

疯狂的新股：“丑小鸭”与“白天鹅”共舞

中国上市公司研究院

2015年11月底,因股市大幅波动暂停了4个月IPO重启,伴随着市场逐渐企稳和IPO新政的出台,近七个月来A股市场已有近百家企业完成首发上市,合计募集资金达432.5亿元。与此同时,在创业板新规下,市场对新股的投资热情达到前所未有的高峰,网上和网下的中签率均创新高,IPO彻底变为了华丽的涨停板游戏,中签如中彩票,“丑小鸭”与“白天鹅”共舞,巨大的无风险收益令投资者趋之若鹜。

热度空前新股

在IPO发行核准制实施后的2003年至2012年十年间,新股上市后的短、中期平均收益率大多维持在负数(见表1),破发现象屡见不鲜,双星新材网上中签率甚至高达65.52%,成为历史之最。2014年6月起,新股发行定价开始遵循证监会23倍发行市盈率的“窗口指导”,伴随着市场回暖,新股发行的财富效应开始显现。由此,新股发行成为涨停板游戏,中签意味着翻倍甚至数倍的收益率。

股市大幅波动也没有冲淡新股市场的热情,2015年底股市大幅波动后发行的新股的收益率在疲软的大盘走势下逆市创出新高。如果说2014年至2015年的牛市使得新股出现巨额收益尚可理解,那么股市大幅波动之后的新股市场表现就显得耐人寻味。

造成新股受到空前追捧的根本原因,在于场内资金量与投资标的的增速不匹配,以及发行定价的政策上。2015年以来,央行多次降准和降息,宽松的货币政策加速了A股资金的流入速度,提高了股市投资热情。融资、配资等杠杆的使用进一步增大了资金量乘数。2014年7月以来两市成交量急速上升,2015年全年A股成交量是2014年的2.33倍,是2013年的3.56倍。场内股票型基金净值较2014年增长了25%,混合型基金净值增长75.6%,场内资金量增速空前。与此同时,2015年A股市场内股票数量仅增加了8%,年末市场总市值也仅高出2014年末36%。市场规模的增速已完全无法与市场资金量的增速相匹配,大量流入的资金加速了股市上涨,投资风险不断提升,此时,发行时估值较低,刚通过审核,财务状况良好的新股和次新股就顺应了市场的投资需求,成为更受追捧的投资标的。

股市大幅波动发生后,市场估值迅速回归,股价被腰斩的个股不计其数。与充斥着“互联网+”、“互联网金融”、“国企改革”、“自贸区”等大热点的2015年不同,2016年市场缺乏热点题材,行业前景普遍看淡。2015年11月IPO重启后,相对于大盘整体的不景气,新股较为安全的投资属性被放大,大量资金的涌入更使得市场对新股的投资热情赶上了牛市时期。

从去年开始,次新股频频发力,走出几波行情,然而股市大幅波动之后发行的新股备受追捧却与市场的次新股行情关系不大。中国上市公司研究院编制的次新股指数显示,2015年以来,次新股涨势整体领先大盘,不过若以股市大幅波动之后IPO重启日为基期,则次新股走势较上证综指偏弱(见图1),在今年3月份之后才逐渐发力,5月下旬方进入加速上涨阶段。在次新股整体处于阶段性低潮时,新股的收益率依然坚挺。

扭曲的定价机制

核准制下,企业上市经过了严格的审核流程,证监会相当于为新上市企业的经营和财务状况做了背书,因此新股取得更高的超额收益也合情合理。不过,除了选择优质标的的“市场行为”外,2014年6月开始实施的23倍发行市盈率的“窗口指导”政策也对新股的热潮起了关键作用。

2009年IPO市场化改革,发行定价不再受管制,尽管将定价权交给市场的初衷是好的,但伴随而来的高发行价、高市盈率、高募集资金的“三高”问题逐渐困扰市场,2011年与2012年上市首日即遭遇破发的新股

分别占全年发行的新股数量的27.3%和26.5%,新股不败的神话被打败,高额的超募资金受到了市场的质疑,在此背景下,2014年IPO重启后证监会重新对新股定价做出指导,此后新股以普遍低于行业市盈率的价格发行,新股不败的神话得以重现。

市场化发行的几年正值A股熊市期间,超高发行价被认为是以牺牲二级市场投资者的利益来满足上市公司超额募资的需求。在2009年至2012年的四年间,个股平均发行市盈率49.39倍,首发市盈率过百的个股达18只。然而经过对首发市盈率和企业上市后短、中、长期超额收益率的分析来看,二者并无相关关系。

表2统计了新股发行市场化定价期间不同首发市盈率所对应的企业在一级市场的申购情况及上市后的二级市场表现。不难看出,虽然不同新股的发行市盈率相差很大,但处于不用市盈率区间的新股在上市后的平均收益率并没有显著区别。首发市盈率排名靠前的股票的短、中期超额收益率均超过了平均水平,而首发市盈率较小的股票的中长期收益率甚至低于平均水平。

众所周知,新股因所处行业、板块以及自身主营业务和财务状况的不同,市盈率之间存在差别十分正常,从二级市场的反应来看,市场并没有更多的偏爱低市盈率发行的股票和打压高市盈率发行的股票,除了个别承销商与上市公司利益输送故意提高发行价的情形外,二级市场对不同市盈率下发行的新股的认可度基本一致。

同样,从新股申购的中签率分布来看(见表2),首发市盈率低的新股的中签率反而高于市盈率高的新股。首发市盈率最低的100只新股的平均网下申购配售比例接近20%,可见机构投资者对个股投资价值的判断也并不依赖于市盈率的绝对数值。

IPO不仅是资质审核的过程,也是通过调研、路演、询价等环节对企业进行合理估值、对股票进行合理定价的过程。至于定价合理与否,市场自会用资金投票。在相对发达的美股和港股市场,上市首日即遭遇破发的情形也不在少数,近两年港股新股破发的比例已接近三成。在A股市场“窗口指导”的行政干预下,大多数新股的发行市盈率都定在了指导价上限,询价环节失去意义,这看似是对普通投资者的保护,但却扭曲了新股定价机制,模糊了个股质量的差别,最后的结果是本应得到高定价的好企业得到了最多的打压,缩减了最多的融资规模,让渡了最多的利益。而本身资质一般,理应得到较低估值的企业却搭便车享受了新股涨停狂欢潮。对于普通投资者而言,低发行市盈率的限定使其参与新股申购的风险降到微乎其微的同时也大大降低了新股中签概率,普通散户极难享受到新股盛宴。

疯狂的热点题材

除去以比例换股方式发行的股票,2015年年底IPO重启以来发行的股票上市30日平均涨跌幅高达232.25%,上市60日平均涨跌幅达220.81%(见表1),与此同时,上市后连续涨停板数量不足10个的个股仅占17%。新股市场一片繁荣景象。显然,IPO已经成为了涨停板游戏,造就牛股和高价股无数,而最终成为“小牛”还是“失牛”,这取决于股票自身的特点和受关注程度的不同。

从上市时企业的流通A股数量来看,上市60个交易日股票涨幅最大的十只股票的均值为2783万股,远远低于股票涨幅最小的十只股票的均值,后者为4424万股(见表3与表4)。其中,涨幅最大的蓝海华腾上市时的流通股数仅有1300万股,是两市流通股本最小的新股。

一般而言,小盘股具有更大的波动性,股价也更容易被大资金操控。从

IPO的表现来看,流通股规模较小的股票之所以普遍能得到更高的短、中期收益,与市场上游资的推动有很大关系。涨幅靠前的10只股票在上市平均登陆龙虎榜的次数为30次,其中,万里石、昊志机电、通合科技三家企业在上市日均有超过40个交易日上榜,上市60个交易日内的换手率均超过1300%,游资参与度非常高。反观涨幅最小的10只股票,上市后平均登陆龙虎榜15次,仅为前十名的一半,其中,东方时尚、坚朗五金、思维列控、瑞尔特上榜次数均在个位数。游资钟情于小盘股的炒作,而新股安全性更高、更受市场关注、跟风者众多等特点又进一步吸引了游资的进入,抬高了其收益空间。

与游资的短期造势相比,机构资金的动向更易反映出市场对个股长期表现的预期。龙虎榜数据显示,去年12月以来发行的新股中,机构资金呈明显净买入趋势的占52%,明显净卖出的占39%,没有明显买入卖出动作的占9%,机构资金对新股整体看好。机构对上市公司的调研可以反映出机构投资者的投资倾向,如表3与表4所示,涨幅靠前的10只股票有7只都在上市接受不同机构的调研,参与中科创达调研的机构家数更是达到93家,而在涨幅较弱的10只股票里,机构参与了调研的仅有3只,参与调研机构的数量也减少许多。机构的投资行为通常经过了细致的分析调研,对股票价值的分析的参考性较高,资金体量大,因此也容易对二级市场形成较大影响。

机构投资者对于调研和投资对象的选择亦有其自身的逻辑。机构调研参与度最高的企业分别为中科创达、蓝海华腾、三夫户外、景嘉微、润欣科技和久远银海,调研机构数量均超过40家,同时,这几家企业中,除润欣科技外其他五家同时也进入了上市60日涨幅前十的行列。从行业和题材概念上看,这几家企业无一不涉及热点题材,如充电桩、电动汽车、新能源、虚拟现实、芯片、军工、养老概念等,行业未来想象空间较大。而对于表4所列的尚无机参与调研且涨幅排名靠后的企业,几乎都属于百货、基建、化工等传统产业。

从基本状况来看,新股上市后60日涨幅与企业2015年净利润增长率的相关系数为0.21,呈现出了弱相关关系。表3中涨幅最大的10只股票2015年归属于母公司的净利润同比增长率的均值为9.42%,净资产收益率(ROE)平均为2.4%;而表4中涨幅最低的10只股票2015年平均净利润增长率仅为-5.69%,ROE均值为1.48%,远低于高涨幅的个股的数据。可见,新兴产业、热点题材、基本面状况优异的个股更容易得到超预期的市场表现。入场选择新股投资标的时,也可以此作为参考。

估值的泡沫风险

与新股上市后的超高收益率相伴的,是新股与日俱增的高估值。以个股所在的Wind四级行业中所有个股市盈率的中位数作为所处行业的市盈率,在2015年12月之后上市且交易时间超过两个月的个股中,新股市盈率超过所处行业市盈率的占到九成,仅有5家企业的市盈率小于行业值。所有新股市盈率相对于行业市盈率的平均溢价幅度已达到105%。

虽然新股的基本面情况良好,较行业平均水平有一定的溢价十分合理,但个股平均超过100%的溢价幅度还是揭露了其潜在的投资风险。正如前文分析,游资是推动新股持续走高的重要力量,这意味着被游资青睐的个股未来面对的风险也会更大,此时在高位入场可能会随时面对个股估值回归的问题,一定要更加慎重。若要在二级市场上参与新股投资,优先选择的还是机构调研度高、行业更有想象前景,且当前与行业市盈率的溢价幅度不大的个股。

(助理研究员 范璐媛)



本版制图:范璐媛 本版制图:彭春霞

新股受市场追捧的部分原因

- 2014年6月起,新股发行定价开始遵循证监会23倍发行市盈率的“窗口指导”,伴随着市场回暖,新股发行的财富效应开始显现。
- 2015年以来,央行分别进行了多次降准和降息,宽松的货币政策加速了A股资金的流入速度,提高了股市投资热情。
- 2014年7月以来两市成交量急速上升,2015年全年A股成交量是2014年的2.33倍,是2013年3.56倍,与此同时,2015年A股市场内股票数量仅增加了8%,市场规模的增速已完全无法与市场资金量的增速相匹配。
- 2015年IPO重启后,相对于大盘整体的不景气,新股较为安全的投资属性被放大,大量资金的涌入使市场对新股的投资热情赶上了牛市时期。



表1:不同时期IPO企业市场表现(均值)

时间区间	IPO企业家数	首发市盈率	上市后5日涨跌幅(%)	上市后10日涨跌幅(%)	上市后30日涨跌幅(%)	上市后60日涨跌幅(%)
2015.12-2016.07	94	21.32	61.07	148.09	232.25	220.81
2014.06-2015.07	269	21.49	58.12	118.42	198.9	199.23
2014.01-2014.02	48	29.02	18.81	39.74	39.94	21.52
2012.01-2012.11	154	30.2	-2.03	-3.51	-5.27	-8.19
2011.01-2011.12	280	47.59	-2.72	-3.46	-4.79	-9.45
2010.01-2010.12	346	58.83	-3.02	-4.51	-4.61	-4.6

表2:2009-2012年新股申购情况发行后市场表现(平均值)

	首发市盈率	IPO网上中签率(%)	IPO网下申购配售比例(%)	上市后10日超额收益率(%)	上市后60日超额收益率(%)	上市后120日超额收益率(%)
全部新股	49.39	1.45	7.7	-4.18	-5.38	-6.27
首发市盈率前30名新股	109.34	1.22	5	-3.05	-1.24	-8.68
首发市盈率前100名新股	89.61	0.98	3.88	-3.64	-2.37	-8.78
首发市盈率前200名新股	78.74	0.99	3.69	-4.45	-2.88	-6.6
首发市盈率后200名新股	25.93	2.45	16	-2.72	-6	-6.51
首发市盈率后100名新股	21.38	2.34	19.61	-2.37	-7.44	-7.12
首发市盈率后30名新股	15.94	2.8	24.2	-3.49	-11.93	-15.53

注:超额收益率=个股收益率-基准指数收益率。其中,主板上市企业基准指数采用上证综指,创业板企业基准指数采用创业板指,中小板企业基准指数采用中小板指。

表3:IPO新政后上市60日涨幅最大的十只股票概况

证券代码	证券简称	上市日期	上市后60日涨跌幅(%)	上市时流通股数量(百万股)	上市后机构资金动向	被调研次数	调研机构家数	2015净利润同比增长率(%)
300484	蓝海华腾	2016/3/22	755.96	13	净买入	3	81	43.69
300474	景嘉微	2016/3/31	753.51	33.5	净卖出	12	44	7.78
002785	万里石	2015/12/23	670	50	净买入	0	0	4.29
002777	久远银海	2015/12/31	542.24	20	净买入	1	41	4.89
300503	昊志机电	2016/3/9	449.37	25	净买入	4	15	-11.65
603028	赛福天	2016/3/31	423.33	55.2	净买入	0	0	2.97
300496	中科创达	2015/12/10	407.28	25	净买入	3	93	7.9
300491	通合科技	2015/12/31	384.76	20	净买入	2	26	15.02
002780	三夫户外	2015/12/9	367.55	17	净买入	2	61	11.46
603701	德农股份	2016/4/12	314.66	19.6	净买入	0	0	7.9

注:净利润同比增长率中的净利润采用扣除非经常性损益后的归属于母公司的净利润

表4:IPO新政后上市60日涨幅最小的十只股票概况

证券代码	证券简称	上市日期	上市后60日涨跌幅(%)	上市时流通股数量(百万股)	上市后机构资金动向	被调研次数	调研机构家数	2015净利润同比增长率(%)
603377	东方时尚	2016/2/5	44.11	50	净买入	0	0	1.37
603608	天创时尚	2016/2/18	47.98	70	净卖出	0	0	-21.33
002783	凯龙股份	2015/12/9	58.91	20.87	-	0	0	-11.92
603800	道森股份	2015/12/10	61	52	净买入	0	0	-76.09
002791	坚朗五金	2016/3/29	66.26	44.36	净卖出	0	0	-3.1
603866	桃李面包	2015/12/22	72.23	45.01	净买入	1	6	26.2
603508	思维列控	2015/12/24	74.59	40	-	0	0	11.29
002781	奇信股份	2015/12/22	77.09	45	净买入	9	34	-12.36
002790	瑞尔特	2016/3/8	81.21	40	净卖出	0	0	13.06
002787	华源包装	2015/12/31	88.33	35.2	净买入	3	8	15.97

注:净利润同比增长率中的净利润采用扣除非经常性损益后的归属于母公司的净利润