

二零二二年五月十三日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 去年9月至今年4月1日，A股主板、创业板、科创板破发率分别为39.53%、40.18%和39.13%，其中今年A股主板已超过50%，远高于港股、美股30%左右的平均破发率。
- 股市波动较大、市场低迷、部分机构研究能力缺失、科创板及创业板流动性相对较差、部分发行人和股东期望过高为此轮破发潮的核心原因。
- 市场参与方预计将采取多项措施，包括更加注重新股投研、预期调整、政策引导等，促使新股定价回归合理区间。
- 新股破发增多为注册制改革必经路程，现阶段改革已初见成效，需进一步坚持深化市场化改革。

林樵基
研究部主管
banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

张梓源
分析师
ryan.zhang@cebi.com.hk
(852) 2916-9629

A股市场加速磨合，促使定价回归基本面

据Wind统计，自2021年9月上交所围绕注册制下新股发行询价问题发布多项新规（下称“询价新规”）至今年4月，A股一共上市262只股票，其中175只在上市10日内破发，破发率达66.79%。细究具体原因，破发率的上升以询价新规出台后的磨合期为主，叠加市场波动较大、信心不足、机构新股投研能力不足等多方因素。目前，A股市场破发率飙升已引起市场各参与方的注意，我们相信，多种降低破发率的措施将陆续出台，但需要注意的是，新股破发增多为注册制改革中的必然现象，现阶段改革已初见成效，进一步深化市场化改革是市场各方共识。

创业板、科创板新股破发率显著高于主板。此前，A股市场曾经历3轮新股破发潮，集中于2010-2011年。自2021年9月询价新规出台以来，市场进入新一轮破发期。据Wind统计，去年9月询价新规出台至今年4月，A股一共上市262只股票，其中175只在上市10日内破发，破发率达66.79%，其中2022年发行114只，破发79只，占比达69.3%，反映今年破发率呈上升趋势。分板块来看，A股主板去年9月至今年4月共发行47只新股，破发14只，占比为29.79%，而科创板和创业板则是破发重灾区。在此期间，科创板发行88只新股，破发58只，破发率达65.91%；创业板发行127只新股，破发103只，破发率达81.1%。破发率上升导致股市参与者收益率降低，以一只5亿元左右规模的基金为例，今年预期收益已降至2-3%，而往年为6-8%。因此，网下询价的参与度也创新低，机构参与者降幅接近50%，散户参与者降幅约35%。

新政磨合期叠加多重因素致新股破发率提高。2010-2011年期间，A股经历三次破发潮，均发生在宏观经济走弱、流动性收紧、市场情绪较低的环境下，但今次市场情绪低迷仅是催化剂，核心则是因为询价新规的推出致使发行价格升高，反映出市场买卖双方仍在新政磨合期内，新股定价脱离基本面。详细来看，近期集中破发的新股拥有注册制上市、高价发行和科技/创新药领域三大特征。同时，全球市场环境发生变化，除磨合期以外，以下几大新因素同样导致新股更易破发：1. 受疫情、俄乌冲突等因素影响，股市自身有较大幅度波动，市场情绪低迷，因而出现较大跌幅。2. 高价剔除比例降低致IPO折价幅度降低，需报价机构对新股合理定价有更精确的预测，但部分报价机构不重视研究工作，对于新股的合理定价缺少判断能力，同时博入围的思维仍未转变，存在“保入围报高价”的情况。3. 随着上市公司的增多，A股出现“公司多资金量不足”的形势，因此流动性相对较差的创业板、科创板出现破发率增加的迹象，同时叠加全球流动性收紧和市场信心不足，导致破

发率大幅提升。4. 部分发行人和股东对新股期望过高，以及 Pre-IPO 市场存在估值泡沫，导致 IPO 定价过高。

多重举措力保新股定价回归合理区间。我们认为，询价新规出台已有半年时间，买卖双方还并未就定价完全磨合，以至于新股定价尚未回归合理水平。相关市场参与者已经注意到此问题并将采用多种方法促使新股定价回归基本面。例如，部分券商已开始重视并加强新股投研能力，将投研能力代替入围率作为考核指标，而一些能力不足的小券商则面临被淘汰风险；部分发行人和股东也需对新股预期进行调整，并且选择合适的上市时间窗口。此外，作为传递公司合理估值的重要平台，路演的功能或将被进一步强化，引导询价参与机构选择合理报价；上交所或将适时修改主承销执业质量评价指标进行引导。

新股破发增多为注册制改革必经路程。2021 年 9 月，为改善机构投资者抱团压低新股股价的问题，促使新股定价回归基本面，同时为进一步深化注册制改革，询价新规孕育而生，其中将高价剔除比例从不低于 10% 改至不超过 3%，不低于 1%。新规实施后，询价区间从 1.18% 上升至 39.4%；同时旧规中“四值孰低”的原则也被多只新股突破，改革成效逐步显示。然而，新规发布的半年后，破发率高企这一现象表明新股定价还未回归合理水平，但这并不意味着注册制改革的失败，而是改革的一个必经之路，表明市场机制正在发挥作用，使不具备能力的投资者离开市场。因此，目前需进一步坚持市场化改革，同时监管机构及单位可以适时出台引导性政策，确保改革的平稳进行。

中国经济数据

	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8
制造业 PMI (%)	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9
非制造业 PMI (%)	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4
出口(人民币/同比%)	5.0	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.4
进口(人民币/同比%)	1.7	(0.2)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	7.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	1036.9
出口增长 (美元/同比%)	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.8
进口增长 (美元/同比%)	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	9.6
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	162.9
消费物价指数 (同比%)	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7
工业增加值 (同比%)	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5
零售额 (同比%)	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3
新增贷款 (人民币/十亿)	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9
广义货币供应量 (同比%)	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7
总社会融资 (人民币/十亿)	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12057.0

	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-
制造业 PMI (%)	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4
非制造业 PMI (%)	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9
出口(人民币/同比%)	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.1	12.9	1.9
进口(人民币/同比%)	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.0	8.4	(1.7)	(2.0)
贸易余额 (人民币/十亿)	263.5	281.2	323.7	358.2	381.4	441.4	547.8	461.4	603.5	542.5	193.9	300.6	325.1
出口增长 (美元/同比%)	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.2	6.3	14.7	3.9
进口增长 (美元/同比%)	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	19.9	10.5	(0.1)	0.0
贸易余额 (美元/十亿)	40.9	43.3	50.1	55.9	59.1	68.0	84.8	71.8	94.3	85.1	30.5	47.4	51.1
消费物价指数 (同比%)	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1
生产者物价指数 (同比%)	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0
固定资产投资 (年初至今/同比%)	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	-
工业增加值 (同比%)	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	-
零售额 (同比%)	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	-
新增贷款 (人民币/十亿)	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	-
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	-
总社会融资 (人民币/十亿)	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6175.0	1228.9	4653.1	-
全国城镇调查失业率(%)	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	-
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	-

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	31,730.30	17.05	(3.84)
标准普尔 500 指数	3,930.08	19.67	(5.23)
纳斯达克综合指数	11,370.96	38.97	(7.69)
欧洲			
富时 100 指数	7,233.34	17.14	(3.60)
德国 DAX 30 指数	13,739.64	12.75	(1.17)
法国 CAC 40 指数	6,206.26	14.01	(2.55)
斯托克 600 价格指数	424.40	15.47	(3.16)
亚洲			
香港恒生指数	19,380.34	7.03	(7.14)
恒生中国企业指数	6,594.81	6.23	(7.61)
上海深圳沪深 300 指数	3,958.74	14.86	(1.28)
上海证券交易所综合指数	3,054.99	12.32	(0.42)
深证综合指数	1,921.66	33.67	1.59
日经 225 指数	25,748.72	18.38	(3.99)
韩国 KOSPI 指数	2,550.08	10.71	(4.76)
台湾证交所加权股价指数	15,616.68	11.23	(6.47)
标普/澳证 200 指数	6,941.03	16.61	(5.75)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,639.75	17.26	(5.19)
MSCI ACWI 指数	615.27	16.27	(5.35)
MSCI 新兴市场指数	987.82	11.12	(6.70)
MSCI 美国指数	3,732.76	20.22	(5.53)
MSCI 英国指数	2,085.47	17.05	(3.38)
MSCI 法国指数	177.72	15.62	(2.70)
MSCI 德国指数	140.07	12.17	(1.28)
MSCI 中国指数	62.82	10.68	(7.52)
MSCI 香港指数	13,052.37	13.83	(4.49)
MSCI 日本指数	1,124.06	13.27	(3.81)

*所有市场根据 2022/05/12 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	1.00	0.00
美国最佳利率	4.00	0.00
联储贴现率	1.00	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.5046	0.1572
美国综合国债 1 年收益率	1.8748	(0.1308)
美国综合国债 5 年收益率	2.8212	(0.1871)
美国综合国债 10 年收益率	2.8479	(0.1886)
美国综合国债 30 年收益率	3.0154	(0.1037)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.8541	0.009
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.4219	0.0157
日本综合国债 1 年收益率	(0.082)	(0.017)
日本综合国债 10 年收益率	0.248	0.017
德国综合国债 1 年收益率	(0.258)	(0.036)
德国综合国债 10 年收益率	0.840	(0.204)
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.033	(0.025)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.575	(0.062)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.811	(0.019)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.309	(0.042)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.064	(0.050)
香港基本利率(贴现率)	1.25	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0444	(0.0035)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1798	(0.0104)
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.2902	0.0755
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.6962	(0.6838)
公司债(穆迪)		
Aaa	4.12	0.04
Baa	5.08	0.07

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	106.13	(1.97)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	107.45	(3.11)
天然气期货	美元/百万英	7.74	(11.89)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,710.80	(6.01)
铜期货	美元/磅	410.05	(4.45)
LME 钢筋期货	美元/吨	799.50	(7.09)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,078.50	(8.27)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,847.41	(2.59)
黄金期货	美元/盎司	1,824.60	(2.72)
现货银	美元/盎司	20.99	(8.42)
现货铂	美元/盎司	972.12	(1.26)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	791.50	(0.75)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,178.75	6.53
11 号糖(全球)	美元/磅	18.64	(0.75)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,613.75	(2.02)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	104.85	1.06
欧元/美元	1.0437	(1.52)
英镑/美元	1.2207	(2.72)
澳大利亚元/美元	0.6879	(4.66)
美元/加拿大元	1.3031	2.21
美元/日元	128.69	(0.79)
美元/瑞士法郎	0.9963	1.96
人民币中间价指数	6.7292	2.47
美元/人民币	6.7863	1.96
美元/人民币-交割远期	6.8383	1.87
美元/中国境外即期汇率	6.8115	2.49
美元/港币	7.8500	0.02
人民币/港币	1.1568	(1.91)
中国境外即期汇率/港币	1.1525	(2.41)
美元/韩元	1,288.50	1.78
美元/新台币	29.83	1.12
美元/新加坡元	1.3946	1.31
美元/印度卢比	77.43	1.52

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600