开源证券

融资扩张期下的投资机会

孙金钜（分析师）

证书编号：S0790519100002

邮箱：sunjinju@kysec.cn

任浪（分析师）

证书编号：S0790519100001

邮箱：renlang@kysec.cn

2020年9月17日

目 录

CONTENTS

1 注册制后带来哪些变化

2 再融资松绑，供需两端的机会

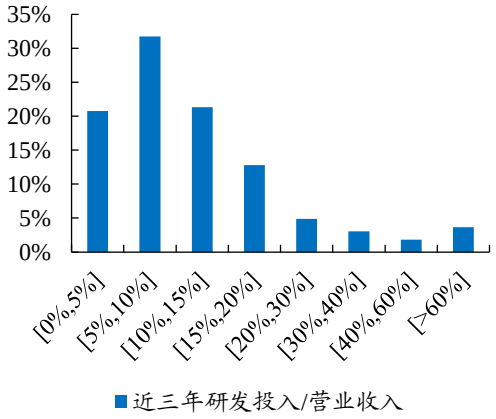
3 并购重组新趋势

1.1 注册制改革：从增量到存量

科创板聚焦硬科技企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业。

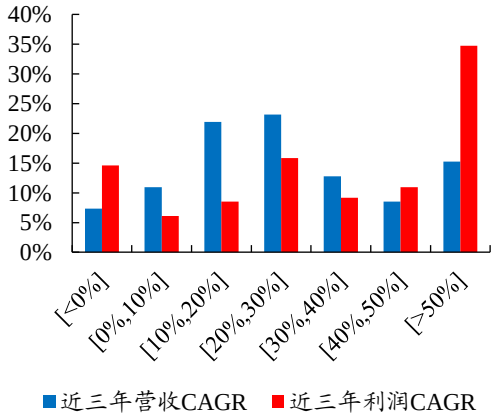
目前上市的科创板公司看，整体科创属性鲜明，有力发挥了资本市场助力科技创新企业发展的功能。

图1：科创板近三年研发投入占比高



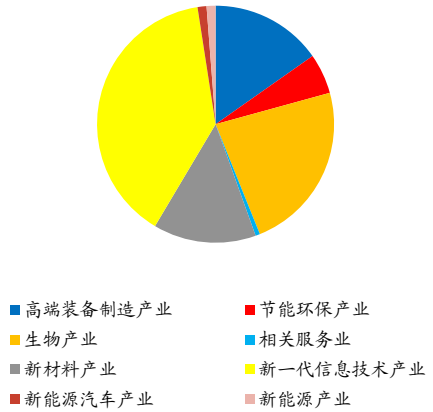
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：科创板近三年成长性好



数据来源：Wind、开源证券研究所

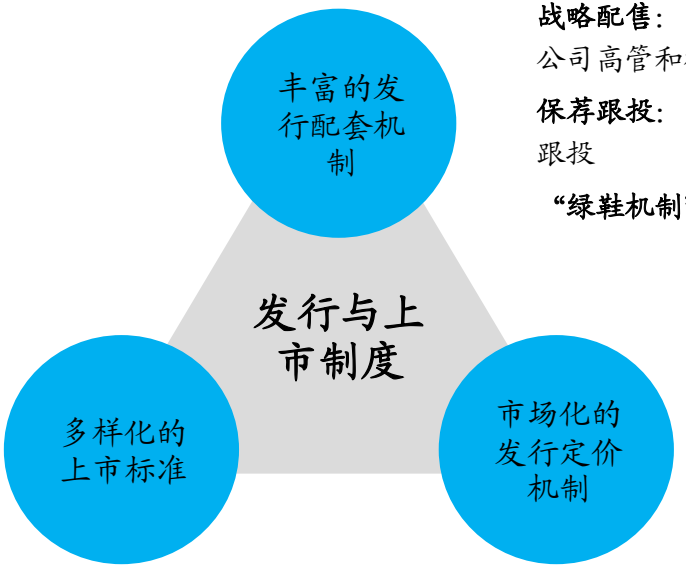
图3：科创板公司大部分属高新技术和战略性新兴产业



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 注册制改革：从增量到存量

科创板：资本市场改革的“试验田”，在**发行与上市制度、交易制度、再融资制度以及退出机制**等维度进行了制度创新



战略配售：大幅放宽战略配售门槛、允许上市公司高管和核心员工参与

保荐跟投：强制保荐机构进行规定比例的IPO跟投

“绿鞋机制”：对行使“绿鞋机制”不设门槛

针对一般性公司制定了**五套上市标准，允许满足条件的未盈利甚至无收入企业上市**

针对**具有差异表决权安排的企业制定特别上市标准**

针对红筹企业制定特别上市标准

完全**市场化的询价机制**

网下询价资格限定为七类专业机构投资者

配售大幅向网下尤其是A类投资者倾斜

1.1 注册制改革：从增量到存量



个人投资者开户门槛

前20个交易日证券账户及资金账户日均资产不低于50万元

涨跌幅限制

上市前5个交易日不设涨跌幅限制，其后涨跌幅限制为20%

询价转让制度

首发前股东可向专业机构投资者询价转让股份

单独或者合计拟转让的股份数量不得低于科创公司股份总数的1%

转让价格不得低于20个交易日科创公司股票均价的70%



增发

增发条件取消盈利要求，但要求募资应投资于科技创新领域的业务

小额快速再融资

新增小额快速再融资适用简易程序的相关要求及审核周期

配售制度

适用对象为单独或合计拟减持首发前股份数量达到公司股份总数的5%

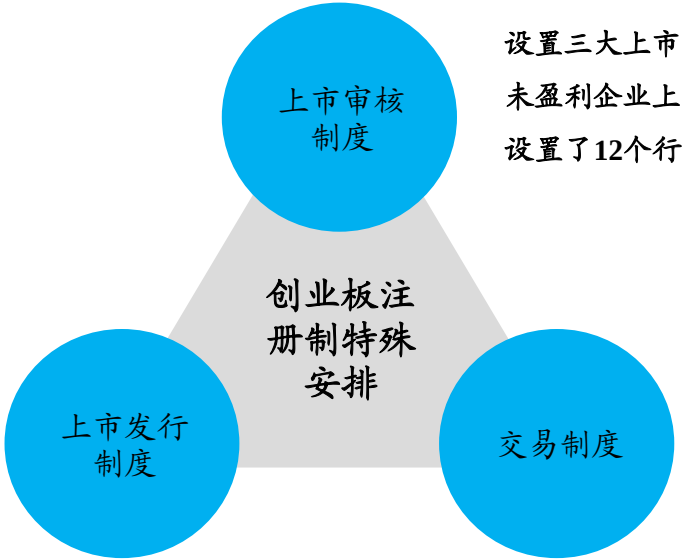
参与配售的对象为科创公司其他股东

配售价格由参与配售的股东协商确定，但不得低于前20个交易日股票均价的70%

1.1 注册制改革：从增量到存量

存量改革——创业板定位于服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。

创业板注册制改革充分借鉴了科创板经验，并结合自身定位以及存量市场的特点，作出了更有针对性的制度创新。



设置三大上市财务和市值标准

未盈利企业上市标准暂不施行

设置了12个行业负面清单

保留特殊条件下采用**从科创板到创业板**的发行方式

仅强制4类特殊企业实施保荐跟投

网下向网上回拨比例高于科创板

个人投资者开户门槛为前20个交易日日均资产不低于10万元，低于科创板的50万元

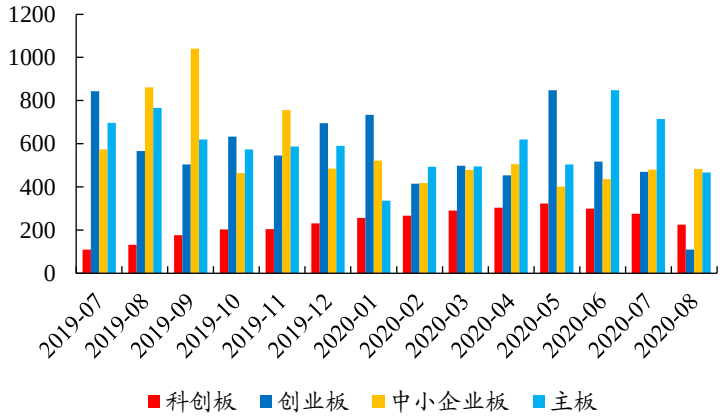
限价申报不超30万股，市价申报不超过15万股

1.2 注册制下IPO效率大幅提升，“优胜劣汰”塑造良性竞争

注册制下的科创板和创业板公司上市审核时间大幅缩短，上市的公司数量显著提升，创新型公司上市融资效率大幅提升。

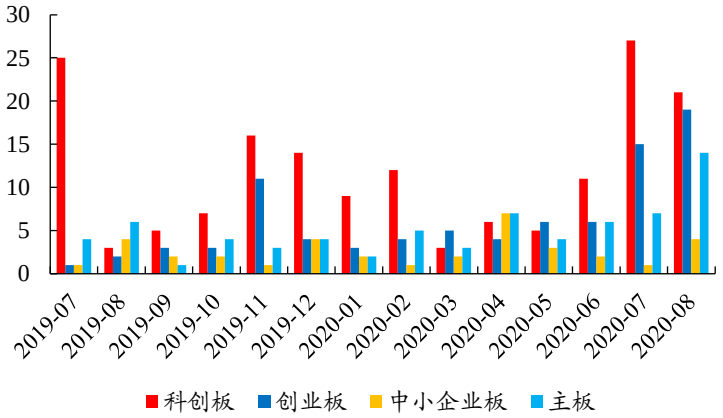
2019年7月22日至2020年8月31日，科创板公司从受理到上市平均用时227天，明显低于主板/中小板/创业板（不含首批注册制新股）的600/560/594天。同期科创板平均每月上市公司数12家，主板/中小板/创业板（不含首批注册制新股）分别为5/3/5家。

图4：注册制下科创板和创业板从受理到上市时间显著缩短



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：科创板IPO公司数显著高于其它板块



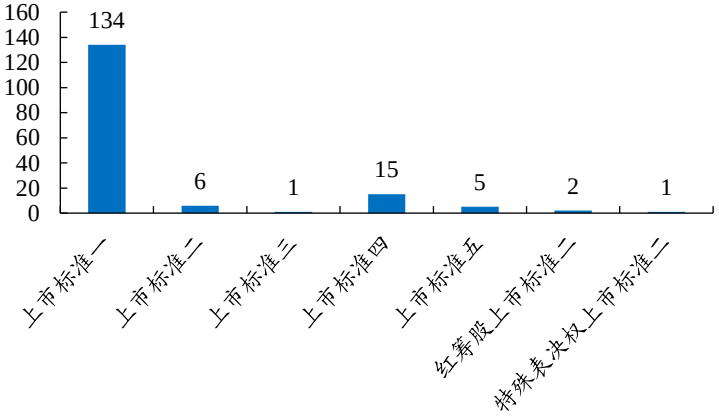
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 注册制下IPO效率大幅提升，“优胜劣汰”塑造良性竞争

注册制下尚未盈利的成长期公司、具有差异表决权安排的企业以及红筹企业等符合相关条件后均可上市，中芯国际、中微公司、寒武纪、君实生物、金山办公、泽璟制药等众多创新型优质企业实现上市。蚂蚁集团、京东数科等均计划在科创板上市。

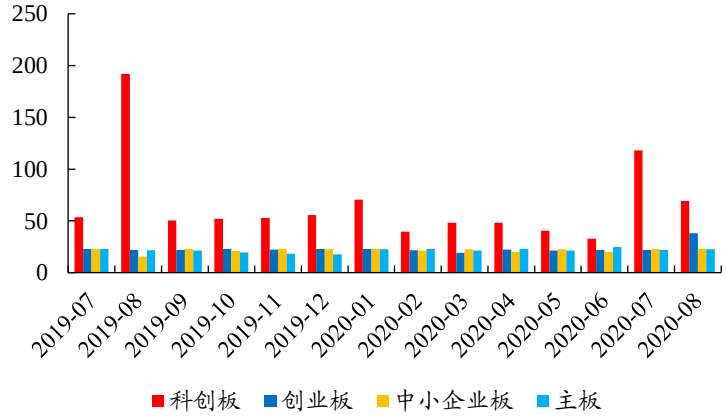
市场化询价制度改革后，首发定价的估值方式和估值体系更多样化和市场化，资本市场融资定价能力得到明显提升。

图6：众多特殊类型的公司成功实现科创板上市（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：科创板和注册制创业板首发PE高于其它板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 注册制下IPO效率大幅提升，“优胜劣汰”塑造良性竞争

注册制改革带来IPO提速，同时退市制度更加严格和完善，资本市场逐步形成“宽进严出”的环境。

“宽进严出”的竞争环境，一方面将有更多的优质新股上市，同时不符合上市条件的公司将逐步淘汰，将进一步凸显出优质公司的价值，有利于上市公司优胜劣汰。

取消暂停上市、恢复上市环节

新增交易类退市指标

连续20个交易日股票市值低于5亿元

对交易类强制退市不再设置退市整理期



财务类等强制退市标准更严格

经审计或追溯重述后最近一个会计年度经审计的净利润为负值且营业收入低于一亿元；

经审计或追溯重述后最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值；

最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或者否定意见的审计报告。

1.3 注册制改革，估值体系走向多元化

科技创新型企业估值：未盈利、初创型和创新型企业估值不适用传统的市盈率（PE）、市净率（PB）等估值方式；PS、DCF/FCFF、PEG、EV/EBITDA、市值/MAU、市值/研发投入、市值/GMV、STOP（分部估值法）等更多估值方式被采用。

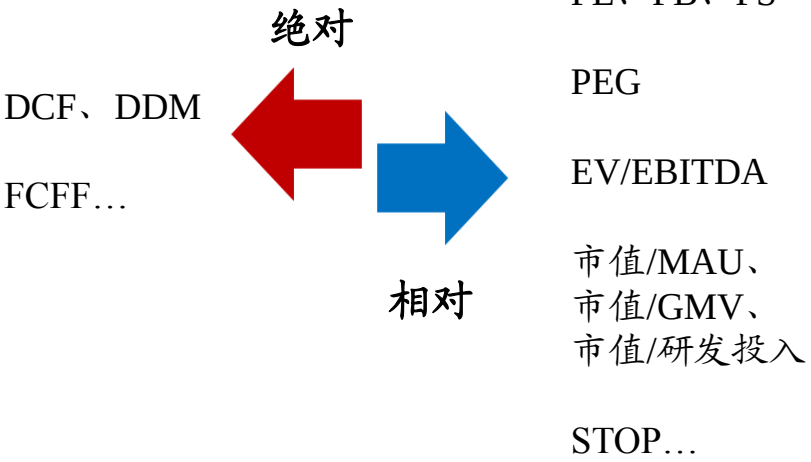
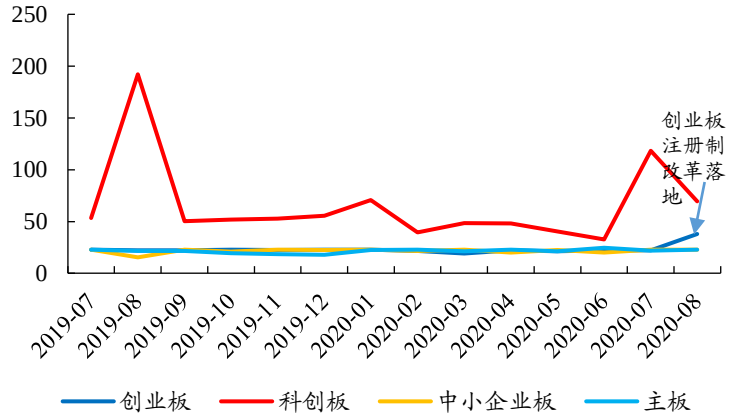


图8：注册制改革后的科创板和创业板首发定价的估值方式更多样化

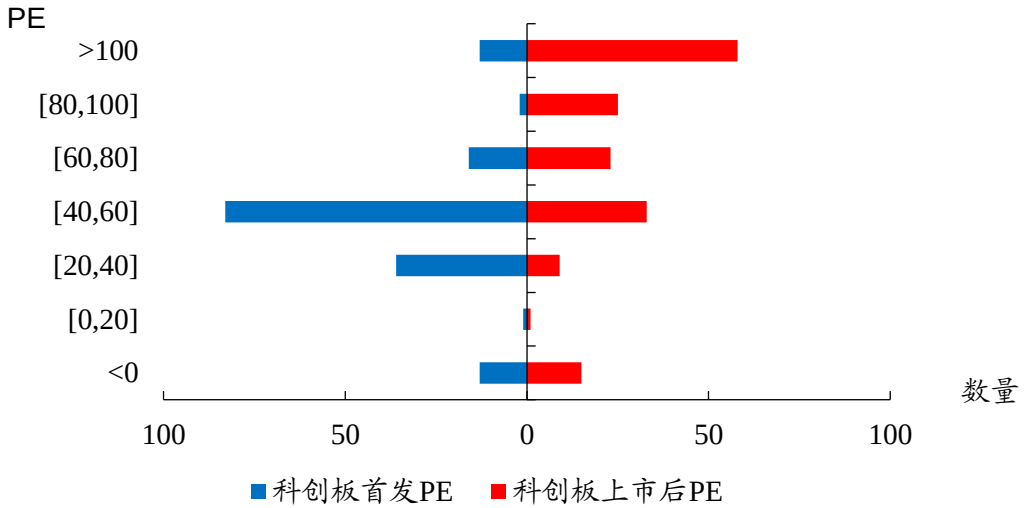


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 注册制改革，估值体系走向多元化

注册制改革后，不仅首发定价市场化，不再仅仅参考市盈率，发行上市之后股价走势更是进一步分化。具备核心竞争力的优质公司估值进一步提升，而部分企业估值反倒出现下降（天宜上佳、久日新材、凯赛生物等已破发）。

图9：注册制改革下科创板企业上市后估值水平进一步分化



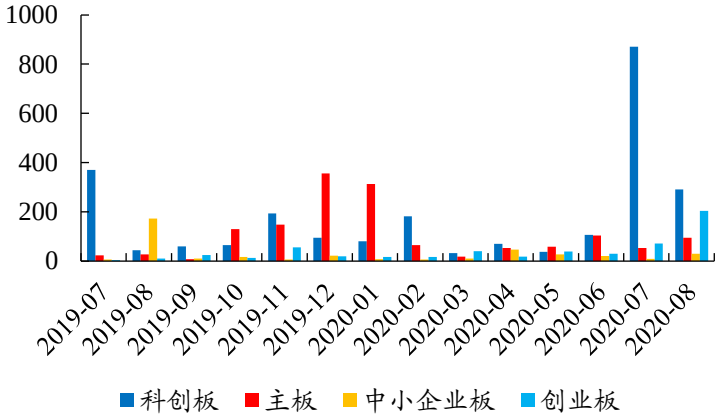
数据来源：Wind、开源证券研究所
注：科创板上市后PE为截至2020年8月30日的PE（TTM）

1.3 注册制改革带来打新投资的系统性红利

注册制改革后，IPO融资规模显著扩大，且新股发行向更加专业的网下投资者倾斜，推动网下投资者中签率大幅提高。

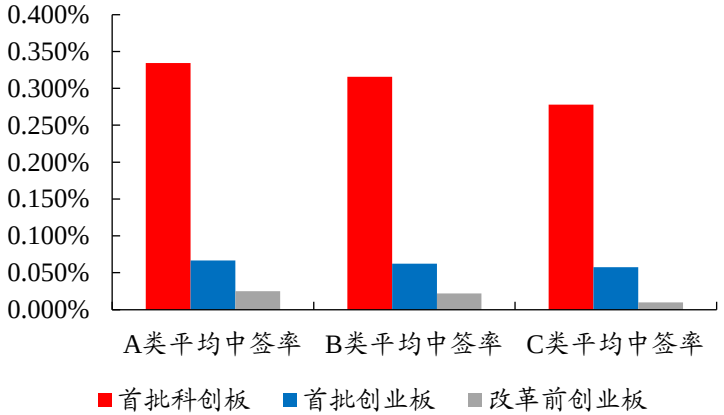
首批创业板注册制新股A/B/C类投资者平均中签率为0.063%/0.059%/0.054%，虽低于首批科创板的0.334%/0.316%/0.278%，但大幅高于改革前创业板的0.025%/0.022%/0.010%。

图10：科创板首发募资额显著高于其它板块（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：科创板和注册制创业板网下打新中签率显著提高



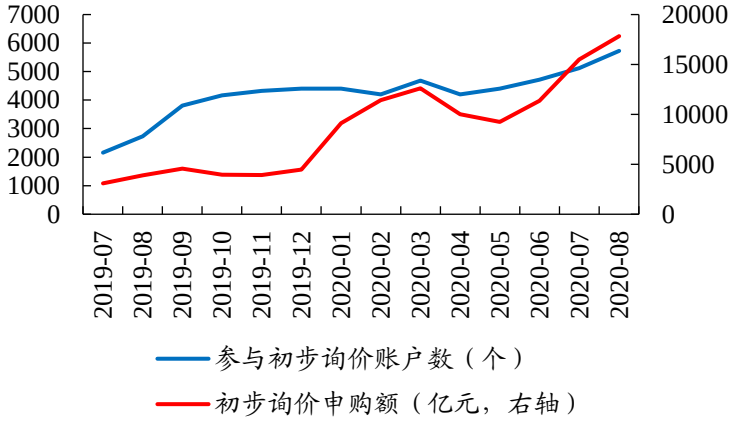
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 注册制改革带来打新投资的系统性红利

机构投资者参与科创板和创业板网下打新的积极性持续提升，且收益显著。参与网下打新的机构投资者账户数由2019年7月的2157个增加到2020年8月的5728个。

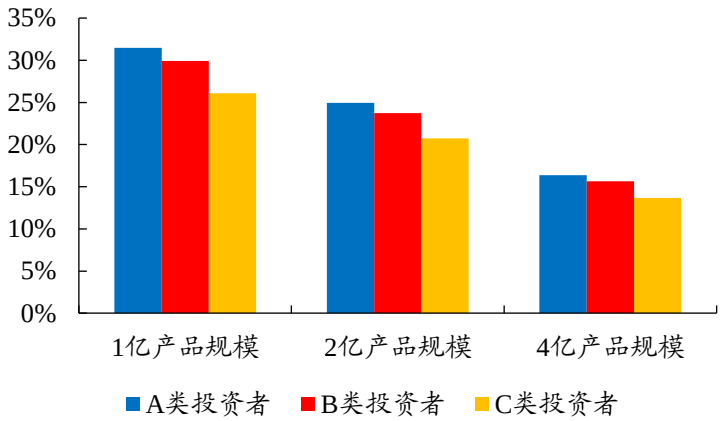
2019年7月至2020年8月底，科创板已累计为1亿产品规模的A/B/C类投资者创造打新收益率31.5%/29.9%/26.1%（考虑打新入围率）。随着注册制在存量市场的推开，机构投资者将持续享受打新市场的系统性红利。

图12：参与科创板询价账户数和申购额持续增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：科创板开市以来为机构投资者创造了可观的打新收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 注册制后带来哪些变化

2 **再融资松绑，供需两端的机会**

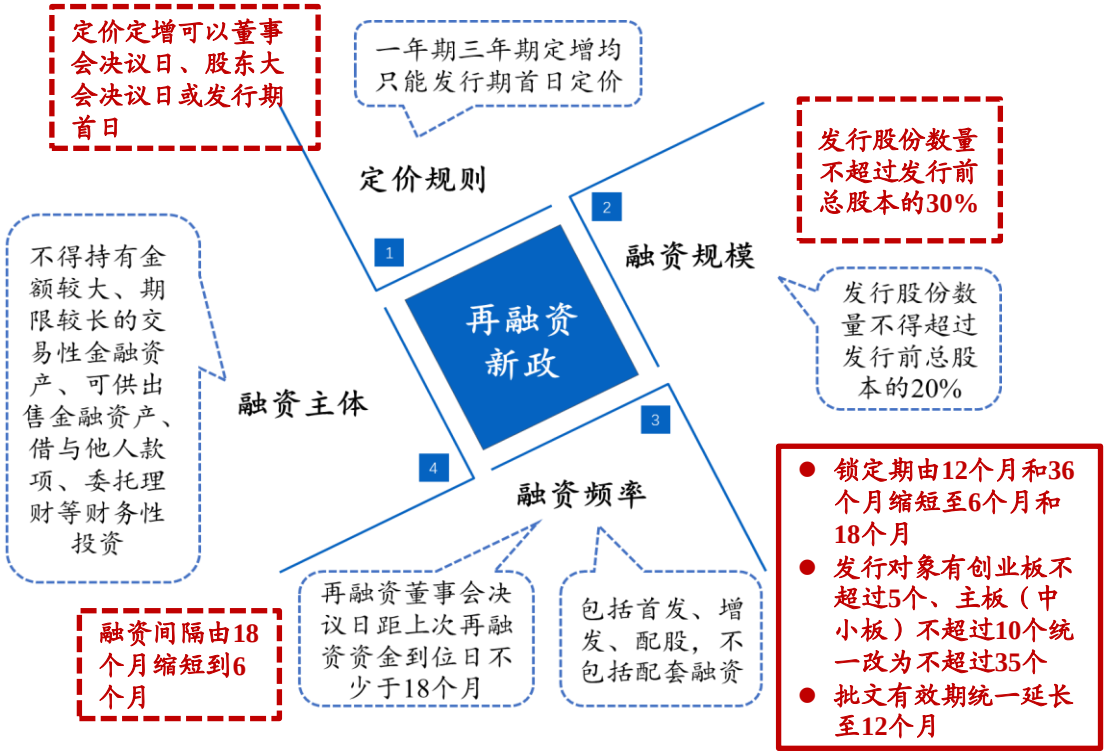
3 并购重组新趋势

2.1 再融资新政，供需两端多维度松绑

	新规	老规
创业板	非公开发行条件：**取消**连续2年盈利；增强信息披露 公开发行条件：**取消**最近一期末资产负债率超过45%	非公开发行条件：连续2年盈利，扣非前后孰低为准；前次募集资金基本使用完毕 公开发行条件：最近一期末资产负债率超过45%
全A	**非公开发行：** 锁定期：**6个月和18个月** 定价基准日：**定价定对象的为董事会决议日、股东大会决议公告日或发行期首日；竞价的为发行期首日** 底价：定价基准日前20个交易日均价的**8折** 发行对象：主板（中小板）和创业板均不超过**35名；定价为大股东和战投** 批文有效期：统一**12个月** 减持：解禁后**不适用“减持新规”** **发行股份数量不超过发行前总股本的30%**	**非公开发行：** 锁定期：**12个月和36个月** 定价基准日：**发行期首日** 底价：定价基准日前20个交易日均价的**9折** 发行对象：主板（中小板）不超过**10名**，创业板不超过**5名** 批文有效期：非公开**6个月**，配套融资**12个月** 减持：解禁后**适用“减持新规”** **发行股份数量不超过发行前总股本的20%**

2.1 再融资新政，供需两端多维度松绑

再融资政策宽松程度已超2017年2月以前



减持新规：

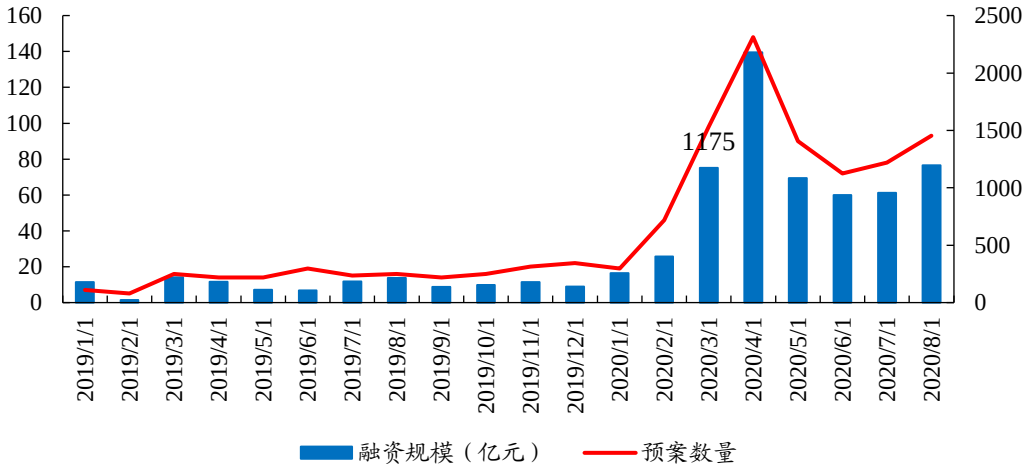
- 3个月集中竞价减持不得超过总股本的1%
- 3个月大宗交易减持不得超过总股本的2%且大宗受让方6个月不得减持
- 解禁首年集中竞价减持不得超过所持定增股份的50%

2.2 供给端爆发，定增预案融资规模超万亿

供给端：定增要求进一步降低，上市公司此前被压制的融资需求得到释放。新政后定增月均新发预案融资规模达到1255亿元，截止8月，2020年定增新发预案融资规模已达8186亿元，预计全年规模将超万亿。

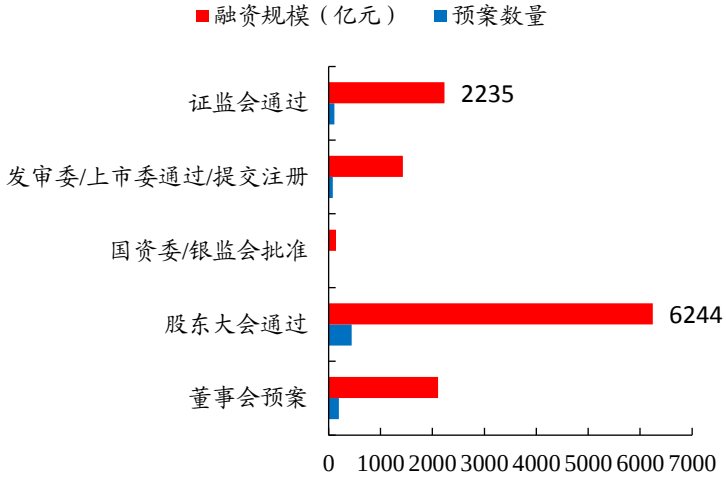
目前已发布预案的定增融资规模合计超过1.2万亿，其中已经获得证监会批文的公司有114家，涉及融资规模2235亿元。

图14：再融资新政后，定增月均新发预案融资规模超千亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：已发定增预案融资规模超1.2万亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 需求回暖，定增发行规模迎翻倍以上增长

需求端：提升折价上限、缩短锁定期、减持不受限、降低参与门槛，四位一体提升定增市场投资的吸引力。产业资本（高瓴资本、小米系、腾讯系、阿里系等）和外资等长线资金快速流入，推动定增发行端持续回暖。

截止2020年8月，2020年定增公告发行规模达2596亿元，已较2019全年（1484亿元）接近翻倍增长。并且，目前单月公告发行融资规模持续超250亿元，且新政之后的新发预案将在11月逐步进入密集发行期，预计2020年定增发行规模将达4000亿左右。

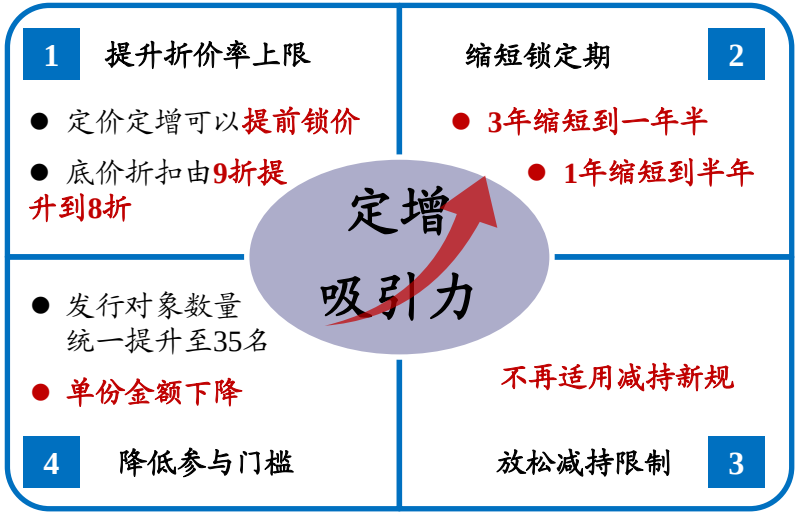
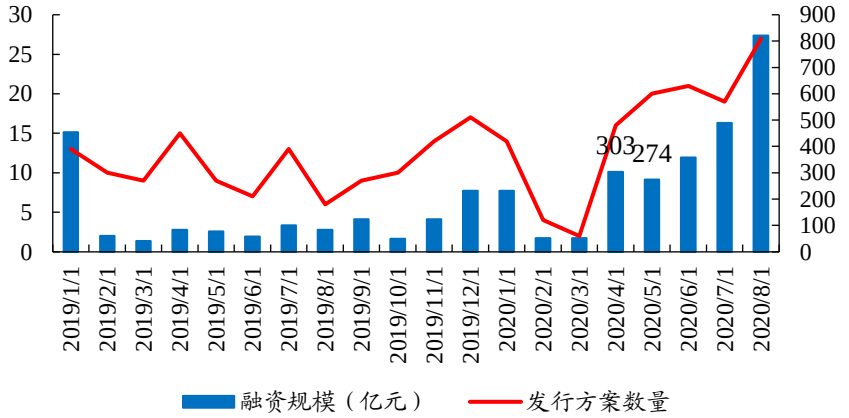


图16：新政之后单月公告融资规模持续超250亿元



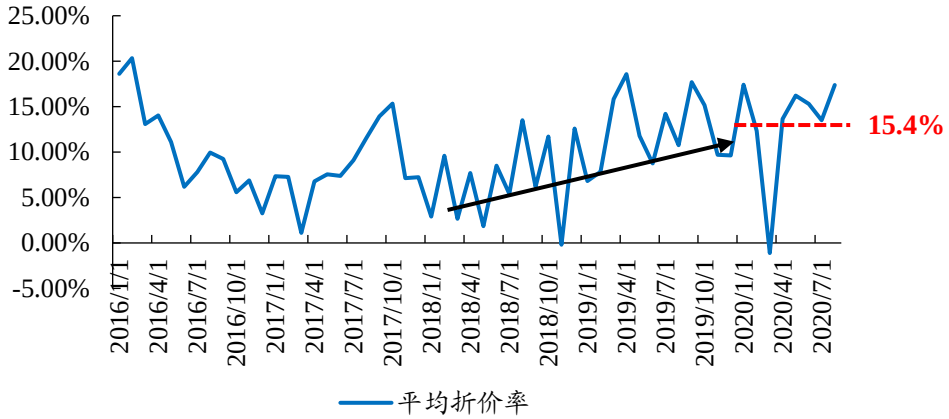
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4 持续供大于求，定增投资迎来“黄金年”

2017年以来定增市场即持续供大于求，竞价定增平均折价率持续上行，2020年以来的平均折价率高达15.4%。

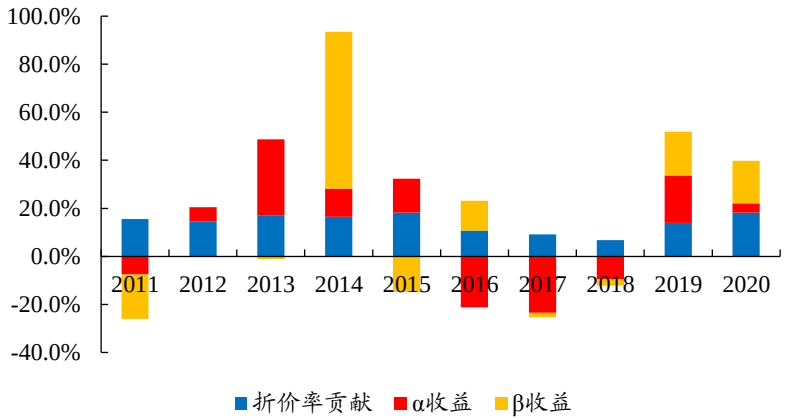
定增市场收益来源：折价率、α收益、β收益。折价率是定增市场系统性收益最稳定和核心的收益来源，新政后在锁定期减半的背景下折价率持续保持高位。α收益看，持续由二级市场向定增市场回归，2020年继续表现为正贡献，同时β收益跟随整体市场向上。2020年以来所有竞价定增的平均浮盈为39.8%。

图17：折价率持续上行，2020年竞价定增平均折价率高达15.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：目前定增市场折价率、α收益、β收益均为正贡献

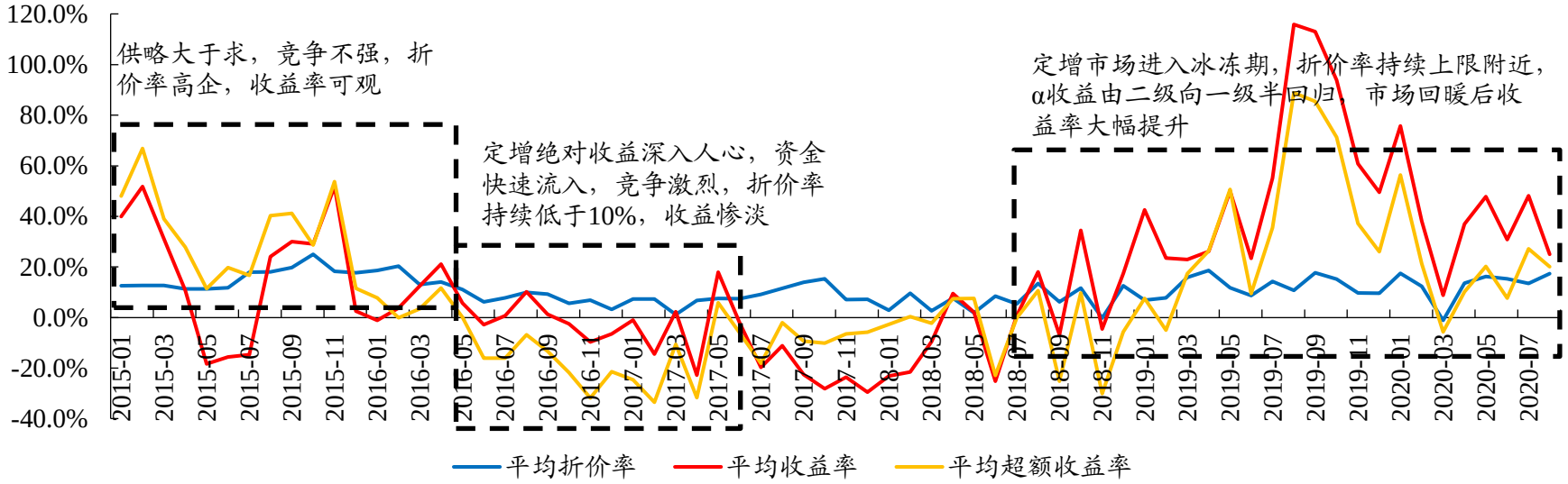


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4 持续供大于求，定增投资迎来“黄金年”

2020-2021年定增市场项目供给都将十分充裕，供大于求的格局将延续至2021年，折价率将持续保持相对高位（锁定6个月的竞价定增平均折价率会持续在10%以上）。α收益由二级市场向定增市场回归的趋势将延续，同时β收益存在向上期权。2020年仍将会是定增投资的“黄金年”。长期来看，定增也将成为长线资金进行权益市场布局的重要手段之一。

图19：目前定增市场折价率、α收益、β收益均为正贡献



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

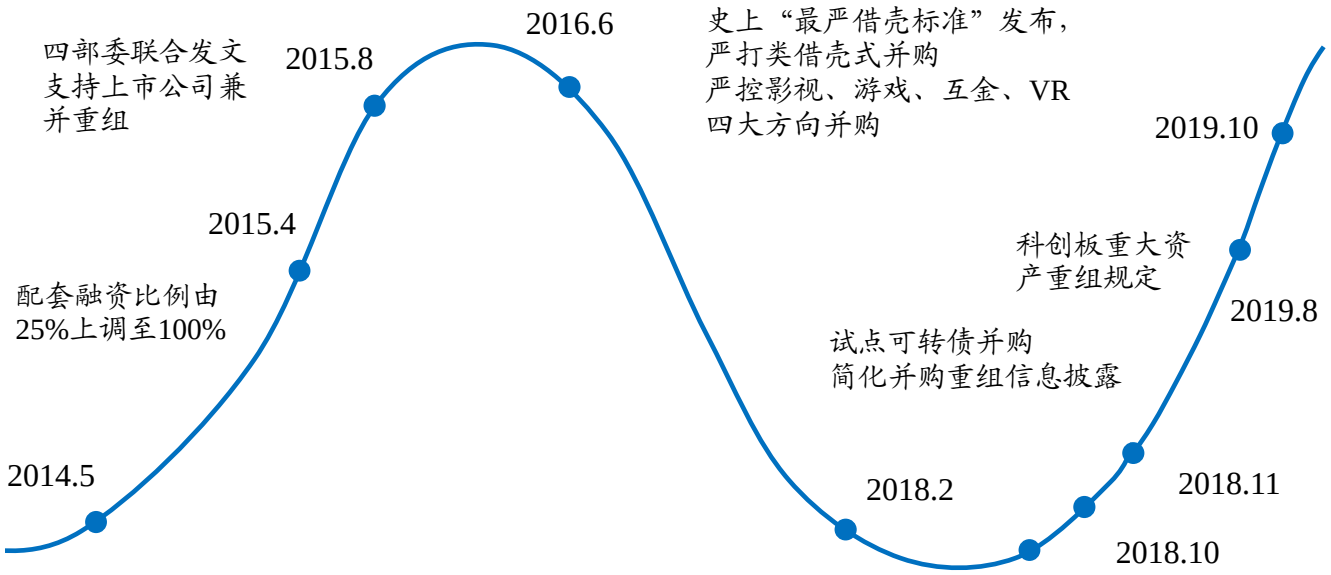
1 注册制后带来哪些变化

2 再融资松绑，供需两端的机会

3 **并购重组新趋势**

3.1 八大政策连发，并购重组再入政策放松周期

2018年9月以来并购重组政策持续松绑，目前并购重组政策宽松程度和2015年相近。



修订《上市公司重大资产重组管理办法》：

1）取消借壳上市中“净利润”的指标；

2）“累计首次原则”计算期间缩短到36个月；

3）创业板允许符合国家战略方向的高兴技术产业和战略性新兴产业借壳上市；

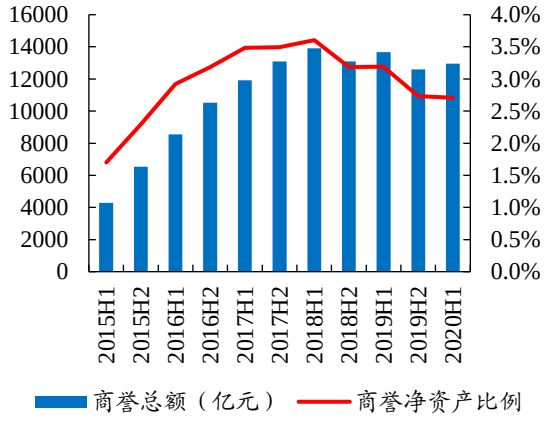
4）恢复借壳上市的配套融资

3.2 牛市并购“后遗症”，商誉减值风险已充分释放

2014-2016年牛市并购的“后遗症” 商誉减值集中在2017-2019年释放（业绩承诺期3年），2020年后商誉减值风险大幅下降 。

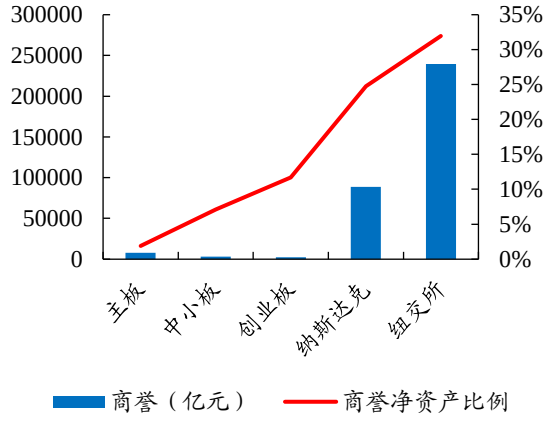
2019H2开始A股商誉占净资产的比例已经开始下降，同时与成熟的美股（纽交所和纳斯达克）相比目前A股的商誉绝对规模及占净资产的比例都还很低，未来还有较大的提升空间。

图20：A股商誉占净资产比例已经开始下滑



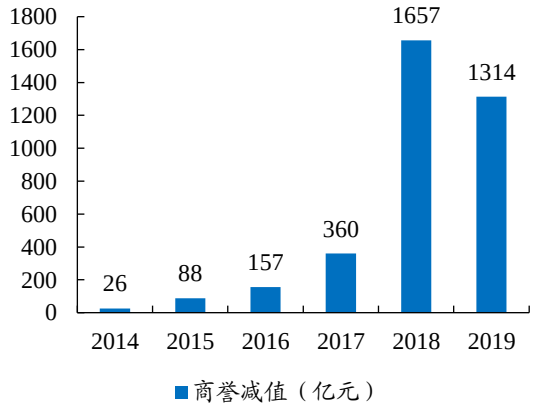
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：A股商誉占净资产规模较美股还很低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：商誉减值风险集中在2017-2019年释放

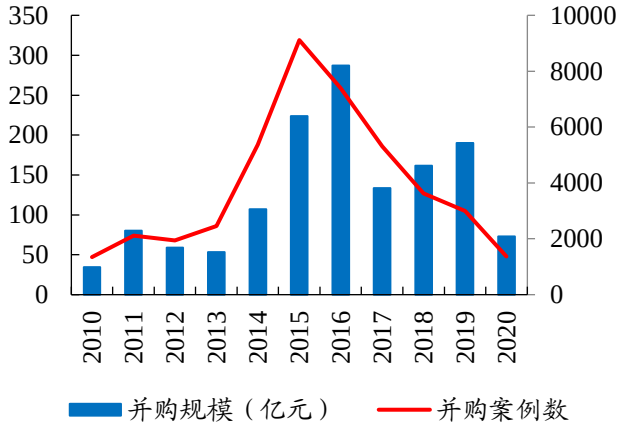


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 静待下一轮并购重组潮再来

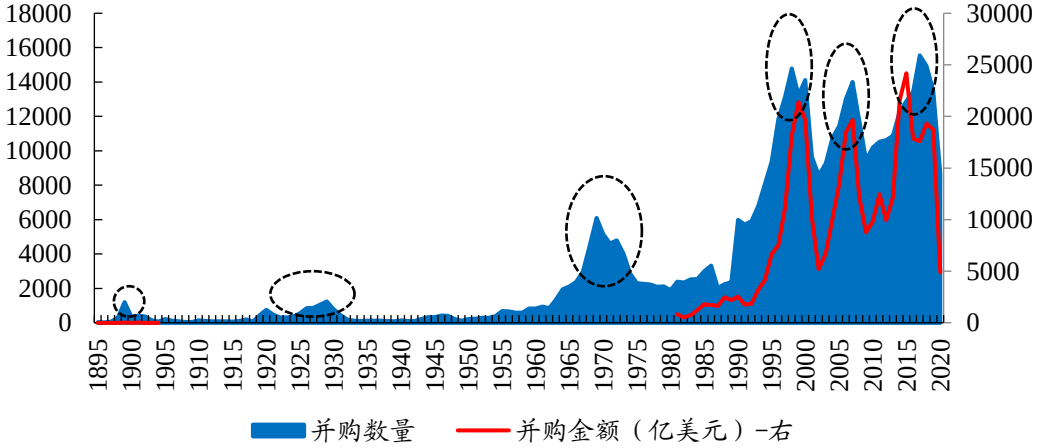
2015年并购重组高峰以来，A股涉及发行股份的并购重组数量持续下滑。政策放松背景下2019年并购重组规模达5433亿元，同比增长17.7%，已连续两年回升，未来并购重组市场有望延续回暖趋势。

图23：A股涉及发行股份的并购规模已连续两年回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：美股历史上经历了超过5次的并购潮，并且规模持续放大



数据来源：Mergerstate Review，Business Enterprise，IMAA，开源证券研究所

3.4 分拆上市、上市公司间并购、平台型公司并购是趋势

注册制放开，分拆上市规则正式落地，目前A股已有41家企业发布分拆子公司登陆A股的预案，其中子公司拟在创业板上市的共有16家，拟在科创板上市的有8家，另有5家子公司拟于上交所主板上市，12家企业暂未明确上市板块 。

分拆上市要求

1、上市满3年，3年连续盈利，且扣除拟分拆子公司后累计净利润不低于6亿元

2、最近1年拟分拆子公司净利润占上市公司净利润比例不超过50%，净资产占上市公司净资产比例不超过30%

3、近3年未受到证监会处罚，近1年未受到交易所公开谴责，最近1年财报被会计师出具无保留意见审计报告

4、近3年募集资金投向的业务和资产不得分拆（使用募集资金不超过净资产10%的除外），近3年收购的资产不得分拆；金融业务不得分拆

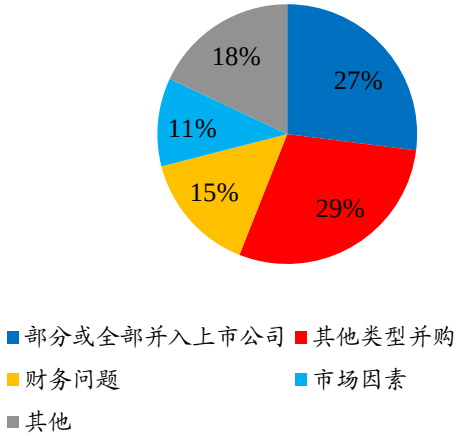
5、上市公司董事、高管及其关联方不得持有分拆子公司发行前总股本的10%，拟分拆子公司的董事、高管及其关联方持有分拆子公司股份不得超过发行总股本的30%

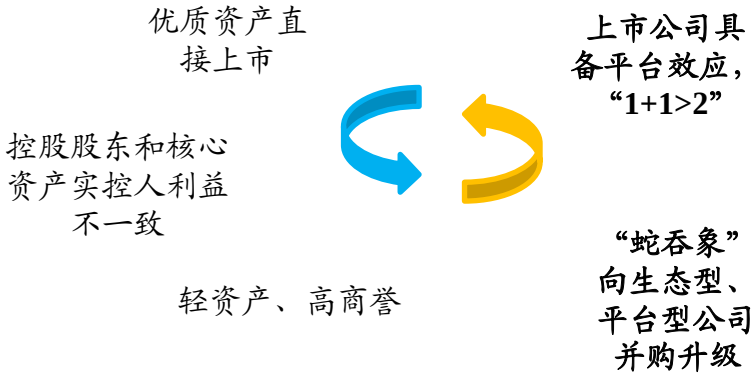
3.4 分拆上市、上市公司间并购、平台型公司并购是趋势

注册制驱动上市公司数量快速增长，未来上市公司间的并购将显著提升。美股：早1980年到2017年的四十年中，上市公司数量累计达到26505家，扣除6898家存续状态不明的公司，仍处于上市公司5424家，已退市公司达到14183家（占比72%）。退市的主要原因有并购（占比56%，其中27%为被上市公司部分或全部收购）、财务问题（15%）和市场因素（11%）。

注册制改革，优质资产更倾向于直接上市，“蛇吞象”型并购逐步向生态型、平台型公司并购转型。

图25：已退市的公司中27%为被上市公司并购





数据来源：WRDS、开源证券研究所

4 风险提示

IPO、定增、并购政策变动的风险，宏观经济大幅下滑风险。

分析师声明

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。

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。

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（underperform）	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（underperform）	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，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：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
邮箱：research@kysec.cn

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

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

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

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券