理解这些规则，让你的科创板打新事半功倍



今年以来，科创板的推进如火如荼，截至4月16日，已有79家公司申报受理，业内预计最快6月即可看到首批科创板公司正式上市。另一方面，广大投资者积极申请权限开通，摩拳擦掌，准备品尝这头啖汤。值得一提的是，根据海博士的调研，鉴于科创公司更高的不确定性，目前对科创板二级市场波动风险抱谨慎态度，而将主要关注度聚焦在一级市场机会的投资者并不在少数。那么，既然想要参与科创板新股认购，厘清规则自然是当务之急。参与方式有几种？与主板的打新有什么区别？又有哪些特殊机制会对发行价以及上市后的股价产生影响？今天，海博士就借着上交所近日刚刚发布的《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》来为大家梳理一下那些你可能还不太了解的关键点。

三管齐下，不再只是碰运气

根据上交所发布的《业务指引》，科创板新股认购有三种渠道——战略配售、网下配售和网上申购。三种渠道分别具有不同的参与门槛和优劣势特点。

**☆ 战略配售**

股份发行分配比例：不高于30%

面向的投资者类型：发行人战略合作或长期合作的企业、大型保险公司、国家大基金、公募战略配售基金、保荐机构子公司、发行人员工持股计划等

优势：优先配售，可根据需求事先约定股份数量或认购金额，获配数量通常较高

劣势：具有1-2年的锁定期；在发行价未知的情形下进行认购；需按比例缴纳配售经纪佣金

**☆ 网下配售**

股份发行分配比例：30%-70%

面向的投资者类型：证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、QFII、私募基金管理人

优势：获配概率大，只要报价有效就一定获配；通过参与询价对发行价格产生影响

劣势：需按比例缴纳配售经纪佣金；参照现行主板规则，可能会有较高的市值要求

**☆ 网上申购**

股份发行分配比例：20%-40%

参与门槛：连续20个交易日日均资产超过50万+24个月交易经验

优势：一键申购，操作简便；没有额外的显性成本

劣势：中签率低，不易获配；申购有相应的市值要求

通过比较，我们发现，上述三种参与方式各有利弊。前两种方式相对容易获配，但门槛较高且存在显性成本；网上申购则没有显性成本，但获配几率低。根据规则，针对单次IPO，同一投资主体只能选择通过上述一种方式参与新股认购，且不论成功与否，都不能再通过其他方式进行申购。譬如，报名参与了某上市公司网下询价和配售的投资者，即使因报价无效未能获配股份，也不允许再通过网上进行新股申购。同样的，参与战略配售的机构投资者就不能再参与同一次IPO的网下和网上的发行。如此，即意味着，投资者参与新股认购，事前就必须确定好本次的参与方式且不能变更。

但是，事实上，上述三选一的规则只对于直接投资行为构成了限制。我们投资者完全可以通过直接和间接投资相结合的方式同时参与上述三种认购方式，即一方面利用自有股东账户开立科创板权限并进行网上申购，另一方面通过申购或购买战略配售基金和科创板打新基金分别间接参与科创板IPO的战略配售和网下配售。需要说明的是，此处提到的这两类基金是有所区别的，前者即是指目前市场上存续的6只CDR基金（未来可能还会有更多基金公司创设该类基金），后者则是指目前诸多基金公司正在申报拟成立的科创打新基金。

如我们前文分析的，自主网上打新属于碰运气，没有成本；参与上述两类基金则相当于通过支付一定的成本以追求获取相对稳定的新股份额。三管齐下，可一定程度上形成优劣势互补，从而实现相对更加稳定的投资结果。因此，如果投资者看好科创板的一级市场机会，那么不妨尝试将事先设定的投资本金作合理分配，分别以上述三种方式参与，以追求投资效用的最大化。

“市场化询价”料将提高发行估值

如我们先前所知，目前主板IPO的发行定价是限定在23倍市盈率和行业市盈率以内的，因此一二级市场间具有比较明显的估值差。相应的，也就产生了较高的新股收益。

但科创板有所不同，其采用的是“市场化询价”模式。根据《业务指引》的规定，发行价格由网下投资者通过初步询价和累计投标询价（累计投标询价过程不是必须的）而产生。在此过程中，主承销商和上市公司会剔除全部申报总量中价格最高的10%，并主要参考公募基金、社保基金、养老金、企业年金、保险公司以及QFII的申购报价情况确定最终的发行价格或区间。

很显然，科创板IPO的发行价完全由那些专业机构投资者的认购需求决定，且不再受限于特定的估值水平。因此，海博士认为，相较主板，预计科创板公司的发行价整体上会更接近于企业的合理估值。那么，一二级市场间的“套利”机会也就不会像主板那样显著。

“跟投机制”解绑利益关系

根据早期证监会发布的制度，科创板将试行保荐机构跟投机制，即发行上市时由保荐人设立的子公司向所保荐的上市公司进行股份认购。此次《业务指引》则进一步明确了相关的具体规定。

不难理解，在原本没有跟投机制的情况下，上市公司和保荐机构在本质上是利益一致的，双方都希望上市进程能够顺利完成，且在条件允许的情况下，发行价越高越好。如此，公司能够实现上市、获得融资，同时形成良好的企业形象；而保荐机构则能够收获丰厚的发行和承销收入。那么问题就来了，当上述二者利益一致，同时与市场却存在着明显的信息不对称，这其中的道德风险如何来规避呢？

跟投机制或能够很好的解决这个问题。保荐人利用自有资金参与新股战略配售，意味着将其利益与市场上的其他投资者绑在了一起。很显然，因为直接牵涉到自身未来的投资损益，在尽调企业经营情况、评估企业投资价值、协商确定发行价格的过程中，保荐机构都会自发的以更加审慎和客观的态度来对待。

通过此次发布的《业务指引》中的具体条款，我们也能看出一些基于这方面的设计考虑。首先，条款明确了保荐机构的跟投比例为发行股票数量的2%-5%，且根据发行规模进行分档确定。发行规模越大，跟投比例越低，反之亦然。这样既规避了道德风险，同时也兼顾了保荐机构的资本金压力。其次，跟投股份的锁定期设定为24个月。我们知道，其他战略配售股份和“小非”原始股的锁定期通常为一年（特别约定的除外），实际控制人股份的锁定期通常为三年，保荐人跟投股份的锁定期恰恰介于这两者之间。对于这种制度设计的合理性，可以这样理解：

从上表中可以看到，股份锁定期限的设计与各类主体在IPO过程中承担的责任以及掌握的信息透明度是一致的，这意味着信息优势越大、责任越重，经受市场考验的时间就必须越长，从而最大程度上确保各类主体自发性的勤勉尽责，限制其在IPO过程中利用信息优势获利的可能性。

鉴于这样的制度设计，海博士相信，欺诈上市、业绩造假、发行价虚高等情形在未来科创板当中将会得到很大程度的抑制，投资者则也可以将更多的精力放在上市企业的价值评估和判断决策方面，不必过分担忧道德风险引发的各类黑天鹅事件。

“绿鞋机制”平抑破发风险

“绿鞋机制”又称为超额配售选择权，首先我们来图解一下。

举个例子来说明：

1. 券商A发行承销B公司1亿股IPO，发行价10元，同时A获得B公司10%的“超额配售选择权”授权。券商A与投资者C达成协议，由C缴款1亿元（1000万股\*发行价10元）认购这超额配售的10%股份，并同意该部分股份可延迟30个交易日交付；
2. 完成发行后，超额募集的1亿元由券商A保管。上市后30个交易日内，如果股价出现破发，A可利用该部分资金以破发价格从二级市场购买；
3. 30个交易日到期，如券商A已买回股份600万股，则上市公司B以10元发行价增发400万股，以补足1000万股；
4. 券商A将上述1000万股交付给投资者C；
5. 同时将上市公司B增发股份所应得的资金4000万元（400万股\*10元）交付给B；
6. 最后将1亿元超募资金中的剩余部分纳入投资者保护基金。

了解了上述机制后，我们不难发现：在“绿鞋机制”下，当股份上市后30个交易日内出现破发，主承销商将会以超募资金进行二级市场买入，从而一定程度上维护市场价格的稳定。事实上，这也是“绿鞋机制”的设计初衷所在。

在这里，有几点细节需要投资者注意：

>>> 是否实施“绿鞋机制”以及超额配售的比例（不得高于15%），由主承销商和上市公司协商确定，相关信息会事先在招股意向书和初步询价公告中披露。

>>> 按照规定，主承销商通过二级市场买入上述股份时，只能以本方最优价格（即我们俗称的“买一”）进行申报委托，且买入后不得再卖出。这意味着，在破发情形下，主承销商的买入行为至多构成一定的“托市维稳”作用，而不会出现有意拉抬股价甚至倒手赚取差价的情况。

>>> 如果最终超募资金留有结余（意味着确实出现了破发），那么剩余资金将纳入投保基金，而非归主承销商所有。由此，也就规避了主承销商有意提高发行价格导致破发，从而利用“绿鞋机制”获利的可能性。

总而言之，“绿鞋机制”有利于维护新股上市后价格的相对稳定，一定程度上平抑短期新股破发的风险。因此，选择认购附带“绿鞋机制”的IPO股票，相当于多了一道风险保障。

海博士相信，在理解了这些重要的制度规则后，投资者应当对科创板新股市场的机会与风险有了更加深刻的认识。最后，海博士还是要例行提醒诸位：科创板风险预计将显著高于主板，投资者应当量力而行、审慎参与。

免责声明：市场有风险，投资需谨慎。本文所载内容仅供海通证券股份有限公司的客户参考使用，客户须自主做出判断和投资决策。如本内容为海通研究所发布的报告摘要，则仅为其研报观点的简要表述，客户仍需以海通正式发布的完整报告和专业的投资顾问的解读为准。