

2020年02月16日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

大幅放宽融资约束，定增市场有望反弹

——再融资新政正式落地点评

相关报告

《地方债务限额提前下达及政治局常委会点评：财政政策短期或无大幅调整空间》——2020-02-13

《1月PMI数据点评：疫情对制造业冲击尚不明显》——2020-01-31

《四季度经济数据点评：生产反弹与需求不稳固的矛盾》——2020-01-20

《12月贸易数据点评：基数效应主导进出口增速反弹》——2020-01-14

《美伊冲突走向缓和点评：美伊冲突缓和缓解滞胀担忧》——2020-01-09

事件：

2月14日晚，证监会发布了《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》、《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》、《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》，同时对《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，对A股上市公司再融资的监管规定进行了较大修改（以下统称为再融资《新规》）。除了一些细节，《新规》与之前《征求意见稿》内容基本保持一致，我们维持再融资新规落地将显著放松A股上市公司的再融资监管约束，A股定增市场融资规模有望显著反弹的判断。

投资要点：

- **正式的《新规》较《征求意见稿》仅有有限调整，且进一步放松了监管要求。**主要的差异包括：1) 非公开发行的股份比率从《征求意见稿》的不超过发行前总股本的20%上升到30%。2) “新老划断”由是否获得证监会批文改为是否发行完成，所有的待发行项目均适用新规。与征求意见稿相比，正式的《新规》进一步放松了对再融资股票数量的约束，也允许更多的已经获批、但还没有完成的项目适用更宽松的新规。这种放松和《征求意见稿》整体放松对再融资的约束的方向是一致的，体现出监管部门鼓励再融资发展的政策意图。
- **《新规》明显放宽创业板公司再融资约束条件。**与此前执行的、在2017年对再融资从严监管环境下推出的再融资监管规则相比，再融资《新规》对创业板企业再融资的监管放松最为明显。

具体而言，《新规》1) 取消了非公开发行的连续2年盈利的条件，增强信息披露；2) 取消了公开发行的最近一期末资产负债率高于45%的条件；3) 取消了当前《创业板再融资办法》创业板上市公司前次募集资金基本使用完毕的条件，将其调整为信息披露要求。正如我们之前对征求意见稿的观点所评论的（《多方面放松再融资约束》2019年11月11日），新规使得许多不满足再融资条件的创业板公司满足了再融资条件，也改善了创业板上市公司对资金使用的灵活性，有助于再融资需求——资金需求的上升。

- **《新规》也增强了再融资对于投资者的吸引力——同时适用于创业**

板和主板的投资者。具体而言，1) 将《主板再融资办法》、《创业板再融资办法》中主板（中小板）、创业板上市公司非公开发行股票发行对象数量限制统一放宽为不超过 35 名；2) 非公开发行股票价格下限由“不低于定价基准日前 20 个交易日均价”的 9 折降为 8 折；3) 锁定期由当前 36 个月（主板）、12 个月（创业板）分别缩短至 18 个月、6 个月，且不受减持规则限制。定增对象的扩容、发行价折扣下限的增加、以及锁定期的减少增加了潜在投资者的数目，降低了定增的参与门槛、提升了投资者参与的意愿、并降低了持有的风险，改善了投资的流动性，总体而言有助于吸引更多的资金参与再融资——改善资金供给。

- **再融资在发行时间、定价基准方面也给予了上市公司更大的自由度，有利于再融资发行的成功。**1) 将主板、创业板上市公司再融资批文有效期从 6 个月延长至 12 个月。2) 定价定增的定价基准日由发行期首日改为为董事会决议日、股东大会决议日或发行期首日三者选择其一。批文有效期延长可以在具体发行时段上为再融资上市公司提供了更广泛而灵活的选择，将会避免一些再融资计划由于各种原因未能及时进行而批文到期的局面。而定价基准日更加灵活也更有利于锁价、提升折扣水平，有利于再融资获得成功。
- **行政管制的放松有望推动 A 股市场定增规模反弹。**定向增发折扣率的上升可能稀释二级市场投资者持有的股份，短期可能对二级市场形成一定冲击，但是这种负面影响不宜过度解读。《新规》使得上市公司通过再融资的方式获得资金的可能大幅上升，而融资渠道的通畅对于上市公司的长期成长的正面作用不容低估。而且折扣水平很大程度上是市场决定的，市场机制本身也有对价格的约束作用。

总体而言，《新规》大幅减少了行政化管制对于定增市场的影响，允许市场机制在资源配置中发挥更大的作用。在大股东以低价向自身增发的道德风险能够受到约束的情况下，定增市场有望出现供需两旺的局面，定增规模有望显著回升。而定增规模的回升，有助于改善上市公司的现金流状况——特别是在企业部门受到疫情冲击明显的情况下；从中长期而言，定增占社融比重的上升也有利于中国经济降低杠杆率水平，维持金融稳定。

从行业来看，创业板公司的融资将变得更加便利；券商等金融企业将有更好的机会参与再融资投资、乃至承销保荐的业务收入。

风险提示：经济低于预期，疫情超预期

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7227

