

相关研究

《如何应对加速的老龄化?》2020.05.27

《疫情倒逼信息化加速——新冠肺炎研究系列 7》2020.05.13

《策略对话行业：新基建的规模和机遇》
2020.05.18

“再融资”新规下的定增策略

投资要点:

- **核心结论:** ①再融资政策经历了起步-快速发展-政策收紧-再度松绑四个阶段。这次“再融资”新规落地，旨在发展股权融资。②07 年以来定增股在定增期（从定增预案公告到定增实施）的平均年化收益率达到 55.8%，而上证综指仅为 7.2%，定增投资收益明显。③以史为鉴分析定增收益，融资角度资产收购类收益占优，行业角度房地产和信息技术占优，估值角度低估值占优，大股东参与的定增收益率较高。
- **再融资新规落地，旨在发展股权融资。** 2020 年 2 月 14 日证监会发布了修改后的“再融资新规”，从修改内容来看主要包括三大点：一是降低发行条件。二是优化非公开制度安排。三是适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。回顾历史，根据政策的演变和定向增发融资规模的变化，我们大致将再融资的发展划分为四个阶段：2006-11 年是起步阶段，2012-16 年是快速发展阶段，2017-19 年是政策收紧阶段，2020 年再融资政策再度松绑。从 2006 年到 2020 年，再融资政策经历了起步到成熟，从全面收紧到再度松绑。再融资新规的不断调整反映了资本市场市场化、法治化的改革方向，并且在不断修改中提升了再融资的便捷性和制度包容性，是我国资本市场完善基础制度的重要举措。再融资新规的推出，旨在深化金融供给侧结构性改革，进一步提高直接融资比重，增强金融服务实体经济的能力。
- **定增股的投资逻辑。** 上市公司筹划定增项目基本可以总结为三大目的：收购资产、项目融资和补充资金，助推公司基本面改善。07 年以来，从定增类型的分类占比来看，三类定增占比中收购资产类的定增占比较高为 58.2%，其次是项目融资类占比 35.2%，占比最少的是补充资金类仅为 6.6%。从定增行业的分布占比来看，工业类占比最高为 26.0%，其次是信息技术类 19.2%，材料类 15.8%等。定增股投资收益明显。从 2007 年至今，A 股上市公司共实施定增 4334 次，累计募集资金 8.6 万亿，年均完成定增 328 次，年均融资 6419 亿。定增的发展与我国目前经济结构转型的大背景有密切关系，传统行业通过定增进行产业升级和转型，新兴行业依靠定增并购优势资产，快速做大做强。而定增股投资能获取的收益也较为明显，我们统计了 2007 年以来所有定增股在定增期（从定增预案公告到定增实施）的股价表现，平均收益率达到 37.1%；平均年化收益率达到 55.8%，而同期上证指数的年均收益率仅为 7.2%。
- **以史鉴今，未来定增股的投资机会几何？** 我们进一步从定增目的、定增行业、定增规模、大股东是否参与定增等多个维度对定增股的投资收益进行分析，借鉴历史判断未来定增股的投资机会几何：①融资视角：资产收购类收益最高；②行业视角：房地产、信息技术表现最好；③估值视角：低估值占优；④大股东参与的定增收益率较高。定增将带来主题性的投资机会，长期来看公司投资价值还是取决于基本面。约翰·博格在《长赢投资》中将股票收益分解为投资收益和投机收益，其中投资收益由股息收益和收益增长构成，对应企业的盈利能力，投机收益由市盈率变动构成，对应企业的估值变化。1996 年以来上证综指指数年化增速为 6.0%，EPS 为 9.6%，PE 为-3.2%，所以盈利才是驱动股价上涨的核心动力，而定增主要是带来短期主题性的投资机会。
- **风险提示:** 向上超预期：疫情快速有效控制，国内改革大力推进；向下超预期：疫情传播不确定性增加，中美贸易关系恶化。

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@htsec.com

证书:S0850511040006

联系人:王一潇

Tel:(021)23219400

Email:wyx12372@htsec.com

目 录

1. 再融资新规落地，旨在发展股权融资.....	5
2. 定增股的投资逻辑.....	8
3. 以史鉴今，未来定增股的投资机会几何？	9

图目录

图 1 A 股市场每年定增金额和定增数目（截至 2020/05/30）	6
图 2 我国股权融资规模分类占比	6
图 3 A 股机构投资者占比较小	7
图 4 A 股相较美股当前科技行业市值占比较低.....	7
图 5 A 股市场定增类型占比（07/0101-20/05/30）	9
图 6 A 股市场定增行业分布占比（07/0101-20/05/30）	9
图 7 定增股投资收益明显（07/0101-20/05/30）	9
图 8 历年定增股年化收益率情况	9
图 9 不同目的定增的平均收益率（07/0101-20/05/30）	10
图 10 不同行业定增的平均收益率（07/0101-20/05/30）	10
图 11 不同估值 PE（TTM）定增平均收益率（07/0101-20/05/30）	10
图 12 不同阶段定增的平均收益率（07/0101-20/05/30）	10
图 13 大股东是否参与定增的收益率（07/0101-20/05/30）	11
图 14 不同规模定增平均收益率（07/0101-20/05/30）	11

表目录

表 1 再融资政策演变梳理对比	7
-----------------------	---

2月14日晚，证监会发布关于修改《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》和《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》进行修订（以下统称“再融资新规”）。从去年11月再融资规则征求意见稿的推出到正式新规的发布仅历时4个月，体现了监管部门对于深化金融供给侧结构性改革的决心。本文将回顾历史，对再融资政策制度的演变进行对比分析，对定增股的投资逻辑进行探讨，并分析未来定增给市场带来的投资机会。

1. 再融资新规落地，旨在发展股权融资

再融资新规推出，定增限制大幅松绑。2020年2月14日证监会发布了修改后的“再融资新规”，从修改内容来看主要包括三大点：一是降低发行条件。取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件，同时取消非公开发行股票连续2年盈利的条件。二是优化非公开制度安排。上市公司董事会决议提前确定全部发行对象且为战略投资者等的，选择定价基准日的灵活性更强。且非公开发行股票定价和锁定机制大幅松绑，显著放宽了对上市公司定向增发股票的监管要求及减持限制。三是适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。将再融资批文有效期从6个月延长至12个月。以上内容大多与19年11月发出的征求意见稿一致，但在此之外放宽了非公开发行股票融资规模限制、明确了“新老划断”时间点以及强化了对保底承诺和补贴的控制（具体内容详见表1）。回顾历史，根据政策的演变和定向增发融资规模的变化，我们大致将再融资的发展划分为四个阶段：

①2006-11年是起步阶段。自2005年4月29日股权分置改革试点启动以来，为保持市场的稳定和健康发展，上市公司再融资功能基本处于暂停状态。经历了大概一年的时间，股权分置改革已取得重要的阶段性成果。同时，以股权分置改革为契机，证券公司综合治理、提高上市公司质量、发展壮大机构投资者、健全和完善市场法制等各项基础性建设也取得积极成效，此时恢复市场融资功能成为市场发展的内在要求。2006年5月7日，中国证监会正式公布了《上市公司证券发行管理办法》（以下简称《管理办法》），自5月8日起开始施行。《管理办法》的实施，标志着处于暂停状态的上市公司再融资功能得以恢复，我国证券市场改革发展进入一个新的阶段。2007年7月17日，证监会进一步制定《上市公司非公开发行股票实施细则》（以下简称《实施细则》），对上市公司非公开发行股票行为进行规范，至此再融资政策基本成型，2007-11年期间，年均定增数目为138家左右，年均定增金额为2686亿元左右，年均定增占股权融资比例为45%左右，定增成为上市公司融资工具的重要组成部分。

②2012-16年是快速发展阶段。2011年8月1日证监会正式发布《上市公司非公开发行股票实施细则》（2011/08/01修订）及《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》，进一步规范上市公司非公开发行股票行为，支持企业利用资本市场开展兼并重组，促进行业整合和产业升级，完善上市公司发行股份购买资产的制度规定，拓宽兼并重组融资渠道，提高兼并重组效率。恰逢市场流动性宽松，充裕的流动性为2012-13年的小票结构性牛市和2014-15年的牛市行情创造了良好的资金环境，A股股票行情向好，企业也有更强的动力通过融资实现产业升级转型。而在2012年10月至2014年1月，A股市场经历了历史上最长的一次IPO空窗期，其后由于市场大跌，2015年7月-2015年11月证监会再一次暂缓IPO发行。A股IPO长时间不能正常化且不确定性较高，而许多上市公司选择定增的方式实现并购转型，定增超过IPO成为A股市场第一大融资来源。2012-16年期间，定增业务快速发展，对比12年和16年的年度数据，定增数目从150家左右上升到800家左右，定增金额也从0.3万亿左右快速攀升到1.8万亿左右，12-16年年均定增占股权融资比例均处在70-80%左右的高位，定增开始成为上市公司融资工具的主要组成部分。

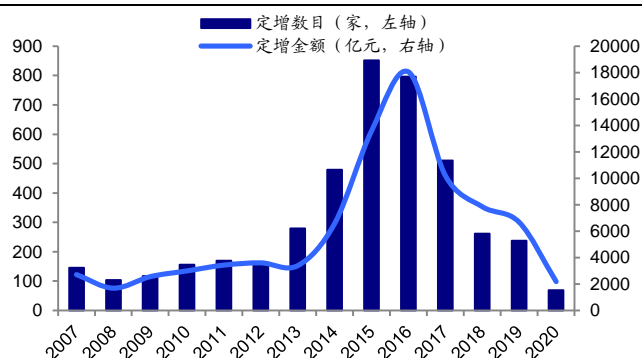
③2017-19年是政策收紧阶段。2017年2月15日证监会正式发布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》，随后又发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，对再融资相关的规定进行了调整。2017年5月26日，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》对解禁期满后的减持行

为进行了规范。总的来看 2017 年推出的新规对非公开发行起到了限制作用，主要包括两大点：一是修改定价基准日，以前可为当次非公开发行股票董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日，而修改后只能以发行期首日作为定价基准日，大幅缩小了价差空间。二是增加了对非公开发行认购人在解禁期届满后的减持限制，相当于变相延长了锁定期。政策的收紧使得定向增发面临更多阻力，对投资者的吸引力大幅下降。同时 2017 年以来 IPO 逐渐开始常态化，这一系列因素的叠加使得定增规模大幅下降，2017-19 年期间，年均定增数目为 336 家左右，年均定增金额为 0.8 亿元左右，年均定增占股权融资比例为 55% 左右。

④2020 年再融资政策再度松绑。从 2006 年到 2020 年，再融资政策经历了起步到成熟，从全面收紧到再度松绑。再融资新规的不断调整反映了资本市场市场化、法治化的改革方向，并且在不断修改中提升了再融资的便捷性和制度包容性，是我国资本市场完善基础制度的重要举措。

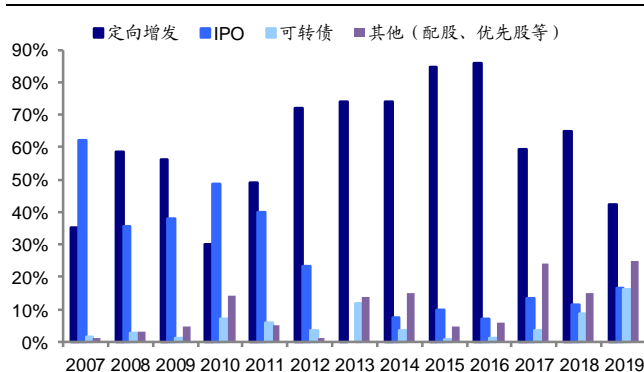
再融资新规有利企业融资发展。再融资新规的推出，旨在深化金融供给侧结构性改革，进一步提高直接融资比重，增强金融服务实体经济的能力。回顾历史，统计 07 年以来每年定向增发募资相对全部融资金额的占比，均值为 60%。可见再融资制度作为资本市场的一项基础性制度，在促进上市公司做优做强发挥着重要作用。回到现在，从 2 月 14 日再融资新规落地至今（2020/05/30）已三月有余。新规实施以来，剔除预案停止实施和股东大会未通过的预案，总共有 463 家上市公司发布及修改定增预案，去年同期仅有 30 余家。新规实施以来相关预案预计募资金额在 7000 亿元左右，相比去年同期增长幅度在 300% 以上，可以看到再融资新规的推出进一步激活了再融资市场。当前发展市场融资功能也是适应我国当前宏观经济总体形势和发展需要的一项必然选择，受 2020 年年初新冠肺炎疫情影响，我国经济发展遭遇较大冲击，重压之下要保持经济平稳较快发展，就必须更大程度地发挥资本市场优化资源配置的功能。在引导社会资金有效转化为长期投资方面，A 股现在还是一个交易型市场，机构投资者占比低，20Q1 我国股市中机构投资者（不含中央汇金等）持股市值占总市值比重为 14%。而再融资新规支持上市公司引入战略投资者，给公司提供稳定长线资金的同时提高资源利用效率和资金使用效率。在完善金融体系建设方面，定向增发作为直接融资的重要组成部分，对比公开发行股票方式所需时间较短，可以让企业在较短时间内获得发展所需的资金或资产。改变过度依赖间接融资的状况，降低金融体系的整体风险，提高金融体系的整体效率。在宏观经济结构调整方面，对比目前 A 股、境外上市中资股、美股的行业市值结构，三者中科技类市值（2020Q1）占比分别为 18%、28%、32%，A 股科技股的市值占比只接近美股的 1/2。企业可以通过定向增发实施资产并购能够较快实现产业升级和业务转型，优化上市公司结构。

图1 A股市场每年定增金额和定增数目（截至 2020/05/30）



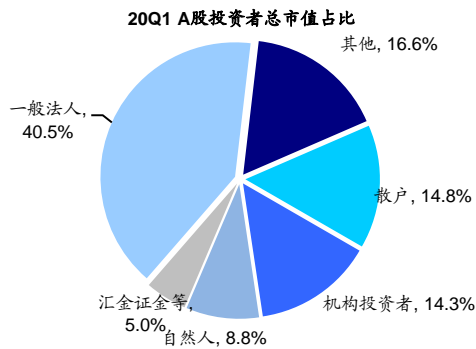
资料来源：WIND，海通证券研究所

图2 我国股权融资规模分类占比



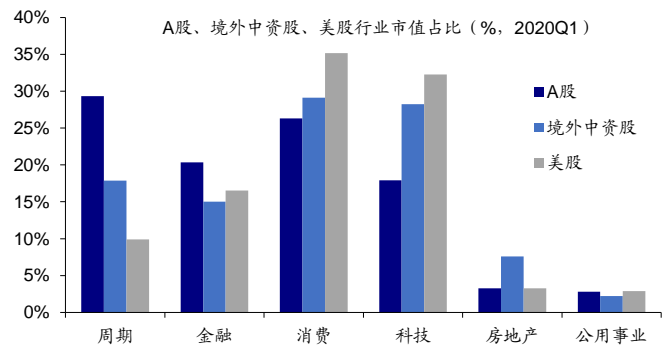
资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 A股机构投资者占比小



资料来源：WIND，海通证券研究所

图4 A股相较美股当前科技行业市值占比较低



资料来源：WIND，海通证券研究所

表1 再融资政策演变梳理对比

	起步阶段（2006-2011）	快速发展（2012-2016）	政策收紧（2017-2019）	再度松绑（2020-）
相关政策文件	1)《上市公司证券发行管理办法》（2006/05/06） 2)《上市公司非公开发行股票实施细则》（2007/07/17） 3)《上市公司重大资产重组管理办法》（2008/03/24）	1)《上市公司非公开发行股票实施细则》（2011/08/01 修订） 2)《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》（2011/08/01） 3)《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》（2014/05/14）	1)《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》（2017/02/15） 2)《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》（2017/02/17） 3)《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（2017/05/26）	1)《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》（2020/02/14） 2)《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》（2020/02/14） 3)《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（修订版）》（2020/02/14）
创业板	——	公开发行： 最近一期末资产负债率高于 45% ； 非公开发行： 1) 最近 2 年盈利，净利润已扣除非经常损益前后孰低者为计算依据； 2) 需满足前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致的要求； 3) 发行对象： 不超过 5 名； 4) 发行价格与锁定期： 无锁定期（发行价格不低于发行期首日前 1 个交易日均价）；12 个月（发行价格低于发行期首日前 20 个交易日均价但不低于其 90%，或者低于发行期首日前 1 个交易日均价但不低于其 90%）；36 个月（控股股东、实控人或者关联方、战略投资者，以不低于董事会决议公告日前 20 交易日或者前 1 个交易日均价的 90% 认购）；	公开发行： 最近一期末资产负债率高于 45% ； 非公开发行： 1) 最近 2 年盈利，净利润已扣除非经常损益前后孰低者为计算依据； 2) 需满足前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致的要求； 3) 发行对象： 不超过 5 名； 4) 发行价格与锁定期： 无锁定期（发行价格不低于发行期首日前 1 个交易日均价）；12 个月（发行价格低于发行期首日前 20 个交易日均价但不低于其 90%，或者低于发行期首日前 1 个交易日均价但不低于其 90%）；36 个月（控股股东、实控人或者关联方、战略投资者，以不低于董事会决议公告日前 20 交易日或者前 1 个交易日均价的 90% 认购）； 5) 发行规模： 同主板、中小板。	公开发行： 取消 最近一期末资产负债率高于 45% 的条件； 非公开发行： 1) 取消 创业板上市公司非公开发行股票连续 2 年盈利的条件； 2) 将创业板前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致由发行条件调整为信息披露要求； 3) 发行对象： 不超过 35 名； 4) 发行价格与锁定期： 同主板、中小板。 5) 发行规模： 同主板、中小板。
主板、中小板	非公开发行： 1) 发行对象： 认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过 10 名； 2) 定价： 不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90% ； 3) 定价基准日： 可为本次非公开发行股票的 董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日 ； 4) 锁定期： 36 个月（预案公告的控股股东、实控人或关联方及战略投资者）和 12 个月（竞价投资者）； 5) 批文有效期： 自核准发行之日起 6 个月；	非公开发行： 1) 发行对象： 认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过 10 名； 2) 定价： 不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90% ； 3) 定价基准日： 可为本次非公开发行股票的 董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日 ； 4) 锁定期： 36 个月（预案公告的控股股东、实控人或关联方及战略投资者）和 12 个月（竞价投资者）； 5) 批文有效期： 自核准发行之日起 6 个月；	非公开发行： 1) 发行对象： 认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过 10 名； 2) 定价： 不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90% ； 3) 定价基准日： 发行期首日 ； 4) 锁定期： 36 个月（预案公告的控股股东、实控人或关联方及战略投资者）和 12 个月（竞价投资者）； 5) 批文有效期： 自核准发行之日起 6 个月； 6) 发行规模： 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% ；	非公开发行： 1) 发行对象： 认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过 35 名； 2) 定价： 不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 80% ； 3) 定价基准日： 提前确定全部发行对象且为战略投资者等的，可为 董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日 ；竞价的为 发行期首日 ； 4) 锁定期： 18 个月（预案公告的控股股东、实控人或关联方及战略投资者）和 6 个月（竞价投资者）， 锁定机制不适用减持规则 ； 5) 批文有效期： 自核准发行之日起 12 个月；

其他相关
配套规则

6) 发行规模: 上市公司申请非公开发行股票, 拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 **30%**;

1) 减持规定: 《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》规定股东持有上市公司非公开发行的股份, 在股份限售期届满后 12 个月内通过集中竞价交易减持的数量, 不得超过定增认购的 50%; 在 3 个月内通过证券交易所集中竞价交易减持股份的总数, 不得超过公司股份总数的 1% 等。

1) 减持规定: 非公开发行股票锁定机制不适用减持规则的限制;
2) 保底安排: 加强对“明股实债”等违法违规行为的监管。
3) 新老划断: 再融资新规自发布之日起实施, 施行后, 再融资申请已经发行完毕的, 适用修改之前的相关规则; 在审或者已取得批文、尚未完成发行且批文仍在有效期内的, 适用修改之后的新规则。

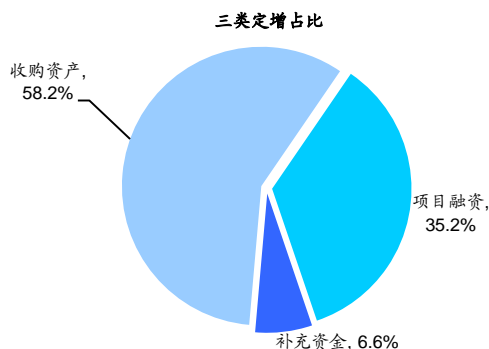
资料来源: 证监会官网, 海通证券研究所整理

2. 定增股的投资逻辑

公司进行定向增发一般有三个目的, 助推公司基本面改善。上市公司筹划定增项目基本可以总结为三大目的: 收购资产、项目融资和补充资金。07 年以来, 从定增类型的分类占比来看, 三类定增占比中收购资产类的定增占比较高为 58.2%, 其次是项目融资类占比 35.2%, 占比最少的是补充资金类仅为 6.6%。从定增行业的分布占比来看, 工业类占比最高为 26.0%, 其次是信息技术类 19.2%, 材料类 15.8% 等。进一步对定增的三大目的进行分析: 收购资产主要包括公司间资产置换重组、融资收购其他资产和配套融资等, 其被收购资产可能与公司主业一致或者相关, 也可能来自一个全新的领域甚至行业。所以, 以收购资产为目的定增未来发展空间最为广阔, 一家公司可能会因为收购一类资产从传统产业转型为新兴产业, 实现产业结构升级。而以项目融资为目的的定增一般难以给企业带来“质变”的憧憬, 更多是“量变”的积累。其中扩大产能是公司募投项目的主要方向; 以新产品、新业务为内容的募投项目一般也是在公司主业领域内或者与主业关联度较高, 主要因为涉及到技术、市场、人员等诸多问题, 募投项目一般不会与公司原有主业跨度太大; 第三类募投方向主要是建立与主业配套的销售、物流和研究项目等, 从而增强公司的综合竞争实力。总之, 项目融资类的定增一般不会给企业带来彻底的改变, 所以对于公司未来发展空间的影响不如资产收购来的大。补充资本类的定增主要是补充流动资金、补充运营资金、偿还债务等, 这种定增是一种纯财务型融资, 对企业发展空间影响较小。但是此类定增往往对公司业绩影响最直接, 比如公司债务压力沉重, 通过定增节省大量财务成本, 就可以带来当年或者来年利润的显著增长。其次, 如果这种定增是面向大股东的, 也反映了大股东对公司支持和对未来的信心, 也会提振投资者的信心。

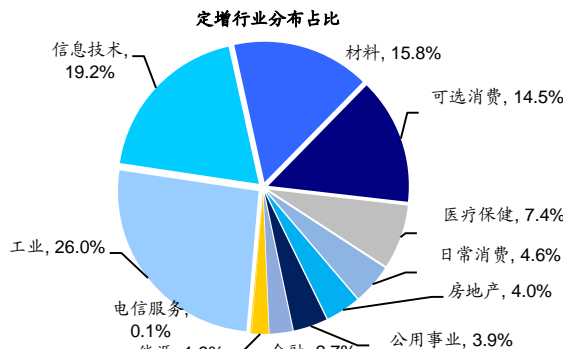
定增股投资收益明显。从 2007 年至今, A 股上市公司共实施定增 4334 次, 累计募集资金 8.6 万亿, 年均完成定增 328 次, 年均融资 6419 亿。其中从 2014 年开始, 定增数量和融资规模都明显提速。定增的发展与我国目前经济结构转型的大背景有密切关系, 传统行业通过定增进行产业升级和转型, 新兴行业依靠定增并购优势资产, 快速做大做强。而定增股投资能获取的收益也较为明显, 我们统计了 2007 年以来所有定增股在定增期 (从定增预案公告到定增实施, 后同) 的股份表现, 平均收益率达到 37.1%; 平均年化收益率达到 55.8%, 而同期上证指数的年化收益率仅为 7.2%。其中在 2012-16 年定增的快速发展阶段, 定增股平均年化收益率达到 130% 的高点。我们进一步将定增股投资拆分为三个阶段。阶段一, 定增预案公布到召开股东大会; 阶段二, 召开股东大会到获得证监会批文; 阶段三, 从获得证监会批文到定增执行。我们统计了 2007 年以来公布定增公告的 4000 余只定增股在每个阶段的收益情况, 发现每阶段收益呈先增后减趋势: 阶段一的平均收益率为 16.4%; 阶段二的平均收益率最高, 达到 18.2%; 阶段三的平均收益率仅为 3.46%。公司在公布定增预案的初期能引起市场关注, 在召开股东大会到获得证监会批文期间, 定增的成功推进提振了股价信心。最后随着定增信息被市场逐步消化和股价的上升, 相关股票的表现渐渐趋于平淡。因此, 投资者对于看好的定增题材股应提早介入, 以便获得阶段一、二的较高收益, 随着定增流程的推进, 定增股的股价表现会逐渐疲弱。

图5 A股市场定增类型占比（07/0101-20/05/30）



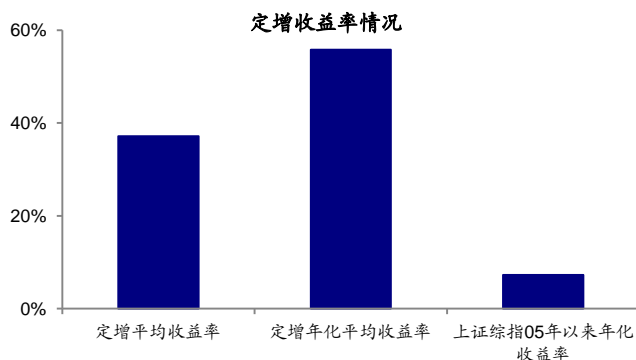
资料来源：WIND，海通证券研究所

图6 A股市场定增行业分布占比（07/0101-20/05/30）



资料来源：WIND，海通证券研究所

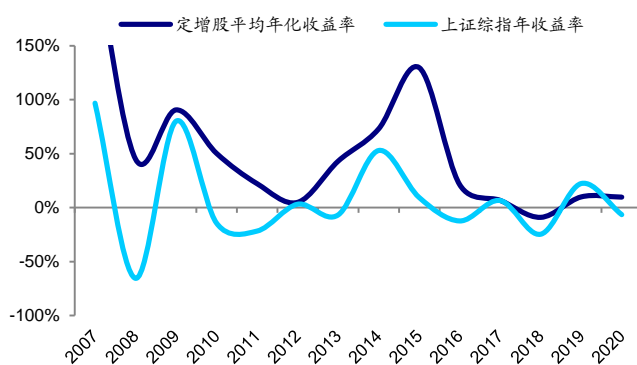
图7 定增股投资收益明显（07/0101-20/05/30）



资料来源：WIND，海通证券研究所

收益率计算区间为定增期，即从定增预案公告到定增实施，后同

图8 历年定增股年化收益率情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 以史鉴今，未来定增股的投资机会几何？

如何挑选定增股。上文我们分析了定增股投资的收益明显，且在定增不同阶段获取的收益大小也不同。下面我们进一步从定增目的、定增行业、定增规模、大股东是否参与定增等多个维度对定增股的投资收益进行分析，借鉴历史判断未来定增股的投资机会几何：

①融资视角：资产收购类收益最高。在07年以来实施定增的4334家上市公司中，进行收购资产和项目融资的占比较高，分别为2488家和1504家，补充资金的共有281家。从收益情况来看，资产收购类的公司最好，达到42.8%，略高于补充资金的41.3%，远高于项目融资的26.2%。此前我们曾分析资产收购类定增未来空间最广阔，且收购资产很多属于TMT等新兴行业，对股价的提振作用明显。补充资金类收益率高于项目融资主要得益于：首先，前者公司主要分布在诸如消费、医药和TMT等市场热点行业，而后者主要来自于传统周期性行业。其次，前者收益较高公司往往有大股东或大股东关联方现金参与定增，甚至是大股东独家定增，反映了大股东对上市公司未来的信心，对股价有提振作用。

②行业视角：房地产、信息技术表现最好。2007年以来公布定增预案的4334家公司中，工业和信息技术的公司占比较高，分别为1126家和831家。这些公司在公布定增预案后的收益水平基本反映了市场目前对其所处行业的偏好。房地产及信息技术最受投资者追捧，在定增预案公布后其平均收益率分别为52.2%和46.5%。日常消费和公用事业的收益率水平处于下游，分别为29.1%和22.8%。

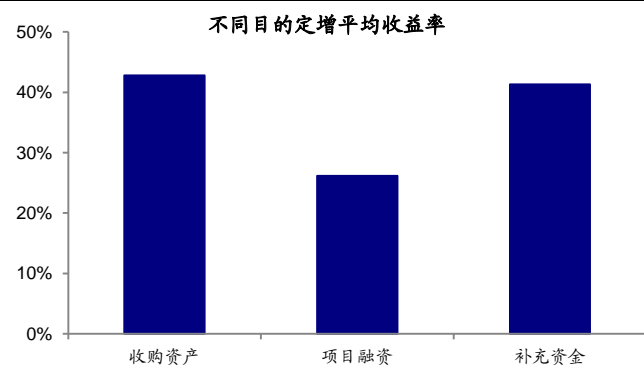
③估值视角：低估值占优。我们按照不同估值PE（TTM，后同）水平区间划分公司，统计不同估值区间公司的定增投资平均收益率。发现随着公司估值PE的上升，定

增平均收益率逐渐下降,从0-10倍PE时的42.7%逐渐下降至100倍以上PE的30.5%,低估值的公司在定增投资中收益较优。但我们要考虑到定增公司来自不同行业,本身估值差异就很大;其次投资者更看重的是定增后公司前景,而公司原有业务的静态估值并不能反映公司的未来。

④大股东参与的定增收益率较高。上市公司定增对象一般包括大股东及大股东关联方、机构投资者以及境内/境外自然人。在我们统计的案例中,有大股东参与的定增是1455家,接近1/3的占比,平均收益率为39.1%,高于大股东不参与定增的36.2%。大股东参与定增反映了大股东对于定增后公司的信心与支持,对提振股价也有积极作用。

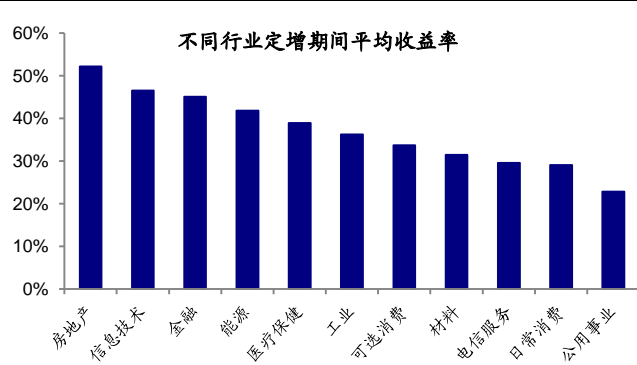
定增将带来主题性的投资机会,长期来看公司投资价值还是取决于基本面。约翰·博格在《长赢投资》中将股票收益分解为投资收益和投机收益,其中投资收益由股息收益和收益增长构成,对应企业的盈利能力,投机收益由市盈率变动构成,对应企业的估值变化。文中统计美股市场1900年以来每10年的收益数据显示,投资收益仅在1930年代大萧条时期出现负值,其余时间基本稳定在8%~13%之间,平均值为9.5%,其中股利回报均值为4.5%,盈利增长回报为5%,企业通过经营创造的收益相当稳定。与此相反,投机收益却随着市盈率的波动大起大落,在-10%~10%之间剧烈波动,但平均值仅为0.1%。可见,股价上涨的核心驱动力是盈利,估值短期波动剧烈但长期趋于稳定,对股价几乎无贡献。长期看A股上涨也绝大部分源于盈利。自1996年以来,我国开始实行涨跌停板制度,以此为起点开始考核A股业绩为王策略的有效性。1996年以来上证综指指数年化增速为6.0%,EPS为9.6%,PE为-3.2%,所以盈利才是驱动股价上涨的核心动力,而定增主要是带来短期主题性的投资机会。

图9 不同目的定增的平均收益率 (07/0101-20/05/30)



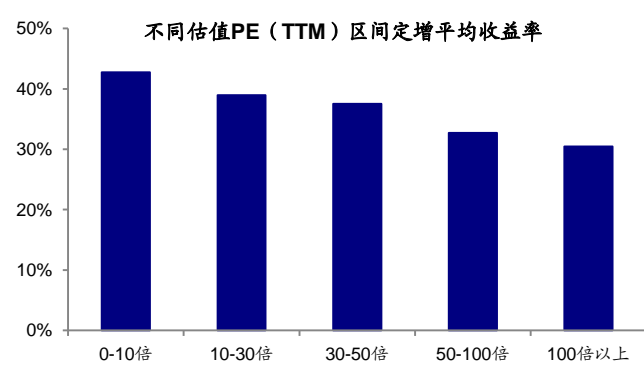
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图10 不同行业定增的平均收益率 (07/0101-20/05/30)



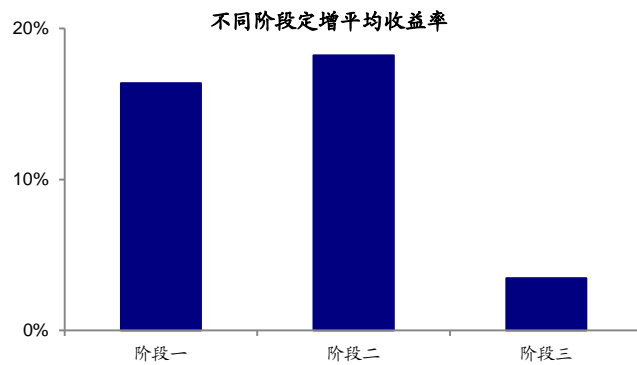
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图11 不同估值PE(TTM)定增平均收益率(07/0101-20/05/30)



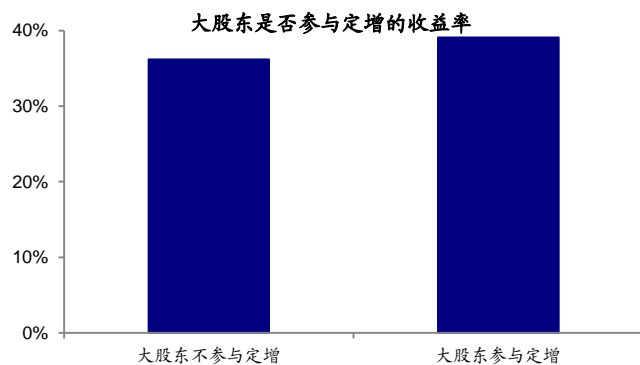
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图12 不同阶段定增的平均收益率 (07/0101-20/05/30)



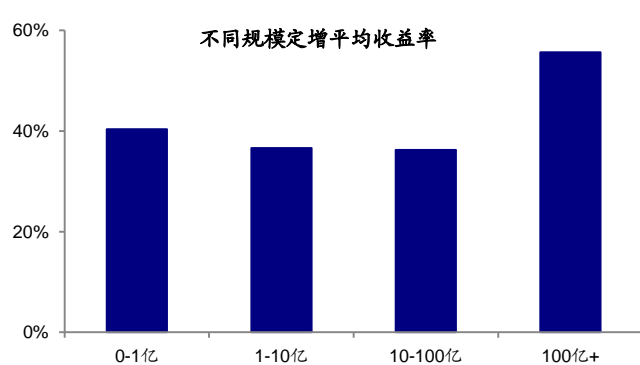
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图13 大股东是否参与定增的收益率（07/0101-20/05/30）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图14 不同规模定增平均收益率（07/0101-20/05/30）



资料来源：WIND，海通证券研究所

风险提示：向上超预期：疫情快速有效控制，国内改革大力推进；向下超预期：疫情传播不确定性增加，中美贸易关系恶化。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

<p>1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；</p> <p>2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长

(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长

(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长

(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长

(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长

(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理

(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈 兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenya@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业

陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com
李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
联系人
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
周丹 zd12213@htsec.com
联系人
吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com
杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
颜慧菁 yhj12866@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒珲 zhx10170@htsec.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
联系人
刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣桢永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com