



中信证券研究部

核心观点



杨家骥
策略分析师
S1010521040002



刘易
主题策略首席分析师
S1010520090002

我国再融资市场发展可分为初始、发展、收紧、宽松四个阶段，自 2020 年再融资新规修订后，政策进入了新一轮的宽松期，再融资市场规模开始恢复增长。在综合考虑发行条件、融资效果等因素后，定增、可转债逐渐成为主流的再融资方式。市场表现上，中小市值企业为定增发行主力，因此定增市场整体收益表现接近中证 500 走势；可转债“下跌保护”特征明显，相较于正股其波动较小。展望 2023 年再融资市场，对于融资公司而言，再融资新规红利仍将延续，政策宽松利好成长型企业再融资；对于投资者而言，2023 年 A 股市场转暖预期叠加高折价率下，定增、可转债收益有望趋好，其中优质成长企业将更具投资价值。

■ **再融资政策阶段性演变，新规落地后重启宽松期。**我国再融资市场的发展大致划分为四个阶段：初始期（2006-2013 年）政策初步成型，融资规模维持低位；发展期（2014-2016 年）创业板再融资放开，并购重组政策放宽；收紧期（2017-2019 年）政策全面收紧，定增市场迅速回落；宽松期（2020 年至今）新规落地，再融资市场迎来黄金时期。

■ **定增、可转债优势凸显，渐成再融资市场主力。**定向增发、公开增发、配股、可转债、优先股五种再融资方式特点各异，在综合考虑发行条件、融资效果、融资风险后，定增、可转债逐渐成为再融资的主流方式。2006 年以来定增贡献了市场规模和项目数量的 50%以上，为绝对主力品种；可转债规模仅次于定增，2019 年以来规模占比 25%左右；配股、公开增发和优先股等其他方式的融资规模和项目数量则相对较小。

■ **定增市场呈现中小市值风格，可转债“下跌保护”特征明显。**2020 年新规落地后定增平均折价率提高，竞价类定增逐渐成为主流，定价类定增收益率相对较高，2022 年两者收益率均同比下滑。中小市值企业为定增发行主力，双创板块和民企融资占比持续上行，因此定增收益表现呈现中小市值风格。可转债则具有“下有保底、上不封顶”的特点，2022 年转债跌幅明显小于正股，中小市值转债正股占比持续提升，指数走势逐渐接近中证 500。

■ **再融资新规红利仍将延续，政策宽松利好成长型企业再融资。**对于融资公司而言，2023 年再融资新规红利仍将延续，预计竞价类定增仍会是市场主流再融资方式。定增市场预计将显著偏向成长类的中小市值风格，尤其是随着创业板定增门槛的降低，全面松绑的创业板定增规模将继续扩张。行业方面，政策宽松利好电力设备、电子等科技行业和化工、机械等周期行业中的成长型企业实施再融资。

■ **2023 年 A 股市场转暖预期下定增、可转债收益有望趋好，优质成长企业更具投资价值。**对于投资者而言，2022 年的定增平均折价率仍处于历史较高水平。随着 2023 年二级市场行情转暖，定增平均折价率有望继续提高，可转债估值中枢也有望回升，项目收益表现趋好。行业方面，科技、周期行业中高折扣的成长股更具投资价值，收益表现预计更好。

■ **风险因素：**再融资政策变化；二级市场大幅波动；监管趋严；海内外宏观流动性超预期收紧。

目录

再融资政策阶段性演变，新规落地后重启宽松期.....	4
定增、可转债优势凸显，渐成再融资市场主力	12
再融资市场机会展望	21
风险因素	22

插图目录

图 1：再融资市场发展阶段	4
图 2：再融资项目数量（个）和市场规模（亿元）	5
图 3：2006-2013 年再融资项目数量情况（个）	6
图 4：2006-2013 年再融资项目募资情况（亿元）	6
图 5：2014-2016 年优先股项目数量（个）和募资总额（亿元）	7
图 6：2013-2016 年创业板再融资项目数量（个）和募资总额（亿元）	7
图 7：2013-2016 年并购重组类项目数量（个）和募资总额（亿元）	8
图 8：2013-2016 年配套融资项目数量（个）和募资总额（亿元）	8
图 9：2016-2018 年增发项目数量（个）和募资总额（亿元）	8
图 10：2016-2018 年定增项目发行折价率情况	8
图 11：高发行门槛下的创业板公司数量（个）构成	10
图 12：2019 年以来创业板定增项目数量（个）和募资总额（亿元）	10
图 13：2019 年以来定增获配对象构成	11
图 14：2019 年以来定增发行失败率	11
图 15：各类再融资项目数量（个）变化情况	13
图 16：各类再融资项目募资总额（亿元）变化情况	13
图 17：不同增发目的的定增项目融资情况（亿元）	14
图 18：三类定增项目数量（个）变化情况	15
图 19：三类定增的融资规模占比（不含配套融资）	15
图 20：不同定价方式的定增项目数量（个）变化情况	15
图 21：不同定价方式的定增项目募资总额（亿元）变化情况	15
图 22：定价类和竞价类定增项目发行折价情况	16
图 23：发行定增的上市公司市值（亿元）分布	17
图 24：定增收益率和中证 500 指数走势的对比	17
图 25：定增足额募资项目数量占比情况	17
图 26：定增项目平均实际募资比例情况	17
图 27：不同板块定增融资占比	18
图 28：不同类型公司定增融资占比	18
图 29：2022 年定增募资前十行业项目数量（个）和募资总额（亿元）	18
图 30：2022 年定增募资前十行业定增折价率和收益率情况	18
图 31：2016 年以来中证转债指数和转债标的指数走势	19
图 32：发行可转债的上市公司市值（亿元）分布	19
图 33：中证转债指数和沪深 300、中证 500 走势比较	19
图 34：不同板块可转债融资占比	20

图 35：不同类型公司可转债融资占比..... 20
图 36：2022 年可转债募资前十行业项目数量（个）和募资总额（亿元）..... 20

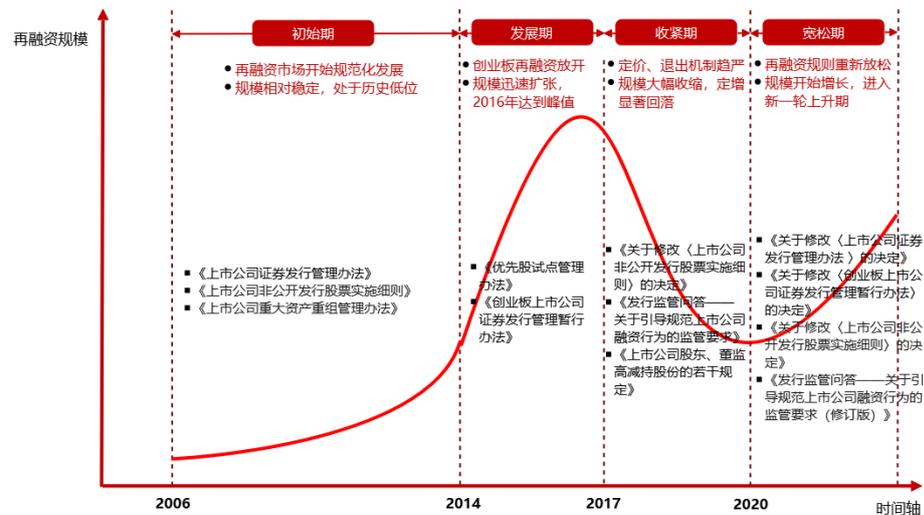
表格目录

表 1：再融资相关政策的变化历史 4
表 2：2017 年减持新规和旧规比较..... 9
表 3：2020 年再融资新规的变化情况 11
表 4：再融资方式分类 12
表 5：再融资方式比较 12
表 6：2022 年可转债募资前十项目..... 20

再融资政策阶段性演变，新规落地后重启宽松期

作为资本市场重要的一项基础性制度，再融资在上市公司的做优做强中发挥着重要作用。自 2020 年 2 月 14 日的新规正式落地以来，再融资再次成为了全市场关注的热点。回顾我国再融资政策的变化历程，根据政策的发布时间和主要内容，我们将再融资市场的发展大致划分为初始期（2006-2013 年）、发展期（2014-2016 年）、收紧期（2017-2019 年）和宽松期（2020 年至今）四个阶段。

图 1：再融资市场发展阶段



资料来源：国务院，中国证监会，中信证券研究部绘制

表 1：再融资相关政策的变化历史

时间	政策文件	主要内容
2006/5/6	《上市公司证券发行管理办法》	规定再融资相关业务规则，标志着再融资业务进入起步阶段
2007/7/17	《上市公司非公开发行股票实施细则》	对上市公司非公开发行股票进行规范，再融资政策基本成型
2008/3/24	《上市公司重大资产重组管理办法》	对上市公司并购重组行为进行规范
2011/8/1	《上市公司非公开发行股票实施细则》（2011 年修订）	进一步规范上市公司非公开发行股票行为
2011/8/1	《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》	支持企业利用资本市场开展兼并重组，完善上市公司发行股份购买资产的制度规定
2014/3/21	《优先股试点管理办法》	规范优先股发行和交易行为
2014/3/24	《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	完善企业兼并重组体制机制，优化政策环境
2014/5/8	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	鼓励市场化并购重组
2014/5/14	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	制定创业板再融资规则，允许通过增发、可转债进行股权融资
2014/10/23	《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》	取消消除借壳上市以外的重大资产重组行政审批；明确了分道制审核制度；撤销了购买资产净利润指标的要求；明确提出鼓励依法设立的并购基金参与上市公司并购重组
2014/10/23	《上市公司重大资产重组管理办法》	
2015/4/23	《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十四条、第四十四条的适用意见——证券期货法律适用意见第 12 号》	扩大募集配套资金比例，明确募集配套资金的用途。
2016/9/9	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	细化关于上市公司“控制权变更”的认定标准，完善关于购买

时间	政策文件	主要内容
		资产规模的判断指标，明确累计首次原则的期限为 60 个月；取消重组上市的配套融资，延长相关股东的股份锁定期
2017/2/15	《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》	募集配套资金的定价基准日限定为发行期首日；控股股东、实际控制人及其关联人、整理投资者等锁定期延长至 36 个月；定增数量最高不超过股本 20%；融资间隔为 18 个月
2017/2/17	《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》	
2017/5/26	《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》	规范了上市公司大股东、特定股东、董监高的减持行为，从扩大监管范围和新增减持要求两方面加强限制，将定增投资的时间周期延长到三年以上
2018/11/9	《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》（2018 年修订）	明确了使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求；对再融资时间间隔作出调整，申请增发、配股、非公开发行股票不受 18 个月融资间隔限制，但相应间隔原则上不得少于 6 个月
2019/10/18	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	合格条件的创业板公司可借壳；借壳可募集配套资金；借壳认定标准放宽
2020/2/14	《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》	再融资全面放宽。定增发行对象扩至 35 人；定增定价基准日放松为为董事会决议日、股东大会决议公告日或发行期首日；定增定价折扣调整为 80%；定增不适用减持规则限制，缩短锁定期限要求；定增发行规模数量提升至股本 30%；核准文件有效期增长至 12 个月
2020/2/14	《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》	
2020/2/14	《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》	
2020/2/14	《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）》	

资料来源：国务院，中国证监会，中信证券研究部

对应政策的变化，再融资市场规模的变化也分为四个阶段。随着政策松紧程度的变化，我国再融资市场波动明显：（1）2006-2013 年是再融资市场的起步阶段，在此期间再融资规模总量保持相对稳定，但募集资金规模仍处于历史低位。（2）2014 年以后，受益于创业板定增和并购重组政策的放宽，再融资市场规模开始进入了连续三年的快速扩张时期，2016 年达到超 1.9 万亿的峰值。（3）2017 年开始，受再融资政策变化叠加减持新规的影响，再融资市场规模迅速回落，连续两年同比下滑超 20%。（4）2020 年 2 月，再融资新规正式落地，全面放宽了发行条件，市场规模开始恢复增长，2021 年录得 1.22 万亿元的募资总额，基本扭转了 2017 年以来的颓势。

图 2：再融资项目数量（个）和市场规模（亿元）



资料来源：Choice，中信证券研究部

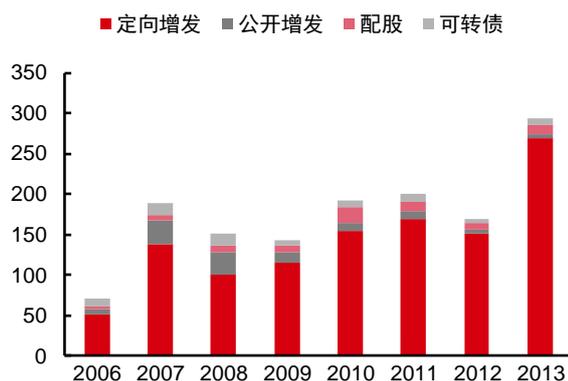
初期期（2006-2013年）：政策初步成型，融资规模维持低位

2006年证监会发布《管理办法》和《实施细则》，再融资制度基本成型。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，上市公司再融资功能基本处于暂停状态。随着股权分置改革取得重要的阶段性成果，2006年5月证监会发布了《上市公司证券发行管理办法》（文中简称为“《管理办法》”），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月证监会进一步制定《上市公司非公开发行股票实施细则》（文中简称为“《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。

《实施细则》确定了定增的制度框架，定增市场开始规范化发展。《实施细则》的政策亮点集中体现在方案审核与定价机制两方面：一是针对非公开发行股票涉及重大资产重组的操作问题，首次引入一次发行、两次核准制度，对并购重组+非公开发行股票事项实施双重审核，并规定重大资产重组与非公开发行股票筹集资金分开办理、两次发行；二是进一步规范非公开发行的定价机制，根据不同的发行目的，区分不同的发行对象规定不同的定价方式。此外，为确保充分竞争，防止出现利益输送、内幕交易等问题，还首次引入公开询价机制，按照价格优先的原则合理确定发行对象、发行价格和发行股数。《实施细则》确定了定增的基本要求及框架，此后定增市场开始规范化发展。

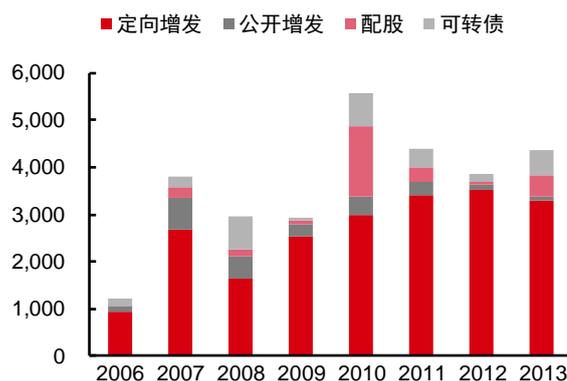
此阶段再融资规模仍处于历史低位，定增已成为最重要方式。再融资制度初步成型后，再融资项目数量和募资规模开始增长。2007-2013年期间，年均再融资项目数量为191个，年均募资规模为3984亿元，数量和募资均处于历史较低位置。其中，年均定增数目为157个，年均定增金额为2869亿元，占再融资比例为72%左右，定增已成为上市公司再融资工具的最重要组成部分。

图3：2006-2013年再融资项目数量情况（个）



资料来源：Choice，中信证券研究部

图4：2006-2013年再融资项目募资情况（亿元）



资料来源：Choice，中信证券研究部

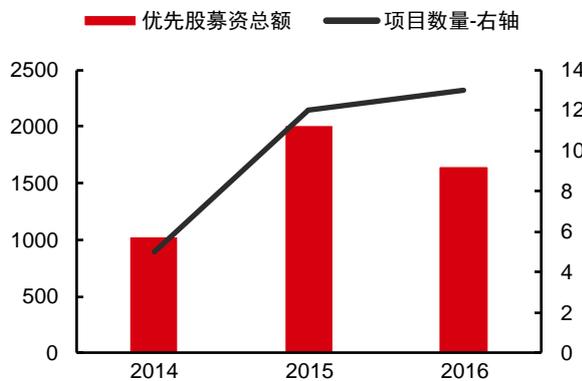
发展期（2014-2016年）：创业板再融资放开，并购重组政策放宽

2014年新国九条鼓励市场化并购重组，释放了再融资政策宽松信号。自2014年国务院《关于进一步优化企业并购重组市场环境的意见》和《关于进一步促进资本市场健康

发展的若干意见》（新国九条）发布之后，政策开始鼓励市场化并购重组，拓宽并购融资渠道，此举是再融资政策放宽的信号，再融资市场开始进入了连续三年的快速扩张时期。

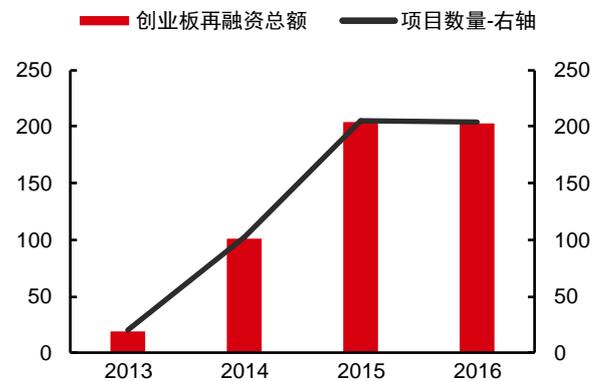
优先股和创业板再融资放开，拓宽了再融资渠道。证监会 2014 年 3 月发布了《优先股试点管理办法》，明确了上市公司可以发行优先股进行再融资，优先股开始成为新的再融资的渠道，此后 3 年优先股募资均超过 1000 亿元，2015 年更是达到近 2000 亿元的峰值。之后发布的《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》为创业板上市公司通过增发、配股、可转债进行股权融资提供了法律依据。政策放开后，创业板再融资迅速发展，项目数量和募资总额于 2016 年达到 204 家、1699 亿元的峰值，三年年均复合增速高达 117% 和 188%。

图 5: 2014-2016 年优先股项目数量（个）和募资总额（亿元）



资料来源: Choice, 中信证券研究部

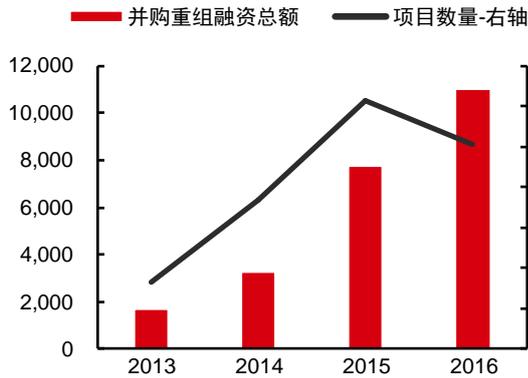
图 6: 2013-2016 年创业板再融资项目数量（个）和募资总额（亿元）



资料来源: Choice, 中信证券研究部

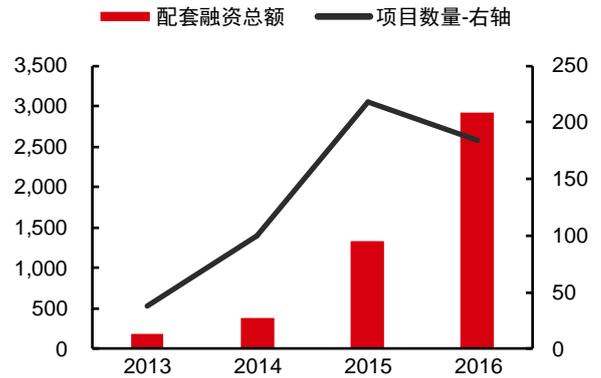
并购重组政策放宽，再融资市场呈爆发式增长。2014 年 10 月，并购重组政策进行修订，开通快速审核通道、取消非借壳并购重组的审批，并允许募集配套资金用于补充上市公司现流动性。2015 年 4 月，证监会将募集配套资金比例的上限从 25% 提高至 100%。随着并购重组政策的宽松，再融资迎来发展的大机遇，A 股并购重组类定增规模呈现爆发式增长，由 2013 年的 1473 亿元激增至 2016 年的 7900 亿元，配套融资也达到 2930 亿元，直接刺激了再融资市场规模的迅速扩张。

图 7：2013-2016 年并购重组类项目数量（个）和募资总额（亿元）



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 8：2013-2016 年配套融资项目数量（个）和募资总额（亿元）

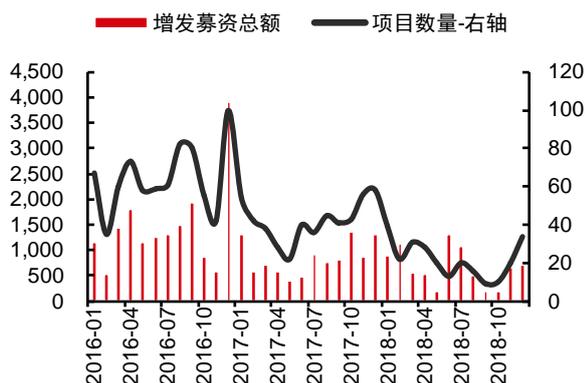


资料来源：Choice，中信证券研究部

收紧期（2017-2019 年）：政策全面收紧，定增市场迅速回落

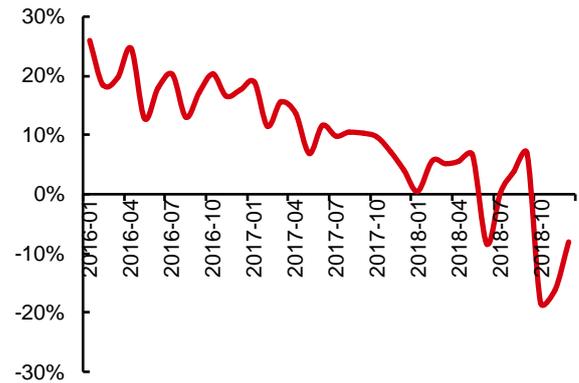
并购重组政策收紧叠加实施细则趋严，定增市场大幅回落。在供给侧改革和防范金融风险背景下，2017 年再融资政策进入收紧周期。此轮政策收紧始于 2016 年下半年并购重组政策的调整，《上市公司重大资产重组管理办法》2016 修订版要求并购重组配套资金不得用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务，加大了对借壳的监管力度。2017 年 2 月《上市公司非公开发行股票实施细则》进行修订，明确定价基准日减少套利空间、设定再融资规模上限为发行前总股本的 20%、要求两次再融资时间间隔不少于 18 个月。政策影响下，定增项目数量和融资规模断崖式回落，2017 和 2018 年增发融资额分别下滑 42%和 22%，发行折价率（=1-发行价格/发行日收盘价）在定价基准日政策调整后明显下降，套利空间大幅收缩。

图 9：2016-2018 年增发项目数量（个）和募资总额（亿元）



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 10：2016-2018 年定增项目发行折价率情况



资料来源：Choice，中信证券研究部

减持新规出台，再融资政策环境进一步收紧，投资者参与定增的积极性有所下滑。2017 年发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》从拓展监管范围、新增减持要求和防范规则漏洞三个方面加强了对解禁期满后减持行为的限制：

1. 拓展监管范围:新规在规范大股东减持行为的基础上,将首次公开发行前发行股份、非公开发行的股份减持行为也纳入适用范围。此外明确了可交换债转股、股票权益互换等减持股也需遵守新规。

2. 新增减持要求: 1) **竞价减持节奏放缓:** 大股东 3 个月内竞价交易减持比例不超过公司股份总数的 1%; 非公开发行股份解禁后 12 个月内竞价交易减持比例不得超过持有量的 50%。 2) **信息披露加强:** 大股东、董监高计划竞价减持需提前 15 个交易日披露减持计划并备案,并在减持区间内披露减持进展情况;两所细则规定减持区间不得超过 6 个月;大股东股权被质押前 2 日需通知上市公司并公告。 3) **出让与受让同时受限:** 大宗交易减持股份 3 个月内不得超过公司股份总数的 2%,受让方在 6 个月内不得转让受让股份。

3. 防范规则漏洞: 新规还严堵了一些制度漏洞,如“过桥减持”(大宗交易受让方 6 个月内不得转让受让股份)、变相减持、高管辞职减持等。

减持新规下再融资政策环境进一步收紧,投资者参与定增的积极性有所下滑,定增规模进一步缩减。

表 2: 2017 年减持新规和旧规比较

项目	旧规 (1 号文)	新规 (9 号文)
发布时间	2016 年 1 月 7 日	2017 年 5 月 27 日
适用范围	大股东与董监高适用本规定,通过二级市场竞价获得的股份不适用本规定。	1.新增首次公开发行前发行股份与非公开发行股份减持也适用本规定。 2.新增可交换债转股、股票权益互换等减持也适用本规定。 3.二级市场竞价获得的股份,不适用本规定。
竞价减持	大股东计划通过证券交易所集中竞价交易减持股份,应当提前 15 个交易日预先披露减持计划。大股东在 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%。	1.新增在预先披露的减持时间区间内,大股东、董监高应当按规定披露减持进展情况。未实施或者未实施完毕的,应当在减持时间区间届满后的 2 个交易日内向证券交易所报告。 2.通过竞价减持公司首次公开发行前发行的股份和上市公司非公开发行的股份,应当符合前款规定的比例限制。 3.持有上市公司非公开发行股份,在解禁后 12 个月内竞价交易减持比例不得超过持有量的 50%。 4.上市公司大股东与其一致行动人所持有的股份应当合并计算。
协议转让	通过协议转让方式减持股份并导致股份出让方不再具有上市公司大股东身份的,股份出让方、受让方应当在减持后 6 个月内继续遵守竞价减持相关规定。交易所规定单个受让方的受让比例不得低于 5%。	1.通过协议转让方式减持股份并导致股份出让方不再具有上市公司大股东身份的,股份出让方、受让方应当在减持后 6 个月内继续遵守 3 个月 1%的比例限制。 2.新增股东通过协议转让方式减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份、上市公司非公开发行的股份,股份出让方、受让方应当在减持后 6 个月内继续遵守 3 个月 1%的比例限制。
大宗交易		采取大宗交易减持股份的,在 3 个月内减持股份不得超过公司股份总数的 2%,受让方在 6 个月内不得转让受让股份。
离职减持		交易所规定:董监高离职半年不准减持,每年转让股份不超过其持有本公司股份数的 25%。
股权质押	上市公司大股东的股权被质押的,该股东应当在该事实发生之日起 2 日内通知上市公司,并予公告。中国证券登记结算公司应当统一制定上市公司大股东场内场外股权质押登记要素标准,并负责采集相关信息。证券交易所应当明确上市公司大股东办理股权质押登记、发生平仓风险、解除股权质押等信息披露内容。因执行股权质押协议导致上市公司大股东股份被出售的,应当执行本规定。	

资料来源:中国证监会,中信证券研究部

宽松期（2020 年至今）：新规落地，再融资市场迎来黄金时期

2018Q4 以来再融资政策陆续放松，市场开始触底回升。2018 年 11 月以来，并购重组政策和再融资政策陆续放松，开启了新一轮政策宽松周期。《发行监管问答》2018 修订版明确了使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求，将再融资间隔从此前的 18 个月压缩至原则上不低于 6 个月。2019 年 10 月，并购重组政策修订，允许符合一定条件的创业板公司进行借壳，允许借壳募集配套资金，并且调整重组上市认定标准，为借壳提供更宽松的环境。受益于政策的逐步放宽，再融资规模从 2018 年的 1.02 亿元回升，市场开始恢复增长。

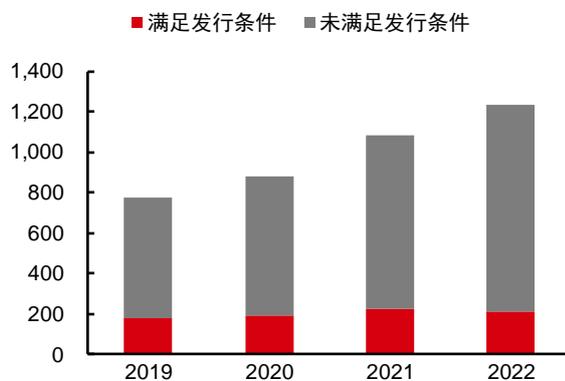
2020 年再融资新规正式落地，政策环境明显回暖。2020 年 2 月，证监会发布了一系列要求，再融资新规正式落地。新规下的定增发行条件放宽，发行规模增加，定价基准下调，发行对象数量增多，锁定期缩短，批文有效期延长，A 股再融资市场正式进入了新一轮的宽松期。

再融资新规的修订包括发行条件、定增制度、批文有效期三方面：

(1) **精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面。**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。

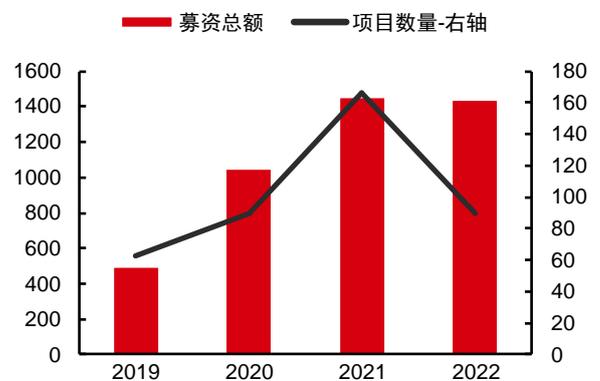
创业板非公开发行门槛降低，利好上市公司再融资。截至 2022 年年末，1232 家创业板上市公司中资产负债率高于 45% 的有 345 家，占比 28.0%，满足连续两年盈利的有 985 家，占比 80.0%，两发行条件均满足的公司仅有 214 家，占比 17.4%。因此，再融资新规使得创业板上市公司非公开发行股票的门槛大幅降低，有利于更多的上市公司进行股权融资，创业板定增项目数量和募资额显著增加，2021 年达到 166 个、1455 亿元，较 2019 年分别增长了 196% 和 163%。

图 11：高发行门槛下的创业板公司数量（个）构成



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 12：2019 年以来创业板定增项目数量（个）和募资总额（亿元）

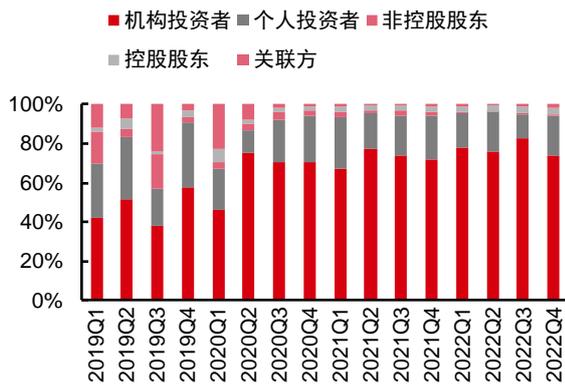


资料来源：Choice，中信证券研究部

(2) 从发行对象、发行规模、定价基准、锁定期等方面优化定增制度。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 9 折减少至 8 折；将主板（中小板）、创业板非公开发行对象数量由分别不超过 10 名和 5 名，统一增加为不超过 35 名；将锁定期由 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月，且不适用减持规则的相关限制；提前确定全部发行对象且为战略投资者的，定价基准范围可扩大至董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行首日；发行规模上限由不超过发行前总股本 20% 提升至 30%。

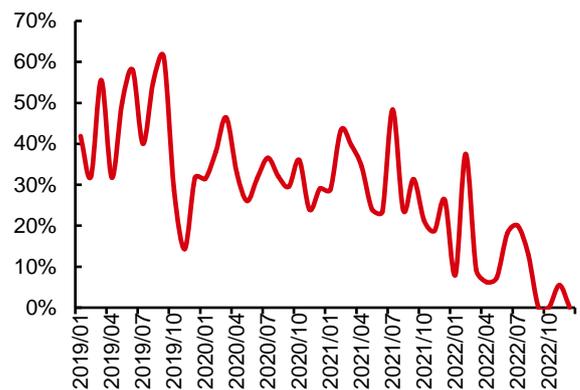
非公开发行投资吸引力增大，市场迎来黄金发展期。新规中的提升折价率上限、缩短锁定期、放松减持限制、降低参与门槛等措施全面提升了非公开发行市场对于资金方的吸引力，参与资金和主体更加多元化，2022Q4 机构投资者的占比已达到 82%，是参与定增的主要力量。新规也使得非公开发行失败率大幅降低，2020 年以来的发行失败率较 2019 年的高点明显下降，促进了非公开发行市场规模快速增长。发行条件放宽、发行成功率提高又将进一步刺激更多上市公司选择非公开发行方式进行融资，非公开发行市场将迎来黄金发展期。

图 13：2019 年以来定增获配对象构成



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 14：2019 年以来定增发行失败率



资料来源：Choice，中信证券研究部

(3) **延长批文有效期。**再融资新规将再融资批文有效期从 6 个月延长至 12 个月。延长再融资批文有效期，一方面有利于应对市场波动风险，帮助发行人和主承销商在相对较长的时间周期内，找到较为理想的发行窗口实现合理定价；另一方面能够增加再融资项目的落实时间，提高发行成功的可能性。

表 3：2020 年再融资新规的变化情况

变化内容	2017 年定增规定	2020 年再融资新规
发行条件	1. 创业板公开发行需最近一期末资产负债率高于 45% 2. 创业板非公开发行需连续 2 年盈利 3. 创业板非公开发行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	1. 取消创业板公开发行需最近一期末资产负债率高于 45% 的条件 2. 取消创业板非公开发行需连续 2 年盈利的条件 3. 从发行条件调整为信息披露要求
发行对象	主板（中小板）、创业板非公开发行对象数量分别不超过 10 名和 5 名	主板（中小板）、创业板非公开发行对象数量不超过 35 名
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 20%；	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%
定价基准	1. 定价基准日为发行期首日 2. 定价不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%	1. 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

变化内容	2017 年定增规定	2020 年再融资新规
锁定期	锁定期为 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），适用减持规则	2.定价不低于定价基准日前 20 交易日均价的 80%； 锁定期为 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），不适用减持规则
批文有效期	6 个月	12 个月

资料来源：中国证监会，中信证券研究部

■ 定增、可转债优势凸显，渐成再融资市场主力

再融资方式中增发和配股为股权融资，可转债、优先股为混合融资。上市公司再融资渠道主要包括增发（包括定向增发、公开增发）、配股、发行优先股、可转债等。增发是股权融资的一种形式，根据募集方式又可分为定向增发和公开发行。定向增发是指上市公司采取非公开的方式，针对特定的对象发行股票的行为。配股也是股权融资的一种形式，具体是指上市公司向原股东发行股票进行筹资。可转债是指上市公司发行票面利率较低的公司债券，能够在约定的时间段内按照约定的比例转换成该公司的股票。优先股是公司发行的在盈余分配和剩余财产分配上优先于普通股的一类股份，但参与公司决策管理等权利受到限制。从融资性质来看，可转债和优先股都是股债混合融资，兼具股票与债券的特点。

表 4：再融资方式分类

类别	融资方式
股权融资	配股
	公开增发
	定向增发
债权融资	公司债券
混合融资	可转换公司债券
	优先股
结构融资	企业资产证券化

资料来源：中信证券研究部

再融资方式特点各异，其中股权融资风险低于混合融资。再融资方式中增发和配股等股权融资方式可以为企业募集到永久性资金，但随着股本增加短期内企业的业绩压力将会增大，其中：配股是向老股东发起的募资，发行难度较低，不会摊薄股东持股比例，但发行对象受限、发行价格偏低，融资效果相对不好；公开增发的高发行门槛限制了其应用；定向增发发行门槛低，发行对象限制少且价格适中，但存在较高的失败风险。混合融资方式中，可转债融资较为灵活，融资成本低、规模大，但若转股不成功将存在还本付息的责任；优先股虽然融资风险小，但股息成本高，且严苛的发行要求使得其适用范围较小。

表 5：再融资方式比较

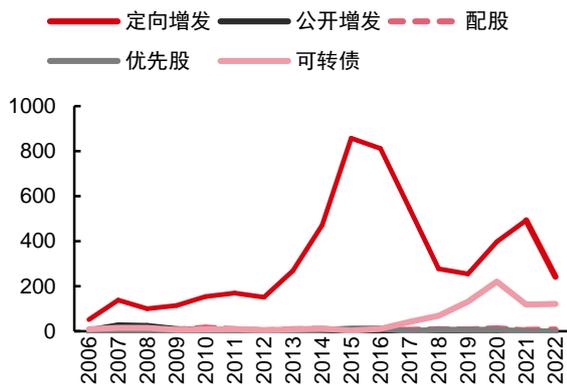
	定向增发	公开增发	配股	可转债	优先股
发行要求	最近三个会计年度连续盈利	最近三个会计年度连续盈利，并且最近三个会计年度加权平均 ROE 平均不低于 6%	最近三个会计年度连续盈利。	最近三个会计年度连续盈利，并且最近三个会计年度加权平均 ROE 平均不低于 6%，实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息	1.最近三个会计年度连续盈利，并且实现的年均可分配利润应当不少于优先股一年的股息。 2.符合以下情形之一：上证 50 成份股；吸收合并其他上市公司；回购普通股以减少注册资本

	定向增发	公开增发	配股	可转债	优先股
时间间隔	原则上不得少于6个月	原则上不得少于6个月	原则上不得少于6个月	没有具体规定	没有具体规定
发行对象	原有股东和新增投资者, 特定对象	原有股东和新增投资者, 不特定对象	原有股东	原有股东和新增投资者, 不特定对象	原有股东和新增投资者, 不特定对象
发行规模	拟发行的股份数量原则上不得超过本次发行前总股本的30%	没有具体规定	拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的百分之三十	发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十	已发行的优先股不得超过公司普通股股份的50%, 且筹资金额不超过发行前净资产的50%
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	不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价	不低于配股前公司每股净资产值, 一般为市价的70%	转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的均价	不得低于优先股票面金额100元, 票面股息率不高于最近两个会计年度的年均加权平均ROE
优点	1. 发行门槛低 2. 发行对象限制少 3. 发行价格适中	1. 没有发行规模限制 2. 发行价格基本等于市价, 融资效率高	1. 面向老股东, 操作程序相对简便, 发行难度低 2. 定价具有较高自由度 3. 不涉及新老股东之间利益的平衡	1. 融资成本较低, 转债票面利率不高于银行同期存款利率 2. 业绩压力较轻, 可转债至少半年之后方可转股	1. 没有固定的到期日, 不用偿还, 筹资风险小 2. 没有固定的利息负担
缺点	1. 发行失败的风险较高 2. 原有股东股权被稀释 3. 股本增加后短期经营业绩压力增大	1. 发行门槛高 2. 原有股东股权被稀释 3. 股本增加后短期经营业绩压力增大	1. 发行对象受限 2. 发行价格普遍较低, 融资效果不好 3. 股本增加后短期经营业绩压力增大	1. 发行门槛较高, 需要开展信用评估和担保程序 2. 若转股不成功, 将存在还本付息的风险, 加剧公司财务负担	1. 融资成本高, 需付股息 2. 发行要求最高

资料来源: 中国证监会, 中信证券研究部

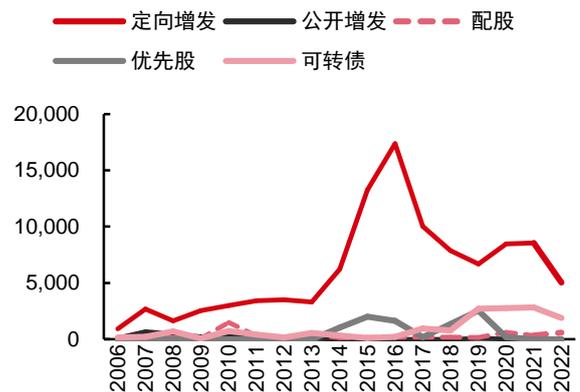
定向增发、可转债为再融资市场主力, 配股、公开增发和优先股规模相对较小。在综合考虑发行条件、融资效果、融资风险后, 股权融资中的定增、混合融资中的可转债逐渐成为再融资的主流方式。定增往往是上市公司再融资的首选方式, 2006年以来贡献了市场规模和项目数量的50%以上, 为绝对主力品种。可转债的募资规模和项目数量仅次于定向增发, 是再融资的重要方式, 2019年以来规模占比25%左右。配股、公开增发和优先股等其他方式的融资规模和项目数量则相对较少。

图 15: 各类再融资项目数量 (个) 变化情况



资料来源: Choice, 中信证券研究部

图 16: 各类再融资项目募资总额 (亿元) 变化情况



资料来源: Choice, 中信证券研究部

从各再融资渠道的规模和项目数量变化来看:

定增规模于 2016 年达到峰值后显著回落，新规落地后开始回升。2017 年之前，由于发行条件相对宽松，定向增发是上市公司再融资的“主战场”，于 2016 年达到历史最高点，实施家数为 772 家，募资总额高达 1.73 万亿元，分别占当年再融资总量的 95.9%和 89.6%。2017 年开始，再融资政策变化叠加减持新规影响下，定增发行难度显著提高，项目规模和数量均显著回落，2019 年，定增实施家数 238 家，规模 6677 亿元，较 2016 年分别下滑 69.2%和 61.5%。2020 年新规落地后，定增项目数量显著回升，募资总额重回 8000 亿元以上，有望维持稳定增长。

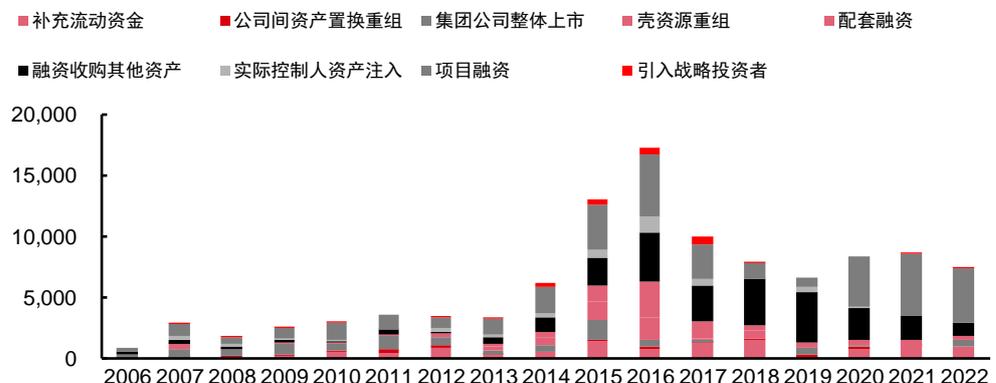
2017-2019 年间可转债规模迅速增长，定增回暖后增速放缓。2017 年至 2019 年是可转债的政策窗口期，这一阶段定增受到了严格的监管控制，而可转债由于具有不受 18 个月发行间隔限制的优势，从 2019 年开始逐渐成为再融资市场的重要品种。2019 年，可转债实施家数为 133 家，规模达 2707 亿元，相较 2015 年分别大增 43.3 倍和 26.6 倍。但随着窗口期已过，叠加再融资新规促使定增回暖，部分可转债的发行需求被定增替代，2020 年以来可转债规模增速放缓，2021 年项目数量有所回落。

公开增发、配股、优先股体量偏小，预计仍将维持小规模发行。公开增发的发行条件较为严格，2015 年以来仅实施 5 家，规模 115.2 亿元，预计未来仍是小众品种；配股募资规模和项目数量近年来维持低位，受政策影响较小，预计未来也将保持稳定；优先股的发行主体主要是银行，单个项目发行规模较大但实施家数较少，预计仍将维持较小规模。

定增市场呈现中小市值风格，收益表现波动明显

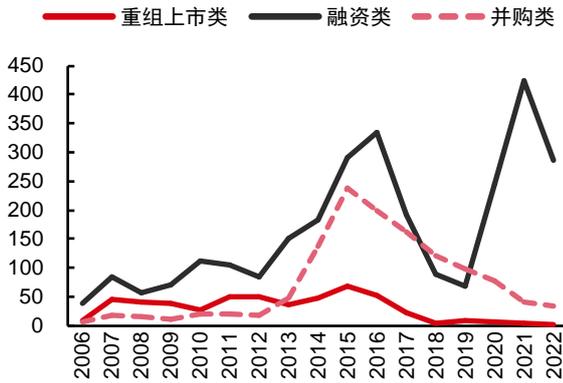
融资类、并购类定增逐渐成为市场主流，重组上市类规模下滑明显。除配套融资外，定增的主要目的可分为三大类：（1）重组上市类，包括公司间资产置换重组、集团公司整体上市、壳资源重组、实际控制人资产注入；（2）融资类，包括补充流动资金、项目融资、引入战略投资者；（3）并购类，主要为融资收购其他资产。2014-2016 年的再融资快速发展期间，三类定增的融资规模均大幅扩张，在此期间，重组上市类和融资类定增占比较高。2016 年开始，证监会加大了对借壳上市的监管力度，重组上市类定增项目逐渐减少，融资类、并购类定增成为市场主流，2022 年占比达到 76%和 16%。

图 17：不同增发目的的定增项目融资情况（亿元）



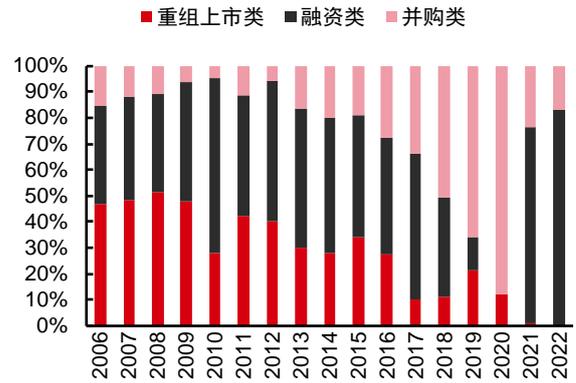
资料来源：Choice，中信证券研究部

图 18: 三类定增项目数量 (个) 变化情况



资料来源: Choice, 中信证券研究部

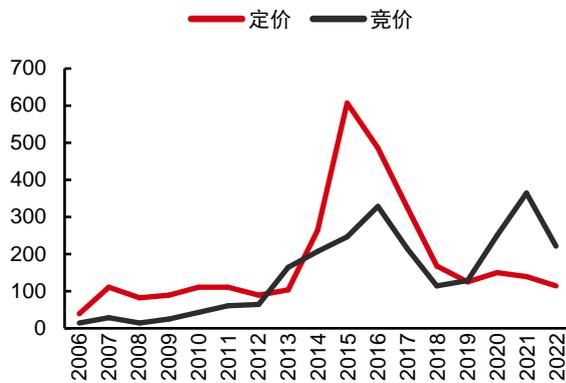
图 19: 三类定增的融资规模占比 (不含配套融资)



资料来源: Choice, 中信证券研究部

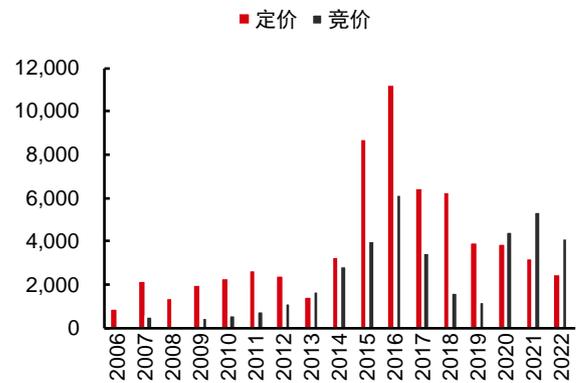
新规落地后竞价类定增成为主流, 定价项目数量无明显变化。2014 年由于创业板定增的放开, 定价类和竞价类定增开始大幅增加, 2016 年达到峰值, 定价类和竞价类定增分别融资 1.12 万亿和 0.62 万亿元。2017 年政策收紧后定增规模显著回落, 在此期间定价类定增融资规模均显著高于竞价类定增。再融资新规落地后, 从产业相关性、持有意愿、参与公司治理等多维度从严认定战略投资者条件, 定价类项目的参与门槛变高, 竞价类定增取代定价类定增成为最主要的定增类型, 截至 11 月底, 2022 年内竞价类定增实施了 181 家, 募资 3335.7 亿元, 占比达 68%和 65%, 而定价类定增项目数量和规模无明显变化。

图 20: 不同定价方式的定增项目数量 (个) 变化情况



资料来源: Choice, 中信证券研究部

图 21: 不同定价方式的定增项目募资总额 (亿元) 变化情况



资料来源: Choice, 中信证券研究部

定价类定增折价率波动幅度大, 市场上行期折价率更高。按照发行日收盘价来计算发行折价率, 由于定价类定增的定价基准日可选为预案公告日, 因此折价率受到预案公告日至发行日期间股价涨跌的影响, 导致发行折价率波动幅度较大。当市场行情较好时折价率更高, 比如 2015 年定价类定增的折价率曾高达 65%, 而市场下跌过程中折价率较低, 甚至可能出现溢价发行的情况。相较而言, 竞价类定增在 2017 年规则变化后只能以发行期首日作为定价基准日, 因此发行折价率在不同时间的波动范围相对较小。

新规推动折价率中枢上移, 2022 年折价率同比下滑。新规落地以来, 受发行价格折扣调整和整体市场表现向好的影响, 两类定增的平均折价水平呈上行趋势, 2021 年定价

类平均折价率达 34.8%，竞价类平均折价率达 17.7%，均已达历史较高水平。2022 年由于市场行情较为低迷，上市公司的股价普遍较低，定增项目的发行折价空间不大，定价类、竞价类项目的平均折价率分别下滑至 27.9%和 11.9%。

图 22：定价类和竞价类定增项目发行折价情况

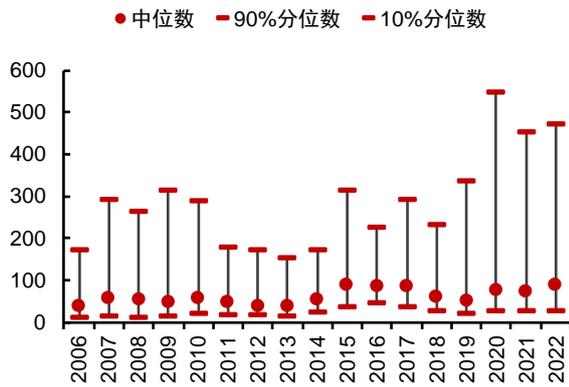


资料来源：Choice，中信证券研究部

中小市值企业为定增发行主力，平均收益率表现和中小市值风格收益一致。按定增发行日来统计市值，发行定增的主体大多数为中小市值企业，自 2006 年以来发行公司市值中位数均为 100 亿以下，因此定增项目的平均收益率会受到中小市值风格收益的影响。中证 500 是综合反映 A 股中小市值公司价格表现的指数，从定增项目平均收益率与中证 500 指数走势的对比中可以看出，定增项目收益表现和中证 500 走势高度一致。

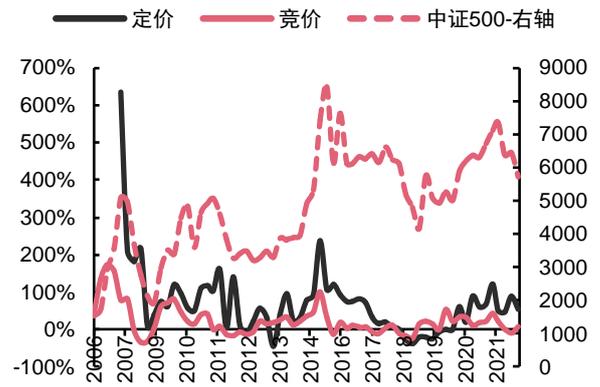
定价定增收益率整体高于竞价定增，2022 年两者收益均同比下滑。按定增股份解禁日的收盘价来计算收益率（若尚未解禁则按截至 2022/12/30 的收盘价计算浮动收益率），2022 年由于市场环境较为低迷，定增项目的整体收益率均较低，定价类项目为 56.2%，竞价类更是仅有 8.8%的收益率，同比 2021 年分别下滑了 28.4pcts 和 15.7pcts。由于竞价发行遵循“价格优先”的原则，发行价格通常高于定价类项目，所以定价类项目往往收益率更高。定价类项目锁定期为 18 个月，而竞价类项目的关联方锁定期为 18 个月，竞价投资者为 6 个月，长锁定期使得定价类项目的收益率波动明显大于竞价项目，市场行情较好时解禁的项目收益率较高，反之则收益率较低甚至亏损。

图 23：发行定增的上市公司市值（亿元）分布



资料来源：Choice，中信证券研究部

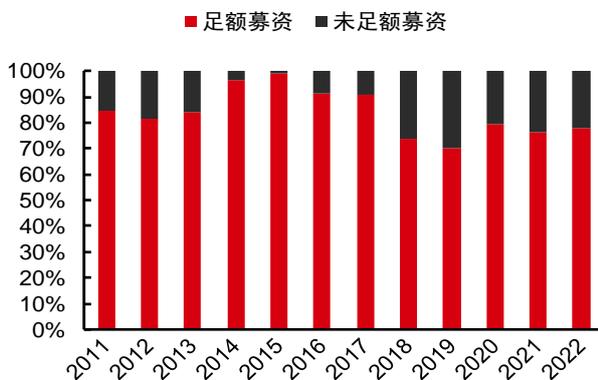
图 24：定增收益率和中证 500 指数走势的对比



资料来源：Choice，中信证券研究部

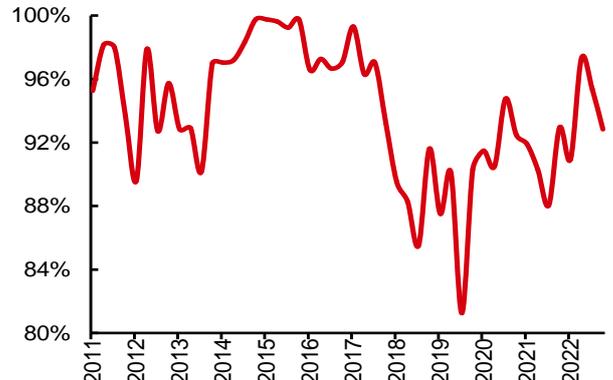
新规以来定增募资难度降低，项目实际募资比例提高。定增募资难度受到多重因素的影响，当市场行情好、政策宽松时，定增项目更容易募集资金。新规落地重新激发了再融资市场的活力，A股定增足额募资占比、平均募资比例较2019年大幅回升。此外，在2022年二级市场持续低迷的态势下，上市公司的估值已触及底部，整体募资同比2021年更容易，项目实际募资比例同比提高，足额募资项目数量占比略有回升，达到77.8%。

图 25：定增足额募资项目数量占比情况



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 26：定增项目平均实际募资比例情况



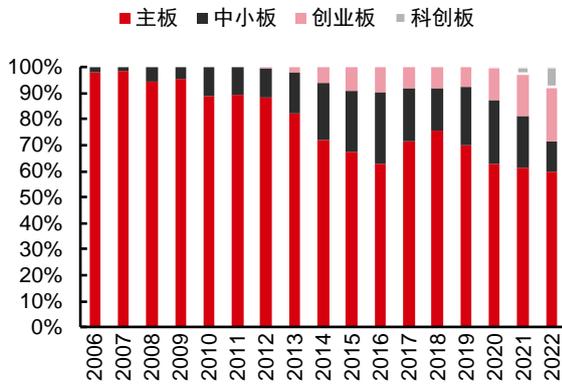
资料来源：Choice，中信证券研究部

政策宽松期间，双创板块定增活跃度更高。不同板块的定增募资规模均随着再融资政策的宽松程度而变化。起初定增募集资金主要集中在主板。2007年开始，中小板募资占比开始上升，这一趋势在2014年政策放宽后更为明显，同时定增资金开始往创业板分流，中小板和创业板融资额占比逐年递增，于2016年达到峰值，分别占27.1%和9.8%。2017年政策收紧后，板块的定增规模占比变化趋势反转，持续走低的主板融资占比开始走高。直至2019年新规落地后，再度宽松的政策推动了双创板块定增项目高度活跃，2022年定增融资额中创业板、科创板占比分别达到21.2%、7.5%，同比大幅提高。

央国企长期是定增融资的主力，民企融资占比持续上行。从企业类型来看，中央国企、地方国企一直是实施定增的重要主体，长期以来贡献了融资总额的50%以上。随着再融资政策的逐渐宽松，民营企业的定增参与度不断提高，融资占比呈持续上行趋势，2022年

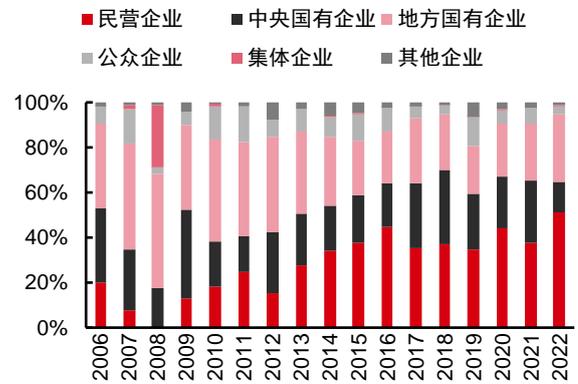
达到了 51.4%，已超越央国企成为了定增市场的最大参与者。此外，还有少量的公众企业、集体企业也实施了定增，贡献了近 10% 的融资额。

图 27：不同板块定增融资占比



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 28：不同类型公司定增融资占比

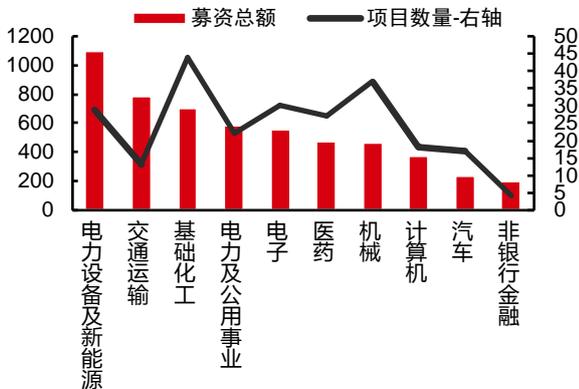


资料来源：Choice，中信证券研究部

2022 年科技、周期行业发行定增数目较多，其中电力设备募资规模最大。从中信证券一级行业分布来看，2022 年完成定增发行的企业涉及 30 个行业。其中，募资最多的行业为电力设备，2022 年募资达 1174 亿元，宁德时代的 450 亿竞价定增更是成为注册制施行以来最大的再融资项目。此外，还有电子、计算机等科技行业和交运、基础化工、电力等周期行业跻身了募资规模前十大行业。从项目数量来看，科技、周期板块发行定增项目数量较多，这是因为这些板块内小市值股票较多，尚处于成长期，现金流不稳定，依赖于定增等股权融资手段，所以定增项目发行数量较多。

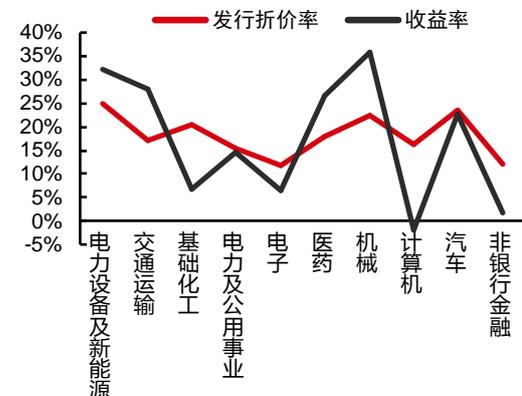
金融板块定增发行折价率相对较低，行业定增收益受二级市场影响显著。各板块的定增项目发行折价率差异不大，仅金融板块定增项目折扣率相对较低，可能源于金融板块较高的流动性和关注度。各行业的项目收益率受到二级市场表现的影响，2022 年电力设备、医药和周期行业中的交运、机械行业收益表现较好。

图 29：2022 年定增募资前十行业项目数量（个）和募资总额（亿元）



资料来源：Choice，中信证券研究部

图 30：2022 年定增募资前十行业定增折价率和收益率情况

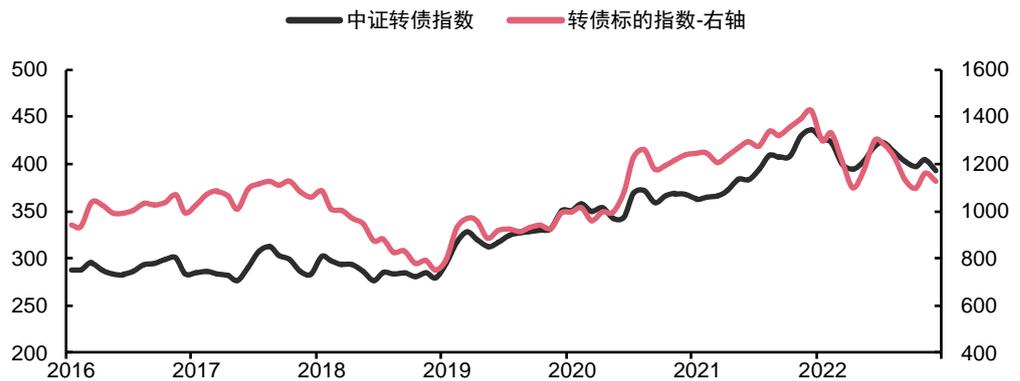


资料来源：Choice，中信证券研究部

可转债“下跌保护”特征凸显，收益表现趋于中小盘风格

可转债具有“下有保底、上不封顶”的特点，2022 年转债跌幅明显小于正股。自 2017 年转债市场快速扩容，至 2021 年底，可转债展现了“下有保底、上不封顶”的特点，相较于正股其波动较小，由此深受固收和“固收+”投资者的青睐。特别是 2021 年，大量的固收+资金涌入转债市场，不断拉升转债市场整体的估值。2022 年 A 股全年呈现震荡下行走势，而转债很好的体现了其在下跌过程中有保护资产的特性，在正股调整过程中依然保持了较高的估值水平，2022 年中证转债指数下跌 10.0%，明显小于转债标的指数下跌的 21.1%。

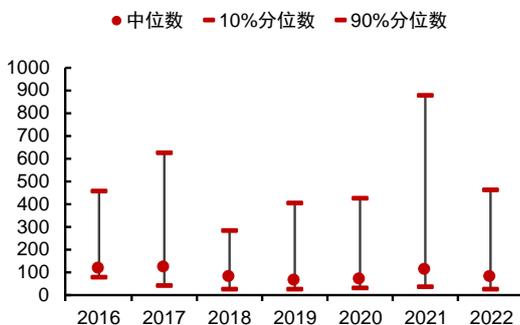
图 31：2016 年以来中证转债指数和转债标的指数走势



资料来源：Choice，中信证券研究部

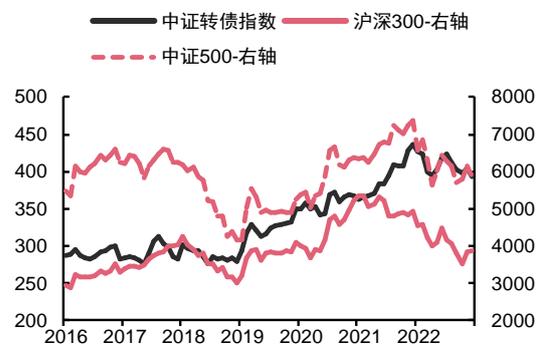
中小市值转债正股占比持续提升，指数走势逐渐接近中证 500。按可转债发行日来计算市值，自 2016 年以来，发行可转债的上市公司市值中位数和均值呈现持续下行的趋势，2022 年发行转债的正股市值中位数为 78.2 亿元，较 2017 年的 122.5 亿元明显减小。由于中小市值公司占比明显提升，中证转债指数的走势逐渐与中证 500 相靠近，而 2018 年一起的转债指数与沪深 300 走势较为一致。从收益表现来看，2022 年以中证 500 为代表的中小成长股整体表现依然强于以沪深 300 为代表的大盘价值，转债的超额表现一定程度上也要归功于中小盘成长风格的持续。

图 32：发行可转债的上市公司市值（亿元）分布



资料来源：Choice，中信证券研究部

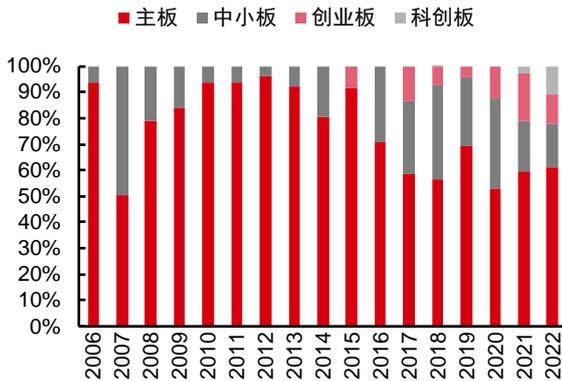
图 33：中证转债指数和沪深 300、中证 500 走势比较



资料来源：Choice，中信证券研究部

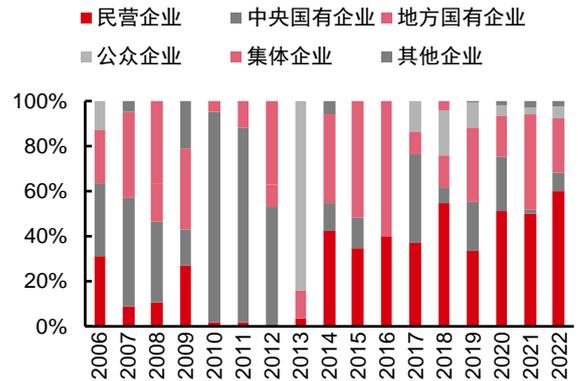
双创板块融资占比持续提升，民企是可转债发行的主力。从板块分布来看，主板融资额占比稳定在 50% 以上，为发行可转债的主要板块；自 2019 年以来，创业板和科创板的融资额占比持续提升，2022 年已达到 22.3%。从企业类型来看，民营企业一直是发行可转债的主力，且自 2016 年以来融资额占比稳中有升，2022 年达到 60.3%；而国企占比明显减小至 32.3%，此外，还有少量的公众企业、集体企业等发行了转债。

图 34：不同板块可转债融资占比



资料来源：Choice，中信证券研究部

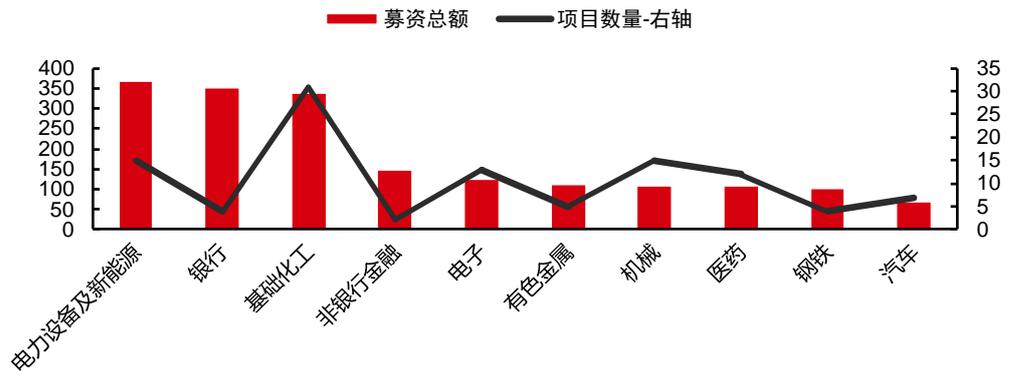
图 35：不同类型公司可转债融资占比



资料来源：Choice，中信证券研究部

电气设备、银行、基础化工行业为可转债募资前三，金融行业项目平均募资额较大。按发行日期来统计行业分布，2022 年完成可转债发行的企业涉及 21 个行业。其中，募资规模排名前三的行业为电气设备、银行、基础化工，募资总额分别为 367.7、350.0、338.0 亿元；项目数量排名前三的行业则为基础化工、电气设备、机械设备，分别为 35、15、15 家。具体项目上，规模前十的可转债项目中有 4 家银行和 2 家券商，说明金融企业的可转债项目平均规模较大，仍是可转债市场的重要主体。

图 36：2022 年可转债募资前十行业项目数量（个）和募资总额（亿元）



资料来源：Choice，中信证券研究部

表 6：2022 年可转债募资前十项目

正股代码	正股简称	发行规模(亿元)	信用等级	中信行业（一级）
601963.SH	重庆银行	130	AAA	银行
600438.SH	通威股份	120	AA+	电气设备与新能源

正股代码	正股简称	发行规模(亿元)	信用等级	中信行业（一级）
601665.SH	齐鲁银行	80	AAA	银行
601838.SH	成都银行	80	AAA	银行
601881.SH	中国银河	78	AAA	非银行金融
603799.SH	华友钴业	76	AA+	有色金属
601878.SH	浙商证券	70	AAA	非银行金融
601012.SH	隆基绿能	70	AAA	电气设备及新能源
601128.SH	常熟银行	60	AA+	银行
000708.SZ	中信特钢	50	AAA	钢铁

资料来源：Choice，中信证券研究部

再融资市场机会展望

融资公司视角：政策宽松利好成长型企业，竞价定增仍将是市场主流

再融资新规红利仍将延续，2023 年定增市场有望回暖。2020 年再融资新规的实施，标志监管政策从之前强监管转向适度放松，重新激发了再融资市场的活力。在大力发展直接融资特别是股权融资的政策背景下，资本市场服务实体经济的质量和效率有望进一步提升，预计 2023 年定增仍将处于宽松的政策环境中，是再融资的主战场，政策红利仍将延续。2022 年受二级市场低迷的影响定增规模有所缩水，但随着二级市场的反弹，定增市场有望回暖。

再融资方式中竞价类定增仍将是市场主流。定增由于其发行门槛低，发行对象限制少且价格适中的优点，成为了最重要的再融资方式。而随着战略投资者的认定条件趋严，定价类项目的参与门槛变高，竞价类定增已成为最主要的定增类型。预计未来一段时间，竞价类定增仍将会是上市公司实现再融资的首选方案。

定增市场将显著偏向中小市值风格，创业板公司更值得关注。一方面，随着定增制度的优化，越来越多的中小市值企业，可以通过定增来实现融资；另一方面，中小市值股票大多处于成长期，现金流不稳定，也依赖于定增等股权融资手段。因此，在新一轮宽松期下，预计定增市场将显著偏向成长类的中小市值风格，尤其是随着创业板定增门槛的降低，全面松绑的创业板更值得关注。

政策宽松利好成长型企业，科技和周期行业项目数量预计仍将维持高位。行业方面，在当前的再融资宽松时期，定增行业分布较为集中，2022 年电力设备、电子等科技行业和化工、机械设备等周期行业的定增项目较多。这些行业内的小市值股票较多，很多上市公司仍依赖于定增融资。因此，政策宽松明显有望利好这些成长型企业，科技和周期行业定增项目数量预计仍将维持高位。

投资者视角：高折价率下定增收益有望趋好，优质成长企业更具投资价值

定增制度的优化，显著提高了定增对投资者的吸引力。新规中的提升折价率上限、缩短锁定期、放松减持限制、降低参与门槛等措施全面提升了定增市场对于投资者的吸引力，

参与资金和主体也将更加多元化。且随着定增市场活跃度的持续提升，投资者们在大量定增项目中有着更多的掘金机会。

市场行情转暖下定增收益表现有望趋好，可转债估值也有望回升。2022 年的定增平均折价率仍处于历史较高水平，项目套利空间较大，仍是参与定增投资的“黄金时期”。且在 2023 年 A 股市场行情转暖预期下，定增折价率中枢有望继续上移，投资者通过定增有望获得较高的超额收益表现。对于可转债而言，预计其凭借“下有保底、上不封顶”的特点将持续受到大量固收和“固收+”投资者的青睐，2023 年的估值中枢有望回升。

高折扣的成长股更具投资价值，预计定增收益表现更好。2020 年以来，定增市场更多的体现为新经济优质公司参与为主。政策宽松期间，中小市值成长型企业定增的收益表现更好。从公司所在行业看，2022 年化工、机械等周期行业和电力设备、电子等科技行业的收益表现较好。新规施行有利于这些行业的成长型企业更为顺利的实行再融资，也有利于定增参与者获得更优越的条件。另一方面，在定增市场，投资者能够从这些优质赛道中挖掘出更具投资价值的估值合理、尚未充分定价的优质个股，实现更高的定增收益。

■ 风险因素

再融资政策变化；二级市场大幅波动；监管趋严；海内外宏观流动性超预期收紧。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。