

轮回·涅槃——定向增发投资策略研究

报告日期：2009年6月16日

相关报告：

《人间四月芳菲尽 山寺桃花始盛开——
追送对价股投资机会再挖掘》

2009年4月21日

《朝花夕拾——追送对价股的投资策略
研究》

2009年1月31日

《长风破浪会有时 直挂云帆济沧海》

2008年12月31日

《以史为鉴探索中国股市兴衰规律》

2008年12月19日

分析师：

宏观策略组—仇彦英 周荣华

021-58824282-816 qiuyy@txsec.com

021-58824282-835 zhourh@txsec.com

服务热线

010-66045555

服务邮箱

service@txsec.com

本报告关注点：

- 周期轮回中重新审视定向增发的投资机会。
- 定向增发折价板块中挖掘涅槃回升的投资机会。

投资要点：

- 从经济周期的角度看，经济低迷或萧条状态是资产整合最好的时期。主要是因为可以进行整合的资源较为丰富，同时整合的成本大幅度降低。当前，证券市场上的资产整合案例增加，其中定向增发渐渐成为资产整合的主流。
- 资产整合中最受市场认可的是整体上市，其对上市公司业绩具有增厚作用，有助于提升上市公司内在价值。另外，对于流通股本较小的公司通过定向增发增加了上市公司的市值水平与流动性。
- 在2006到2007年的A股市场上资产整合成为持续的、极具盈利效应的热点。进入2009年，资产整合大幕已经再度拉开，从周期的角度，我们认为当前的时期值得再度重视定向增发股的投资机会。
- 我们建议从以下三个角度来理解伴随定向增发的资产整合类的投资机会。
- 第一个角度，是定向增发预期下的价值重估。建议关注的是定向增发方案通过股东大会核准的股票，以及定向增发方案通过证监会核准的股票，其中后者是需要重点关注的。我们推荐的轮回组合包括：中联重科、ST太光、金岭矿业、黔源电力、浦发银行、天坛生物、金地集团、吉恩镍业、祁连山、恒源煤电。
- 第二个角度，是定向增发折价股的投资机会。建议关注的是机构投资者增发股票已经流通上市的定向增发折价股，以及机构投资者增发股票尚未流通上市的定向增发折价股，其中后者是需要重点关注的。我们推荐的涅槃组合包括：中航地产、沈阳化工、宗申动力、华夏银行、华微电子、新钢股份、火箭股份、亚泰集团、新疆众和、中国远洋。
- 第三个角度，是从主题投资的角度看资产整合，建议关注的是央企整合以及地方国企整合。央企整合需要重点关注的行业主要是：军工、煤炭、电网电力、民航、航运、电信和石油石化这七大行业。地方国企整合需要重点关注的是上海国资委整合的重点领域：建筑、地产、基础设施、医药、电气设备和金融。具体参见相关策略专题报告以及持续跟踪研究。

正文目录

1.	周期调整中并购风生水起	3
2.	定向增发渐成并购主流	4
3.	定向增发提升上市公司价值	5
4.	定向增发的周期轮回	6
4.1	定向增发的历史回眸	6
4.2	定向增发的未来展望	8
5.	定向增发折价股的涅槃	10
5.1	定向增发折价的背景	10
5.2	定向增发折价股的机会	11
5.3	定向增发折价股的风险	12
6.	轮回与涅槃的投资策略	12
7.	轮回组合与涅槃组合	17

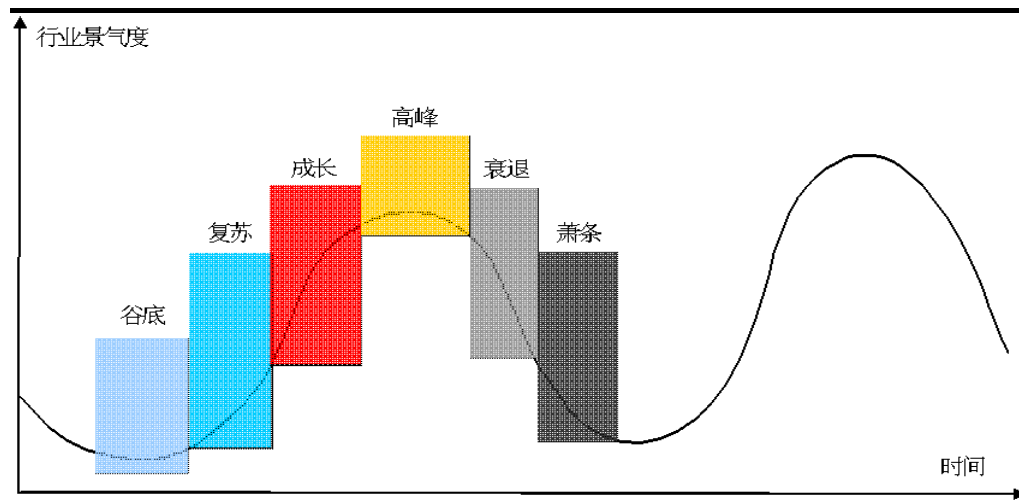
图表目录

图表 1: 经济周期调整提供丰富并购资源	3
图表 2: 股市调整降低成本提升并购动力	3
图表 3: 定向增发融资规模提升	5
图表 4: 定向增发融资占比提升	5
图表 5: 定向增发板块的过往业绩增速远超市场均值	7
图表 6: 定向增发板块的净资产收益率稳步提升	7
图表 7: 定向增发板块的历史超额收益明显	8
图表 8: 2009 年定向增发实施节奏加快	9
图表 9: 2009 年定向增发板块的超额收益依旧明显	9
图表 10: 行业景气与宏观经济	11
图表 11: 行业景气度分类	11
图表 12: 通过股东大会审核的定向增发股票	13
图表 13: 通过证监会审核的定向增发股票	14
图表 14: 已经流通上市的定向增发折价股	15
图表 15: 尚未流通上市的定向增发折价股	16
图表 16: 轮回组合	20
图表 17: 涅槃组合	23

1. 周期调整中并购风生水起

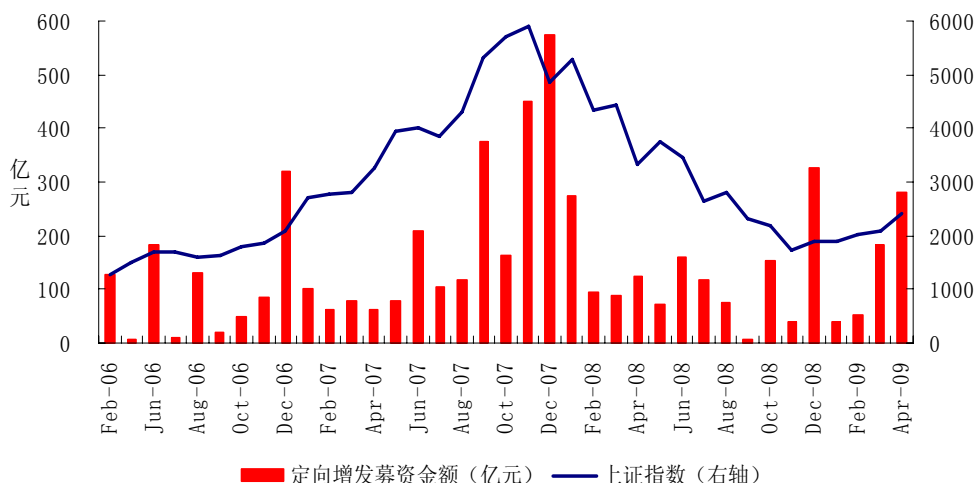
从经济周期的角度看，经济低迷或萧条状态是并购整合最好的时期，主要是因为可以进行并购整合的资源较为丰富，同时并购整合的成本大幅度降低。2008 年由于美国次贷危机的恶化，金融危机向实体经济蔓延，带来了经济危机，欧美日的经济先后陷入衰退。在恶劣的国际环境下，中国经济遭受了东南亚金融危机以来最大的考验，之前持续高速增长的 GDP 增速从高位回落，行业供给过剩，企业盈利下滑，经济进入了回落的周期。在经济因素和恐惧心理的双重影响下，中国股市也出现了大幅下跌。但是这样的大环境，却为并购整合提供了最佳的条件。

图表 1：经济周期调整提供丰富并购资源



资料来源：天相整理

图表 2：股市调整降低成本提升并购动力



资料来源：天相整理（定向增发样本取已经实施完成的个股）

从行业的角度看，一个行业产生伊始，因技术创新而带来的高额投资回报必然吸引大量的资本投入该行业。大量的资本投入进而促进该产业的迅速发展，逐渐成熟，以至于最终形成过剩的生产能力。解决行业过剩能力需要有一个企业退出机制。然而企业主动退出一个“微利”行业在现实经济中并不常见，更多的“企业退出”是藉外

在的并购市场而得以实现。不同行业不仅有自身的周期变化，而且由于技术的发展和消费需求的变化，有些行业会逐步衰落，在这种情况下，如果不能进行并购重组，行业内的上市公司肯定面临业绩的滑坡，甚至倒闭。通过并购重组，这些上市公司的主业能够转移到符合产业发展方向的领域，就可以重新获得发展空间。

由于历史的原因，我国证券市场上很多上市公司都是在照顾国企改革的情况下发行上市的，造成这些上市公司的质量较差，重组成为提升这些公司质量的重要手段。同时，随着我国经济的持续增长，许多行业都经历了固定资产的持续高投资增长，部分行业形成了产能过剩的问题，进而带来经营效益的下滑。我国钢铁、电解铝、铁合金、焦炭、汽车、铜冶炼行业产能过剩问题突出，水泥、电力、煤炭、纺织行业也潜在着产能过剩的问题。一些产能过剩行业的产品价格正在大幅度回落，企业的效益大幅度下滑，亏损企业增加。从目前趋势看，部分行业产能过剩的后果还在进一步发展。在这种情况下，最有效的措施就是加快行业的并购重组，提高产业的集中度，从而逐步缓解行业供大于求的矛盾。对于上市公司来讲，具有优势的企业可以进一步做大做强，从而有利于持续提高上市公司的盈利能力。

从宏观经济增长的模式来看，我国面临着从依赖投资、出口向消费倾斜的再平衡过程，在这种发展的过程中，经济结构的调整成为重要的手段。我国众多行业的突出特征是供过于求或者行业本身的集中度低，使得不同行业面临着新一轮的结构调整，在这种结构调整的动态过程中，不仅为优势企业提供了拓展市场、扩大竞争优势的空间，也为优势企业的资本运作提供了资源。

国内较低的产业集中度为产业整合创造了巨大的空间和机遇。市场竞争的必然结果是一大批企业必将被淘汰，而并购则是促使这一淘汰过程能够迅速进行的最有效的工具。近几年中，我国的许多行业诸如冰箱、彩电、空调、啤酒、水泥等都经历了激烈的产业整合和竞争格局的重新分配，在未来的相当长时期内，这种整合还会继续，钢铁、电解铝、汽车、焦炭等行业都将或正在面临行业的重新整合，而并购将在这一过程中扮演主推动器的作用。

2. 定向增发渐成并购主流

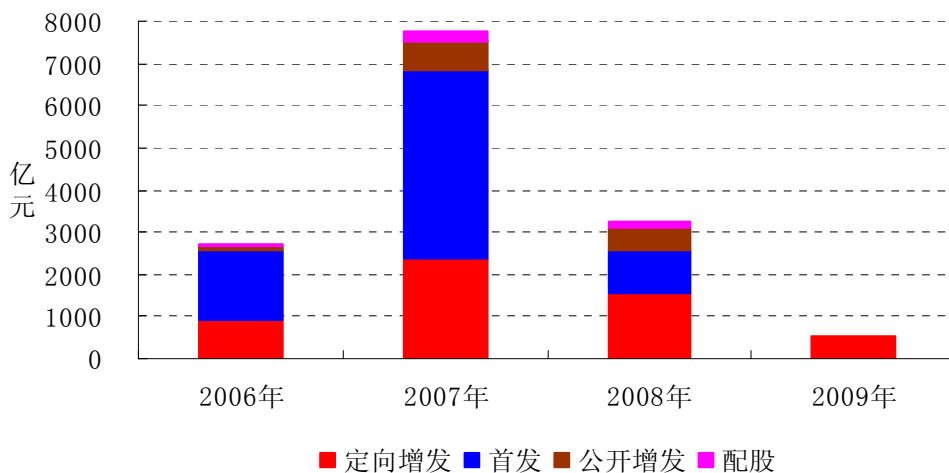
定向增发指的是向特定的股东增发新股。通常情况下增发都是向全体市场投资者实施的，定向增发指向的是特定机构，其目的往往是为了引入该机构的特定能力，如资产、管理、渠道等等。定向增发的对象一般是大股东及关联方，也包括券商及基金等机构投资者。定向增发完成之后，公司的股权结构往往会发生较大变化，甚至发生控股权变更的情况。

在 2006 年初证监会推出的《再融资管理办法》（征求意见稿）中，关于定向增发，除了规定发行对象不得超过 10 人，发行价不得低于市价的 90%，发行股份 12 个月内（大股东认购的为 36 个月）不得转让，以及募资用途需符合国家产业政策、上市公司及其高管不得有违规行为等外，没有其他条件，这就是说，定向增发并无盈利要求。

2005 年 5 月，股权分置改革正式启动，2006 年 1 月，新《证券法》正式实施。在这两大背景下，长期影响中国证券市场发展的股权分置问题得到根本性解决，上市公司全体股东之间利益趋于一致。资本市场资源优化配置的功能得到恢复，拥有较多

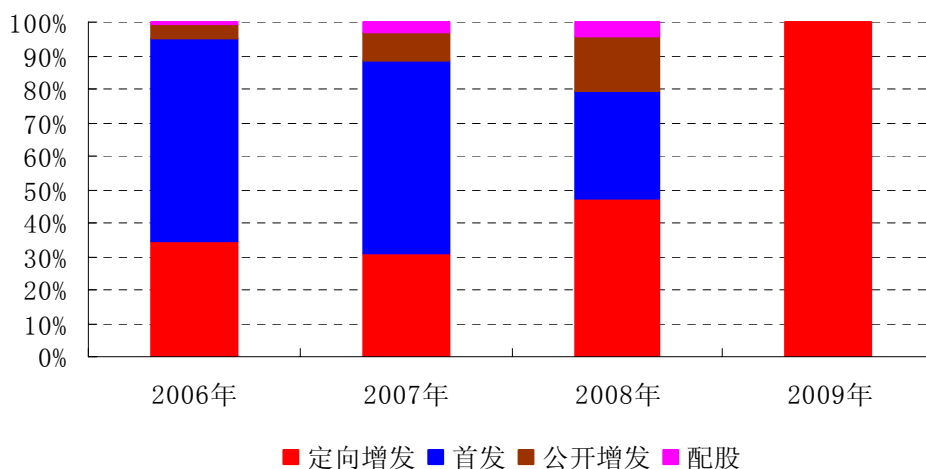
未上市资源的集团公司通过资产注入的方式实现资产证券化成为了一种趋势。由于定向增发具备了门槛降低、市价增发特点，因此上市公司纷纷采用定向增发作为再融资的主要形式。

图表 3：定向增发融资规模提升



资料来源：天相整理（增发样本取已经实施完成的个股，2009 年样本统计截止 4 月 30 日）

图表 4：定向增发融资占比提升



资料来源：天相整理（增发样本取已经实施完成的个股，2009 年样本统计截止 4 月 30 日）

3. 定向增发提升上市公司价值

定向增发主要分为资产并购型和财务投资型，其中尤以资产并购型为主。资产并购型定向增发最受市场认可的是整体上市，因为整体上市对上市公司业绩具有增厚作用，减少关联交易与同业竞争的不规范行为，增强公司业务与经营的透明度，减少了控股股东与上市公司的利益冲突，有助于提升公司内在价值。

对于部分流通股本较小的公司通过定向增发、整体上市增加了上市公司的市值水平与流动性。对于整体上市存在明显的困难，但是控股股东又拥有一定的优质资产，

同时控股股东财务又存在一定变现要求的上市公司，通过定向增发获得的资金用于收购控股股东优质资产，这种增发行为由于能够迅速收购集团的优质资产，改善业绩空间或公司持续发展潜力，因此在一定程度上构成对公司发展的利好。但是具体利好程度而言，则要考虑发行价格与资产收购的价格。与现金收购相比，定向增发作为并购手段能大大减轻并购的现金流压力。同时，定向增发更有利于发挥行业龙头公司的估值优势，能够真正起到扶优扶强的效果。

财务投资型定向增发主要体现为通过定向增发引入战略投资者，财务型定向增发其意义是多方面的。首先是有利于上市公司比较便捷地实现增发事项，抓住有利的产业投资时机。其次，定向增发成为引进战略投资者，实现收购兼并的重要手段。此外，对于一些资本收益率比较稳定而资本需求比较大的行业，如地产、金融等，定向增发由于方便、快捷、成本低，同时容易得到战略投资者认可。

对于参与各方来讲，定向增发能够实现多方共赢的局面。对于上市公司，定向增发并没有关于公司盈利等相关方面的硬性规定，对于一些过往盈利记录未能满足公开融资条件，但又面临重大发展机遇的公司而言，定向增发也会是一个关键性的融资渠道。定向增发可以减少发行费用，采用定向增发方式，券商承销的佣金大概是传统方式的一半左右。同时，对于一些因支付股改对价有失去控股权威胁的上市公司来说，大股东实施定向增发，可以进一步增强控股比例。

对于机构投资人，定向增发可以使之以简洁和低成本的方式参与高成长公司或行业，较为轻易的获得公司或行业高速发展带来的利润，更为重要的是定向增发的股权一般锁定期只在一年左右的时间，随后可以进行流通，投资周期较短而且收益较丰厚。

对于普通流通股股东，定向增发可以提高每股净资产，对上市公司的业绩增长带来利好效应，容易获得市场的认同。上市公司向集团公司定向增发，收购集团公司的优质资产，不仅解决了关联交易问题，而且还提升了上市公司的经营业绩，实现了业绩的确定性增长。同时，为了增发的成功，上市公司也有动力做好业绩，这就成为股价上涨的最大推动力。

4. 定向增发的周期轮回

4.1 定向增发的历史回眸

由于投资者对于以定向增发为主要形式的资产注入、整体上市抱有强烈的预期，导致定向增发在 2006 到 2007 年的 A 股市场上形成了持续的、极具盈利效应的热点。特别是在 2007 年里，定向增发往往能被看做令股价坐上直升机的重大利好，因为定向增发的背后基本上都是大股东注入资产或者基金等机构投资人的重点看好。

这种资产注入的趋势是在积极的政策背景下进行的，在国资委 2006 年 12 月发布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中，明确表示鼓励已经上市的国有控股公司通过增资扩股、收购资产等方式，把主营业务资产全部注入上市公司，进而实现整体上市。

同时，随着股改的完成，尤其是在股权激励、市值考核等背景下，上市公司大股东更为关注上市公司的股价表现，使得大股东更有动力将优质资产注入上市公司，分

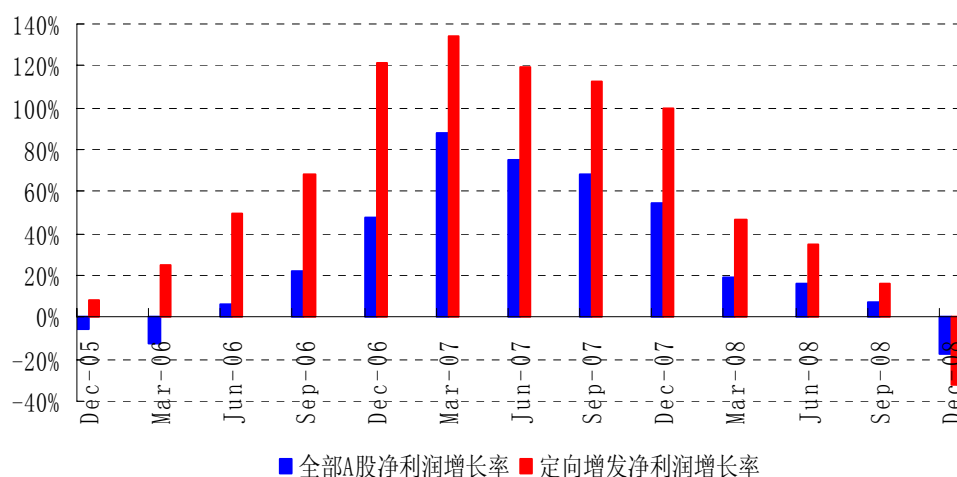
享股价上涨带来的财富效应，实现权益价值的最大化。通过资本市场和上市公司这个平台进行资源的整合，达到集团公司做大做强目标。因此，在政策大力支持和母公司意愿加强的情况下，资产注入成为贯穿相当长时间的集体行为，上市公司资产注入的情况将越来越多，从而形成板块性的投资机会。

我们认为，定向增发伴随的资产注入带来的投资机会是显著的，因为这种外延式的增长较之于企业内生性的增长，效果更加明显，可以在较短时间内迅速提升上市公司的业绩和成长性，促进持续经营能力，从而使得相关股票的投资价值得到迅速提升。大部分上市公司由于大规模的优质资产注入实现了业绩爆发性增长，从而推动股价的迅猛上涨，实现可观的超额收益。

定向增发对于提升上市公司市值水平其内在机理是显而易见的。在股权分置时代，上市公司做大做强更多的是通过增发、配股等手段再融资，然后向大股东购买资产。由于资产交割完成后，大股东在上市公司的权益被稀释，因而新增资产的持续盈利能力与其利益相关度大为削弱。这种“一锤子买卖”容易带来的不良后果是，一些上市公司购买的资产盈利能力逐年下滑，流通股东利益因此受损，而大股东由于持有的为非流通股份，并没有因此有直接的损失。

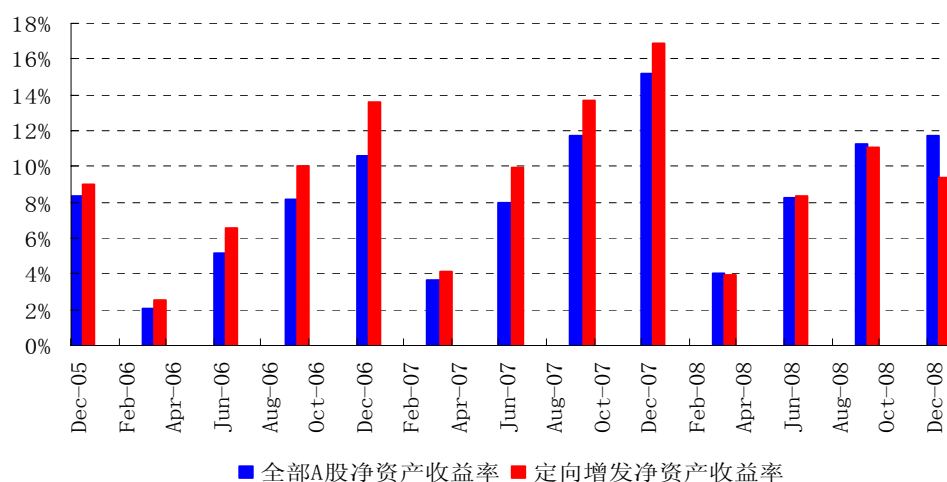
而在全流通环境下，大股东通过定向增发向上市公司注入资产后，其权益比例不降反升。鉴于资本市场当时的低位和对未来的市场普遍良好的发展预期，控股股东尤其是拥有较优质资产的控股股东有强烈的动机向公司注入优质资产以实现资产的价值最大化，这也是相当多的上市公司谋求定向增发的深层次原因。同时，考虑到大股东所持有的定向增发的股份3年之后才能够流通，大股东实现自己价值的最大化将是一个持续的过程。为了确保股权变现利益最大化，大股东将不得不考虑所注入资产的中期持续盈利能力。因此，在控股股东与中小股东信息不对称的情况下，实施定向增发的公司至少在大股东所持有股份到期的时间段里有较强的提升公司市场价值的内在动力，从而可以使中小股东分享公司价值的成长。

图表 5：定向增发板块的过往业绩增速远超市场均值



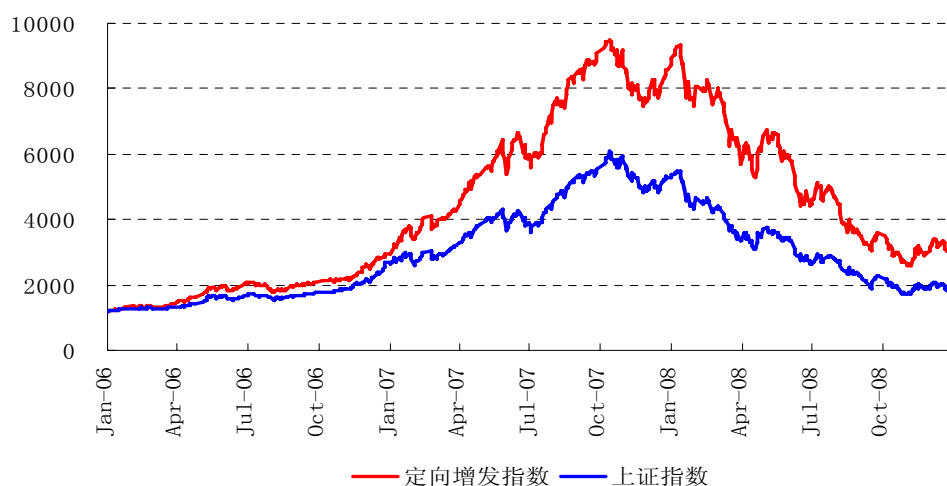
资料来源：天相整理（定向增发板块选取样本为在2006—2008年间实施完成的个股）

图表 6：定向增发板块的净资产收益率稳步提升



资料来源：天相整理（定向增发板块选取样本为在 2006—2008 年间实施完成的个股）

图表 7：定向增发板块的历史超额收益明显



资料来源：天相整理（定向增发指数以 2006.01.01 上证指数为基准，样本选取同上）

4.2 定向增发的未来展望

由于股票市场的低迷，自 2008 年 9 月以来，A 股市场 IPO 暂停已有约 8 个月时间。股市的融资功能主要以再融资的方式来体现，而相比公开增发，定向增发的审批程序简单，获批条件相对较低。

中国证监会 2008 年 8 月 22 日发布《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》（征求意见稿），在原有规定的基础上，《上市公司证券发行管理办法》中确定的再融资公司最近三年以现金或股票方式累计分配的利润由原来的“不少于最近三年实现的年均可分配利润的 20%”提高到 30%。而在 2008 年 10 月 9 日正式发布的《关于修改上市公司现金分红若干规定的决定》，规定上市公司再融资时“最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%”中的股票去掉，更为强调现金分红。

相比之下，定向增发不受上述条件的制约，这导致了今年以来实施再融资的上市

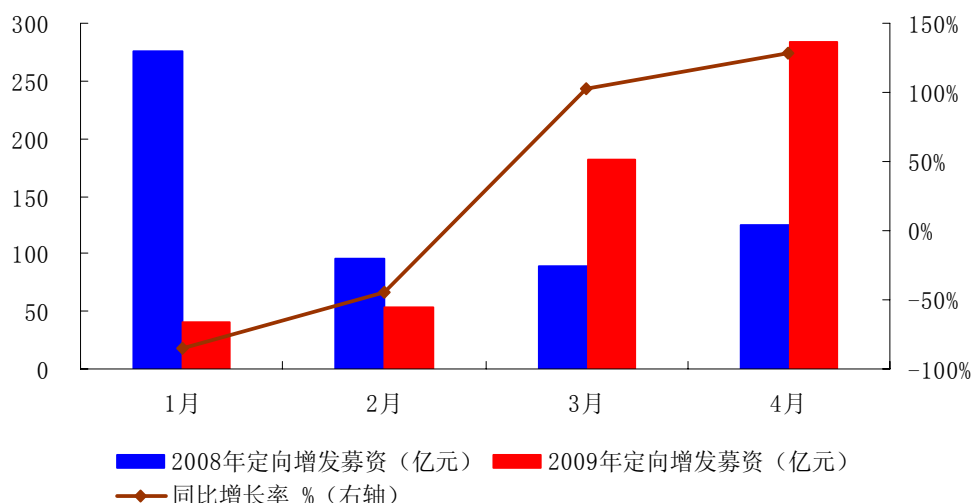
公司中大部分选择了定向增发。2009年1—4月,定向增发占到再融资的比重达到90%,比去年同期增加了30%,已完成增发的公司全部选择了定向增发。2009年1—4月,定向增发累计募集资金合计560亿元。未来拟准备进行定向增发的上市公司仍然数量庞大,目前已有超过100家公司发布了定向增发预案,全部预案所披露的拟增发股数达到266亿股。定向增发的大幕自2009年初开始已经徐徐拉开。

由于2008年股市单边下跌,机构投资者参与定向增发频频被套,因此积极性有所降低。但是,就在2008年底,市场进入低谷的时候,机构投资者开始参与一些上市公司的定向增发。进入2009年,尽管机构投资者参与定向增发一般都有12个月的锁定期,但由于A股市场估值已经相对合理以及对于未来的良好预期,机构投资者参与增发的热情有增无减。

在已经公布定向增发预案的100多家公司中,全部以大股东或大股东关联方为增发对象的公司占30%,剩下70%的公司募资对象中均包括机构投资者。在已经实施的定向增发项目中,有机构投资者参与的项目募集资金额高达346亿元,占比为62%;完全由机构投资者参与认购的项目金额达288亿元,占比为52%。

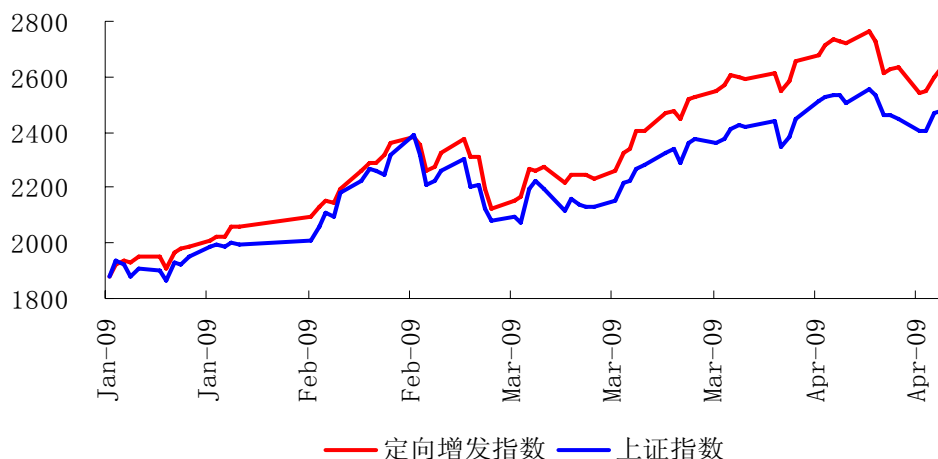
从定向增发板块在2009年的股价表现来看,机构投资者参与定向增发的积极性得到了可观的市场回报。而且随着经济向好信号的不断出现和股市的进一步发展,相信2009年机构投资者参与上市公司定向增发的热情仍将持续,并带动相应股票在一定时间内出现较好的市场表现。

图表 8: 2009 年定向增发实施节奏加快



资料来源: 天相整理 (增发样本取已经实施完成的个股)

图表 9: 2009 年定向增发板块的超额收益依旧明显



资料来源：天相整理（定向增发指数以 2009.01.01 上证指数为基准，样本选取同上）

5. 定向增发折价股的涅槃

5.1 定向增发折价的背景

在熊市初期曾被视作上市公司圈钱工具的再融资，正逐渐转变为市场中的“香饽饽”。以定向增发为主的再融资板块重新活跃，反映出在股市行情回暖之际，市场逐渐认可上市公司的定向增发行为，而这又将反过来促进上市公司加速推进定向增发。对于部分股价仍在定向增发价格之下的股票，市场将更有抬升其股价向定向增发价格回归的动力。

根据 2006 年 5 月 8 日实施的《上市公司证券发行管理办法》，上市公司定向增发股票应当满足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（股票交易总额除以股票交易总量）的百分之九十。但《管理办法》没有对定价基准日作出明确界定。在 2007 年 7 月 19 日证监会发行监管部下发的《关于上市公司做好非公开发行股票董事会、股东大会决议有关注意事项的函》中明确规定，定价基准日可以为董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日。

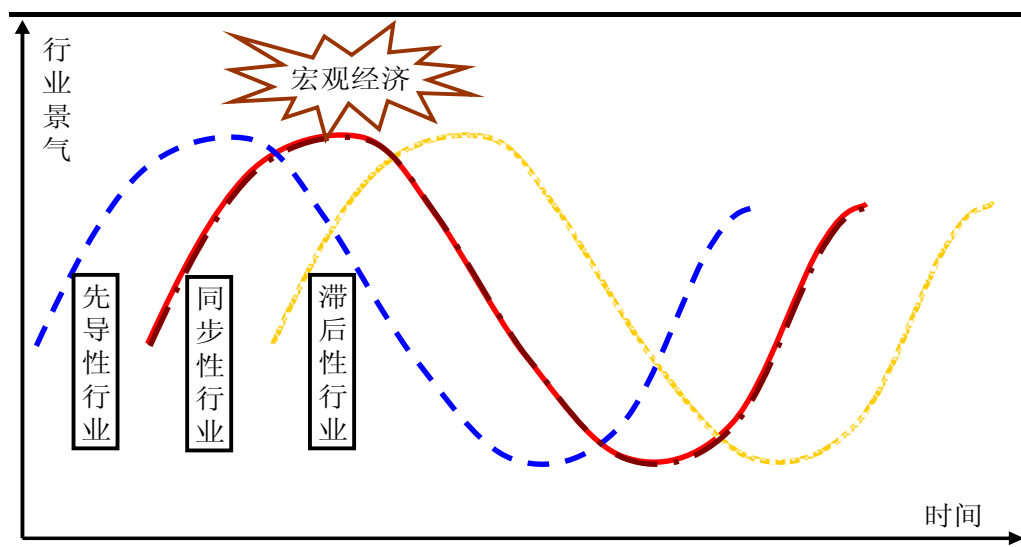
根据上述管理办法，定向增发的发行价格应该不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%，这就为定向增发限定了价格底线。在当时火爆的市场环境下，以及投资者对资产注入的追捧之下，定向增发股的增发价就不会太低。这样，一旦市场趋势有所变化，特别是在 2008 年的单边下跌市道里，股价跌破定向增发价，就成为顺理成章的事情了。

因此，导致定向增发破发折价的主要原因是股市的走势，当股市处于上行阶段时，市盈率被不断推高，由此产生的定向增发价格也就比较高。而当股市处于下行阶段时，整体市盈率下降，股价下跌并跌破定向增发价格的现象就开始出现。

除此之外，行业景气度的变化也是定向增发破发折价的影响因素，相比股市走势的整体影响，行业景气主要表现为结构性的影响。在宏观经济出现调整之前，先导性行业已经率先进入调整，比如 2007 年第四季度开始房地产行业进入调整期，与房地

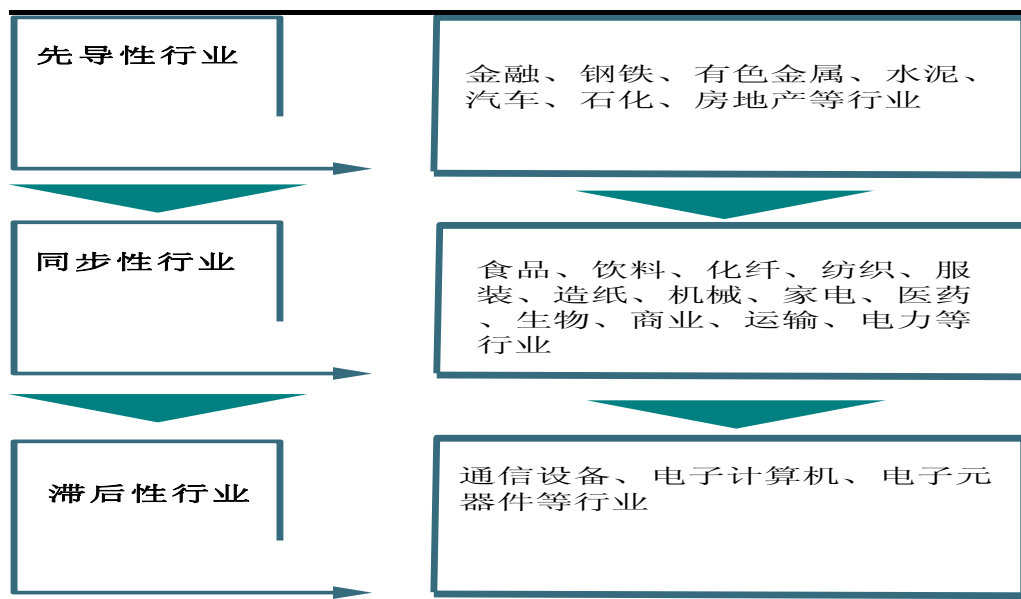
产行业关联度较高的建材、建筑、工程机械和有色金属等行业景气度的也受到拖累，由此导致相关行业的定向增发破发折价的现象比较突出。

图表 10：行业景气与宏观经济



资料来源：天相整理

图表 11：行业景气度分类



资料来源：天相整理

5.2 定向增发折价股的机会

能够实施定向增发的公司，一般都是经营状况尚可、有较强发展意愿的公司。并且上市公司选择的定向增发对象，或是其大股东、或是与公司业务有直接关系的机构、或是机构投资者，这样的对象，一般不会以赚取股票的短线差价为目的，使得公司能够引入长线投资者。

由于定向增发主要是面向机构投资者发行，而且定向增发的限售期一般都在 12

个月以上，如果股价跌破定向增发价格将使参与定向增发的机构投资者被套，因此，定向增发价格本身也是机构投资者与上市公司之间博弈的结果。因此，由机构投资者确定并认可的定向增发价格，更具有上市公司投资价值的标尺意义。根据这样的判断，在当前股价与定向增发价溢价幅度较低的股票中，存在一定的投资机会，尤其是股价跌破定向增发价的股票，更加值得投资者关注。

从市场的角度来看，机构投资者参与上市公司的定向增发，本身就是一次大规模建仓的行为。但由于股市前期的长期低迷，定向增发个股出现大规模的破发折价，这也导致众多机构投资者深套其中，伴随着股市的渐渐回暖，同时如果机构投资者展开自救行为，定向增发破发折价股确实存在一定的投资机会。

对于定向增发破发折价股的投资机会，必须结合多方面因素进行具体分析，需要关注定向增发实施后是否能增厚上市公司的每股盈利，需要关注定向增发募得资金的投向是否合理，需要关注伴随定向增发而注入的资产质量是否能促进上市公司的业绩增长，同时也需要关注定向增发价格的估值是否合理。因为这些因素，是在股市的系统性风险释放之后，决定上市公司股价能否回归定向增发价甚至持续走高的基本因素。另外，单纯从价格的角度，对于定向增发破发折价的个股，其折价率越大，往往意味着其股价回升的动力越强，回升的空间也越大。

综合来看，行业运行趋势和公司基本面主要是决定了上市公司释放业绩和利好推动股价上涨的能力，而估值水平和折价率则决定了上市公司股价上涨的空间。

5.3 定向增发折价股的风险

对于定向增发破发折价股的投资，在重点关注其投资机会之余，也需要关注其投资风险，因为破发折价只是影响股价的一个因素，而不是决定性的因素。需要关注的风险包括系统性和非系统性风险。

首先是系统性风险，需要结合市场环境做出判断。定向增发破发折价股的大批出现，本身就说明股市整体处于风险释放阶段，在这样的环境下，投资本身就存在风险，因此，需要对市场的运行趋势保持关注，只有等系统性风险释放，股市明显企稳之后才是比较好的时机。

其次是非系统性风险，需要关注定向增发公司的基本面和其所处行业的景气程度。公司基本面主要包括募资项目的进展情况，注入资产的盈利能力，以及公司股价的估值水平。行业景气度主要是看行业发展阶段在经济周期中的前景。需要规避的风险是募投项目的进展和盈利不达预期的风险、股价估值过高的风险、行业景气度下滑的风险。

6. 轮回与涅槃的投资策略

经过了历时半年多的中级反弹之后，上证指数基本实现了我们在年度策略报告里提出的目标位 2700 点。对于目前的市场，我们认为是处于一个比较大的压力区域，就是 2600-2900 点，这是 2008 年 7 月下跌时一个反弹的位置。股市每次到了前期的成交密集区域，都会产生震荡，这意味着市场在此区域内会出现很长时间的强势震荡调整。



在前期股市的上涨过程中,市场的投资机会主要集中在国家 4 万亿投资和产业振兴规划引发的行业景气预期。随着行业系统性机会的减弱,股指走势逐步平稳,市场缺乏上涨主线,向行业纵深挖掘的要求越来越高。于是,我们提出新的投资策略,那就是从资产整合的角度来选择新的获取超额收益的机会。

由于资产整合在股市的表现形式主要体现为定向增发,所以我们关注的焦点就是定向增发的股票。定向增发的股票将是今后较长时间内持续的市场热点,因为定向增发伴随的资产注入之后,上市公司业绩增长较为确定。很多定向增发的股票,会承诺其在资产注入后的业绩,这些业绩承诺至少在第一年是会实现的,所以对其股票价格的判断相对会准确些。这一类股票往往在即期业绩上不受制约,因为它对未来资产注入的预期比较强。在市场上的表现往往依赖于预期,这类股票能够相比其他那些受制于业绩的股票要表现得更强更稳,定向增发注入的资产规模和带来的盈利能力增长是对股价主要的驱动因素。

结合定向增发的股票在 2006 至 2007 年间的市场表现和本轮反弹以来的市场表现来看,均呈现了明显的超额收益。因此,从周期的角度,我们认为当前的时期值得再度重视定向增发股的投资机会。

我们建议从以下三个角度来理解伴随定向增发的资产整合类的投资机会。

第一个角度,是定向增发预期下的价值重估。对于定向增发股票的选择,主要是已经制定定向增发方案的股票,按照其定向增发方案审批程序的推进过程来确定分类,建议关注的是定向增发方案通过股东大会核准的股票,以及定向增发方案通过证监会核准的股票,其中后者是需要重点关注的。

第二个角度,是定向增发折价股的投资机会。在关注定向增发的同时,由于 2008 年的极端市场环境,由此引申出了新的投资机会,就是定向增发折价股的投资机会。定向增发价格是机构投资者认购定向增发股票的成本,股价出现折价,存在一定的套利机会。对于定向增发折价股的选择,主要是已经实施完成定向增发但股价较定向增发价格出现折价的股票,按照对机构投资者增发的这部分股票是否解禁流通上市交易为标准来确定分类,建议关注机构投资者增发股票已经流通上市的定向增发折价股,以及机构投资者增发股票尚未流通上市的定向增发折价股,其中后者是需要重点关注的。

第三个角度,是从主题投资的角度看资产整合,建议关注的是央企整合以及地方国企整合。央企整合需要重点关注的行业主要是:军工、煤炭、电网电力、民航、航运、电信和石油石化这七大行业。地方国企整合需要重点关注的是上海国资委整合的重点领域:建筑、地产、基础设施、医药、电气设备和金融。具体参见我们之前发送的相关策略专题报告以及之后的持续跟踪研究。

图表 12: 通过股东大会审核的定向增发股票

序号	名称	代码	拟发行股份(万股)	拟融资金额(亿元)	股东大会审议日期	序号	名称	代码	拟发行股份(万股)	拟融资金额(亿元)	股东大会审议日期
1	迪马股份	600565	2144	4.39	2008-3-12	41	华新水泥	600801	20000	40.00	2009-4-3
2	广电电子	600602	-	-	2008-6-23	42	ST 金瑞	600714	12346	5.00	2009-4-7
3	三环股份	000883	8127	6.11	2008-7-8	43	金牛能源	000937	40000	49.12	2009-4-10
4	海鸟发展	600634	5917	7.07	2008-7-15	44	中孚实业	600595	40000	25.00	2009-4-10



5	飞亚达 A	000026	3000	5.32	2008-7-26	45	广东榕泰	600589	10000	4.00	2009-4-10
6	ST 耀华	600716	18332	9.28	2008-8-6	46	霞客环保	002015	3000	1.54	2009-4-13
7	西北轴承	000595	10000	9.27	2008-8-6	47	平高电气	600312	15000	12.21	2009-4-14
8	通威股份	600438	10185	13.64	2008-8-6	48	长征电气	600112	5000	4.34	2009-4-20
9	航天科技	000901	2732	3.04	2008-8-19	49	闽闽东	000536	55583	24.23	2009-4-20
10	力诺太阳	600885	9742	10.32	2008-9-4	50	金地集团	600383	40000	41.00	2009-4-24
11	三爱富	600636	73085	62.00	2008-9-8	51	ST 华龙	600242	12178	4.49	2009-4-27
12	盾安环境	002011	5000	5.00	2008-9-10	52	深振业 A	000006	15000	10.00	2009-4-28
13	通葡股份	600365	4000	2.96	2008-9-17	53	S*ST 长岭	000561	25209	7.06	2009-4-28
14	徐工科技	000425	32236	53.09	2008-10-10	54	ST 贤成	600381	14695	5.01	2009-4-29
15	威远生化	600803	7539	5.51	2008-10-15	55	吉恩镍业	600432	6000	11.00	2009-5-4
16	国恒铁路	000594	81000	21.14	2008-10-31	56	*ST 科苑	000979	44188	19.27	2009-5-5
17	黔源电力	002039	7463	5.00	2008-11-14	57	中茵股份	600745	12000	5.98	2009-5-5
18	科力远	600478	7500	4.50	2008-11-17	58	浦发银行	600000	-	150.00	2009-5-5
19	三一重工	600031	11786	19.80	2008-11-21	59	综艺股份	600770	4800	4.75	2009-5-15
20	深圳华强	000062	37256	15.57	2008-11-28	60	东力传动	002164	5500	5.48	2009-5-15
21	轴研科技	002046	1059	1.28	2008-12-22	61	天山股份	000877	20000	15.00	2009-5-15
22	华菱钢铁	000932	60000	18.80	2009-1-5	62	精工钢构	600496	5000	3.50	2009-5-15
23	华电能源	600726	60000	15.00	2009-1-16	63	达意隆	002209	2500	1.80	2009-5-19
24	天坛生物	600161	2722	15.00	2009-1-16	64	鹏博士	600804	12000	14.00	2009-5-20
25	西安民生	000564	3396	1.95	2009-1-21	65	中联重科	000157	30000	55.72	2009-5-21
26	ST 双马	000935	36809	28.01	2009-1-23	66	南山铝业	600219	30000	25.00	2009-5-25
27	ST 新天	600084	60000	20.00	2009-2-2	67	新华光	600184	12000	7.54	2009-5-26
28	棱光实业	600629	2100	2.50	2009-2-24	68	凯乐科技	600260	6000	4.00	2009-5-27
29	三元股份	600429	25000	10.00	2009-3-2	69	粤电力 A	000539	20000	12.00	2009-5-27
30	建峰化工	000950	10000	12.00	2009-3-12	70	酒钢宏兴	600307	117208	67.86	2009-6-1
31	三安光电	600703	5000	8.00	2009-3-16	71	御银股份	002177	5000	4.95	2009-6-1
32	鲁信高新	600783	17000	20.08	2009-3-19	72	华电国际	600027	75000	35.00	2009-6-2
33	*ST 金果	000722	26393	8.58	2009-3-19	73	四川湖山	000801	5796	4.98	2009-6-2
34	荣信股份	002123	1600	4.98	2009-3-20	74	凯恩股份	002012	4000	3.40	2009-6-2
35	广百股份	002187	874	1.84	2009-3-25	75	大唐电信	600198	14000	12.00	2009-6-2
36	日照港	600017	30000	12.50	2009-3-26	76	大唐发电	601991	70000	50.00	2009-6-3
37	三普药业	600869	30743	24.00	2009-3-27	77	烽火通信	600498	6000	5.60	2009-6-3
38	川投能源	600674	-	-	2009-3-27	78	高鸿股份	000851	8000	4.63	2009-6-3
39	亚盛集团	600108	29580	11.57	2009-3-27	79	冠豪高新	600433	6000	2.76	2009-6-8
40	荣盛发展	002146	15000	12.00	2009-4-1	80	南通科技	600862	10000	6.00	2009-6-8

资料来源：天相整理

图表 13：通过证监会审核的定向增发股票

序号	名称	代码	拟发行股份(万股)	拟融资金额(亿元)	股东大会审议日期
1	中大股份	600704	6442	13.03	2008-1-18
2	*ST 亚华	000918	117135	45.68	2008-5-27
3	大连金牛	000961	47803	42.41	2008-7-24
4	首开股份	600376	35000	40.46	2008-7-30



5	美都控股	600175	20000	8.80	2008-8-15
6	金岭矿业	000655	5083	12.24	2008-9-8
7	ST 太光	000555	81565	55.46	2008-10-8
8	山西焦化	600740	30000	20.79	2008-10-22
9	青岛碱业	600229	12000	4.90	2008-10-27
10	同力水泥	000885	9000	10.33	2008-11-18
11	诚志股份	000990	5000	6.41	2008-11-26
12	西南合成	000788	4287	2.20	2008-11-26
13	恒源煤电	600971	23600	31.36	2008-12-3
14	祁连山	600720	12000	6.98	2008-12-19
15	中国软件	600536	6438	4.00	2008-12-31
16	华联股份	000882	24465	8.40	2009-1-21
17	中兵光电	600435	2750	8.02	2009-2-11
18	南方航空	600029	72115	15.00	2009-2-26
19	ST 东航	600115	143738	55.63	2009-2-26
20	太极实业	600667	10000	3.08	2009-3-2
21	同洲电子	002052	5500	4.30	2009-3-10
22	保利地产	600048	63760	80.00	2009-3-10
23	仁和药业	000650	9000	6.07	2009-3-13
24	*ST 上航	600591	22222	10.00	2009-3-13

资料来源：天相整理

图表 14：已经流通上市的定向增发折价股

序号	名称	代码	发行日期	上市日期	发行价 (元/股)	复权价 (元/股)	溢价率
1	天音控股	000829	2007-8-7	2008-8-18	29.90	11.22	-62.49%
2	蓝星新材	600299	2007-8-24	2008-8-31	39.06	15.07	-61.42%
3	中国远洋	601919	2007-12-26	2008-12-28	30.00	12.86	-57.14%
4	中航地产	000043	2007-9-19	2008-9-25	24.00	11.70	-51.24%
5	美克股份	600337	2007-10-19	2008-10-24	21.50	11.05	-48.60%
6	友利控股	000584	2008-1-30	2009-2-25	13.30	7.37	-44.59%
7	火箭股份	600879	2007-6-8	2008-6-10	22.00	13.08	-40.53%
8	亚泰集团	600881	2007-11-8	2008-11-15	18.00	10.81	-39.94%
9	白云机场	600004	2007-12-25	2008-12-27	15.05	9.18	-39.00%
10	新疆众和	600888	2008-1-25	2009-1-29	19.50	12.38	-36.53%
11	苏州高新	600736	2007-10-15	2008-10-23	16.10	10.26	-36.26%
12	宗申动力	001696	2007-9-25	2008-10-15	19.00	12.15	-36.03%
13	华微电子	600360	2008-1-7	2009-1-7	16.50	10.68	-35.27%
14	长航油运	600087	2007-12-19	2008-12-20	16.80	10.92	-34.98%
15	华业地产	600240	2007-11-27	2008-11-28	13.00	8.51	-34.58%
16	云维股份	600725	2007-8-4	2008-8-9	21.00	14.02	-33.24%
17	华天酒店	000428	2008-3-11	2009-3-17	15.68	10.63	-32.21%
18	新钢股份	600782	2007-11-30	2008-12-3	10.00	6.89	-31.11%
19	吉恩镍业	600432	2007-10-19	2008-10-30	88.00	61.11	-30.56%



20	天房发展	600322	2007-10-17	2008-10-20	7.55	5.50	-27.15%
21	远兴能源	000683	2008-3-12	2009-4-16	15.16	11.61	-23.42%
22	天茂集团	000627	2008-1-9	2009-1-18	8.18	6.27	-23.35%
23	大族激光	002008	2007-6-5	2008-6-12	18.10	14.19	-21.61%
24	海通证券	600837	2007-11-19	2008-11-21	35.88	28.35	-21.00%
25	风帆股份	600482	2007-10-10	2008-10-22	36.00	28.82	-19.94%
26	长源电力	000966	2007-10-9	2008-10-22	6.30	5.18	-17.78%
27	海泰发展	600082	2007-9-24	2008-9-26	16.00	13.23	-17.32%
28	厦工股份	600815	2007-11-7	2008-11-22	10.20	8.48	-16.82%
29	深天马A	000050	2007-8-13	2008-8-28	9.81	8.19	-16.52%
30	黄山旅游	600054	2007-7-27	2008-8-4	18.05	15.08	-16.48%
31	东阳光铝	600673	2007-12-13	2008-12-24	17.50	14.70	-16.00%
32	常山股份	000158	2008-1-21	2009-2-1	8.35	7.14	-14.55%
33	中储股份	600787	2007-10-30	2008-10-31	8.60	7.41	-13.79%
34	华胜天成	600410	2007-8-24	2008-9-15	20.71	17.97	-13.24%
35	金马股份	000980	2007-9-21	2008-10-30	7.00	6.30	-10.00%
36	江西铜业	600362	2007-9-22	2008-9-27	31.30	28.92	-7.61%
37	顺鑫农业	000860	2007-9-12	2008-9-21	12.50	11.57	-7.42%
38	万通地产	600246	2007-9-13	2008-9-19	30.00	28.37	-5.43%
39	宜华木业	600978	2007-3-26	2008-4-2	12.10	11.46	-5.32%
40	西飞国际	000768	2008-1-31	2009-2-25	25.18	23.96	-4.85%
41	宁波海运	600798	2008-1-4	2009-1-9	9.00	8.61	-4.38%
42	新湖中宝	600208	2007-8-29	2008-9-4	16.06	15.56	-3.13%
43	苏宁电器	002024	2008-5-16	2009-5-21	45.00	43.83	-2.59%
44	银鸽投资	600069	2007-8-6	2008-8-16	7.06	6.92	-1.97%
45	同方股份	600100	2007-7-26	2008-8-1	23.20	22.90	-1.29%
46	中金黄金	600489	2008-2-27	2009-3-2	78.00	77.38	-0.80%
47	安徽合力	600761	2006-6-30	2007-7-5	10.60	10.55	-0.52%

资料来源：天相整理（复权方式采用后复权，复权时间是从发行日期至 2009.5.31）

图表 15：尚未流通上市的定向增发折价股

序号	名称	代码	发行日期	上市日期	发行价 (元/股)	复权价 (元/股)	溢价率
1	安阳钢铁	600569	2008-1-31	2011-3-28	8.35	4.04	-51.62%
2	冠农股份	600251	2008-5-26	2009-6-4	58.00	35.04	-39.59%
3	中科英华	600110	2008-2-2	2011-2-4	17.21	10.65	-38.12%
4	天津港	600717	2008-4-1	2011-4-1	18.17	11.48	-36.80%
5	振华重工	600320	2009-3-14	2012-3-17	17.78	11.71	-34.14%
6	华夏银行	600015	2008-10-16	2011-10-20	14.62	10.01	-31.53%
7	*ST 成功	000517	2009-4-8	2014-4-8	2.92	2.00	-31.51%
8	中国远洋	601919	2007-12-17	2010-12-19	18.49	12.86	-30.46%
9	沈阳化工	000698	2008-7-28	2009-8-8	12.42	9.05	-27.13%
10	营口港	600317	2008-6-3	2011-6-12	14.55	10.64	-26.91%
11	中环股份	002129	2008-5-22	2011-6-2	16.89	12.82	-24.10%

12	吉电股份	000875	2008-2-2	2011-11-11	5.94	4.65	-21.72%
13	凌钢股份	600231	2008-12-3	2011-12-8	9.45	7.73	-18.20%
14	京东方 A	000725	2008-7-10	2009-7-23	5.47	4.55	-16.82%
15	城投控股	600649	2008-7-30	2011-8-5	15.61	13.35	-14.46%
16	安凯客车	000868	2008-4-24	2011-5-9	7.62	6.55	-14.04%
17	美克股份	600337	2007-10-12	2010-10-15	12.82	11.05	-13.81%
18	锦州港	600190	2009-3-24	2012-3-31	7.77	6.74	-13.26%
19	华新水泥	600801	2008-2-1	2011-2-4	26.95	23.41	-13.15%
20	外高桥	600648	2008-12-8	2011-12-8	16.87	14.88	-11.80%
21	上实发展	600748	2008-3-26	2011-3-27	22.81	21.08	-7.58%
22	上海普天	600680	2008-8-12	2011-8-19	9.05	8.58	-5.19%
23	农产品	000061	2008-4-11	2011-7-10	18.03	17.22	-4.52%
24	宁波富达	600724	2009-4-16	2012-4-16	7.58	7.26	-4.22%

资料来源：天相整理（复权方式采用后复权，复权时间是从发行日期至 2009.5.31）

7. 轮回组合与涅槃组合

按照定向增发周期轮回的投资策略，我们推荐的轮回组合包括：中联重科、ST 太光、金岭矿业、黔源电力、浦发银行、天坛生物、金地集团、吉恩镍业、祁连山、恒源煤电。

中联重科：本次非公开发行面向符合中国证监会规定条件的特定对象，特定对象的家数不超过十家。本次非公开发行股票不超过 30,000 万股，定价基准日为本次非公开发行股票的董事会决议公告日（2009 年 4 月 21 日），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%。具体发行价格将在本次发行获得中国证监会核准后，由发行人和保荐人（主承销商）通过询价后确定。本次发行募集资金总额不超过 557,175.30 万元，将用于大吨位起重机产业化、建筑基础地下施工设备产业化、全球融资租赁体系及工程机械再制造中心建设、数字化研发制造协同创新平台建设、社会应急救援系统关键装备产业化、中大型挖掘机产业升级、工程机械关键液压件产业升级、工程起重机专用车桥基地建设、散装物料输送成套机械研发与技术改造、环保型沥青混凝土再生成套设备产业化及补充公司流动资金等 11 个项目。本次非公开发行股票募集资金投资项目实施后，将进一步丰富公司产品产品线，提升公司相关产品的市场竞争力和市场占有率，有利于增强公司的盈利能力。本次发行完成后，上市公司总资产和净资产均将大幅上升，假设公司负债总额不发生变化，则公司的资产负债率将有所下降，公司的资产结构将得到优化，财务状况得到改善。同时，本次发行完成后，募集资金投入项目将形成连续的现金流量，这将有利于公司产品研发、销售，实现公司的进一步发展。本次募集资金投资项目的盈利能力良好，项目达产后，可有效提高公司利润水平。在本次筹资过程中，现金流入量将大幅度增加；在募集资金到位开始投入使用后，投资过程产生的现金流量将大幅增加；项目达产后，公司经营活动产生的现金流量净额将得到显著提升。

ST 太光：公司拟向昆山资产经营公司和龙腾控股非公开发行股份购买龙腾光电 100%股权，本次发行的股份全部采取向特定对象非公开发行的方式。本次非公开发行股份的定价基准日为太光电信审议相关议案的董事会决议公告日。发行价格确定为定价基准日前 20 个交易日公司股票的交易均价 6.80 元/股。太光电信本次发行的股份

数量总计为 815,649,120 股，其中向昆山资产经营公司发行的股份数量为 415,981,051 股，昆山资产经营公司以其持有龙腾光电 51% 股权认购；向龙腾控股发行的股份数量为 399,668,069 股，龙腾控股以其持有龙腾光电 49% 股权认购。本次交易完成后，本公司主导产品将变为龙腾光电生产的 TFT-LCD 显示面板产品。公司主营业务将发生重大变化，太光电信的主业转变为 TFT-LCD 显示面板的生产制造和销售。太光电信未来将立足发展 TFT-LCD 显示面板产业，以技术研发为基础，不断进行新产品和新技术的开发和应用，实行产品多元化、生产规模化的发展战略。

金岭矿业：公司拟向公司控股股东金岭铁矿非公开发行不超过 5,200 万股股份购买金岭铁矿合法拥有的召口矿区、电厂及部分土地厂房等辅助性资产及不可分割的负债。本次发行股份的价格为公司第五届董事会第十七次会议决议公告日前二十个交易日金岭矿业股票均价，即公司 2008 年 7 月 22 日停牌前二十个交易日公司股票交易均价每股人民币 24 元。本次非公开发行新股数量为不超过 5,200 万股，金岭铁矿持股比例将进一步上升，占总股本的比例为 58.54%。本次拟购买的召口矿是山东省内少有的储量较丰富且品位很高的矿山。本次非公开发行股份购买资产，有利于增加公司资源储备，增强公司可持续发展能力；有利于消除同业竞争，完善公司治理结构；有利于改善公司财务状况，增强公司盈利能力，有利于提升本公司抗风险能力。

黔源电力：本次发行的发行对象为乌江公司，乌江公司将以现金认购公司本次发行的全部股份，乌江公司为公司的第三大股东，持有公司 12.01% 的股份。乌江公司以现金 50,000 万元认购本次发行的股票，数量为 74,626,865 股。本次发行的发行价格为定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 90%，即每股 6.70 元。实际募集资金拟用于偿还公司的银行贷款，募集资金如有剩余，将用于补充公司流动资金。本次发行完成后，乌江公司将持有公司已发行股份的 42.57%，成为公司的第一大股东，华电集团合计持有公司已发行股份的 51.25%，仍然为公司的实际控制人。2008 年，公司两次资产重组未果，考虑到实际控制人华电集团对公司的战略定位，放弃对公司资产重组的可能性较小，并且在央企重组日渐升温的情况下，2009 年华电集团对公司重启资产重组的可能性较大。在重组方案方面，由于 2008 年公司定向增发失败，华电集团很可能考虑将乌江水电开发公司的资产直接注入上市公司。乌江公司已投产水电装机容量 314.5 万千瓦，在建及筹建装机容量 542 万千瓦。如果在 2009 年将乌江公司直接注入上市公司，那么重组完成后，黔源电力的可控装机容量将增至 470.4 万千瓦，而在建及筹建装机容量增至 692.82 万千瓦。

浦发银行：本次发行将采用向不超过十家的特定对象非公开发行的方式，所有发行对象以现金认购本次发行的股票。本次发行的股票数量合计不超过发行前公司总股本的 20%。最终发行数量提请股东大会授权董事会与保荐人（主承销商）根据具体情况协商确定。本次发行的发行价格将不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。最终发行价格将根据竞价结果由公司董事会与保荐机构（主承销商）协商确定。本次发行拟募集资金不超过一百五十亿元，募集资金扣除发行费用后将全部用于补充公司的资本金，提高资本充足率。2008 年末，浦发银行的资本充足率为 9.06%，核心资本充足率为 5.03%。本次非公开发行完成后，预计可提升核心资本充足率约 2%。增强了抵御风险的能力，扩大了公司资产规模的增长空间，为本公司进一步发展奠定基础。公司盈利能力方面，短期来看，由于从本次增发完成到本行资产规模相应扩大还需要一定的时间，因此直接产生的效益还不能马上全面体现。长期来看，本次增发新股有利于银行充实资本金，支持各项业务的健康、合理发展，有利于在资产和业务规模进一步扩张的基础上实现利润增长，从而产生良好的经济效益。

天坛生物：公司以向成都所发行股票和支付现金的方式收购成都蓉生 90%的股权；以向北京所发行股票的方式收购北京所标的土地。将以 14.43 元/股的价格向成都所发行 21,851,485 股股票收购成都蓉生 51% 的股权，另行支付现金 239,620,818.79 元收购成都蓉生 39%的股权；将以 14.43 元/股的价格向北京所发行 5,365,383 股股票收购北京所标的土地。天坛生物合计将向成都所和北京所发行股票 27,216,868 股。在本次重大资产重组获得批准并实施后，申请向不超过十家投资者（不包括成都所和北京所）非公开发行股票募集资金，该募集资金将首先用于支付收购成都蓉生 39%股权的价款。收购成都蓉生，增强公司整体盈利能力。成都蓉生本身毛利率仍有较大提升空间，规模效应提升公司血制品盈利能力。

金地集团：本次发行对象包括证券投资基金、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外投资者以及法律法规规定可以购买人民币普通股（A 股）股票的其他投资者，全部发行对象不超过 10 名。本次发行的定价基准日为公司第五届董事会第四次会议决议公告日（2009 年 4 月 9 日）。本次发行股票的价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价的百分之九十，即发行价格不低于 9.22 元/股。本次发行股票的数量不超过 40,000 万股（含 40,000 万股）。本次发行所募集资金在扣除发行费用后预计将不超过 41 亿元，所募集资金将用于上海格林世界四期、西安南湖、西安曲江池、天津格林世界三期、沈阳长青、武汉金银湖等六个项目。本次发行对公司财务状况将带来积极影响，将充实公司的股权资本，增加公司的总资产和净资产，降低资产负债率。从而优化公司的资本结构，有效降低财务风险，进一步提高偿债能力和长期盈利能力，为股东创造更多回报。本次发行完成后，募集资金的到位将使公司筹资活动产生的现金流入量大幅度提高。募集资金投入使用后，投资过程中现金流出量也将大幅提高。随着项目的实施，投资项目带来的现金净流量逐年体现，公司的资金状况将得到改善。

吉恩镍业：本次非公开发行股票数量不超过 6000 万股（含 6000 万股），本次非公开发行的发行对象为不超过 10 名符合相关规定的特定投资者，特定投资者全部以现金方式认购。公司本次非公开发行的定价基准日为公司董事会决议公告日，本次公司非公开发行股票的发行底价为定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十。本次募集资金拟投向：1、投资 4,500 万加元与 Goldbrook Ventures Inc.（以下简称“Goldbrook”）合作勘探镍资源项目，使用本次发行募集资金约为 2.48 亿元；2、投资 3,000 万加元入股加拿大 Liberty 公司项目，使用本次发行募集资金约为 1.65 亿元人民币；3、向参股公司中冶金吉矿业开发有限公司投资 18,638.1 万元合作开发巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿项目；4、补充流动资金 5 亿元。以上投资项目共需资金约 11 亿元。本次发行后，公司的财务状况将得到改善，公司的总资产、净资产将大幅增加，资产负债率显著下降，偿债能力进一步增强；公司控制的镍资源储量增加，保证了公司持续的盈利能力；本次非公开发行募集资金一部分用于补充公司流动资金，将可有效降低公司经营现金流压力，降低经营风险，提升营运能力。

祁连山：公司拟向不超过 10 名符合相关规定的投资者发行股票，认购对象以现金方式认购。本次发行的股票价格为不低于本次董事会决议公告日前 20 个交易日公司 A 股股票均价的 90%即 5.61 元/股。由于公司实施 2008 年度每 10 股派 1.5 元现金红利的利润分配方案，本次非公开发行股票的底价应进行相应调整，由分派现金股利前不低于 5.61 元调整为分派现金股利后不低于 5.46 元。本次非公开发行股票的数量为 6800—12000 万股，募集资金净额不超过 69,805.62 万元。投资项目按轻重缓急排序，募集资金将按照以下顺序投入下列三个项目：（1）陇南 3000t/d 干法水



泥生产线工程(带低温余热发电站)投资 42,798.68 万元,在甘肃陇南新建 3000t/d 新型干法水泥生产线(带低温余热电站);该项目已开工建设,计划 2009 年年底前建成投产。(2)平凉 4500KW 纯低温余热电站工程投资 3,103.54 万元,利用平凉祁连山 2500t/d 新型干法水泥生产 4 线窑头及窑尾中低温余热建设一套 4500KW 纯低温余热发电机组回用于水泥生产。该项目已开工建设,正在加紧施工。(3)青海 2500t/d 新型干法水泥生产线工程投资 23,903.40 万元,在青海湟中县新建 2500t/d 新型干法水泥生产线,该项目将通过子公司青海祁连山水泥有限公司实施。该项目已开工建设,预计于 2009 年 4 月建成投产。本次发行后,公司总资产和净资产将相应增加,资产负债率将相应下降,公司财务结构将得到改善。此外,募集资金投资项目达产后,公司的业务收入和盈利能力都将显著提高,同时公司经营活动产生的现金流量净额将进一步增加。

恒源煤电:公司拟通过向公司控股股东皖北煤电集团发行股票并支付现金的方式购买皖北煤电集团所拥有的任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿及煤炭生产辅助单位(供应分公司、销售公司、机械总厂、铁路运输分公司等)的相关资产和负债。公司向皖北煤电集团非公开发行股票 11,200 万股,作为支付收购标的资产的部分对价,计 153,552 万元,约占标的资产收购价款总额的 50%。发行价格为公司第三届董事会第十九次会议决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价,即 13.71 元/股。在公司向皖北煤电集团发行股份购买资产获得中国证监会核准后,将实施标的资产过户移交、债务转移手续,同时按规定办理向皖北煤电集团发行股份事宜;收购价款的其余部分 153,196.65 万元在支付前形成本公司对皖北煤电集团的负债,公司通过向不超过十家特定投资者(不包括皖北煤电集团)非公开发行股票不超过 12,400 万股,以募集的现金支付该负债;发行价格不低于公司第三届董事会第十九次会议决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%,即不低于 12.34 元/股;若非公开发行股票未获核准或募集资金到位后不足支付的,由公司自筹资金解决。本次发行并收购资产后,公司煤炭主业进一步壮大,公司煤炭可采储量由 14,076.70 万吨增长到 67,170.17 万吨,增长幅度 377.17%,显著提高了公司的资源储备水平,保障了公司煤炭主业的长期、持续发展;公司核定的生产能力由 490 万吨/年增长到 1,175 万吨/年,增长幅度 139.80%,生产能力显著提升、煤炭品种增加,公司规模经济效益将进一步显现,公司抵御市场风险的能力将增强。

图表 16: 轮回组合

序号	名称	代码	天相行业	收盘价(元)	盈利预测(元)		估值水平(倍)		评级
				2009.05.31	2009E	2010E	2009E	2010E	
1	中联重科	000157	机械	19.87	1.3	1.63	15.28	12.19	买入
2	ST 太光	000555	元器件	5.80	-	-	-	-	-
3	金岭矿业	000655	钢铁	20.57	0.51	0.63	40.33	32.65	中性
4	黔源电力	002039	电力	15.70	0.22	0.48	71.36	32.71	增持
5	浦发银行	600000	银行	25.65	2.22	2.29	11.55	11.20	增持
6	天坛生物	600161	生物制品	19.31	0.38	0.48	50.82	40.23	增持
7	金地集团	600383	房地产开发	15.67	0.5	0.57	31.34	27.49	增持
8	吉恩镍业	600432	有色	20.25	0.22	0.56	92.05	36.16	增持
9	祁连山	600720	建材	10.93	0.55	0.67	19.87	16.31	增持
10	恒源煤电	600971	煤炭	22.10	1.23	2.38	17.97	9.29	增持

资料来源: 天相整理

按照定向增发折价涅槃的投资策略，我们推荐的涅槃组合包括：中航地产、沈阳化工、宗申动力、华夏银行、华微电子、新钢股份、火箭股份、亚泰集团、新疆众和、中国远洋。

中航地产：公司 2006 年度非公开发行股票发行股份总量为 8,299.50 万股，其中向控股股东及其控制的关联企业发行 5,600 万股，向 6 名机构投资者发行 2,699.50 万股。公司向深圳中航及其控制的关联企业非公开发行的 5,600 万股股票每股发行价格确定为 7.52 元，向机构投资者发行的 2,699.50 万股股票采用竞价方式发行，根据向机构投资者的询价结果，最终每股发行价格确定为 24.00 元。公司 2006 年非公开发行股票募集资金总额合计为 106,900 万元（包括现金 90,954.83 万元和评估价合计为 15,945.17 万元的酒店管理有限公司 30%的股权、中航物管 50%的股权和新疆乌鲁木齐中航 70%的股权）。公司于 2007 年 8 月 30 日向深圳中航及其控制的关联企业发行 5,600 万股股票共募集资金合计为 42,112 万元（包括评估价合计为 15,945.17 万元的酒店管理有限公司 30%的股权、中航物管 50%的股权和新疆乌鲁木齐中航 70%的股权和 26,166.83 万元现金）。公司于 2007 年 9 月 19 日向 6 名机构投资者发行 2,699.50 万股募集资金总额为 64,788 万元，投资者均以现金认购。机构投资者发行对象与认购股数如下：中国太平洋人寿保险股份有限公司，800 万股；信达澳银基金管理有限公司，700 万股；大成基金管理有限公司，600 万股；新华人寿保险股份有限公司，250 万股；斯坦福大学，200 万股；上海励诚投资发展有限公司，149.50 万股。机构投资者解禁日期为 2008 年 9 月 25 日，认购价为 24 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 51.24%。

沈阳化工：公司向沈阳化工集团有限公司等六家特定对象共发行 8,600 万股人民币普通股（A 股），募集资金总额 106,812 万元人民币，扣除发行费用外，募集资金净额为 103,650.80 万元人民币。拟投资 50 万吨/年催化热裂解制乙烯及 20 万吨/年聚乙烯总体改造项目（以下简称“CPP 项目”），本次发行以公司股东大会二〇〇七年第四次临时会议决议公告日（2007 年 10 月 31 日）为定价基准日，定价方式为不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票收盘价的算术平均值的 90%，即下限价格为 12.42 元/股。认购对象及数量分别是：沈阳化工集团有限公司 2,600 万股；华安基金管理有限公司 1,200 万股；上海证券有限责任公司 1,200 万股；海通证券股份有限公司 1,200 万股；中国人民财产保险股份有限公司 1,200 万股；恒泰证券有限责任公司 1,200 万股。沈阳化工集团有限公司认购的股票限售期为 36 个月，可上市流通时间为 2011 年 8 月 8 日；其他机构投资者认购的股票限售期为 12 个月，可上市流通时间为 2009 年 8 月 8 日。机构投资者认购价为 12.42 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 27.13%。

宗申动力：公司本次非公开发行股份总量为 3,500 万人民币普通股（A 股），其中向关联方左宗申先生以 10.92 元/股的价格发行 1,000 万股，向其他七名特定投资者以 19.00 元/股的价格发行 2,500 万股。募集资金总额合计为 58,419.82 万元，其中包括现金 47,500 万元和评估价为 10,919.82 万元的重庆宗申投资有限公司 100%的股权，扣除发行费用后募集资金净额为 57,467.02 万元。公司本次非公开发行股票募集资金中 9,183.60 万元将用于高档踏板车发动机项目，11,334.25 万元将用于铝合金特种铸造项目，18,750.00 万元将用于通用动力及终端产品制造基地建设项目，超过部分将用于补充项目建设的流动资金。机构投资者认购数量如下：大成基金管理有限公司，1,000 万股；江苏瑞华投资发展有限公司，300 万股；万向财务有限公司，200 万股；重庆国龙实业有限公司，200 万股；浙江实欣贸易有限公司，200 万股；

易方达基金管理有限公司，100 万股。机构投资者限售期为自股份上市之日起 12 个月，即解禁日为 2008 年 10 月 15 日。机构投资者认购价为 19 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 36.03%。

华夏银行：非公开发行股票的发行人对象分别为首钢总公司、国家电网公司和德意志银行，发行数量为 790,528,316 股，发行价格为 14.62 元/股，募集资金总额为 11,557,523,990.49 元，本次发行的股票全部以现金认购。认购数量分别为：首钢总公司：269,634,462 股，国家电网公司：253,520,393 股，德意志银行：267,373,461 股。所有投资者认购股份的锁定期限均为 36 个月，锁定期自 2008 年 10 月 20 日开始计算，于 2011 年 10 月 20 日上市流通。机构投资者认购价为 14.62 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 31.53%。

华微电子：本次发行募集资金计划建设一条六英寸新型功率半导体器件生产线，生产能力为 48 万片/年，主要产品为垂直导电双扩散 MOS 功率晶体管（VDMOS）、绝缘栅双极功率晶体管（IGBT）、功率集成电路（PIC）等代表未来市场主流的新型功率半导体器件。项目的实施将优化公司的产品结构，使公司产品的整体技术水平迈上一个新的台阶，从而有利于进一步增强公司的核心竞争力，巩固和提升公司的行业地位。本次发行的股票全部以现金认购，发行数量为 2,480 万股，发行价格为 16.50 元/股，募集资金总额为 40,920 万元。认购对象及数量是：Bill & Melinda Gates Foundation，350 万股；汇丰晋信基金管理有限公司，250 万股；北京环球银证投资顾问有限公司，380 万股；中国国际金融有限公司，300 万股；江苏瑞华投资发展有限公司，200 万股；广发基金管理有限公司，1,000 万股。本次发行的股票限售期为 12 个月，限售期自 2008 年 1 月 7 日开始计算，即可以在 2009 年 1 月 7 日上市流通。机构投资者认购价为 16.50 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 35.27%。

新钢股份：本次非公开发行将控股股东新钢公司资产认购发行与其他特定投资者现金认购发行过程分开进行。先由控股股东新钢公司以资产认购公司非公开发行股票，在新钢公司认购股份完成后，再进行其他特定投资者现金认购发行。根据公司第四届董事会第十一次会议决议，控股股东新钢公司以钢铁主业资产认购公司非公开发行股票价格为 6.71 元/股。其他特定投资者现金认购发行数量为 20,000 万股，发行价格为 10.00 元/股，募集资金净额为人民币 1,951,710,610.16 元。机构投资者认购数量是：华夏基金管理有限公司，3,500 万股；张家港沙景宽厚板有限公司，3,000 万股；上海瑞熹联实业有限公司，3,000 万股；南方基金管理有限公司，2,500 万股；宝钢集团有限公司，2,000 万股；中船重工财务有限责任公司，2,000 万股；中泰信托投资有限责任公司，2,000 万股；浙江航民科尔纺织有限公司，2,000 万股。本次对上述机构发售股票禁售期为 12 个月，禁售期自 2007 年 12 月 3 日开始计算，于 2008 年 12 月 3 日上市流通。机构投资者认购价为 10 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 31.11%。

火箭股份：本次非公开发行数量为 4,931 万股。本次发行的发行价格为 22 元/股，实际募集资金净额为 106,982 万元。本次非公开发行募集资金一部分用于收购控股股东航天时代相关航天电子设备研发制造类资产；剩余资金用于公司新项目建设。发行对象及数量是：中国航天时代电子公司，1,292 万股；中国人民财产保险股份有限公司，1,200 万股；南方基金管理有限公司，1,180 万股；富通银行，959 万股；红塔证券股份有限公司，300 万股。机构投资者股份解禁日为 2008 年 6 月 10 日，认购价为 22 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 40.53%。



亚泰集团：本次非公开发行发行数量为 10,416 万股，发行价格为 18 元/股，募集资金净额为 185,298.084 万元。认购对象及数量为：吉林济业工贸集团有限公司，1,945 万股；吉林省信托投资有限责任公司，1,716 万股；邢本义，1,635 万股；辽源市财政局，1,532 万股；三江航天集团财务有限责任公司，1,000 万股；浙江北辰投资发展有限公司，1,000 万股；吉林省兴国投资有限公司，790 万股；邢小彬，518 万股；财富证券有限责任公司，280 万股。机构投资者股份于 2008 年 11 月 15 日上市流通，认购价为 18 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 39.94%。

新疆众和：本次非公开发行发行数量为 5,400 万股，发行价格为 19.50 元/股，实际募集资金净额为 1,024,081,000.00 元。认购对象及数量为：特变电工股份有限公司，1,000 万股；北京新世界数字多媒体技术有限公司，800 万股；鹏华基金管理有限公司，600 万股；新疆新能担保有限责任公司，500 万股；新疆凯迪投资有限责任公司，500 万股；华凌畜牧产业开发有限公司，500 万股；北京怡广投资管理有限公司，500 万股；上海宏联创业投资有限公司，500 万股；广发基金管理有限公司，500 万股。机构投资者所认购股票于 2009 年 1 月 29 日上市流通，认购价为 19.50 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 36.53%。

中国远洋：非公开发行 A 股股票分两次发行：第一次向中远总公司非公开发行 864,270,817 股 A 股股票，第二次向特定投资者非公开发行不超过 432,666,307 股 A 股股票。中远总公司以所持中远散货运输有限公司和青岛远洋运输有限公司 100% 的股权、深圳远洋运输有限公司 41.52% 的股权和/或部分人民币现金认购，其余特定投资者以人民币现金认购。非公开发行募集的人民币现金用于收购中远香港持有的 GOLDEN VIEW INVESTMENT LTD. 100% 的股权和广州远洋持有的深圳远洋 6.35% 的股权。第一次发行的发行价格每股 18.49 元人民币；第二次发行价为 30.00 元/股。机构投资者认购数量是：中国人寿资产管理有限公司，70,00 万股；中国中化集团公司，50,00 万股；南方基金管理有限公司，45,00 万股；中国机械工业集团公司，40,00 万股；中粮集团有限公司，40,00 万股；航天科技财务有限责任公司，40,00 万股；中国核工业集团公司，32,00 万股；五矿投资发展有限责任公司，31,00 万股；光大证券股份有限公司，31,00 万股。机构投资者的股票可以在 2008 年 12 月 28 日上市流通，认购价为 30 元，以 2009 年 5 月 31 日的收盘价计算折价率为 57.14%。

图表 17：涅槃组合

序号	名称	代码	天相行业	收盘价（元）	盈利预测（元）		估值水平（倍）		评级
				2009.05.31	2009E	2010E	2009E	2010E	
1	中航地产	000043	房地产开发	11.38	0.25	0.5	45.52	22.76	增持
2	沈阳化工	000698	化工	9.05	0.30	0.61	30.17	14.84	中性
3	宗申动力	001696	汽车及配件	9.20	0.71	0.79	12.96	11.65	增持
4	华夏银行	600015	银行	10.01	0.73	0.82	13.71	12.21	增持
5	华微电子	600360	元器件	5.34	0.18	0.3	29.67	17.80	增持
6	新钢股份	600782	钢铁	6.85	0.34	0.37	20.15	18.51	增持
7	火箭股份	600879	机械	13.04	0.56	0.69	23.29	18.90	增持
8	亚泰集团	600881	建材	7.14	0.32	0.41	22.31	17.41	增持
9	新疆众和	600888	有色	12.34	0.28	0.38	44.07	32.47	增持
10	中国远洋	601919	航运业	12.74	0.02	0.12	637.00	106.17	中性

资料来源：天相整理

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014