

2021 年 7 月 18 日

市场降温，理性布局

——2021H1 定增市场回顾暨下半年预期

相关研究

本期投资提示：

- **上半年定增发行项目多且小，竞价募足率稳中有升。**与去年同期相比，2021H1 定增发行呈现家数多而规模小的特征：上半年定增发行项目数同比大幅增长，但融资额反而同比略有下降，2021H1 累计发行 210 个定增项目，同比上升 73.55%，但合计募资 3185.66 亿元，同比下降 5.96%。定增融资占股权融资比重同比下降 9.47pct 至 44.65%。同时，上半年竞价发行难度与去年保持一致，平均募资率和足额募资率均同比维持平稳，竞价项目实际募资总额为预计的 85.79%，同比下降 0.62pct，其中有 61.54% 的竞价项目足额募资，同比增加 3.33pct，84.62% 的竞价项目募资率达到 70%，同比增加 4.02pct。
- **竞价项目投资热度明显降温，单项目询价机构数同比腰斩：**上半年单只竞价项目平均表达申购意向投资者数量为 31.6 家，而 2020H1、2020H2 分别为 67.2 家、69 家，下降幅度超过 50%。从竞价发行折价率与认购对象家数的对应关系看，呈现出一定的申报家数多的项目，折价率更低的规律，但除了过于热门的项目，其他折价率区间下对应的表达意向和最终申报的家数差别并不大。我们认为这反映出买方市场下，定增投资者的询价理性程度进一步提高：看似热门的项目，如果超过合理性价比区间，不一定要参与；同理，看似冷门的项目，如果价格合适也一样有兴趣。
- **公募、保险参与度下降，汽车、电子、化工行业报价竞争更激烈。**从投资者类型来看，参与询价公募基金的户数环比持平，参与资金量则明显下降（环比降幅为 26%），保险公司参与家数有所增加，但参与的次数和投入资金也大幅减少（环比降幅分别为 45% 和 41%）。就单项目获配机构数来看，汽车、电子、化工、医药生物与机械设备行业竞争更激烈，平均每一竞价项目获配机构数均达 10 家以上，其中汽车行业单项目获配机构数同比涨幅超 100%。
- **竞价折价率持续攀升，新规下近六成超八五折发行。**受底价折扣空间放宽、投资者报价积极性减弱等因素影响，2021H1 竞价、定价项目发行折价率分别为 17.51%、33.42%，同比分别上升 3.08pct、15.46pct，环比上升 0.90pct、5.39pct。发行折价率在 15% 以上的占比 65%。竞价项目最终按照八折底价发行的项目数占比同比上升 20.1pct，环比上升 11.0pct 至 51.4%。
- **解禁收益整体下滑：折价安全垫区分效应减弱，赛道红利效应显著。**2021H1 已解禁的 169 宗竞价项目中有 40.24% 的项目破发，同比大幅上升 12.46pct。竞价解禁绝对收益率均值为 17.13%，同比下降 11.29pct；相对同期沪深 300 指数、申万一级行业的解禁超额收益均值分别为 1.49%、8.49%，同比下降 6.52%、15.80%。**从折价安全垫的作用看，区分效应减弱。**2020H1，解禁绝对收益率前 10 名与后 10 名的发行折价率均值之差达到了 17.81pct。2021H1，这一差值缩小到了 2.47pct，即解禁绝对收益率前 10 名发行折价率均值为 15.85%，后 10 名的均值为 13.38%。**从行业赛道对定增解禁收益率影响看，增厚明显：**绝对收益率排名前 10 的竞价项目所属申万三级行业指数同期涨幅平均高达 129.57%，而后 10 名低至 -41.85%。此外，从发行时相对行业指数的估值水平来看，解禁收益前 10 标的的整体相对 PE 也明显低于收益排名后 10 的标的。
- **一级半市场投资：关注高成长赛道、核心估值切换以及高股息低估值机会。**结合对 2021 年行业景气的展望，以及当前的市场交易情绪和估值水平，建议投资者在一级半市场关注以下三条主线：（1）具有确定性产业趋势的高成长性赛道及受益后续居民消费信心及收入信心的提升、符合“内循环”逻辑的消费升级领域：如生物医药、新能源车、食品饮料、半导体、光伏、数字经济等板块；（2）核心资产估值切换，业绩消化估值能力较强的板块：如工业金属、化工、高端制造等。也可关注部分困境反转的优质小盘股；（3）机构调仓或估值修复带来的机会——高股息、低估值标的：估值回调后的金融板块和部分基本面良好的周期板块。报价策略上，建议仍以谨慎为主，报价不宜偏离底价太多。

证券分析师

林瑾 A0230511040005
linjin@swsresearch.com

彭文玉 A0230517080001
pengwy@swsresearch.com

胡巧云 A0230520080005
huqy@swsresearch.com

王文翌 A0230517040001
wangwy2@swsresearch.com

研究支持

胡巧云 A0230520080005
huqy@swsresearch.com

王文翌 A0230517040001
wangwy2@swsresearch.com

联系人

庄杨
(8621)23297818×7586
zhuangyang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 定增融资额小幅回落，机构参与热度降温.....	5
1.1 定增融资同比小幅下滑，竞价募资率维持平稳	5
1.2 并购类定增占比下滑，生物医药行业项目数同比翻倍	6
1.3 询价资金量环比下滑，公募、保险等参与力度环比明显降温	7
1.4 汽车、电子、化工及医药标的受追捧，单份金额 1 亿元以下占比超七成.....	8
2. 折价安全垫增厚，买方市场特征更明显	9
2.1 竞价折价率持续攀升，新规下近六成超八五折发行	9
2.2 买方市场特征更明显：超五成底价发行，单项目询价机构数同比腰斩.....	10
2.3 建筑装饰、商贸、纺服等行业按底价发行，折价率靠前	12
3. 解禁整体收益率下滑，下半年解禁规模下降.....	12
3.1 竞价定增解禁收益降低，破发率上升	12
3.2 折价安全垫区分效应减弱，赛道红利效应显著	13
3.3 解禁绝对收益率：化工、有色金属行业靠前	14
3.4 2021 年下半年解禁规模下降，预计化工、电子、汽车解禁压力较大	16
4. 过会率同比提升，终止项目大幅增加.....	17
4.1 上半年过会率达 96.41%，审核效率同比显著提升	17
4.2 终止项目数同比增加，近七成因市场环境变化而终止定增	17
4.3 新增项目数同比下降，创业板项目占比有所提升	18
5. 一级半市场投资：关注高成长赛道、核心估值切换以及高股息低估值机会.....	19

图表目录

表 1: 2021H1 解禁的竞价项目解禁绝对收益率靠前和靠后标的	14
表 2: 2021H1 部分外部审核未通过项目	18
表 3: 截至 7 月 15 日, 正常待审竞价项目梳理后的部分标的	20
图 1: 2021H1 竞价项目累计募资总额约 2150 亿元	5
图 2: 2021H1 定价项目累计募资总额约 1035 亿元	5
图 3: 2021H1 竞价项目募足率超 60%	5
图 4: 2021H1 定价项目募足率超 90%	5
图 5: 2021H1 二季度定增项目数环比下跌, 并购类定增占比大幅下降	6
图 6: 2021H1 各行业定增及并购类定增项目数	6
图 7: 2020-2021H1 定增获配机构数量、获配次数及获配资金总量对比	7
图 8: 2021H1 定增各类型获配机构数量、获配次数及获配资金总量	7
图 9: 2020-2021H1 大股东认购项目数、认购金额占比	7
图 10: 2021 年部分行业获配次数、获配资金总量及单项目获配机构平均数	8
图 11: 2020-2021H1 竞价项目单家机构获配资金分布	8
图 12: 2020H1、2020H2、2021H1 竞价和定价项目折价率变化	9
图 13: 2020H1、2020H2、2021H1 竞价项目折价率分布区间	9
图 14: 2021H1 竞价项目月度发行前 5、10 个交易日股价涨幅及平均折价率	9
图 15: 2021H1 定价项目月度发行前 5、10 个交易日股价涨幅及平均折价率	9
图 16: 2021H1 不同发行折价率区间下未解禁竞价项目最新浮动绝对收益率	10
图 17: 2020H1、2020H2、2021H1 竞价项目发行价相对底价溢价率区间家数分布对比	11
图 18: 2021H1 竞价发行折价率与询价对象家数	11
图 19: 2021H1 竞价发行价相对底价的溢价率与网下询价对象家数	11
图 20: 2021H1 不同行业竞价项目发行价相对底价溢价率与发行折价率	12
图 21: 2021H1 不同定增目的的竞价项目发行价相对底价溢价率与发行折价率	12
图 22: 2021H1 解禁竞价项目收益率	13

图 23 : 2021H1 解禁定价项目收益率.....	13
图 24 : 2021H1 竞价项目行业解禁收益情况.....	15
图 25 : 2020H1 定价项目行业解禁收益情况.....	15
图 26 : 2021Q1-2021Q4 定增解禁资金及解禁股份占流通股本比例	16
图 27 : 2021 年下半年定增解禁资金及解禁股份占流通股份比值行业分布	16
图 28 : 2020-2021H1 定增审核获批节奏及审核通过率	17
图 29 : 2020-2021H1 定增审核周期	17
图 30 : 2021H1 定增终止原因分类	18
图 31 : 2021 年 1-6 月新增项目数及预披露募资额变化	19
图 32 : 2021H1 各板块新增项目	19

1. 定增融资额小幅回落，机构参与热度降温

1.1 定增融资同比小幅下滑，竞价募资率维持平稳

与去年同期相比，2021H1 定增发行呈现家数多而规模小的特征。2021H1 累计发行定增 210 个，同比上升 73.55%，而环比下降 11.76%，合计募资 3185.66 亿元，则同比小幅下降 5.96%，环比更是下降 32.88%。定增融资额占股权融资比重也下降至 44.65%。同期发行定价项目 67 宗，同比上升 24.07%，募资额合计 1035.21 亿元，同比下降 59.47%。

竞价项目融资额大幅增长，定价项目融资额则大幅减少。2021H1 共发行竞价项目 143 个，募资总额 2150.45 亿元，同比增幅高达 158.08%。上半年共发行定价项目 67 个，募资总额 1035.21 亿元，同比减少 59.47%，主要源于并购类项目减少以及锁价类战配项目减少。

竞价项目平均募资率和足额募资率均同比维持平稳，2021H1 竞价项目实际募资总额为预计的 85.79%，同比下降 0.62pct，其中有 61.54% 的竞价项目足额募资，同比增加 3.33pct，84.62% 的竞价项目募资率达到 70%，同比增加 4.02pct。

图 1：2021H1 竞价项目累计募资总额约 2150 亿元



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 2：2021H1 定价项目累计募资总额约 1035 亿元



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 3：2021H1 竞价项目募足率超 60%

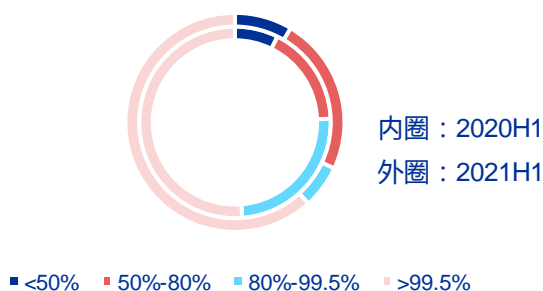
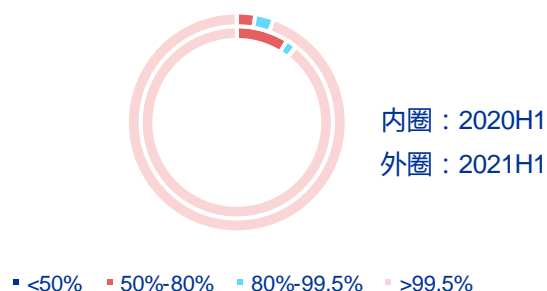


图 4：2021H1 定价项目募足率超 90%



资料来源：Wind、申万宏源研究

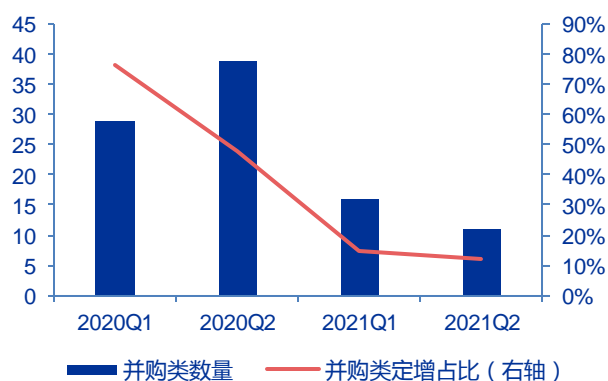
资料来源：Wind、申万宏源研究

1.2 并购类定增占比下滑，生物医药行业项目数同比翻倍

从融资目的来看，2021 年 H1 的定增项目仍以融资类为主，并购类项目数及占比同比持续大幅下滑。2021H1 已发行并购重组及相关配套融资类定增 27 个，比去年同期锐减 41 个，占比也降至仅 13.43%。自 2020 年 3 月证监会对重组新规、《上市公司收购管理办法》和相关配套规则进行集中修改以来，监管层对并购重组的态度是鼓励促进优质企业并购重组，但又不断强化并购重组的规范性，着眼于通过并购重组做大做强上市公司。并购重组项目的减少跟相关政策变化的关系不大。

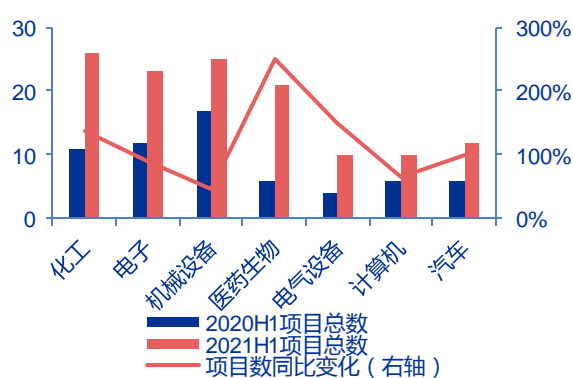
2021H1 化工、电子、机械设备、医药生物、电气设备、计算机、汽车 7 个行业定增项目数居前，均多于 10 个，定增项目数合计占比达 61.35%。其中，**医药生物、电气设备和化工行业定增项目数同比涨幅领先**，分别达 250.00%、150.00% 和 136.36%；化工、计算机和机械设备行业定增募集资金同比涨幅领先，分别达 114.36%、69.84% 和 39.30%；而**电气设备行业的募资总额同比下降**。医药生物、电气设备和化工行业的定增特点是，没有像 2020H1 那样，有上海莱士、药明康德募资 132.46 亿元、65.28 亿元的大项目，但额度较小的项目数量大幅提升，因此也使得这些行业的定增项目数量和募资金额都大幅上涨。这三个行业在 2021H1 最大规模的定增项目分别是：派林生物募资 33.47 亿元、汇川技术募资 21.3 亿元、返利科技募资 30.20 亿元。

图 5：2021H1 二季度定增项目数环比下跌，并购类定增占比大幅下降



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 6：2021H1 各行业定增及并购类定增项目数



资料来源：Wind、申万宏源研究

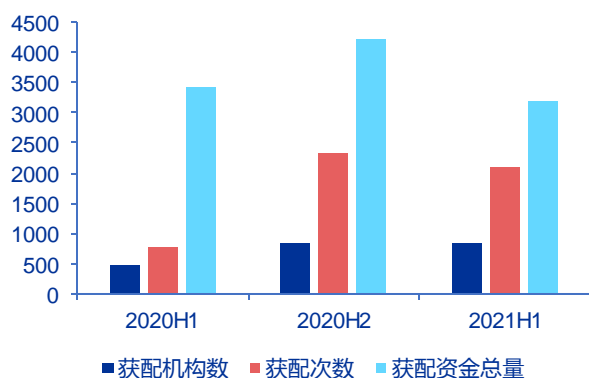
1.3 询价资金量环比下滑，公募、保险等参与力度环比明显降温

2021H1 定增市场投资者参与竞价定增的积极性环比有所下降。上半年竞价定增获配次数为 1845 次，相比 2020H1 的 634 次增加 191.01%，但环比 2020 年下半年的 2346 次减少了 21.36%，参与定增的询价资金（非获配资金）为 5095.34 亿元，相比 2020H1 的 1592.76 亿元增加了 219.91%，但环比减少 17.89%。

从投资者类型来看，**参与询价公募基金的家数环比持平，参与资金则明显下降。**公募基金的参与机构数量环比大致持平，上半年共有 62 家公募基金公司参与定增，与 2020 年下半年的 63 家大致持平，参与次数则从 2020 年下半年的 768 次小幅减少到 739 次，而参与定增的资金量从 2020 年下半年的 750.06 亿元减少到了 557.01 亿元，环比下降 25.74%。**作为长期投资资金代表的保险公司参与家数有所增加，但参与的次数和投入资金却大幅减少**，上半年有 28 家保险公司参与定增，比 2020 年下半年增加 5 家，参与定增 92 次，环比下降 45.24%，参与定增资金 100.41 亿元，环比 2020 年下半年的 170.55 亿元下降 41.12%。

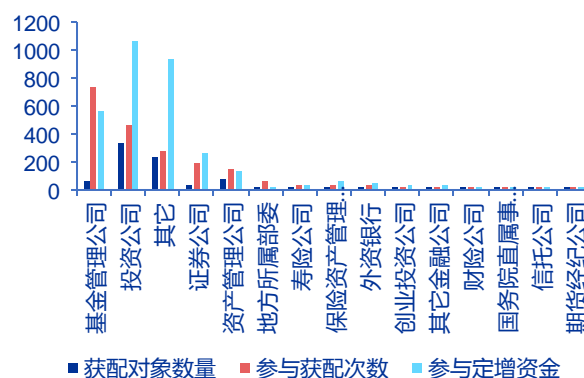
在各类型定增投资者参与积极性下降的同时，大股东对定增项目的参与度也相应下滑。2021H1 共有 64 个定价项目涉及大股东认购，较 2020 年下半年减少 9 个，占比环比下降 6.71pct 至 26.78%。大股东认购的募资金额为 745.6 亿元，环比减少 58.8 亿，但占同期定增募资金额的比例增加了 1.92pct。

图 7：2020-2021H1 定增获配机构数量、获配次数及获配资金总量对比



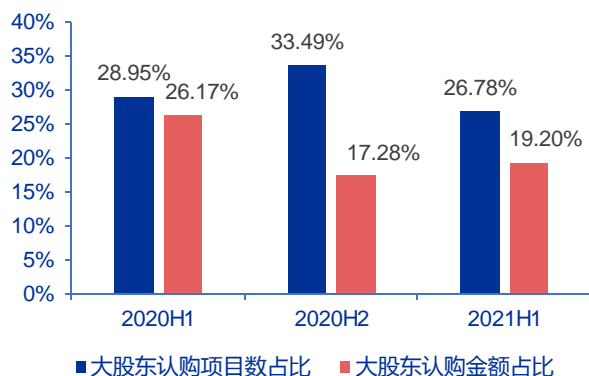
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 8：2021H1 定增各类型获配机构数量、获配次数及获配资金总量



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 9：2020-2021H1 大股东认购项目数、认购金额占比



资料来源：Wind、申万宏源研究

1.4 汽车、电子、化工及医药标的受追捧，单份金额 1 亿元以下占比超七成

从单项目询价机构数来看，竞价项目报价竞争程度环比较为平稳。上半年单个竞价项目平均有 18.78 个机构参与报价，比 2020H1 的 18.61 个略有增加，但比 2020 年下半年的 18.94 个则略有减少。上半年单个项目最多有 43 个机构报价，而 2020 年上、下半年的最高报价记录分别是 56 个和 60 个。

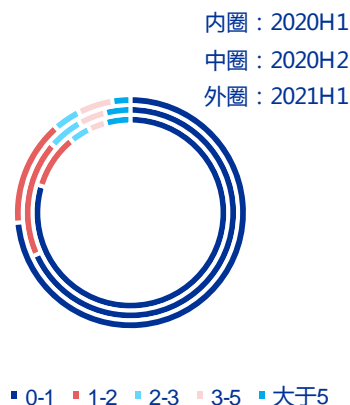
就单项目获配机构数来看，汽车、电子、化工、医药生物与机械设备行业竞争更激烈，平均每一个竞价项目获配机构数均达 10 家以上，其中汽车行业单项目获配机构数同比涨幅超 100%。

与上半年定增发行呈现次数多而规模小的特征一致，单家机构的定增获配金额同比下降。2021H1 竞价定增项目单家平均获配金额为 1.07 亿元，环比下降 27.33%。单家机构获配资金分布方面，2021H1 获配资金在 1 亿元以下的机构占比 73.60%，环比上升 5.28pct 而获配金额在 5 亿元以上的机构仅占 2.55% 环比下降 1.37pct。

图 10：2021 年部分行业获配次数、获配资金总量及单项目获配机构平均数



图 11：2020-2021H1 竞价项目单家机构获配资金分布



资料来源：Wind、申万宏源研究

资料来源：Wind、申万宏源研究

2. 折价安全垫增厚，买方市场特征更明显

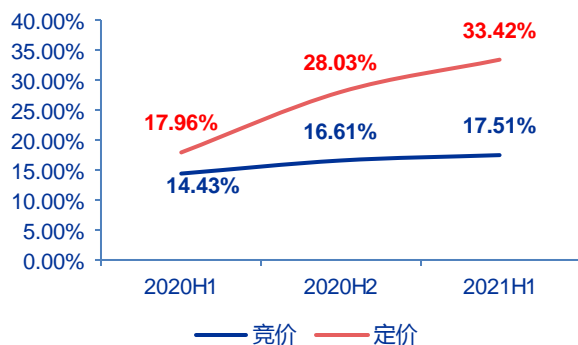
2.1 竞价折价率持续攀升，新规下近六成超八五折发行

受底价折扣空间放宽、投资者报价积极性减弱等因素影响，2021H1 竞价、定价项目发行折价率（ $1 - \text{发行价} / \text{发行日收盘价}$ ，下同）分别为 17.51%、33.42%，同比分别上升 3.08pct、15.46pct，环比上升 0.90pct、5.39pct。

从折价率的区间分布看，2021H1 竞价项目发行折价率在 15% 以上的占比 65%，其中占比 33% 的项目发行折价率在 20%~30%，而 2020H1 和 2020H2 对应比值分别仅为 31%、18%。

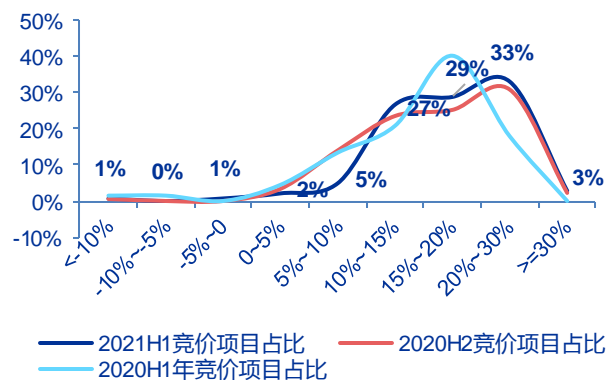
从 2021H1 已发行且未解禁的竞价项目浮动收益率与折价率的分区间统计来看，浮盈与发行折价率呈较为明显的正相关，显示折价率在浮动收益率中贡献占比分量更重。其中，涵盖项目数最多的折价率三个区间为 10%-15%、15%-20% 和 20%-30% 之间，该区间对应的浮盈水平平均在 25%-45% 之间，粗略统计，折价率至少贡献了一半的浮盈。

图 12：2020H1、2020H2、2021H1 竞价和定价项目折价率变化



资料来源：Wind、申万宏源研究

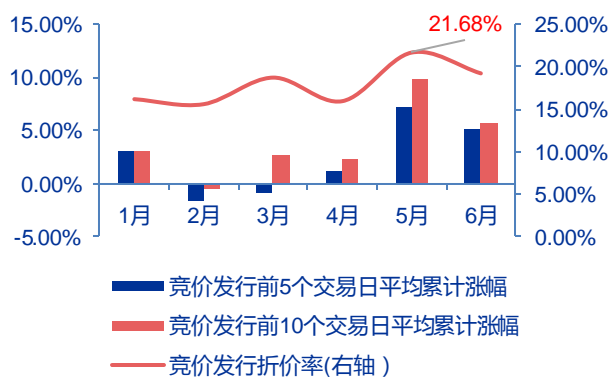
图 13：2020H1、2020H2、2021H1 竞价项目折价率分布区间



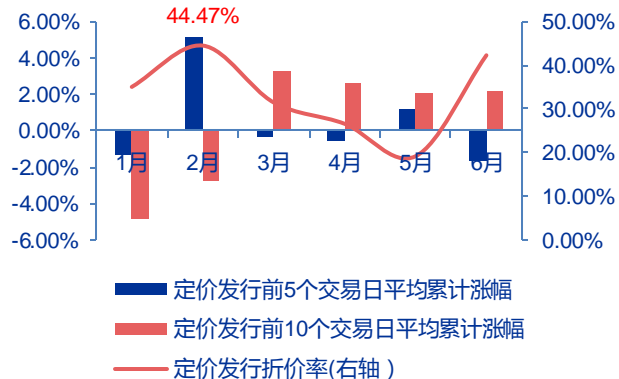
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 14：2021H1 竞价项目月度发行前 5、10 个交易日股价涨幅及平均折价率

图 15：2021H1 定价项目月度发行前 5、10 个交易日股价涨幅及平均折价率

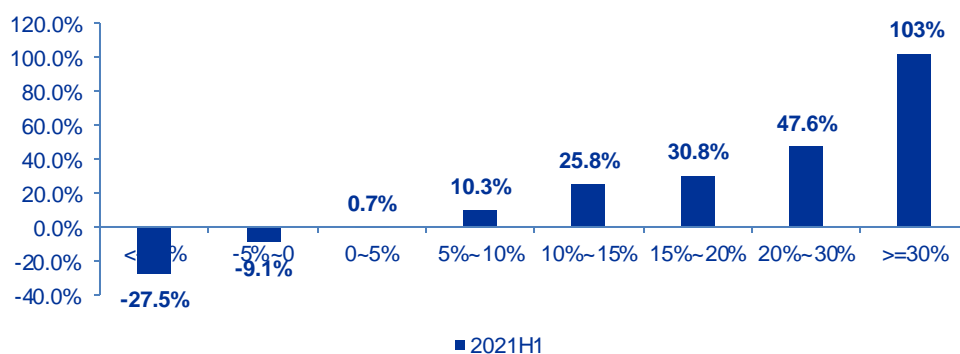


资料来源：Wind、申万宏源研究



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 16：2021H1 不同发行折价率区间下未解禁竞价项目最新浮动绝对收益率



注：浮动收益率以 2021 年 7 月 12 日收盘计。

资料来源：Wind、申万宏源研究

2.2 买方市场特征更明显：超五成底价发行，单项目询价机构数同比腰斩

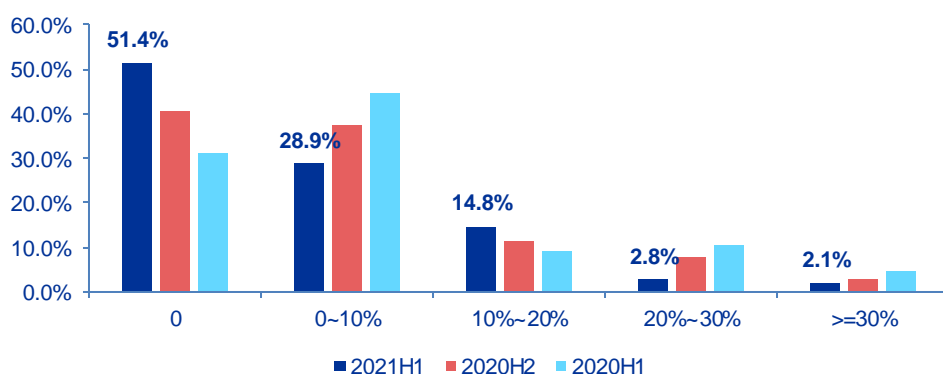
从反映报价竞争激烈程度的发行价相对底价的溢价率来看，竞价项目发行价相对底价溢价率环比下滑。2021H1 竞价项目发行价相对底价平均溢价 4.60%，环比下滑 1.22pct，同比下滑 2.18pct，竞价项目最终发行价等于底价的项目数占比同比上升 20.1pct，环比上升 11.0pct 至 51.4%。

再从反映项目受市场追捧程度的竞价定增询价对象数量看，2021H1 竞价项目热度明显降温：单只竞价项目平均表达申购意向投资者数量为 31.6 家，而 2020H1、2020H2 分别为 67.2 家、69 家，下降幅度超过 50%。2021H1 平均最终发送申报家数（含有效和非有效）为 18.5 家，环比、同比变化不大。同时 2021H1 竞价询价入围率明显提升，达 58%。

从竞价发行折价率与认购对象家数的对应关系看,呈现出一定的申报家数多的项目,折价率更低的规律,但除了过于热门的项目——如折价率小于 0 的竞价项目,其平均表达申购意向投资者数量最高,达 50 家,但最终平均仅有 21 家发送报价。其他折价率区间下对应的表达意向和最终申报的家数差别并不很大。不同的竞价发行价相对底价的溢价率区间所对应的询价对象家数的关系也揭示与上述类似的规律。

我们认为这反映出买方市场下,定增投资者的询价理性程度进一步提高:看似热门的项目,如果超过合理性价比区间,不一定要参与;同理,看似冷门的项目,如果价格合适也一样有兴趣。

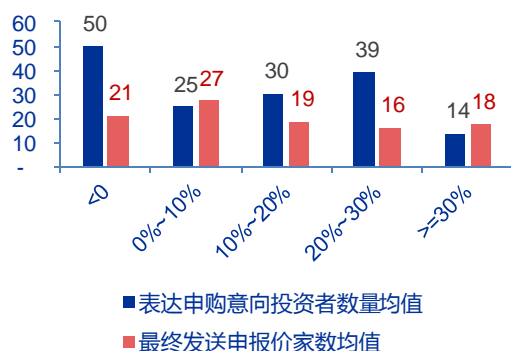
图 17 : 2020H1、2020H2、2021H1 竞价项目发行价相对底价溢价率区间家数分布对比



注:浮动收益率以 2021 年 7 月 12 日收盘计。

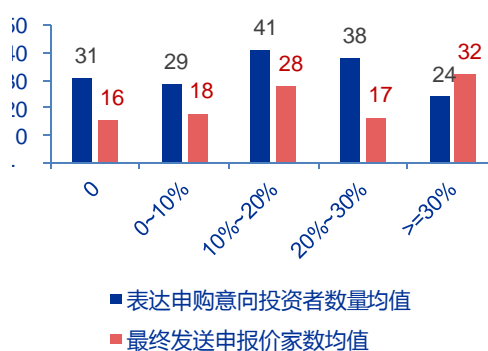
资料来源:Wind、申万宏源研究

图 18 : 2021H1 竞价发行折价率与询价对象家数



资料来源:Wind、申万宏源研究

图 19 :2021H1 竞价发行价相对底价的溢价率与网下询价对象家数



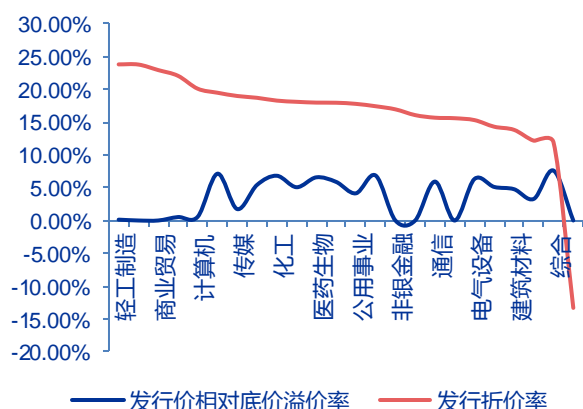
资料来源:Wind、申万宏源研究

2.3 建筑装饰、商贸、纺服等行业按底价发行，折价率靠前

2020 年已发行竞价项目分布于 26 个申万一级行业，其中 24 个行业平均发行折价率为正。有建筑装饰、钢铁、银行、纺织服装、非银金融、商业贸易、农林牧渔等 7 个行业项目均按照底价定价，其中建筑装饰、商业贸易行业竞价项目最终发行折价率较高，均超 20%。而有色金属、国防军工、综合的发行价相对底价溢价率靠前，折价率位于 10%~20%之间。仅银行业标的的溢价发行，折价率平均为-13.31%。

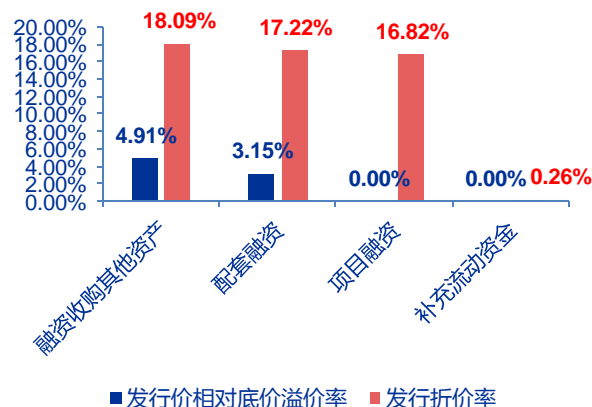
从定增目的来看，不同融资目的下的定增项目发行价相对底价的溢价率差距并不大（0%~4.91%）：配套融资和项目融资类，折价率分别为 17.22%、16.82%，而 4 个补充流动资金类项目发行折价率仅有 0.26%，如果剔除同期定增的一家城市商业银行，其余三个项目发行折价率均为正，且折价率均值是 9%。

图 20：2021H1 不同行业竞价项目发行价相对底价溢价率与发行折价率



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 21：2021H1 不同定增目的的竞价项目发行价相对底价溢价率与发行折价率



资料来源：Wind、申万宏源研究

3. 解禁整体收益率下滑，下半年解禁规模下降

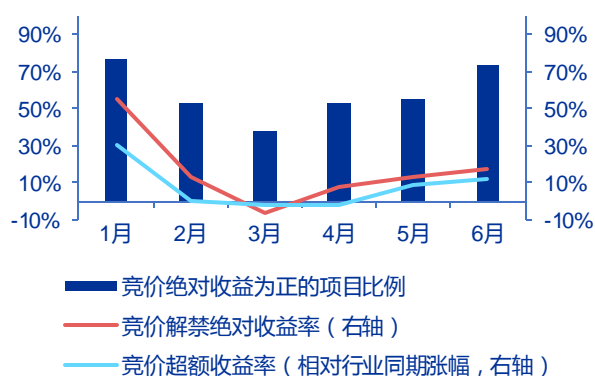
3.1 竞价定增解禁收益降低，破发率上升

2021H1 竞价定增解禁收益低于去年同期：项目破发率同比大幅上升，平均解禁绝对收益率同比大幅下降。2021H1 已解禁的 169 宗竞价项目中有 40.24% 的项目破发，同比大幅上升 12.46pct。竞价解禁绝对收益率均值为 17.13%，同比下降 11.29pct。相对同期沪深 300 指数、申万一级行业的解禁超额收益均值分别为 1.49%、8.49%，同比下降 6.52%、15.80%。从月度表现来看，竞价项目收益率月度波动较

大 1 月解禁绝对收益率均值高达 54.77% ,居月度首位 ,而 3 月表现垫底 ,仅为-6.22% ,是所有月份解禁超额收益率均值当中唯一为负的月份。

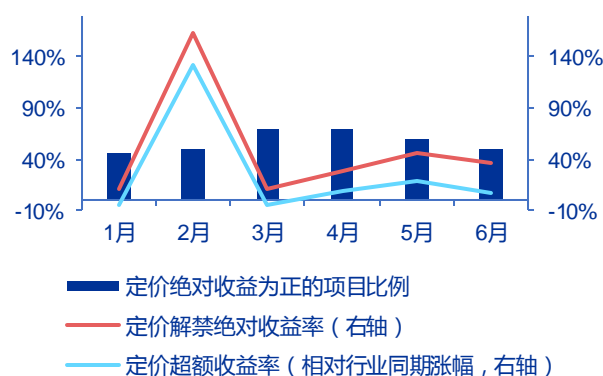
2021H1 定价项目解禁收益下滑，破发率升至近六成。2021 年已解禁的 65 宗定价项目破发项目数占比同比下降 14.26pct 至 43.08%。从解禁收益率来看，绝对收益率均值为 53.85%，同比大幅上升 46.64pct；相对同期沪深 300 指数、申万一级行业的解禁超额收益均值分别为 17.58%、31.21%，同比均大幅上升。分月度看，所有月份解禁绝对收益率均值均为正，其中 2 月解禁绝对收益率均值达 162.86%，居首位，相对同期沪深 300 指数、申万一级行业的解禁超额收益均值分别为 121.27%、132.97%。

图 22：2021H1 解禁竞价项目收益率



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 23：2021H1 解禁定价项目收益率



资料来源：Wind、申万宏源研究

3.2 折价安全垫区分效应减弱，赛道红利效应显著

2021H1 解禁的竞价项目绝对收益率分化明显，前 10 名解禁绝对收益率均值高达 170.81% ,而排名后 10 的项目解禁绝对收益率均值仅 -31.97% ,差距超过 200pct。但与去年同期相比，竞价项目绝对收益率的分化出现较大改善，前 10 名的收益率均值较去年同期下降了约 68pct，后 10 名的收益率均值则上升了约 40pct。

折价安全垫的区分效应减弱。2020H1，解禁绝对收益率前 10 名与后 10 名的的发行折价率均值之差达到了 17.81pct。2021H1，这一差值缩小到了 2.47pct，即解禁绝对收益率前 10 名发行折价率均值为 15.85%，后 10 名的均值为 13.38%。

行业赛道对定增解禁收益率影响明显。绝对收益率排名前 10 的竞价项目所属申万三级行业指数同期涨幅平均高达 129.57%，而后 10 名低至-41.85%。此外，从发行时相对行业指数的估值水平来看，解禁收益前 10 标的的整体相对 PE 也明显低于收益排名后 10 的标的。

基本面方面，解禁收益靠前的项目标的业绩增长整体更加稳健。虽然解禁收益率排名前 10 名与后 10 名公司最近三年营业收入和净利润的复合增速均值水平相差不

大，但解禁收益前十的项目最近三年的收入和利润的复合增速均为正，而解禁收益后十的标的中最近三年收入和利润均呈正增长的占比仅为 70%。

总体来看，折价安全垫效应逐渐减弱，投资者在选择定增标的时，应重点关注行业景气向好、盈利能力突出且相对行业水平估值合理的项目。

表 1: 2021H1 解禁的竞价项目解禁绝对收益率靠前和靠后标的

2021H1 解禁的竞价项目解禁绝对收益率 靠前 标的								
代码	名称	所属行业	解禁绝对收益率	发行折价率	申万三级行业指数涨幅 (发行-解禁)	最近三年营收复合增速	最近三年净利复合增速	发行时 PE 比 (发行时 PE/三级行业 PE)
300623.SZ	捷捷微电	电子	269.94%	23.57%	205.71%	32.88%	96.66%	0.7491
600988.SH	赤峰黄金	有色金属	255.44%	17.43%	190.92%	20.78%	185.77%	-2.1648
000301.SZ	东方盛虹	化工	156.03%	21.68%	101.94%	173.61%	38.45%	1.2609
000661.SZ	长春高新	医药生物	143.50%	12.30%	109.64%	27.87%	360.25%	1.3088
300750.SZ	宁德时代	电气设备	141.30%	9.45%	131.80%	36.02%	43.98%	1.2454
002648.SZ	卫星石化	化工	115.45%	10.19%	91.57%	9.58%	76.24%	0.5156
002568.SZ	百润股份	食品饮料	114.41%	6.01%	97.34%	18.02%	193.20%	0.6858
300671.SZ	富满电子	电子	94.01%	15.07%	51.92%	23.89%	70.77%	0.8208
000807.SZ	云铝股份	有色金属	88.54%	17.84%	60.37%	10.15%	37.38%	-0.4511
2021H1 解禁的竞价项目解禁绝对收益率 靠后 标的								
代码	名称	所属行业	解禁绝对收益率	发行折价率	申万三级行业指数涨幅 (发行-解禁)	最近三年营收复合增速	最近三年净利复合增速	发行 PE 比 (发行 PE/三级行业 PE)
300659.SZ	中孚信息	计算机	-42.55%	12.61%	-52.57%	52.28%	397.24%	1.3013
000031.SZ	大悦城	房地产	-33.58%	12.37%	-39.18%	39.89%	-140.92%	1.1763
002940.SZ	昂利康	医药生物	-33.20%	13.40%	-42.64%	13.88%	61.96%	0.6992
002683.SZ	宏大爆破	化工	-32.36%	13.46%	-41.24%	17.08%	148.26%	1.5447
300639.SZ	凯普生物	医药生物	-31.86%	10.26%	-38.63%	41.40%	289.08%	1.0356
300164.SZ	通源石油	采掘	-31.01%	16.03%	-45.21%	-8.20%	-2486.14%	0.5133
300577.SZ	开润股份	纺织服装	-30.29%	11.07%	-40.94%	18.69%	-41.57%	0.8685
300223.SZ	北京君正	电子	-28.50%	8.97%	-35.58%	127.42%	1025.97%	4.1792
002384.SZ	东山精密	电子	-28.43%	10.14%	-34.10%	22.22%	190.79%	1.3864
002866.SZ	传艺科技	电子	-27.95%	25.53%	-48.35%	38.33%	73.72%	1.0341

资料来源：Wind、申万宏源研究

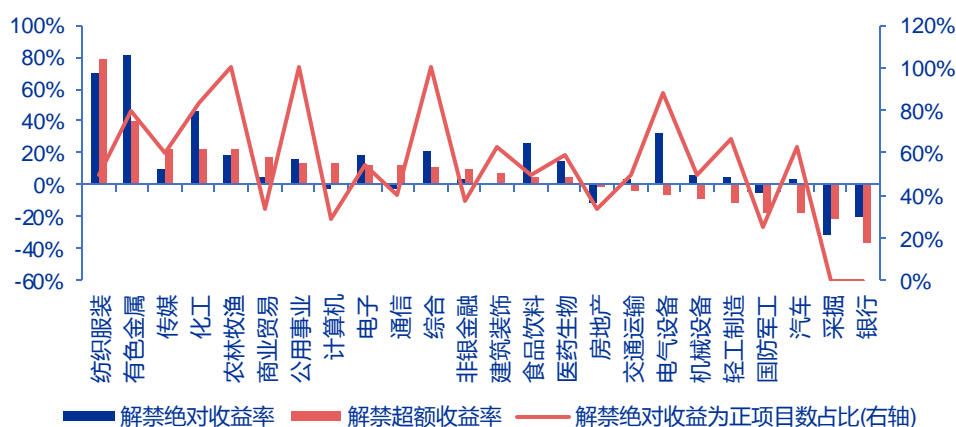
3.3 解禁绝对收益率：化工、有色金属行业靠前

截至 7 月 12 日，2021 年已解禁的竞价项目共涉及 24 个申万一级行业，竞价项目中分别有 18 个、15 个行业解禁绝对收益率、超额收益率（相对所属申万一级行业，

下同)为正,占同期定增解禁行业数量的75.00%、62.50%。。其中**有色金属(赤峰黄金的解禁收益最高,解禁日绝对收益255.44%,折价率17.43%)**、**化工(东方盛虹的解禁收益很高,解禁日绝对收益156.03%,折价率21.68%)**、**纺织服装**行业竞价项目解禁绝对收益率靠前,分别为81.43%、69.87%、46.16%,**农林牧渔(中宠股份的解禁收益最高,解禁日绝对收益33.63%,折价率14.09%)**、**公用事业(节能风电的解禁收益最高,解禁日绝对收益47.79%,折价率17.82%)**行业所有项目解禁收益均为正。**纺织服装、有色金属、传媒**行业竞价项目相对同期申万一级行业的解禁超额收益率靠前,分别为78.2%、40.6%、22.9%。

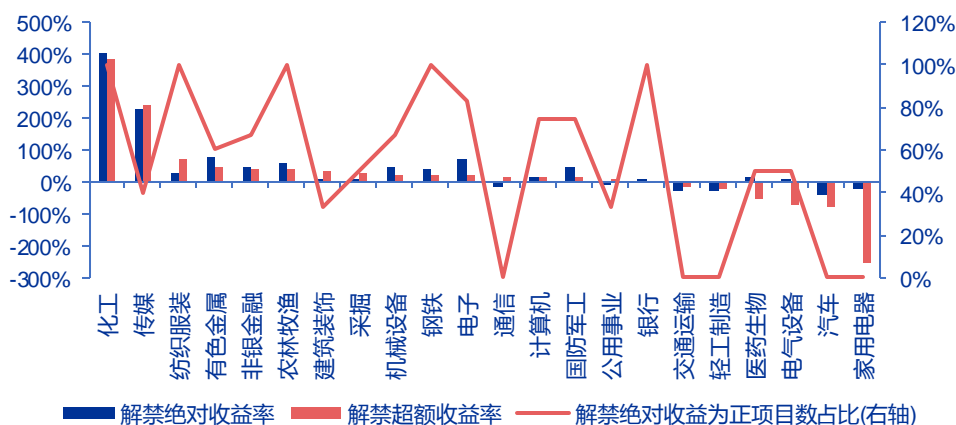
截至7月12日,2021年已解禁的定价项目共涉及22个申万一级行业,其中分别有16个、15个行业的定价项目解禁绝对收益率、超额收益率为正,占比分别为72.73%、68.18%。其中**化工、传媒、有色金属**行业竞价项目解禁绝对收益率靠前,分别为404.96%、226.30%、76.59%。**化工、传媒、纺织服装**行业竞价项目相对同期申万一级行业的解禁超额收益率靠前,分别为382.24%、239.95%、68.62%。

图 24 : 2021H1 竞价项目行业解禁收益情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 25 : 2020H1 定价项目行业解禁收益情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

3.4 2021 年下半年解禁规模下降，预计化工、电子、汽车解禁压力较大

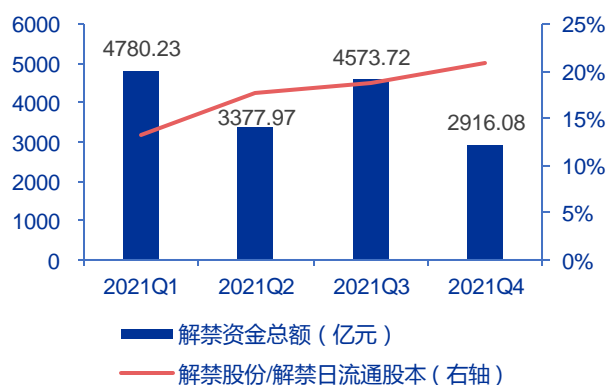
2021H1 定增解禁资金总额同比上升。截至 7 月 13 日，2021H1 定增解禁资金约为 8158.21 亿元，同比增加 45.67%，环比增加 1.20%，其中一季度定增解禁 4780.23 亿元，二季度解禁 3377.97 亿元。2021H1 单个解禁股份/流通股本的比例均值较同比下降至 15.51%，一、二季度单个解禁股份/流通股本比例均值分别为 13.13%、17.61%。

预计 2021 年下半年解禁规模与上半年相比有所下降。以 2021 年 7 月 13 日收盘价计，预计 2021 年下半年定增解禁资金合计为 7489.79 亿元左右，其中 2021 年 Q3 为下半年解禁高峰，解禁资金总额预计将达到 4573.72 亿元。解禁日流通股本以 2020 年 7 月 13 日流通 A 股计，2021 年下半年单个解禁股份/流通股本比例达 19.71%

板块方面，2021 年下半年解禁压力主要来自**主板**，解禁资金合计约为 6445.88 亿元，占全年解禁资金的 86.06%，平均解禁股份数/最新流通股本为 22.26%，高于创业板的 13.09%，低于科创板的 32.17%。

行业方面，**化工、电子、汽车行业**定增解禁资金合计 3569.97 亿元，占比 47.66%；而**商业贸易、采掘、房地产行业**定增解禁股份数量占流通股份比例更高。

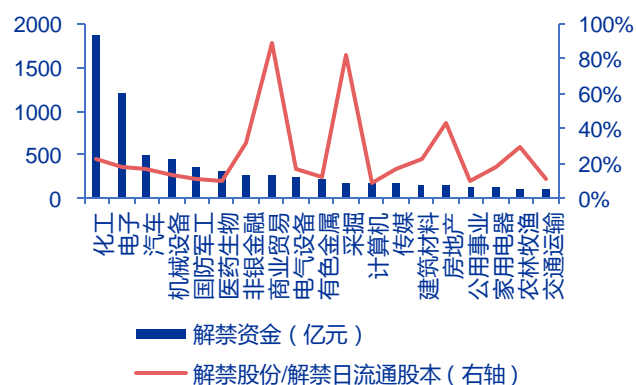
图 26：2021Q1-2021Q4 定增解禁资金及解禁股份占流通股本比例



注：2021 年下半年解禁日流通股本以 2021 年 7 月 12 日流通 A 股计。

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 27：2021 年下半年定增解禁资金及解禁股份占流通股份比值行业分布



注：2021 年下半年解禁日流通股本以 2021 年 7 月 12 日流通 A 股计

资料来源：Wind、申万宏源研究

4. 过会率同比提升，终止项目大幅增加

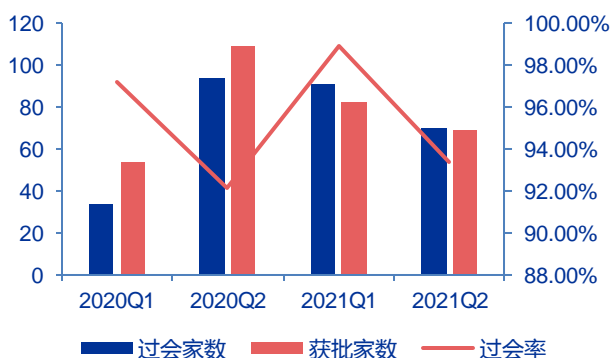
4.1 上半年过会率达 96.41%，审核效率同比显著提升

2021H1 累计 167 个项目上会，其中 161 个项目均获得通过，过会率为 96.41%，同比上升 2.98pct，其中二季度上会、获批节奏均慢于一季度。二季度共 75 个定增项目上会，环比、同比分别减少 18.48%、29.25%；过会率方面，两个季度分别为 98.91%、93.33%。同时证监会批文下发也相应提速，二季度共 69 个定增获得批文，环比、同比分别减少 15.85%、36.70%。

2021 年已发定增项目从初始预案公告日至发行日周期平均为 298 天，同比减少 25.31%。其中初始预案公告日-上会日周期相对较长，平均为 172 天，同比下降 35.82%，占完整发行周期的 57.71%。2021 年二季度审核效率提升的同时，获批至发行周期仍相对较长，平均为 89 天，环比持平。

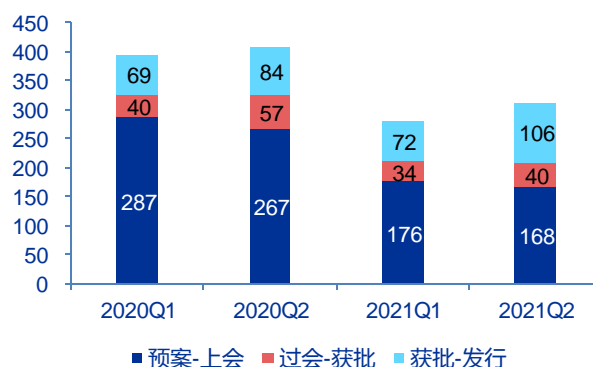
同时，2021Q2，获批到发行的周期也延长至最近一年以来的最长——平均 106 天，我们认为这与二级市场波动较大，获批企业试图等待寻找更优发行时机不无关系。

图 28：2020-2021H1 定增审核获批节奏及审核通过率



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 29：2020-2021H1 定增审核周期



资料来源：Wind、申万宏源研究

4.2 终止项目数同比增加，近七成因市场环境变化而终止定增

如果将主动终止项目纳入考虑范围，则 2021H1 定增实际通过率为 56.1%。2021H1 共有 110 家公司的 125 个项目终止实施，同比增加 29 个，比同期已发行定增项目数量少 38 个。从终止原因来看，因市场环境发生变化而终止定增项目有 85 个，占比高达 68.00%。此外，交易方案变更、交易条款未达成一致也是定增项目终

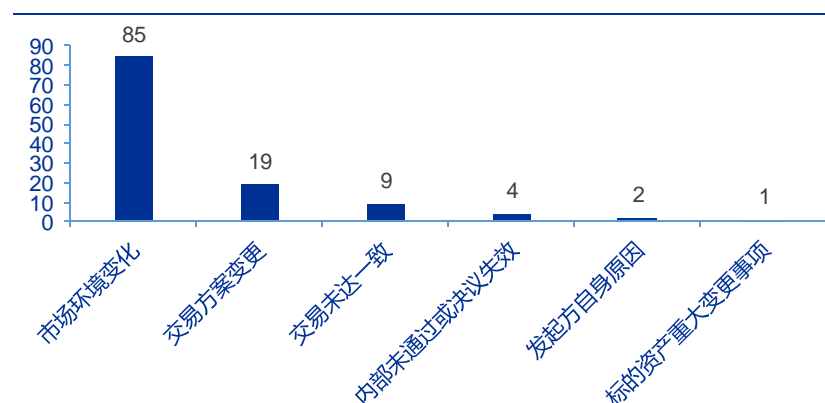
止的主要原因 因上述原因终止定增的项目数分别为 19 个、9 个，分别占比 15.20%、7.20%；另有占比 5.60% 的项目则因内部未通过或决议失效、标的资产业绩、发起方自身原因等原因终止定增。

表 2：2021H1 部分外部审核未通过项目

代码	股票简称	定增目的	停止实施公告日	增发数量(万股)	预计募集资金(亿元)	停止实施折价率
300645.SZ	正元智慧	配套融资	2021/1/04	1390	1.80	39.07%
300645.SZ	正元智慧	融资收购其他资产	2021/1/04	1988	2.57	39.07%
002569.SZ	ST 步森	配套融资	2021/3/29	4326	5.72	-32.58%
002569.SZ	ST 步森	融资收购其他资产	2021/3/29	/	/	-25.10%
600500.SH	中化国际	补充流动资金	2021/4/14	15217	7.00	66.09%
600673.SH	东阳光	配套融资	2021/5/22	90416.92	/	/
600673.SH	东阳光	融资收购其他资产	2021/5/22	/	/	-17.73%
600850.SH	电科数字	配套融资	2021/6/9	12805.57	5.00	39.48%

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 30：2021H1 定增终止原因分类



资料来源：Wind、申万宏源研究

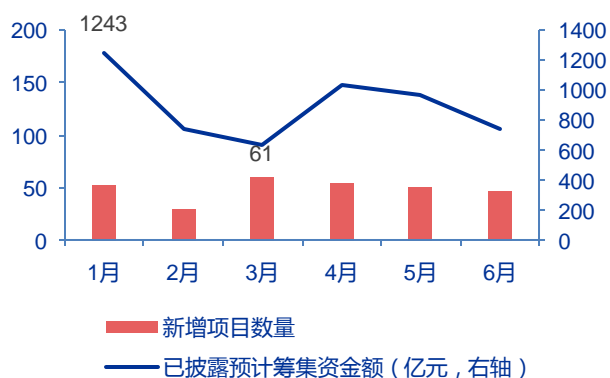
4.3 新增项目数同比下降，创业板项目占比有所提升

2021H1 新增项目 295 个，同比减少 241 个，其中 1 月至 3 月新增项目数总体上升，3 月达到峰值 61 个，4 月、5 月、6 月环比连续下降。上半年新增项目已披露预计募资总计约 5355.01 亿元，同比下降 26.40%。2021H1 新增项目中以非并购类定增（含配套融资）为主，共 256 个，占比高达 86.78%，同比增加 28.57pct。从所属行业来看，2021H1 计算机、通信和其他电子设备制造行业新增项目数领先，项目数量超 40 个，同比增长 16.22%。募资额方面，计算机、通信和其他电子设备制造行业居 2021H1 首位，预计募集资金 1027.23 亿元，同比增长 76.55%，专用设备制

造、资本市场服务、电气机械和器材制造行业募资额紧随其后，同比分别上涨129.40%、41.50%。（资本市场服务2020年无新发）

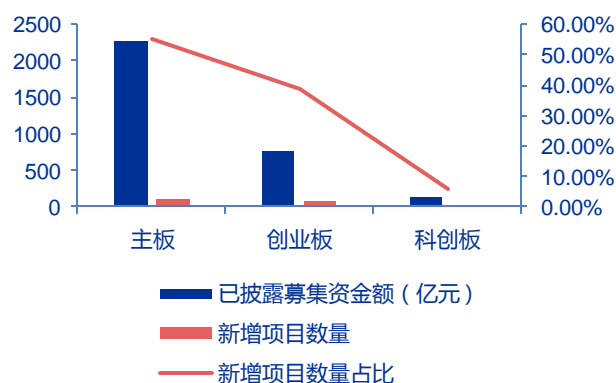
从板块来看，在包括再融资制度的发行条件以及再融资产业政策的导向等多重因素作用下，上半年注册制板块再融资新增项目数增速优于核准制。创业板新增项目数和预计募资额分别为82个、761.30亿元，与去年相比分别下降32.76%、18.44%，但相比主板（上半年新增项目117个，预计募资额2272.52亿元）44.55%、35.02%的降幅更低，因此，创业板新增项目数占比上升至38.86%。此外，科创板新增数量与去年同期基本持平，新增项目数12个，拟募资额合计143.11亿元。

图 31：2021 年 1-6 月新增项目数及预披露募资额变化



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 32：2021H1 各板块新增项目



资料来源：Wind、申万宏源研究

5. 一级半市场投资：关注高成长赛道、核心估值切换以及高股息低估值机会

结合对2021年行业景气的展望，以及当前的市场交易情绪和估值水平，建议投资者在一级半市场关注以下三点：

（1）具有确定性产业趋势的高成长性赛道以及受益于后续居民消费信心及收入信心的提升、符合“内循环”逻辑的消费升级领域：如生物医药、新能源车、食品饮料、半导体、光伏、数字经济等板块，虽然上述板块上半年已受市场热捧，仍可以寻估值尚低且景气改善的子行业。

（2）核心资产估值切换，业绩消化估值能力较强的板块：如工业金属、化工、高端制造等。同时也可关注部分困境反转的优质小盘股。

（3）机构调仓或估值修复带来的机会——高股息、低估值标的：估值回调后的金融板块和部分基本面向好的周期板块。

报价策略上，建议仍以谨慎为主，报价不宜偏离底价太多。

综合考虑定增标的的所处行业及地位、目前的估值水平（最新 PE 相对申万三级行业指数 PE 小于 2）、最近三年的毛利率（未持续下滑）、2020 年经营现金流（为正）、wind 未来三年一致预期增速（大于 20%）等指标、wind 一致预测家数大于 3 家，我们从正常待审竞价项目中梳理出如下 33 个标的，供投资者参考交流。

表 3：截至 7 月 15 日，正常待审竞价项目梳理后的部分标的

代码	名称	增发数量	预计募集资金(亿元)	股息率% (近 12 个月)	PE (TTM)	wind 一致预期 EPS 未来三年复合增速	方案进度	行业
688122.SH	西部超导	5000	20	0.62	60.85	32%	董事会预案	其他军工Ⅲ
603956.SH	威派格	12779	13	0.89	36.72	45%	董事会预案	其他专用机械
300638.SZ	广和通	12401		0.33	69.60	33%	董事会预案	通信终端及配件
600988.SH	赤峰黄金	28528	18	0.00	27.67	39%	董事会预案	黄金
002653.SZ	海思科	4000	8	1.67	30.04	28%	股东大会通过	化学制剂
000738.SZ	航发控制	34369	43	0.22	55.97	29%	股东大会通过	航天军工
002841.SZ	视源股份	19996	21	0.86	39.98	24%	股东大会通过	教育信息化及在线教育
600732.SH	爱旭股份	61090	35	0.47	36.56	39%	股东大会通过	太阳能
300596.SZ	利安隆	6150	4	0.53	26.02	26%	股东大会通过	其他化学制品Ⅲ
002185.SZ	华天科技	68000	51	0.15	42.46	21%	股东大会通过	集成电路
300416.SZ	苏试试验	7912	6	0.46	46.23	29%	股东大会通过	仪器仪表Ⅲ
300119.SZ	瑞普生物	12131	13	1.27	28.57	25%	股东大会通过	动物疫苗及兽药
002438.SZ	江苏神通	6000	4	0.47	21.42	31%	股东大会通过	基础件
300015.SZ	爱尔眼科	27028	36	0.17	170.21	31%	股东大会通过	医疗服务
300837.SZ	浙矿股份	3000	2	0.70	33.11	36%	股东大会通过	矿山冶金机械
603345.SH	安井食品	4888	57	0.37	70.88	29%	股东大会通过	速冻食品
600711.SH	盛屯矿业	80250	23	0.11	47.21	31%	股东大会通过	电池综合服务
603337.SH	杰克股份	13376	7	1.00	28.67	23%	股东大会通过	纺织服装机械
300806.SZ	斯迪克	5700	5	0.24	48.41	48%	股东大会通过	膜材料
300413.SZ	芒果超媒	9370	45	0.22	46.92	22%	证监会通过	互联网影视音频
300587.SZ	天铁股份	10157	8	0.57	28.28	43%	发审委/上市委通过	橡胶制品
300825.SZ	阿尔特	9170	8	0.00	66.59	45%	发审委/上市委通过	汽车零部件Ⅲ
300696.SZ	爱乐达	6972	5	0.23	59.63	42%	证监会通过	航空军工
300007.SZ	汉威科技	8791	10	0.32	24.99	28%	证监会通过	其他电子零组件Ⅲ
002901.SZ	大博医疗	12067	10	1.23	40.81	26%	证监会通过	医疗器械
002409.SZ	雅克科技	5000	12	0.21	92.93	32%	证监会通过	半导体材料
300662.SZ	科锐国际	5486	8	0.00	56.35	26%	证监会通过	人力资源服务
300463.SZ	迈克生物	8357	28	1.13	20.47	24%	证监会通过	化学制剂
002837.SZ	英维克	9667	6	0.94	30.49	28%	证监会通过	其他专用机械

300136.SZ	信维通信	7500	30	0.32	29.84	28%	证监会通过	通信终端及配件
603883.SH	老百姓	4087	17	0.72	30.61	24%	证监会通过	医药流通
000596.SZ	古井贡酒	5036	50	0.64	57.90	21%	证监会通过	白酒
600477.SH	杭萧钢构	21537	12	2.92	12.95	28%	证监会通过	专业工程及其他

资料来源：wind 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的,还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swwhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swwhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swwhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swwhysc.com

法律声明