

註冊制下A股IPO提速 市場游資目標分散

新股破發頻現 股民難再躺贏

投資熱潮透視

很長一段時間內A股新股上市首日皆爆升，投資者若萬幸中到一籤新股，無異於「天上掉餡餅」。惟最近新股形象正發生逆轉，莫說穩賺不賠，隨着「破發」提速，「炒新」可能還暗含巨大風險。分析師認為，大市整體震盪是新股疲軟的重要原因之一；此外註冊制背景下上市公司數量驟增，市場游資等主力交易資金目標分散，亦削弱了推動新股股價持續上漲的動力。然而在另一層面上，新股走勢趨於理性，是內地資本市場制度建設逐步成熟的標誌，表明新股價格形成機制、交易運行機制、優勝劣汰機制等發生了積極變化。

●香港文匯報記者 章蘿蘭 上海報道

股齡近20年的史先生幾乎逢新必打。據他自述，2015年曾中過一籤創業板新股創業軟件（後更名為創業慧康），該股上市後連漲27個漲停，根本不用看盤就可以「躺贏」，彼時新股上市後幾十個漲停實屬稀鬆平常。至2019年再中一籤主板新股寶豐能源，上市第一天還能頂格漲停，第二天即迅速開板，第三天開始竟一路走低，不足兩月已跌破發行價。2020年所中的科創板新股奇安信首日升幅超過100%，但次日便急轉直下。不過新股畢竟成本價不高，史先生也沒有改變中籤新股後長期持有的習慣，後兩隻股票走勢雖如過山車，料等待數月、一年後行情輪轉，至少目前來看還有得賺。

青雲科技10天「破發」

作為「價值投資者」的史先生還算幸運，但若短線盯着新股追漲殺跌，風險就不可小覷。今年3月上市的四方新材上市首日即開板，已創下半年以來新股「最少漲幅」的尷尬紀錄，之後跌勢不止，股價迅速逼近發行價。同期上市的青雲科技，則在10天後「破發」。更多的半年新股，則已跌破首日開盤價。

多股出現暴升急跌

植信投資研究院資深研究員張秉文接受香港文匯報採訪時表示，由於主板、創業板、科創板對新股上市首日的漲跌幅限制不同，不同板塊的新股表現也有較大差別，2021年以來從首日最高漲幅看，創業板上市的南極光漲幅最大達731%；從開板時漲停天數看，主板的順控發展列首位，至3月31日已贏17個漲停。「但整體上看，打新並長期持有的策略效果並不好。」他觀察到，今年2月掛牌上市的28家公司股價在

經歷了上市初期的一波漲停後普遍快速回調，目前累計漲幅（基數為首日開盤價，非發行價）的平均值為-7%，呈虧損狀態。

A股IPO難賺錢 3大原因

- IPO提速，上市公司數量驟增
- 市場游資等主力交易資金目標分散
- 資本市場整體風險大於去年，入市資金減

在張秉文看來，由於創業板、科創板在註冊制新制度下取消了首日漲跌限制，導致過去十幾個漲停才能實現的升幅一日內就能達成，上漲時間短、回調時間長、回調幅度大，令A股投資者在新股中獲得「幸福感」的持久度大大縮短，加之創業板、科創板上市數量遠多於主板，更強化了這一感覺。

整體市場情緒低迷

他認為，今年以來市場整體大幅震盪亦是導致新股表現疲弱的重要原因，並預測，年內新股市場是否會延續弱勢或取決於兩方面：一是市場整體交易熱情是否能夠回復2020年下半年的水平，如果二級市場整體交易熱情較低，新股和次新股也很難出現亮點；二是上市新股中，是否有具有「炒作」價值的重磅公司，這將吸引資金進入新股市場，催生短時間的新股熱行情。



張秉文：

創業板、科創板在註冊制新制度下取消了首日漲跌限制，導致過去十幾個漲停才能實現的升幅一日內就能達成，上漲時間短、回調時間長、回調幅度大。

中證金融研究院最近將2018至2020年期間上市的704隻新股進行對比分析，發現在2018年1月1日至2019年7月21日期間，主板、中小板、創業板上市新股在前60個交易日的區間累計換手率中位數分別為1288%、1271%和1101%；而2020年8月24日至2020年12月31日，主板、中小板新股在前60個交易日的區間換手率水平分別為722%和663%，表明伴隨註冊制的逐步推進，市場「炒新」熱度明顯降溫。

新股數目大增 炒新熱度降溫

與此同時，註冊制以來新股「破發」現象亦有所增多。上述時間上市的新股中，截至2021年2月末，共有77隻新股處於「破發」狀態，首次「破發」時點的中位數為上市後的第109個交易日。報告認為，A股「破發率」有所提升，是一二級市場價格更加均衡的體現，伴隨註冊制改革，股市運行差異化定價和優勝劣汰機制將進一步發揮作用。

資金分流 難大炒作

「之前市場上單日或短期內新股上市數量有限，資金可進行『炒作』的目標較少，新股、次新股便於游資等短線資金集中交易；另外新股上市後，絕大部分股份處於受限狀態，流通股數量較少，亦給到游資較大的可運作空間。」張秉文分析，註冊制實施以來，新股發行數量成倍增長，可炒作目標更多、更分散，很難在市場上形成影響，致短期炒新大降溫。

套利空間漸漸萎縮

他認為，新股理性投資是市場日趨成熟的標誌之一。正式上市前，新股都經歷了多輪路演和詢價，市場對於公司的預期原本就已充分反映在上市價格中，之前投資者熱衷於新股的主要原因，不外乎制度套利和價格上漲引發的投機效應，如今隨着市場制度逐步成熟，套利空間漸漸萎縮，投資者也較以往更加理性，未來新股理性投資料將大概率實現常態化。

學者：新股收益率仍相對可觀

同濟大學經濟與管理學院副院長、經濟與金融系教授阮青松對香港文匯報記者表示，今年資本市場整體風險要大於去年，各國央行在貨幣政策上的轉向尤其需要關注，流

動性邊際收緊概率比較高，在此背景下，相較於前兩年A股市場增量資金可能減少。

「過去兩年的寬鬆環境下，A股市場估值不斷被推高，但貨幣政策必然也有收緊的一天，貨幣政策不急轉彎，不代表不轉彎，因此2021年A股估值很難再擴張，應該是比較確定的一件事。」阮青松認為，2021年A股市場依舊以結構性行情為主，投資邏輯應向盈利驅動轉型，更著重考慮公司經營性現金流和ROE水平等盈利性指標，降低預期估值。

估值下半年或受挑戰

他預計，存量資金依舊會跟隨賺錢效應。從年初新股表現看，儘管收益率下行，整體還是處於正盈利狀態，同時新股發行定價和市盈率倍數還是比較中性，給首日表現提供了上行空間，上述態勢料延

續至上半年。

從下半年開始，可能就要對新股的估值、與其所在行業的景氣程度進行匹配；若市場估值中樞下移，對新股也會有一定壓力。

雖然表現不及早年，但阮青松指新股收益率仍然相對可觀，仍受廣大內地股民追捧，「近期新股網上中籤率基本上維持在萬分之三，而線下申購獲配比例在萬分之一，都印證了新股市場的火熱程度，打新目前還是風險小於收益。」

他同樣提到，新股發行日趨理性，是A股市場逐步成熟的標誌之一。阮青松認為目前新股發行已向市場化方向邁進，中證監及交易所應在維穩市場的前提下保持新股常態化發行，重視市場投融資兩端的供需平衡，拓展企業融資渠道，協調發行、註冊和市場承受力的有機統一，減少行政干預及窗口指導。



阮青松：

新股發行日趨理性，是A股市場逐步成熟的標誌之一。目前新股發行已向市場化方向邁進。2021年A股市場依舊以結構性行情為主，投資邏輯應向盈利驅動轉型。

機構：主板或暫不會實行註冊制

深交所4月6日正式實施主板和中小板合併，有人猜測此舉或在為主板實行註冊制鋪路。不過多名市場人士並不這樣認為。武漢科技大學金融證券研究所所長董登新說，註冊制在科創板、創業板的試點經受住了市場檢驗，但還需要進一步評估後再在全市場穩妥推進。也有觀點指，註冊制試點時間不長，有些制度還需磨合優化，在全市場推行註冊制不能急於求成。

中泰證券宏觀團隊在微信公眾號「李迅雷金融與投資」上的一篇文章中也指出，政府工作報告中提出「穩步推進註冊制」，意味著主板暫時不會實行註冊制。

IPO大提速衍生三問題

在中泰策略分析師徐馳看來，過去兩年伴隨科創板、創業板註冊制試點，IPO數目每年以翻倍速度躍進，這固然起到了幫助一批關鍵技術企業上市融資的效果，但IPO大提速亦在客觀上造成了如下問題：

首先，註冊制出發點在於為便利中小企業融資及引導資金進入關鍵技術領域，但由於IPO過快反而致上述兩類企業供求失衡，同時使現金流穩健的消費類白馬稀缺性提升。從估值看，去年8月創業板註冊制試點後，估值從70倍震盪下行至57倍，而以白酒為代表的抱團股則從43倍一度升至春節前的71倍。

從資金用途看，相比美國納指科技龍頭特斯拉、亞馬遜將大量資金投入前沿領域，中國科技企業似乎更傾向於個人生活改善、而非技術研發或企業本身的發展。自去年7月科創板允許解禁後至今的減持目的及規模統計數據中，因自身資金需求與個人資金需求而減持套現的規模約116億元(人民幣，下同)，佔比86.45%，而業務發展及經營需要的套現比例不足2%。

另外，從融資減持後最終受益主體看，非持股5%以上股東及5%以上非第一大股東代表的PE機構等

資本方合計減持套現104億元，佔比79.25%；5%以下股東及公司高管減持套現25.2億元，佔約19%，即是資本方和高管、而非科技研發人員成為過去兩年IPO大潮的真正受益人。

中介「守門人」角色待加強

據中泰證券統計，至3月IPO排隊數目已達到752家。大量公司排隊上市，質素究竟如何需要評估。且從以往歷史看，新股上市後五年內大部分公司ROE(股本回報率)逐年回落，說明中介在充當「守門人」角色方面還不夠稱職。