

九泰基金刘开运：再融资新政改善融资环境，定增或迎重要机遇期

来源：广东广播电视台

东财 Choice 数据显示，进入 6 月，A 股定增市场热度不减。6 月 1 日至 4 日，已有 17 家公司发布定增预案，拟合计募资 280 亿元。今年 3 至 5 月，A 股定增预案披露数量分别为 104 个、149 个、92 个，合计 345 个。

从募资金额看，6 月以来，不乏融资额度较高的定增预案，如欧菲光拟募资不超 67.58 亿元，美凯龙拟募资不超 40 亿元，卓胜微拟募资不超 30.06 亿元等。今年以来，募资上限在 30 亿元及以上的定增预案有 46 个，去年同期为 39 个。

对于定增市场的持续升温，未来又有怎样的投资机遇，今天请到九泰基金定增投资中心总经理刘开运为各位解读。

主持人：近期定增市场的走势相对较为活跃，从证监会发布定增新规到目前为止，已有超过 300 家定增公司发布了定增预案，比去年同期不到 100 家增长了 2 倍多，而预计募集资金方面也比去年同期增长了超过 1 倍，这是否意味着定增领域已经全面回暖？

2 月 14 日新规发布以来，从整个定增融资规模，包括大部分定增预案增长的情况来看，新政对于市场的影响在数据上体现得非常明显。我们预计，今年的融资规模可能会呈现一个明显的反弹。这和我们过去几年定增市场所处的环境是密不可分的，2 月 14 日证监会关于再融资新规的出台，实际上是在 17-19 年定增市场融资出现一个大幅下滑的背景之后，落地的这样一个重磅政策。也就是说我们在出台这样一个政策的同时，定增市场融资规模、定增市场资金的交易情况，都呈现出一个底部的特征。

而这个时候我们出台了一个再融资新规，包括融资规模在内的一系列数据，受到明显影响可能是较为自然的事。你提到前几个月的数据增长已经非常明显，是因为我们之前判断这个市场，它可能处于一个相对底部的区域，因此我们也看到，未来一到两年，再融资规模可能会有所恢复。

主持人：对于再融资新政在助力中小企业融资这方面的作用，您怎么看？

定向增发融资在上市公司融资体系中占有重要地位，定增融资占上市公司融资总量的比例是非常高的，这个数据在 2016 年的时候是 80%，但受到 2017 年再融资政策的变化，2019 年的时候有所下降，当年这个比例降为 44%。

当然，虽说数据有所下降，但定增融资仍然是上市公司融资的一个重要方式。从上市公司融资的角度来说，他们可能仍然首选定向增发。因为与可转债、公开增发这样几种形式相比，定向增发在审批速度、融资门槛上，都具有明显优势。也就是说，定增融资在未来一段时间内，可能仍然是上市公司首选的融资方式。

在今年这样一个市场环境中，很多企业受疫情影响，比较需要资金支持，而在今年这样一个大的经济背景下，再融资对上市公司的一个支持作用，可能就显得尤为关键。

主持人：数据显示，今年以来公募基金参与定增投资较为积极，这是否说明机构都较为看好目前的定增市场环境？

2 月 14 日的再融资新规带来很多变化，包括定向增发投资者的参与数量也有明显增加，创业板由原来 5 名发行对象增加为 35 名；主板、中小板由原来 10 名发行对象增加到 35 名，一系列的变化导致定向增发的参与门槛明显降低。这就是说单个项目的融资门槛出现了明显的下降，比如说上市公司要融资 10 亿

规模，原来的规则下，主板上市公司发行对象不超过 10 个，也就是说每个发行对象至少要投 1 个亿的规模，才有资格参与报价，但在现行的规则下，由于发行对象增加到 35 名，那么他初始的投资门槛就降到了 3000 多万。因此，在这样新的规则下，定向增发的门槛出现了一个明显的降低。同时由于门槛降低，则会引入更多机构来参与这个市场，反过来又带来更多资金，从而形成良性循环。

政策设立的初衷上，还是希望引入更多市场化参与的主体，来进入到定增市场。同时我们也看到，定增融资市场的供给端也是在增加的，从 2 月 14 日到 5 月中旬以来，上市公司定增预案比去年同期增加了 2 倍多，计划中的融资规模也增长了 1 倍多，说明当前这个市场，整体上处于一个供需两旺的状况。而最终反映竞争激烈的程度，将取决于需求和供给这两个层面的因素，从而影响到项目折价率，或者说单个项目的竞争激烈程度。

从当前的观察来看，在定增折价率层面出现了一定的分化，也就是说基本面较优质的标的，它的折价率相对较低。同时由于一些公司过往基本面相对较差，导致计划的融资规模还没有完成。这也说明现在的投资者越来越理性，对上市公司质地、盈利能力、成长性这样一些影响投资回报最基础的因素，越来越看重，整个定增市场也越来越趋于成熟、理性。

总体上我们看到，今年以来看定增平均折价率还是可以的，整体的折价率在 13% 左右。这样 13% 的一个折价，在一定程度上来说给整个定增投资提供了一个较为安全的边际。

主持人：对，这个折价率很关键，因为过往定增市场从折价率上来获得价差的收益是非常明显的，后来再融资政策有所收紧之后，对折价率以及持有期的要求的改变，导致了定增市场经过了一段时间的低迷。今年定增新规的放宽，对于折价率以及持有期限都有明显的放松，在折价率上也是有所体现。那么从目前市场环境以及定增折价的情况，是否是投资定增的一个好时机？

首先因为 2 月 14 日这个政策刚出台没有几个月的时间，当前我们已经看到的这个情况，就是项目供给情况是非常多的，同时资金也在逐步的增加，但最终我们看到一个结果就是我们市场的折扣率还是保持相对一个较高的水平，也就是说这个政策红利期，可能也还是存在的。总体上定增市场还是处于一个政策落地之后融资规模快速提升，定增投资机会迅速增加的这样一个特殊时期，这是第一个层面。

第二个层面是当前的估值环境，大家可以去关注一下中证 500 指数目前的估值水平，因为定增可能主要是投一些偏成长性的企业，而这样的企业，融资需求也相对较大，他们有很强的诉求去发展自身的业务。比如扩大生产线之类，导致他们自身的融资需求也很多。

从中证 500 指数的目前估值水平来看，处在最近 4 年平均估值水平的 30%左右。我们认为，目前总体上可能是一个相对较低的水平。

因为 A 股市场估值在经过了过去 3 年大的调整之后，成长股估值在 19 年虽然有所修复，但它修复的力度比沪深 300 这样的蓝筹股要弱。2020 年开始，已经体现为成长股估值修复优于蓝筹股这样的趋势，但就指数的总体估值水平来说，可能仍然在底部区域。

我们想想，再融资政策变化，对哪些股票的影响最大？其实对偏成长的公司影响是较大的，这些公司比较需要资金支持，新的股权融资带给这些公司的边际影响，应该说比其它类型的公司要大得多，因为一些大公司很少进行股权融资；而相反，一些基本面比较差、非常小的公司，它也融不到钱。反而是处于中间的这些偏成长的公司，它是有能力进行融资的，同时这种融资对它边际性的影响可能也是比较大的。

另外，定增带给这些公司的影响，也会影响这些公司未来对于资本市场的预期。一个是改变未来对这些公司增长的预期，同时对未来这些公司实质性业绩可能也会有些影响，因为它的产能投放下去，或者做一些投资需要一个时间，这样来看的话，定增不管对它业绩本身，还是未来成长性的预期来说，可能都会有所改善。就说从基本面和估值改善的角度可能会提升这样一类偏成长性公司的风险偏好。

所以，我总体上认为，定增这次的新政策对市场的变化可以说影响较大，它这个影响可能也将会是长远和深刻的。对想借助定增融资、实现快速增长的这些公司来讲，可能是比较重要的机遇和契机。

当然因为定增投资是一个中长期的投资，投资的时候一定要注意整个市场的估值情况，当前，像中证 500 这样的估值，我们认为可能还是处于一个相对底部的区域。在这样一个大的背景条件下，我们以相对不错的折价率去获得这些公司的股份的概率可能是较大的。

应该来说，在今年这样一个市场环境下，可能定增仍有许多较为难得的投资机会。

主持人：确实有折价的话，吸引力当然更大一些，就好比我们去商店也喜欢买打折的商品。那么在当前的环境下，怎样去优选一个好的标的进行定增投资，刘总有什么经验可以介绍给大家？

过去，像 16 年下半年或 17 年一季度的时候，市场还比较疯狂的时候，从折价率角度，大家都可以看出来，在整个市场的疯狂下，很多标的都是溢价发行。也就说你参与定增获取股份的价格或许比二级市场价格还要高，这就证明定增

市场进入到了一个非常狂热的阶段。同时一些机构也不加以区别的买许多定增股份，就是无论什么样的公司，无论好坏，它都没有体现出有无折价率的差别，这也是市场进入到一个比较狂热阶段的一个特点。

我们首先要强调的是，目前来看，当前的市场是新政下新一轮定增投资的起点，可能还没有出现特别狂热的这种局面，大家也不用过度去担心这种情况。另外就是，从过往经验教训来看，我们做定增投资，仍然要坚持以基本面选股为宗旨，就是选择那些行业具有成长性、同时还有自身核心竞争力和竞争优势这样一些公司去投资，同时当我们真正以“选择好生意”这样的角度，去筛选市场上值得投资的一些商业模式优质的公司组合，才会意识到，这是我们获取投资收益的根本。

如果仅仅去追求制度套利，认为定增只是一个打折卖股票的行为，不加以区分就可以轻易获取收益的行为的话，那么这种观点是把定增投资看得过于简单了。从过往经验教训来看，坚持以基本面选股作为一个首要因素，把折价率作为一个次要因素，坚持中长期持股，选择优质公司，构建一个比较均衡、分散化的投资组合，应该来说是我们过去力争获取相对较好投资收益的基础。

主持人：我们注意到刘总对于定增有丰富的经验，早年也从事过股权投资，后来进入到公募领域。那么对于定增投资来说，投资一个组合还是投资单票，这两种投资方式各有什么特点和优势？您又有什么经验要给大家分享一下？

刚才也提到了，再融资新政的变化让单个定增项目的投资门槛出现了明显下降，的确可以让更多的人参与到这个市场中来，但我们也看到，单个定增项目门槛降低，并不是说大家去投一两个标的就能够获得比较高的收益了。比如同样一个定增基金，我们现在可以分散化投资到更多的标的上。

当一个投资组合足够分散化之后，整个组合的波动性可能会明显降低，而如果只投资于单票的话，它的投资波动性可能是比较大的。若在行业层面做一些分散，那么整个组合的波动性可能也有所降低。简单来说，对于投资定增的单票，它所面临的不确定性更高一些。而另一方面，若能构建定增组合，波动性或将有所降低。

主持人：对于普通人来说，借道定增基金可以说是投资定增的一个很好渠道，目前来看，公募定增基金的发行也有所增加，那么在定增产品的选择上，刘总有怎样好的建议给大家？

首先，定增对于大多数基金公司来说不是一个核心业务，全市场中专注于做定增投资的公募基金公司并不是太多。任何的事，都是有专业和非专业之分的，所以大家去选择定增产品，首先应该关注这家公司在定增方面有没有经验。

比如了解它公开的产品业绩，产品类型，这些参考因素就显得非常关键。因为不同的公司对这样一个业务所投入的资源是不尽相同的，在定增这样一个细分的领域，有没有一个比较成熟的团队，有没有过往一个历史经验，还有可查询的公开历史业绩，这些因素都会成为我们比较客观评价一家基金公司的基础，以及它在定增业务上有多少的能力储备。

刘开运 先生

对外经济贸易大学金融学硕士，历任毕马威华振会计师事务所审计师，昆吾九鼎投资管理有限公司投资经理、合伙人助理。2014年加盟九泰基金管理有限公司，任基金经理、定增投资中心总经理、致远权益投资部总经理兼执行投资总监。

采访人：关珊

风险提示：

本文内容仅供参考，不构成任何投资建议。基金不同于银行储蓄和债券等能够提供固定收益预期的金融工具，投资人购买基金，既可能按其持有份额分享基金投资所产生的收益，也可能承担基金投资所带来的损失。投资人应当认真阅读《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件。基金的过往业绩并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。