



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

金融工程研究
Financial Engineering
Research

2011年6月2日

挖掘定向增发一级市场投资机会

相关研究

定向增发的事件性效应

---2011.5.11

投资要点:

- 本篇报告总结了历年定向增发锁定期超额收益的分布特征,旨在为一级市场投资者提供有益参考。
- 从整体水平来看,定向增发确实对股价有提升作用。截至2011年5月24日,一共完成解禁上市360家,平均绝对收益为35.32%,相对于上证指数SH000001的平均超额收益为29.62%,最高超额收益接近10倍,最低超额收益为-128.33%。
- 从发行对象和发行规模比例来看,股份越集中,锁定期越长,表现越突出。只有大股东及其关联方参与的,平均超额收益率最高,达到50.47%,其余依次为含大股东及其关联方32.63%,含机构投资者24.38%,含境内自然人22.68%,含境外机构投资者12.32%。发行规模比例越高,意味着股权越集中,锁定期收益也越高。发行规模比例大于50%时,平均超额收益高达70%。
- 从实施价格比例来看,实施价格比例越高,溢价越多,平均超额收益就越低,200%以内的定向增发平均能获得27%以上的正超额收益;大于200%的,超额回报消失。
- 此外,并购类定向增发整体高于平均水平10个百分点,达到40%。
- **投资建议:** 避开制造业、实施价格比例过高的项目,尽量介入有大股东参与、实施价格比例低、发行规模比例高、以资产并购为目的的定增项目。

黄宜忠 尹方亮(协助)

+86 755 21515596

yinfl@jyzq.cn

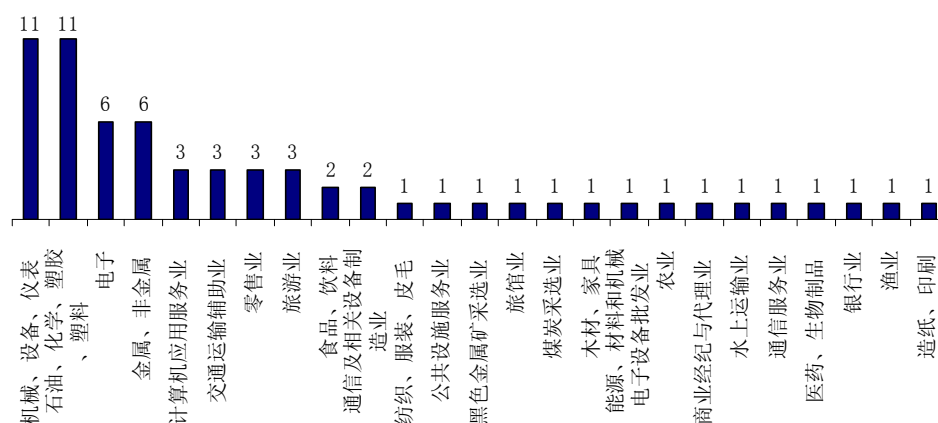
执业证书编号

黄宜忠: S0370108110545

一定向增发热情高涨

在股市摇摆不定、新股屡遭破发之际，以定向增发为投资主题的板块重新活跃起来。作为上市公司的一种创新再融资模式，定向增发以其低廉的融资成本和操作的灵活性，迅速成为再融资的主要渠道。特别是今年以来，受上市公司和机构投资者的热烈追捧，其融资规模已经超过 IPO。根据我们的统计，今年以来，截至 5 月 24 日，定向增发已上市 68 家，总融资 1654.85 亿元，超出 IPO164.05 亿元。从定向增发的行业分布来看，主要集中在工程机械、石化、电子以及金属、非金属四个行业，如图 1 所示。

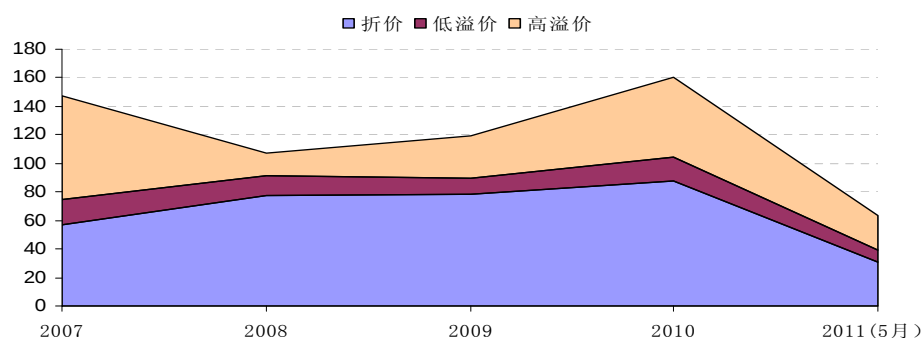
图 1 今年以来定向增发数量行业分布



资料来源：金元证券研究所

根据《上市公司证券发行管理办法》的规定，定向增发的发行价格不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 90%。如果增发价格在基准价 90%至 100%间，称之为折价发行，100%至 110%称为低溢价，高于 110%的情况划分为高溢价。从当前的情况来看，折价发行 31 家，低溢价发行 8 家，高溢价发行 24 家，折价和溢价发行数量旗鼓相当。一般来讲，见图 2，在牛市上升通道中，比如 2007 年，定向增发以高溢价为主，而在市场变熊时，由于强烈的下跌预期，相对于前期较高的基准价，定向增发的发行价格和市盈率都会出现下调，因此折价发行的概率大很多，如 2008 年。在震荡市中，折溢价发行数量表现出均衡态势，如 2010 年和 2011 年。

图 2 往年定向增发折溢价发行数量对比



资料来源：金元证券研究所

在上篇报告中，我们通过关键日期仔细分析了定向增发在二级市场上引发的短期投资机会。对于机构投资者而言，由于面临二级市场流动性风险，大额资金的进入和退出可能引起股价的大幅波动，冲击成本较大，吞噬盈利，因此短期的事件性投机获益有限。对于投资周期较长、资金规模较大的投资者，参与定向增发一级市场申购是一种不错选择。本篇报告通过分析历年定向增发案例的长期业绩效应，旨在挖掘行业和个股的定向增发投资机会，为投资者提供有益参考。

二 锁定期内的收益特征

根据《上市公司证券发行管理办法》规定，定向增发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。尽管定向增发对资金短期流动性有限制，但从我们统计的数据来看，截止 2011 年 5 月 24 日，增发股份已经上市流通的有 360 家次，以解禁日收盘价计算，一共为投资者提供的账面收益超过 7000 亿。因此，整体而言定向增发带来的收益非常可观。表 1 总结了历年定向增发案例从增发股份发行日至其解禁日期间，上市公司二级市场的股价表现。从绝对收益上来看，平均收益达到 35.32%，最高盈利超过 10 倍，最大亏损近 9 成；从相对于上证指数（SH000001）的超额收益来看，平均值为 29.62%，最高超额收益接近 10 倍，最低超额收益为-128.33%。从收益的正负概率来看，绝对收益上面，二者相差无几，但超额收益上，跑赢大盘的家数高出弱于大盘家数 3 成，说明定向增发后，上市公司在提升公司营运能力，改善股东权益方面起到了积极作用，从而加速了公司的成长，增加了公司盈利，最终反映到了股价的超额收益上。

表 1 历年定向增发截至上市流通日累计收益统计

	绝对收益	超额收益
均值	35.32%	29.62%
最大值	1102.79%	1049.21%
最小值	-86.55%	-128.33%
负收益家数	178	153
正收益家数	182	207

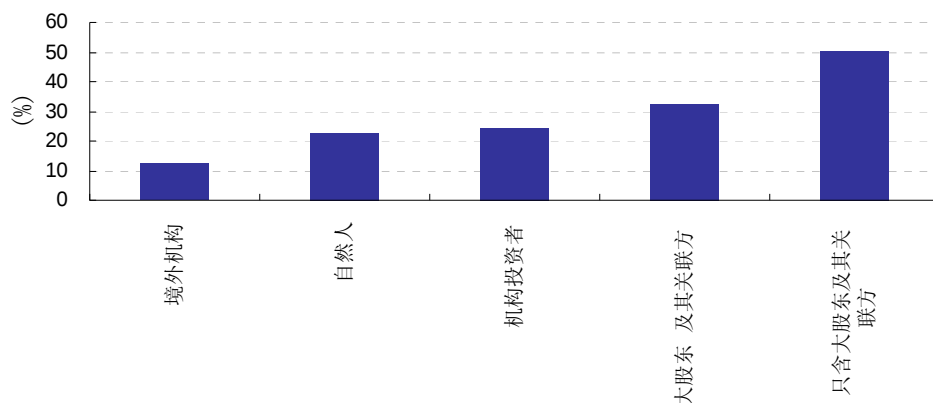
资料来源：金元证券研究所、Wind

1、不同发行对象的收益特征

通常，定向增发按发行对象可以分为境内自然人、境外机构投资者、机构投资者、大股东及其关联方五类。由于不同的发行目的决定了不同的发行对象，从而影响上市公司未来的业绩增长，并在二级市场上表现出不同的超额收益，这个现象可以从图 3 得到说明。为了尽量剔除不同定向增发事件受市场环境因素的影响，我们只考虑股价相对于上证指数（SH000001）的超额收益，同时对每个类别采用算术平均法计算平均超额收益率。统计结果表明，含有境外机构投资者的定向增发项目，在增发股份锁定期的平均超额收益最低，只有 12.32%，其次为含有境内自然人的项目，超额收益为 22.68%，含有机投资者的则略高于含自然人的，为 24.38%，有大股东及其关联方参与的定向增发在锁定期的平均超额收益最高，达到 32.63%，特别是那些只含大

股东及其关联方的项目，平均超额收益高达 50.47%。这也说明，定向增发股份越集中，锁定期越长，表现越优秀。

图 3 不同发行对象平均超额收益率比较

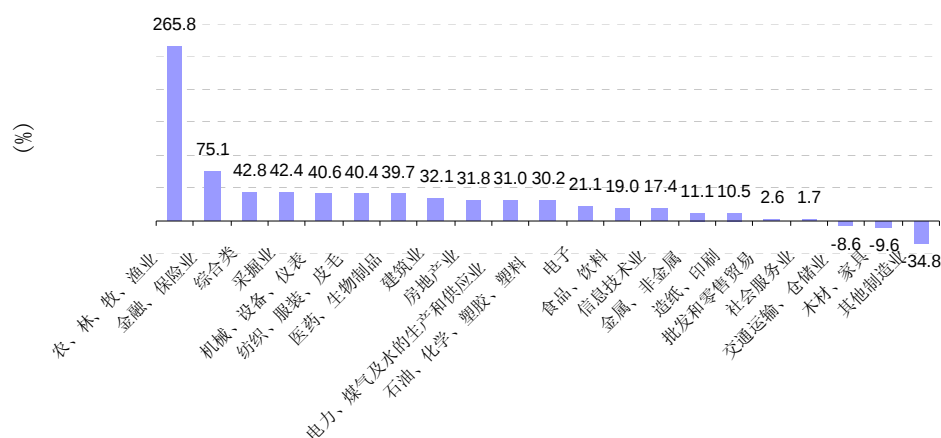


资料来源：金元证券研究所、Wind

2、行业的收益特征

上市公司实施定向增发通常都会改善资产结构，增厚每股净资产，降低市盈率，从而使财务状况得到优化，股价得到支撑。但我们认为不同行业定向增发所带来的业绩和股价提升会不一样，图 4 显示了行业之间的差别，其中行业分类依据证监会标准。从中看出，农林牧渔行业定增超额收益最高，一个主要原因是该行业定增数量只有 4 家，其中中福实业在锁定期的涨幅接近 10 倍，拉高了平均收益。其次，为金融保险行业，平均收益达到 75.1%，综合、采掘、机械设备仪表、纺织服装行业总体收益靠前，而交运、家具与其它制造业锁定期表现不尽人意，整体弱于上证指数，出现负超额收益。

图 4 不同行业平均超额收益率

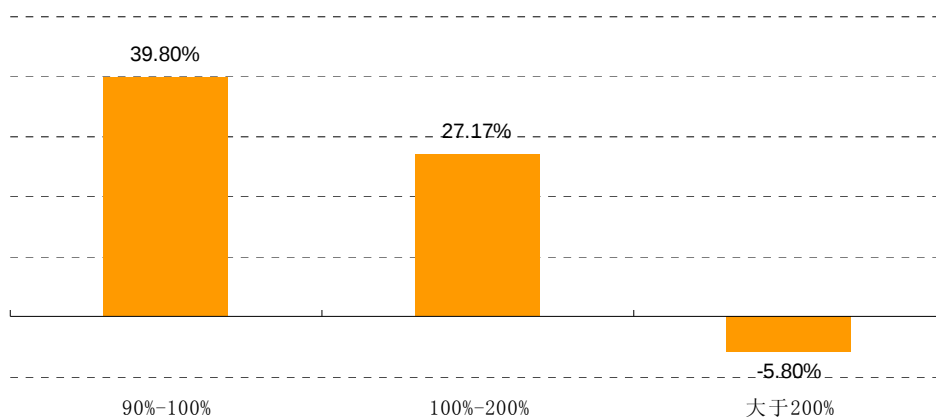


资料来源：金元证券研究所

3、实施价格比例

在前一篇报告中，我们总结过实施价格比例的事件性特征：实施价格比例愈低，发行日前后的超额收益愈高，实施价格比例在 90%至 100%的定向增发在发行日前的超额收益非常高，发行完后维持正的小幅超额收益；100%至 200%区间的案例始终维持小幅正超额收益变化；实施价格比例大于 200%的则在发行日前后无明显的超额收益，甚至可能落后于大盘。这些短期收益特征在锁定期是否仍然保持呢？图 5 给出了明确的答案。实施价格比例越高，溢价越多，平均超额收益就越低，200%以内的定向增发平均能获得 27%以上的正超额收益；大于 200%的，超额回报消失。

图 5 不同实施价格比例平均超额收益率

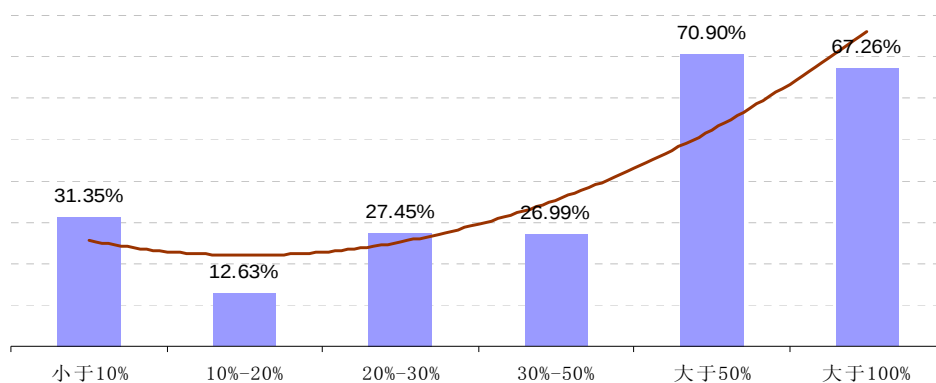


资料来源：金元证券研究所

4、发行规模比例

除了实施价格的折溢价比例外，定向增发的发行规模比例对股价短期影响明显，这一点在上篇报告中同样得到印证。整个锁定期的超额收益与发行规模比例的关系，则由图 6 可以看出：10%-20%的发行规模比例平均超额收益最差，大于 50%的发行规模获得的超额收益超过 70%，而其余发行规模仅仅对应一个定向增发平均收益水平。我们认为较高的发行规模比例意味着上市公司股权较为集中，更有利于公司决策运营，从而提升公司价值。

图 6 不同发行规模比例平均超额收益率

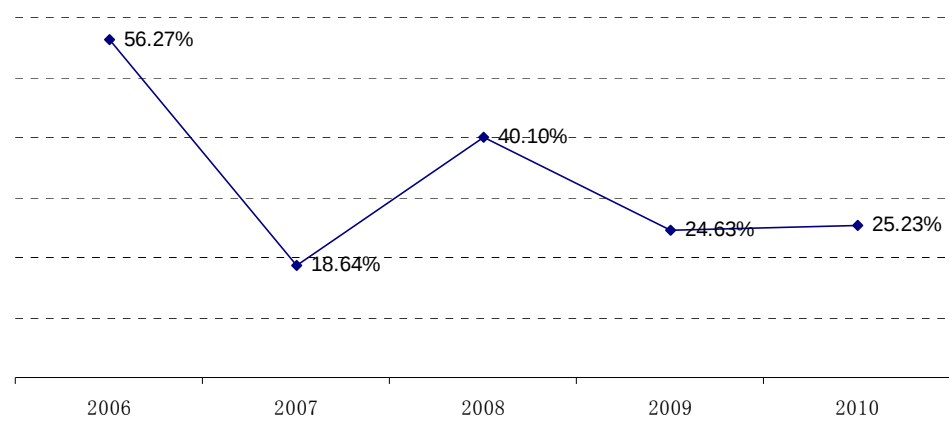


资料来源：金元证券研究所

5、牛熊市

现代投资组合理论中的因子模型告诉我们个股的风险收益由公司层面的 Alpha 和市场系统性风险的 Beta 组成。然而实证显示，不同的市场环境下，个股的 Beta 会有差异，在牛市的上升期和熊市下跌期，Beta 常常变大，从而起到加速器的作用，这与投资者情绪相关。在极度恐慌或者极度兴奋的状态下，通常情绪的扩张不是线性的。因此，定向增发的发行日和上市日所在的市场行情会影响到股票的超额收益。图 7 是根据定向增发发行日所在年份制作而成。由此可见，牛市的增发超额收益最低，熊市最高，震荡市居中，并且每年的定向增发平均超额收益基本都在 20%以上（2007 年除外）。

图 7 历年定向增发平均超额收益率变化



资料来源：金元证券研究所

6、并购增发

定向增发可以作为一种并购手段，用来实现行业龙头公司的产业整合，提升上市公司竞争力，促进业绩持续稳定增长。从历史统计数据来看，并购增发的平均超额收益率高于整体水平 10 个百分点，达到 40%，对公司成长具有显著优势。

表 2 并购增发事件锁定期超额收益情况

证券名称	超额收益率 (%)	证券名称	超额收益率 (%)	证券名称	超额收益率 (%)
上海汽车	248.32	中铁二局	43.60	首开股份	-3.54
中天城投	210.85	莱茵置业	36.97	深圳能源	-7.05
科力远	142.57	京能置业	20.17	新钢股份	-7.99
美罗药业	139.45	美克股份	16.99	白云机场	-10.71
盾安环境	133.42	江西水泥	15.35	长航油运	-11.55
新潮中宝	130.17	西飞国际	13.21	银座股份	-12.76
科力远	116.87	西飞国际	7.99	包钢股份	-14.72
安凯客车	111.04	国金证券	5.17	新钢股份	-16.82
江西水泥	91.33	重庆实业	3.62	中国船舶	-22.26
驰宏锌锗	89.47	冠城大通	-0.72	泛海建设	-26.68
东方电气	53.13	白云机场	-1.03	株冶集团	-28.05
美都控股	49.06	长航油运	-2.29	嘉凯城	-35.78
建峰化工	45.32	西南证券	-2.44		

资料来源：金元证券研究所

三 归因分析

在对定向增发短期事件性效应的实证分析中，我们发现在一些关键流程的公告日附近确实存在明显的超额溢价或折价（相对于大盘而言）现象，公告日往往成为折溢转折的时间窗口。公告日前的溢价行为可以从信息不对称的角度来解释，当定向增发用来投资好的项目或者对公司财务状况有重大改善时，一些提前掌握增发进展的内幕消息人士会于公告发布前，买入股票，并将股价推高，等到公告出来后，利好兑现出货，赚取盈利。

对于定向增发锁定期的收益特征，在本篇中，采取超额收益来描述。原因有二：其一，定向增发发行日所处的市场环境不同，横向可比较性差，比如发行日在牛市顶部，而上市日在熊市底部的定向增发对应的绝对收益会小得多，因而需要剔除市场因素的影响；其二，从单因素模型考虑，一个上市公司的收益主要来源两方面，市场系统性风险回报和公司层面的业绩增长，定向增发只是上市公司为了改善财务状况、扩大产能、整合产业而进行的资产重组或并购的股权融资行为，这种行为关系到公司盈利，与市场环境无关，因而采取超额收益能更真实反映事件的长期影响。

从表 1 已经得知定向增发整体上对股价形成正的效应。按照 2007 年颁布的《上市公司非公开发行股票实施细则》第二条规定：上市公司非公开发行股票，应当有利于减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性；应当有利于提高资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力。法律上的约束保障了并购或重组资产的价值，有利于提高公司盈利水平。

行业之间的收益差别取决于行业本身的景气度。一般在景气度较好的区间里实施定增能够为上市公司带来超额利润，典型的例子是金融保险业，总共完成解禁的有 13 家，其中包括 11 家券商和 2 家银行，过去几年正是证券行业的黄金发展时期。

实施价格比例受发行对象影响较大。如果是针对大股东的定向增发，发行价格普遍较低，更容易损害其他投资者的利益。为了实现大股东的最终利益，锁定期的超额收益也相对较高。发行规模比例可以影响上市公司股权集中度，股权越集中，越有利于公司经营管理决策，也容易获得更高的锁定期收益。

牛熊市特征对锁定期收益的影响在于 Beta 回报的不稳定性。在牛市和熊市中，Beta 的绝对值都有变大的趋势，因而放大了锁定期的盈利或亏损。

资产并购方式的定向增发常常被行业龙头拿来实现产业整合，促进企业扩张或者子公司实现集团整体上市。整体上市条件下，大股东的持股比例大幅度增加，对业绩起到增厚的作用。产业整合或者扩张能够尽量减少同业竞争，降低并购企业经营成本，实现规模经济，从而更好地获得超额收益和长期快速成长。

四 结论

根据本篇所作的跟踪统计，定向增发整体上具有较高的超额（相对于上证指数）回报。从过去已经完成解禁上市的 360 家来看，平均绝对收益为 35%，超额收益接近 30%，特别是 2010 年的统计数据表明，即使在震荡市，定向增发的超额收益仍然在 25%以上，结合当前市场环境，建议投资者积极参与投资。

同时，由于定向增发股份具有至少一年以上的锁定期，存在资金流动性限制，更适合中长期投资者。另外，定向增发项目的行业、发行对象、实施价格比例、发行规模比例和发行目的等因素都对锁定期的超额收益产生影响，建议投资者避开制造业、实施价格比例过高的项目，尽量介入有大股东参与、实施价格比例低、发行规模比例高、以资产并购为目的的定增项目。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来**6**个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来**6**个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来**6**个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来**6**个月内超越大盘**15%**以上;

增持: 股票价格在未来**6**个月内相对大盘变动幅度为**5% ~ 15%**;

中性: 股票价格在未来**6**个月内相对大盘变动幅度为**-5% ~ +5%**;

减持: 股票价格在未来**6**个月内相对大盘变动幅度为**-5% ~ -15%**。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.