

中金2023年展望 | 再融资：进可攻，守有余

中金点睛 2023-01-12 07:38 发表于北京

以下文章来源于中金量化及ESG，作者古翔 曹钰婕等



中金量化及ESG

中金量化研究报告

摘要

2022年度回顾：折扣空间收敛，融资需求仍然旺盛

再融资主要包括定向增发、公开增发、配股、优先股、可转债发行等，相比于其他的再融资方式，定向增发在企业盈利、杠杆率等方面的门槛要求相对较低，因而上市公司的大部分再融资项目均采用定向增发的方式。

1) 市场回顾：2022年融资需求较为旺盛，共发布369个竞价类定增预案，拟募资金额达到7159.9亿元，项目数量和拟募资金额较上一年度年分别提升41.4%和12.4%；审核周期较2021年略有延长，回归历史平均水平；发行折扣率较2021年度明显收敛，竞价类项目全年平均折扣率约12.9%；受市场系统性风险的影响，项目收益表现欠佳，竞价类项目全年平均收益率仅1.5%。

2) 收益分解：折扣收益是定增项目平均收益维持正收益的关键，机构持股比例、发行前股价涨跌幅对发行折扣率可能有较大影响。我们将竞价类定增项目收益拆分为发行折扣收益、限售期内市场收益以及限售期内的个股超额收益三部分。2022年受市场波动影响，限售期内市场收益和限售期内的个股超额收益均为负收益，而发行折扣收益所提供的安全垫恰为平均项目收益可维持正收益的关键。

3) 投资者偏好：国有资本、产业投资基金、外资、保险均偏好募资总额较大的项目，且其报价可能相对较高；私募基金则更偏好募资规模较小的项目；公募基金参与的项目特征相对分散。2022年，符合私募基金偏好的高折扣项目数量减少，因而私募基金参与比例高的项目数量也随之降低，

且其2022年参与比例高的项目折扣水平也与外资、产业投资基金等参与比例高的项目较为接近。从短期（假设解禁日退出）回报率来看，私募基金的投资策略的表现相对较好。

4) 多轮再融资：多轮再融资行为后的超额收益存在边际递减效应。基础化工、电新等行业有多家上市公司自新规以来实施了多轮再融资项目，我们取这些项目为样本，统计了每一轮再融资项目发行日（T）后的超额收益表现，发现第一轮再融资后的股价表现持续跑赢行业基准，但多轮再融资之后股价表现相对疲弱，尤其是第三轮再融资后累计超额收益持续下行。

2023年度展望：折扣水平趋于稳定，定增投资收益可期

1) 市场规模：2023年预期定增募资规模7000-7500亿元。我们依据融资需求和项目转化率（当年度完成发行情况与上年度预案情况之比）判断，2023年竞价类项目发行数量和规模预计高于2022年，预期完成募资5000-5500亿元；定价类项目发行规模预计低于2022年，预期完成募资2000亿元左右。

2) 收益展望：预期折扣水平趋于稳定，投资收益可期。对定增项目收益影响较大的主要是发行折扣收益和限售期内的市场收益两部分。市场收益方面，由于大部分定增项目发行主体为中小市值企业，主要关注中小盘风格的收益表现，而基于中金量化年度策略展望报告《量化策略2023年展望：待时而动》中的判断，当前交易集中度处于下降趋势，投资机会宽度处于上升的趋势，有利于未来中小盘风格收益表现；折扣收益方面，我们认为随着市场波动的降低，定增项目折扣安全垫的优势再次体现，有可能使得投资者的参与热情也再度回升，发行折扣率也可能受到一定挤压，但我们判断应该还是能维持在12-15%的折扣水平。

3) 定增投资：定价能力是核心。我们认为，定增项目优选本质上是对定增股份的定价过程，对于限售期内下行风险较大的个股，应适当降低报价，以期获取更高的折扣收益保护；对于限售期内下行风险较小的个股则可以适当提高报价，以增加竞价成功的概率。经过测算，我们发现**综合质量较高或者分析师一致预期净利润大幅上调的个股，限售期内股价下行风险相对较小，可适当提高报价；盈利公告后大幅跑输市场的个股，限售期内下行风险较大，可适当降低报价。**

4) 折扣收益套利：底仓替换策略实施空间较大。主流宽基指数的成分股中，有不少公司已发布定增预案，很可能将于2023年完成定增发行，跟踪各指数的基金产品可通过底仓替换增强收益；同时，从分析师覆盖和基金持仓的角度来看，有58%左右待发行项目主体在近90天内有分析师覆盖，83%左右待发行项目股票有公募基金持仓（依据2021年半年报），因此，底仓替换策略实施空间较大，值得关注

5) 事件驱动策略：可关注机构投资者不参与的定价类项目的预案日效应。机构投资者不参与的定价类项目预案日后120个交易日内，定增标的持续跑赢行业基准，累计超额收益可达5.8%，主要收益来源可能在于大股东的信息优势。如果只取其中增发目的为项目融资或补充流动性的项目，其120个交易日内累计超额收益可达6.9%。同时，基于解禁效应的分析，我们认为竞价类定增项目解禁的负面效应主要体现在解禁日前3个月左右，解禁后对股价并无显著的负面影响，定增参与者可适当延长退出时间。

2022年度回顾：融资需求仍然旺盛，折扣空间有所收敛

定向增发是再融资市场的“主战场”。再融资主要包括定向增发、公开增发、配股、优先股、可转债发行等，相比于其他的再融资方式，定向增发在企业盈利、杠杆率等方面的门槛要求相对较低，因而上市公司的大部分再融资项目均采用定向增发的方式。**2020年2月发布了再融资新规（下文简称：新规）**，新规以来，定增项目数量和募资规模均占再融资总体的70%左右（统计期：2020-04-01至2022-12-31）。

图表1：各类再融资项目历年募资规模统计

资料来源：Wind，中金公司研究部（截至2022-12-31）

图表2：各类再融资项目历年项目数量统计

资料来源：Wind，中金公司研究部（截至2022-12-31）

2022年定增募资规模维持高位。2022上半年定增募资占比略有下滑，募资规模仅占再融资总体的45.3%；2022下半年定增市场有所发力，定增募资规模占比达到78.5%。2022整年定增的募资总额达7230.3亿元，定增项目数量为360个，分别占再融资总体的65.6%和64.3%，整体而言，2022年定增募资规模维持高位。**我们将从融资需求、审核周期、项目发行三个维度回顾2022年定增市场所呈现出来的变化。**

图表3：从三个维度回顾2022年定增市场

资料来源：中金公司研究部

融资需求：周期中游板块融资需求持续旺盛

定向增发项目根据其定价方式的不同可以分为竞价类和定价类，其中，竞价类项目发行价格的确定是根据认购参与者的报价，按“价格优先、金额优先、数量优先”的原则确定，其定价基准日为发行期首日；而定价类项目的发行价格则可在定增预案中确定，定价基准日可为董事会预案公告日、股东大会公告日、发行期首日。

历史上定增市场的发展大致可分为四个阶段：1) 2013年以前，定增市场的起步阶段，发行项目数量相对较少，规则也相对宽松，发行折扣率大幅波动；2) 2014-2016年，随着并购热潮的掀起，二级市场情绪向好，定增项目数量大幅提升，定价类项目折扣空间扩大，竞价类项目折扣率相对稳定；3) 2017-2019年，定增的定价、退出机制全面趋严，定增项目数量、发行折扣率均显著下滑；4) 2020年新规以来，由于再融资规则的放松，定增项目发行折扣空间再度扩大，竞价类定增项目数量显著提升。

图表4：定增市场的不同历史阶段特征

资料来源：中金公司研究部

新规以来定向增发融资需求持续旺盛。定增预案反映上市公司的融资需求与融资节奏，2020年再融资新规降低了发行价格下限，缩短了定增股份的锁定期，显著改善了定增参与者的风险收益特征，从而提高了投资者的参与热情。发布预案的竞价类定增项目数量与拟募金额在新规后大幅增加，且2022年融资需求持续旺盛，共369个竞价类项目发布定增预案，拟募金额达到7159.9亿元，项目数量和拟募金额较上一年度年分别提升41.4%和12.4%。

定价类项目数量无明显增长。由于战略投资者的认定标准趋于严格，普通财务投资者较难参与定价类项目，新规后大部分定增项目均以竞价形式发行，定价类项目数量无明显增长。

图表5：竞价类定增项目数量和拟募金额统计（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部（截至2022-12-31）

图表6：定价类定增项目数量和拟募资金额统计（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部（截至2022-12-31）

图表7：进程中的竞价类定增项目统计（按增发目的）

资料来源：Wind，中金公司研究部（截至2022-12-31）

图表8：进程中的定价类定增项目统计（按增发目的）

资料来源：Wind，中金公司研究部（截至2022-12-31）

我们基于中信一级行业分类对大类板块进行划分，并统计了新规以来各板块在进程中的竞价类定增项目情况。

近两年融资需求板块分布较为稳定。相较于2020年，2021年的融资需求板块分布发生些许变动，周期中游等板块的项目占比有所扩大，科技和可选消费等板块的占比降低。而近两年板块分布较为稳定，周期中游板块的融资需求持续旺盛，在2022年进程中的竞价类定增项目占比达到37%。

图表9：大类板块划分标准（基于中信一级行业分类）

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表10：2020年进程中的竞价类定增项目统计（按板块分类）

资料来源：Wind，中金公司研究部（注：截至2022-12-31）

图表11：2021年进程中的竞价类定增项目统计（按板块分类）

资料来源：Wind，中金公司研究部（注：截至2022-12-31）

图表12：2022年进程中的竞价类定增项目统计（按板块分类）

资料来源：Wind，中金公司研究部（注：截至2022-12-31）

图表13：2022年进程中的定价类定增项目统计（按板块分类）

资料来源：Wind，中金公司研究部（注：截至2022-12-31）

审核周期：回归历史平均水平

发审委通过项目数量维持稳定，拟募资总额略有提升。2022年上半年发审委通过的竞价类定增项目数量略有放缓，但下半年持续升温，全年共257个竞价类定增项目通过发审委审核，和上一年度通过发审委审核的项目总数持平。而2022年通过发审委审核项目的拟募资总额达到6441.3亿元，相比上一年度提升了27.7%。

2022年审核周期较2021年略有延长，回归历史平均水平。我们定义审核周期为初始预案公告日至发审委通过公告日的天数。2020年二季度至2021年底，定增项目审核周期相较历史均值明显缩短，竞价类项目平均审核周期仅180个自然日左右；但2022年审核周期较2021年有所延长，基本回归历史平均水平，平均约220个自然日。一定程度说明当前项目质量、审核节奏均趋于均衡状态。

图表14：发审委审核通过竞价类定增项目规模（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截至2022-12-31；2) 现金充足率：现金及现金等价物/总资产；3) 审核周期：初始预案公告日至发审委通过公告日的天数

图表15：发审委审核通过定价类定增项目规模（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截至2022-12-31；2) 现金充足率：现金及现金等价物/总资产；3) 审核周期：初始预案公告日至发审委通过公告日的天数

图表16：发审委审核通过竞价类定增项目审核节奏（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截至2022-12-31；2) 现金充足率：现金及现金等价物/总资产；3) 审核周期：初始预案公告日至发审委通过公告日的天数

图表17：发审委审核通过定价类定增项目审核节奏（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截至2022-12-31；2) 现金充足率：现金及现金等价物/总资产；3) 审核周期：初始预案公告日至发审委通过公告日的天数

项目发行：发行节奏受市场波动影响，折扣空间有所收敛

定增发行节奏受市场波动影响有所放缓。按发行公告日统计，2022年完成发行的竞价类定增项目数量为245个，较上一年度减少了35.2%，募集金额达到4342.4亿元，相比上一年度降低25.9%。2022年4、5月发行数量较少，7月发行节奏有所提升，但整体而言发行节奏相对放缓。定价类定增项目无明显增长，项目数量与募集金额均维持较低水平。

图表18：竞价类定增项目数量和募集金额统计（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部（截止于2022-12-31）

图表19：定价类定增项目数量和募集金额统计（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部（截止于2022-12-31）

2022年竞价类定增项目折扣率与收益率分布趋于收敛，折扣率整体下行，高收益项目数量减少。2020、2021年竞价类定增项目的折扣率、收益率分布相对分散，高折扣率和高收益率的项目较多；而2022年则趋于收敛，一方面是受市场整体下行的影响，压缩了定价空间；另一方面也受投资者参与热情提升的影响，报价拥挤度显著提升。

图表20：新规以来，历年竞价类定增项目折扣率与收益率的散点分布图

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022年12月31日；2) 已解禁项目按解禁日当天收盘价确认收益率；3) 未解禁项目按最新收盘价计算浮动收益率

竞价类定增项目收益受市场波动影响，表现欠佳。2022年竞价类定增项目折扣率整体低于2021年，全年竞价类项目平均折扣率为12.9%，定价类项目平均折扣率达27.6%；假设按定增股份解禁

日的收盘价退出（若尚未解禁则按最新收盘价计算浮动收益率），项目收益率表现相对欠佳，竞价类项目平均收益率仅有1.5%，定价类项目平均收益率为51.1%。

从时间维度来看，竞价类项目发行折扣率前三季度约12-13%，11、12月份折扣率重新回到约15%的水平。2022年初开始，受投资者参与定增市场的情绪较高以及市场系统性下行的影响，竞价类定增项目发行折扣率显著低于2021年，除5月份以外，前三季度发行的项目折扣率月度均值基本稳定在12-13%左右，同时项目收益率水平亦不甚乐观，前三季度竞价类定增项目平均收益率仅-2.8%，对于投资者的参与热情存在一定负面影响。因而四季度（除统计上受华夏银行定增项目影响较大的10月份以外），竞价类定增项目的发行折扣率有所回暖，回到了15%左右的折扣水平。

图表21：竞价类定增项目折扣率和收益表现统计（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 已解禁项目按解禁日当天收盘价确认收益率；3) 未解禁项目按最新收盘价计算浮动收益率；4) 发行折扣率=1-发行价格/发行日前一交易日收盘价

图表22：定价类定增项目折扣率和收益表现统计（月度）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 已解禁项目按解禁日当天收盘价确认收益率；3) 未解禁项目按最新收盘价计算浮动收益率；4) 发行折扣率=1-发行价格/发行日前一交易日收盘价

层层深入：剖析定增市场内在特征

前文我们重点回顾了定增市场2022年度所呈现的表观特征，本节我们将围绕定增市场上的四个关键问题，深入剖析定增市场的内在特征。

图表23：定增市场的四个关键问题

资料来源：中金公司研究部

折扣影响因素：机构持股比例、发行前涨跌幅

为进一步分析竞价类定增项目的收益来源，我们将竞价类定增项目收益拆分为**发行折扣收益、限售期内市场收益以及限售期内的个股超额收益**三部分，对比当前与历史不同阶段定增项目的各部分收益贡献，尝试总结当前阶段下定增项目收益来源的特征。

其中，**发行折扣收益**定义为定增发行日二级市场收盘价相对发行价格的收益率；**限售期内市场收益**定义为发行日至限售解禁日期间，二级市场指数收益率（由于发行主体中，中小企业的数量占比较高，以中证 500 指数来代理市场收益较为合适）；**限售期内个股超额收益**定义为该股票在发行日至限售解禁日期间，超出市场指数收益部分。

► **2022年折扣收益是定增项目平均收益维持正收益的关键。**如下图所示，我们统计了2011年以来，不同阶段定增项目收益率的拆分情况。2020Q2开始，平均折扣收益率基本稳定在14-23%范围内，已回到历史上的较高水平，仅次于2015年下半年发行的项目的折扣收益；从收益贡献占比来看，新规以来，各季度平均折扣收益率占平均项目收益率比例均超过70%。2022年受市场波动影响，限售期内市场收益和限售期内的个股超额收益均为负收益，而发行折扣收益所提供的安全垫恰为平均项目收益可维持正收益的关键。

► **限售期内市场收益波动较大是不同阶段发行的定增项目收益率差异较大的主要原因。**我们统计了发行折扣收益、市场收益、个股超额收益在时间维度的标准差，分别为5%、29%、9%。不难看出，限售期内市场收益的波动水平较大，也是不同阶段发行的定增项目收益差异较大的主要原因。2022年由于市场的系统性风险较大，限售期内市场收益在四个季度均为负数。

► **根据历史不同阶段的统计，个股超额收益大部分时间内为负，须筛选优质项目参与。**2011年以来，有近6成的时间内，平均个股超额收益率小于0，说明定增发行主体的股票贡献超额收益的概率相对较低，定增参与者须筛选其中的优质项目参与才能获取更为丰厚的收益。新规以来，各季度等权平均个股超额收益绝大多数为负，可能与定增新规放宽了创业板公司的盈利要求有关，对定增参与者的项目筛选能力提出了更高的要求。

图表24：竞价类项目收益分解（等权平均）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022年12月31日；2) 市场收益按中证500涨跌幅估计

基于前文的分析，我们可以认为发行折扣所提供的安全垫是降低项目风险的关键，那么，**哪些因素可能影响竞价类定增项目的发行折扣率呢**？我们统计了新规以来，不同发行折扣率的竞价类定增项目在发行日前的涨跌表现以及机构持股比例，不难看出，这两个维度的指标均与定增股份的发行折扣率具有一定的相关关系。

发行前的股价涨跌影响竞价空间。由于竞价类定增项目的发行价格下限为发行期首日前20个交易日均价的8折，当发行前股价大幅下跌时，发行价格下限与发行前股票价格之间的价差空间将被压缩，进而也将影响最终确定的发行折扣水平。

机构持股比例影响定增股份的需求。大多数定增股份的发行价格相较于其市场价格均有一定的折扣，如果机构本身持有该股票，通过底仓替换的方式便可获得一定的折扣收益。因此，如果实施定增的股票机构持股比例越高，则底仓替换策略带来的定增股份需求也越高，竞价也将更为拥挤，使得最终确定的发行折扣越小。

图表25：不同发行折扣率的竞价类定增项目的特征统计

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 样本期：2020-02-14至2022-12-31；2) 发行折扣率=1-发行价格/发行日前一交易日收盘价

多轮再融资：实施多轮再融资行为后的超额收益存在边际递减效应

基础化工、电新等行业有多家上市公司自新规以来实施了多轮再融资项目。截至2022-12-31，新规以来有269家上市公司实施了2轮及以上再融资，其中基础化工、电新等行业实施多轮再融资的公司数量占比相对较高，分别为17%和10%。此外，存在38家上市公司自新规以来再融资的次数超过2轮，其中电新、电子行业均有5家上市公司实施了3轮及以上再融资项目。

图表26：2轮及以上再融资行业分布

资料来源：Wind，中金公司研究部（样本期：2020-02-14至2022-12-31）

图表27：3轮及以上再融资行业分布

资料来源：Wind，中金公司研究部（样本期：2020-02-14至2022-12-31）

我们取新规以来实施了多轮再融资项目的上市公司为样本，统计了每一轮再融资项目发行日（T）后的超额收益表现，其中，超额收益以中信一级行业的等权指数为基准。

多轮再融资行为后的超额收益存在边际递减效应。上市公司实施再融资的目的通常在于扩大产能，但如果公司持续实施再融资项目，持续扩大产能与供给，则很可能逐渐形成供大于求的局面。比较历次再融资项目实施后的股价表现，不难看出，公司第一轮再融资后的股价表现持续跑赢行业基准，但多轮再融资之后股价表现相对疲弱，尤其是第三轮再融资后累计超额收益持续下行。

图表28：2轮及以上再融资发行日(T)前后累计超额收益表现

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 样本期：2020-02-14至2022-12-31；2) 基准为中信一级行业的等权指数

图表29：3轮及以上再融资发行日(T)前后累计超额收益表现

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 样本期：2020-02-14至2022-12-31；2) 基准为中信一级行业的等权指数

如前文所述，当同一上市公司实施了多轮再融资项目，持续扩大产能后，有可能使得特定行业形成供大于求的状况。那么，新规以来融资需求较为旺盛的行业，当前再融资轮次处于什么状态？针对这一问题，我们统计了基础化工、电新、电子、机械行业（按中信一级行业分类）新规以来累计实施再融资项目的次数，如下图所示。

2022年以来，新增首轮再融资项目数量有所放缓，新增第二轮再融资项目数量提升。如下图所示，2020和2021年是各行业首轮再融资项目数量提升较快的年份，进入2022年后，各行业新增首轮再

融资项目数量有所放缓，新增第二轮再融资项目数量开始增多，尤其是基础化工和电新行业，截至2022-12-31，均有超过四分之一完成首轮再融资项目的公司实施了第二轮再融资项目。

图表30：基础化工行业再融资项目累计个数

资料来源：Wind，中金公司研究部（样本期：2020-02-14至2022-12-31）

图表31：电力设备及新能源行业再融资项目累计个数

资料来源：Wind，中金公司研究部（样本期：2020-02-14至2022-12-31）

图表32：电子行业再融资项目累计个数

资料来源：Wind，中金公司研究部（样本期：2020-02-14至2022-12-31）

图表33：机械行业再融资项目累计个数

资料来源：Wind，中金公司研究部（样本期：2020-02-14至2022-12-31）

投资者偏好分析：私募基金偏好高折扣、小规模的项目

我们依据定向增发配售对象明细，将定增参与者划分为产业投资基金、国有资本、公募基金、公募专户、私募基金、保险、证券、外资机构以及非财务投资者，其中，配售对象为公募基金公司或者为公募基金产品的都归类为公募基金；配售对象为公募基金资管计划的都归类为公募专户。需要注意的是，如果部分公募基金资管计划参与了定增项目，在配售明细中以公募基金公司的名义体现，也将被划分到公募基金的分类。

公募基金、私募基金、证券公司参与了新规以来绝大部分的竞价类定增项目。如下图所示，公募基金、私募基金、证券公司参与的竞价类定增项目数量较多，分别占项目总数的75%、82%、65%；其他类型的财务投资者参与的定增项目数量占比也都大多在30%以上，说明这些财务投资者是新规以来竞价类定增项目的主要参与者。

图表34：各类投资者参与竞价类定增项目的数量和规模占比统计（新规以来）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：截止于2022-12-31

2022年，公募基金参与竞价类定增项目的规模占比有所提升；非财务投资者、私募基金参与竞价类定增项目的规模占比有所下滑。从参与的规模占比来看，公募基金、私募基金、非财务投资者的参与规模相对较高，是获配定增股份规模较大的投资者类型。从时间维度的变化趋势来看，2022年公募基金的参与规模占比持续提升，2020-2021年间平均参与规模占比约15%左右，2022年已提升至30%以上；而与之对应的是，私募基金和非财务投资者的参与规模占比则有所下滑，私募基金2020-2021年间平均参与规模占比约20%，2022年下降至14%左右，非财务投资者的占比则是从27%下降至18.6%左右。

图表35：各类投资者不同阶段参与竞价类定增项目的规模占比（月度均值）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：截止于2022-12-31

我们定义国有资本或产业投资基金参与比例（即参与定增项目的规模占比）超过30%的项目为国有资本或产业投资基金参与比例较高的项目；公募基金参与比例超过40%的项目为公募基金参与比例高的项目；私募基金参与比例超过40%的项目为私募基金参与比例高的项目；外资参与比例超过15%或保险参与比例超过20%的项目为外资或保险参与比例较高的项目。

国有资本、产业投资基金、外资、保险均偏好募资总额较大的项目，且其报价可能相对较高；私募基金则更偏好募资规模较小的项目；公募基金参与的项目特征相对分散。从历年定增项目折扣、募资规模的特征分布情况来看，国有资本或产业投资基金参与比例高的项目与外资或保险参与比例高的项目特征相对接近，均偏好募资总额较大的项目，同时这些项目折扣水平也相对较低，一定程度说明这些投资者报价可能通常相对较高。而私募基金的项目偏好则与这些投资者存在明显差异，更偏好募资规模较小的项目。公募基金参与比例较高的项目特征则较为分散，除了折扣率低于5%的项目较少参与外，不同折扣水平和募资规模的项目都有参与。

2022年，私募基金参与比例较高的项目数量减少，且其参与的项目折扣水平与外资、产业投资基金等投资者参与比例较高的项目较为接近。比较不同年份定增项目折扣、募资规模特征分布，我们发现私募基金参与比例高的项目的特征发生了一些变化。2020年私募基金参与比例高的项目的特征分布相对分散，2021年则相对集中于小规模、高折扣的项目；2022年则受限于竞价空间的压缩，高折扣项目数量减少，私募基金的参与比例随之下降，其参与比例高的项目的折扣中枢也开始向外资、产业投资基金等投资者参与的项目折扣水平靠近。

图表36：2020年各类投资者参与比例较高的项目特征

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：发行日在2020-01-01至2020-12-31的竞价类定增项目

图表37：2021年各类投资者参与比例较高的项目特征

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：发行日在2021-01-01至2021-12-31的竞价类定增项目

图表38：2022年各类投资者参与比例较高的项目特征

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：发行日在2022-01-01至2022-12-31的竞价类定增项目

我们统计了不同折扣水平的竞价类定增项目中，各类投资者的平均参与比例。**溢价发行的项目，国有资本、产业投资基金的参与比例较高**，其他类型投资者较少参与，具有一定的政策属性。**外资、保险的参与比例与折扣水平呈现一定的负相关关系**，一定程度说明其报价策略可能以拿到份额为主要目标；而**证券公司、私募基金在在高折扣项目里参与比例较高**，说明其报价策略充分考虑了发行折扣的重要性。

图表39：不同发行折扣率的竞价类定增项目中，各类投资者参与比例统计（平均数）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：发行日在2022-01-01至2022-12-31的竞价类定增项目，数据截止于2022-12-31

私募基金的投资策略短期（解禁日退出）回报率相对较好。我们按解禁日当天收盘价退出的假设，测算了各类投资者不同参与比例的项目收益水平。不难看出，私募基金参与比例较高的项目收益水平相对较好，体现了私募基金的较强的项目筛选能力和定价能力。

图表40：依据各类投资者参与比例分组的项目收益率统计（中位数）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 发行日在2022-01-01至2022-12-31的竞价类定增项目，数据截止于2022-12-31；2) 已解禁项目按解禁日当天收盘价确认收益率；3) 未解禁项目按最新收盘价计算浮动收益率

公募产品参与定增：发行折扣持续贡献超额收益

参与定增项目的公募基金产品大致可分为两类，一类是定期开放型产品（如：华夏磐利一年定期开放），这类产品通常在封闭期内会较大比例参与定增项目；另一类就是普通的开放式基金产品，这类产品由于存在流动性的要求，持有限售资产的比例不会太高，通常是底仓替换策略或者参与长期看好标的的定增项目。

定期开放型的参与定增项目较多的公募产品以华夏基金的产品为主，这些产品基本保持在进入封闭期后半年内大比例参与定增项目的运行模式，从而在获取定增项目收益的同时，确保在封闭期结束前满足流动性要求。该类产品2022年的收益表现受制于市场整体的波动，相较2021年有所下滑，但相对其比较基准仍有一定的超额收益。

普通的开放式基金产品中，兴证全球等基金公司的产品参与定增项目数量相对较多，并且不同类型的基金产品都有参与，如：兴全沪深300指数增强（指数增强型基金）、兴全安泰平衡养老（FOF）。参与项目数量较多的公募产品所参与定增项目的加权平均收益大多可维持正收益，说明参与定增项目对于产品收益表现具有一定的正向贡献。

图表41：2022年以来，获配定增股份成本总额占基金资产比例较高的公募基金产品

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 已解禁项目按解禁日当天收盘价确认收益率；3) 未解禁项目按最新收盘价计算浮动收益率

图表42：2022年以来，参与定增项目数量较多的公募基金产品

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 已解禁项目按解禁日当天收盘价确认收益率；3) 未解禁项目按最新收盘价计算浮动收益率

我们取华夏磐利一年定开产品为代表，观察以参与定增项目为主要投资策略的定期开放式基金的收益表现，并尝试分析其收益来源。

华夏磐利一年定开产品持仓股票市值偏小，获配定增股票市值占比高。如下图表所示，华夏磐利一年定开产品持仓集中度2022年有所下调，主要原因是其规模相较2021年初有较为明显的提升；但前十大权重股市值均值依然较小，因而分析其业绩表现时，应以偏小市值风格的中证1000指数为基准。同时，其获配定增股票市值占资产净值比例仍维持较高水平，说明该产品在规模提升的情况下依然较好地坚持了其参与定增项目的核心策略。

图表43：华夏磐利一年定开基金持仓分析

资料来源：Wind，中金公司研究部

华夏磐利一年定开产品2022年收益表现较2021年有所下滑，但相较于中证1000指数仍具有一定的超额收益。以中证1000指数为基准，观察华夏磐利一年定开产品自成立以来的收益表现，不难看出，该产品历年相对中证1000指数均具有显著的超额收益，2021年受益于中小市值风格，收益水平超过65%；2022年则受市场系统性风险的影响，收益表现有所下滑，但仍相对中证1000指数基准有7.2%的超额收益。

图表44：华夏磐利一年定开基金产品成立以来的净值表现

资料来源：Wind，中金公司研究部
注：截止于2022-12-31

图表45：华夏磐利一年定开基金产品分年度收益统计

资料来源：Wind，中金公司研究部
注：截止于2022-12-31；分年度的收益率均为当年度的实际收益数据，非年化数据

定增投资：定价能力是核心

如前文所述，新规以来，定增项目的风险收益比得到改善，各类财务投资者参与定增项目可以获得较为丰厚的收益，那么，如何更有效地利用定增这一投资工具，以获得更为丰厚的收益，便成为投资者所关心的问题。我们以新规以来完成发行的竞价类定增项目作为测试样本，对项目优选、底仓替换、事件驱动三类常见的定增投资策略进行分析和优化。

图表46：三类常见的定增投资策略

资料来源：中金公司研究部

项目优选：可关注财务质量、分析师观点、盈利公告后的股价表现

大部分定增投资者在筛选优质项目时，通常会深入分析定增发行主体的基本面情况以及募集资金拟投入的项目情况，给予相对合理的报价。如果项目质量较好，参与时可以报更高的价格；如果项目质量相对较差，则可以报相对低的价格，以获得更高的折扣，平衡未来价格可能走低的风险；当然，如果项目质量无法通过充足的折扣空间弥补未来的股价风险，则可以选择不参与该项目。

因此，项目优选实际上是对项目的定价过程，我们针对项目优选方面的测试，主要通过分组统计的方式观察不同因子筛选出来的项目在限售期内的股价风险（即限售期内的涨跌幅），以期对定增项目的合理定价提供参考。我们所测试的基本面因子和价量因子分别引用自中金公司报告《量化多因子系列（5）：基本面因子手册》和《量化多因子系列（7）：价量因子手册》，具体构建方式可参考相应的研究报告内容。为方便观察和分析，在进行分组统计时，我们将因子的方向进行了处理，统一处理为因子值越大，预期收益越高的方向。

大部分定增股票在限售期内需承担股价下行风险。如下图所示，我们依据各个因子分组后，大部分分组限售期内的平均涨跌幅都小于0。可能存在两方面原因：一方面在定增股份解禁前有较为明显的解禁效应，股票价格受解禁预期的影响在解禁前一个月左右将承受较大的下行压力；另一方面，依据优序融资理论，股权融资向市场传递的往往是股价偏高的信号。

综合质量较高或者分析师一致预期净利润大幅上调的个股，限售期内股价下行风险相对较小；盈余公告后大幅跑输市场的个股，限售期内下行风险较大。从各因子的分组表现来看，大部分因子分组单调性相对较弱，但综合质量因子、分析师一致预期3个月变化率因子值最高的一组项目，在限售期内的收益表现显著优于其他各组，说明综合质量较高或者分析师一致预期净利润大幅上调的个股，未来收益表现较好，相关定增项目可适当提高报价，以提高竞价成功的概率。而报告期动量因子值最低一组项目，则是限售期内收益表现显著低于其他各组，说明盈余公告后大幅跑输市场的个股，限售期内下行风险较大，报价可相应降低。

图表47：基本面因子分组下，新规以来定增股份限售期内涨跌幅统计（平均数）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) Group5为因子得分最高一组，Group1为因子得分最低一组，因子得分越高，预期未来收益表现越好

图表48：技术面因子分组下，新规以来定增股份限售期内涨跌幅统计（平均数）

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) Group5为因子得分最高一组，Group1为因子得分最低一组，因子得分越高，预期未来收益表现越好

底仓替换：中证1000、创业板指、科创50指数内增强收益可观

底仓替换是公募基金参与定增项目的常见策略，其贡献的收益水平可通过定增发行折扣收益进行估算。我们尝试以被动指数型产品为例，测算跟踪不同指数的被动型产品通过参与定增可增厚多少收

益？

新规以来，中证1000、创业板指成分股实施定增项目数量占比相对较高。指数成分股**实施定增项目的数量、相关成分股权重占比和发行折扣**均关系到底仓替换策略的收益贡献。如下图表所示，中证1000、创业板指数成分股在新规以来实施定增项目数量占比相对较高（相对于成分股总数）；创业板指、科创50内，实施定增项目的成分股权重占比相对较大；折扣收益方面则是中证1000、科创50指数成分股的定增项目折扣收益较高。

图表49：新规以来，不同宽基指数成分股的定增项目收益统计

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 已解禁项目按解禁日当天收盘价确认收益率；3) 未解禁项目按最新收盘价计算浮动收益率

我们假设单个产品参与每个定增项目的规模不超过募资总额的三十五分之一，测算了不同产品规模情况下，跟踪各指数的被动产品在新规以来可通过底仓替换策略获得的收益增强幅度。

►跟踪中证1000、创业板指、科创50指数的产品通过参与定增可实现的底仓替换策略增强收益较高。其中，中证1000的被动产品在100亿元以下时，底仓替换策略贡献的增强收益较为丰厚；创业板指的被动产品则在50亿元以下时，底仓替换策略有效性较强；而科创50指数的被动产品则须在30亿元以下时，才能更好地发挥底仓替换策略的效用。

►沪深300指数产品底仓替换策略收益贡献相对较低，但即使是较大规模的产品，底仓替换策略的有效性仍然较强。新规以来，沪深300指数的被动产品在300亿元以下时，底仓替换策略可贡献约1.9%的收益增强。

图表50：新规以来，跟踪宽基指数的被动型产品底仓替换策略的增强收益测算

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 增强收益按定增项目折扣收益估算

事件驱动：特定类型定增项目的预案日效应值得关注

事件驱动型的二级市场投资策略是另一个关注度较高的定增相关策略。本节，我们依据定增项目的实施流程，分别测算和分析了定增预案日、发行日、解禁日的股价效应，为投资者提供较为全面的定增事件驱动策略思考。

预案日效应：机构投资者不参与的定价类项目预案日后超额收益显著

2014-2015年期间，定增预案日效应较为显著，市场关注度较高；但在2017年定增规则趋严，定价基准日不能为预案公告日后，预案日效应减弱。为进一步剖析当前不同类型项目是否存在预案日效应，我们将2020年以来的定增项目划分为**机构投资者参与的竞价类项目、机构投资者不参与的竞价类项目、机构投资者参与的定价类项目、机构投资者不参与的定价类项目**四种类型，其中，机构投资者是否参与依据预案所披露的发行对象类型信息进行识别。我们以中信一级行业的等权指数为基准，统计了各类定增项目在预案日（T）前后的累计超额收益表现。

机构投资者不参与的定价类项目预案日后120个交易日内，定增标的持续跑赢行业基准。如下图所示，机构投资者不参与的定价类项目在预案日后定增标的持续跑赢行业基准，120个交易日平均累计超额收益可达5.8%。此类项目预案日大多为定价基准日，且主要由大股东出资参与，考虑到大股东具有较大信息优势，一定程度说明该项目质量可能相对较好。

机构投资者不参与且增发目的为项目融资或补充流动性的项目，预案日效应更加显著。进一步细化，如果我们取机构投资者不参与且增发目的的限制为项目融资或补充流动性的项目，预案日效应将更加显著，总体样本预案日后120个交易日平均累计超额收益可达6.9%；即使分年度来看，该效应依然成立。

图表51：2020年以来，定增预案日（T）前后累计超额收益表现

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 以中信一级行业的等权指数为基准

图表52：2020年以来，机构投资者不参与且增发目的为项目融资或补充流动性的定增预案日（T）前后累计超额收益表现

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 以中信一级行业的等权指数为基准

发行日效应：低折扣率项目的发行日效应有所减弱

我们以中信一级行业的等权指数为基准，统计了2020年以来，低折扣率（发行折扣率低于10%）项目在发行日（T）后的累计超额收益表现。

低折扣率项目在发行日后短期内具有一定的超额收益，但该效应在2022年已有所减弱。我们以2020年以来所有低折扣率项目为样本，统计发现低折扣率项目在发行日后20个交易日内具有一定的超额收益，尤其在2020年，该效应较为显著。但该效应在2021、2022年度均有不同程度的减弱，2022年低折扣率项目仅在发行日后10个交易日内持续跑赢行业基准，累计超额收益约2.7%，其后持续跑输行业基准。

图表53：2020年以来，发行折扣率低于10%的竞价类定增标的在发行日（T）后累计超额收益表现

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 以中信一级行业的等权指数为基准

解禁日效应：定增解禁前负面效应较为显著

定增股份的解禁效应特征对定增参与者的退出决策具有一定的指导意义。我们取2020年以来解禁的竞价类定增项目为样本，以中信一级行业的等权指数为基准，分析近年来定增股份解禁前后的股价效应。

定增股份解禁前三个月内，定增标的持续跑输行业基准。如下图所示，无论是2020年以来的总体样本，还是分年度样本，统计结果都反映出在定增股份解禁前三个月内，定增标的持续跑输行业基准。其中，2022年定增解禁前的负面影响强于2020、2021两个年度，可能是因为2022年市场情绪总体相对低迷，此时解禁预期带来的负面影响更加强烈。

定增股份解禁后无显著负面效应。定增股份解禁后，虽然部分定增参与者开始退出，但从统计角度来看，并未有明显的负面效应，反而呈现出累计超额收益企稳回升的现象。可能是因为解禁前股价受解禁预期的影响，已有充分调整，使得解禁后股票价格具有较高性价比，二级市场投资者买入意愿相对较强，故而形成估值修复的行情。即使我们依据冲击系数（解禁金额/日均成交额）对定增项目进行分组，冲击系数最高一组在解禁后也无显著的负面效应。

图表54：2020年以来，竞价类定增解禁日（T）前后累计超额收益表现

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 以中信一级行业的等权指数为基准

图表55：2020年以来，依据冲击系数分组的竞价类定增解禁日（T）前后累计超额收益表现

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 以中信一级行业的等权指数为基准；3) 冲击系数=解禁金额/日均成交额，Group4为冲击系数最高一组（大于10）

2023年度展望：折扣水平趋于稳定，投资收益可期

市场规模：预期定增发行总规模7000-7500亿元

展望2023年，再融资市场依然会是重要的股权融资市场，满足上市公司的融资需求，也是资本市场起到资金融通作用的重要体现。同时，在我国扶持中小微高新技术企业的政策助力下，**定增将大概率延续其在再融资市场的主战场地位**，其项目数量、募资总额依然会是占比较高的。

定增项目的发行须经过董事会预案、股东大会决议、发审委/上市委审核、证监会审批等流程，从预案到发行往往需要半年甚至更长的时间。因此，对于2023年定增项目发行规模的预测，一定程度可参考2022年的定增预案的发布数量进行推断。

图表56：定增项目发行流程概述

资料来源：Wind，中金公司研究部

竞价类项目发行数量和规模预计将高于2022年，我们预期2023年将完成募资5000-5500亿元左右。主要考虑到两方面因素，一方面是融资需求的角度，当前融资需求相较2022年有所回升，2020、2021、2022年发布定增预案的数量分别为438、261、369个，拟募资总额分别为7271、6372、7160亿元；另一方面从预案项目到完成项目的转化率（当年度完成发行情况与上一年度预案情况之比）角度来看，2021、2022年度项目数量转化率均在90%上下浮动，募资金额转化率分别为80.6%、68.1%，其中募资金额的转化率可能容易受部分较大规模项目的推进情况和市场波动的影响，总体来看转化率是相对稳定的。因此，我们判断2023年竞价类项目将完成募资约5000-5500亿元。

定价类项目募资规模可能略低于2022年，我们预期2023年将完成募资2000亿元左右。从融资需求角度来看，定价类定增2022年预案数量相较2021年有所提升，但拟募资规模是下降的；从项目转化率角度来看也相对稳定，因此，我们预期2023年定价类定增募资规模约2000亿元左右。

图表57：2020年以来定增预案和发行情况统计

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 转化率指的是当年完成发行情况与上一年度预案情况之比；2) 完成发行的项目按发行公告

收益展望：预期总体折扣水平可能维持12-15%范围

定增项目收益大致可拆分为**发行折扣收益、限售期内市场收益以及限售期内的个股超额收益**三部分，其中，发行折扣收益、限售期内市场收益对项目收益影响相对较大。

► 市场收益方面：由于大部分定增项目发行主体为中小市值企业，因而中小盘风格的收益表现对定增项目收益有较大影响。我们在中金量化年度策略展望报告《量化策略2023年展望：待时而动》中的判断，当前交易集中度仍处于下降趋势，投资机会宽度亦处于上升的趋势，将**有利于未来中小盘风格的收益表现**。

► 折扣收益方面：从定增项目平均折扣率的变化趋势来看，2022年初开始，由于投资者参与热情的提升，项目折扣收益受到较大挤压，平均折扣率从2021年度的18%左右下降至12%的水平；而2022年度经历了较大的市场波动后，多个项目解禁时处于亏损状态，对参与者的热情存在一定的影响，因而在2022年11、12月时，平均折扣率重新回升至15%左右。我们认为随着市场波动的降低，定增项目折扣安全垫的优势再次体现，有可能使得投资者的参与热情也再度回升，发行折扣率也可能受到一定挤压，但**我们判断应该还是能维持在12-15%的折扣水平**。

综上，2023年定增项目总体折扣仍然可观，平均折扣率可能在12-15%范围；同时叠加看好未来中小盘风格收益表现的预判，我们认为定增市场2023年收益仍值得期待。

图表58：2023年度定增市场收益展望分析

资料来源：中金公司研究部

投资策略：提升对定增项目的定价能力，把握事件驱动的策略机会

如何更有效地利用定增市场所带来的投资机会？我们从优选项目参与、折扣收益套利、事件驱动策略三个角度提供建议。

优选项目参与：综合质量较高或者分析师一致预期净利润大幅上调的个股，限售期内股价下行风险相对较小；盈利公告后大幅跑输市场的个股，限售期内下行风险较大。我们认为，定增项目优选本质上是对定增股份的定价过程，对于限售期内下行风险较大的个股，应适当降低报价，以期获取更高的折扣收益保护；对于限售期内下行风险较小的个股则可以适当提高报价，以增加竞价成功的概率。

折扣收益套利：底仓替换策略实施空间较大。如下图表所示，主流宽基指数的成分股中，有不少公司已发布定增预案，很可能将于2023年完成定增发行，跟踪各指数的基金产品可通过底仓替换增强收益；同时，从分析师覆盖和基金持仓的角度来看，有58%左右待发行项目主体在近90天内有分析师覆盖，83%左右待发行项目股票有公募基金持仓（依据2021年半年报），因此，底仓替换策略实施空间较大，值得关注。

图表59：不同宽基指数成分股已发布定增预案但尚未完成发行的项目统计

资料来源：Wind，中金公司研究部

注：1) 截止于2022-12-31；2) 公募基金持仓股票仅包含单只基金持仓超过100万元以上的样本

事件驱动策略：可关注机构投资者不参与的定价类项目的预案日效应。机构投资者不参与的定价类项目预案日后120个交易日内，定增标的持续跑赢行业基准，累计超额收益可达5.8%（基于2020年2月至2022年12月的定增样本测算，如图表51），主要收益来源可能在于大股东的信息优势。如果只取其中增发目的为项目融资或补充流动性的项目，其120个交易日内的累计超额收益可达6.9%。同时，基于解禁效应的分析，我们认为竞价类定增项目解禁的负面效应主要体现在解禁日前3个月左右，解禁后对股价并无显著的负面影响，定增参与者可适当延长退出时间。

风险提示：本篇报告对于2023年定增市场的项目数量、项目收益等方面的预判均基于历史规律，市场风格的转变、市场规则的变化均可能影响判断的准确性。

文章来源

本文摘自：2023年1月10日已经发布的《再融资2023年展望：进可攻，守有余》
 分析员 古翔 SAC 执业证书编号：S0080521010010 SFC CE Ref: BRE496
 联系人 曹钰婕 SAC 执业证书编号：S0080122030141
 分析员 周萧潇 SAC 执证编号：S0080521010006 SFC CE Ref: BRA090
 分析员 刘均伟 SAC 执证编号：S0080520120002 SFC CE Ref: BQR365
 分析员 王汉锋 SAC 执证编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

法律声明

向上滑动参见完整法律声明及二维码

特别提示

本公众号不是中国国际金融股份有限公司（下称“中金公司”）研究报告的发布平台。本公众号只是转发中金公司已发布研究报告的部分观点，订阅者若使用本公众号所载资料，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对资料中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义。订阅者如使用本资料，须寻求专业投资顾问的指导及解读。

本公众号所载信息、意见不构成所述证券或金融工具买卖的出价或征价，评级、目标价、估值、盈利预测等分析判断亦不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见，订阅者应当对本公众号中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出投资决策并自行承担投资风险。

中金公司对本公众号所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。对依据或者使用本

喜欢此内容的人还喜欢

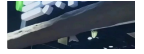
为何重启新一轮找矿行动？

经济日报



三只松鼠怎么了？市值蒸发260亿





给城投说句公道话

爱拖堂的王老师

