

## 再融资规则修订超预期，有望提升市场活力

——证券行业快评

强于大市（维持）

日期：2019年11月10日

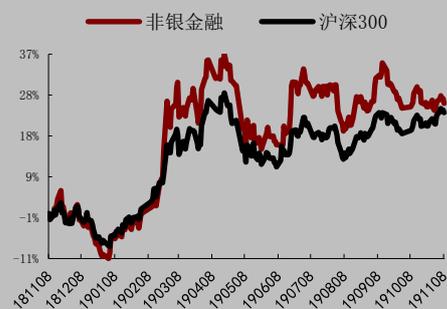
### 主要事件：

近日，证监会发布《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》三份征求意见稿，并公开征求意见。

### 投资要点：

- **再融资规则迎来多项修订，鼓励上市公司融资行为：**证监会对再融资规则进行多项修订，主要包括：1. 非公开发行对象统一增加至35名。增加定增对象有助于引进更多投资者，提高融资规模、降低发行难度。2. 非公开发行价格折价和锁定期放松，发行价格由9折下调至8折，锁定期由12个月、36个月调整为6个月、18个月，同时不适用于减持规定。提高发行价格的折价，提高了投资者的安全空间，同时缩短了锁定期，不受减持规定限制，降低了投资者对投资不确定的担忧，有望吸引更多投资者参与上市公司定增行为。3. 再融资批文有效期延长，从6个月提高至12个月。发行窗口期的延长，有助于提升发行成功率。4. 定价基准日除发行日首日外，在规定情形下可以为董事会决议公告日、股东大会决议公告日（董事会决议提前确定全部发行对象且为实控人、战略投资者等）。此举鼓励上市公司实控人增持、引入战略投资者，有利于提前锁定发行价格，降低不确定性。此次再融资政策多项规定放开超预期，监管支持上市公司充分利用资本市场做优做强的意图明显，再融资市场活力有望得到进一步激发。
- **创业板再融资规则修改内容超预期，包括取消两年盈利条件等：**创业板的再融资规则此次修订内容主要包括：1. 非公开发行条件取消两年盈利条件，利好微利和盈利波动性大的创业板上市公司进行定增融资。2. 公开发行条件取消最近一期末资产负债率高于45%的要求，目前披露三季报的创业板公司中，资产负债率低于45%的家数占比为69%，此项政策放开后，利好7成的创业板上市公司进行配股融资。3. 删除再融资条件中关于前次募集资金的使用要求，不再要求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。创业板的再融资规则修改内容超预期，大幅扩大了创业板再融资的覆盖范围，有利于创业板更多企业共享资本市场改革的红利。
- **目前再融资市场活力仍然不足，政策放开后发展潜力较大：**虽然在并购重组放开后再融资市场在6月迎来一个高峰，单月融资规模超过千亿元，但后续动力仍然不足，根据wind发行日统计，截止10月底全年累计增发和配股金额仅为4263亿元，同比下滑34%，距离2016年同期的约15000亿元更是相差较远，政策放开后再融资市场发展空间十分广阔。

### 非银金融行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019年11月08日

### 相关研究

万联证券研究所 20191107\_行业专题报告\_上市券商 2019 年三季报综述

万联证券研究所 20191107\_行业专题报告\_AAA\_从价值打平收益率看上市险企利差损风险和利源结构

万联证券研究所 20191104\_非银金融行业周观点(10.28-11.03)\_量价均有提升，资本市场改革有望提速

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号：0270518030001/S0270518090001

电话： 010-56508510

邮箱： jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 喻刚

电话： 010-56508512

邮箱： yugang@wlzq.com

- **投资建议：**此次再融资规则修订超预期，尤其在创业板方面修改幅度较大，是年内继并购重组新规放开之后，再融资市场的又一项重磅催化剂，利好上市公司定增和配股行为，市场活力有望进一步释放，再融资规模有较大提升潜力，再融资业务规模居前的券商将直接受益。

在 11-12 月再融资规模增加 2000 亿的假设下，我们预计将增厚上市券商净利润增幅约 1%，直接业绩影响有限，但考虑到再融资规模提升有望带来市场行情和交易量的提升，券商各项业务均将受益。且在资本市场改革不断深化的过程中，券商长期发展向好，我们看好证券行业的发展，维持行业“强于大市”投资评级，关注龙头和低估值大型券商，以及业务转型有突破、成长性好和低估值的中小券商。

- **风险因素：**资本市场波动超预期、定增市场扩容不及预期

万联证券

图表1:《上市公司证券发行管理办法》(征求意见稿)与现行规定变化对比

修改条款	原规定	征求意见稿规定	主要变化
第三章 非公开发行股票的发行条件 第37条 特定对象要求	(一) 特定对象符合股东大会决议规定的条件; (二) 发行对象不超过10名。 发行对象为境外战略投资者的, 应当经国务院相关部门事先批准。	(一) 特定对象符合股东大会决议规定的条件; (二) 发行对象不超过三十五名。 发行对象为境外战略投资者的, 应当遵守国家的相关规定。	增加非公开发行对象至35名
第三章 非公开发行股票的发行条件 第38条 关于发行价格、锁定期、募集资金用途等规定	(一) 发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%; (二) 本次发行的股份自发行结束之日起, 12个月内不得转让; 控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份, 36个月内不得转让; (三) 募集资金使用符合本办法第十条的规定; (四) 本次发行将导致上市公司控制权发生变化的, 还应当符合中国证监会的其他规定。	(一) 发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之八十; (二) 本次发行的股份自发行结束之日起, 六个月内不得转让; 控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份, 十八个月内不得转让; (三) 募集资金使用符合本办法第十条的规定; (四) 本次发行将导致上市公司控制权发生变化的, 还应当符合中国证监会的其他规定。	非公开发行价格和锁定期放松 1、发行价格由9折下调至8折 2、锁定期由12个月、36个月调整为6个月、18个月
第四章 发行程序 第47条 批文有效期	自中国证监会核准发行之日起, 上市公司应在6个月内发行证券; 超过6个月未发行的, 核准文件失效, 须重新经中国证监会核准后方可发行。	自中国证监会核准发行之日起, 上市公司应在十二个月内发行证券; 超过十二个月未发行的, 核准文件失效, 须重新经中国证监会核准后方可发行。	延长批文有效期由6个月至12个月
第七章 附则 增加75条	-	依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份, 其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。	不适用减持规定的相关限制

资料来源: 证监会、万联证券研究所

图表2:《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》(征求意见稿)与现行规定变化对比

修改条款	原规定	征求意见稿规定	主要变化
第二章 发行证券的条件 第一节 一般规定 第9条 发行需要满足的财务指标	(一) 最近二年盈利, 净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据; (二) 会计基础工作规范, 经营成果真实。内部控制制度健全且被有效执行, 能够合理保证公司财务报告的可靠性、生产经营的合法性, 以及营运的效率与效果; (三) 最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红; (四) 最近三年及一期财务报表未被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见	(一) 最近二年盈利, 净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据; 但上市公司非公开发行股票的除外; (二) 会计基础工作规范, 经营成果真实。内部控制制度健全且被有效执行, 能够合理保证公司财务报告的可靠性、生产经营的合法性, 以及营运的效率与效果; (三) 最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红;	1、取消非公开发行二年盈利条件 2、取消公开发行最近一期末资产负债率高于百分之四十五的要求

	<p>见的审计报告；被注册会计师出具保留意见或者带强调事项段的无保留意见审计报告的，所涉及的事项对上市公司无重大不利影响或者在发行前重大不利影响已经消除；</p> <p><b>（五）最近一期末资产负债率高于百分之四十五，但上市公司非公开发行股票除外；</b></p> <p>（六）上市公司与控股股东或者实际控制人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，能够自主经营管理。上市公司最近十二个月内不存在违规对外提供担保或者资金被上市公司控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。</p>	<p>（四）最近三年及一期财务报表未被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；被注册会计师出具保留意见或者带强调事项段的无保留意见审计报告的，所涉及的事项对上市公司无重大不利影响或者在发行前重大不利影响已经消除；</p> <p>（五）上市公司与控股股东或者实际控制人的人员、资产、财务分开，机构、业务独立，能够自主经营管理。上市公司最近十二个月内不存在违规对外提供担保或者资金被上市公司控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。</p>	
<p><b>第二章 发行证券的条件</b></p> <p><b>第一节 一般规定</b></p> <p>删除第11条</p> <p>（一）募资资金用途</p>	<p><b>（一）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；</b></p> <p>（二）本次募集资金用途符合国家产业政策和法律、行政法规的规定；</p> <p>（三）除金融类企业外，本次募集资金使用不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司；</p> <p>（四）本次募集资金投资实施后，不会与控股股东、实际控制人产生同业竞争或者影响公司生产经营的独立性。</p>	<p>（一）本次募集资金用途符合国家产业政策和法律、行政法规的规定；</p> <p>（二）除金融类企业外，本次募集资金使用不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司；</p> <p>（三）本次募集资金投资实施后，不会与控股股东、实际控制人产生同业竞争或者影响公司生产经营的独立性。</p>	取消对前次募集资金使用情况的的要求
<p><b>第二章 发行证券的条件</b></p> <p><b>第三节 非公开发行股票</b></p> <p>第15条</p> <p>发行特定对象</p>	<p>（一）特定对象符合股东大会决议规定的条件；</p> <p>（二）发行对象<b>不超过五名</b>。</p> <p>发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。</p>	<p>（一）特定对象符合股东大会决议规定的条件；</p> <p>（二）发行对象<b>不超过三十五名</b>。</p> <p>发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。</p>	非公开发行对象由5名增加为35名
<p><b>第二章 发行证券的条件</b></p> <p><b>第三节 非公开发行股票</b></p> <p>第16条</p>	<p>（一）发行价格不低于发行期首日前一个交易日公司<b>股票均价的</b>，本次发行股份自发行结束之日起可上市交易；</p> <p>（二）发行价格低于发行期首日前二十个交易日公司股票均价但不低于<b>百分之九十</b>，或者发行价格低于发行期首日前一个交易日公司股票均价但不低于<b>百分</b></p>	<p>（一）发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的<b>百分之八十</b>；</p> <p>（二）本次发行的股份自发行结束之日起，<b>六个月内</b>不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，<b>十八个月内</b>不得转让；</p>	非公开发行价格和锁定期放松 1、发行价格由9折下调至8折 2、锁定期由

关于发行价格、锁定期	<p>之九十的，本次发行股份自发行结束之日起<b>十二个月内</b>不得上市交易；</p> <p>(三)上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联方以及董事会引入的境内外战略投资者，以不低于董事会作出本次非公开发行股票决议公告日前二十个交易日或者前一个交易日公司股票均价的<b>百分之九十</b>认购的，本次发行股份自发行结束之日起<b>三十六个月</b>内不得上市交易。</p> <p>上市公司非公开发行股票将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。</p>	<p>(三)本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。</p>	<p>12个月、36个月、18个月</p>
<p><b>第三章 发行程序</b></p> <p>第35条 证监会发行程序</p>	<p>中国证监会依照下列程序审核发行证券的申请：</p> <p>(一)收到申请文件后，五个工作日内决定是否受理；</p> <p>(二)中国证监会受理后，对申请文件进行初审；</p> <p>(三) <b>创业板发行审核委员会</b>审核申请文件；</p> <p>(四)中国证监会作出核准或者不予核准的决定。</p>	<p>中国证监会依照下列程序审核发行证券的申请：</p> <p>(一)收到申请文件后，五个工作日内决定是否受理；</p> <p>(二)中国证监会受理后，对申请文件进行初审；</p> <p>(三) <b>发行审核委员会</b>审核申请文件；</p> <p>(四)中国证监会作出核准或者不予核准的决定。</p>	<p>主板和创业板发审委合并(2017年即合并)</p>
<p><b>第三章 发行程序</b></p> <p>第37条 批文有效期规定</p>	<p>上市公司应当自中国证监会核准之日起<b>六个月内</b>发行证券。超过六个月未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。</p>	<p>上市公司应当自中国证监会核准之日起<b>十二个月内</b>发行证券。超过十二个月未发行的，核准文件失效，须重新经中国证监会核准后方可发行。</p>	<p>延长批文有效期至12个月</p>
<p><b>第四章 信息披露</b></p> <p>第51条 披露地点和时间</p>	<p>上市公司在<b>非公开发行证券后的二个工作日内</b>，应当将发行情况报告书刊登在中国证监会指定的互联网网站，并置备于中国证监会指定的场所，供公众查阅。</p>	<p>上市公司可以将公开发行证券募集说明书、发行情况报告书刊登于其他网站，但不得早于按照本办法第四十九条、第五十条规定披露信息的时间。</p>	<p>放松披露时间和地点的限制</p>
<p><b>第五章 监管和处罚</b></p> <p>第61条 保荐人监管规定</p>	<p>保荐人以不正当手段干扰中国证监会及其<b>创业板发行审核委员会</b>审核工作的，保荐人或其相关签名人员的签名、盖章系伪造或变造的，或者不履行其他法定职责的，依照《证券法》和保荐制度的有关规定处理。</p>	<p>保荐人以不正当手段干扰中国证监会及其<b>发行审核委员会</b>审核工作的，保荐人或其相关签名人员的签名、盖章系伪造或变造的，或者不履行其他法定职责的，依照《证券法》和保荐制度的有关规定处理。</p>	<p>主板和创业板发审委合并(2017年即合并)</p>
<p><b>第六章 附则</b></p> <p>增加67条</p>	-	<p>依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。</p>	<p>不适用减持规定的相关限制</p>

资料来源：证监会、万联证券研究所

图表3:《上市公司非公开发行股票实施细则》(征求意见稿)与现行规定变化对比

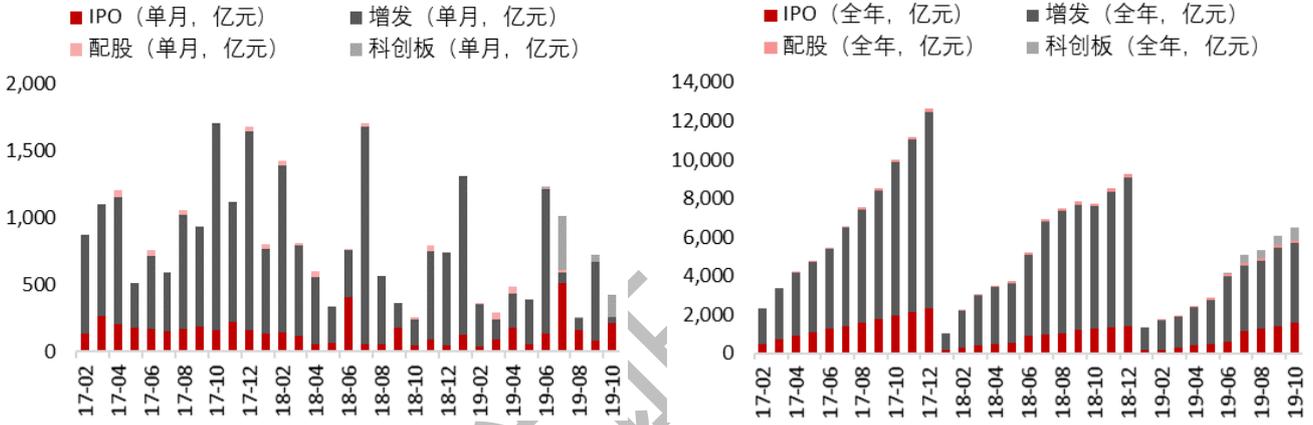
修改条款	原规定	征求意见稿规定	主要变化
第二章 发行对象与认购条件 第7条 定价基准日、锁定期的相规定	《管理办法》所称“定价基准日”，是指计算发行底价的基准日。定价基准日为本次非公开发行股票发行期的首日。上市公司应按不低于发行底价的价格发行股票 发行对象属于下列情形之一的，具体发行对象及其定价原则应当由上市公司董事会的非公开发行股票决议确定，并经股东大会批准；认购的股份自发行结束之日起 <b>36个月内</b> 不得转让： (一)上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人； (二)通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者； (三)董事会拟引入的境内外战略投资者。	《管理办法》所称“定价基准日”是指计算发行底价的基准日。定价基准日为本次非公开发行股票的发行期首日。上市公司应当以不低于发行底价的价格发行股票。 上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且属于下列情形之一的，定价基准日 <b>可以为关于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或者发行期首日</b> ，认购的股份自发行结束之日起 <b>十八个月内</b> 不得转让： (一)上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人； (二)通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者； (三)董事会拟引入的境内外战略投资者。	1、增加定价基准日在规定情形下，除发行日首日外，可以为董事会决议公告日、股东大会决议公告日 2、锁定期由36个月缩短为18个月
第二章 发行对象与认购条件 第8条 普通发行对象锁定期、发行价格等相关规定	发行对象属于本细则第九条规定以外的情形的，上市公司应当在取得发行核准批文后，按照本细则的规定以竞价方式确定发行价格和发行对象。发行对象认购的股份自发行结束之日起 <b>12个月内</b> 不得转让。	发行对象属于本细则第七条第二款规定以外的情形的，上市公司应当在取得发行核准批文后，按照本细则的规定以竞价方式确定发行价格和发行对象。发行对象认购的股份自发行结束之日起 <b>六个月内</b> 不得转让。 董事会决议确定部分发行对象的，该部分发行对象不得参与竞价，但应当接受竞价结果；并应当明确在没有通过竞价方式产生发行价格的情况下，是否继续参与认购、认购数量及价格确定原则。	普通发行对象锁定期由12个月缩短为6个月
第三章 董事会与股东大会决议 增加第15条	-	定价基准日为本次非公开发行股票的董事会决议公告日或股东大会决议公告日的，非公开发行股票的董事会决议公告后，出现以下情况的，应当由董事会重新确定本次发行的定价基准日： (一)本次非公开发行股票股东大会决议的有效期已过； (二)本次发行方案发生变化； (三)其他对本次发行定价具有重大影响的事项。	关于改变定价基准日的补充规定
第四章 核准与发行	-	上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象做出保底保收益或变相	增加禁止实际控制人等刚

增加第29条		保底保收益承诺，且不得直接或间接向发行对象提供财务资助或者补偿。	兑、提供补偿等行为的 规定
--------	--	----------------------------------	------------------

资料来源：证监会、万联证券研究所

图表4：沪深股权融资市场规模单月统计

图表5：沪深股权融资市场规模年度累计统计



资料来源：wind、万联证券研究所

资料来源：wind、万联证券研究所

图表6：投行再融资业务规模排名居前的券商

排名	公司简称	再融资规模 (亿元)	增发规模(投行为主承 销商, 亿元)	增发规模(投行为财务 顾问, 亿元)	配股规模(亿 元)
1	中金公司	838.84	54.14	784.70	
2	中信证券	677.62	251.37	426.25	
3	华泰证券	644.62	23.98	620.64	
4	东方证券	532.63	9.92	522.71	
5	中信建投	502.93	139.44	363.49	
6	国泰君安	307.49	109.96	197.53	
7	长江证券	278.89	7.00	271.89	
8	广发证券	204.48	41.76	152.50	10.22
9	汇丰前海	195.46		195.46	
10	招商证券	193.42	50.57	138.80	4.05
11	国信证券	147.80	36.54	72.51	38.75
12	海通证券	117.32	4.10	74.94	38.28
13	山西证券	113.81	3.20	110.61	
14	民生证券	104.96	69.82	35.14	
15	国金证券	103.71	10.02	93.69	

资料来源：wind、万联证券研究所

注：1、截止2019.11.11；2、再融资规模=增发（主承）规模+增发（财顾）规模+配股规模

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道2007号金地中心  
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场