

次新股系列研究报告之三

2017-2-21

投资策略 | 专题报告

再融资新股如何影响次新股板块？

报告要点

■ 再融资新规概要

2月17日，证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》部分条文进行了修订，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》，修订后的《实施细则》明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日，并围绕定增规模、再融资周期、再融资募资用途三方面作出相关调整。

根据上述原则，我们对次新股板块进行分析，重点围绕“拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%”和“18个月的非公开发行间隔期”两部分。

■ 新股上市后融资需求仍较大

再融资新政能够对次新股板块产生影响的原因在于新股上市后融资需求仍较大。2013年11月的第四次新股发行体制改革在市盈率与超募等问题上作了更为严格的限制。一方面，市盈率的严格限制致使新股发行时折价更为显著；另一方面，超募的严格限制使得新股上市后仍有较强的融资需求。我们在分析再融资新政对次新股板块的影响时也重点关注新股发行制度改革之后上市的公司。

■ 再融资新规的影响：部分再融资需求或转为并购需求

约50%公司上市18个月内定增：77家公司中，上市日期距首次定增18个月以内的占比为49.4%，上市日期距首次定增超过18个月的占比为50.6%。

已完成定增的案例中，28%超过发行前股本的20%。如果仅考虑募集配套资金的影响，次新股板块并没有显著的容易触碰新规红线的特征。

总体来看，再融资新政对次新股板块的影响主要体现在18个月的期限上。由于并购重组的配套融资不受18个月限制的影响，我们认为未来部分次新股再融资需求或转为并购需求。就可行性而言，通过对2014年以来上市公司的项目融资投向进行梳理可以发现，募集的资金基本全部用于与主营相关的项目建设，以推动主营业务扩张与升级，而这通过并购方式也可以实现。

此外，大约两年后，新近连续发行的IPO中，内生增长稳定、分红与自由现金流较好的一批优质上市公司将开始进入再融资需求的集中释放期，成为未来再融资主力。

分析师 张宇生

☎ 02168751610

✉ zhangys4@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516070003

联系人 王杨

☎ 021-68751256

✉ wangyang10@cjsc.com

联系人 杨靖凤

☎ (8621) 68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

相关研究

《混改的行业经验，思考及投资方向》2017-2-13

《一带一路：哪些区域是重点？》2017-2-13

《拨开迷雾，寻觅真金——长江策略联合行业月度配置观点全荟萃》2017-2-6

风险提示：1. 市场系统性风险。

目录

再融资新规概要.....	3
新股上市后融资需求仍较大.....	3
再融资新规的影响：部分再融资需求或转为并购需求.....	4
约 50% 公司上市 18 个月内定增.....	5
已完成定增的案例中，28% 超过发行前股本的 20%.....	5
部分再融资需求或转为并购需求.....	6

图表目录

图 1：次新股近几年来开始受关注.....	4
图 2：次新股板块定增的融资目的占比.....	4
图 3：IPO 距首次定增 18 个月以内的占比近 50%.....	5
图 4：已完成定增的案例中，28% 超过发行前股本的 20%.....	5
表 1：第四次新股改革对预估发行定价市盈率限制更严.....	3
表 2：2014 年以来上市公司的项目融资资金全部投向与主营相关的领域.....	6

再融资新规概要

2月17日，证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》部分条文进行了修订，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》。在适用时效上，《实施细则》和《监管问答》自发布或修订之日起实施，新受理的再融资申请即予执行，已经受理的不受影响。

修订后的《实施细则》进一步突出了市场化定价机制的约束作用，取消了将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定，明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。

《监管问答》主要内容为：

- 上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%。
- 上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行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。前次募集资金包括首发、增发、配股、非公开发行股票。但对于发行可转债、优先股和创业板小额快速融资的，不受此期限限制。
- 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。

根据上述原则，我们对次新股板块进行分析，利用次新股板块过去的定增案例，对其进行回溯，重点围绕“拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%”和“18个月的非公开发行间隔期”两部分。

新股上市后融资需求仍较大

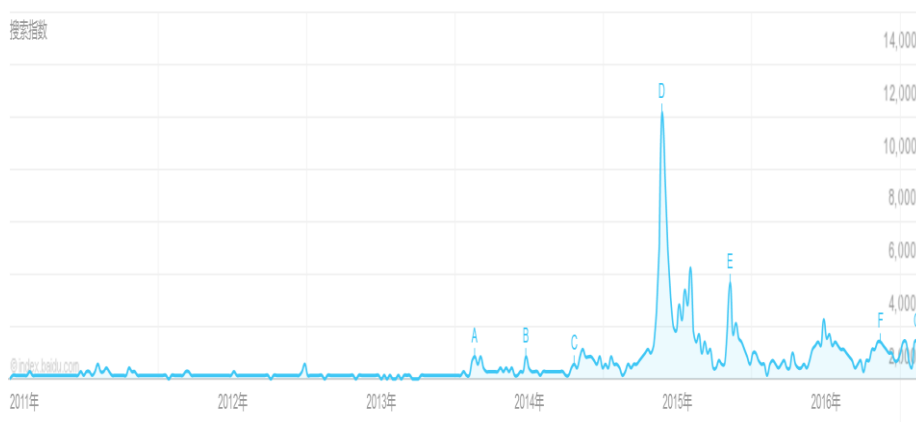
再融资新政能够对次新股板块产生影响的原因在于新股上市后融资需求仍较大，这与2013年底的新股发行制度有一定的关系。2013年11月，证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，开启第四次新股发行体制改革，新规在市盈率与超募等问题上作了更为严格的限制。一方面，市盈率的严格限制致使新股发行时折价更为显著；另一方面，超募的严格限制使得新股上市后仍有较强的融资需求。我们在分析再融资新政对次新股板块的影响时也会重点关注新股发行制度改革之后上市的公司。

表 1：第四次新股改革对预估发行定价市盈率限制更严

第三次新股改革	第四次新股改革
新股预估的发行定价市盈率高于同行业上市公司预估拟定的发行价格的市盈率高于同行业上市公司平均市盈率的，发行人需在招股说明书二级市场平均市盈率的，在网上申购前发行人定价书及发行公告中补充说明相关风险因素 和主承销商应发布投资风险特别公告	

资料来源：中国证监会、长江证券研究所

图 1：次新股近几年来开始受关注

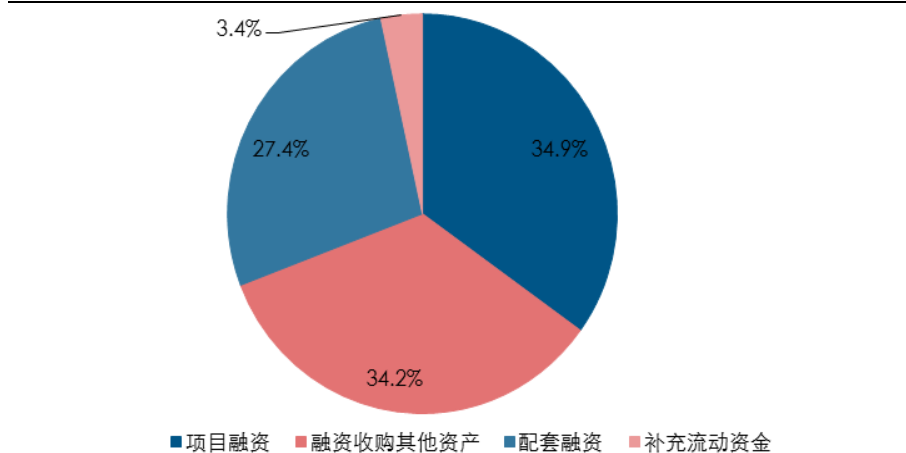


资料来源：百度指数，长江证券研究所

再融资新规的影响：部分再融资需求或转为并购需求

总体来看，在 146 项定增案例中，定增融资目的分为项目融资、融资收购其他资产、配套融资、补充流动资金等四类，占比分别为 34.9%、34.2%、27.4%、3.4%，可以看出项目融资和融资收购其他资产占比最大。

图 2：次新股板块定增的融资目的占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

根据 2 月 18 日答记者中对并购重组的定价规模和政策的变化说明，上市公司并购重组总体按照《上市公司重大资产重组管理办法》等并购重组相关法规执行，但涉及配套融资部分按照《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》等有关规定执行。本次政策调整后，并购重组发行股份购买资产部分的定价继续执行《重组办法》的相关规定，即按照本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一定价。配套融资的定价按照新

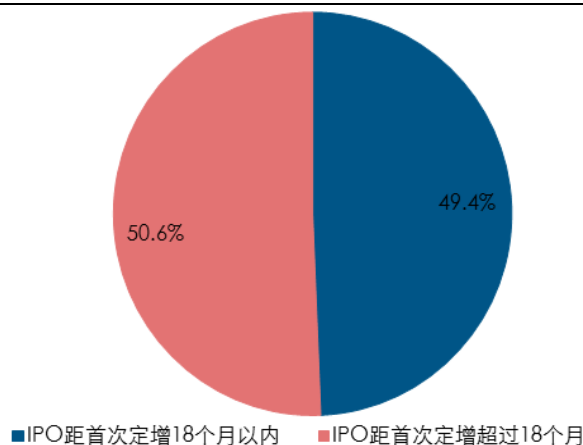
修订的《实施细则》执行，即按照发行期首日定价。配套融资规模按现行规定执行，且需符合《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。配套融资期限间隔等还继续执行《重组办法》等相关规则的规定。

我们在分析中，针对股本和期限的回溯分析主要针对项目融资、配套融资、补充流动资金这三类融资目的。

约 50% 公司上市 18 个月内定增

77 家公司中，上市日期距首次定增 18 个月以内的占比为 49.4%，上市日期距首次定增超过 18 个月的占比为 50.6%。因此，18 个月的非公开发行间隔期将对次新股板块产生较大影响。

图 3：IPO 距首次定增 18 个月以内的占比近 50%

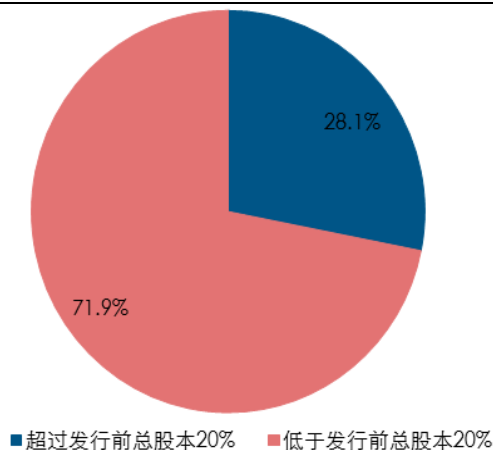


资料来源：Wind，长江证券研究所

已完成定增的案例中，28% 超过发行前股本的 20%

96 项定增案例中，增发规模超过发行前总股本 20% 的有 27 例，占比为 28.1%，其中项目融资为 13 例，配套融资为 13 例，补充流动资金为 1 例。如果仅考虑募集配套资金的影响，次新股板块并没有显著的容易触碰新规红线的特征。

图 4：已完成定增的案例中，28% 超过发行前股本的 20%



资料来源：Wind，长江证券研究所

部分再融资需求或转为并购需求

总体来看，再融资新政对次新股板块的影响主要体现在 18 个月的期限上。由于并购重组的配套融资不受 18 个月限制的影响，**我们认为未来部分次新股再融资需求或转为并购需求**。就可行性而言，通过对 2014 年以来上市公司的项目融资投向进行梳理可以发现，募集的资金基本全部用于与主营相关的项目建设，以推动主营业务扩张与升级，而这通过并购方式也可以实现。

此外，大约两年后，新近连续发行的 IPO 中，内生增长稳定、分红与自由现金流较好的一批优质上市公司将开始进入再融资需求的集中释放期，成为未来再融资主力。

表 2：2014 年以来上市公司的项目融资资金全部投向与主营相关的领域

名称	主营类型	资金投向
科迪乳业	禽畜养殖、乳制品	低温乳品改扩建及冷链物流建设项目、偿还银行贷款
天成自控	专用设备与零部件	乘用车座椅智能化生产基地建设项目、补充流动资金
万林股份	进出口贸易	木材供应链管理一体化服务平台，物流网点工程
柏堡龙	服饰经销、专业咨询服务	全球时尚设计生态圈项目
众兴菌业	菌藻类	金针菇生产线建设项目等，偿还银行贷款
吉祥航空	航空客运	购买4架飞机、3台备用发动机、2台飞行模拟机，“淘旅行”休闲旅游平台项目，偿还银行贷款
全志科技	电子元器件	车联网智能终端应用处理器芯片与模组研发及应用云建设项目；消费级智能识别与控制芯片建设项目；虚拟现实显示处理器芯片与模组研发及应用云建设项目
山东华鹏	金属包装制品	甘肃石岛玻璃有限公司高档玻璃制品建设项目、江苏石岛玻璃有限公司高档轻量化玻璃制品建设项目及偿还银行贷款
金雷风电	专用设备与零部件	大兆瓦风力发电主轴产业化项目
全筑股份	家具、装修工程	全生态家居服务平台，设计一体化及工业化装修项目，信息化建设项目，区域中心建设项目，偿还银行贷款及补充流动资金
埃斯顿	机床机械	机器人智能制造系统研发和产业化等，补充流动资金
蓝思科技	玻璃	蓝宝石生产及智能终端应用项目、3D曲面玻璃生产项目
共进股份	系统集成服务	宽带通讯终端产品升级和智能制造技术改造项目、基于人工智能云平台的智慧家庭系统产业化项目、可大规模集成智能生物传感器研发项目、生物大数据开发利用关键技术研发项目和补充流动资金项目
博世科	专用设备与零部件	泗洪县东南片区域供水工程、花垣县五龙冲水库集中供水工程、补充流动资金
力星股份	型钢类	新建年产16000吨精密圆锥滚子项目、JGBR美洲子公司年产8,000吨轴承钢球项目、智能化钢球制造技术改造项目、补充流动资金
杭电股份	输电设备、通信线缆	杭州永特电缆有限公司年产38,000km特种电缆生产基地建设项目
富煌钢构	建筑钢结构	智能机电一体化钢结构生产线建设项目、多材性实木工艺门生产线建设项目、木门渠道营销体系建设项目和补充流动资金
益丰药房	连锁药店	收购苏州粤海100%股权项目、O2O健康云服务平台建设及运营推广项目、连锁药店建设项目
木林森	半导体照明	小榄SMD LED封装技改项目、吉安SMD LED封装一期建设项目、新余LED应用照明一期建设项目
仙坛股份	肉制品	熟食品加工项目、商品鸡饲养立体养殖技术改造项目及补充流动资金
华友钴业	铜、重有色金属	刚果（金）PE527铜钴矿权区收购及开发项目、钴镍新材料研究院建设项目、补充流动资金
利民股份	有机化学农药	高效农药项目、基础原料项目、补充流动资金
健盛集团	服装配件配饰	健盛之家贴身衣物O2O营销网络建设项目、年新增6000万双棉袜智慧工厂技改项目、年新增5200万双丝袜生产线技改项目和年新增6000万双丝袜生产线项目

火炬电子	电子元器件	CASAS-300特种陶瓷材料产业化项目及补充流动资金项目
爱迪尔	奢侈饰品	互联网+珠宝开放平台的建设
再升科技	玻璃纤维、人造纤维	高性能玻璃微纤维建设项目*, 高比表面积电池隔膜建设项目, 高效无机真空绝热板衍生品建设项目, 补充流动资金
中文在线	出版	基于IP的泛娱乐数字内容生态系统建设项目、在线教育平台及资源建设项目和补充流动资金
迦南科技	轻型工程机械、医用耗材	智能化中药提取生产线项目、制药装备工业4.0实验中心项目、补充营运资金。
海南矿业	黑色金属矿产	海南石碌铁矿地采及相关配套工程、资源类大宗商品供应链综合服务项目、补充流动资金
	生物诊断试剂、有机化学农	
柳州医药	药、诊断治疗设备、中药饮片	医院供应链延伸服务项目一期医疗器械、耗材物流配送网络平台补充营运资金和偿还银行贷款
雄韬股份	电子设备及加工	10亿瓦时动力锂电池新能源建设项目、燃料电池等项目研发中心及能源互联网云平台开发项目
道氏技术	涂料与油漆	陶瓷墨水项目(三期);商业保理项目;补充流动资金项目。
福达股份	发动机设备	新增 5,000 根船用发动机曲轴项目、公司产品升级及智能化改造项目、补充流动资金
中科曙光	行业专用软件等	环境质量监测分析预警一体化系统项目和偿还银行借款
九洲药业	医药中间体	CMO 多功能生产基地建设项目、CRO/CMO 研发中心建设项目、补充流动资金
兰石重装	专用设备与零部件	青岛兰石重型机械设备有限公司专业核电装备生产厂房建设项目, 兰石重装“出城入园”产业升级完善项目, 新疆兰石重装能源工程有限公司建设项目, 补充流动资金
节能风电	风电	风力发电开发项目以及偿还银行贷款。
会稽山	黄酒	年产10万升黄酒后熟包装物流自动化技术改造项目、收购乌毡帽酒业有限公司100%股权项目、收购绍兴县唐宋酒业有限公司100%股权项目, 补充流动资金及偿还银行贷款
国祯环保	专业咨询服务、设备	怀远县污水设施PPP项目等、偿还银行贷款。
北特科技	专用设备与零部件	高精度汽车转向器和减震器零部件产业化项目等, 补充流动资金。
东方网力	电子测试和测量仪器、监控器材及系统、运营平台系统	视云大数据及智能终端产业化项目, 智能服务机器人项目, 补充流动资金。
斯莱克	工控机械、专用设备与零部件	高速精密自动冲床制造项目, 高速数码印罐设备制造项目
友邦吊顶	建筑型材	集成吊顶生产基地扩建项目。
易事特	变电设备等	陕西20MW光伏分布式发电项目等
赢时胜	行业专用软件	互联网金融大数据中心项目、互联网金融产品服务平台项目、互联网金融机构运营服务中心项目、补充流动资金
鹏翎股份	汽车橡胶配件	汽车涡轮增压 PA 吹塑管路总成项目
贵人鸟	服装配件配饰、外衣、鞋子	供应链建设项目。
安控科技	电气仪器仪表、监控器材及系统	克拉玛依市三达新技术股份有限公司52.40%股权收购项目和杭州智慧产业园项目。
扬杰科技	电子元器件	SiC 芯片、器件研发及产业化建设项目; 节能型功率器件芯片建设项目; 智慧型电源芯片封装测试项目; 补充流动资金
应流股份	专用设备与零部件	航空发动机及燃气轮机零部件智能制造生产线项目、偿还银行贷款及补充流动资金
良信电器	低压电器类	智能型及新能源电器和装置研发制造基地项目

资料来源: Wind, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼（200122）

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼（430015）

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层（100032）

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼（518000）

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。