

## 证券行业政策点评

# 再融资新规终落地，券商重要性进一步提升 增持（维持）

2020年02月15日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：2月14日，证监会发布《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》、《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》及《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》等规定。

### 投资要点

■ 再融资新规较征求意见稿更加放松，业务迎来全面松绑，略超市场预期。新规正式稿与2019年征求意见稿修订内容基本一致，在“新老划断”方式与发行规模方面有了进一步放松：1) 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申请将按新的“新老划断”方式适用新规，有利于现行再融资业务的释放。2) 非公开发行股票数量由不得超过发行前总股本的20%提升为30%，进一步放松融资限额，利好上市公司资金供给。较前期正式稿，新规在三方面松绑业务：1) 降低创业板再融资条件：取消期末资产负债率高于45%、连续2年盈利及前次资金基本使用完毕等条件。2) 优化制度安排，支持引入战投：提前确定全部发行对象且为战略投资者的，定价基准日更灵活；锁定期由36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月，且不适用减持限制；发行价格下限由基准日前20个交易日均价的9折改为8折；发行对象数量限制统一增加至35名。此举有利于分散投资者风险，增强市场流动性，便利企业进行再融资。3) 延长批文有效期。再融资批文有效期从6个月延长至12个月，方便上市公司选择发行窗口。

■ 再融资市场经历了宽松-收紧-再放松的过程，本次再融资新规将促进资本市场改革，激发市场活力并为注册制做重要铺垫。1) 2014-2015年的宽松周期：2014年3月，国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，要求进一步优化企业兼并重组市场环境。2016-2017年的收紧周期：2016年6月证监会修订《上市公司重大资产重组管理办法》，标志着并购重组政策全面收紧，2017年2月的再融资新政和5月的减持新规进一步加码。2) 政策收紧后，再融资市场规模快速下滑。2017年2月再融资规模从1月的3336亿元下降78%至734亿元，2017年再融资规模同比下滑25.26%至1.3万亿元，2018年、2019年继续下降，同比分别下滑41.31%、8.21%至7552亿元、6932亿元。3) 2018年10月开始的新一轮宽松周期：证监会发布7项问答或修订政策文件，2019年11月发布再融资新规征求意见稿。本次新规再次放开再融资市场，有利于在当下疫情的影响下对冲资金压力，促进上市公司合理融资，提升市场资金活跃程度。在“深改12条”和注册制推进的大背景下，再融资政策放开为后续资本市场改革做了重要铺垫。

■ 再融资新规将进一步提升券商在资本市场中的重要性，龙头券商更受益。1) 本次新规放宽了再融资要求，便于企业融资，提高了市场资源配置的效率。定价折扣增加、锁定期变短和减持限制下降，增加了市场的流动性，对投资者吸引力明显增加，优质项目的争夺可能更加激烈。同时再融资政策的放松，使定增的股票整体质量水平变低，增大了定增投资者的挑战性。2) 于券商而言，再融资新规将带来定增规模及投行业务收入的扩张，我们预计再融资规模将回归到2016年左右水平，对应当前水平有一万亿左右增量，考虑到需求压制，增量有望高于一万亿，按1%的费率测算，对收入和利润的直接影响约3%左右。3) 投行业务存在明显的头部集中趋势，再融资承销规模CR5从2016年的38%提升至2019H1的63%，再融资放开提升了直接融资在资本市场中的重要性，监管引导打造航母级券商的背景下，龙头券商将深度受益，建议关注中信证券，中金公司，华泰证券。

■ 风险提示：1) 二级市场成交量大幅下行；2) 行业兼并重组推进不及预期；3) 金融监管政策趋紧。

### 行业走势



### 相关研究

- 1、《证券行业深度报告：百舸争流，证券行业并购重组浪潮再起》2020-01-01
- 2、《证券行业：证券法大修落地，重塑资本市场监管体系》2019-12-28
- 3、《证券行业：资本市场改革深化，积极看好券商》2019-09-11

表 1：再融资新规要点梳理

	2020年2月14日正式稿+发行监管问答	2019年11月8日征求意见稿	2018年11月发行监管问答	前一期正式稿+发行监管问答
证监会文件名称	《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》《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）》	《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》（征求意见稿）《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》（征求意见稿）《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》（征求意见稿）	《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》	《上市公司证券发行管理办法》（2006年4月）《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》（2014年2月）《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》（2017年2月）《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年2月）
发行规模	非公开发行股票数量不得超过发行前总股本的30%。	-	-	非公开发行股票数量不得超过发行前总股本的20%。
定价基准日	同征求意见稿	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的，定价基准日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；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，董事会决议公告后，若决议过有效期或发行方案发生变化等对本次发行定价有重大影响的事项发生，应当由董事会重新确定本次发行的定价基准日。	-	定价基准日为本次非公开发行股票的发行期首日。
发行对象	同征求意见稿；发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。	发行对象不超过35名；证券投资基金管理公司、证券公司、QFII、RQFII以其管理的二只以上产品认购的，视为一个发行对象。	-	主板（中小板）不超过10名；创业板不超过5名；证券投资基金管理公司以其管理的二只以上产品认购的，视为一个发行对象；发行对象为境外战略投资者的，应经国务院相关部门事先批准。
发行价格	同征求意见稿	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80%。	-	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%。
创业板降低发行条件	同征求意见稿	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，取消创业板非公开发行股票连续2年盈利的条件；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。	-	同主板（中小板）
锁定期	同征求意见稿	发行对象认购的股份自发行结束之日起6个月内不得转让；战略投资者认购的股份自发行结束之日起18个月内不得转让。	-	发行对象认购的股份自发行结束之日起12个月内不得转让；战略投资者认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让。
批文有效期	同征求意见稿	上市公司应在12个月内发行证券	-	上市公司应在6个月内发行证券
放松减持限制	同征求意见稿	依据新规通过非公开发行股票取得的上市公司股份，不适用减持规则的相关限制。	-	-
认购合同、确定具体发行对象的董事会决议内容	同征求意见稿	认购合同应载明（董事会决议应确定）“认购价格或定价原则”。	-	认购合同应载明（董事会决议应确定）“定价原则”。
新增禁止行为	同征求意见稿	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作出保底保收益或变相保底保收益承诺，且不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿。	-	-
新老划断方式	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。	实施新老划断，已经取得核准批复的适用修改前规则，否则适用修改后新规则。	-	实施新老划断，已经受理的再融资申请不受影响。
再融资时间间隔	同前一稿	-	同前一稿；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，可不受上述限制，但相应间隔原则上不得少于6个月。	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。
募集资金用于补充流动资金和偿还债务	同前一稿	-	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。	不允许

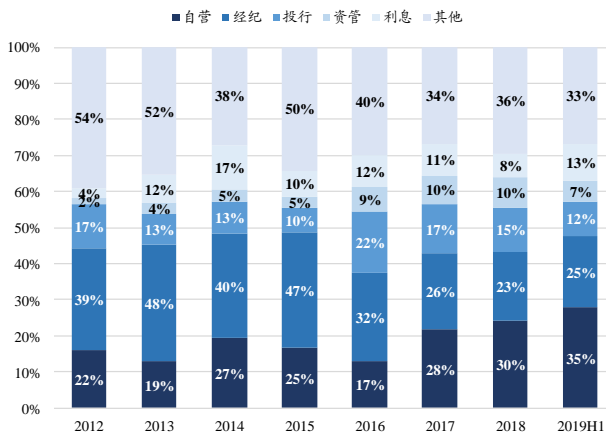
数据来源：证监会，东吴证券研究所

图 1：再融资规则历史梳理



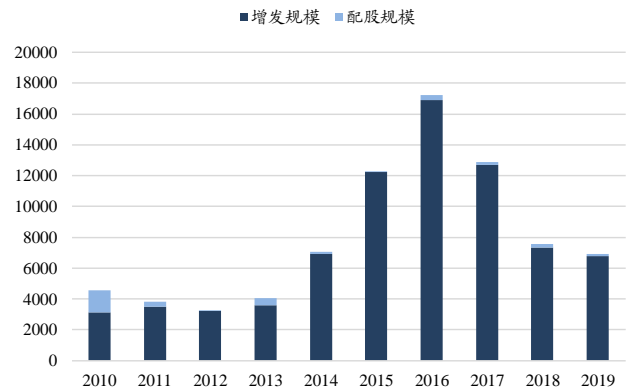
数据来源：证监会，东吴证券研究所

图 2：证券行业收入结构，投行收入占比达 12%



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 3：2010~2019 年再融资规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

