2020 年 07 月 22 日

三重共振，定增市场再迎高光时刻

——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

● **政策、供给、需求三重共振，定增市场再迎高光时刻**

再融资新政从供需两端八大维度对定增进行了松绑。政策松绑先行，上市公司被压制的融资需求释放，供给端新发预案爆发，2020 年定增新发预案融资规模将超万亿。放开折扣上线、缩短锁定期、放开减持限制、降低参与门槛，新政在四大维度全面提升定增市场的吸引力。产业资本、外资等长线资金快速入场，需求跟进，推动定增市场持续回暖，2020 年定增发行规模将迎来翻倍以上的增长。收益率来看，新政落地初期定增市场依旧是供大于求，折价率高企，新政以来竞价定增的平均折价率为 15.2%。同时 α 收益回归，β 收益跟随市场向上，定增市场“黄金坑”投资机会凸显。截止 2020 年 7 月 17 日，新政以来发行的竞价定增平均收益率高达 35.7%，胜率高达 96%。政策先行、供给爆发、需求跟进，三重共振驱动定增市场再迎高光时刻。

● **供给端：新发预案爆发，竞价定增依旧是主流**

新政落地之后，上市公司此前由于定增发行困难而被压制的融资需求集中爆发。截止 7 月 17 日，新政以来定增新发预案 494 例，合计融资规模超过 6669.2 亿元，已超 2019 年的 3362.5 亿元。并且新发预案以电子、医药、计算机等新兴领域公司为主，同时创业板定增融资要求放宽，创业板公司定增占比提升推动平均融资规模继续下降至 13.14 亿元。定价定增由于可提前锁价且折扣为八折，更受大股东的偏爱，近八成的定价定增有大股东及其关联方参与。由于定价定增只针对大股东和战略投资者，且战投门槛要求高，因此定价定增项目的质量大幅提升，而更具普适性和市场化的竞价定增将依旧是定增市场的主流品种。目前已发预案定增融资规模近万亿，且近期审核和批文速度回升，叠加科创板再融资规定出炉后审核将进一步加速。因此，定增市场供给端在 2020-2021 年都将十分充裕。

● **需求端：产业资本、外资快速流入，报价和折价率开始两极分化**

产业资本和外资等长线资金在新政之后快速进入定增市场，高瓴资本、阿里系、小米系、腾讯系等产业资本以及 JP MORGAN、UBS AG 等外资均积极参与。定价定增主要针对大股东和战投，而竞价定增目前看主要参与投资者依旧以公募基金为主，获配比例为 26.8%。目前定增市场的主要参与者公募基金、产业资本和外资的投资策略均以精选个股为主，并且产业资本和外资以长期投资为主，对折价率关注度相对较低，报价策略相对激进。因此定增市场在整体供大于求的背景下，出现了优质龙头公司定增竞争激烈、折价率低甚至溢价，而同时有部分项目有效认购不足发行不满额的冰火两层天的情形。定增市场的折价率也开始两极分化，在折价率超过 15%的项目占比达到了 60%的同时折价率低于 10%的项目占比也达到了 21.8%。目前定增需求端资金流入有限，中短期内定增市场依旧会是供大于求的格局，折价率会持续较高，是投资的黄金期。长期来看，定增市场周期性将减弱，将成为长线资金进行权益市场配置的重要手段。

● **风险提示：**再融资政策变化。

相关研究报告

《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

《中小盘增发并购专题-再融资新政首周：定增复苏、定价主导》-2020.2.24

目　录

1、 三重共振，定增市场再迎高光时刻 3
2、 供给端：新发预案爆发，竞价定增依旧是主流 4
2.1、 2020 年定增新发预案有望超万亿，新兴产业融资多 4
2.2、 大股东偏好定价定增，但竞价定增仍是主流 6
2.3、 已有预案融资规模近万亿，科创板再融资规则出炉 7
3、 需求端：产业资本、外资快速流入，折价率开始两极分化 8
3.1、 产业资本、外资快速流入，公募为竞价定增中主要玩家 8
3.2、 报价呈现冰火两层天，折价率开始两极分化 10
3.3、 需求回暖，2020 年定增融资规模将迎来翻倍以上增长 11
4、 长期看定增将成为长线资金配置权益市场的重要手段 12

图表目录

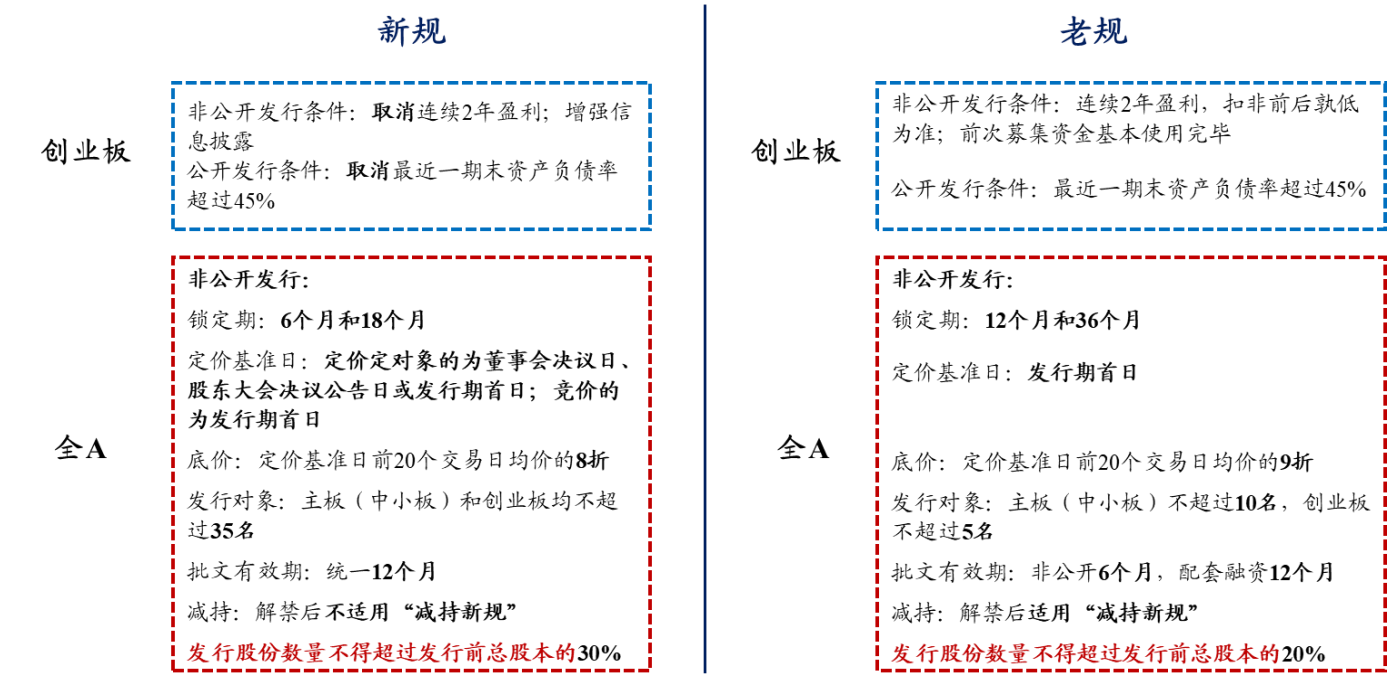
图 1: 再融资政策从供需两端八大维度全面对定增市场进行松绑 3
图 2: 折价率、α 收益、β 收益全面正贡献，2020 年是定增投资黄金年 4
图 3: 新政落地后新发预案数量快速回升 5
图 4: 新政后新发预案融资规模已超 6669 亿元 5
图 5: 分融资结构来看，大额融资方案显著减少 5
图 6: 平均项目融资额随创业板公司占比的提升而下降 5
图 7: 分行业来看，新政落地以来新增预案集中于医药生物和 TMT 等新兴行业 5
图 8: 近八成新发定价方案中存在大股东及其关联方的参与 6
图 9: 引入战投成定价定增核心目的之一 7
图 10: 新政后定价定增快速回暖，但竞价定增仍是主流 7
图 11: 存量定增预案 684 例，融资规模近万亿元 8
图 12: 目前过会及批文速度已超 2019 年同期 8
图 13: 科创板再融资审核周期明确在 3 个月之内 8
图 14: 公募机构、产业资本是定增市场主要玩家 10
图 15: 新政以来，定增市场折价率开始两极分化 11
图 16: 精选个股和高折价策略表现均优于市场平均 11
图 17: 新政之后定增月均融资规模已达到 300 亿元左右 12
图 18: 新政之后竞价定增平均折价率 15.2%，平均收益率 35.7% 12

表 1: 已获批的定价定增项目中，发行对象均自愿将锁定期延长至 36 个月及以上 7
表 2: 产业资本及外资积极参与定增项目（包含按新政修改后已发行项目和已公告预案） 9
表 3: 存在众多底价发行、募资不满额的项目 11

1、 三重共振，定增市场再迎高光时刻

政策先行、供给爆发、需求跟上，定增市场再次迎来高光时刻。证监会于 2020 年 2 月 14 日正式发布再融资新政，从供需两端八大维度对定增市场进行了松绑，并且要求新发方案和所有存量项目均需按照新政执行。再融资新政落地之后，上市公司此前被压制的融资需求集中爆发，新发预案数量和融资规模均暴增。定增新发数量和融资规模由新政前的月均 30-40 例、300-400 亿元快速提升至了 90-100 例、超过 1000 亿元。需求端而言，由于此前定增市场持续低迷，供远大于求。此次新政将折价率上限由 10%提升至 20%，锁定期由一年/三年缩减至半年/一年半，减持不再受减持新政限制，参与人数由 5/10 人提升至 35 人。四大维度大幅提升定增市场的吸引力，吸引资金方进入定增市场。发行端来看，新政之后同样持续回暖，截至 7 月 17 日，2020 年定增发行实施了 88 例，融资规模 1383 亿元，同比分别增长了 31.34%、72.15%。政策、供给、需求三重共振，定增市场快速回暖，再次迎来高光时刻。

图1：再融资政策从供需两端八大维度全面对定增市场进行松绑

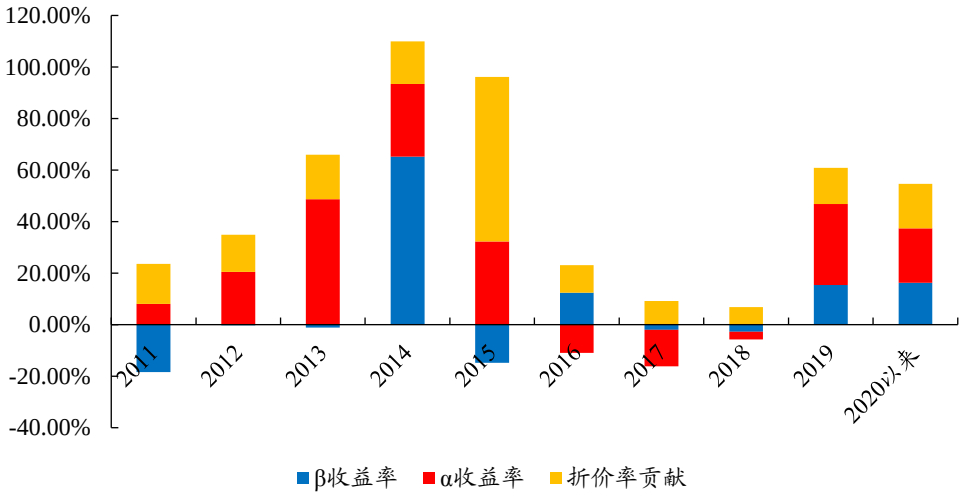


资料来源：证监会官网、开源证券研究所

新政初期，定增市场持续供大于求，“黄金坑”投资机会正当时。对于定价定增而言，可以提前定价（董事会决议日作为定价基准日）、折扣为 8 折、锁定一年半、减持不受限，高折价投资机会显著。不过定价定增只针对于大股东和战略投资者，战略投资者门槛显著提升，主要以拥有战略资源的产业资本为主。对于竞价定增而言，新政初期需求端资金流入有限，目前定增市场依旧是供大于求，平均折价率高达 13.6%，新政以来的平均折价率为 15.2%，“黄金坑”投资机会凸显。未来随着新政后的新发预案通过审核进入发行，发行端项目供给将大幅增加。在考虑需求回暖资金持续流入的情况下，我们认为 2020 年整体定增市场依旧会是供大于求的格局，“黄金坑”机会将继续。同时，定增融资后对上市公司基本面存在显著的提升作用，历史看定增亦存在超越市场的α收益，而目前二级市场对定增的认可度不高，α收益向定增投资

者回归。β收益看定增市场有望跟随市场向上。因此，从折价率、α收益和β收益看，2020年都是定增投资的黄金年，和历史上的2014年类似。

图2：折价率、α收益、β收益全面正贡献，2020年是定增投资黄金年



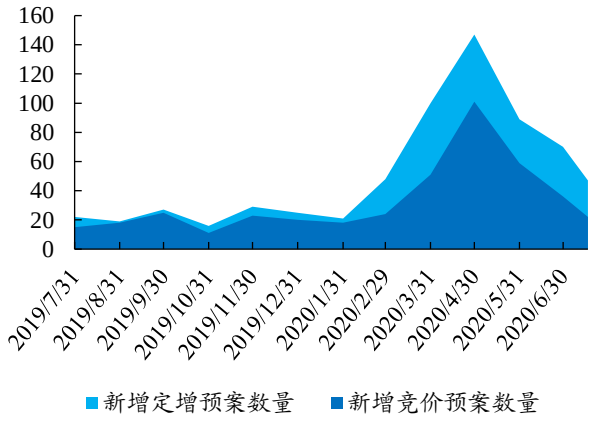
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 供给端：新发预案爆发，竞价定增依旧是主流

2.1、 2020年定增新发预案有望超万亿，新兴产业融资多

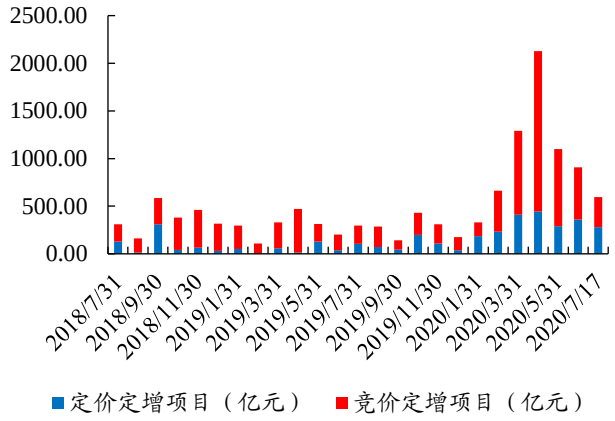
新政之后新发预案快速爆发，2020年定增新发预案规模有望超万亿。截至2020年7月17日，新政落地以来合计新增融资预案494例（其中定价定增208例，竞价定增286例），较2019年同期（126例）同比增长近300%。新增的494例融资预案中共有482例明确了融资金额，预计募资总额达到6669.2亿元（其中竞价定增4647.7亿元、定价定增2021.5亿元），已远超2019年全年水平（3362.5亿元）。目前定增新发预案的月均融资规模依旧接近千亿，因此我们认为2020年定增新发预案的融资规模将超万亿。从平均融资规模来看，2017年定增严监管限制发行股份比例之后，定增的平均融资规模开始持续下滑。2020年再融资新政将发行股份数量上限由20%提升至30%之后定增平均融资规模依旧继续下滑，从2019年的13.72亿元继续下滑至2020年的13.14亿元。主要原因在于再融资新政同步放宽了创业板再融资的要求，推动创业板公司定增数量增加。可以看到新发融资预案中创业板公司的数量占比已从2019年的27.7%快速提升至37.4%。同时，创业板公司定增预案融资规模普遍较小，2014年以来所有创业板公司定增项目的平均融资额仅为8.8亿元左右。新政以来创业板公司定增预案数量的增加进一步拉低了定增市场的平均融资金额。融资金额结构来看，随着以创业板为主的中小型融资方案数量的增加，融资额为20亿元以下的项目数量占比上升至87.9%（2018年为81.4%、2019年为83.1%），而70亿元以上的大额融资项目数量占比则大幅降至2.3%（2018年为3.9%、2019年为3.4%）。分行业看，新政以来新兴领域的电子、医药生物、计算机等定增融资数量较多。

图3：新政落地后新发预案数量快速回升



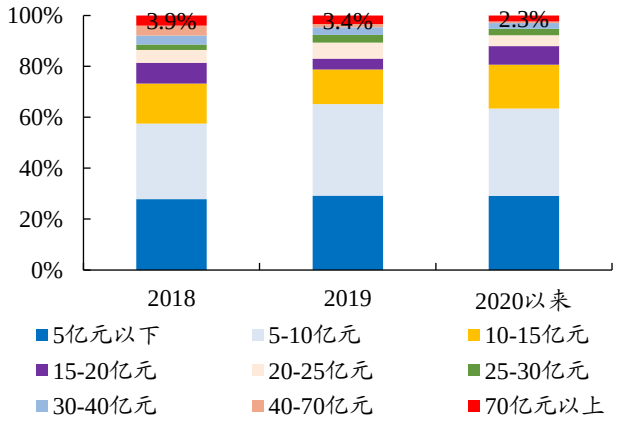
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2020 年 7 月 17 日）

图4：新政后新发预案融资规模已超 6669 亿元



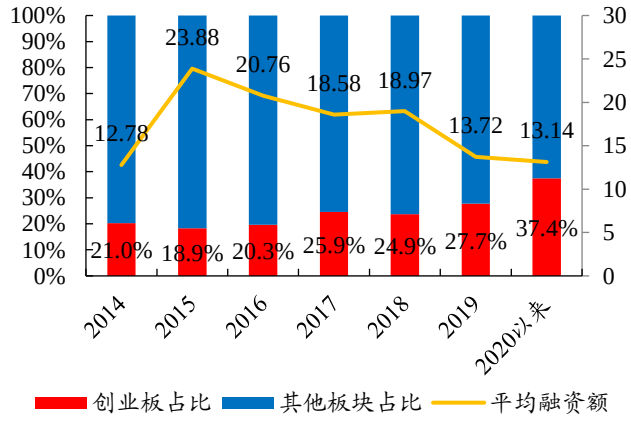
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2020 年 7 月 17 日）

图5：分融资结构来看，大额融资方案显著减少



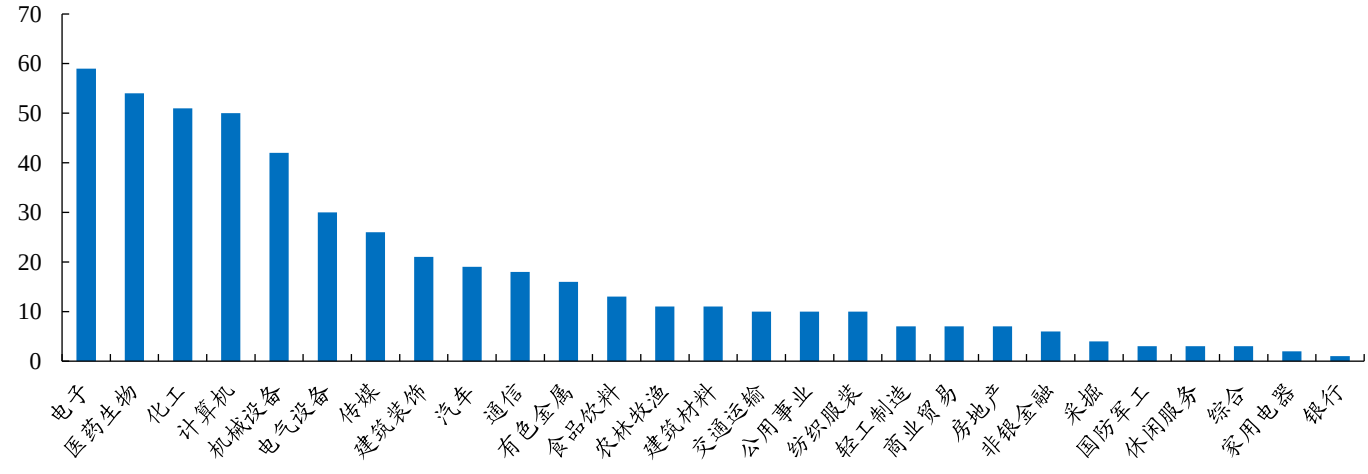
数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2020 年 7 月 17 日）

图6：平均项目融资额随创业板公司占比的提升而下降



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2020 年 7 月 17 日）

图7：分行业来看，新政落地以来新增预案集中于医药生物和 TMT 等新兴行业

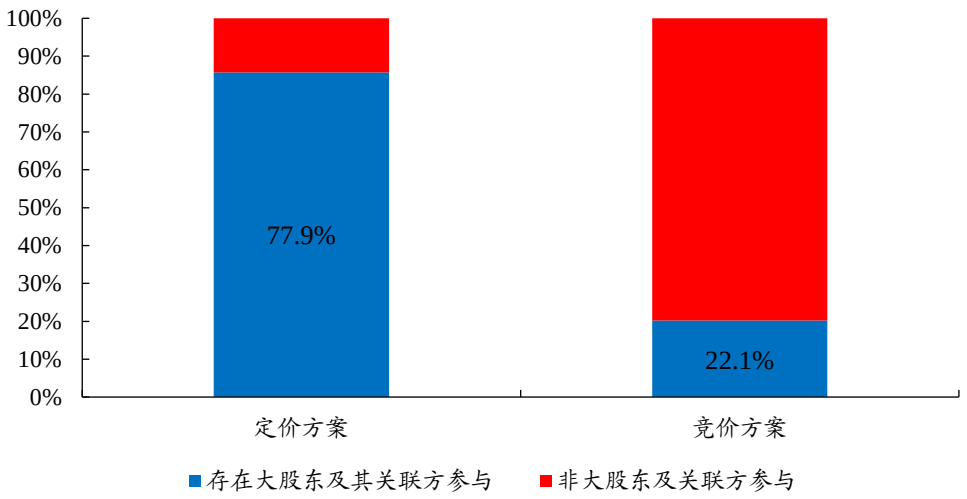


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 大股东偏好定价定增，但竞价定增仍是主流

近八成新发定价定增方案中存在大股东及其关联方的参与。定价定增由于其可提前锁价，折扣高（前 20 日均价的 8 折）等优势，受到定增投资者的追捧。由于定价定增仅有大股东和战略投资者可以参与，因而大股东开始成为参与定价定增的常客。截至 2020 年 7 月 17 日，新政落地以来合计新增的 208 例定价融资预案中，有 162 例存在大股东及其关联方的参与，占比高达 77.9%。此外，由大股东及其关联方全额认购的方案也有 44 例，具体包括新希望大股东新希望集团及其关联方南方希望以 22.73 元/股的价格全额认购 40 亿元融资额；碧水源大股东中国城乡（国资委控股）以 7.72 元/股的价格全额认购 37.2 亿元融资额等等。目前来看，定价定增均取得非常好的收益。同样，为避免高折价的纯套利型融资，从目前已经审核通过的 6 例定价定增融资项目来看（分别为盈康生命、三安光电、南京航空、怡球资源、杭州银行、南京银行），所有的投资者均自愿将锁定期由 18 个月延长至 36 个月或 60 个月。而对于竞价的定增方案而言，由于大股东需要接受其他投资者竞价所确定的最终发行价格，并且锁定期为 18 个月，相对定价定增没有相对优势。因此新政以来的 286 例竞价定增中仅有 37 例存在大股东及其关联方参与。

图8：近八成新发定价方案中存在大股东及其关联方的参与

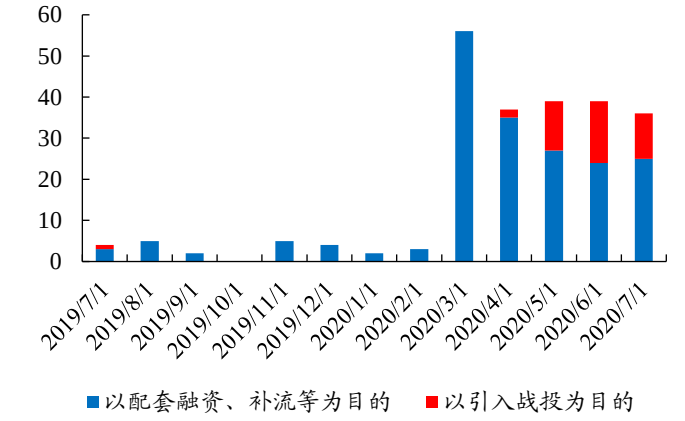


数据来源：Wind、开源证券研究所

战投要求明确，定价定增质量显著提升。竞价定增普适性更强，仍是主流品种。新政初期，由于对战略投资者要求没有确定，在确定性高折价的吸引下众多上市公司发布了定价的定增方案，一度超过竞价定增成为了定增市场的主流品种。但随着证监会对参与定价定增的战略投资者要求明确之后，战略投资者门槛大幅提升，主要以拥有战略资源的产业资本为主。此后定价定增方案数量开始回落，目前来看定增依旧以竞价项目为主流，占比达到 57.9%。定价定增的战投需要满足以下五大条件：（1）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；（2）愿意长期持有上市公司较大比例股份；（3）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公司质量和内在价值；（4）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；（5）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

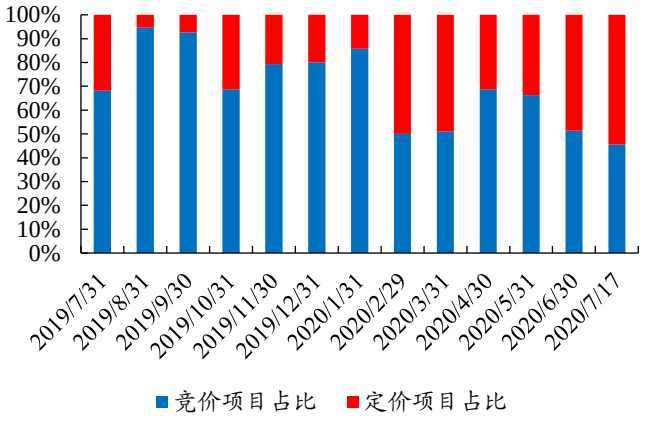
幅提升。战投的门槛大幅提升，引入战略投资者开始成为定价定增的主要目的之一。再融资新政之后，已有 40 例定价定增项目公告拟引入战略投资者，具体包括高瓴资本（战投凯莱英、凯利泰、健康元等）、小米产业投资基金（战投木林森等），阿里巴巴（战投爱施德）、大众中国（国轩高科）等具备战略性资源的产业资本。战投门槛提升之后，定价定增方案的质量大幅提升，有助于上市公司基本面的提升。2017 年定增严监管之后，定价定增这一品种逐渐被边缘化（不能提前锁价、折扣为 9 折，锁定期三年，减持受限，相对竞价定增没有任何优势）。本次新政对定价定增进行了全方位的松绑，虽然战投参与的门槛较高，但从目前审核通过的方案来看，产业资本一般均可视作战投。因此，新政驱动了定价定增的显著回暖。但定价定增对普通投资者不具备普适性，并且锁定期被变相延长之后投资者参与热情将逐步降低。因此，我们认为更加市场化和普适性的竞价定增仍将会是定增市场的主流品种。从新政以来全部新发预案来看，竞价定增方案数量占比 57.9%，仍是主要品种。

图9：引入战投成定价定增核心目的之一



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：新政后定价定增快速回暖，但竞价定增仍是主流



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：已获批的定价定增项目中，发行对象均自愿将锁定期延长至 36 个月及以上

代码	名称	证监会审核公告日	发行对象	锁定期
300143.SZ	盈康生命	2020-06-09	盈康医投（控股股东）	36 个月
600703.SH	三安光电	2020-06-05	珠海格力电器、长沙先导高芯（战投）	36 个月
600029.SH	南方航空	2020-05-28	中国南方航空集团（控股股东）	36 个月
601388.SH	怡球资源	2020-05-08	林胜枝（实际控制人）	36 个月
600926.SH	杭州银行	2020-04-14	红狮控股集团（关联方）、杭州市财政局（实际控制人）、苏高科（战投）、苏高新（战投）	分别为 60 个月、60 个月、36 个月、36 个月
601009.SH	南京银行	2020-04-14	法国巴黎银行（关联方）、江苏交通控股（关联方）、中国烟草总公司江苏省公司（战投）	分别为 60 个月、60 个月、36 个月

数据来源：Wind、开源证券研究所

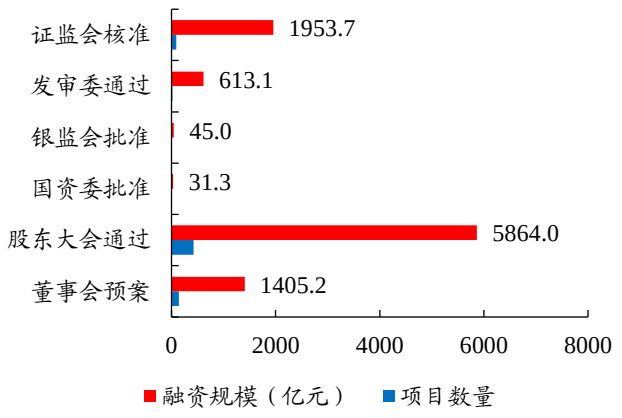
2.3、 已有预案融资规模近万亿，科创板再融资规则出炉

已有预案融资规模近万亿，过会和批文速度已超 2019 年同期。截至 2020 年 7 月 17 日，目前共有 684 例已发定增方案，预计募资总额约 9912.25 亿元。其中 423 例（占比 61.8%）方案已通过公司股东大会决议（大部分为新政之后新发方案），涉及融资规模 5864 亿元。另有 95 例（占比 13.9%）方案获证监会批准待发行，涉及融资规模 1953.7 亿元。2020 年上半年，受疫情、再融资新政落地、战略投资者要求明确等多

重因素的影响，定增审核过会和拿批文的速度有所放缓。不过，近期随着疫情的解除以及新政的正式落地，过会及批文速度已显著回升，目前已超 2019 年同期的水平。

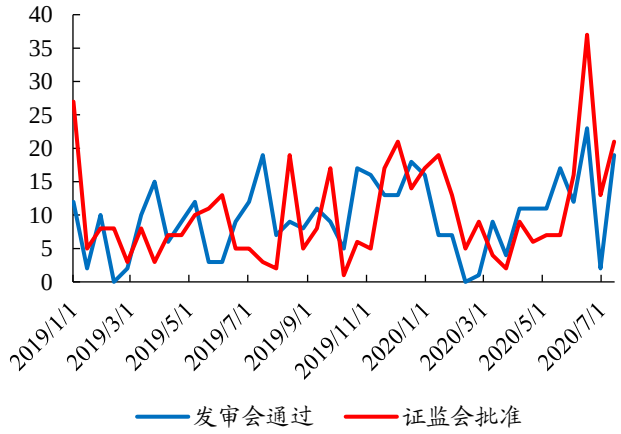
科创板再融资规则出炉，科创板定增审核将进一步加速。2020 年 7 月 3 日，证监会发布了《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》，亦称为《科创板再融资管理办法》。科创板再融资的规定和主板、中小板和创业板的规定基本一致，不过此次明确了发行审核和注册的时间周期。明确上交所再融资审核的期限为两个月，证监会注册期限为 15 个工作日。同时，科创板针对发行融资总额不超过 3 亿元且不超过最近一年末净资产 20%的股票、股东大会授权董事会决定的，适用简易程序的，交易所应当在两个工作日内作出是否受理的决定，自受理日起三个工作日内完成审核，证监会在收到交易审核意见后三个工作日内作出注册或不予注册决定。可以看到，科创板再融资的审核周期被压缩在三个月之内，加上公司自身需要通过董事会和股东大会的时间，预计科创板再融资的时间周期在 4 个月左右，相较目前传统 A 股平均 7-8 个月的时间周期显著加快。

图 11：存量定增预案 684 例，融资规模近万亿元



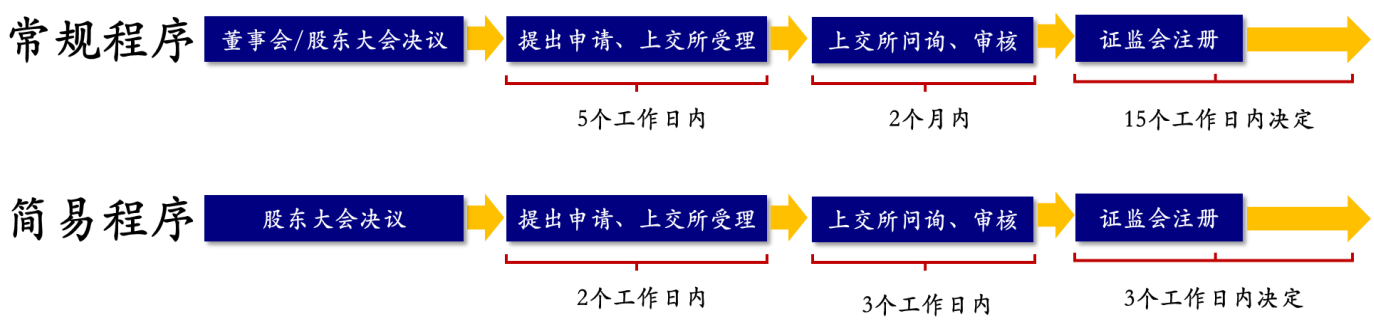
数据来源：Wind、开源证券研究所

图 12：目前过会及批文速度已超 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所（包含所有融资和并购项目）

图 13：科创板再融资审核周期明确在 3 个月之内



资料来源：证监会官网、开源证券研究所

3、 需求端：产业资本、外资快速流入，折价率开始两极分化

3.1、 产业资本、外资快速流入，公募为竞价定增中主要玩家

定增市场吸引力大幅提升，产业资本、外资等长线资金快速流入。定增具有可观的

折扣，并且可以拿到较大的规模，是非常适合长线资金布局权益市场的方式。新政之后，定增折扣上限提升、锁定期缩短、减持不受限，定价定增可以提前锁价，这些都开始吸引长线资金的快速入场。目前可以看到高瓴资本、小米系（包括小米科技、小米长江产业投资基金等）、阿里系、腾讯系等众多产业资本以及 JP MORGAN、UBS AG 等外资正在积极参与定增市场投资。其中高瓴资本新政以来已经在定增市场投入了 163.77 亿元，并且目前看收益颇丰。

表2：产业资本及外资积极参与定增项目（包含按新政修改后已发行项目和已公告预案）

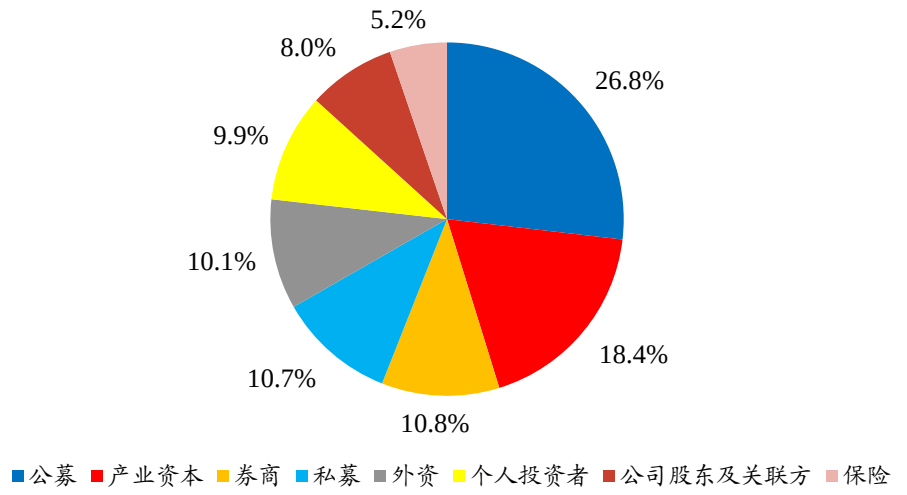
产业资本	定增公司	预计/实际募资总额	认购金额
高瓴资本	凯莱英	23.11	23.11
	凯利泰	10.96	3.93
	健康元	21.73	21.73
	广联达	27.00	15.00
	宁德时代	197.00	100.00
小米系	东易日盛	1.34	1.34
	木林森	5.00	5.00
	激智科技	6.60	3.30
	顺络电子	14.80	2.00
阿里系	华谊兄弟	22.90	1.00
	爱施德	4.07	4.07
腾讯系	华谊兄弟	22.90	1.00
	老百姓	6.00	6.00
JP MORGAN	广联达	197.00	10.94
	爱尔眼科	7.10	0.50
	华友钴业	8.00	0.32
UBS AG	广联达	197.00	10.94
	爱尔眼科	7.10	0.50
	格林美	24.26	0.87

数据来源：Wind、开源证券研究所

竞价定增中公募机构为主要玩家，外资、产业资本报价较为激进。截至 2020 年 7 月 17 日，已有 53 例竞价项目公告按新政发行，合计募集资金 597.80 亿元。我们将参与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）共 8 类。统计结果表明：**（1）公募机构获配金额占比最高，达到 26.8%，合计参与资金达到 157.5 亿元，为当前定增市场中的主要玩家。**同时可以看到，部分公募基金产品开始通过参与定增的方式来进行换仓或平衡持仓成本。如广发基金此前持有康泰生物 3253.31 万股，通过此次参与定增的方式新增持仓 981.82 万股，发行日折价率达到 15.19%；南方新优享灵活配置混合型证券投资基金和南方新优享灵活配置混合型证券投资基金此前曾分别持有宁波银行 331.13 万股和 81.89 万股，通过参与定增的方式分别新增持仓 182.03 万股和 91.01 万股，发行日折价率达到 10.15%。**（2）产业资本、外资获配金额占比分别为 18.4%、10.1%，且报价策略较为激进。**产业资本和外资均属于长线资金，对于定增公司基本面的重视程度高于折价率。在明确了要参与的项目之后他们会优先考虑拿到份额，其次才会考虑折价率。因而产业资本和外资最终在定增报价中表现较为激进。如爱尔眼科、兆易创新、广联达、宁德时代等产业资本和外资参与比例较大的项目折价率普遍较低，折

价率分别为 4.3%、8.1%、3.1%、9.4%。爱尔眼科募集配套资金项目的报价加权平均值为 39.5 元/股，而 Credit Suisse(Hong Kong)、Goldman Sachs & Co.LLC 等外资的报价则分别达到 43.51 元/股和 42.33 元/股，高于发行底价的 50%以上。广联达定增项目最终确定发行价格为 50.48 元/股，折价率仅为 3.11%，发行对象分别为高瓴资本、UBS AG、华融瑞通，获配金额分别约为 15 亿元、9 亿元及 3 亿元（合计约 27 亿元）。宁德时代定增项目报价加权平均价格为 150 元/股，而最终确定发行价格为 161 元/股。其中，高瓴资本最高申购价格达到 161.98 元/股，并最终认购 100 亿元，成为宁德时代第九大股东（持股 2.27%）；JP MORGAN 报价依然为激进，最高申购价格达到 164.03 元/股（所有有效报价中仅次于珠海高瓴穗成的 166.19 元/股），并最终获配 7.7 亿元。日海智能定增项目由珠海九洲控股集团全额认购，报价价格为 18.6 元/股，相当于发行底价 14.3 元/股的 130.43%，相对发行日收盘价为溢价，折价率为-5.5%。

图14：公募机构、产业资本是定增市场主要玩家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

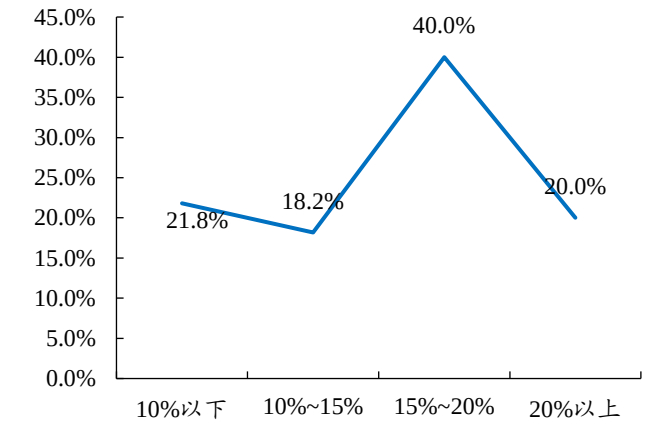
3.2、 报价呈现冰火两层天，折价率开始两极分化

报价冰火两重天，折价率开始两极分化。新政之后虽然有部分长线资金快速流入，但依旧是供大于求的格局，竞价定增的平均折价率高达 15.2%。但目前主要的参与者公募以及快速流入的产业资本和外资筛选项目的标准相对趋于一致，投资策略也相近。因此就出现了基本面优秀的龙头公司项目竞争激烈，而其他项目依旧冷清的局面。爱尔眼科、广联达、兆易创新分别有 53、34 和 42 个投资者参与报价，其中爱尔眼科的有效申购金额倍数为 17.87 倍，兆易创新的有效申购倍数为 6.62 倍。但同时还存在众多有效申购不足，底价发行尚且发行不满额的项目。目前公告按新政发行的 53 例竞价定增项目中有 15 家出现了认购不足、发行不满额的情况，占比达到了 28.3%。报价的冰火两层天，带来的是折价率的两极分化。目前公告的按新政发行的 53 例竞价项目中折价率超过 15%的数量占比达到了 60%，而近期开始折价率在 10%以内的项目数量占比亦达到了 21.8%。

精选个股和高折价策略表现均较佳。报价和折价率呈现出两极分化的现象，同时精选个股和高折价的策略最终收益表现均较佳。新政后按实施的 53 例竞价定增中有 23 例折价率为 15%-20%，有 11 例折价率超过了 20%，截止 7 月 17 日的平均浮盈分别为 41.0%和 34.3%。而精选个股背景下竞争激烈的折价率低于 10%的项目有 10 个，平均浮盈亦高达 34.7%。可以看到高折扣和精选个股策略最终的收益表现均优于市

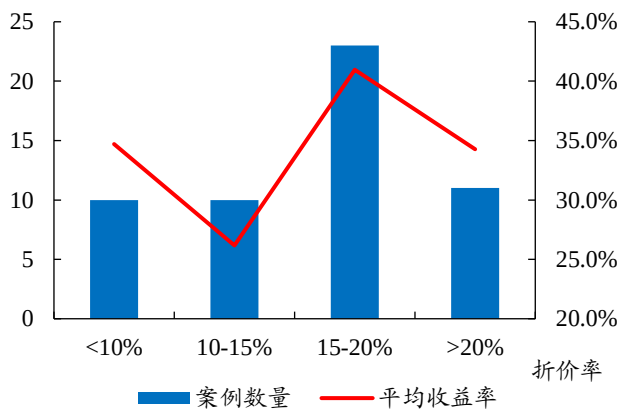
场平均。

图15：新政以来，定增市场折价率开始两极分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：精选个股和高折价策略表现均优于市场平均



数据来源：Wind、开源证券研究所（包含所有融资和并购项目）

表3：存在众多底价发行、募资不满额的项目

代码	名称	预计募资金额（亿元）	实际募资金额（亿元）	发行底价（元/股）	发行价格（元/股）	折价率	增发收益率
300302.SZ	同有科技	3.48	2.30	9.69	9.69	10.53%	42.54%
603955.SH	大千生态	6.00	3.04	13.46	13.46	13.88%	25.41%
300667.SZ	必创科技	2.50	1.25	22.95	22.95	15.34%	46.33%
000657.SZ	中钨高新	15.29	8.88	4.87	5.10	16.39%	30.98%
601002.SH	晋亿实业	10.93	7.93	4.73	5.00	17.08%	15.20%
002876.SZ	三利谱	11.00	8.74	37.12	42.03	17.65%	18.32%
300609.SZ	汇纳科技	10.00	6.18	30.31	30.61	19.36%	26.95%
002659.SZ	凯文教育	10.00	4.72	4.68	4.73	19.69%	30.66%
002340.SZ	格林美	30.00	24.25	3.82	3.82	19.75%	41.25%
000301.SZ	东方盛虹	50.00	36.10	4.28	4.48	21.68%	26.56%
603305.SH	旭升股份	12.00	10.48	32.41	32.41	22.30%	29.37%
600517.SH	国网英大	30.00	22.38	5.50	5.50	22.64%	39.64%
002765.SZ	蓝黛传动	4.00	3.12	3.33	3.33	22.92%	43.24%
300629.SZ	新劲刚	2.25	1.82	17.74	17.74	23.00%	44.19%
603838.SH	四通股份	5.00	3.33	6.12	6.25	25.68%	35.20%

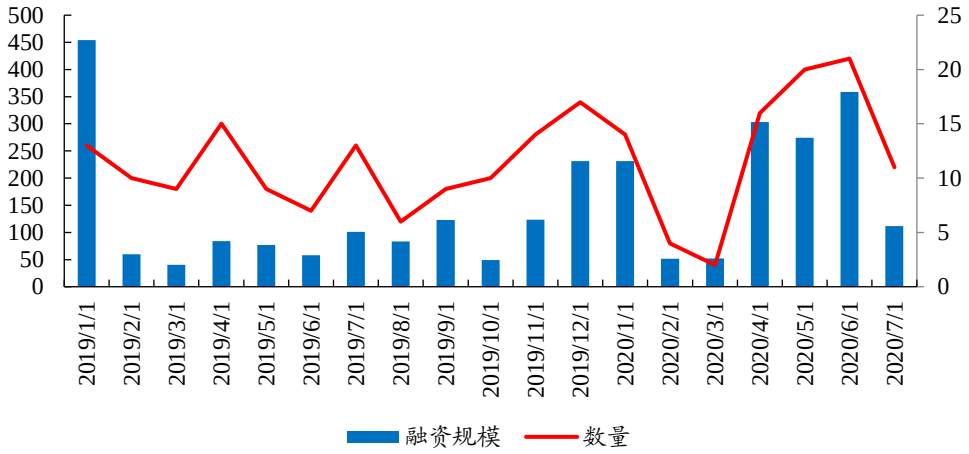
数据来源：Wind、开源证券研究所（增发收益率截至 2020 年 7 月 17 日）

3.3、 需求回暖，2020 年定增融资规模将迎来翻倍以上增长

再融资新政解决核心需求问题，2020 年定增融资规模将迎来翻倍以上增长。2017 年定增严监管之后定增供需两端持续萎缩，但需求下滑速度快于供给，持续处于供大于求的格局，发行困难。2018 年以来，定增发行失败的比例持续超过 50%，并且超过 95%的项目为底价发行，且发行成功的公司中一半以上发行不满额。此次新政解决了核心的需求问题，仅发行成功率的提升就将驱动定增融资规模迎来翻倍以上的增长。新政落地之后，4 月份开始定增融资规模已从此前的 100 多亿的平均水平快速提升至 300 亿元左右，截止 7 月 17 日，2020 年定增融资规模已达 1383 亿元，同比

增长 72.15%。考虑到新政后的新发预案在四季度也将陆续进入发行，随着市场回暖后更多资金的入场，我们认为 2020 年定增融资规模将翻倍以上增长。

图17：新政之后定增月均融资规模已达到 300 亿元左右

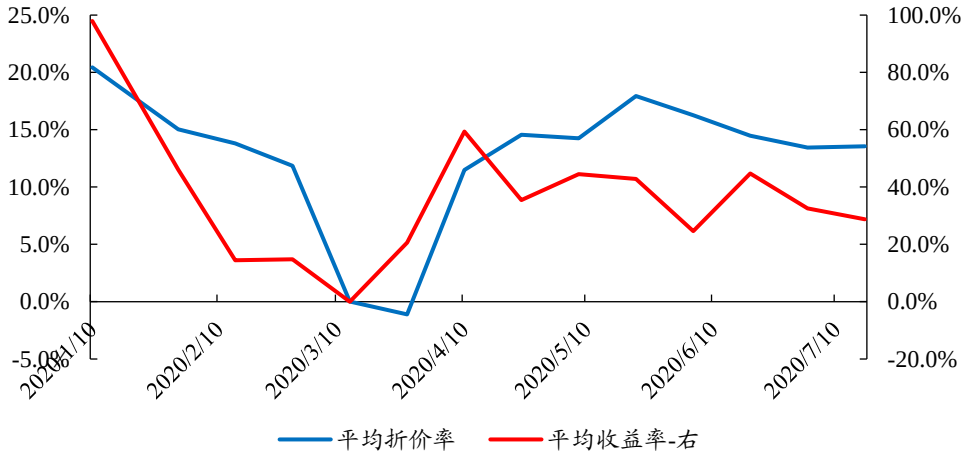


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 长期看定增将成为长线资金配置权益市场的重要手段

中短期看定增市场折价率和收益率将持续可观。新政落地实施以来，资金流入有限，叠加上半年整体市场向好，定增市场呈现出高折价、高收益的特征。新政以来发行的 53 例竞价项目平均的折价率为 15.2%，截止 7 月 17 日的平均浮盈为 35.7%，胜率高达 96%。目前存量预案中已获证监会批文待发行的竞价定增有 59 家，涉及融资规模 1168 亿元，同时近期过会和批文的速度显著回升，项目供给充足。同时新政之后新发预案大多处于股东大会的阶段，将陆续在四季度获批发行，因此中短期看定增市场供给端十分充裕。需求端而言，目前产业资本和外资已经持续流入但体量不大，银行系资金通过公募基金渠道也开始小规模流入。在经历了 2015-2016 年的经验教训之后，资金端不再会大规模快速涌入，因此可以看到中短期内定增市场依旧会处于供大于求的格局，折价率依旧会较高。同时 α 收益回归和 β 收益向上的趋势不变，因此，我们认为中短期都将会是定增投资的黄金期。

图18：新政之后竞价定增平均折价率 15.2%，平均收益率 35.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

长期看定增市场周期性将减弱，会成为长线资金配置权益市场的重要手段。再融资新政限定了定价定增的参与对象，将竞价定增的锁定期减少至 6 个月且折价率由市场供需决定。这在一定程度上降低了定增市场的套利空间和周期波动。当定增市场冷清时折价率将高企，高折价将快速提升定增市场的胜率和收益率，并且收益在 6 个月之后即可以兑现。高胜率和收益率将吸引更多的资金进入定增市场，从而带来市场的回暖。而当市场过热时，折价率将快速下降，6 个月后在发现胜率和收益率不佳后，资金将流出从而抑制定增市场的过热。随着锁定期的缩短和定价的市场化，定增市场不再是一个类固定收益的套利市场，而是一个类权益投资的市场。同样，资金方在经历了 2014-2018 年定增市场快速火热而又快速冷却的周期之后已经有了相关的经验，不再会快进快出。因此，我们认为新政之后定增市场规模、折价率、收益率的周期性都将减弱。长期而言，定增市场会有一定的折扣，但折价率不会很高（合理折价率在 5-10%），锁定期不长，市场规模体量大（将超万亿）且周期性将减弱。因此，我们认为定增将成为长线资金进行权益市场配置非常好的手段。

5、 风险提示

再融资政策的再次调整变动。

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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835