

证券研究报告 • 策略深度

非公开发行大全

——从投资到投资者

缘起

我国 A 股市场参与新股认购并在二级市场卖出，是有目共睹的获取绝对收益的方法，该方法流通性好但年化收益率不高，也无法发挥投资人的主观能动性。上市公司法人股场外交易在股权分置前也可以净资产以上价格转让，股权分置后更是十倍、几十倍的暴利，但股权分置前流通性不好，股权分置后又有信息、人脉等资源壁垒，很难做到对所有投资人一视同仁。参与非公开发行作为介于两者之间的一种交易手段，考验的是投资人对投资标的能够带来股价增长的基本面发展与自身所能承受预期收益率的不确定性之间的风险配比能力，相对比较好的平衡了流通性和收益率之间的关系，成为绝对收益的系统性标的。

非公开发行的特点

目前，作为 A 股市场再融资的主要手段，非公开发行具有以下特点：（1）核准制下的大概率风险屏蔽，较大的发行折价增加安全边际；（2）认购者动用大量现金；（3）在 12 个月的锁定期内牺牲流通性。鉴于以上的特点，非公开发行带来的系统性绝对收益机会将长期存在；但在盈利效应的影响下，会有更多投资人进入认购非公开发行股票行列，提高询价的竞争性，收窄预期和真实收益率。

非公开发行的参与人应具备的条件

非公开发行的参与人应具备以下条件：（1）具有法律、产业、信贷、税收等资源，可为发行主体的发展提供多方面的帮助，减少其发展过程中的不确定性。同时，也能减少预期收益率与实际收益率之间的差别。（2）资金雄厚，有独立研究能力，能够挖掘出上市公司长期价值。（3）极度厌恶频繁交易，注重投资的舒适性。

上市公司申请非公开发行的充分条件是：（1）公司盈利持续增长，经营现金流持续为正；（2）产业面临升级换代或购置生产资料，扩大产能；（3）行业利润率下降，龙头企业寻求向上游或下游延伸。投资人可根据以上三项，来判断上市公司是否在不远的将来启动非公开发行，为即将到来的绝对收益机会做好充分准备。

投资者分析

我们把投资者分为财务投资者、战略投资者和并购重组者。本报告从参与频率、投资规模、投资收益率三个角度重点分析了财务投资者中四大类机构投资者（基金、保险、券商、央企财务公司）的投资和收益情况。单从整体收益情况来看，央企财务公司收益率最高，达 115%；券商和保险持平，分别为 61%、64%；基金为 47%。

投资策略

张朝晖

zhangzhaohui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440206070058

宁乔

ningqiao@csc.com.cn

010-85130789

执业证书编号：S1440210070006

联系人：李文青

liwenqing@csc.com.cn

010-85156322

叶广辉

yeguanguhui@csc.com.cn

010-85156332

发布日期：2010 年 3 月 4 日

上证指数走势图



深证指数走势图





目录

市场背景	1
绝对收益的理论基础	3
非公开发行的历程及其中的交易机会	3
大股东与非公开发行	4
非公开发行	4
非公开发行的法律背景	4
非公开发行概况	5
非公开发行收益率分析	7
非公开发行认购指数	10
非公开发行带来的投资机会	10
非公开发行的风险	12
投资者分析	13
财务投资人分析	13
从 1 级市场到 2 级市场——非公开发行的多种盈利模式	16



市场背景

经历了近 20 年的发展，我国证券市场的融资作用日渐突出。截止到 2010 年 11 月 25 日，两市证券交易所共有上市股票总数 2112 只，上市公司总数 2026 家。根据 wind 统计，1991 年交易所成立以来，我国证券市场累计募资总额为 36,145.54 亿元，一级市场 IPO 的总次数为 2,133 次，募资总额为 18,923.61 亿元。除了一级市场的 IPO，上市公司在二级市场的再融资行为也越来越普遍。1991 年以来上市公司实施完成的增发（包括公开增发和非公开增发）共计 753 次，累计募资额达到 13,813.68 亿元，为募资总额的 38.22%。可见，作为再融资的主要方式，增发的重要性日渐突出，已经成为已上市公司做大做强，持续发展的重要手段。

截止当前，市场上已经正式实施退市的股票仅 75 只，占两市股票总数的比重为 3.55%，暂停交易的股票 33 只，占比 1.56%。这些数据显示，管理层在制定市场规则时充分考虑了中小投资者的利益。

表 1：深市暂停交易的股票

证券代码	证券简称	上市日期	暂停上市日期
000038	*ST 大通	1994-8-8	2007-5-22
000156	*ST 嘉瑞	2000-9-6	2006-4-13
000403	S*ST 生化	1996-6-28	2007-4-27
000498	*ST 丹化	1997-6-9	2008-5-16
000620	S*ST 圣方	1996-10-29	2006-4-3
000622	S*ST 恒立	1996-11-7	2006-5-15
000657	*ST 中钨	1996-12-5	2010-4-9
000670	S*ST 天发	1996-12-17	2007-5-25
000672	*ST 铜城	1996-12-18	2007-5-11
000681	*ST 远东	1997-1-21	2009-3-24
000688	*ST 朝华	1997-1-20	2007-5-23
000693	S*ST 聚友	1997-2-26	2007-5-23
000719	S*ST 鑫安	1997-3-31	2008-1-31
000722	*ST 金果	1997-5-22	2010-5-10
000757	*ST 方向	1997-6-27	2007-5-23
000787	*ST 创智	1997-6-26	2007-5-24
000805	*ST 炎黄	1998-5-29	2006-5-15
000863	*ST 商务	1997-9-25	2007-5-15
000981	S*ST 兰光	2000-6-22	2009-3-3
002075	*ST 张铜	2006-10-25	2010-5-7
200770	*ST 武锅 B	1998-4-15	2010-4-9

表 2：沪市暂停交易的股票

证券代码	证券简称	上市日期	暂停上市日期
600057	*ST 夏新	1997-6-4	2009-5-27
600094	*ST 华源	1997-7-3	2008-5-19
600313	*ST 中农	2001-1-19	2004-2-20
600401	*ST 申龙	2003-9-24	2009-4-2
600556	*ST 北生	2001-8-7	2009-5-27
600633	*ST 白猫	1993-3-4	2010-5-25
600681	S*ST 万鸿	1993-10-18	2008-5-19
600705	S*ST 北亚	1996-5-16	2007-5-25
600727	*ST 鲁北	1996-7-2	2010-5-25
600817	*ST 宏盛	1994-1-28	2010-4-9
600898	*ST 三联	1996-4-18	2001-3-26
900940	*ST 华源 B	1996-7-26	2008-5-19

资料来源：中信建投研究发展部

2000 年底，两市上市股票的总股本为 3,801.59 亿股，到目前，这一数字已经被更新为 32,720.80 亿股，不到十年的时间里增加了 7 倍多。在相当长的一段时间里，我国的资本市场更多的是承载融资的功能，这是由我国处于社会主义初级阶段的基本国情所决定的。企业发展需要资金，技术研发也需要资金，融资已经成为产业发展先决条件。



表 3: 深市已经退市的股票

原主板代 码	原主板简 称	主板终止上市 日期	转板日期
000003	PT 金田 A	2002-6-14	2004-1-16
200003	PT 金田 B	2002-6-14	2004-1-16
000013	*ST 石化 A	2004-9-20	2004-11-26
200013	*ST 石化 B	2004-9-20	2004-11-26
000015	PT 中浩 A	2001-10-25	2002-10-25
200015	PT 中浩 B	2001-10-25	2002-10-25
000047	ST 中 侨	2003-5-30	2004-5-26
000405	ST 鑫 光	2004-3-19	2004-5-26
000406	大明退市	2006-4-21	
000412	ST 五 环	2003-9-19	2004-5-26
000508	琼 民 源	1999-7-12	
000515	攀渝钛业	2009-5-6	
000535	*ST 猴王	2005-9-21	2005-11-28
000542	TCL 通讯	2004-1-13	
000549	S 湘火炬	2007-4-27	
000556	PT 南 洋	2002-5-29	2004-5-28
000569	长城股份	2009-5-6	
000583	S*ST 托普	2007-5-21	2007-7-23
000588	PT 粤金曼	2001-6-15	2002-9-20
000618	吉化退市	2006-2-20	
000621	*ST 比特	2004-9-27	2004-12-3
000653	ST 九 州	2002-9-13	2004-5-21
000658	ST 海 洋	2002-9-20	2004-5-21
000660	*ST 南华	2004-9-13	2004-11-19
000675	ST 银 山	2002-8-20	2004-5-12
000689	ST 宏 业	2002-9-5	2004-5-28
000699	S*ST 佳纸	2007-4-4	2007-6-13
000730	*ST 环保	2004-9-24	2004-12-1
000763	锦化退市	2006-1-4	
000765	*ST 华信	2005-7-4	2005-9-5
000769	*ST 大菲	2005-9-21	2005-11-28
000817	辽油退市	2006-1-4	
000827	*ST 长兴	2005-9-21	2005-11-28
000832	*ST 龙涤	2006-6-29	2006-11-8
000866	扬子退市	2006-4-21	
000956	中原退市	2006-4-21	
200041	*ST 本实 B	2009-12-4	2010-2-5
200057	*ST 大洋 B	2005-9-21	2005-11-28

表 4: 沪市已经退市的股票

原主板代 码	原主板简 称	主板终止上市 日期	转板日期	三板证券 代码	三板证券 简称
600001	邯郸钢铁	2009-12-29		400016	金田 A 3
600002	齐鲁退市	2006-4-24		420016	金田 B 3
600003	ST 东北高	2010-2-26		400032	石化 A 1
600065	*ST 联 谊	2007-12-13	2008-4-28	420032	石化 B 1
600092	S*ST 精密	2006-11-30	2007-2-2	400011	中浩 A 3
600181	*ST 云 大	2007-6-1		420011	中浩 B 3
600205	S 山东铝	2007-4-30		400026	中 侨 1
600286	S*ST 国瓷	2007-5-31	2007-8-3	400028	鑫 光 1
600296	S 兰 铝	2007-4-30			
600357	承德钒钛	2009-12-29		400020	五 环 1
600472	包头铝业	2007-12-26			
600591	*ST 上航	2010-1-25			
600607	上实医药	2010-2-12		400045	猴 王 1
600625	PT 水 仙	2001-4-23	2001-12-10		
900931	PT 水仙 B	2001-4-23	2001-12-10		
600627	上电股份	2008-11-26		400023	南 洋 3
600632	华联商厦	2004-11-18			
600646	ST 国 嘉	2003-9-22	2004-3-17	400054	托 普 1
600659	*ST 花 雕	2006-3-23	2006-6-2	400012	粤金曼 1
600669	*ST 鞍 成	2004-9-15	2004-11-22		
600670	*ST 斯 达	2004-9-24	2004-12-1	400035	比特 1
600672	*ST 华 圣	2005-8-5	2005-10-12	400019	九 州 1
600700	*ST 数 码	2005-9-20	2005-11-25	400022	海 洋 3
600709	ST 生 态	2003-5-23	2004-5-28	400029	汇 集 3
600752	*ST 哈 慈	2005-9-22	2005-11-29	400018	银 化 3
600762	S*ST 金荔	2007-11-20	2008-1-23	400025	宏 业 3
600772	S*ST 龙昌	2006-11-30	2007-2-9	400053	佳 纸 1
600786	东方锅炉	2008-3-18		400036	环 保 1
600788	*ST 达 曼	2005-3-25	2005-6-3		
600799	*ST 龙 科	2005-12-31	2006-8-4	400038	华 信 3
600813	ST 鞍一工	2002-9-16	2004-5-26	400046	大 菲 1
600840	新湖创业	2009-8-27			
600842	中西药业	2010-2-12		400043	长 兴 1
600849	上海医药	2010-3-5		400050	龙 涤 5
600852	*ST 中 川	2005-9-16	2005-11-23		
600878	*ST 北 科	2004-9-15	2004-11-22		
600899	*ST 信 联	2005-9-21	2005-11-28	420058	深本实 B1
				420047	大洋 B 1



绝对收益的理论基础

绝对收益的职业定位就是无论市场如何变幻，都要挑选出在设定时期内给投资者带来正收益的股票。绝对收益的理论基础有三：

一、我们生存的有情世界之本质是因果，在时间和空间上表现为不确定；

二、信息即是能量，是对原有不确定性的消除，其本身又产生新的不确定性。能量的释放是有时间的次第，即受制于信息传播的途径和空间。

三、善易者不卜，放弃对确定性的追求，适应在不确定性中生存。

我们以绝对收益的角度，寻找市场中由“融资驱动”带来的投资机会，增大收益的确定性。

目前，我们研究的权益融资包括上市公司已公告的权益融资计划，以及经过我们的判断存在较大权益融资空间、在可预见的未来必然会实施的权益融资计划。这里的权益融资分为现金融资和实物融资。两者之中，我们更加偏好于现金融资。现金融资不仅可以带来股东权益的扩大，而且可在财务杠杆不变的情况下，提高债权融资额度，进一步扩大企业控制的资源量，为公司的发展创造充分条件。

非公开发行的历程及其中的交易机会

作为权益融资的主要方式，非公开发行考验的是投资人对投资标的能够带来股价增长的基本面发展与自身所能承受预期收益率的不确定性之间的风险配比能力，相对比较好的平衡了流通性和收益率之间的关系，成为绝对收益的系统性标的。

非公开发行要经历董事会、股东大会、有（无）条件通过、正式核准、缴款日、股权登记日六个节点。在此期间，公司股价的波动可带来交易机会。

董事会：发行议案通过董事会是非公开发行的第一步。同时，董事会公告会锁定非公开发行的底价并发布募集资金投向的可研报告，报告中或有募集资金投向的盈利预测。投资人可据此初步判断以何种价格区间参与认购增发。董事会公告前后，公司股价通常有异动。

股东大会：非公开发行可以增加每股净资产并通常在 8-18 个月后增加每股收益。因此，非公开发行通常会获得股东大会通过。市场已有充分预期，股东大会公告前后，公司股价通常无异动。

此后，公司将同保荐人一起制作增发材料，报送中国证监会，进入核准程序。

有（无）条件通过：非公开发行文件报送中国证监会并经有关部门审议后，公司会收到否决或有（无）条件通过的通知并公告。股东大会通过至获得否决或有（无）条件通过的平均周期为 8 个月。获得有条件通过后，通常在一个月左右获得正式核准。该日股价通常表现良好。

正式核准：在条件达到证监会要求后，证监会将出具正式核准发行文件。公司将在此后向意向投资人发出认购邀请函和报价书。

缴款日：报价结束后，参与非公开发行的投资人和认购数量已确定，公司将向未来的股东发出缴款通知，约定缴款期限。缴款日可不公开披露，该日公司股价通常表现良好。

股权登记日：该日参与非公开发行的投资人认购的增发股票完成股权过户，非公开发行结束。

缴款日至股权登记日的平均周期为三周，市场对公司发行成功已有充分预期，该日股价表现通常无异常。

大股东与非公开发行

大股东参与非公开发行时，对发行价格有利益诉求。如大股东认购比例高，则不希望最终发行价高于发行底价太多，增加自身认购成本。

大股东不参与非公开发行，则希望发行价格越高越好。这样在融资规模确定的情况下，可减少发行数量，减少控股股权的稀释。特殊情况下也有例外。

非公开发行

非公开发行的法律背景

股权分置时代，专门针对上市公司股权私募或定向发行股份方面的法律法规一直缺位，当时的《证券法》、《公司法》、《股票发行与交易管理暂行条例》、《上市公司新股发行管理办法》等有关法律法规对这方面的规定也非常模糊。2006年5月8日，证监会正式出台了《上市公司证券发行管理办法》，该法规进一步明确并规范了上市公司非公开发行股票即定向增发的行为，对非公开发行的发行条件、相关资格以及程序作了具体规定。

在此摘录《上市公司证券发行管理办法》中对非公开发行股票的部分重要规定：

第三十七条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：

- （一）特定对象符合股东大会决议规定的条件；
- （二）发行对象不超过十名。

发行对象为境外战略投资者的，应当经国务院相关部门事先批准。

第三十八条 上市公司非公开发行股票，应当符合下列规定：

- （一）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九十；
- （二）本次发行的股份自发行结束之日起，十二个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，三十六个月内不得转让；
- （三）募集资金使用符合本办法第十条的规定；
- （四）本次发行将导致上市公司控制权发生变化的，还应当符合中国证监会的其他规定。

第三十九条 上市公司存在下列情形之一的，不得非公开发行股票：

- （一）本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；
- （二）上市公司的权益被控股股东或实际控制人严重损害且尚未消除；
- （三）上市公司及其附属公司违规对外提供担保且尚未解除；
- （四）现任董事、高级管理人员最近三十六个月内受到过中国证监会的行政处罚，或者最近十二个月内受到过证券交易所公开谴责；
- （五）上市公司或其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会

会立案调查；

（六）最近一年及一期财务报表被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告。保留意见、否定意见或无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者本次发行涉及重大重组的除外；

（七）严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。

对于非公开发行的参与者的资格要求尚无明确法规出台。

非公开发行概况

我们按照 wind 的统计，以 2006 年 5 月 17 日为起始点，截止到 2010 年 11 月 30 日，A 股市场以现金认购方式实施的非公开发行共 303 次，增发价格相对于增发股权登记日二级市场的交易价格平均折价率为 25.05%，为认购者提供了较大的安全边际。在 303 次非公开发行中，有 218 次非公开发行已经解禁，以解禁当日的复权收盘价计算，已经解禁的非公开发行在一年锁定期内的算术平均年收益为 82.17%。

二级市场的交易价格随市场波动明显，因此锁定期内的算术平均年收益也随着大盘的波动出现明显的变化。2006 年的 34 次定向增发在 2007 年的大牛市中获得了丰厚的回报，平均年收益超过 250%；而 2008 年市场的单边下跌也导致参与 2007 年和 2008 年增发的平均年收益仅 32.59% 和 34.40%。随着今年市场行情的震荡回暖，中小盘股的持续活跃，参与 2009 年定向增发的投资者获得了较高的回报，在目前已经解禁的 53 只股票中，平均年收益回升到 84.36%。

表 5：非公开发行概况

发行年份	实施发行次数	平均折价率	已经解禁	平均收益率
2006 年	34	24.19%	34	267.14%
2007 年	88	31.06%	88	32.59%
2008 年	43	20.79%	43	34.40%
2009 年	62	26.83%	53	84.36%
2010 年	76	19.42%	0	0.00%
总计	303	25.05%	218	82.17%

资料来源：wind，中信建投研究发展部

实施非公开发行的次数也明显与市场走势相关，二级市场较高的股票价格和投资者的热情是非公开发行成功实施的保证。2007 年，共 88 家上市公司成功实施非公开发行，同比大幅增加 1.5 倍，而 2008 年成功实施非公开发行的上市公司仅 43 家。随着二级市场的回暖和经济结构调整的需要，近两年来实施非公开发行的上市公司明显增加，目前，2010 年的非公开发行次数已经达到 76 家，全年总量有望赶超 2007 年。

从表 6 的统计中可以看出，进行非公开发行的公司，2007 年集中在房地产行业，2010 年集中在机械设备行业，而化工行业从 2006 年到 2010 年每年非公开发行的公司都比较多，以 39 次非公开发行总次数占据行业之首。非公开发行意味着加大投资和扩大生产，将直接影响具体行业中的实体经济。近几年来我国房地产行业的飞速发展，化工产能的相对过剩都和非公开发行息息相关。为了抑制房地产行业过热，2010 年证监会没有批准任何房地产公司的增发申请，从而实现对该行业的调控。同样的道理，2010 年再次大量融资的机械设备行业无疑将成为明年市场的关注焦点，这也为我研究部策略研究的观点提供了数据支持。



表 6：非公开发行次数按行业统计

单位：次

	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		2010 年		合计	
	增发次数	绝对收益	增发次数	绝对收益	增发次数	绝对收益	增发次数	绝对收益	增发次数	绝对收益	增发次数	绝对收益
农林牧渔	1	1	1	无	1	1	无	无	2	--	5	2
采掘	无	无	2	1	1	1	1	无	无	无	4	2
化工	5	5	10	8	7	3	9	9	8	无	39	25
黑色金属	1	1	1	无	无	无	无	无	无	无	2	1
有色金属	3	3	7	3	5	1	1	1	3	--	19	8
建筑建材	1	1	4	3	3	3	6	6	2	--	16	13
机械设备	4	4	7	4	2	2	8	6	14	--	35	16
电子元器件	2	2	5	3	3	无	2	2	5	--	17	7
交运设备	3	3	6	1	4	2	3	3	6	--	22	9
信息设备	1	1	2	1	1	1	4	3	3	--	11	6
家用电器	无	无	无	无	无	无	4	3	2	--	6	3
食品饮料	1	1	1	无	3	3	1	1	1	--	7	5
纺织服装	1	1	无	无	1	无	2	2	4	--	8	3
轻工制造	1	1	6	4	1	1	1	1	3	--	12	7
医药生物	无	无	3	3	5	4	2	2	7	--	17	9
公用事业	2	2	5	3	无	无	2	1	5	--	14	6
交通运输	无	无	4	无	1	无	4	1	2	--	11	1
房地产	5	5	14	5	2	2	6	4	无	无	27	16
金融服务	1	1	2	1	无	无	1	无	3	--	7	2
商业贸易	2	2	2	无	2	2	2	2	2	--	10	6
餐饮旅游	无	无	3	2	1	无	无	无	1	--	5	2
信息服务	无	无	2	1	无	无	2	1	2	--	6	2
综合	无	无	1	无	无	无	1	1	1	--	3	1
合计	34	34	88	43	43	26	62	49	76	--	303	152
占比	100.00%		48.86%		60.47%		79.03%		--		69.72%	

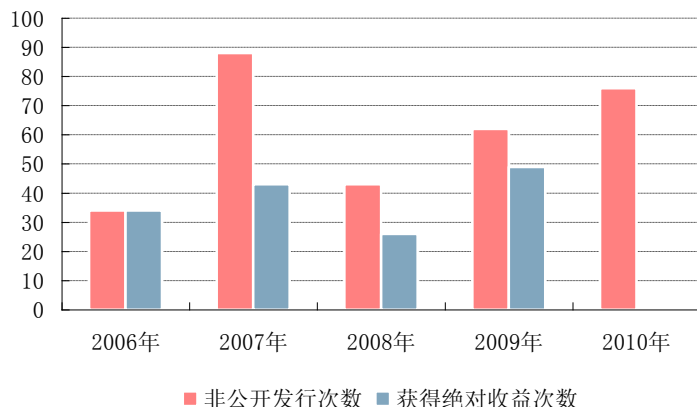
资料来源：wind，中信建投研究发展部（注：由于 2010 年的定向增发尚未解禁，绝对收益次数以“--”表示）

从表 6 的统计可以看出，在已经解禁的 218 次非公开发行（定向增发）中，有 152 次发行获得了绝对正收益，占比 69.72%，从 2006 年到 2009 年，获得绝对正收益的定向增发次数占比分别为 100%，48.86%，60.47% 和 79.03%。可见，增发最终的收益率和市场大势具有相同的趋势，在单边上涨的 2007 年，所有的增发股票都获得了正收益，而在单边下跌的 2008 年，51.14% 的股票都跌破了增发价格。

由于目前的非公开发行均采用核准制，实现了大概率的风险屏蔽；上市公司实施非公开发行的发行价格较当日的市场交易价格都有较大幅度的折让，增加了认购非公开发行股份的安全边际。因此，虽然二级市场在 2008 年出现了 70% 以上幅度的下跌，当年解禁的非公开发行中仍然有 48.86% 的股票都实现了绝对正收益，这正是非公开发行的魅力所在。

2009 年以来，我国经济触底反弹，在此期间，各个行业的龙头公司纷纷实施非公开发行，巩固自身的行业地位；认购非公开发行的投资者获得了丰厚的回报，平均锁定期收益达到 84.36%，大大超过市场平均收益率。

图 1：非公开发行次数和绝对收益次数



资料来源：wind，中信建投研究发展部

非公开发行收益率分析

我们对已经解禁的 218 次非公开发行的收益率情况进行了统计，得到的收益率分布如表 7 和表 8 所示。其中，收益率超过 100% 的认购次数占比约 33.49%，收益率在 50% 到 100% 之间的认购次数占比约 14.68%，收益率在 10% 到 50% 之间的认购次数占比约 16.97%，收益率在 0 到 10% 之间的认购次数占比约 4.59%，而收益率为负的认购次数占比为 30.28%，收益显著大于风险。

表 7：非公开发行收益率分布

年份	(-100%,-50%]	(-50%,-10%]	(-10%,0)	[0,10%)	[10%,50%)	[50%,100%)	大于 100%	合计
2006 年	0	0	0	0	0	3	31	34
2007 年	22	16	5	5	12	8	19	87
2008 年	5	12	2	3	8	7	7	44
2009 年	0	2	2	2	17	14	16	53
总计	27	30	9	10	37	32	73	218
占比	12.39%	13.76%	4.13%	4.59%	16.97%	14.68%	33.49%	100.00%

资料来源：wind，中信建投研究发展部

在已经解禁的 218 次非公开发行中，锁定期收益率最高的是 2006 年 10 月 13 日增发的名流置业（000667），其增发价格为 4.60 元/股，该股票 2007 年 10 月 12 日收盘的复权价是 35.57 元/股，一年锁定期内的收益率高达 673.26%。而锁定期亏损最严重的是 2007 年 10 月 30 日增发的吉恩镍业（600432），其增发价格为 88.00 元/股，该股票 2008 年 10 月 30 日收盘的复权价是 17.06 元/股，一年锁定期内的亏损达到 80.61%。

表 8：非公开发行收益率与指数对比

年份	已经解禁的增发	涨幅高于行业指数		涨幅高于上证综指		涨幅高于沪深 300 指数	
		次数	占比	次数	占比	次数	占比
2006 年	34	21	61.76%	27	79.41%	19	55.88%
2007 年	87	71	81.61%	74	85.06%	66	75.86%
2008 年	44	35	79.55%	38	86.36%	37	84.09%

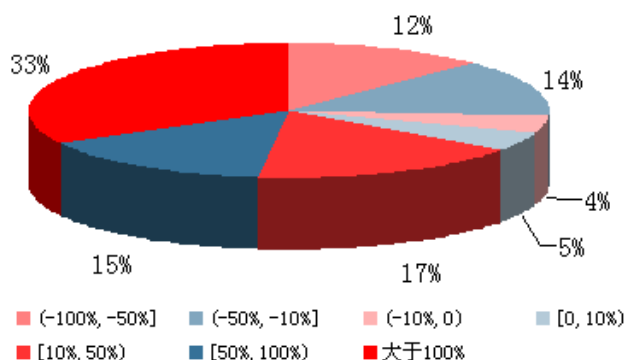
2009 年	53	49	92.45%	47	88.68%	47	88.68%
合计	218	176	80.73%	186	85.32%	169	77.52%

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

我们将已经解禁的 218 次非公开发行的锁定期收益率情况与锁定期的指数收益率情况进行了逐一统计和对比,得到的结果如表 8 所示。通过对比可以看出,在 2006 年到 2010 年已经解禁的 218 次非公开发行中,有 80.73% 跑赢对应的行业指数, 85.32%跑赢上证综合指数, 77.52%跑赢沪深 300 指数, 非公开发行的股票的市场表现明显好于指数表现。

即使是在市场大幅下挫的 2008 年,解禁的 87 只非公开发行股票中仍然有 81.61%跑赢对应的行业指数, 85.06%跑赢上证综合指数, 75.86%跑赢沪深 300 指数,而这三个比例在 2010 年更是达到了 92.45%, 88.68%和 88.68%。可见,参与非公开发行认购后的收益率超越大盘和沪深 300 的收益率已经逐渐成为大概率事件,投资者的收益率日趋稳定。

图 2: 一年锁定期后的收益率分布



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

我们将已经解禁的 218 次非公开发行按照年度进行了分类,计算了相应股票在锁定期一年内的平均收益率曲线。我们以非公开发行的增发价格作为成本计算点,为了保证曲线的连续平滑,按照基金净值的计算方法,将认购时的折价收益贴现到一年的锁定期之中,得到的收益率曲线如图 3 所示。

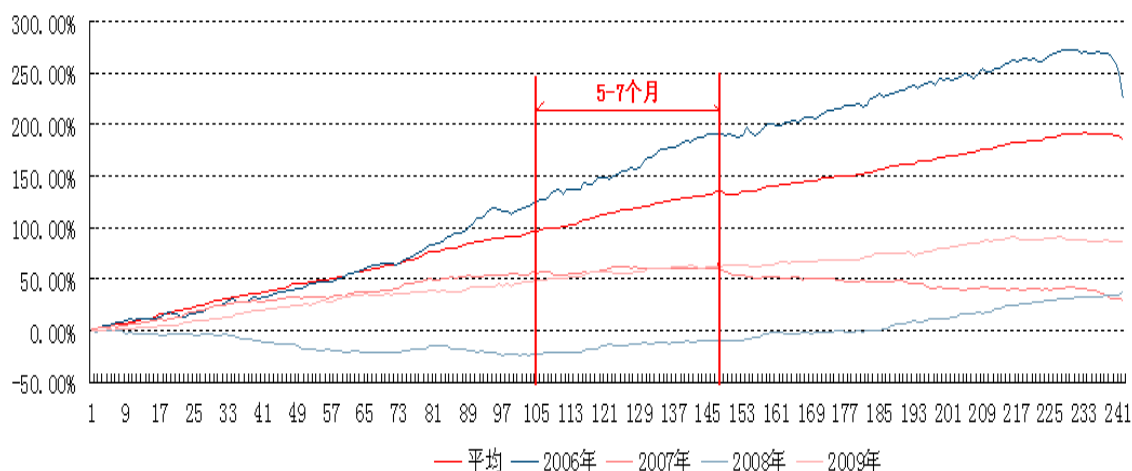
由图 3 中的收益率曲线,我们可以得到以下结论:

一、从平均收益率曲线来看,非公开发行的股票在一年内的整体趋势一直保持稳步上行,临近解禁期 1 个月左右,股价会略有震荡回落。

二、年度收益率曲线的走势受大盘影响,2007 年增发的收益率曲线锁定期后期、2008 年增发的收益率曲线锁定期前期都出现逐步下行走势。

三、四年的收益率曲线在距离增发解禁 5-7 个月的期间都呈现出加速上涨势态。

图 3：一年锁定期内的平均收益率曲线



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

我们按照申万一级行业对非公开发行的收益率进行了分类统计，结果如表 9 所示。

从表 9 的统计中我们可以看出，公用事业行业实施非公开发行的次数较少，仅 8 次，但个别公司的市场表现很好，所以行业的平均收益率最高，超过 172%，且每年的平均收益率均为绝对正收益。

非公开发行次数最多的房地产和化工行业的平均收益率分列二、三位，也保持了每年的平均收益率均为绝对正收益。由此可知，实施非公开发行次数较多的行业往往是一定时期的“热点”行业，在此期间，行业高度景气，上市公司盈利能力短期大幅提升，从而为公司二级市场的交易价格提供了有效支撑。

表 9：非公开发行收益率按行业统计

	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		合计	
	增发次数 (已解禁)	平均收益率	增发次数 (已解禁)	平均收益率	增发次数 (已解禁)	平均收益率	增发次数 (已解禁)	平均收益率	增发次数 (已解禁)	平均收益率
农林牧渔	1	232.11%	1	-27.96%	1	14.08%	0	0.00%	3	72.74%
采掘	0	0.00%	2	42.20%	1	11.91%	1	-16.23%	4	20.02%
化工	5	159.44%	10	131.20%	7	14.10%	9	120.33%	31	106.16%
黑色金属	1	319.36%	1	-54.39%	0	0.00%	0	0.00%	2	132.49%
有色金属	3	236.77%	7	49.04%	5	18.71%	1	6.58%	16	72.11%
建筑建材	1	235.76%	4	5.18%	3	86.51%	6	94.97%	14	77.56%
机械设备	4	177.16%	7	4.50%	2	86.66%	6	58.18%	19	66.45%
电子元器件	2	263.85%	5	28.38%	3	-31.09%	2	176.19%	12	77.40%
交运设备	3	166.23%	6	-43.45%	4	20.65%	3	90.64%	16	37.03%
信息设备	1	172.36%	2	17.46%	1	28.07%	3	101.23%	7	77.01%
家用电器	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	3	76.25%	3	76.25%
食品饮料	1	391.40%	1	-35.08%	3	79.15%	1	42.48%	6	106.04%
纺织服装	1	330.42%	0	0.00%	1	-46.65%	2	60.96%	4	101.42%
轻工制造	1	427.27%	6	30.70%	1	28.77%	1	98.03%	9	82.03%

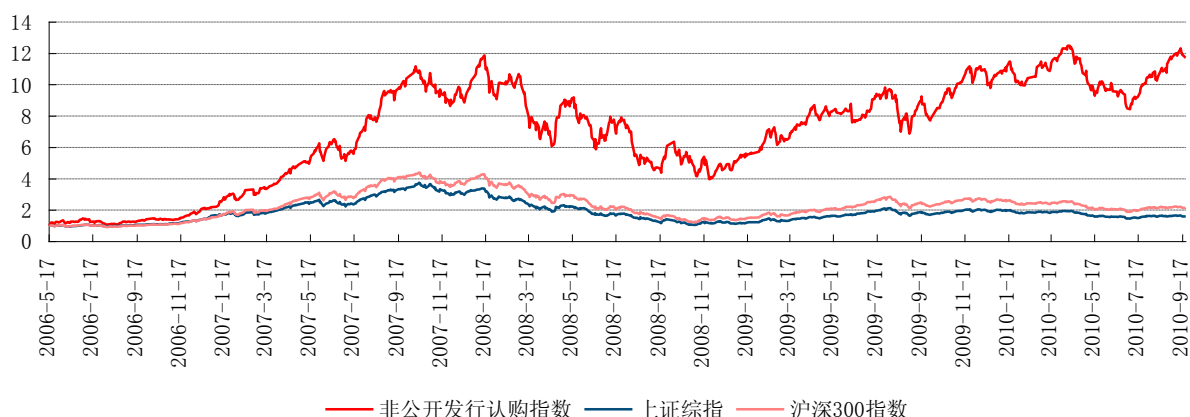
医药生物	0	0.00%	3	75.23%	5	38.62%	2	128.53%	10	67.59%
公用事业	2	404.73%	5	99.30%	0	0.00%	1	70.18%	8	172.01%
交通运输	0	0.00%	4	-48.41%	1	-63.02%	1	119.16%	6	-22.91%
房地产	5	405.27%	14	30.91%	2	219.33%	6	39.74%	27	116.15%
金融服务	1	472.75%	2	-10.34%	0	0.00%	1	-1.00%	4	112.77%
商业贸易	2	211.47%	2	-60.91%	2	20.24%	2	105.92%	8	69.18%
餐饮旅游	0	0.00%	3	81.76%	1	-29.97%	0	0.00%	4	53.83%
信息服务	0	0.00%	2	47.95%	0	0.00%	1	145.98%	3	80.63%
综合	0	0.00%	1	-42.24%	0	0.00%	1	18.29%	2	-11.98%
合计	34	267.14%	88	32.87%	43	34.12%	53	84.36%	218	82.17%

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

非公开发行认购指数

为了连续跟踪非公开发行的平均收益率情况,我们编制了非公开发行认购指数,该指数以 2006 年 5 月 17 日为基期,以非公开发行股票增发股权登记日为成份股选入日,在增发股份锁定期满后的第一个交易日将该成分股剔除,以非公开发行的规模(增发数量乘以认购价格)作为成分股权重。同样按照基金净值的计算方法,将认购时的折价收益贴现到一年的锁定期之中,得到的指数如图所示。

图 4: 非公开发行认购指数



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

我们将同期间的上证综指和沪深 300 指数以 2006 年 5 月 17 日为基期归一化后进行对比。通过对比可以看出,非公开发行认购指数从 2007 年起持续跑赢上证综指和沪深 300 指数,截止到 2010 年三季度,该指数的收益率超过 10 倍,并持续创出新高。

该指数可以合理的反映在二级市场认购非公开发行的持续收益情况,在经历了 2008 年的大幅下跌后,非公开发行认购指数出现了稳步盘升的走势。虽然指数上涨速度比 2007 年慢,但持续性和稳定性都显著提高,说明投资者的收益更趋稳定。

非公开发行带来的投资机会



综合前文的分析，我们的观点是：（1）认购非公开发行业股票的投资者在投入大量资金、牺牲流动性的情况下，应该获得投资回报；（2）股票的二级市场交易价格与增发价格接近可能是“市场失灵”的结果，有可能是较好的投资机会；（3）重点关注：距离增发解禁日 5-7 个月，区间涨幅不大品种，在基本面较好的情况下，短期可能会有较好表现。我们统计整理了今年 3 月份之后解禁，区间涨幅不到 50%的品种，作为今后的研究重点。

表 10：非公开发行的研究重点

代码	简称	增发价	增发公告日	预计上市日期	2011 年 2 月 25 日 收盘价复权(元)	目前收益率
600369.SH	西南证券	14.33	2010-09-01	2011-9-1	11.87	-17.17%
600750.SH	江中药业	36	2010-12-31	2011-12-31	30.97	-13.97%
600196.SH	复星医药	20.6	2010-05-06	2011-5-6	19.12	-7.18%
600551.SH	时代出版	16.76	2010-06-29	2011-6-29	16.35	-2.45%
600535.SH	天士力	37.6	2010-12-21	2011-12-21	37.87	0.72%
000949.SZ	新乡化纤	6.4	2010-05-19	2011-5-19	6.51	1.72%
601111.SH	中国国航	11.58	2010-11-25	2011-11-25	11.83	2.16%
600011.SH	华能国际	5.57	2010-12-29	2011-12-29	5.75	3.23%
002045.SZ	广州国光	16.8	2010-05-13	2011-5-13	17.53	4.35%
600713.SH	南京医药	10.9	2010-04-22	2011-4-22	11.85	8.72%
000026.SZ	飞亚达 A	16.01	2010-12-29	2011-12-29	17.46	9.06%
600460.SH	士兰微	20	2010-09-16	2011-9-16	22.17	10.85%
600480.SH	凌云股份	15.5	2010-12-14	2011-12-14	17.19	10.90%
600199.SH	金种子酒	16.02	2010-12-14	2011-12-14	18.23	13.80%
600578.SH	京能热电	9.92	2010-12-31	2011-12-31	11.3	13.91%
002211.SZ	宏达新材	15.07	2010-12-07	2011-12-7	17.18	14.00%
000592.SZ	中福实业	7.5	2010-12-08	2011-12-8	8.74	16.53%
002169.SZ	智光电气	16	2010-11-04	2011-11-4	18.69	16.81%
000551.SZ	创元科技	14.6	2010-12-27	2011-12-27	17.16	17.53%
000659.SZ	珠海中富	7.1	2010-12-23	2011-12-23	8.39	18.17%
600978.SH	宜华木业	5.7	2010-11-03	2011-11-3	6.79	19.12%
600439.SH	瑞贝卡	12.2	2010-12-07	2011-12-7	14.58	19.51%
002228.SZ	合兴包装	12.6	2010-07-08	2011-7-8	15.15	20.24%
002050.SZ	三花股份	30	2010-12-27	2011-12-27	36.21	20.70%
002102.SZ	冠福家用	8.08	2010-11-10	2011-11-10	9.83	21.66%
002121.SZ	科陆电子	22.5	2010-11-11	2011-11-11	27.66	22.93%
600572.SH	康恩贝	15.21	2010-11-03	2011-11-3	18.91	24.33%
000572.SZ	海马股份	5.01	2010-10-21	2011-10-21	6.23	24.35%
600971.SH	恒源煤电	36	2010-11-04	2011-11-4	45.47	26.31%
600426.SH	华鲁恒升	13.22	2010-12-29	2011-12-29	16.78	26.93%
002070.SZ	众和股份	7.01	2010-06-22	2011-6-22	8.91	27.10%
002042.SZ	华孚色纺	23.5	2010-12-15	2011-12-15	29.9	27.23%
600166.SH	福田汽车	18.06	2010-09-16	2011-9-16	23.45	29.84%
002048.SZ	宁波华翔	11.88	2010-04-09	2011-4-9	15.5	30.47%



601727.SH	上海电气	7.03	2010-05-18	2011-5-18	9.2	30.87%
002151.SZ	北斗星通	32.2	2010-10-27	2011-10-27	42.26	31.24%
000713.SZ	丰乐种业	15.48	2010-12-27	2011-12-27	20.34	31.40%
002223.SZ	鱼跃医疗	32	2010-06-25	2011-6-25	42.13	31.66%
600029.SH	南方航空	6.66	2010-11-02	2011-11-2	8.77	31.68%
600104.SH	上海汽车	13.87	2010-12-15	2011-12-15	18.45	33.02%
600470.SH	六国化工	10.39	2010-08-26	2011-8-26	13.91	33.88%
600122.SH	宏图高科	11.56	2010-06-19	2011-6-19	15.55	34.52%
002100.SZ	天康生物	21.37	2010-04-22	2011-4-22	29.06	35.99%
002164.SZ	东方传动	12.8	2010-08-20	2011-8-20	17.63	37.73%
600112.SH	长征电气	12.3	2010-05-07	2011-5-7	17	38.21%
600141.SH	兴发集团	20.23	2010-04-23	2011-4-23	28.07	38.75%
002147.SZ	方圆支承	12.15	2010-11-02	2011-11-2	16.89	39.01%
000100.SZ	TCL 集团	3.46	2010-08-02	2011-8-2	4.82	39.31%
002092.SZ	中泰化学	16.33	2010-04-19	2011-4-19	23	40.85%
600110.SH	中科英华	5.85	2010-05-21	2011-5-21	8.24	40.85%
002101.SZ	广东鸿图	24	2010-10-29	2011-10-29	34.08	42.00%
000055.SZ	方大集团	7.3	2010-07-14	2011-7-14	10.39	42.33%
600406.SH	国电南瑞	52	2010-10-23	2011-10-23	74.36	43.00%
600169.SH	太原重工	18.1	2010-12-30	2011-12-30	26.46	46.19%
002241.SZ	歌尔声学	33.01	2010-10-20	2011-10-20	48.38	46.56%
002087.SZ	新野纺织	5.49	2010-05-28	2011-5-28	8.14	48.27%

资料来源：中信建投研究发展部

非公开发行的风险

根据前文统计结果显示，认购非公开发行获得绝对正收益是大概率事件（接近 70%），但是依然存在 30% 左右的亏损概率。因此建议有条件的投资者最好以投资组合的方式参与非公开发行，从而规避可能出现的亏损。当然，如果对个别认购标的有充分的认识和研究，并具备较高的风险承受能力，也可以“孤注一掷”。

从年整体收益率来看，由于锁定期的存在，认购非公开发行的风险主要来自于年度系统性风险。如果在 2006 年认购，则锁定一年后是 2007 年的牛市，收益丰厚；如果在 2007 年认购，则锁定一年后是 2008 年的熊市，将面临较大的亏损概率。

表 11：非公开发行分年收益与规模

年	收益率	发行规模（亿）
2006	320%	2939
2007	-21%	26414
2008	-1.50%	9300
2009	25%	10549

资料来源：中信建投研究发展部

注：未考虑股权分置改革对参与非公开发行收益的影响，所以 2006 年的收益率略高于实际收益。

投资者分析

我们在前文的分析中呈现了非公开发行的基本情况和整体收益，本节我们将对非公开发行的参与者进一步研究。非公开发行的参与者众多，可分为三类：1，财务投资者，其典型特征是获配股份锁定期1年，以获得中短期财务收益为目标；2，战略投资者，其典型特征是获配股份锁定期3年，以获得中长期财务收益为目标，或者是以获得企业控制权、产业整合、供应链合作等作为战略目标；3，并购重组者，其典型特征是获配股份锁定期3年，以资产注入的方式支付对价，以并购重组上市公司为目标。

财务投资人分析

由于机构投资者参与非公开发行大多数情况下是财务投资，所以我们的研究样本剔除了战略投资者和并购重组者，集中研究目前市场上财务投资者的分类和收益情况。我们根据参与非公开发行的频率，重点关注四类机构投资者：基金、券商、保险和保险资产管理公司、央企财务公司。

剔除无效数据后，我们的样本时间起始点仍然是自2006年5月至今，财务投资者参与的定向增发次数共327次，涉及302家上市公司，总融资规模4148.07亿元。其概况如表12所示。

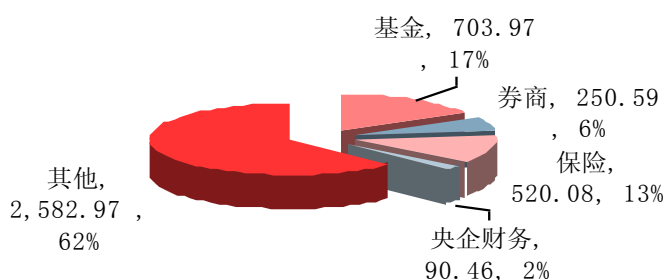
表 12：机构投资者参与频率

发行家数	发行次数	基金参与	券商参与	保险参与	央企财务参与
302	327	194	149	105	39

资料来源：中信建投研究发展部

表12中的保险包括了保险系资产管理公司，从表中可以看出，基金、券商和保险这三类机构投资者是非公开增发财务投资人群体中的活跃机构。结合图5可知，在这四类机构投资者中，基金不仅参与次数最多，投入资金规模也最大，达到703.97亿元。保险系虽然参与频率比券商低，但是资金规模大，投入总规模520.08亿元。

图 5：融资规模与机构投资者投入比例 单位：亿元



资料来源：中信建投研究发展部

我们把在2011年2月24日前解禁的非公开发行重新归为一个样本，以便比较在过往的非公开发行财务投资中，四类机构投资者的收益情况。由于解禁并不意味着卖出，所以我们只能计算机构投资者在锁定期内的收益率，并以此作为统计的重点。按照表13的分类对比可知，参与非公开发行的投资者中，央企财务公司收益率最好，其次是券商和保险的收益率持平，再次是基金。表13是分大类统计，所以当多家基金参与某一次非公开



发行时，对于基金类来说，只在表中计算为 1 次。对比后文中分公司的统计情况可以看出，相比其它三类机构投资者，基金在参与非公开行时集中投资行为最为明显。

表 13：机构投资者收益情况

单位：亿

	参与次数	投入	锁定期收益	锁定期收益率
基金	80	482.72	228.95	47%
券商	108	159.95	98.34	61%
保险	74	390.25	251.62	64%
央企财务公司	26	39.00	45.00	115%

资料来源：中信建投研究发展部

表 14 列出了非公开发行认购频率最高的 6 家机构投资者。根据已经解禁的样本计算他们的投入和所得。

表 14：非公开发行认购频率前 5

单位：亿

	认购次数	投入资金	锁定期盈利	锁定期收益率
江苏瑞华	62	24.97	8.52	34.12%
华夏基金	36	60.35	9.62	15.94%
易方达	34	24.19	53.5	221.17%
中国人寿	29	140.75	275.04	195.41%
常州投资集团	25	7.68	5.14	66.93%
上海证券	25	10.79	4.96	45.97%

资料来源：中信建投研究发展部

从表 15 到表 18，我们详细分析了四类机构投资者参与非公开发行的次数、投入资金量和盈利情况。由于基金公司和证券公司数量较多，我们仅选择了可以管理社保基金的 12 家全牌照基金和 2010 年被评为 AA 级的 12 家券商作为代表详细列出各家公司的参与情况。

表 15：机构投资者收益情况 —— 基金

单位：亿

基金公司	认购次数	投入资金	盈利	收益率
易方达	20	24.19	53.5	221.17%
招商	3	2.33	2.34	100.43%
博时	14	18.19	15.02	82.57%
南方	19	45.12	32.18	71.32%
嘉实	15	25.65	13.6	53.02%
海富通	10	24	12.72	52.22%
广发	23	45.42	21.20	46.68%
国泰	10	16.65	6.24	37.48%
富国	15	19.60	6.94	35.41%
华夏	28	60.35	9.62	15.94%
工银瑞信	8	12.84	-3.04	-23.68%
银华	-	-	-	-
其他		185.55	66.00	35.57%
合计		480.25	236.32	49%

资料来源：中信建投研究发展部



表 16: 机构投资者收益情况 ——券商 单位: 亿

证券公司	认购次数	投入资金	盈利	收益率
招商	1	0.41	0.85	207.32%
中金	5	2.38	4.22	177.31%
国泰君安	5	2.59	4.17	161.00%
东方	6	3.2	4.79	149.69%
中信建投	2	1.99	2.96	148.74%
光大	12	9.44	4.53	47.99%
华泰	4	2.28	0.68	29.82%
中信	10	12.61	2.74	21.73%
国信	2	11.17	1.53	13.70%
海通	11	29.06	2.49	8.57%
中信金通	-	-	-	-
银河	-	-	-	-
其它		83.18	70.34	84.56%
合计		158.31	99.30	63%

资料来源: 中信建投研究发展部

表 17: 机构投资者收益情况 ——保险 单位: 亿

保险及其资产管理公司	认购次数	投入资金	盈利	收益率
中国人寿	24	140.75	275.04	195.41%
中国人民	6	5.98	2.44	40.80%
新华	15	20.66	6.53	31.61%
中国人保	11	21.53	1.09	5.06%
平安	3	63.5	1.4	2.20%
太平洋	7	58.70	-13.29	-22.64%
泰康	19	65.60	-16.65	-25.38%
其它		13.53	-4.94	-36.51%
保险合计		390.25	251.62	64.48%

资料来源: 中信建投研究发展部

表 18: 机构投资者收益情况 ——国企财务公司 单位: 亿

央企财务公司	认购次数	投入资金	锁定期盈利	锁定期收益率
中国石化	1	0.08	0.36	464.10%
航天科技	2	12.96	29.93	230.94%
中国电力	2	3.72	7.41	199.12%
五矿	2	0.72	1.37	191.76%
中核	1	0.78	0.99	127.19%
兵器集团	9	7.06	5.49	77.82%
三峡财务	3	2.78	1.07	38.56%
中船重工	3	3.56	0.36	10.17%

国机集团	2	1.56	0.06	3.60%
大亚湾	1	3.45	-0.2102	-6.10%
三江航天	1	1.80	-1.15	-63.89%
央企财务合计		39.39	45.02	114.29%

资料来源：中信建投研究发展部

从 1 级市场到 2 级市场——非公开发行的多种盈利模式

非公开发行，是公司上市之后展开再融资活动的一种方式，由于发行价格和收益率都依赖于公司股价走势，所以它与 2 级市场紧密相连；但是由于它的折价率和锁定期，又有一级市场的投资特色。所以我们认为非公开发行市场可以当作介于 1、2 级市场之间的 1.5 级市场。当前中国仍然处在工业化加速和产业重组加速的阶段，在这个大背景下上市公司非公开发行频率和融资量将长期处于高位。从绝对收益的角度来看，正因为非公开发行 1.5 级市场的特殊定位，使它可以向 1 级市场、2 级市场延伸从而产生多种盈利模式。

在 1 级市场上，有管理和运营能力的投资者可以选择低成本进入上市公司母公司有潜力的业务，将其转变为优质资产后策划以非公开发行的方式注入上市公司。也可以选择具备外延式增长能力的上市公司，策划其向优质项目非公开发行股份实施并购。

在 1.5 级市场上，则主要依靠研究员的研究能力，甄别发布非公开发行的上市公司的质地，同时对股价走势做出预判，结合发行折价情况做出认购选择。

在 2 级市场上，可以根据非公开发行进度捕捉交易性机会。非公开发行对股价的影响根本上来源于非公开发行增加了公司内涵价值及其确定性，披露了关于公司发展的更多信息。在非公开发行实施前，倘若公司股价较大幅度偏离其内涵价值，则可以进行“延时套利”操作，即低价买入，高价卖出同时中价认购增发股份，这样的操作锁定了认购价格和股价之间的收益同时摊薄了认购成本。在非公开发行实施后，可以关注其股价走势与发行价关系，一旦有破发情况出现，则可以研判是否获得超额收益的机会。比如大东南（002263）在 2010 年 7 月跌破增发价格，长征电气（600112）在 2010 年 12 月跌破增发价，这些都是获取超额收益的时间窗口。

绝对收益小组将致力于围绕非公开发行发现适合不同投资者的盈利机会。下表附上了当前已发布董事会预案、已通过股东大会和已获得证监会核准但是均尚未实施的非公开发行的上市公司。有意有能者可在其中寻觅多种围绕非公开发行的投资机会。

表 19：当前非公开发行情况

证券代码	证券简称	增发进度	增发数量	增发发行方式	增发价格[单位] 元
300113.SZ	顺网科技	董事会预案	226.5194	定向	72.4
600664.SH	哈药股份	董事会预案	23836	定向	24.11
600893.SH	航空动力	董事会预案	16652.3007	定向	23.93
300010.SZ	立思辰	董事会预案	16047388	定向	18.57
600170.SH	上海建工	董事会预案	11420	定向	15.05
002131.SZ	利欧股份	董事会预案	2000	定向	14.58
002013.SZ	中航精机	董事会预案	25584.1167	定向	14.53
002201.SZ	九鼎新材	董事会预案	25300000	定向	13.86
000560.SZ	昆百大 A	董事会预案	32000000	定向	10.47



600691.SH	*ST 东碳	董事会预案	456940000	定向	10.36
600706.SH	ST 长信	董事会预案	9217.6234	定向	9.93
000922.SZ	*ST 阿继	董事会预案	228223000	定向	8.61
600637.SH	广电信息	董事会预案	40109	定向	7.67
600894.SH	广钢股份	董事会预案	3000	定向	7.14
000576.SZ	ST 甘化	董事会预案	12000	定向	6.78
000611.SZ	时代科技	董事会预案	20994100	定向	6.66
000600.SZ	建投能源	董事会预案	39039.4379	定向	4.78
600179.SH	*ST 黑化	董事会预案	1412057900	定向	4.74
600155.SH	*ST 宝硕	董事会预案	42000	定向	2.25
000012.SZ	南玻 A	董事会预案	25000	定向	17.88
000078.SZ	海王生物	董事会预案	13920	定向	10.37
000551.SZ	创元科技	董事会预案	3000	定向	15.5
000562.SZ	宏源证券	董事会预案	50000	定向	15.1
000601.SZ	韶能股份	董事会预案	155000000	定向	4.03
000627.SZ	天茂集团	董事会预案	24000	定向	
000632.SZ	三木集团	董事会预案	170000000	定向	6.04
000687.SZ	保定天鹅	董事会预案	95000000	定向	6.14
000697.SZ	*ST 偏转	董事会预案	298442115	定向	2.24
000789.SZ	江西水泥	董事会预案	6500	定向	10.64
000885.SZ	同力水泥	董事会预案	80000000	定向	10.54
000949.SZ	新乡化纤	董事会预案	13000	定向	5.44
000968.SZ	煤气化	董事会预案	155000000	定向	18.38
000970.SZ	中科三环	董事会预案	2700	定向	22.55
000977.SZ	浪潮信息	董事会预案	5700	定向	17.81
002020.SZ	京新药业	董事会预案	3000	定向	15.79
002037.SZ	久联发展	董事会预案	37000000	定向	17.65
002061.SZ	江山化工	董事会预案	8250	定向	10.92
002099.SZ	海翔药业	董事会预案	2500	定向	20.92
002126.SZ	银轮股份	董事会预案	3000	定向	
002129.SZ	中环股份	董事会预案	10000	定向	23.91
002283.SZ	天润曲轴	董事会预案	43000000	定向	25.38
002297.SZ	博云新材	董事会预案	35000000	定向	16.05
600073.SH	上海梅林	董事会预案	134200000	定向	11.55
600146.SH	大元股份	董事会预案	110000000	定向	19.49
600185.SH	格力地产	董事会预案	200000000	定向	7.94
600206.SH	有研硅股	董事会预案	40000000	定向	10.32
600253.SH	天方药业	董事会预案	100000000	定向	8.75
600390.SH	金瑞科技	董事会预案	23360000	定向	18.27
600410.SH	华胜天成	董事会预案	5000	定向	11.56
600433.SH	冠豪高新	董事会预案	120000000	定向	10.16



600468. SH	百利电气	董事会预案	65000000	定向	16.39
600488. SH	天药股份	董事会预案	6650	定向	8.27
600509. SH	天富热电	董事会预案	20000	定向	10.5
600546. SH	山煤国际	董事会预案	238500000	定向	23.06
600712. SH	南宁百货	董事会预案	8000	定向	8.06
600765. SH	中航重机	董事会预案	116734700	定向	15.35
600815. SH	厦工股份	董事会预案	16600	定向	13.08
600863. SH	内蒙华电	董事会预案	60000	定向	9.17
600870. SH	ST 厦华	董事会预案	230000000	定向	4.88
600960. SH	滨州活塞	董事会预案	100000000	定向	10.45
601000. SH	唐山港	董事会预案	13500	定向	6.63
601099. SH	太平洋	董事会预案	50000	定向	10.28
000895. SZ	双汇发展	股东大会通过	592770934	定向	50.94
600859. SH	王府井	股东大会通过	44800000	定向	41.51
000581. SZ	威孚高科	股东大会通过	112858000	定向	25.83
002004. SZ	华邦制药	股东大会通过	3549.3	定向	23.86
002331. SZ	皖通科技	股东大会通过	7296424	定向	23.44
600449. SH	赛马实业	股东大会通过	113775543	定向	22.13
002033. SZ	丽江旅游	股东大会通过	968.3823	定向	21.69
600176. SH	中国玻纤	股东大会通过	154361000	定向	19.03
600499. SH	科达机电	股东大会通过	45249380	定向	18.97
000001. SZ	深发展 A	股东大会通过	1638336654	定向	17.75
600827. SH	友谊股份	股东大会通过	302394810	定向	15.57
000426. SZ	富龙热电	股东大会通过	17453363	定向	14.5
000788. SZ	西南合成	股东大会通过	9361324	定向	14.47
000401. SZ	冀东水泥	股东大会通过	134752300	定向	14.21
002226. SZ	江南化工	股东大会通过	12380	定向	14.18
002049. SZ	晶源电子	股东大会通过	10599.43	定向	14.07
000635. SZ	英力特	股东大会通过	124200000	定向	13.8
000768. SZ	西飞国际	股东大会通过	176216069	定向	13.11
000669. SZ	领先科技	股东大会通过	176522887	定向	12.38
600643. SH	爱建股份	股东大会通过	220395012	定向	12.21
600397. SH	安源股份	股东大会通过	22574.7941	定向	11.63



600850. SH	华东电脑	股东大会通过	155674441	定向	11.56
000799. SZ	酒鬼酒	股东大会通过	38380000	定向	11.55
002181. SZ	粤传媒	股东大会通过	340928390	定向	11.24
000502. SZ	绿景地产	股东大会通过	140471337	定向	10.77
000545. SZ	吉林制药	股东大会通过	178067046	定向	10.43
000665. SZ	武汉塑料	股东大会通过	211272785	定向	10.4
000809. SZ	中汇医药	股东大会通过	252003908	定向	10.23
600723. SH	西单商场	股东大会通过	248689516	定向	9.92
000537. SZ	广宇发展	股东大会通过	600177814	定向	9.88
600292. SH	九龙电力	股东大会通过	185380000	定向	9.17
600855. SH	航天长峰	股东大会通过	39013425	定向	9.02
600077. SH	*ST 百科	股东大会通过	377709359	定向	8.63
002059. SZ	云南旅游	股东大会通过	12559631	定向	8.47
600537. SH	海通集团	股东大会通过	255837301	定向	8.31
000785. SZ	武汉中商	股东大会通过	40896556	定向	8.27
600375. SH	星马汽车	股东大会通过	218259347	定向	8.18
000876. SZ	新希望	股东大会通过	90529.8073	定向	8
002085. SZ	万丰奥威	股东大会通过	105748968	定向	7.85
600335. SH	*ST 盛工	股东大会通过	284047407	定向	7.83
000150. SZ	宜华地产	股东大会通过	172142719	定向	7.81
600633. SH	*ST 白猫	股东大会通过	277682917	定向	7.78
000408. SZ	*ST 金谷	股东大会通过	68000000	定向	7.45
600165. SH	宁夏恒力	股东大会通过	80000000	定向	7.02
600562. SH	*ST 高陶	股东大会通过	57121417	定向	6.96
600234. SH	ST 天龙	股东大会通过	55147057	定向	6.8
002002. SZ	ST 琼花	股东大会通过	652689097	定向	6.49
600340. SH	ST 国祥	股东大会通过	222141912	定向	6.32
000539. SZ	粤电力 A	股东大会通过	988461767	定向	6.11
000813. SZ	天山纺织	股东大会通过	122966391	定向	5.66
600780. SH	通宝能源	股东大会通过	273561545	定向	5.63



600350.SH	山东高速	股东大会通过	1420005444	定向	5.29
600421.SH	ST 国药	股东大会通过	509360000	定向	4.53
600507.SH	方大特钢	股东大会通过	272143711	定向	4.39
600022.SH	济南钢铁	股东大会通过	962191700	定向	3.95
000750.SZ	SST 集琦	股东大会通过	501723229	定向	3.72
600057.SH	*ST 夏新	股东大会通过	430000000	定向	3.71
000863.SZ	*ST 商务	股东大会通过	564070661	定向	3
600401.SH	*ST 申龙	股东大会通过	77837.0375	定向	3
600247.SH	成城股份	股东大会通过	646781300	定向	2.68
600556.SH	*ST 北生	股东大会通过	135000	定向	2.6
000688.SZ	*ST 朝华	股东大会通过	541698351	定向	2.56
000019.SZ	深深宝 A	股东大会通过	77000000	定向	7.83
000046.SZ	泛海建设	股东大会通过	400000000	定向	11.08
000404.SZ	华意压缩	股东大会通过	20000	定向	7.85
000410.SZ	沈阳机床	股东大会通过	200000000	定向	10.08
000417.SZ	合肥百货	股东大会通过	45000000	定向	16.83
000420.SZ	吉林化纤	股东大会通过	200000000	定向	5.9
000422.SZ	湖北宜化	股东大会通过	150000000	定向	18.41
000506.SZ	中润投资	股东大会通过	130000000	定向	5.66
000558.SZ	莱茵置业	股东大会通过	125000000	定向	6.76
000564.SZ	西安民生	股东大会通过	148000000	定向	6.62
000566.SZ	海南海药	股东大会通过	70000000	定向	16.31
000596.SZ	古井贡酒	股东大会通过	20000000	定向	66.86
000603.SZ	*ST 威达	股东大会通过	364626167	定向	7.54
000631.SZ	顺发恒业	股东大会通过	160000000	定向	9.76
000652.SZ	泰达股份	股东大会通过	166900000	定向	6.89
000776.SZ	广发证券	股东大会通过	600000000	定向	27.41
000836.SZ	鑫茂科技	股东大会通过	109200000	定向	7.54
000860.SZ	顺鑫农业	股东大会通过	110000000	定向	16.32
000868.SZ	安凯客车	股东大会通过	45000000	定向	10.2



000878.SZ	云南铜业	股东大会通过	300000000	定向	18.64
000918.SZ	嘉凯城	股东大会通过	250000000	定向	7.88
000955.SZ	ST 欣龙	股东大会通过	200000000	定向	4.48
000965.SZ	天保基建	股东大会通过	245580000	定向	10.18
000988.SZ	华工科技	股东大会通过	60000000	定向	14.54
002006.SZ	精功科技	股东大会通过	46500000	定向	12.94
002011.SZ	盾安环境	股东大会通过	50000000	定向	22.83
002012.SZ	凯恩股份	股东大会通过	50000000	定向	15.45
002043.SZ	兔宝宝	股东大会通过	53000000	定向	8.93
002060.SZ	粤水电	股东大会通过	150000000	定向	7.01
002062.SZ	宏润建设	股东大会通过	40500000	定向	13.28
002067.SZ	景兴纸业	股东大会通过	160000000	定向	6.23
002081.SZ	金螳螂	股东大会通过	29000000	定向	62.06
002115.SZ	三维通信	股东大会通过	28500000	定向	15.66
002125.SZ	湘潭电化	股东大会通过	24000000	定向	11.16
002132.SZ	恒星科技	股东大会通过	35000000	定向	23.5
002133.SZ	广宇集团	股东大会通过	125000000	定向	5.71
002135.SZ	东南网架	股东大会通过	60000000	定向	12.39
002139.SZ	拓邦股份	股东大会通过	17000000	定向	19.41
002159.SZ	三特索道	股东大会通过	30000000	定向	8.3
002161.SZ	远望谷	股东大会通过	34000000	定向	24.67
002165.SZ	红宝丽	股东大会通过	17000000	定向	15.11
002176.SZ	江特电机	股东大会通过	24300000	定向	16.22
002185.SZ	华天科技	股东大会通过	75000000	定向	11.12
002190.SZ	成飞集成	股东大会通过	106000000	定向	9.7
002220.SZ	天宝股份	股东大会通过	40000000	定向	15.94
002229.SZ	鸿博股份	股东大会通过	38000000	定向	13.58
002230.SZ	科大讯飞	股东大会通过	18000000	定向	44.07
002237.SZ	恒邦股份	股东大会通过	36000000	定向	35.64
002263.SZ	大东南	股东大会通过	15200	定向	8.87



002276.SZ	万马电缆	股东大会通过	66000000	定向	13.32
002299.SZ	圣农发展	股东大会通过	104000000	定向	29.23
600048.SH	保利地产	股东大会通过	910000000	定向	13.71
600096.SH	云天化	股东大会通过	142000000	定向	16.32
600105.SH	永鼎股份	股东大会通过	75600000	定向	8.38
600139.SH	西部资源	股东大会通过	32258000	定向	21.7
600160.SH	巨化股份	股东大会通过	85000000	定向	19.93
600208.SH	新潮中宝	股东大会通过	240000000	定向	5.45
600256.SH	广汇股份	股东大会通过	100000000	定向	8.84
600266.SH	北京城建	股东大会通过	290000000	定向	11.47
600277.SH	亿利能源	股东大会通过	243000000	定向	12.55
600298.SH	安琪酵母	股东大会通过	24000000	定向	33.79
600307.SH	酒钢宏兴	股东大会通过	1086000000	定向	8.84
600325.SH	华发股份	股东大会通过	250000000	定向	11.28
600338.SH	ST 珠峰	股东大会通过	40000000	定向	12.33
600383.SH	金地集团	股东大会通过	720000000	定向	6.83
600438.SH	通威股份	股东大会通过	95000000	定向	10.38
600459.SH	贵研铂业	股东大会通过	15130000	定向	22.18
600489.SH	中金黄金	股东大会通过	150000000	定向	27.35
600510.SH	黑牡丹	股东大会通过	300000000	定向	11.96
600527.SH	江南高纤	股东大会通过	51000000	定向	8.43
600577.SH	精达股份	股东大会通过	70000000	定向	8.89
600614.SH	鼎立股份	股东大会通过	83000000	定向	5.98
600648.SH	外高桥	股东大会通过	200000000	定向	14.04
600658.SH	电子城	股东大会通过	100000000	定向	10.67
600704.SH	中大股份	股东大会通过	92000000	定向	15.28
600710.SH	常林股份	股东大会通过	70000000	定向	10.46
600728.SH	ST 新太	股东大会通过	4000	定向	10.99
600745.SH	中茵股份	股东大会通过	120000000	定向	4.98
600749.SH	西藏旅游	股东大会通过	25000000	定向	11.24



600801. SH	华新水泥	股东大会通过	102000000	定向	41.93
600869. SH	三普药业	股东大会通过	72000000	定向	21.69
600888. SH	新疆众和	股东大会通过	123000000	定向	16.25
601186. SH	中国铁建	股东大会通过	1035000000	定向	7.58
601268. SH	二重重装	股东大会通过	400000000	定向	
601390. SH	中国中铁	股东大会通过	1540350000	定向	4.05
000792. SZ	盐湖钾肥	证监会批准	105779.8607	定向	73.25
000531. SZ	穗恒运 A	证监会批准	76020150	定向	15.53
000602. SZ	*ST 金马	证监会批准	353824149	定向	14.22
600278. SH	东方创业	证监会批准	81724414	定向	12.2
600403. SH	大有能源	证监会批准	706182963	定向	11.64
600015. SH	华夏银行	证监会批准	1859197460	定向	11.04
000703. SZ	*ST 光华	证监会批准	432883813	定向	9.78
000525. SZ	红太阳	证监会批准	224561802	定向	9.18
000415. SZ	*ST 汇通	证监会批准	676012606	定向	9
600136. SH	道博股份	证监会批准	31294394	定向	8.89
600455. SH	*ST 博通	证监会批准	53901005	定向	8.35
600619. SH	海立股份	证监会批准	65000000	定向	7.79
000935. SZ	四川双马	证监会批准	29645.2	定向	7.61
600372. SH	ST 昌河	证监会批准	337073801	定向	7.59
600361. SH	华联综超	证监会批准	181000000	定向	7.18
000007. SZ	ST 零七	证监会批准	46000000	定向	7.06
600662. SH	强生控股	证监会批准	239823174	定向	7.03
000430. SZ	*ST 张股	证监会批准	100799732	定向	6.36
000932. SZ	华菱钢铁	证监会批准	278000000	定向	5.57
000656. SZ	ST 东源	证监会批准	908498204	定向	5.18
000719. SZ	S*ST 鑫安	证监会批准	285262343	定向	4.8
000981. SZ	S*ST 兰光	证监会批准	698005200	定向	4.75
600018. SH	上港集团	证监会批准	1764379518	定向	4.49
600816. SH	安信信托	证监会批准	1362100116	定向	4.3
600681. SH	S*ST 万鸿	证监会批准	311032454	定向	4.23
000534. SZ	万泽股份	证监会批准	211204400	定向	3.42
000620. SZ	S*ST 圣方	证监会批准	1286343609	定向	2.27
600094. SH	*ST 华源	证监会批准	1039471959	定向	2.23
000523. SZ	广州浪奇	证监会批准	50000000	定向	8.77
000527. SZ	美的电器	证监会批准	350000000	定向	12.51
000547. SZ	闽福发 A	证监会批准	80000000	定向	7.11
000598. SZ	兴蓉投资	证监会批准	117000000	定向	16.9
000762. SZ	西藏矿业	证监会批准	62330000	定向	21.89



000802.SZ	北京旅游	证监会批准	50000000	定向	10.75
000830.SZ	鲁西化工	证监会批准	427000000	定向	5
000925.SZ	众合机电	证监会批准	26500000	定向	15.99
002055.SZ	得润电子	证监会批准	52000000	定向	11.53
002136.SZ	安纳达	证监会批准	34000000	定向	11.33
002138.SZ	顺络电子	证监会批准	30000000	定向	16.87
002167.SZ	东方锆业	证监会批准	60000000	定向	15.95
002187.SZ	广百股份	证监会批准	25000000	定向	23.65
002206.SZ	海利得	证监会批准	80000000	定向	14.18
002218.SZ	拓日新能	证监会批准	38500000	定向	20.965
600017.SH	日照港	证监会批准	390000000	定向	3.94
600063.SH	皖维高新	证监会批准	100000000	定向	7.96
600087.SH	长航海运	证监会批准	600000000	定向	5.63
600157.SH	永泰能源	证监会批准	91700000	定向	19.63
600172.SH	黄河旋风	证监会批准	110000000	定向	6.41
600183.SH	生益科技	证监会批准	170000000	定向	7.48
600267.SH	海正药业	证监会批准	61000000	定向	22.53
600321.SH	国栋建设	证监会批准	300000000	定向	5.27
600353.SH	旭光股份	证监会批准	4500	定向	9.59
600391.SH	成发科技	证监会批准	70000000	定向	15.35
600567.SH	山鹰纸业	证监会批准	220000000	定向	5.87
600586.SH	金晶科技	证监会批准	140000000	定向	11.19
600770.SH	综艺股份	证监会批准	130000000	定向	12.446
600973.SH	宝胜股份	证监会批准	60000000	定向	14.24
601008.SH	连云港	证监会批准	120000000	定向	5.32
601600.SH	中国铝业	证监会批准	1000000000	定向	10.98
601991.SH	大唐发电	证监会批准	1000000000	定向	6.74



分析师介绍

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 12 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

宁乔：清华大学电子工程学士，中科院计算机硕士，绝对收益分析员，从业 3 年。专注于利用概率统计和数量化比较进行公司资产重组、融资前后的盈利分析和价值发现。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部 上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。