分布直方图，其中横轴标签 x 代表以 x 为中心点的 $(x-50, x+50]$ 区间，相邻的两个 x 间隔为 100， x 的单位为万元。首先可以发现，公募基金 A 类单账户打新收益在 600 万以下的数量比较多，推测这些账户可能由于规模小、管理人决策或其它原因无法充分参与打新；排除打新收益在 600 万以下的账户来看的话，2019、2020 年单账户打新收益分布频率最高的区间都是 1850-1950 万元区间，2019 年单账户打新收益最大值为 3415.8 万元，2020 年单账户打新收益最大值为 6234.0 万元，其中 3500 万元以上的区间分布呈现肥尾状态。

图表22： 2019 年公募基金 A 类单账户打新收益分布



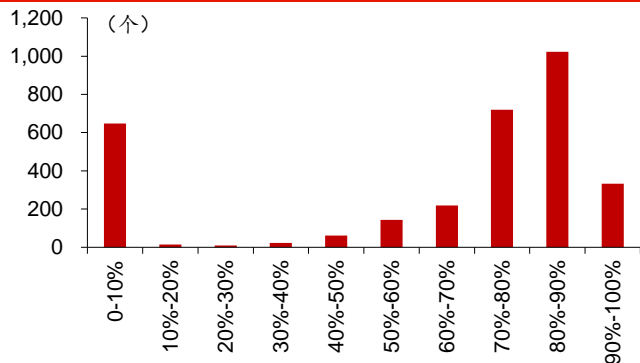
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23： 2020 年公募基金 A 类单账户打新收益分布（截至 2020-7-31）



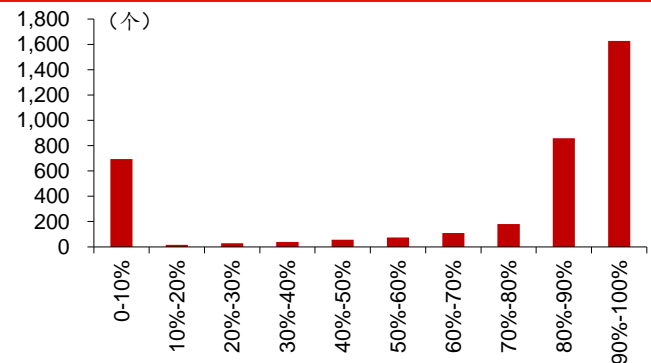
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表24： 2019 年公募基金 A 类单账户打新收益科创板占比分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 2020 年公募基金 A 类单账户打新收益科创板占比分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所；数据截至 2020-7-31

在图表 24、25 中，我们展示了 2019、2020 两年（截至 2020-7-31）的打新收益科创板占比，可以发现，2019 年科创板占比集中在 80%-90% 区间，2020 年的重心则转移到 90%-100% 区间，说明科创板打新占据越来越重要的地位。

考虑到投资者一般比较关注打新收益高的账户，我们将 2019、2020 两年（截至 2020-7-31）公募基金 A 类单账户打新收益排名前二十的基金信息及打新收益情况展示如下：

图表26： 2019 年公募基金 A 类单账户打新收益排名前二十的基金信息及打新收益情况（截至 2020-7-31）

基金代码	基金简称	2019 年 IPO 的股票（收益单位：千万元）					2020 年 IPO 的股票（收益单位：千万元）				
		打中非科创	打中科创板	非科创板	科创板打	打新总	打中非科创	打中科创板	非科创板	科创板打	打新总
		板新股数量	新股数量	打新收益	新收益	收益	板新股数量	新股数量	打新收益	新收益	收益
001910.OF	泰康新机遇	112	61	0.52	2.90	3.42	78	55	0.23	2.74	2.98
161606.OF	融通行业景气 A	110	66	0.46	2.91	3.37	78	60	0.29	5.56	5.86
450002.OF	国富弹性市值	109	64	0.51	2.83	3.34	79	61	0.30	5.57	5.86
006111.OF	泰康弘实 3 个月定开	112	61	0.52	2.79	3.31	78	56	0.23	2.75	2.99
519704.OF	交银先进制造	106	61	0.42	2.88	3.30	76	59	0.23	2.65	2.88
160607.OF	鹏华价值	102	61	0.48	2.80	3.27	75	62	0.29	2.96	3.25
400003.OF	东方精选	106	61	0.49	2.78	3.27	79	53	0.30	4.51	4.80
050002.OF	博时裕富沪深 300A	105	58	0.48	2.79	3.27	74	58	0.23	2.94	3.16
161610.OF	融通领先	110	63	0.46	2.81	3.26	77	59	0.23	5.50	5.73
001471.OF	融通新能源	108	65	0.44	2.82	3.26	78	59	0.23	3.05	3.29
001230.OF	鹏华医药科技	102	60	0.47	2.78	3.25	75	61	0.29	2.83	3.12
000065.OF	国富焦点驱动灵活配置	107	59	0.50	2.74	3.24	79	65	0.30	5.03	5.32
161609.OF	融通动力先锋	107	60	0.44	2.80	3.23	79	58	0.30	4.25	4.54
001500.OF	泓德远见回报	111	63	0.46	2.75	3.21	77	52	0.29	5.21	5.50
160219.OF	国泰国证医药卫生	105	61	0.43	2.78	3.20	78	60	0.23	5.68	5.91
161601.OF	融通新蓝筹	110	61	0.46	2.74	3.19	78	62	0.23	5.74	5.97
004986.OF	鹏华策略回报	100	55	0.46	2.72	3.17	75	62	0.29	2.48	2.77
160222.OF	国泰国证食品饮料	105	61	0.43	2.74	3.17	78	58	0.23	5.23	5.47
050004.OF	博时精选 A	106	53	0.49	2.67	3.16	75	58	0.29	2.76	3.05
001215.OF	博时沪港深优质企业 A	106	56	0.49	2.67	3.15	75	56	0.29	2.76	3.05

资料来源：Wind，华泰证券研究所

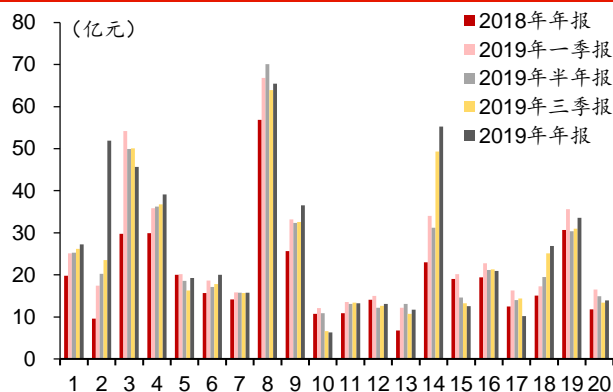
图表27： 2020 年公募基金 A 类单账户打新收益排名前二十的基金信息及打新收益情况（截至 2020-7-31）

基金代码	基金简称	2019 年 IPO 的股票（收益单位：千万元）					2020 年 IPO 的股票（收益单位：千万元）				
		打中非科创	打中科创板	非科创板	科创板打	打新总	打中非科创	打中科创板	非科创板	科创板打	打新总
		板新股数量	新股数量	打新收益	新收益	收益	板新股数量	新股数量	打新收益	新收益	收益
001118.OF	华宝事件驱动	110	58	0.50	2.45	2.95	73	65	0.22	6.01	6.23
001605.OF	国富沪港深成长精选	94	59	0.42	1.95	2.37	79	63	0.26	5.90	6.16
450003.OF	国富潜力组合 A 人民币	109	55	0.51	1.74	2.24	78	64	0.28	5.87	6.15
450009.OF	国富中小盘	108	56	0.50	1.82	2.32	78	61	0.28	5.85	6.13
000059.OF	国联安中证医药 100A	38	39	0.10	0.84	0.93	78	64	0.23	5.88	6.12
515000.OF	科技 ETF	35	36	0.09	0.54	0.63	78	64	0.23	5.83	6.06
007119.OF	睿远成长价值 A	65	41	0.32	1.17	1.49	78	54	0.38	5.67	6.04
512000.OF	券商 ETF	108	35	0.44	0.53	0.97	78	59	0.23	5.75	5.98
001790.OF	国泰智能汽车	106	60	0.44	2.59	3.03	78	63	0.23	5.75	5.98
161601.OF	融通新蓝筹	110	61	0.46	2.74	3.19	78	62	0.23	5.74	5.97
519994.OF	长信金利趋势	102	36	0.42	0.58	1.00	76	57	0.29	5.68	5.97
512660.OF	军工 ETF	105	55	0.43	2.41	2.84	78	63	0.23	5.73	5.97
163113.OF	申万菱信中证申万证券	103	44	0.41	0.99	1.40	72	63	0.21	5.75	5.96
519979.OF	长信内需成长 A	102	34	0.42	0.52	0.94	75	57	0.29	5.64	5.93
160219.OF	国泰国证医药卫生	105	61	0.43	2.78	3.20	78	60	0.23	5.68	5.91
163803.OF	中银持续增长 A	110	53	0.45	1.52	1.97	75	60	0.20	5.69	5.90
501016.OF	券商基金 LOF	105	58	0.43	2.53	2.95	78	62	0.23	5.63	5.86
450002.OF	国富弹性市值	109	64	0.51	2.83	3.34	79	61	0.30	5.57	5.86
160212.OF	国泰估值	38	43	0.11	1.18	1.28	78	60	0.23	5.63	5.86
161606.OF	融通行业景气 A	110	66	0.46	2.91	3.37	78	60	0.29	5.56	5.86

资料来源：Wind，华泰证券研究所

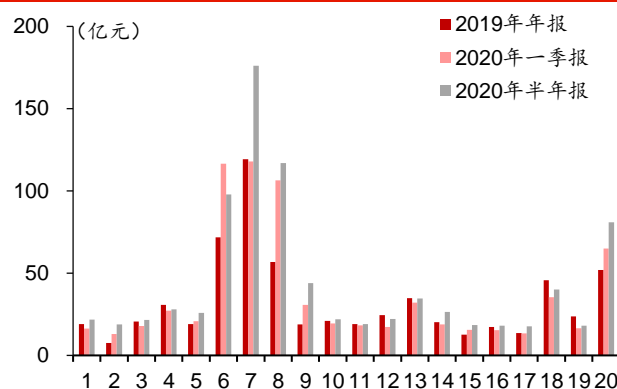
我们将上面两表中这些打新收益比较高的基金在其定期报告上的资产净值展示在下面两个图表中，可以发现，大部分基金的规模一直维持在 10 亿元以上，甚至有 3 只基金的规模曾突破百亿元。如果认为单账户年度打新收益的上限是 1 亿元的话，则对于百亿元规模的基金，只能贡献不到 1% 的收益率。究竟何种规模的基金打新收益率更高呢？我们将在下一小节继续讨论。

图 28：2019 年公募基金 A 类账户中打新收益前二十的基金资产净值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 29：2020 年公募基金 A 类账户中打新收益前二十的基金资产净值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

打新收益测算：1.5-2.5 亿元规模下打新收益率较高

根据本报告中打新收益率测算假设，我们利用上一小节得到的年度打新收益，除以期初期末基金净资产均值来计算打新收益率。我们选取了 2018 年年报、2019 年年报、2020 年半年报三个时点来提取基金资产净值，考虑测算稳定性，我们排除了在任一时点规模小于 1 亿元的基金（虽然规模小的基金可能有更高的打新收益率，但其微小的规模变化都可能对打新收益率造成很大影响，测算准确性有限，此处就忽略掉了）。下面两表分别展示了 2019、2020 两年（截至 2020-7-31）公募基金 A 类单账户打新收益率排名前二十的基金信息及打新收益率情况，可以发现，这些基金的规模大部分处于 1~3 亿元范围内。

图 30：2019 年公募基金 A 类单账户打新收益率排名前二十的基金信息及打新收益率情况（截至 2020-7-31）

基金代码	基金简称	2018 年年报 规模 (亿元)	2019 年年报 规模 (亿元)	2020 年半年报 规模 (亿元)	2019 年打新收 益 (千万元)	2020 年打新收 益 (千万元)	2019 年打 新收益率	2020 年打 新收益率
002730.OF	华富华鑫 A	1.01	1.43	1.53	1.99	0.88	16.4%	5.9%
005434.OF	鹏华睿投	1.56	1.29	4.44	2.10	2.08	14.7%	7.3%
001120.OF	东方睿鑫热点挖掘 A	1.27	1.26	1.15	1.83	0.96	14.5%	8.0%
003655.OF	信达澳银新财富	1.20	1.74	2.04	2.13	0.87	14.5%	4.6%
005067.OF	融通逆向策略 A	1.91	1.15	3.74	2.21	1.72	14.4%	7.0%
002614.OF	中银颐利 A	1.16	2.08	4.72	2.34	1.92	14.4%	5.7%
160813.OF	长盛同盛	1.44	1.59	1.67	2.07	1.05	13.6%	6.4%
003889.OF	汇安丰泽 A	1.16	1.77	1.36	1.99	1.09	13.6%	6.9%
003456.OF	信达澳银新目标	1.22	1.77	2.08	2.02	0.82	13.5%	4.3%
162212.OF	泰达宏利红利先锋	1.16	1.00	1.11	1.42	0.85	13.2%	8.1%
420005.OF	天弘周期策略	1.03	1.25	1.46	1.49	1.20	13.1%	8.8%
002067.OF	诺安精选回报	1.14	1.60	1.95	1.79	1.41	13.1%	8.0%
004881.OF	中银量化价值	1.56	1.55	1.54	2.02	1.10	13.0%	7.1%
005075.OF	富国研究量化精选	1.47	1.25	1.42	1.75	0.33	12.8%	2.5%
004769.OF	申万菱信价值优先	1.48	1.99	1.11	2.22	1.07	12.8%	6.9%
519093.OF	新华钻石品质企业	1.58	2.01	2.02	2.25	1.53	12.5%	7.6%
003717.OF	中银量化精选	1.71	1.85	1.26	2.20	1.28	12.4%	8.2%
002955.OF	融通新趋势	1.05	2.16	4.09	1.99	2.53	12.4%	8.1%
161224.OF	国投丝路	1.52	1.64	1.40	1.91	0.87	12.1%	5.7%
450008.OF	国富沪深 300 指数增强	1.27	2.44	2.83	2.23	1.62	12.0%	6.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

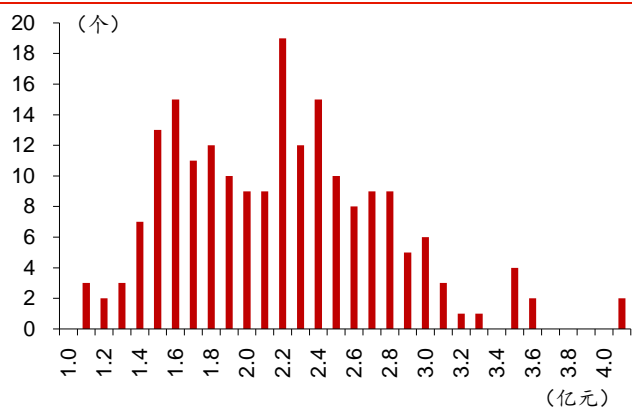
图表31： 2020 年公募基金 A 类单账户打新收益率排名前二十的基金信息及打新收益率情况（截至 2020-7-31）

基金代码	基金简称	2018 年年报 规模 (亿元)	2019 年年报 规模 (亿元)	2020 年半年报 规模 (亿元)	2019 年打新收 益 (千万元)	2020 年打新收 益 (千万元)	2019 年打 新收益率	2020 年打 新收益率
673071.OF	西部利得新动力 A	1.90	1.70	1.77	2.16	1.74	12.0%	10.0%
007126.OF	博道远航 A	-	1.41	1.67	0.70	1.51	5.0%	9.8%
004335.OF	华宝新飞跃	1.48	1.60	1.58	1.69	1.56	11.0%	9.8%
673030.OF	西部利得多策略优选	1.08	1.29	1.55	1.01	1.32	8.5%	9.3%
001596.OF	信诚新泽回报 A	2.02	2.24	2.23	1.09	2.07	5.1%	9.2%
003582.OF	中金量化多策略	1.27	1.80	1.99	1.59	1.75	10.4%	9.2%
006449.OF	浙商汇金量化精选灵活	-	1.69	2.85	1.47	2.09	8.7%	9.2%
005211.OF	银河智慧主题	2.59	1.07	1.73	1.21	1.29	6.6%	9.2%
160639.OF	鹏华中证高铁产业	1.11	1.11	1.11	0.46	1.01	4.1%	9.1%
001283.OF	红塔红土盛金新动力 A	1.04	2.29	2.52	1.05	2.14	6.3%	8.9%
003713.OF	英大睿盛 A	1.28	1.75	2.00	1.43	1.67	9.5%	8.9%
487016.OF	工银瑞信灵活配置 A	1.30	1.77	2.77	0.47	2.02	3.0%	8.9%
420005.OF	天弘周期策略	1.03	1.25	1.46	1.49	1.20	13.1%	8.8%
005671.OF	前海联合研究优选 A	2.08	1.76	2.87	1.02	2.04	5.3%	8.8%
007305.OF	国联安新科技	-	2.13	2.54	0.27	2.05	1.3%	8.8%
160812.OF	长盛同益	1.25	2.20	2.45	1.30	2.00	7.6%	8.6%
510150.OF	消费 ETF	1.13	1.65	2.79	0.77	1.92	5.6%	8.6%
003641.OF	长盛盛丰 A	1.72	2.28	2.33	0.66	1.98	3.3%	8.6%
006818.OF	安信盈利驱动 A	-	1.76	1.88	1.45	1.56	8.2%	8.6%
002681.OF	金鹰元和 A	7.35	1.62	2.25	0.95	1.65	2.1%	8.6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

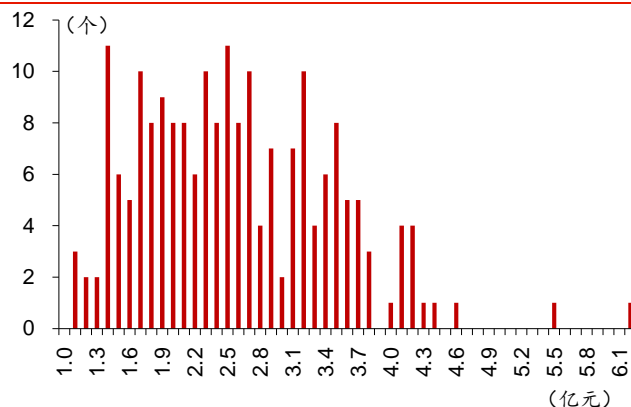
接下来，我们进一步统计 2019、2020 两年（截至 2020-7-31）公募基金 A 类单账户打新收益率排名前 200 名的基金规模分布情况（此处基金规模等于期初期末基金资产净值均值），可以发现，打新收益率较高的基金规模区间约为 1.5 至 2.5 亿元之间。

图表32： 2019 年打新收益率前 200 名的基金规模分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33： 2020 年打新收益率前 200 名的基金规模分布(截至 2020-7-31)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2020 年以来，权益市场波动较大，受疫情影响经济增速也面临比较大的压力，稳健投资产品有较大的需求量，因此“固收+”产品变得比较火热。打新基金是一种典型的“固收+”产品，随着今年年内创业板注册制改革落地，打新收益或将进一步提振。本篇报告对影响打新收益的几项因素进行分析，并对历史打新收益进行测算、得出最优打新底仓规模，供各位投资者参考。

附录：网下打新时间表及创业板与科创板网下配售要素

机构投资者参与网下打新时间表如图表 34 所示（以深交所为例）。

2020 年 6 月，证监会正式发布创业板改革并试点注册制相关制度规则，创业板发行承销制度在设计上向科创板靠拢，整体体现为向机构投资者的政策倾斜，但部分细则存在一定的差异化安排。华泰金融团队在 2020-6-14 研报《掘金创业板打新，紧握改革红利》中详细对比了科创板和创业板打新规则的异同，我们引用该研报的结果，展示在图表 35 中。

图表34： 网下打新时间表

日期	主要工作
简称	X 日为初步询价开始日，T 为网下申购日
X-2 前 20 个交易日	底仓持有市值计算标准日： 配售对象持有的市值，按照 X-2 日前 20 个交易日（含 X-2 日）的日均持有市值计算。 配售对象证券账户开户时间不足 20 个交易日的，按 20 个交易日计算日均持有市值。
X-1 日 12:00 前	完成配售对象的登记备案及配号工作。
X-1 日	主承销商向深交所提出使用网下发行电子平台的申请，并向中国结算深圳分公司提出使用登记结算系统的书面委托申请。
T-2 日 15:00 前	初步询价
T-1 日 15:00 前	网下投资者可通过网下发行电子平台查询其管理的配售对象的有效报价入围数量。
T 日 9:30-15:00	参与网下发行的有效报价投资者应通过网下发行电子平台为其管理的配售对象录入申购单信息，包括申购价格、申购数量及主承销商在发行公告中规定的其他信息。申购时，无需缴付申购资金。
T+1 日 15:00 前	中国结算深圳分公司。网下投资者可通过网下发行电子平台查询其管理的配售对象的网下获配股份及应缴款情况。
T+2 日	T+2 日主承销商在深交所网站和符合证监会规定的媒体上刊登网下初步配售结果公告。 T+2 日 8:30 到 16:00，网下投资者应根据发行价格和其管理的配售对象获配股份数量，从配售对象在协会备案的银行账户向中国结算深圳分公司网下发行专户足额划付认购资金，认购资金应当于 T+2 日 16:00 前到账。 T+2 日 17:30 前，中国结算形成新股网下认购结果后通过网下发行电子平台交主承销商确认。
T+3 日 15:00 前	主承销商通过网下发行电子平台下载制作新股配售结果所需的文件，按照规定的格式制作新股网下最终配售结果文件，并将结果文件通过网下发行电子平台传送中国结算深圳分公司。
T+4 日 9:00 前	中国结算深圳分公司将网下发行新股认购款项划转主承销商的资金交收账户。

资料来源：深交所，华泰证券研究所

图表35： 创业板 vs 科创板网下配售要素

具体事项	创业板	科创板	解析
底仓要求	参与深圳市场网下发行业务的配售对象，持有的深圳市场非限售 A 股股份和非限售存托凭证总市值应当在 1000 万元 （含）以上。	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 。	创业板底仓要求延续原有要求、低于科创板要求
网下询价报价需披露信息	首次公开发行证券采用询价方式定价的，网下申购前，发行人和主承销商应当披露下列信息： （一） 同行业可比上市公司二级市场平均市盈率 ； （二） 已经或者同时境外发行证券的境外证券市场价格 ； （三）剔除最高报价部分后所有网下投资者及各类网下投资者剩余报价的中位数和加权平均数； （四）剔除最高报价部分后 公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金 剩余报价的中位数和加权平均数； （五）网下投资者详细报价情况，具体包括投资者名称、配售对象信息、申购价格及对应的拟申购数量、发行价格或发行价格区间确定的主要依据，以及发行价格或发行价格区间上限所对应的网下投资者超额认购倍数。	发行人和主承销商应当在申购前，披露网下投资者剔除最高报价部分后有效报价的中位数和加权平均数，以及公募基金、社保基金和养老金的报价中位数和加权平均数等信息。	创业板新增两项重要定价参考标准
配售比例	发行人应当安排不低于本次网下发行数量的 70% 优先向公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金配售。	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。	创业板将 QFII 剔除核心客户范畴
回拨比例	1) 网上投资者有效申购倍数超过 50 倍且不超过 100 倍的，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 10% ； 2) 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 20% 。 回拨后无限售期的网下发行数量原则上不超过本次公开发行股票数量的 70% 。	1) 网上投资者有效申购倍数超过 50 倍且不超过 100 倍的，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 5% ； 2) 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 10% ； 回拨后无限售期的网下发行数量原则上不超过本次公开发行股票数量的 80% 。	创业板回拨比例略高于科创板
二次配售	市场发生重大变化，投资者弃购数量占本次公开发行股票数量比例超过 10% 的，发行人和主承销商可以就投资者弃购部分向网下投资者进行二次配售。	无	创业板创设二次配售制度，可提升网下投资者获配比例
网下发行限售	发行人和主承销商可以采用 摇号限售方式或比例限售方式 ，安排一定比例的网下发行证券设置不低于 6 个月的限售期。采用摇号限售方式的，摇号抽取网下配售对象中 10% 的账户，中签账户的管理人应当承诺中签账户获配证券锁定；采用比例限售方式的，网下投资者应当承诺其获配证券数量的 10% 锁定。	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。	创业板锁定方式二选一，科创板统一采用摇号限售方式，锁定期限和锁定比例保持一致
比例和数量	1) 发行证券数量 > 1 亿股（份），战略投资者原则上不超过 35 名 ，配售证券总量原则上不超过公开发行股票数量的 30% ，超过的应当在发行方案中充分说明理由； 2) 不足 1 亿股（份）的，战略投资者应不超过 10 名 ，配售证券总量不超过公开发行股票数量的 20% 。	1) 首次公开发行股票数量在 1 亿股以上的，战略投资者获得配售的股票总量原则上不得超过本次公开发行股票数量的 30% ，超过的应当在发行方案中充分说明理由。 首次公开发行股票数量不足 1 亿股的，战略投资者获得配售的股票总量不得超过本次公开发行股票数量的 20% 。 2) 首次公开发行股票数量 4 亿股以上的，战略投资者应不超过 30 名 ； 1 亿股以上且不足 4 亿股，战略投资者应不超过 20 名 ； 不足 1 亿股的，战略投资者应不超过 10 名 。	科创板与创业板区别主要在 战略投资者数量上 ，比例保持一致
跟投机制	创业板未盈利企业、存在表决权差异安排企业、红筹企业以及发行价格（或者发行价格区间上限）超过《特别规定》第八条第三项、第四项规定的中位数、加权平均数孰低值的企业，试行保荐机构相关子公司跟投制度。	所有项目均进行跟投。	创业板仅对特定项目要求跟投，科创板要求强制所有跟投
承销经纪佣金	无	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。	创业板不要求缴纳承销佣金，降低网下打新成本。

资料来源：深交所，上交所，证券业协会，华泰证券研究所

风险提示

打新收益测算是历史经验的总结，不能直接预测未来；打新收益并不稳定，受 A 股 IPO 政策影响较大，需警惕相关政策风险。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、陈烨，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、陈烨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限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
香港：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：AOK809
美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司