

# 网下中签率创出新低 巨资打新机构叫苦

证券时报记者 梅苑

网下冻结资金 1449.66 亿元,获配新股市值仅 4.31 亿元,综合 5 只新股的网下中签率来看,除公募社保和年金保险两类优先配售对象,其余非优先配售对象网下平均中签率仅为 0.138%,网下中签率创历史新低!

时隔 4 个月,首次公开发行人(IPO)重燃市场打新热情,受发行制度微调影响,5 只已公布配售结果新股的网下打新中签率创历史新低,且全部低于网上中签率。

## 网下配售僧多粥少

按此前的机构测算,只要网下打新中签率达到 0.5%,上市后股价涨幅达 30%,就能覆盖年化 5%的打新资金成本,而 5 只新股的配售结果显然令机构投资者大跌眼镜。

从 5 只新股配售结果公告来看,除公募社保和年金保险等优先配售对象,其余非优先配售对象的获配比例平均值仅为 0.14%,其中,黎明股份、飞天诚信和龙大肉食 3 只新股非优先配售对象获配比例更是低于 0.1%。

统计显示,2012 年登陆中小板的浙江世宝获配比例极低,网下中签率为 0.14%,奇低的重要原因是监管层此前对新股发行制度的微调。

根据 3 月份的监管政策,为了满足中小投资者的认购需求,增加网下向网上的回拨力度,网上有效认购额度超过 150 倍的,网下配售只需保留配售总额的 10%,而这次 5 只新股网上申购均触及 150 倍的回拨机制。

证券时报记者统计新股配售结果公告发现,5 只新股网上初步有效申购倍数最高的黎明股份达 515 倍,最低的龙大肉食也有 273 倍。

网下申购中签机构数只设下限的规定,即“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;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”,让僧多粥少的局面从网上蔓延至网下,从网下配售结果看,新股获配入围账户都在 150 个以上,黎明股份则多达 432 个。

新股定价公式化,报价是以机构为单位,而非以产品为单位,并按照比例配售,导致这次打新成了平均主义大锅饭,入围几率很高,但中签率却大幅下降。”一家参与打新的券商自营投资经理告诉记者。

## 打新机构叫苦不已

没想到网下配售比例能低到这个程度,按这个中签结果估计,即使新股定价普遍较低,上市后涨幅较大,机构也不一定赚到钱。”一位机构人士如此感叹,从中证协备案、准备资料,到筹集资金,前后忙了一周多,最后却不一定有钱赚。

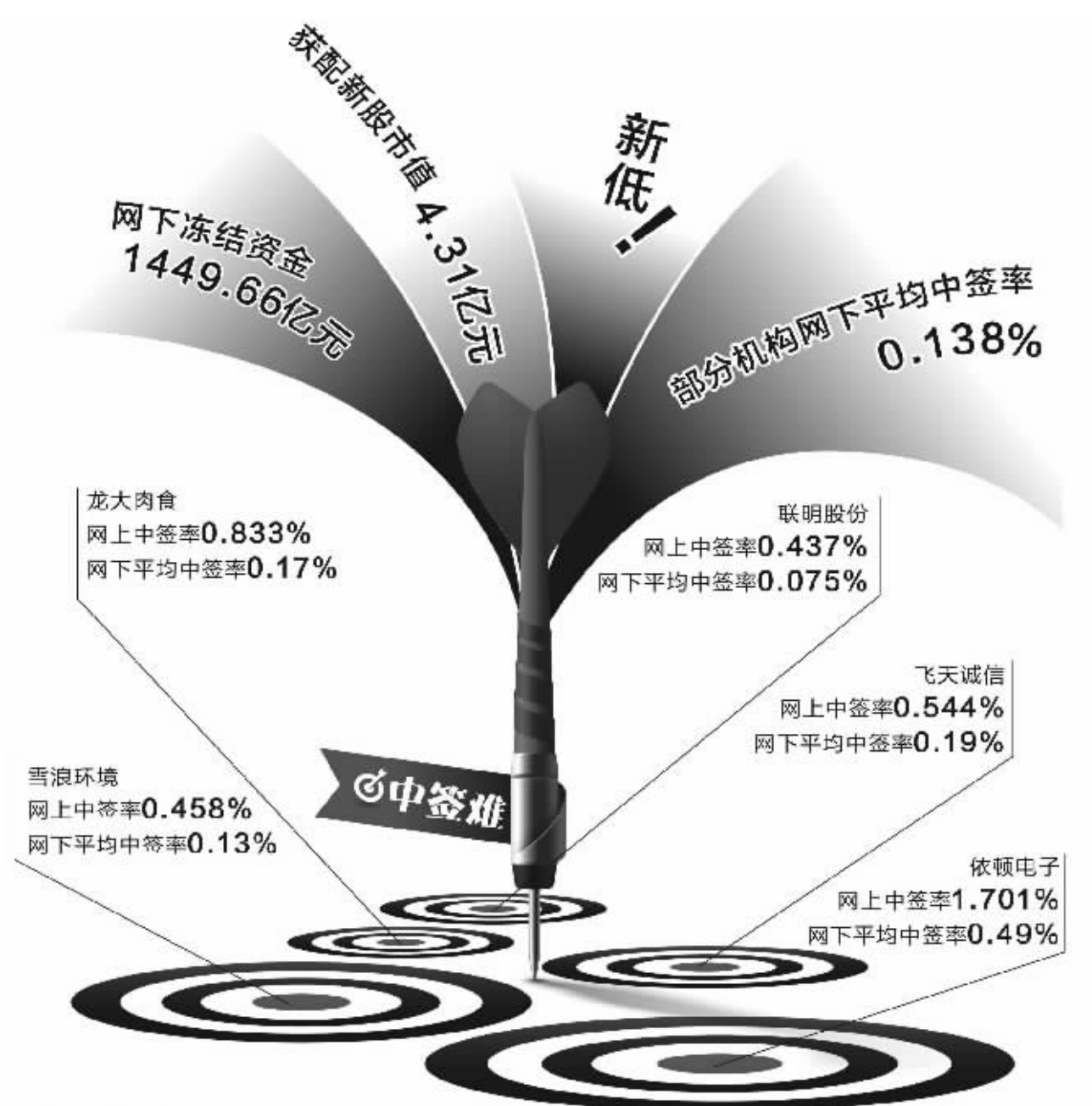
根据规定,网下申购需要在 T 日 9:30-15:00 缴款,T+2 日网下配售结果公告后,同时退回多余款项,并根据中国证券登记结算有限责任公司规定,资金冻结期间利息将用于缴纳证券投资者保护基金。

以海通证券自营账户为例,已成功获配龙大肉食、雪浪环境、飞天诚信和黎明股份 4 只新股,根据海通的有效申购数量,需要动用资金近 11 亿元,但最终获配新股市值仅为 98 万元。

若以 5%的年化资金成本以及 3 日资金使用期限计算,海通证券自营账户获配 4 只新股对应市值需有 46%的涨幅方能覆盖融资成本。事实上,储备巨量资金打新的不止海通一家,不少公募基金如华夏基金、嘉实基金等机构本想借助优先配售权以博取打新收益,但结果或许不尽如人意。

与此同时,网上申购虽然获得了 90%的新股配售,但从已公布配售结果 5 只新股网上中签率来看,也创下多年来的最低值。5 只新股平均网上中签率仅为 0.79%,低于年初 48 只新股的平均网下中签率 1.75%

与成熟市场将 90%以上份额配售给机构相比,这 5 只新股将 90%配售给了以散户为主的网上申购。”华东一家券商资深保代说,如果因此浇灭机构投资者打新热情,这恐怕是市场始料未及的。



### 新股发行配售情况

新股名称	发行价(元/股)	发行市盈率(倍)	网上初始认购户数	网上发行中签率	有效账户入围数量(家)	有无现场推介
龙大肉食	9.79	19.58	273	0.833%	226	有
飞天诚信	33.13	16.57	350	0.544%	229	有
雪浪环境	14.73	22.17	492	0.458%	159	无
黎明股份	9.93	13.43	515	0.437%	432	无
依顿电子	15.3	23.2	176	1.701%	162	有

### 网下配售不同类型机构中签率

简称	公募社保类	年金保险类	其余配售对象
黎明股份	0.0757%	0.0754%	0.0752%
飞天诚信	0.2640%	0.2293%	0.0862%
龙大肉食	0.2506%	0.1855%	0.0785%
雪浪环境	0.321%	0.1321%	0.1321%
依顿电子	0.7060%	0.4457%	0.3196%

### 三类打新机构案例

打新账户	冻结资金(万元)	获配市值(万元)	资金成本(万元)	资金成本/获配市值
海通证券自营账户	109274.90	98.50	45.53	46.22%
华融证券自营及集合资管账户	100671.90	92.40	41.95	45.40%
嘉实基金公募账户	289937.30	598.21	120.81	20.19%

剔除公募社保和年金保险两类优先配售对象,其余非优先配售对象网下平均中签率仅为 0.138%。

梅苑、桂衍民/制表 吴比较/制图

# 机构打新要转变思维适应新常态

证券时报记者 李东亮

近日,黎明股份、飞天诚信等 6 只新股发行的种种状况,正不断引发机构吐槽。低市盈率发行、网下中签率低于网上、机构中签仍亏损等现象迅速成为舆论焦点。

打新市场的纠结与矛盾不断:一方面,在过去,新股高市盈率发行,网下机构的中签率显著高于网上申购,机构一旦中签即可获暴利,这些市场原有现象备受诟病;另一方面,近日的新股发行,又呈现低市盈率发行、网下中签率低于网上、机构中签未必能覆盖机会成本的新情况,又被扣上了“不合理”的帽子,被机构纷纷吐槽。

笔者认为,尽管投资者对旧现象充满抱怨,但在惯性思维之下,对合理的新现象却不能快速适应。这也充分表明,分析新股发行中出现的新现象是否合理,必须改变惯性的老思维。

众所周知,国外新股低于 15 倍市盈率发行的现象比比皆是,而 A 股新股发行市盈率动辄高达 30 倍、50 倍,“三高”发行一直备受诟病。如今市盈率回落至 15 倍左右,是在现有阶段特征下,监管层、主承销商和发行人共同博弈的

结果,行政干预的因素或许有,但从长期看,这种干预必然被市场机制所替代。不可避免的是,当完全的市场机制可能带来难以控制的后果时,通过适当的干预达到次优的效果,同样值得鼓励。

黎明股份、龙大肉食、雪浪环境等新股网下中签率仅为网上中签率的六分之一,网下中签的以机构为主,而网上中签的不少为散户,这也成为机构吐槽的理由,并引来媒体的集体炒作。

机构吐槽的原因很简单,由于机构投资者过去网下申购新股只需缴纳保证金,网下向网上回拨的机制又不健全,导致机构投资者的机会成本大大低于网上个人投资者,但中签率却较网上中签率高出很多。

本轮新股发行制度改革提出了一些针对性措施,如网下投资者申购新股需全额缴纳申购款、通过增加网下向网上回拨档次加大回拨力度等,这无疑使得网上和网下的投资者处在更为公平的环境下,结果显然也更为合理。

由于本轮新股发行原则上不允许超募,老股转让要求投资者自愿设定 12 个月及以上限售期,券商自主配售权削弱。这导致投行在超募承销费、老股转让佣

金和自主配售收费等方面的收入受到不小的影响。

然而,超募发行、大量老股转让和自主配售过程中曾经出现不少问题,也一度被投资者诟病,因此投行过去在这三项业务中的收入也出现虚高的成分,这些备受诟病问题的解决,同样是众所关注的问题。一句话,并非现在承销收入的下降不合理,而是过去虚高的收入不合理。

此外,黎明股份等 4 只新股的机构中签率极低和收益率覆盖不了资金成本,也被各大机构吐槽。实际上,中签率极低的一个原因是报价范围较为集中,使得入围的机构数量大大增加。这不仅改变了以往机构备受市场诟病的漫天报价,同时也拉低了投机资金的收益率,使得今后机构打新趋于理性。

反过来讲,如果机构打新网下中签率居高不下,势必引来更多的打新资金,最后令哄抬新股发行价的现象再度上演,无疑也会使得债券和股市之间大量资金进出,引发大幅波动。

因此,极低的中签率和极低的机构打新收益率对市场今后的发展不无益处,包括网下申购的资金更趋理性和谨慎,进而使得债券市场和股市的走势在新股集中发行时更加平稳。

# IPO新政卡住高价发行 过半首发项目取消现场路演

证券时报记者 桂衍民

首次公开发行(IPO)现场路演推介会消失了吗?

几个月前,提出这个问题可能会是个笑话,但今天却成为摆在发行人面前的一道必答题。在已披露初步询价及推介公告的新股中,已有过半公司取消了此道程序。

## 10新股6家无现场路演

据沪深交易所披露的新股发行情况,在已公布初步询价及推介公告的 10 只新股中,有 6 只明确取消了现场路演推介,仅 4 家依然坚持在京沪深进行三地现场路演推介,分别为龙大肉食、飞天诚信、今世缘和依顿电子。

新股现场路演推介形成于新股发行体制改革之后,是发行人与承销商兼保荐机构与网下机构投资者面对面交流互动环节,因对网下机构报价、申购等起着至关重要的作用,基本成为新股发行不可或缺的一道程序。

据证券时报记者了解,为了给网下机构留下良好印象,保荐人兼承销商一般都会对发行人主要高管进行路演推介培训,对于投资者可能涉及的一些问题进行模拟路演推介,以帮助发行人正常应对现场路演推介。

同时,在 2013 年以前的新股路演推介时,为了让网下机构尽可能报出高价,发行人通常也会为机构准备各种礼品,不仅参与网下申购的一些机构员工热衷拿礼品,甚至还出现不少冒充网下机构的“会虫”去现场蹭礼品。

我们也犹豫了好久,也和发行人充分沟通了好几次,最后觉得还是没必要搞现场路演推介了。”沪市某新股主承销商负责人介绍说,现场路演推介对网下机构而言,最明确的需求,就是能得到一些招股说明书之外更有价值的信息,但目前无论是主承销商出具的报价报告,还是现场演讲,都已被严格要求不得超越招股说明书内容。

深圳某私募投资总监也认为,

现场路演推介如果仅仅是招股说明书的重复,机构完全没有必要再去现场听取路演推介,还不如省下时间认真研究招股说明书。

## 定价易猜路演成鸡肋

说白了,无论是发行人还是保荐机构,举办现场路演推介最主要的就是希望得到网下机构的高报价,如此募集资金就会多一些。”北方某投行资本市场部发行人对记者坦言。

这位负责人说,眼下随着新股发行政策的变化,出于这种目的的推介会正在消失,由于监管部门严禁超募,网下机构即使报了高价也要被剔除掉,并成为无效报价,并且可能失掉参与新股申购机会。

据这位资本市场部负责人透露,监管部门对此次新股发行的建议是,发行人募集资金不要超过招股书中募投项目所需资金,发行价不要超过发行人所处行业最新平均市盈率,老股减持要谨慎。

不得超募、市盈率不要超越行业水平、不要老股减持,这就如同从源头卡住了高发行价。”深圳某中型券商资本市场部发行人人员说,据此再结合招股书披露的发行股份数、募投项目计划融资额等,其实很容易就可以倒推得出最终的发行价。

据一位此次有新股发行项目的投行人士介绍,他们这次发行的项目中,网下报价入围的机构数量非常多,导致最后的网下中签率非常低。数据显示,已公布网下中签结果的 5 只新股平均中签率均远远低于 1%,最低网下中签率为黎明股份,仅 0.075%。

在诸多投行人士眼中,这种并非完全市场化的发行方式也引发担忧。

一位姓陈投行人士就表示,现在是新股不愁发、机构参与新股热情还在,但随着网下机构数量的扩容,如果中签率偏低而场外资金成本走高的话,机构就会依据新股申购最终收益而重新考虑是否参与新股申购;同时,这种非完全市场化的约束新股发行价的行为,也会引发新股二级市场对于上市后的新股炒作行为,增加二级市场股价波动。

# 一股难求 打新乌龙频现

证券时报记者 杨庆婉

这一轮新股申购上演的乌龙戏不少。上周有机构因打新套现险些“砸盘”,也有因缺钱而放弃申购。但令人不解的是,一些已缴纳了申购款的投资者,因未能及时参与网下申购,最终也功亏一篑。

## 新股申购频现乌龙

上周,几只新股集中申购,按新规网下投资者需全额缴纳申购款,一些买方机构因缺少闲置资金而不得不抛售股票,也由此引来恐慌情绪。对于券商资管而言,集合理财产品规模大小也不适合打新。上海一家券商资管产品部总经理告诉记者,资管产品规模至少要有几千万规模,才能保证 2000 万元市值及 2000 万元资金进行打新,申购新股对净值的波动影响也会比较大。

目前,除了部分券商已成立资管子公司,其他券商的自营和资管部门轮流为打新定价已成主流,而自营参与资金量更高。

其中,黎明股份就受到了券商自营资金的追捧,单是提交了有效报价的就有齐鲁、国泰君安、东北、国信、海通、安信、东吴、国都、广发证券等十几家券商,以申购数量 1200 万股,发行价 9.93 元估算,每

家券商都投入了过亿资金申购。但报价在有效范围内的机构最终仍有不少没有获得配售,原因要么是“缺钱”,要么是“钱太多”。

以黎明股份为例,机构打新资金不足而未缴纳申购款的有 2 家,而包括齐鲁证券自营在内的 8 家配售对象既未参与网下申购也未缴纳申购款,足见打新资金的紧张程度。

也有些不缺钱的机构,比如,光大证券 5 只资管产品均已缴纳了申购款,但未及时参与网下申购而功亏一篑。无独有偶,东方自营、民生人寿、昆仑健康保险等 5 家配售对象在申购依顿电子时,也出现缴款而未申购的情况。

一位投行资本市场部人士告诉证券时报记者,上述投资者在入围有效报价之后,未按照新规到交易所电子平台操作确认,故而资金白白冻结,实则没有成功申购,纯属乌龙。

## 次新股机会呈现

上述上海券商资管产品部总经理表示:“次新股也蕴藏着机会,对新股的研究还会继续发挥作用。”年初发行的一批新股中签率也很低,当时他所管理的产品虽未中签,但因对某只新股估值充分,次新股价格仍在最初的报价范围内,他买入次新股后所赚颇丰。