2020 年 12 月 03 日

定增投资大年，“黄金坑”机会正当时

——中小盘增发并购专题

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

李泽（联系人）
lize@kysec.cn
证书编号：S0790120070082

● **拥抱改革政策红利，2020 年定增市场全面复苏**

2020 年初再融资新政落地，从供需两端八大维度松绑定增市场。新政之后，定增市场供给端率先全面复苏，2020 年新发定增融资预案共计 832 例，较 2019 年全年已实现翻倍增长，涉及融资规模已破万亿。定增类型来看，竞价定增项目更加市场化，开始逐步占据主导地位；定价定增则受战投严格要求，大多仅向大股东及关联方发行。新政以来电子、医药、计算机等新兴行业以及创业板的融资需求旺盛，且均以项目融资为主，很好的发挥了直接融资服务实体经济的功能。整体而言，新政释放了上市公司的融资需求，供给端迎来快速复苏。目前尚待发行的定增预案有 790 例，涉及融资规模超过 10103.8 亿元，其中竞价定增项目 555 例，涉及融资规模 8190.8 亿元。存量储备项目即已足够未来一年定增市场的发行。

● **公募、产业资本等资金相继涌入，推动发行端规模稳步提升**

从发行端来看，新政落地初期（4-6 月），产业资本、个人投资者以及外资快速流入。同时，外资也在这期间以激进的报价参与到多项优质定增项目中（如兆易创新、宁德时代等）。8 月开始，公募基金加速入场，其中包括部分银行系资金通过公募渠道也开始参与到定增市场。9 月之后，公募基金开始大幅流入，逐步占据定增市场主导地位。而随着公募、产业资本等长线资金快速涌入，推动月均发行规模稳步增长，2020 年以来发行项目合计融资规模已达到 4113.4 亿元，较 2019 年全年迎来 2 倍多的增长。需求端复苏速度慢于供给端，目前每月新发预案数量依旧高于每月发行数量，推动存量定增项目持续增长，中短期供大于求格局持续。

● **高折价之下定增投资胜率达 77%，平均收益率达到 26.8%**

新政之后定增市场吸引力大幅提升，发行失败的概率已大幅减少。不过，供大于求的背景下仍旧存在不少底价发行项目，发行不满额的现象也普遍存在。持续供大于求的格局，使得竞价定增项目折价率始终保持在高位，新规以来竞价定增的平均折价率高达 15.6%。高折价保障了定增市场可观的收益率和胜率。截至 11 月 30 日，已有 153 例竞价定增方案按新规完成发行。其中，尚未解禁的 123 例竞价定增方案平均浮盈为 20.5%，胜率 81.3%；已解禁的 30 例方案最终录得平均收益率为 26.8%，胜率达 77%。

● **绝对低价策略表现佳，2021 年“黄金坑”投资机会继续**

我们以按新规发行的 153 例竞价项目为样本，对比精选个股策略（优选项目，折价率较低）、高折价策略（折价率大于 20%）、底价发行策略（底价发行）以及绝对低价策略（定增价低于过去 5 年价格的 1/4 分位）。统计结果表明：高折价策略和绝对低价策略表现佳，收益率分别达到 31.1%和 36.4%，胜率则是 94.9%和 95.7%。展望 2021 年，在收益持续回暖、高折价保障高胜率的背景下，定增市场规模将继续保持高速增长，预计全年融资规模将超 7000 亿元。同时，持续供大于求的背景下，2021 年定增“黄金坑”的机会将继续。

● **风险提示：**再融资政策变化等。

相关研究报告

《中小盘增发并购专题-三重共振，定增市场再迎高光时刻》-2020.7.22

《中小盘增发并购专题-战略投资者要求明确，定增重点转向竞价品种》-2020.3.21

《中小盘定增市场 2020 年投资策略-春回大地，“黄金坑”投资机会来临》-2020.3.13

目　录

1、 拥抱改革政策红利，2020 年定增市场全面复苏 4
1.1、 新发预案融资规模已破万亿，竞价主导、定价以向大股东发行为主 4
1.2、 新兴产业融资需求旺盛，创业板公司占比显著提升 6
1.3、 注册制改革审核加速，供给端存量项目十分充裕 7
2、 需求端弱复苏，高折价之下定增胜率超 77% 7
2.1、 公募、产业资本等资金相继涌入，定增市场发行端规模稳步提升 8
2.2、 需求端回暖速度不及供给端，中短期内依旧是供大于求的格局 9
2.3、 高折价下竞价定增胜率达 77%，汽车与化工收益佳 11
3、 绝对低价策略表现佳，2021 年“黄金坑”投资机会继续 13
3.1、 绝对低价策略是表现最佳的策略 13
3.2、 买方市场依旧，2021 年定增“黄金坑”将继续 15
4、 风险提示 16

图表目录

图 1: 再融资新政四位一体提升定增市场投资的吸引力 4
图 2: 新政之后预案规模爆发，融资规模已破万亿 5
图 3: 定增市场中以竞价项目占据主导地位 5
图 4: 7 月后新发定增预案仅七成有大股东/关联方参与 5
图 5: 定价定增超过一半的项目为补充流动资金 5
图 6: 2020 年以来新发融资预案多集中于机械设备、电子、医药生物等行业 6
图 7: 融资数量前五大行业中多以项目融资等为目的 7
图 8: 创业板公司数量占比提升，平均融资规模下降 7
图 9: 存量项目竞价定增融资规模达 8190.8 亿元 7
图 10: 注册制改革后过会及批文速度相继创新高 7
图 11: 新政之后定增月均发行规模不断上行，8 月单月发行规模达到 821.4 亿元 8
图 12: 前期外资及产业资本反应迅速，近期公募基金开始大幅流入并占据市场主导地位 9
图 13: 竞价定增市场参与方以产业资本、公募为主导 9
图 14: 产业资本、公募机构参与资金均超过 600 亿元 9
图 15: 发行失败案例数量占比已显著下降 10
图 16: 竞价项目月均新发预案数量持续大于发行数量 10
图 17: 新政之后，募资不满额现象依旧存在 10
图 18: 新政之后，底价发行的现象依旧普遍 10
图 19: 按新规发行的项目中半数以上的折价率大于 15% 11
图 20: 新政之后，折价率始终保持在高位 11
图 21: 高折价率是高收益率和高胜率的保障 11
图 22: 大市值公司收益率更优、小市值公司胜率更高 12
图 23: 低估值/亏损公司在获得再融资后股价表现更优 12
图 24: 汽车与化工行业胜率 100%的同时收益率位居前列 12
图 25: 2020 年以来折价率对定增市场的收益贡献创历史新高 15

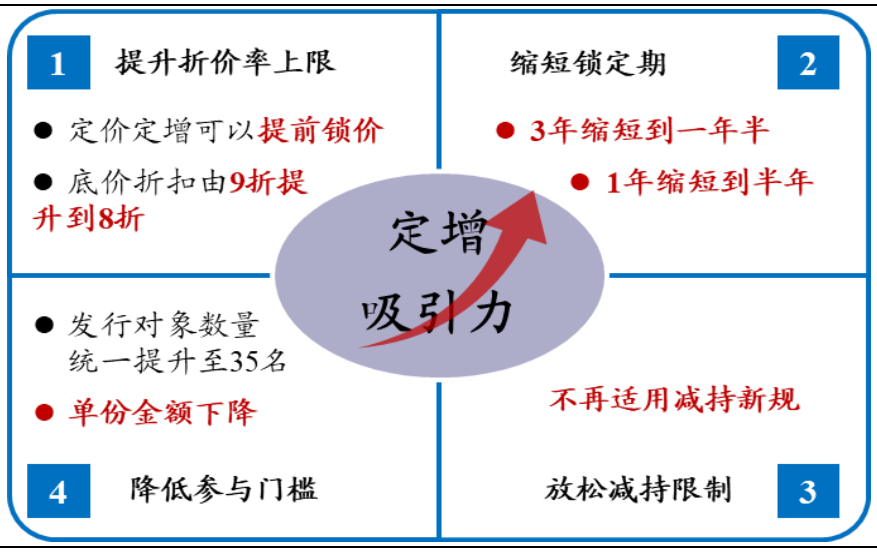
表 1: 战略投资者要求显著提升 5
表 2: 已获批且是向战略投资者增发的定价定增项目 6

表 3： 精选个股策略下，目前平均收益率为 20.4%、胜率为 67.8%..... 13
表 4： 高折价策略下筛选的定增项目录得了更高的收益率..... 14

1、 拥抱改革政策红利，2020 年定增市场全面复苏

再融资新政从供需两端八大维度松绑定增市场，2020 年供给端全面复苏。2020 年 2 月 14 日，证监会发布再融资新政，从供需两端八大维度对定增市场进行松绑。供给端看，新政取消了创业板非公开发行对于连续 2 年盈利和前次募集资金基本使用完毕的要求，改为增强相关信息披露。需求端看，从锁定期、定价基准日、发行底价、发行对象数量、批文有效期、减持规定、发行上限比例等七大维度进行了放松。锁定期由原来的 12 个月和 36 个月缩短为 6 个月和 18 个月。定价基准日则是对于定价定增由发行期首日改回为董事会决议日、股东大会决议日或发行期首日。发行底价由原来的定价基准日前 20 个交易日均价的 9 折提升至 8 折。发行对象数量由原来的主板和中小板不超过 10 名、创业板不超过 5 名统一提升到不超过 35 名。批文有效期则是由原来的 6 个月（非公开发行）、12 个月（配套融资）统一改为 12 个月。减持规定由此前的受减持新规限制改为不受减持新规的限制。发行股份数量上限由发行前总股本的 20%提升至 30%。再融资新政之后，定增市场折扣率上限提升、锁定期限缩短、减持限制放宽、参与门槛降低，四位一体有效提升了定增市场对投融资两端的吸引力。需求端吸引力提升推动定增发行难度降低，从而推动上市公司定增发行的积极性，供需共同推动了 2020 年定增市场的全面复苏。

图1：再融资新政四位一体提升定增市场投资的吸引力

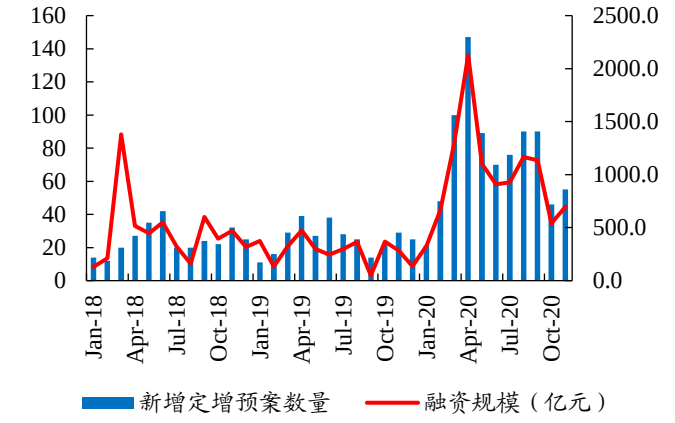


资料来源：证监会官网、开源证券研究所

1.1、 新发预案融资规模已破万亿，竞价主导、定价以向大股东发行为主

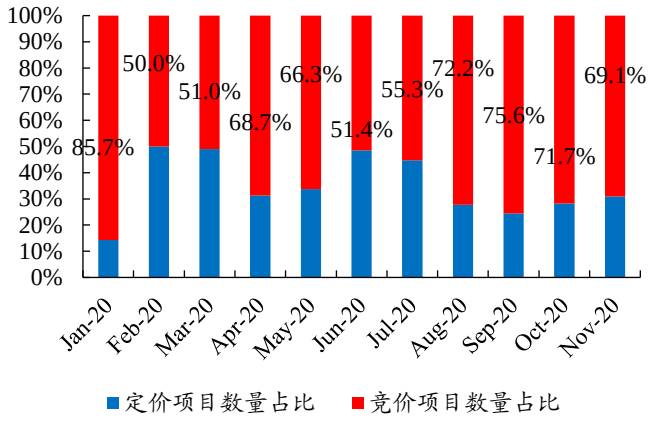
供给端新发预案率先复苏，新政后新发预案融资规模已破万亿并以竞价为主。截至 11 月 30 日，2020 年以来定增市场已新发定增融资预案共计 832 例，较 2019 年全年已实现翻倍以上增长。而新发融资预案中已有 793 例披露预计募集资金数额，合计预计融资规模破万亿，达到 10883.3 亿元。分定价方式来看，再融资新政落地之初，由于定价定增项目可以提前锁价、提前确定认购对象等优势，在 2 月-3 月期间，定价定增新发预案激增，项目数量占比大幅提升至接近五成。不过，随着对定价定增中战略投资者的界定逐步趋严，新发预案中更加市场化的竞价定增显著回升，再次成为定增市场的主流品种，目前占比接近七成。2020 年以来新发融资预案中定价定增项目 297 例（占比 35.7%），合计融资规模为 2988.5 亿元；竞价定增项目 535 例（占比 64.3%），合计融资规模为 7894.8 亿元。

图2：新政之后预案规模激增，融资规模已破万亿



数据来源： Wind、开源证券研究所

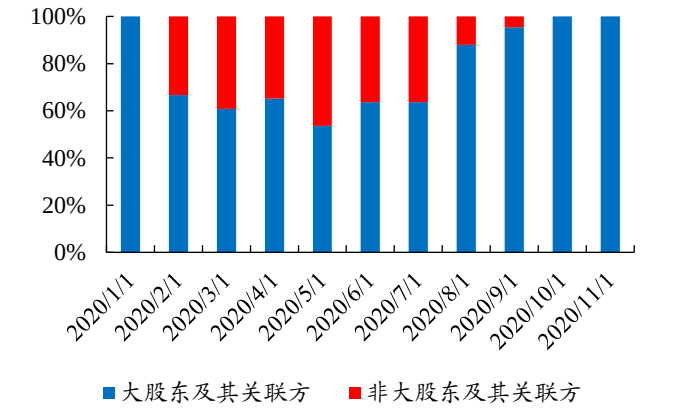
图3：定增市场中以竞价项目占据主导地位



数据来源： Wind、开源证券研究所

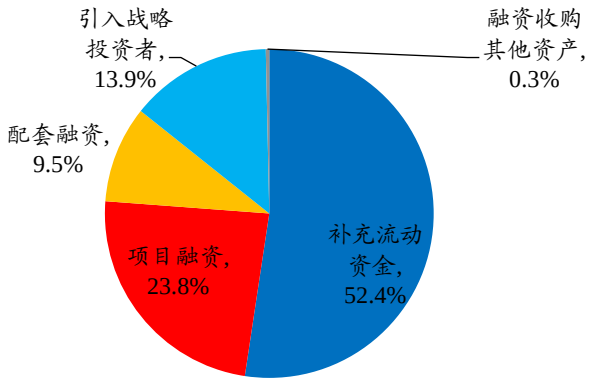
战略投资者要求趋严，定价定增以向大股东发行、补充流动资金为主。2020 年 3 月 20 日，证监会发布监管问答，从五大维度对定增引入战略投资者的要求进行了明确。战略投资者门槛大幅提升，定价定增方案数量占比开始回落。7 月之后，战略投资者要求进一步提升，新发的定价定增预案基本全部为向大股东或大股东关联方（或者新的实际控制人）发行，并且基本都自愿将锁定期由 18 个月延长至 36 个月。从证监会审核通过的结果来看，截至目前，按新规发行且已拿到批文（包含已完成发行的方案）的定价定增融资方案共有 37 家，其中向公司大股东及其关联方（包括新的大股东）发行的有 34 家、纯粹向战略投资者发行的仅有 3 家（中成股份、九强生物、三安光电），在 7 月份之后不再有向战略投资者发行的定价定增获批。定价定增的融资投向来看，超过一半的投向为补充流动资金，2020 年以来 294 例定价定增中有 154 例定增目的为补充流动资金，占比 52.4%，新政之后这一趋势更加显著。

图4：7 月后新发定增预案仅七成有大股东/关联方参与



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：定价定增超过一半的项目为补充流动资金



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：战略投资者要求显著提升

	内容
条件一	具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源，与上市公司谋求双方协调互补的长期共同战略利益
条件二	愿意长期持有上市公司较大比例股份
条件三	愿意并且有能力认真履行相应职责，委派董事实际参与公司治理，提升上市公司治理水平，帮助上市公司显著提高

	内容
	公司质量和内在价值
条件四	具有良好诚信记录，最近三年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任
条件五	能够给上市公司带来国际国内领先的核心技术资源，显著增强上市公司的核心竞争力和创新能力，带动上市公司的产业技术升级，显著提升上市公司的盈利能力，或者能够给上市公司带来国际国内领先的市场、渠道、品牌等战略性资源，大幅促进上市公司市场拓展，推动实现上市公司销售业绩大幅提升。

资料来源：证监会官网、开源证券研究所

表2：已获批且是向战略投资者增发的定价定增项目

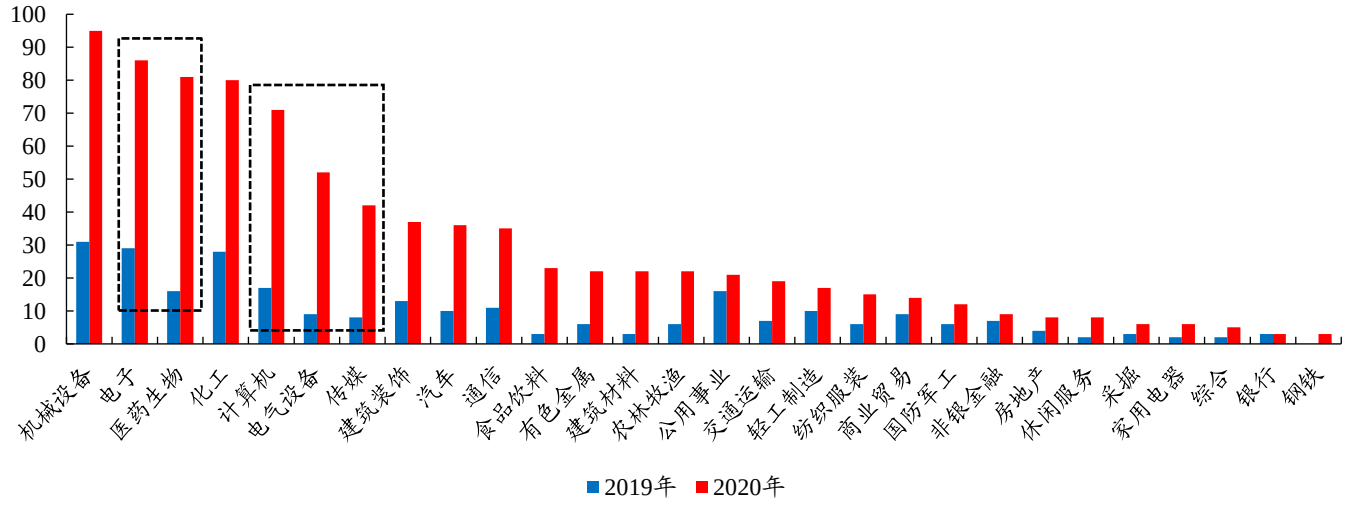
代码	名称	证监会审核公告日	战略投资者名称	锁定期
000151.SZ	中成股份	2020/7/9	甘肃建投、兵团建工、大唐西市	18 个月
300406.SZ	九强生物	2020/7/7	国药投资	18 个月
600703.SH	三安光电	2020/6/29	珠海格力电器、长沙先导高芯	36 个月

资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 新兴产业融资需求旺盛，创业板公司占比显著提升

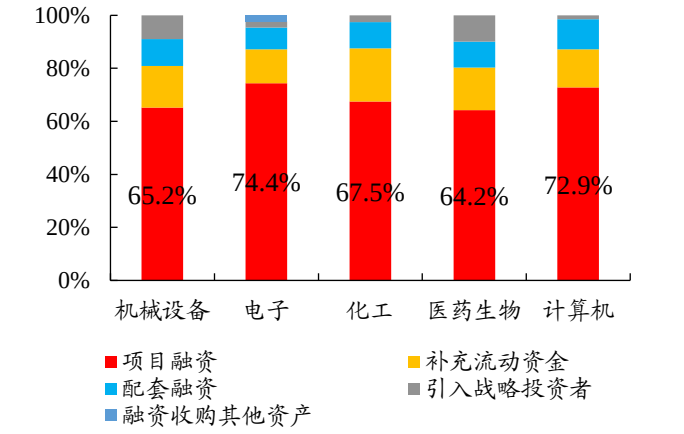
电子、医药、计算机等新兴行业融资需求旺盛，创业板公司占比显著提升。分行业来看，2020 年以来新发定增融资预案数量前五大行业依次为机械设备（95 例）、电子（86 例）、医药生物（81 例）、化工（80 例）、计算机（71 例）。相较 2019 年而言，新兴产业中的电子、医药、计算机、电气设备、传媒等行业新发预案数量提升更为显著，分别增长了 1.97、4.06、3.18、4.78、4.25 倍。同时 2020 年前五大新发预案行业来看，增发目的主要以项目融资为主，可以看到融资主要为了业务的扩张，实现了直接融资服务实体经济的重要目的。分板块来看，新政大幅放宽了创业板公司的再融资条件，取消了创业板非公开发行对于连续 2 年盈利和前次募集资金基本使用完毕的要求，改为增强相关信息披露。由于商誉减值风险在 2018-2019 年集中释放，导致了众多创业板公司此前不符合定增融资的要求，新政后压制的融资需求得到释放，2020 年以来创业板公司新发预案数量已达 294 家，涉及融资规模超过 3009 亿元，占 A 股整体定增融资规模的比例也快速提升到了 35.34%。

图6：2020 年以来新发融资预案多集中于机械设备、电子、医药生物等行业



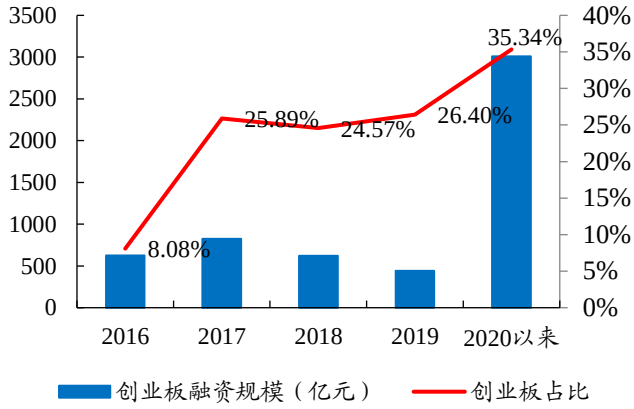
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：融资数量前五大行业中多以项目融资等为目的



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：创业板公司数量占比提升，平均融资规模下降

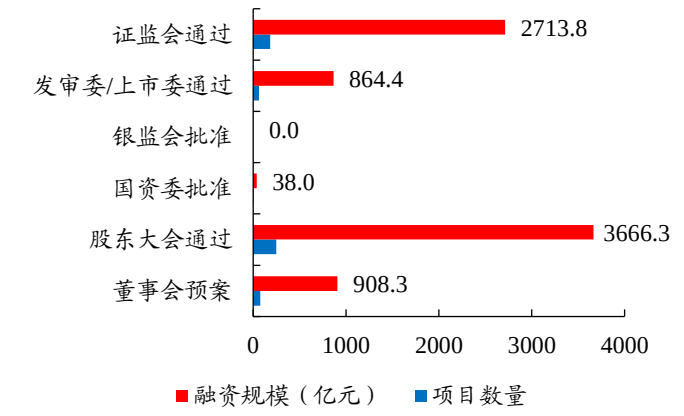


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 注册制改革审核加速，供给端存量项目十分充裕

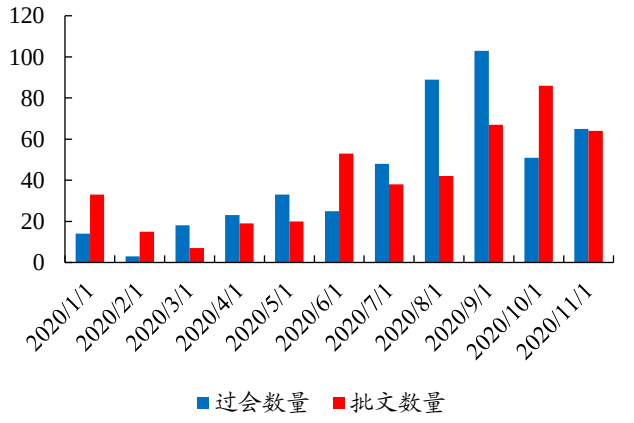
注册制改革背景下审核加速，供给侧存量项目充裕。创业板 IPO 注册制改革的同时定增审核同步试点注册制。创业板定增审核下放至交易所，深交所自受理之日起 15 个工作日内需要提出首轮审核问询，2 个月内出具审核意见（上市公司及其保荐人、证券服务机构回复深交所审核问询的时间总计不超过 2 个月）。适用简易程序的定增审核速度则更快。疫情之后，定增过会和批文速度快速回暖，注册制改革之后，定增过会和批文的速度更是相继创新高，供给端待发行项目充裕。截至 2020 年 11 月 30 日，现存的定增融资预案共计 790 例，涉及融资规模达到 10103.8 亿元；其中，竞价定增项目有 555 例，涉及融资规模 8190.8 亿元。在竞价定增项目中，按发行进展来看，已有 247 例（占比 44.5%）方案通过公司股东大会决议，涉及融资规模 3666.3 亿元；另有 184 例（占比 33.2%）方案获证监会批准待发行，涉及融资规模 2713.8 亿元。按目前的发行节奏测算，竞价定增项目月均发行规模为 426 亿左右、月均发行数量约 24 例（取 7 月-10 月平均）。按月均发行数量测算，已拿批文的存量项目即可满足未来近 8 个月的发行需求。即使未来发行节奏加快（每周发行 10 家），所有存量竞价项目也足够未来一年内的发行。

图9：存量项目竞价定增融资规模达 8190.8 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：注册制改革后过会及批文速度相继创新高



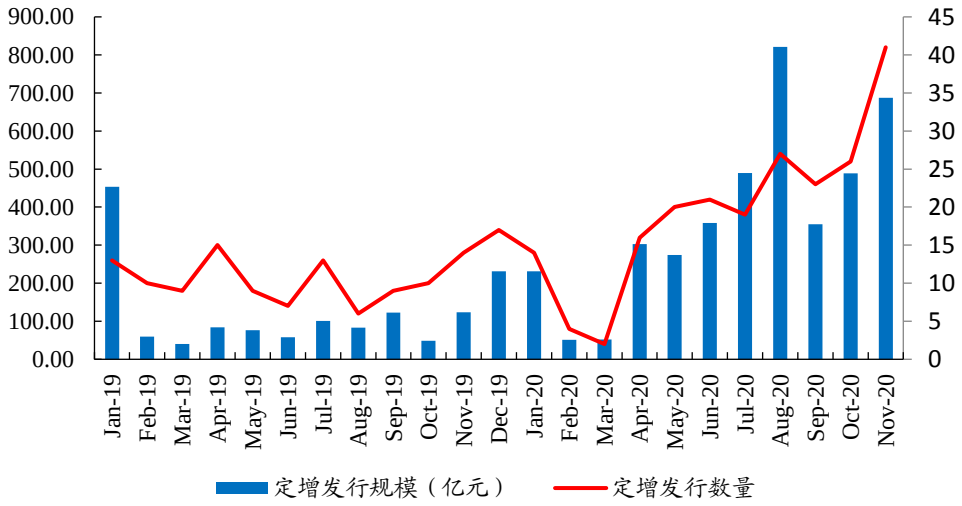
数据来源：Wind、开源证券研究所（上图包含所有融资和并购）

2、 需求端弱复苏，高折价之下定增胜率超 77%

2.1、 公募、产业资本等资金相继涌入，定增市场发行端规模稳步提升

新政之后长线资金快速涌入，推动月均发行规模持续增长，较 2019 年全年已实现翻 2 倍增长。新政之后由于锁定期缩短、折扣上限提升、投资门槛降低等因素，定增市场吸引力大幅提升，公募、产业资本等各方资金快速涌入，推动发行规模不断上升。截至 11 月 30 日，2020 年以来发行项目合计融资规模达到 4113.4 亿元，较 2019 年已实现翻 2 倍以上的增长。其中，竞价定增融资规模为 3249.9 亿元、定价定增融资规模为 863.4 亿元。同时，新规之后每月发行规模不断上行，近期单月发行规模已超 600 亿元，8 月发行规模更是达到 821.4 亿元。

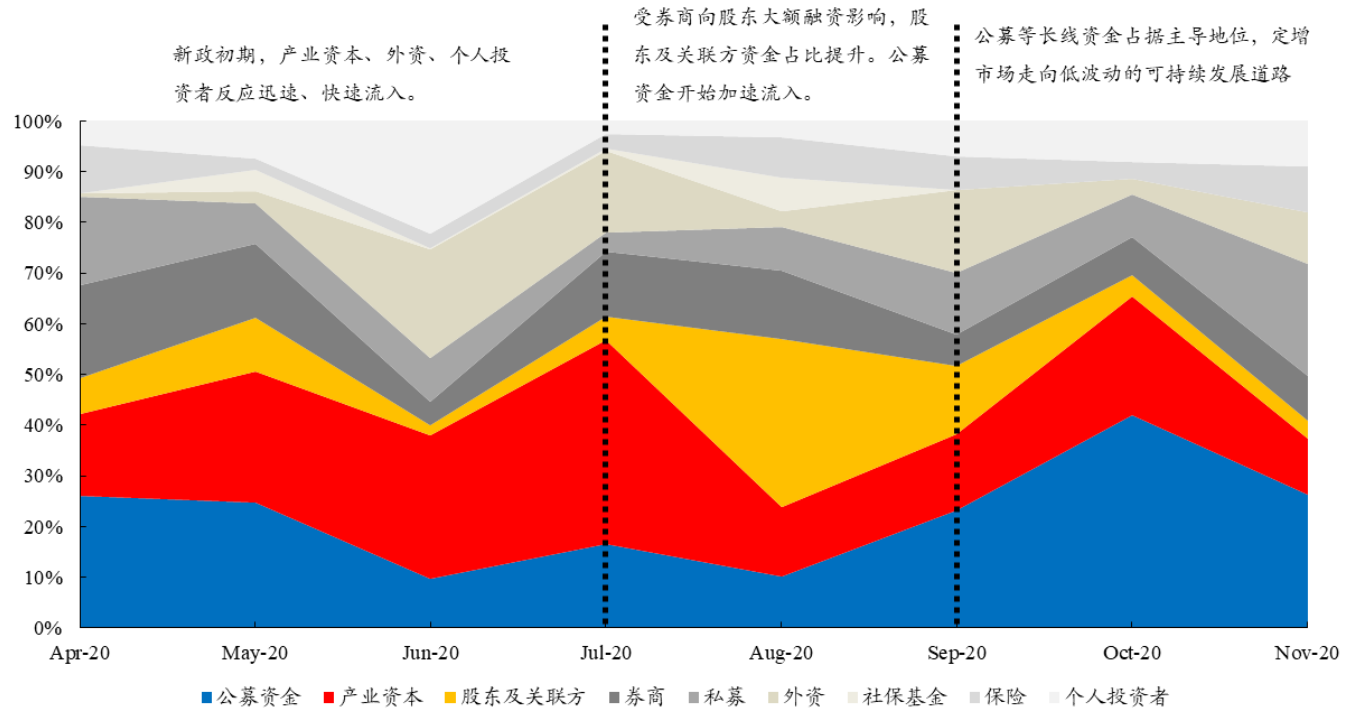
图 11：新政之后定增月均发行规模不断上行，8 月单月发行规模达到 821.4 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

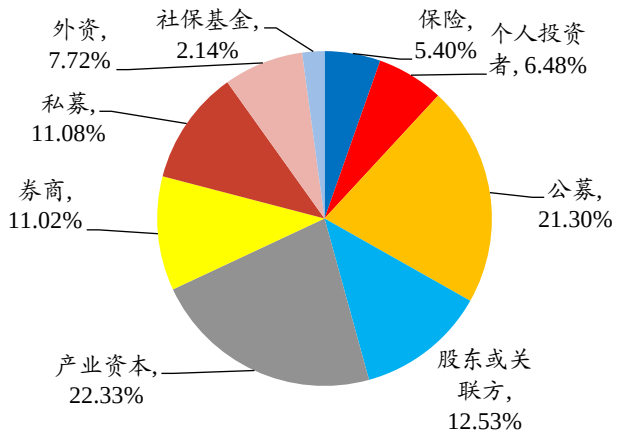
参与者结构来看，前期外资及产业资本反应迅速，近期公募基金开始大幅流入并成为主要参与者。我们将参与竞价定增投资的资金方分为公募（包括专户、子公司）、私募、个人投资者、险资（包括自营、资管）、券商（包括自营、资管）、外资、公司股东及其关联方、产业资本（实业公司、股权投资基金等）、社保基金共 9 类。新政落地初期（4-6 月），产业资本、个人投资者以及外资快速流入，在这期间参与资金数额最多的一直是产业资本。同时，外资也在这期间以激进的报价参与到多项优质定增项目中（如兆易创新、爱尔眼科、闻泰科技、宁德时代等）。在 7-8 月期间，公司股东及关联方参与金额占比显著提升，主要系海通证券、国信证券分别向大股东募集较高额度资金所致（分别为 100 亿、50.3 亿）。同时，从 8 月开始公募基金加速入场，其中包括部分银行系资金通过公募渠道也开始参与到定增市场。9 月之后，公募基金开始大幅流入，占据定增市场主导地位。截至目前，公募基金共计参与 615.6 亿元（占比 21.3%）、产业资本共计参与 645.2 亿元（占比 22.3%），两者合计占据近半的参与资金比例。此外，股东或其关联方参与 362.2 亿元（占比 12.5%）、券商方面参与 318.5 亿元（占比 11%）、私募参与 320 亿元（占比 11.1%）、外资参与 223.1 亿元（占比 7.7%）、个人投资者参与 187.3 亿元（占比 6.5%）、险资参与 155.9 亿元（占比 5.4%）、社保基金参与 62 亿元（占比 2.1%）。

图12：前期外资及产业资本反应迅速，近期公募基金开始大幅流入并占据市场主导地位



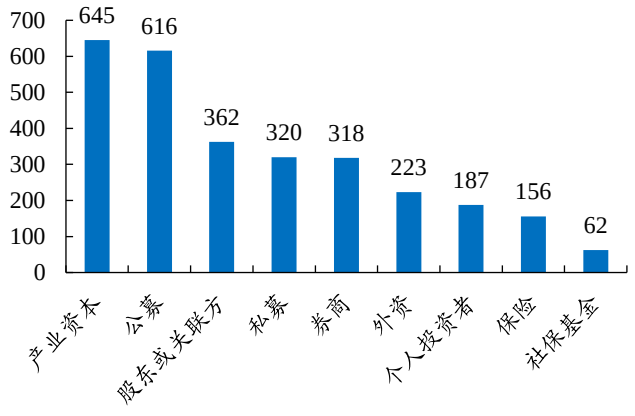
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：竞价定增市场参与方以产业资本、公募为主导



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：产业资本、公募机构参与资金均超过 600 亿元



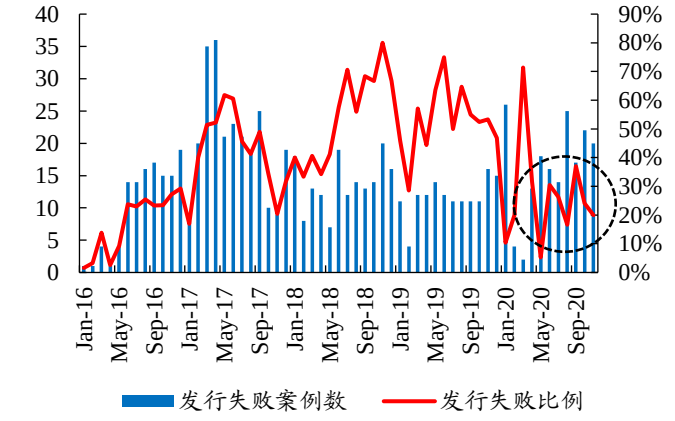
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 需求端回暖速度不及供给端，中短期内依旧是供大于求的格局

定增市场发行端快速回暖，但整体速度仍不及供给端，中短期内供大于求格局继续。整体来看，新政之后定增市场吸引力大幅提升，发行失败的概率已大幅减少。截至目前，发行失败案例数量占比已下降至 20%左右的历史低位，并且失败案例中有一半以上的方案为 2018-2019 年披露的旧方案（存在部分旧方案直接终止然后新发预案）。若仅按新规之后发行的案例失败数量（18 例）测算，整体发行失败比例仅为 11.3%。不过，目前来看发行端整体回暖速度仍不及供给端，月均新发预案数量仍高于发行数量（近期发行持续回暖后，单月发行方案数量依旧少于新发预案数量），定增市场依旧是供大于求的买方市场。同时可以看到，虽然大部分定增融资方案都可以成功

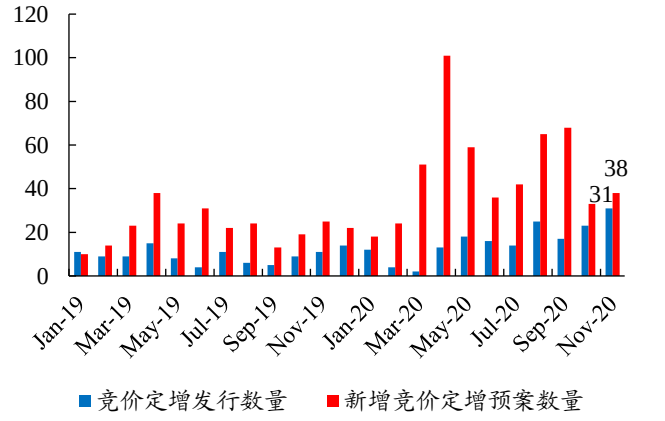
发行，但依旧存在部分项目募资不满额（实际募资额低于预计募资额的 90%）的情形。并且，在新政锁定期减半，底价折扣提升至八折的前提下，近期依旧有 50%以上的项目是底价发行。而从折价率角度来看，目前已按新规发行的 153 例竞价定增项目中，有 25.5%的项目折价率在 20%以上、32.7%的项目折价率处于 15%-20%区间，而折价率小于 10%的项目仅 19.6%。存量项目充足，同时新发预案持续保持高位的背景下，未来一年内定增市场都将保持供大于求的格局，折价率将始终保持高位。

图15：发行失败案例数量占比已显著下降



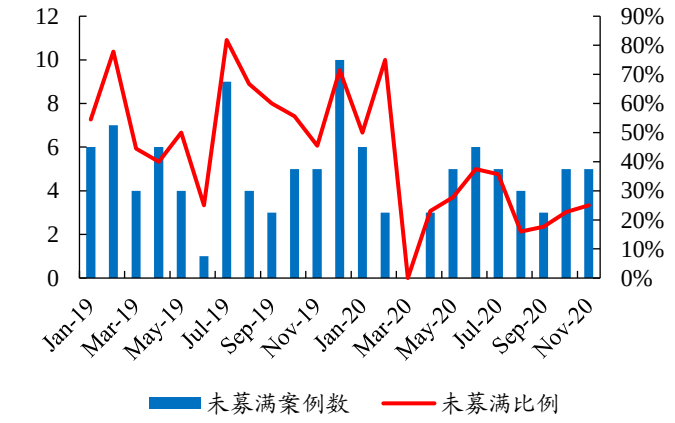
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：竞价项目月均新发预案数量持续大于发行数量



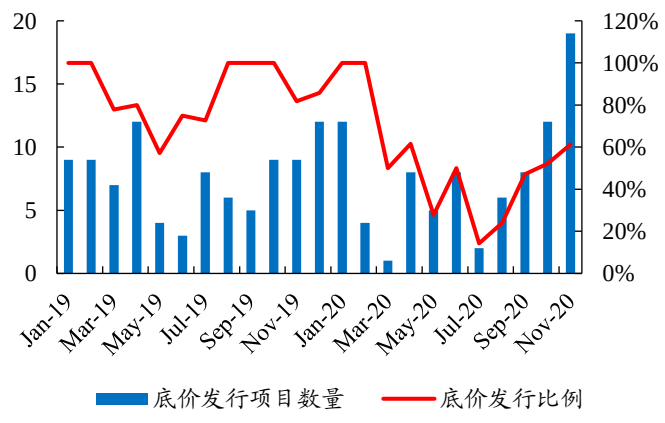
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：新政之后，募资不满额现象依旧存在



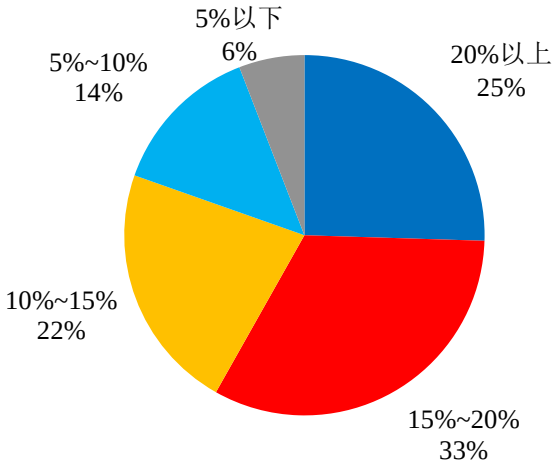
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：新政之后，底价发行的现象依旧普遍



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：按新规发行的项目中半数以上的折价率大于15%

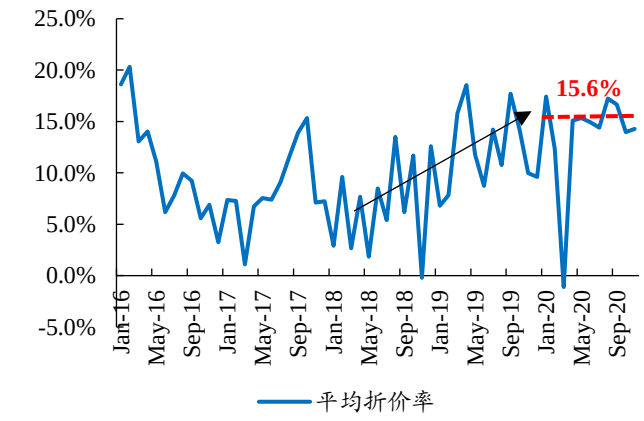


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 高折价下竞价定增胜率达77%，汽车与化工收益佳

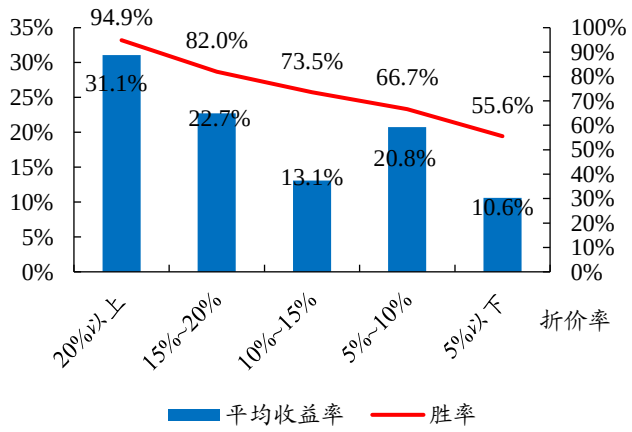
高折价率是定增投资收益率和胜率的保障，目前已解禁项目胜率高达77%，平均收益率达26.8%。持续的供大于求带来的是折价率的高企。截至11月30日，已有153例竞价定增方案按新规完成发行。其中，尚未解禁的123例竞价定增方案平均折价率达到15.6%、平均浮盈为20.5%，目前胜率为81.3%；已解禁的30例方案平均折价率为15.6%、最终录得平均收益率为26.8%，胜率亦高达77%。可以看到，新规之后在持续较高的折价率下，定增投资的整体收益率和胜率都得到了保证。同时，更高折价率的定增项目收益率和胜率同样更高，当折价率在20%以上时，平均收益率及胜率最高，分别达到31.1%和94.9%。

图20：新政之后，折价率始终保持在高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：高折价率是高收益率和高胜率的保障

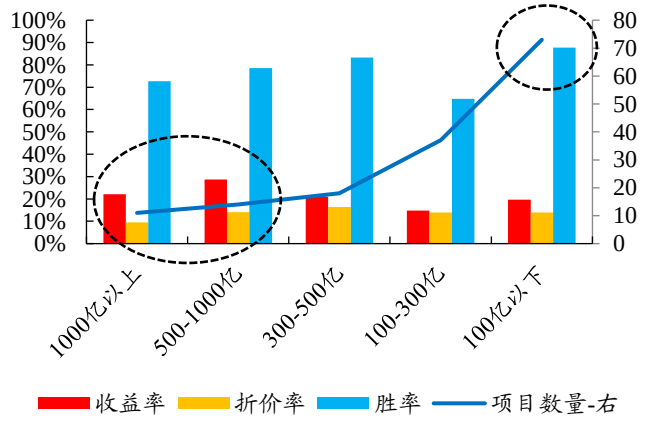


数据来源：Wind、开源证券研究所

新规后大市值、低估值、化工和汽车行业的公司定增表现更佳。（1）市值角度：我们以上市公告日公司市值为市值指标进行统计，发现新规以来大市值公司收益率更优、小市值公司胜率更高。其中，“500亿-1000亿”和“1000亿以上”市值区间的平均收益率分别达到28.7%和22%。相比较之下，“100亿-300亿”和“100亿以下”市值区间的平均收益率仅为14.8%和19.6%。不过，从胜率来看，小市值公司胜率更高。“500亿-1000亿”和“1000亿以上”市值区间的胜率分别为72.7%和78.6%，而“100亿以下”市值区间的胜率则高达87.7%。2020年以来二级市场表现以大市值公司为

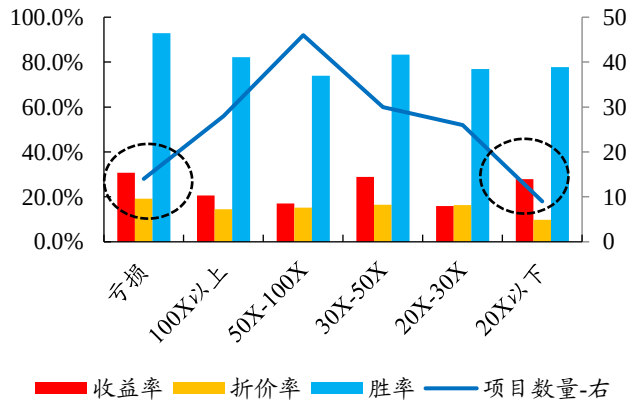
主，因此大市值公司收益表现更佳。而小市值公司因为关注度不高，发行时股价处于相对低位，同时较高的折价率保障了最终赚钱的胜率更高。（2）估值角度：我们以上市公告日 PE（TTM）为估值指标进行统计，发现新规以来低估值/亏损公司（多为周期股）收益率和胜率表现更优。统计结果表明，亏损公司（收益好的多为周期行业，股价处于历史低位）定增平均收益率达到 30.7%、胜率达到 92.9%。而当 PE（TTM）处于“30-50 倍”或“20 倍以下”区间时，平均收益率亦能达到 28.9%和 28%。其中，贡献最大的为化工周期股新宙邦（已解禁），收益率高达 140.9%。（3）行业角度：汽车与化工胜率 100%的同时收益率位居前列。在剔除公司样本较少的行业（如纺服、银行、综合、轻工、通信、商业贸易等）的前提下，可以看到汽车、化工、电气设备、非银金融共四个行业胜率达到了 100%；再从收益率来看，汽车与化工仍然位居前列，平均收益率分别达到了 50.8%和 36.6%。

图22：大市值公司收益率更优、小市值公司胜率更高



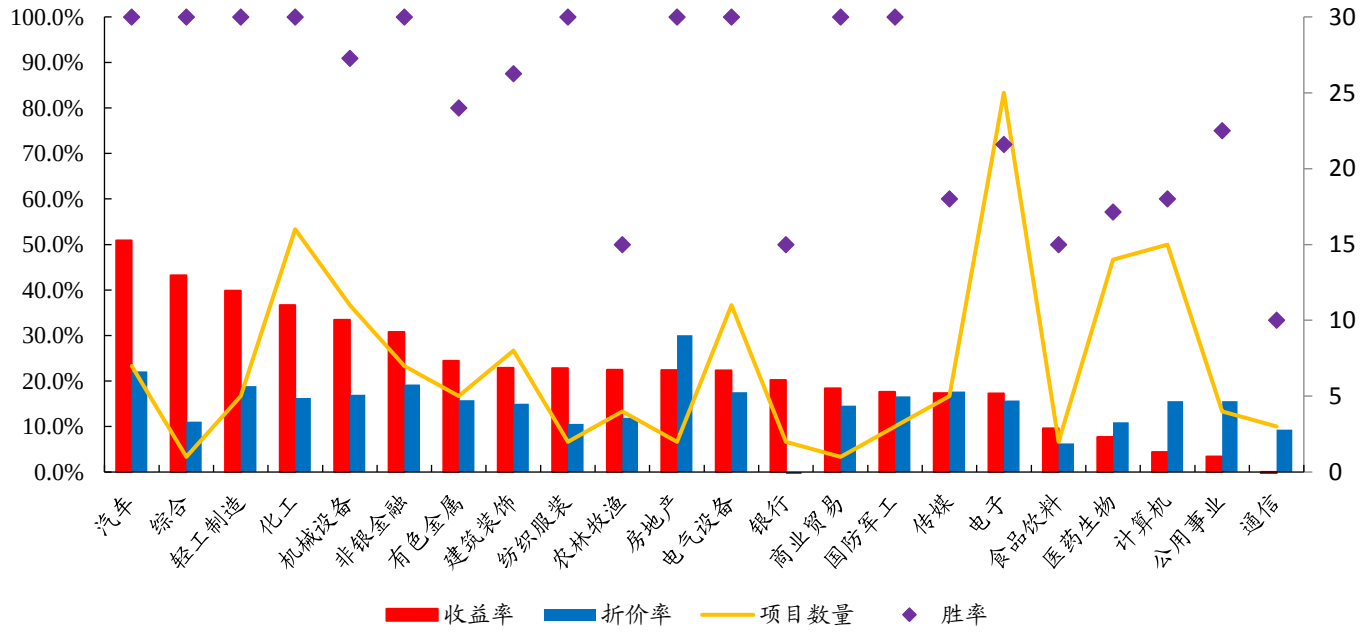
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：低估值/亏损公司在获得再融资后股价表现更优



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：汽车与化工行业胜率 100%的同时收益率位居前列



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2020 年 11 月 30 日）

3、 绝对低价策略表现佳，2021 年“黄金坑”投资机会继续

3.1、 绝对低价策略是表现最佳的策略

定增市场的收益率主要包括折价率贡献的收益以及个股在二级市场的涨幅。二级市场的表现和公司的基本面有密切的关系，但对于定增项目而言，折价率和公司的基本面在一定的时间内不能两全。投资者需要在折价率和基本面之间进行平衡，因而市场上也出现了以折价率为收益核心的策略和以二级市场涨幅为核心的策略。包括有精选个股策略、纯粹高折价策略、底价发行策略、绝对低价策略等。目前按新规发行 153 例竞价定增项目(包括已解禁项目)平均收益率为 21.7%，整体胜率为 79.7%。我们分别对精选个股策略、高折价策略、底价发行策略、绝对低价策略的收益率和胜率表现进行统计，结果表明绝对低价策略和高折价策略表现最佳。

（1）精选个股策略：也即在选定优质的项目后，不考虑折价率的高低而进行报价，以确保最终的认购成功。一般这类项目市场认可度比较高，竞争较为激烈，最终的折价率也就比较低。我们将折价率低于 10%的项目视为竞争激烈的优质项目（包括凯莱英、广联达、爱尔眼科、北京君正等），新规以来合计 28 例，目前平均收益率为 20.4%、胜率为 67.8%。

（2）高折价策略：也即不考虑项目本身的质地，仅关注是否具备较高的折价率。我们筛选所有折价率高于 20%的项目作为样本，新规以来合计 39 例，目前平均收益率为 **31.1%**，胜率为 **94.9%**。

（3）底价发行策略：底价发行策略即选择以底价发行或追加认购的项目，以保证拥有足够的安全边际。统计结果表明目前按底价发行的 37 例竞价项目的平均收益率为 17.26%，胜率为 83.8%。

（4）绝对低价策略：也即选择增发价格处于公司历史价格低位的公司。我们筛选增发价格低于公司过去五年内历史价格 1/4 百分位的项目，新规以来合计 47 例，目前平均收益率为 **36.4%**，胜率为 **95.7%**。

表3：精选个股策略下，目前平均收益率为 20.4%、胜率为 67.8%

代码	简称	上市公告日	募资规模（亿元）	折价率	收益率
300037.SZ	新宙邦	2020/5/8	11.40	9.35%	140.82%
603960.SH	克来机电	2020/6/18	0.50	6.45%	90.00%
300673.SZ	佩蒂股份	2020/5/8	5.31	9.94%	63.05%
002724.SZ	海洋王	2020/7/7	1.36	6.80%	55.52%
300750.SZ	宁德时代	2020/7/31	197.00	9.45%	51.36%
300015.SZ	爱尔眼科	2020/7/7	7.10	4.27%	51.31%
002493.SZ	荣盛石化	2020/10/9	80.00	4.81%	49.37%
002410.SZ	广联达	2020/6/17	27.00	3.11%	30.55%
300408.SZ	三环集团	2020/11/10	21.75	7.62%	21.77%
300014.SZ	亿纬锂能	2020/11/3	25.00	4.95%	20.48%
300223.SZ	北京君正	2020/9/10	15.00	8.97%	16.85%
002568.SZ	百润股份	2020/11/19	10.06	6.01%	14.81%
002374.SZ	丽鹏股份	2020/10/28	4.80	9.52%	11.84%
002821.SZ	凯莱英	2020/10/13	23.11	3.07%	10.46%

代码	简称	上市公告日	募资规模（亿元）	折价率	收益率
600837.SH	海通证券	2020/8/7	200.00	9.73%	9.37%
000498.SZ	山东路桥	2020/11/23	10.00	5.46%	8.25%
300630.SZ	普利制药	2020/4/23	5.52	9.27%	7.90%
603986.SH	兆易创新	2020/6/5	43.24	8.17%	5.55%
603583.SH	捷昌驱动	2020/10/20	14.85	9.30%	4.47%
603259.SH	药明康德	2020/9/25	65.28	5.24%	3.76%
002332.SZ	仙琚制药	2020/11/25	10.00	9.57%	1.31%
603520.SH	司太立	2020/8/7	6.72	4.19%	-0.43%
000895.SZ	双汇发展	2020/10/16	70.00	6.56%	-0.51%
002373.SZ	千方科技	2020/8/18	19.00	9.10%	-4.72%
603588.SH	高能环境	2020/8/28	1.70	3.29%	-4.81%
002124.SZ	天邦股份	2020/8/20	26.66	5.41%	-10.98%
300602.SZ	飞荣达	2020/5/8	7.00	6.04%	-13.59%
300451.SZ	创业慧康	2020/8/13	13.18	8.07%	-14.96%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：高折价策略下筛选的定增项目录得了更高的收益率

代码	简称	上市公告日	募资规模（亿元）	折价率	收益率
603085.SH	天成自控	2020/8/13	5.00	35.08%	68.46%
002208.SZ	合肥城建	2020/8/26	10.00	32.00%	6.33%
600732.SH	爱旭股份	2020/8/18	25.00	28.13%	38.48%
600095.SH	哈高科	2020/8/8	10.00	27.88%	56.44%
300290.SZ	荣科科技	2020/9/4	1.18	27.56%	29.69%
603959.SH	百利科技	2020/6/24	2.85	27.42%	104.32%
002459.SZ	晶澳科技	2020/10/29	52.00	26.80%	54.74%
000584.SZ	哈工智能	2020/8/14	6.91	26.18%	37.61%
603838.SH	四通股份	2020/6/30	3.33	25.68%	35.52%
002866.SZ	传艺科技	2020/9/11	6.00	25.53%	-5.22%
600150.SH	中国船舶	2020/8/1	38.67	25.48%	24.61%
601615.SH	明阳智能	2020/11/20	58.03	25.39%	21.61%
002560.SZ	通达股份	2020/10/30	6.00	25.07%	6.62%
300692.SZ	中环环保	2020/11/12	5.50	24.28%	1.98%
600141.SH	兴发集团	2020/11/24	7.93	24.16%	35.18%
300655.SZ	晶瑞股份	2020/6/2	3.00	24.13%	33.57%
300496.SZ	中科创达	2020/8/11	17.01	24.03%	7.20%
300763.SZ	锦浪科技	2020/11/27	7.24	24.00%	7.57%
002645.SZ	华宏科技	2020/4/27	3.18	23.32%	2.70%
603300.SH	华铁应急	2020/8/22	11.00	23.23%	13.77%
002850.SZ	科达利	2020/11/30	13.86	23.16%	14.11%
300629.SZ	新劲刚	2020/5/22	1.82	23.00%	46.84%
002765.SZ	蓝黛科技	2020/6/19	3.12	22.92%	65.47%
603818.SH	曲美家居	2020/7/24	6.59	22.77%	39.85%

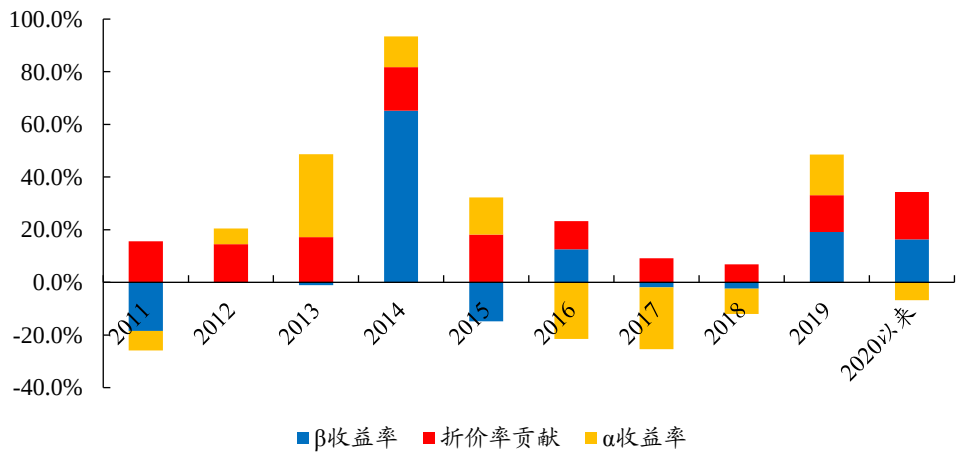
代码	简称	上市公告日	募资规模（亿元）	折价率	收益率
600517.SH	国网英大	2020/5/19	22.38	22.64%	9.45%
000625.SZ	长安汽车	2020/10/22	60.00	22.52%	136.07%
002556.SZ	辉隆股份	2020/4/23	1.30	22.43%	35.80%
603305.SH	旭升股份	2020/6/11	10.48	22.30%	12.84%
600727.SH	鲁北化工	2020/9/25	5.49	22.14%	25.53%
000301.SZ	东方盛虹	2020/7/14	36.10	21.68%	123.88%
600328.SH	中盐化工	2020/4/28	8.00	21.29%	4.22%
600745.SH	闻泰科技	2020/7/29	58.00	21.15%	-18.99%
002856.SZ	美芝股份	2020/8/6	1.82	20.95%	22.29%
300632.SZ	光莆股份	2020/11/3	10.31	20.82%	43.90%
300663.SZ	科蓝软件	2020/11/12	3.16	20.50%	3.45%
603936.SH	博敏电子	2020/11/26	8.43	20.41%	10.87%
002736.SZ	国信证券	2020/8/13	150.00	20.33%	29.38%
002579.SZ	中京电子	2020/10/28	12.00	20.04%	9.96%
601375.SH	中原证券	2020/8/1	36.45	20.03%	16.14%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 买方市场依旧，2021 年定增“黄金坑”将继续

定增市场收益自 2019 年以来已显著回暖，2020 年整体定增市场的平均收益 27.6%，其中折价率贡献了 18.0%，β 收益贡献 16.4%。由于定增相关个股跑输沪深 300，因此 2020 年定增 α 收益暂时为负贡献 6.7%。收益率的持续复苏，尤其是高折价带来的胜率高企，将吸引资金持续流入定增市场，我们预计 2021 年定增市场融资规模将继续保持高速增长，整体融资规模将超过 7000 亿元。即使在发行端持续回暖的背景下，已有存量的 555 例竞价定增项目，叠加目前单月新发竞价定增项目数量依旧高于发行数量，2021 年定增市场仍将持续保持供大于求的格局，“黄金坑”机会将继续。展望 2021 年，折价率将持续保持高位，从而保障定增市场较高的胜率。从 α 收益和 β 收益而言，定增市场偏向中小市值风格，在整体中小创业绩向好的背景下，相对沪深 300 的 α 收益有望回暖。总体而言，折价率依旧会是 2021 年定增市场收益的核心来源，因此，我们继续推荐重点关注高折价率策略以及绝对低价策略。

图25：2020 年以来折价率对定增市场的收益贡献创历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

再融资政策变化等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn