

研究所

证券分析师：
021-60338120

樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

A 股定增规模有望显著恢复

——证监会放松定增业务监管影响几何？

相关报告

《中国经济如何摆脱房地产依赖？：大幕开启》——2019-10-30

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（五）：降准能如何缓解包商事件带来的信用紧缩？》——2019-09-16

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（四）：非银机构的流动性紧张何时结束？》——2019-09-04

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（三）：美国银行业常态化退出机制对中国的借鉴》——2019-08-28

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（二）：包商事件监管部门系列公告藏玄机》——2019-08-08

投资要点：

- **监管部门有望放松定增业务参与标准。**11月8日，证监会就修改《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则公开征求意见。征求意见稿在对认购者限售期、定向发行对象人数、最高发行折价、定价基准日认定等定增业务的限制有显著放松。
- **定增业务受到市场行情和监管规则等多方面因素影响。**2013年以后，A股市场定增融资规模一度大幅上升，与上市公司融资需求上升、偏宽松的监管环境有关。当然在市场走向过度繁荣的过程中，一些上市公司利用定增筹资也存在脱离主业、炒概念等现象，而一些二投资者参与定增也存在偏重发行价格的折扣，限售期满后，套利资金集中减持损害中小投资者利益等问题，2017年定增监管因此显著收紧。叠加2018年以来的市场下行，A股定增业务明显萎缩。
- **新规如能落地，定增融资有望较大反弹。**虽然经济的下行压力和市场行情相对的平淡意味着定增规模占社融的比重很难全面恢复到2015-2017年的水平，但是我们认为相关折扣率的上升、定价基准日认定的灵活处理，和锁定期的大幅缩短还是能为定增市场带来相当多的增量资金，A股定增融资规模有望显著恢复。

风险提示：最终政策没有征求意见稿宽松、经济下行超预期，市场下行超预期

内容目录

1、 定向增发新规征求意见	4
2、 历史回顾：定增融资的起落波折	4
2.1、 定增规则的历史演化	4
2.2、 定增规模由什么决定？政策与行情影响大	6
2.3、 收益：受估值与折价率共同影响	8
2.4、 哪家机构能从定增业务获益？	8
3、 定向增发的制度探讨	9
3.1、 锁定期与发行折扣的金融学解释	9
3.2、 限制大股东套利的制度安排	10
4、 市场展望：新规下定增规模有望显著回升	11
4.1、 定增规模有望回升	11
4.2、 业务展望	11
5、 风险提示	12

图表目录

图表 1: 《征求意见稿》与此前定向增发新规变动摘要.....	4
图表 2: 有关定增再融资规定的出台.....	6
图表 3: 定增再融资规则的调整.....	6
图表 4: 定增募资规模/上证综指.....	7
图表 5: 定增募资规模/上证综指: 2015 年的案例.....	7
图表 6: 全市场定增融资规模/次数.....	7
图表 7: 全市场定增募资额占 IPO/社融之比.....	7
图表 8: A 股平均市盈率/实际折价.....	8
图表 9: 券商来源于定增业务的收入.....	9
图表 10: 券商定增募资规模排名:	9
图表 11: 定增认购者全为大股东及其关联人时折扣幅度普遍较大.....	10
图表 12: 定增市场平均折价率 (1-发行价/基准价格) 题.....	11

1、定向增发新规征求意见

2019年11月8日，证监会就修改《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则公开征求意见（参见《多方面放松上市公司再融资约束》11月12日）。此次修改显著放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求，具体包括对认购者限售期、定向发行对象人数、最高发行折价、定价基准日认定等方面的放松。

图表 1:《征求意见稿》与此前定向增发新规变动摘要

	2017年定增新规:	2019年11月修改征求意见稿:
盈利要求	创业板非公开发行股票要求最近两年盈利	创业板非公开发行不再设置盈利要求
发行对象	发行对象不超过10名（主板/中小板）/5名（创业板）	发行对象统一调整为不超过35名
	发行对象为境外战略投资者，应报国务院批准	发行对象为境外战略投资者，需遵守国家相关规定
定价基准	发行价格不低于定价基准日前20个交易日均价的90%	发行价格不低于定价基准日前20个交易日均价的80%
	定价基准日只能为发行首日	在面向大股东、实际控制方、战投定增时，定价基准日可以为发行首日、董事会决议公告日、股东大会决议公告日
限售与减持	认购股份一般情况下12个月内不得转让	认购股份一般情况下6个月内不得转让
	控股股东、实际控制人/企业认购股份36个月不得转让	控股股东、实际控制人/企业认购股份18个月不得转让
	大股东、董监高于锁定期结束后受“减持新规”限制	大股东、董监高于锁定期结束后减持不适用“减持新规”
保底承诺	无明文规定	发行公司及大股东、实际控制人等群体不得向发行对象做任何形式的保底收益承诺
证监会定增批文有效期	6个月	12个月

资料来源：国海证券研究所整理

我们预计本次修订将于近期正式出台，将对2020年A股定增融资带来积极影响。

2、历史回顾：定增融资的起落波折

2.1、定增规则的历史演化

定向增发是指上市公司通过非公开的形式向指定的投资者发售股票的再融资方法；是股票市场实现融资功能的重要方面。监管部门对相关的监管规则也进行了多次调整。

2006、2007中国证监会正式对上市公司证券发行和非公开发行股票发行实施规范化管理，2014年完善了创业板定向增发的相应制度。

2017年2月，中国证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》实施修订，并发布了《发行监管问答——关于引导上市公司融资行为的监管要求》。该要求对上市公司定向增发做了四处主要的修订，整体的监管要求更加严格。

- 定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日；此前的规则允许使用董事会决议公告日、股东大会决议公告日和发行期首日三种方式。
- 上市公司申请非公开发行股票的，拟发行股份数量不得超过本次发行前总股本的20%；此前没有相关规定。
- 上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，本次董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月；此前没有规定。
- 上市公司申请再融资时，除金融类企业外，原则上最近一期末不得存在持有金额较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形；此前没有规定。

2017年5月27日，证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》将通过定向增发方式持有股份成为公司持股5%以上股东也纳入大股东监管。这意味着这些投资者还面临解禁后每90天只能通过二级市场减持1%，通过大宗交易每90日只能减持2%且接盘方要被锁定6个月等大股东减持限制。

2018年11月，证监会再度发布了《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》。对包括定向增发在内的再融资规则进行了修订，整体的方向是对定增业务的约束有所放松：

- 通过配股、发行优先股或董事会确定发行对象的非公开发行股票方式募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务。通过其他方式募集资金的，用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的30%；对于具有轻资产、高研发投入特点的企业，补充流动资金和偿还债务超过上述比例的，应充分论证其合理性。
- 对再融资时间间隔的限制作出调整。允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受18个月融资间隔限制，但相应间隔原则上不得少于6个月。

此次发布的《征求意见稿》是监管层针对定向增发业务的再次修订，监管放松的迹象比较明显。

图表 2: 有关定增再融资规定的出台



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 3: 定增再融资规则的调整



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、定增规模由什么决定？政策与行情影响大

回溯历史，A 股市场定向增发的融资规模波动较大，上市公司的融资需求、市场行情与政策（后两者很大程度影响投资者的资金供给）是影响定向增发融资规模的主要因素。

2013 年前，由于参与定增的主力——机构投资者——规模较小（尽管它们当时因缺乏竞争而普遍收益颇丰），定增市场的规模长期处于低位。

2013 年由于股票市场对于创新公司给予较高估值且 IPO 长时间的停摆促，使得购重组需求的增长，加之房地产融资 3 年来首度放开，定增融资规模开始大幅上升。

2015 年上半年的牛市助推全市场定增融资规模已超过 12000 亿，接近全 IPO 融资规模的 6 倍。确实，当行情（个股）处于上涨阶段时，且提前锁价机制存在，定增发行更有望在投资者出钱时收获浮盈，因此发行规模较大。当然，也同样是提前锁价机制的存在，2015 年下半年股市的暴跌使得许多增发项目发行当日市价跌破打过折扣的定增价格，从而造成认购量不足发行失败。

图表 4: 定增募资规模/上证综指



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 5: 定增募资规模/上证综指: 2015 年的案例



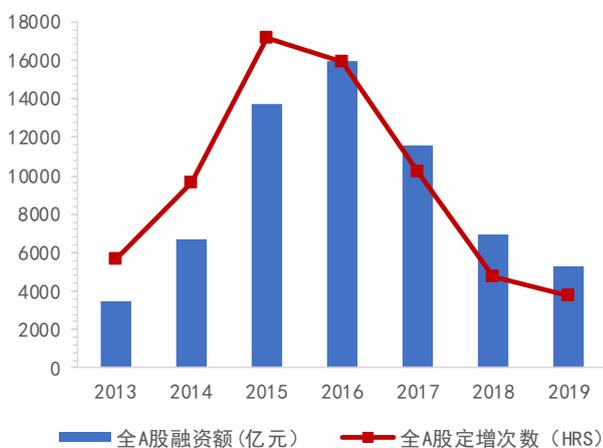
资料来源: Wind, 国海证券研究所

在股灾过后市场温和上涨的 2016 年, 全市场定增融资规模到达顶峰, 1.6 万亿元, 是同期 IPO 融资规模的近 11 倍, 占社融规模的约 9%。

然而, 几年间定增融资大幅扩容的背后, 也出现了部分上市公司存在脱离主业、炒概念、过度融资、甚至变相进行金融投资等现象, 而投资者有也偏重发行价格相比市价的折扣而非长期价值, 导致限售期满后, 套利资金集中减持损害中小投资者利益等问题。2017 年的规则修订和大股东减持新规大幅压缩了提前锁价的空间并大幅提升了定增投资者退出的难度, 尽管 2017 年股市表现较好, 但全市场定增规模仍回撤至 2015 年的水平。

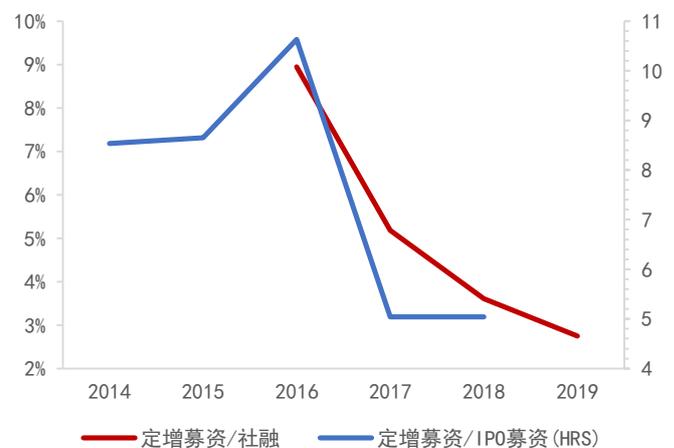
2018 年受全年市场低迷和监管规则较严的影响, 定增、IPO 规模双双遭到打击, 定增市场步入寒冬。即使证监会在 2018 年年底适度放松了监管要求, 市场也没有非常积极的予以响应。截至今年 11 月为止, 2019 年 A 股定增融资规模仍处于低位, 总量与 2014 年水平相当, 仅占社融的 2.7%。

图表 6: 全市场定增融资规模/次数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 7: 全市场定增募资额占 IPO/社融之比



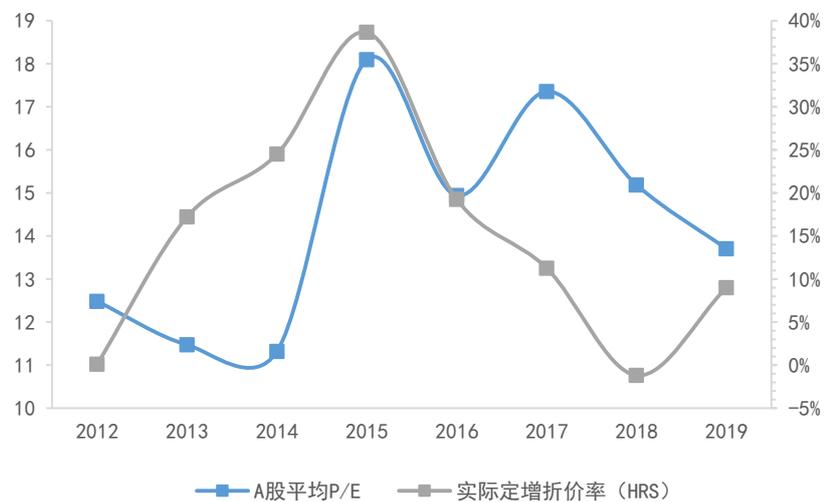
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.3、 收益：受估值与折价率共同影响

一般而言，定增标的的估值水平越低、折价（实际折价， $1 - \text{发行价}/\text{市价}$ ，即发行日浮盈）越高，未来取得正回报的可能性就越大。

若用市场整体估值近似定增标的的价值水平以便于投资决策，我们发现在市场低估值、定增高折价的 2013、2014 年的平均解禁回报率最高。我们估算 2014 年的一年期定增项目收益接近惊人的 180%，三年期收益也将近 58%；A 股高估值，定增高折价的 2016 年定增收益则有所回落，一年期项目平均解禁收益约为 44%，受 2018 年行情冲击三年期定增解禁收益小幅转负。市场高估值、定增实际折价较低的 2017 年内的定增项目回报水平则相对更差，一年期即为 -4%（3 年期定增尚未到期）。

图表 8：A 股平均市盈率/实际折价



资料来源：Wind，国海证券研究所

2.4、 哪家机构能从定增业务获益？

处于“一级半”位置的定增市场不仅仅可以为机构投资者带来收益和管理规模的

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_8589

