

再融资新规满周岁：

定增市场全面复苏 首单“战投”模式开花结果

再融资新规实施一周年以来，上市公司再融资活跃度迅速上升，股权融资市场大发展。再融资新政下，折扣率提高、锁定期缩短、减持限制放宽等措施，提升了定增市场的吸引力，融资规模稳步增长。

证券时报记者 谭楚丹

近期，“十四五”规划和2035年远景目标纲要草案审查结果报告出炉，其中提到“完善资本市场基础制度，提高直接融资比重”。可见股权融资备受重视，这也是对已实施一周年的再融资新规的一种认可。

回顾去年以来，股权融资市场大发展。从定增类型来看，竞价定增占据主导地位；锁价定增中以大股东及其关联方认购为主，主要因为监管对战略投资者的要求从严。就在3月9日，德邦股份公告获得证监会核准批文，标志着“战投式”定增在近年来终于破冰。

另一方面，随着市场流动性分化，出现“二八效应”，部分中小企业融资能力出现问题。据证券时报记者统计，去年竞价定增项目中有三成“募不足”，其中近九成企业为中小市值公司。

定增吸引力大增

新规实施一周年，上市公司再融资活跃度迅速上升。

根据Wind统计，2020年全年定增募资规模为8315.66亿元，相比2018年的7523.52亿元、2019年的6798.2亿元，有明显增长。随着时间步入2021年，截至2月14日，整个市场已经发行定增1128.07亿元。

业内人士认为，再融资新政落地一周年，切实增强了资本市场服务实体经济的能力，提高了资本市场股权融资比重。这一年更为特殊的背景在于，全体社会抗击新冠肺炎疫情，经济逐渐重回正轨，而再融资机制的完善可以助力上市公司恢复生产，是应对疫情下经济状况的重要一环。

从所属行业来看，在已经实施完成的定增项目中（剔除并购重组类），有15%属于计算机及通信行业的上市公司所进行的定增，有10%来自化学原料和化学制品行业，软件和信息技术服务业、医药制造业、电气机械和器材制造业各占比7%。

百亿定增“项目中，锂电巨无霸”宁德时代募资197亿元、“苹果产业链龙头”蓝思科技为150亿元，另外南方航空、中兴通讯分别为127.82亿元、115.13亿元。此外，有一半来自金融业，比如海通证券200亿元、国信证券150亿元、南京银行116.19亿元。

值得提及的是，创业板“小额快速”定增机制的优化，让企业有改革获得感。据了解，“小额快速”定增融资限额由5000万元且不超过净资产的10%，大幅提高至3亿元且不超过净资产的20%；同时，审核程序进一步简化，融资效率大幅提高。

根据证券时报记者不完全统计，在2014~2019年长达5年的时间里，只有十余家公司启动过小额快速定增。截至目前，温州宏丰、仟源医药的“小额快速”定增均已实施，还在推进“小额快速”定增的有创业板企业润欣科技、森远股份、荣科科技、日科化学、吴通控股等。

“战投式”锁价定增破冰

再融资新规最大关注焦点在于锁价定增。据了解，除享受8折定价外，资金方锁定期缩短至18个月，还可对定价基准日进行选择，即董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日。而董事会决议公告日是主流选择，主要因为召开董事会的时间可控，可提前锁定低价，增厚安全垫。

不过，根据证券时报记者统计，过去一年（2020年2月14日至2021年2月14日），已经完成实施的“锁价定增”共有67单（剔除并购重组类），但实际上，认购对象普遍为上市公司大股东，或通过认购定增股份成为新实际控制人的投资者。

战略投资者锁价定增的案例并不多见。已经落地实施的仅有九强生物的定增项目，但该项目实际为“存量”，即在再融资新政前已披露引入央企国药集团作为战略投资者。

在新政后披露的“战投式”定增预案多已终止或修订，处在推进状态的是少数。据了解，为盯防投机者钻监管漏洞，证监会在再融资新政发布一个月后出台《发行监管问答》，明确关于战略投资者的基本要求。根据证券时报记者统计，在再融资新政实施一年內，有115单定增项目停止实施，其中“定价定增”78单，占比68%，接近七成。

同年7月，有多家上市公司和投行人士表示

收到窗口指导，修改“战投式定增”方案。最具标志性的案例为凯莱英，高瓴资本成为凯莱英定增战略投资者的计划落空，最终方案改为竞价定增。

证券时报记者查阅发现，在再融资新政后新披露的“战投式”定增预案中，只有1单获批，即2021年3月9日公告获得证监会核准批文的德邦股份定增项目。但该案也并非一帆风顺，也经历过调整，有关“战略合作”成为监管问询方向。

公开资料显示，2020年5月德邦股份发布定增预案，原计划向战略投资者认购股份的全资子公司福杉投资募资6.14亿元。审核当中，监管部门重点关注认购股份直接参与战略投资与通过福杉投资间接参与对申请人影响的差异情况；要求结合《战略合作协议》及上述差异说明双方开展合作的具体措施，是否能够有效确保战略资源引入上市公司。

随后福杉投资承诺将锁定期从18个月延长至36个月。在初审会告知函中，监管层继续关注福杉投资，要求德邦股份结合福杉投资经营范围，说明在福杉投资做为战投取得本次非公开发行股份满36个月之后，如何防止期满后其将大部分股权转让，影响本次战略合作的效果。

最终，经双方协商，德邦股份将发行对象调整为认购股份。2021年2月1日该“战投式”定增项目通过发审会。这标志着在再融资新政实施后，“战投式”定增终于破冰。

除上述德邦股份以外，还有少数上市公司继续推进“战投式”定增，比如嘉诚国际、东方通、创业环保、西安饮食、国轩高科、先导智能等。

深圳一名券商投行人士向记者分析，从目前多个锁价定增方案来看，认购对象无论是战略投资者还是大股东，绝大多数将锁定期承诺从18个月延长到36个月，“一方面股东或者是战略投资者对公司前景有信心，另一方面无论是市场还是监管，也希望这些资金都是长线资金，不是来做投机的”。

华北一家券商投行人士表示，“战投式”定增进展缓慢，预计未来该类型的案例不会多，我们研究很多案例发现，投资类公司无论是产业资本背景抑或PE背景，做定增战略投资者可能比较难。监管看重战投能否给上市公司带来“战略性资源”。

竞价定增三成募资难

从定增类型看，竞价定增仍然是市场主流。根据证券时报记者统计，竞价定增目前已经实施的有205单（剔除并购重组类）。

其中，有69单竞价定增项目出现“募不足”的情况，未能达到预期融资目标，占比达到34%。

从规模来看，中信建投原计划募资130亿元，最终只募资38.84亿元；美锦能源原计划募资66亿元，实际募资10.98亿元；三六零拟募资95.12亿元，最终募资49.30亿元。另外，有5家上市公司的实际募资比计划要少50%~80%。

部分上市公司在定增发行过程中启动追加认购环节，比如昂利康和兄弟科技都提到，初步询价后有效申购总额没有到募集资金上限，但在追加后，实际募资仍然离预期较远，不到一半规模。昂利康原计划募资5.6亿元，实际募资2.75亿元；兄弟科技原计划募资12亿元，最终募资5.43亿元。

去年年底大家感觉到定增很难发。“华中地区一家中型券商人士表示，这是多方面因素造成的，一是供给上来了，二是市场点位也不低，三是中小公司不受投资者欢迎。”据了解，2020年以来整体市场风格偏向蓝筹，大盘股流动性更好。

根据证券时报记者统计，上述69单“募不足”的竞价定增项目，发现主体集中为中小市值企业。以2020年12月31日节点计算市值，可以看到有11家市值低于30亿元；30亿~50亿元区间及50亿~100亿元区间的分别有15家、16家。而在中小市值区间（100亿~300亿）的则有17家。上述市值区间的企业加总有59家，占比达到86%。

随着注册制实施的推进，A股上市公司流动性将会出现明显的分层，越来越多资金流向大盘蓝筹，中小市值上市公司更难以吸引资金的关注。“华东地区某并购人士称，这就意味着，部分中小市值企业未来将会逐渐丧失再融资能力。”

另有券商投行人士表示，个别上市公司为保障顺利发行，大股东甚至向机构投资者签下抽屉协议，承诺定增兜底。有大股东定增兜底后出现巨亏，随后“翻脸”违约，与机构投资者产生法律纠纷。

类似的定增涉嫌信息披露违规，市场对其法律效力颇为关注。近期，最高法院的一则判决显示，法院认为大股东兜底非金融机构刚兑，补偿承诺未损害证券交易秩序，违反信披不必然导致协议无效。



定增收购为啥火？绕道“战投”确认还省钱

证券时报记者 谭楚丹

再融资新规出台一周年，通过定增方式变更实际控制权的案例较往年增多。

多家上市公司采用一揽子解决方案变更实控人，即“协议转让+锁价定增”或“表决权委托+协议转让+锁价定增”。有投行人士解释，该模式受到追捧，究其原因是因为再融资新规实施后，定价定增吸引力上升，可以摊薄收购者的综合成本，解决上市公司资金困境等问题。

上述模式逐渐成为国资收购上市公司的主流方式。有投行人士指出，目前国企混改大多选择在上上市公司控股股东层面进行，造成这种“绕路”的重要原因之一，是锁价发行实际操作中“战投”身份难以认定通过，因此有必要明确标准，提高可操作性。

锁价定增“易主”成潮流

据了解，上市公司“易主”主要通过协议转让、无偿划转、要约收购等方式完成。再融资新规实施后，定增易主的方式受到市场追捧。

3月4日，ST罗普的定增股份上市。据了解，公司去年4月披露《股份转让协议》及定增预案，控股股东罗普斯金控股转让29.84%股权给江苏大型建筑承包商中亿丰建设集团的控股股东苏州中恒。而根据定增方案，ST罗普向苏州中恒增发股份，8折锁价发行，募集资金5.06亿元。定增顺利完成，控制权变更，苏州中恒将持有上市公司45.97%股份，罗普斯金控股将持有27.43%的股份。

铁汉生态也是同类案例，2月5日，公司定增股份上市。公开资料显示，去年4月10日实际控制人刘水及其一致行动人木新胜投资向中国节能协议转让合计10.11%股权；同时中国节能认购铁汉生态定增，最终中国节能及其一致行动人合计持有上市公司27.64%股权，中国节能成为新控股股东，实际控制人变更为国务院国资委。

定增并购在今年2月18日获得深交所受理的苏交科，计划通过3个步骤实现控制权变更。苏交科实际控制人符冠华、王军华与珠江实业集团及其一致行动人广州国发基金签署了《合作框架协议》及附生效条件《股份转让协议》以及《股份认购协议》。根据上述协议，第一，符与王合计放弃表决权比例22.30%；第二，珠江实业集团认购苏交科定增，顺利完成，拥有公司表决权比例为23.08%，获得控制权，实际控

制人变更为广州市国资委；第三，定增若获得批文后，广州国发基金受让符与王的股权，完成后珠江实业集团及其一致行动人广州国发基金持股26.92%，并拥有相应比例的表决权。

有业内人士表示，目前“协议转让+锁价定增”或“表决权委托+协议转让+锁价定增”已经逐渐成为国资收购上市公司的主流方式。深圳一家券商投行人士谈到，进行“定增易主”的上市公司多为中小市值企业。

根据证券时报记者统计，计划通过定增“易主”的上市公司中，市值普遍在50亿元以下，其中30亿元以下的占比已超过一半。另外，多数企业盈利能力不佳，有8家上市公司2019年亏损，另有7家净利润低于5000万元。

政策红利下一举三得

谈及上述模式受追捧的原因，多名券商投行人士表示，降低成本”是主因。

一名华东券商的并购人士向证券时报记者解释，这个模式主要可以达成三个目的。首先，当上市公司已经步入经营困难的时候，大股东一般减持得差不多了。收购方不能让实控人全部转让完股份，否则企业可能就没入管。收购方通过协议转让拿到一部分上市公司股权，然后再通过增发确保提高收购的股权比例；其次，可以摊薄成本，协议转让的价格可能可观，然后再通过8折锁价定增方式提前锁定成本，如此一来综合成本不会太高；最后，上市企业在“卖身”时，不仅大股东可能存在资金流问题，上市公司本身资金面也不宽裕，引入新实际控制人可以为这家上市公司补充资金。

通过定增的方式收购上市公司，资金不会被原大股东套现，而是直接进入上市公司体内。”该名券商并购人士解释。

联储证券投行业务负责人尹中余与其并购团队在2020年度并购报告中谈到，截至目前，国企混改大多选择在上上市公司控股股东层面进行，造成这种“绕路”的重要原因之一，就是锁价发行实际操作中“战投”身份难以认定通过。

尹中余表示，对事先锁定战投的锁价发行不应停留在模糊阶段或是“窗口指导”阶段，应当明确标准，提高可操作性。如果战略投资者身份难以认定，建议从锁定的时间维度考量，比如自愿锁定超过36个月战略投资者可以享受锁价定增。如此明确标准后，才能真正有利于上市公司引进战略投资者，也有利于如火如荼的国企混改。

公募参与度高 主题基金斩获颇丰

证券时报记者 苏可

再融资新规落地一年以来，定增成为机构投资者的“香饽饽”。

数据显示，公募基金参与定增的活跃度上升。去年以来共有65家公募基金参与认购上市公司定增，部分定增主题基金也取得不错收益。今年一季度，除多名明星基金经理积极认购外，更有新基金快速建仓参与定增。

有券商分析师认为，2021年定增市场相对二级市场的吸引力将好于去年，整体折价率将保持高位，“黄金坑”机会延续，代表定增市场风格的中小板指数逐步走强。

35只定增基金涨逾60%

随着去年再融资新规落地实施，机构投资者踊跃参与上市公司定增项目。从竞价定增项目的解禁情况来看，收益可观。

据Wind数据统计，截至2021年2月14日，已有39单定增项目解禁。收益率前五分别为东方盛虹（156.0%）、宁德时代（141.3%）、新宙邦（140.8%）、富满电子（88.8%）、克米机电（86.0%）。

公募基金是定增的主要参与者之一。东方财富Choice数据显示，以上市公司增发股份上市日为标准，2020年全年共有65家公募基金参与上市公司的定增股份，合计获配金额达到867.56亿元。按机构获配占比看，公募获配比例超过20%。

根据广发证券分析师统计，按机构获配数量排名，财通基金以112例的获配数量居首，远超后来者。兴证全球基金、华夏基金获配项目数量则排在前三。

Wind数据显示，截至2月14日，定增基金仍有不错表现。97只定向增发主题基金中，有48只基金近一年收益率超过40%，其中有35只收益率超过60%。

今年或是定增大年？

今年以来，公募基金参与定增投资热度不减。

公开资料显示，今年1月，刘格菘管理的广发科技先锋、广发双擎升级、广发小盘成长等3只基金，合计认购智动力的定增284.25万股。该定增项目也获得另一名明星基金经理冯明远的认可，其管理的5只基金合计认购260.94万股。

2月，中欧基金葛兰，以及易方达3名基金经理冯波、陈皓、张清华均参与认购卓胜微定增项目。同月，睿远基金认购上机数控定增项目。

此外，部分新基金则在定增领域建仓。比如兴全合兴两年封闭运作混合基金参与认购华友钴业、宝钛股份的定增项目；广发均衡优选参与华友钴业、掌阅科技的定增；富国均衡优选参与双林生物、宝钛股份的定增。业内人士解释，定增有折价空间、有安全垫是主要的一方面原因。

谈及今年定增投资，一名受访私募基金人士向证券时报记者表示，一方面看市场估值情况，另一方面看公司基本面，“优选个股更为重要，我们重点关注盈利能力，有成长空间的中小市值企业”。

开源证券认为，回顾2020年，定增市场高折价保障了高胜率，但是由于整体市场风格偏向大盘蓝筹，β收益不明显，因而整体定增市场收益率较二级市场的差距较大，吸引力相对不足。展望2021年，在新发预录持续高位、存量项目十分充裕的背景下，折价率持续保持在15%以上的高位，并且预计2021年整体折价率将持续保持高位，“黄金坑”机会将继续。但不同于2020年，整体市场风格开始分化，代表定增市场风格的中小板指数逐步走强，预计2021年定增市场相对二级市场的吸引力将显著提升。