

行业研究/专题研究

2020年06月14日

行业评级:

非银行金融 增持（维持）
银行 增持（维持）

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

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

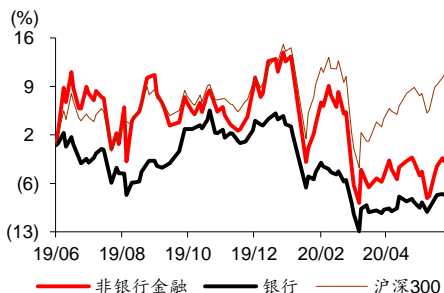
蒋昭鹏 执业证书编号: S0570520050002
研究员 0755-82492038
jiangzhaopeng@htsc.com

王可 021-38476725
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1《江阴银行(002807 SZ,增持): 苏南特色农商行, 耕耘实体筑根基》2020.06
- 2《银行: 贷款+政府债驱动, 社融超预期》2020.06
- 3《银行: 云开月明, 淘沙取金》2020.06

一年内行业走势图



资料来源: Wind

掘金创业板打新, 紧握改革红利

打新系列之六: 创业板打新研究

核心观点

证监会与交易所于6月12日发布创业板注册制相关细则,在部分制度上与科创板做出差异化安排。在我们推荐的“专业化询价+多账户打新+深100底仓+期权对冲”策略下,2亿元优先配售对象的网下打新收益率预计可达到1.94%-5.78% (非年化),带来可观的打新收益。

制度设计: 倾斜网下发行, 关注六大核心特征

创业板吸纳科创板优秀经验,同时对部分规则差异化安排,呈以下核心特点:网下发行比例从过去10%提高到50%-70% (低于科创板60%-80%);A类投资者作为优先配售对象将至少获配网下部分的70% (科创板为A类+QFII不低于70%)。底仓要求为1000万元 (低于科创板6000万元要求),预计承销商将依据实践适当提升底仓要求。战略配售更趋灵活,仅对四类企业要求保荐机构跟投,为网下配售提供更多空间。定价参考较科创板新增可比公司和境外估值两项标准,驱动定价更趋合理化。限售机制采取摇号限售和比例限售两类 (较科创板采用摇号限售更趋灵活)。

核心假设: 优先配售对象约3000个, 2亿元可基本顶格

首先,综合战略配售、网下发行数量上限和回拨机制三方面的要求,我们保守估计网下投资者获配股数占比为45%左右。其次,根据近期在创业板上市企业的网下发行配售对象数量,我们预计网下投资者的五类优先配售对象 (公募、社保、养老、保险、年金) 约3000个左右;其他配售对象约4400个左右。第三,参考科创板募资规模与新股涨幅,预计创业板注册制改革后首年募资规模为400~800亿元,新股涨幅区间为80%~120%。第四,参考科创板,预计创业板注册制改革后有效报价比例为80%左右。第五,预计创业板注册制改革后,2亿元规模产品可顶格申购大部分新股。

收益测算: 预计2亿元优先配售对象网下打新收益率为1.94%-5.78%

我们研究不同募资规模下网下打新产品规模与新股涨幅的变动对打新收益率的影响范围,以寻找市场收益率的合理区间。假设创业板全年融资规模400-800亿元,新股涨幅80%-120%,有效报价比例80%,在产品规模2亿元、各产品均顶格申购的情况下,我们测算五类优先配售对象和其他配售对象的打新收益率区间分别为1.94%-5.78%、0.61%-1.84%。融资规模的扩容有望直接推动收益提升,且收益率随着产品规模的减少而逐步抬升。

打新策略: 专业化询价+多账户打新+深100底仓+期权对冲

专业化询价提供理性估值中枢,券商定价权得以发挥,有望引导机构投资者加大对公司基本面的深入研究,从而提供合理报价。采用多账户打新方式,减少无效打新市值,增加资金使用效率,有效提升策略收益。以深100作为底仓配置的情况下,可适当叠加期权对冲抹平波动:资金量较小产品可配置场外深100期权,资金量较大产品可配置场内沪深300期权同时参与科创板与创业板打新,获得稳健收益。

风险提示: 发行规模不及预期,新股涨幅不及预期,政策细则不确定风险。

正文目录

制度设计：倾斜网下发行，关注六大核心特征	3
核心假设：优先配售对象约 3000 个，2 亿元可基本顶格	6
网下发行股数占比：保守估计 45%左右	6
配售对象数量：优先配售对象约 3000 个，其他类配售对象约 4400 个	6
募资规模与新股涨幅：规模 400~800 亿元区间，涨幅 80%~120%	6
其他假设：有效报价占比 80%左右，2 亿元可顶格申购大部分新股	7
收益测算：2020 年创业板网下打新收益率测算	8
优先配售对象：2 亿元产品网下打新收益率区间值 1.94%-5.78%	8
其他配售对象：2 亿元产品网下打新收益率区间值 0.61%-1.84%	9
打新策略：专业化询价+多账户打新+深 100 底仓+期权对冲	11
风险提示	11

图表目录

图表 1： 创业板 vs 科创板网下配售要素	4
图表 2： 网下打新时间表	5
图表 3： 创业板最近 5 只新股网下发行配售对象数量统计（截至 2020 年 6 月 14 日）	6
图表 4： 科创板最近 5 只新股网下发行配售对象数量统计（截至 2020 年 6 月 14 日）	6
图表 5： 科创板股票上市首日后平均涨幅、破发占比分别为 127%、1%	7
图表 6： 2019 年以来进行网下发行的创业板新股顶格申购市值均在 2 亿元以下	7
图表 7： 400 亿募资规模下，优先配售对象打新收益率测算	8
图表 8： 600 亿募资规模下，优先配售对象打新收益率测算	8
图表 9： 800 亿募资规模下，优先配售对象打新收益率测算	9
图表 10： 400 亿募资规模下，其他配售对象打新收益率测算	9
图表 11： 600 亿募资规模下，其他配售对象打新收益率测算	10
图表 12： 800 亿募资规模下，其他配售对象打新收益率测算	10
图表 13： 三类指数 60 日年化波动率变化	11

制度设计：倾斜网下发行，关注六大核心特征

创业板注册制改革步伐渐行渐近。6 月 12 日，证监会正式发布创业板改革并试点注册制相关制度规则，同时证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布相关配套规则。证监会明确 6 月 15 日起，深交所将开始受理创业板在审企业的首次公开发行股票、再融资、并购重组申请。创业板作为资本市场存量注册制改革的先锋，构建市场化的发行承销机制是这次改革的主要任务之一。创业板新股发行和科创板相近，整体体现为向机构投资者的政策倾斜，也将赋予机构投资者分享资本市场改革红利的有利机遇。

我们曾经在 2016 年 A 股 IPO 重启时领先市场推出新股系列报告一二三卷，详细分析新股申购的策略和收益，在 2019 年科创板增量改革时率先推出科创板打新系列报告一二卷。这次我们针对创业板推出新股系列报告的第六卷，重点分析创业板网下打新的可能收益情况。

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。同时创业板也综合考虑科创板实践和自身存量制度过渡，对部分规则作出差异化安排。总体看，创业板网下打新呈现以下六大核心特点：

网下发行比例：网下发行比例高，从以往的 10% 提高到 50%-70%（剔除战略配售股份后及考虑回拨）。但创业板网下向网上回拨比例略高于科创板，因此整体网下发行比例略低于科创板 60%-80% 水平。

优先配售主体：A 类投资者的配售比例（中签率）有望较改革前的创业板成倍地提高。创业板以公募基金、社保基金、养老金、企业年金基金和保险资金五类投资者组成的 A 类投资者成为网下配售的主体，监管政策对 A 类投资者网下发行规模比例设置至少 70% 的保护要求。同时创业板未将 QFII 客户纳入优先配售对象范畴，与科创板将“A 类+QFII”设置为优先配售对象存在差异，将一定程度上提升创业板 A 类的获配比例。

底仓规模：创业板网下投资者底仓规模要求为 1000 万元，低于科创板 6000 万元要求。底仓规模降低预计将吸引更多网下投资者参与打新，但在实践中预计承销商将根据项目情况适当提升底仓要求。

战略配售：创业板提高战略配售灵活度，并仅对四类企业要求保荐机构跟投，将为网下配售提供更多空间。创业板由发行人和承销商自行决定是否实施战略配售，对不同发行规模企业的战略投资者数量和战略配售比例作出针对性要求，提高战略配售制度的灵活性。同时，优化完善保荐机构跟投机制，仅要求对四类特殊企业实施跟投，较科创板强制全部跟投更为灵活，战略跟投比例降低也将为网下配售比例腾出更多空间。

定价参考标准：创业板较科创板新增两项定价标准，将同行业可比公司和境外发行的估值水平纳入询价参考标准，兼顾存量市场和国际定价，引导价格更趋合理化和市场化。

限售机制：创业板采取摇号限售和比例限售两类网下限售机制，相较科创板仅采用摇号限售的设计赋予承销商更多自主性，承销比例（不低于 10%）和限售期限（6 个月）与科创板保持一致。

此外，创业板取消网下投资者承销经纪佣金，将降低网下投资者投资成本，并设置直接定价（发行人和主承销商直接定价确定发行价格，不存在网下询价、网上申购区分，与存量市场形成有效衔接）和二次配售制度（可提升网下获配比例），均将影响网下打新收益。

图表1：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

图表2： 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

核心假设：优先配售对象约 3000 个，2 亿元可基本顶格

网下发行股数占比：保守估计 45%左右

保守情形下网下投资者的获配比例可达 45%左右。网下投资者的获配比例主要受三方面影响：其一，战略配售。《实施细则》中规定，发行证券数量不足 1 亿股的，战略配售证券总量不超过公开发行业务证券数量的 20%。近一年创业板上市的 58 只股票中，发行股数超过 1 亿股的仅有一只，但考虑并非全部新股均进行战略配售，因此我们预计战略配售股数占比平均值为 10%。其二，网下发行数量上限。回拨后无限售期的网下发行数量原则上不超过本次战略配售后股份的 70%。其三，回拨机制。网上投资者有效申购倍数在 50-100 倍、100 倍以上的，回拨比例分别为本次战略配售后股份的 10%、20%，我们预计网上投资者参与热情也较高，有效申购倍数均在 100 倍以上，则一律回拨 20%。综合三方面因素，在保守情形下，我们预计网下投资者获配比例为 45%（战略配售后股份占比 90%×（初始网下发行股数占战略配售后股份比例 70%-回拨比例 20%））。

配售对象数量：优先配售对象约 3000 个，其他类配售对象约 4400 个

我们预计五类优先配售对象约为 3000 个，其他类配售对象约为 4400 个。参与创业板网下发行业务的配售对象底仓市值要求在 1000 万元以上，而科创板则为 6000 万元以上，由于门槛更低，在此规则下创业板网下发行参与者数量预计较科创板更多。我们对近期在创业板上市的 5 家企业的网下发行配售对象数量进行统计，五类优先配售对象（包括公募基金、社保基金、养老金、企业年金、保险资金）约为 3000 个左右，其他类配售对象（包括私募基金、财务公司、信托公司、证券公司等）约为 4400 个左右。由于 1000 万元的底仓市值要求可能大幅摊薄配售比例，我们认为不排除预计实操层面提出更高要求（主承销商有权设置更高要求，如与科创板一致的 6000 万元），此时优先配售对象约 2900 个，其他类配售对象约 1700 个。由于五大类优先配售对象获配比例不低于 70%，我们预计优先配售对象获配股数：其他类配售对象获配股数=7：3。

图表3： 创业板最近 5 只新股网下发行配售对象数量统计（截至 2020 年 6 月 14 日）

创业板	五类优先配售对象	其他配售对象
酷特智能	3206	4447
博汇股份	3213	4289
北鼎股份	2178	4411
帝科股份	3303	4359
浙江力诺	3238	4411
平均值	3028	4383

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 科创板最近 5 只新股网下发行配售对象数量统计（截至 2020 年 6 月 14 日）

科创板	五类优先配售对象	其他配售对象
泽达易盛	3139	2020
联赢激光	2541	1759
神州细胞	2947	1620
复旦张江	2851	1540
金宏气体	2954	1740
平均值	2886	1736

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

募资规模与新股涨幅：规模 400~800 亿元区间，涨幅 80%~120%

对创业板注册制改革后首年募资的情景假设区间为 400 亿元~800 亿元。2019 年科创板上市的 70 家企业总募资规模 824.27 亿元。鉴于今年创业板注册制推进进度整体较科创板迟（7 月 25 日科创板首批企业已上市），因此我们预计创业板注册制改革后，首年募资规模与较科创板首年募资规模略低，情景假设区间为 400~800 亿元。未来随着市场的逐步成熟，募资规模有望继续提升。

对创业板注册制改革后新股涨幅的情景假设区间为 80%~120%。根据科创板股票上市后的涨幅来看，首日后平均涨幅为 127%，预计创业板注册制实施后的涨幅与科创板基本一致，首日涨幅为 100-130%。约为 10%的网下投资者获配股份有 6 个月的锁定期，其打新收益基于上市 6 个月后的涨幅确定。当前科创板新股在上市 6 个月后仍能有可观的涨幅，破发的概率较低：科创板上市 6 个月后的涨幅为 82%，破发新股数量为 3 只，占科创板股票（统计样本）的 4.8%。我们保守估计创业板注册制改革后，上市新股的涨幅区间为 80%~120%，被锁定个股 6 个月后的涨幅能达到 20%。

图表5： 科创板股票上市首日后平均涨幅、破发占比分别为 127%、1%

	上市首日	上市 5 个交易日	上市 6 个月
平均涨幅	127%	114%	82%
破发数量	1	3	3
破发占比	1.0%	2.9%	4.8%
样本数量	105	105	63

注：平均涨幅利用募资规模加权计算

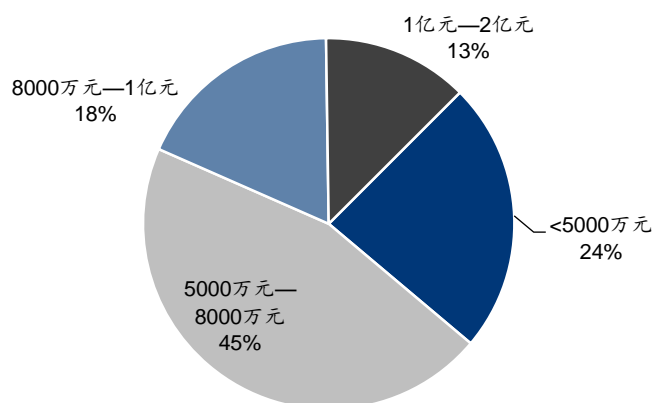
资料来源：Wind，华泰证券研究所

其他假设：有效报价占比 80%左右，2 亿元可顶格申购大部分新股

假设创业板注册制改革后新股发行初期，有效报价占全部报价的比例约为 80%。截至 2020 年 6 月 12 日，共 115 家科创板公司发布上市发行公告，有效报价占比为 82%，以此为参考，我们预计创业板注册制有效报价为 80%左右。

我们预计 1~2 亿元规模的产品参加创业板网下打新即可申购大部分新股。由于创业板注册制的底仓门槛较科创板低，其网下发行的顶格申购市值区间较科创板也有一定差距，因此我们利用 2019 年以来创业板新股顶格申购市值的情况来对创业板注册制改革后的情况进行分析。2019 年以来进行网下发行的创业板新股顶格申购市值则均在 2 亿元以下，87%的顶格申购市值在 1 亿元以下。因此我们预计创业板注册制改革后，1~2 亿元规模的产品参加创业板网下打新即可申购大部分新股。

图表6： 2019 年以来进行网下发行的创业板新股顶格申购市值均在 2 亿元以下



资料来源：Wind，华泰证券研究所

收益测算：2020 年创业板网下打新收益率测算

我们研究不同募资规模下产品规模与新股涨幅的变动，对打新收益率的影响范围，进而寻找市场收益率的合理区间。(1) 对于五类优先配售对象来说，组合投资收益率=账户总收益/账户有效规模，其中账户有效规模=产品规模*报价家数*有效报价比例，账户总收益=总募资规模*账户配售规模占比*期望收益率，其中期望收益率=90%*(未锁定打新获配规模的预期涨幅)+10%*(中签获配规模锁定 6 个月后平均涨幅)。(2) 对于其他配售对象来说，账户无需参与抽签锁定 6 个月，因此组合投资收益率=账户总收益/账户有效规模，其中账户有效规模=产品规模*报价家数*有效报价比例，账户总收益=总募资规模*账户配售规模占比*创业板新股预期涨幅。

优先配售对象：2 亿元产品网下打新收益率区间值 1.94%-5.78%

我们通过对募资规模分别为 400、600、800 亿元三种情景进行分析，2 亿元优先配售对象打新收益率在 1.94%-5.78% 区间。假设创业板新股涨幅 80%-120%，有效报价比例 80%，有效产品规模 1-2 亿元。若创业板全年募资规模为 400 亿元，则收益率区间为 1.94%-5.78%；若募资规模分别为 600 亿元、800 亿元，则收益率区间分别为 2.91%-8.66%、3.89%-11.55%，市场扩容有望直接推动收益的提升。此外，随着产品规模的减少，收益率相应提高，同时随着市场参与门槛的提高，产品数量的降低进一步带来收益的提升。因此我们建议多账户打新以实现效率最大化。

图表7：400 亿募资规模下，优先配售对象打新收益率测算

		创业板新股涨幅						
		-20%	40%	80%	100%	120%	150%	200%
产品规模 (亿元)	1	-0.84%	2.00%	3.89%	4.83%	5.78%	7.19%	9.56%
	2	-0.42%	1.00%	1.94%	2.42%	2.89%	3.60%	4.78%
	3	-0.28%	0.67%	1.30%	1.61%	1.93%	2.40%	3.19%
	4	-0.21%	0.50%	0.97%	1.21%	1.44%	1.80%	2.39%
	5	-0.17%	0.40%	0.78%	0.97%	1.16%	1.44%	1.91%
	6	-0.14%	0.33%	0.65%	0.81%	0.96%	1.20%	1.59%
	7	-0.12%	0.29%	0.56%	0.69%	0.83%	1.03%	1.37%
	8	-0.11%	0.25%	0.49%	0.60%	0.72%	0.90%	1.19%
	10	-0.08%	0.20%	0.39%	0.48%	0.58%	0.72%	0.96%

资料来源：华泰证券研究所

图表8：600 亿募资规模下，优先配售对象打新收益率测算

		创业板新股涨幅						
		-20%	40%	80%	100%	120%	150%	200%
产品规模 (亿元)	1	-1.26%	2.99%	5.83%	7.25%	8.66%	10.79%	14.33%
	2	-0.63%	1.50%	2.91%	3.62%	4.33%	5.39%	7.17%
	3	-0.42%	1.00%	1.94%	2.42%	2.89%	3.60%	4.78%
	4	-0.32%	0.75%	1.46%	1.81%	2.17%	2.70%	3.58%
	5	-0.25%	0.60%	1.17%	1.45%	1.73%	2.16%	2.87%
	6	-0.21%	0.50%	0.97%	1.21%	1.44%	1.80%	2.39%
	7	-0.18%	0.43%	0.83%	1.04%	1.24%	1.54%	2.05%
	8	-0.16%	0.37%	0.73%	0.91%	1.08%	1.35%	1.79%
	10	-0.13%	0.30%	0.58%	0.72%	0.87%	1.08%	1.43%

资料来源：华泰证券研究所

图表9： 800 亿募资规模下，优先配售对象打新收益率测算

		创业板新股涨幅						
产品规模 (亿元)		-20%	40%	80%	100%	120%	150%	200%
	1	-1.68%	3.99%	7.77%	9.66%	11.55%	14.39%	19.11%
	2	-0.84%	2.00%	3.89%	4.83%	5.78%	7.19%	9.56%
	3	-0.56%	1.33%	2.59%	3.22%	3.85%	4.80%	6.37%
	4	-0.42%	1.00%	1.94%	2.42%	2.89%	3.60%	4.78%
	5	-0.34%	0.80%	1.55%	1.93%	2.31%	2.88%	3.82%
	6	-0.28%	0.67%	1.30%	1.61%	1.93%	2.40%	3.19%
	7	-0.24%	0.57%	1.11%	1.38%	1.65%	2.06%	2.73%
	8	-0.21%	0.50%	0.97%	1.21%	1.44%	1.80%	2.39%
	10	-0.17%	0.40%	0.78%	0.97%	1.16%	1.44%	1.91%

资料来源：华泰证券研究所

其他配售对象：2 亿元产品网下打新收益率区间值 0.61%-1.84%

我们通过对募资规模分别为 400、600、800 亿元三种情景进行分析，2 亿元其他配售对象打新收益率在 0.61%-1.84% 区间。假设创业板新股涨幅 80%-120%，有效报价比例 80%，有效产品规模 1-2 亿元。若创业板全年募资规模为 400 亿元，则收益率区间为 0.61%-1.84%；若募资规模分别为 600 亿元、800 亿元，则收益率区间分别为 0.92%-2.76%、1.23%-3.68%。其他配售对象网下打新收益率显著低于优先配售对象，主要系分配比例差异较大，以及参与产品数差别较大所致。

图表10： 400 亿募资规模下，其他配售对象打新收益率测算

		创业板新股涨幅						
产品规模 (亿元)		-20%	40%	80%	100%	120%	150%	200%
	1	-0.31%	0.61%	1.23%	1.53%	1.84%	2.30%	3.07%
	2	-0.15%	0.31%	0.61%	0.77%	0.92%	1.15%	1.53%
	3	-0.10%	0.20%	0.41%	0.51%	0.61%	0.77%	1.02%
	4	-0.08%	0.15%	0.31%	0.38%	0.46%	0.58%	0.77%
	5	-0.06%	0.12%	0.25%	0.31%	0.37%	0.46%	0.61%
	6	-0.05%	0.10%	0.20%	0.26%	0.31%	0.38%	0.51%
	7	-0.04%	0.09%	0.18%	0.22%	0.26%	0.33%	0.44%
	8	-0.04%	0.08%	0.15%	0.19%	0.23%	0.29%	0.38%
	10	-0.03%	0.06%	0.12%	0.15%	0.18%	0.23%	0.31%

资料来源：华泰证券研究所

图表11: 600 亿募资规模下, 其他配售对象打新收益率测算

		创业板新股涨幅						
产品规模 (亿元)		-20%	40%	80%	100%	120%	150%	200%
	1	-0.46%	0.92%	1.84%	2.30%	2.76%	3.45%	4.60%
	2	-0.23%	0.46%	0.92%	1.15%	1.38%	1.73%	2.30%
	3	-0.15%	0.31%	0.61%	0.77%	0.92%	1.15%	1.53%
	4	-0.12%	0.23%	0.46%	0.58%	0.69%	0.86%	1.15%
	5	-0.09%	0.18%	0.37%	0.46%	0.55%	0.69%	0.92%
	6	-0.08%	0.15%	0.31%	0.38%	0.46%	0.58%	0.77%
	7	-0.07%	0.13%	0.26%	0.33%	0.39%	0.49%	0.66%
	8	-0.06%	0.12%	0.23%	0.29%	0.35%	0.43%	0.58%
	10	-0.05%	0.09%	0.18%	0.23%	0.28%	0.35%	0.46%

资料来源: 华泰证券研究所

图表12: 800 亿募资规模下, 其他配售对象打新收益率测算

		创业板新股涨幅						
产品规模 (亿元)		-20%	40%	80%	100%	120%	150%	200%
	1	-0.61%	1.23%	2.45%	3.07%	3.68%	4.60%	6.14%
	2	-0.31%	0.61%	1.23%	1.53%	1.84%	2.30%	3.07%
	3	-0.20%	0.41%	0.82%	1.02%	1.23%	1.53%	2.05%
	4	-0.15%	0.31%	0.61%	0.77%	0.92%	1.15%	1.53%
	5	-0.12%	0.25%	0.49%	0.61%	0.74%	0.92%	1.23%
	6	-0.10%	0.20%	0.41%	0.51%	0.61%	0.77%	1.02%
	7	-0.09%	0.18%	0.35%	0.44%	0.53%	0.66%	0.88%
	8	-0.08%	0.15%	0.31%	0.38%	0.46%	0.58%	0.77%
	10	-0.06%	0.12%	0.25%	0.31%	0.37%	0.46%	0.61%

资料来源: 华泰证券研究所

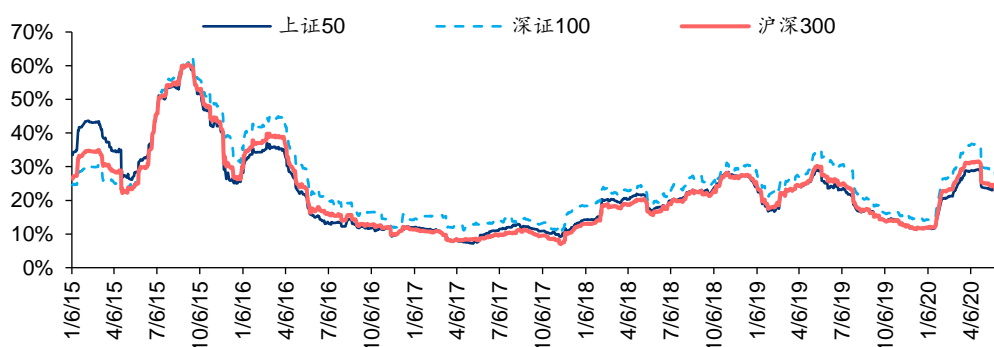
打新策略：专业化询价+多账户打新+深 100 底仓+期权对冲

专业化询价提供理性估值中枢，券商定价权得以发挥。创业板 IPO 询价制度下，市场化的发行定价得以施行，超过合理定价区间的报价被剔除，改变了传统 A 股规则下网下打新必中的政策红利，最终的定价也将由承销商与发行人共同确定，券商投行角色转变，从重保荐到重承销，其定价权影响力得以发挥，为市场提供了理性的估值中枢。机构投资者在新股询价阶段，对于发行企业询价的合理性决定了投资收益率的高低，注册制改革有望引导投资机构加大对公司基本面的深入研究，从而提供合理报价。

多账户打新充分利用市值，有效提升策略收益。考虑到达到顶格申购条件的最低账户规模后，账户规模越大则打新收益越低，我们认为为使得打新效益最大化，可采用多账户打新的方式，减少无效打新市值，增加资金使用效率。

以深证 100 作为底仓，叠加期权对冲抹平波动。深证 100 指数选取深市流通市值最大、流动性最好的 100 只成份股，较为适于作为账户底仓，但我们认为以深证 100 指数为底仓时需进行风险对冲。一方面，深证 100 指数持仓集中度较高，截至 20Q1，较大市值分布在制造业，持仓占比 65.3%，金融业占比 10.6%；另一方面，由于深 100 指数覆盖了部分中小企业，因此指数的波动性更大。通过比较 2015 年后深证 100、上证 50 和沪深 300 指数的 60 日年化波动率情况，发现深证 100 指数基本为三者最高，因此在以深 100 指数为底仓时需要进行风险对冲。对于规模较小的产品，可采用场外深 100 期权进行对冲；对于资金量较大的产品，结合同同时参与科创板与创业板打新的实际需求，可采用场内沪深 300 期权进行对冲，降低系统性风险敞口，以获得较为稳健的收益。

图表13：三类指数 60 日年化波动率变化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

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

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹、蒋昭鹏，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

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。

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

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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、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。

本研究报告并非意图发送、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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究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（以下简称华泰证券（美国））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。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。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、陶圣禹、蒋昭鹏本人及相关人士并不担任本研究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研究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。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

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

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

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

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

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

华泰证券全资子公司华泰证券(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。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司