

绝对收益可观 超额收益不俗

——定向增发收益分析

核心要点:

- 定向增发价格相对实施时股价的折扣与股市行情有一定负相关关系。一般情况下,定增价格相对定增实施时的股价往往具有一定的折扣;而当股市深幅下跌过后,定增价格的折价趋于消失,此时机构投资者可以适当放宽对于增发价格的忍耐度,以防止错失一些较好的定增项目。
- 除非处于由牛转熊的快速下跌过程中,在多数情况下参与定向增发都能够使机构投资者获得正的绝对收益。特别是当市场处于熊市时,参与定向增发往往能给机构投资者在随后的半年到一年时间内带来较高的正收益。同时,相比6个月和9个月后的收益率,在多数情况下参与定增12个月后的收益率往往更高。
- 机构投资者参与定向增发,其超额收益只在极个别情况下为负,并且负值较小,而在绝大多数时间段参与定向增发的收益都能跑赢指数。跑赢指数的超额收益既来自股票本身相对股指的超额收益,也来自定向增发价格相对实施增发时股价的折扣。即使在定增价格出现相对溢价的个别月份,参与定向增发超额收益率仍然为正,即参与定增仍然较买入指数有更好的收益回报。
- 定向增发预案难以形成事件性投资机会。今年以来的情况显示,上市公司公布定增预案后跑赢和跑输的数量非常接近,利用增发预案这一信息进行事件性投机并无把握获得超额收益。
- 结合我们对当前处于长期震荡时代的看法,建议2800点之下积极研究定向增发的公司,主动寻找具有长期投资价值,能够在长期震荡中胜出的股票。

分析师



孙建波

☎: (8610) 83571306

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511040002



秦晓斌

☎: (8610) 6656 8746

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130207091549



王皓雪(执笔)

☎: (8610) 6656 8607

✉: wanghaixue@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208021566

目 录

一、定增价格与股市行情的反向关系.....	1
（一）定向增发的相关规定.....	1
（二）定增价格与股市行情的反向关系.....	1
二、参与定向增发的收益分析.....	3
（一）参与定向增发的绝对收益非常可观.....	3
（二）参与定向增发多能获得超额收益.....	5
（三）定向增发预案难以形成事件性投资机会.....	7
三、总结：机构投资者参与定向增发的几点注意.....	8
插图目录.....	9

连续调整的股市一次次打击着投资者的信心，在下跌中逐步建仓需要莫大勇气，等待反转在右侧买入却又担心错失机会。当机构投资者在二级市场遭遇两难境地之时，一级市场新股申购也面临着中签率上升、打新收益下降的窘境。当前市场中是否还存在收益相对稳定的品种？我们认为参与定向增发不失为机构投资者在此时的首选。

一、定增价格与股市行情的反向关系

（一）定向增发的相关规定

定向增发，又称作非公开发行。现行的非公开发行主要遵照的法规是 2006 年公布实施的《上市公司证券发行管理办法》。上述《管理办法》主要对非公开发行的价格、条件等做了如下一些规定：

第三十七条 非公开发行股票的特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。

.....

这里，我们重点强调上述《管理办法》的两大看点：

一是对定向增发的发行价格的最低限作出了规定，从而杜绝了上市公司向少数机构或大股东输送利益。大股东以及有实力的、风险承受能力较强的大投资人可以以接近市价、乃至超过市价的价格，为上市公司输送资金，尽量减少小股民的投资风险。

二是由于参与定向的最多 10 名投资人都有明确的锁定期，一般来说，提出非公开增发计划、并且已经被大投资人所接受的上市公司，通常会有较好的募集资金项目。

（二）定增价格与股市行情的反向关系

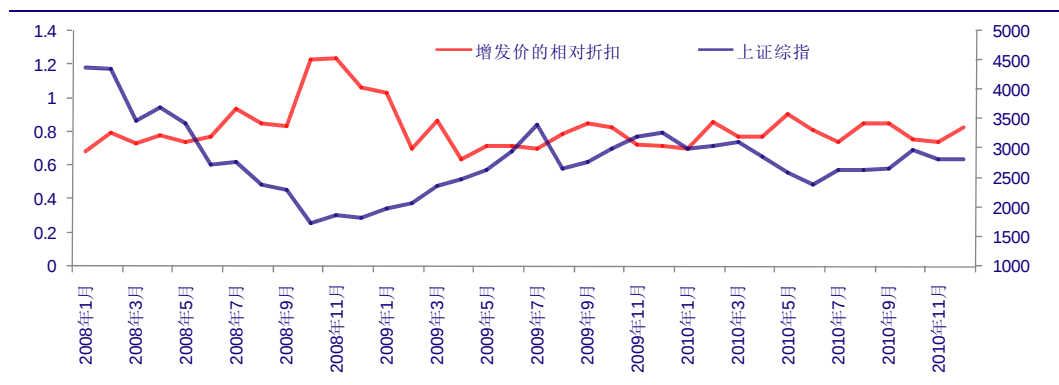
虽然《管理办法》对定向增发的发行价格做了规定，但由于定向增发要先后经历董事会预

案、股东大会批准、证监会批准、增发实施等步骤，时间跨度较长，因此最初确定的增发价格很可能与增发实施时的股价有了很大偏离。

我们统计了 08 年以来所有允许机构投资者参与的定向增发（即剔除了仅能由上市公司相关方参与的定向增发），发现定增价格相对定增实施时股价的折扣与 A 股主要指数点位有一定的负相关性，特别是在 A 股出现持续单边行情时，两者的负相关性更为突出。

在多数时间段下，定增价格相对定增实施时的股价有一定的折扣，这一折扣一般在 60%-100% 之间。但是当 2008 年 10 月份上证指数跌破 2000 点，进入筑底阶段后，此后四个月内实施的定向增发项目的增发价格相对当时股价一改之前的折价情况，整体出现了一定程度的溢价；而随着 09 年一二季度反弹行情的展开，在此期间实施的定增项目的增发价格相对当时股价再度出现折价。

图 1：定增价格相对定增实施时股价的折扣与 A 股主要指数点位有一定的负相关性



资料来源：中国银河证券研究部（整理）

我们认为造成股指与定增价的折扣负相关的原因可能有两个方面：

一是定向增发价格从最初确定到最后实施增发要经过较长时间，尽管在此期间可以修正增发价格，但如果股价变动过大，增发价跟不上股价变动，很可能造成最终实施增发时增发价与股价偏离较多。比如在熊市中股价快速下跌，增发价未能及时调整，就很可能造成增发价还高在上，而股价已经跌幅较深的情况。

二是增发价也在一定程度上反映了上市公司对公司未来经营的看法。熊市大跌中，公司股价虽然跌幅惨遭，但上市公司的基本面情况并非如股价般糟糕，上市公司很可能不能接受一个被过度低估的增发价，因此在最终的增发价谈判中很可能坚持一个较高的增发价。

鉴于股指与定增价的折扣负相关这一状况，我们在此提醒机构投资人，当股市处于震荡期，定增价格相对定增实施时的股价往往具有一定的折扣，机构投资者可能更愿意参与定向增发；而当股市深幅下跌过后，定增价格的折价可能消失，机构投资人可以适当放宽对于增发价格的忍耐力，以防止错失一些较好的定增项目。

二、参与定向增发的收益分析

(一) 参与定向增发的绝对收益非常可观

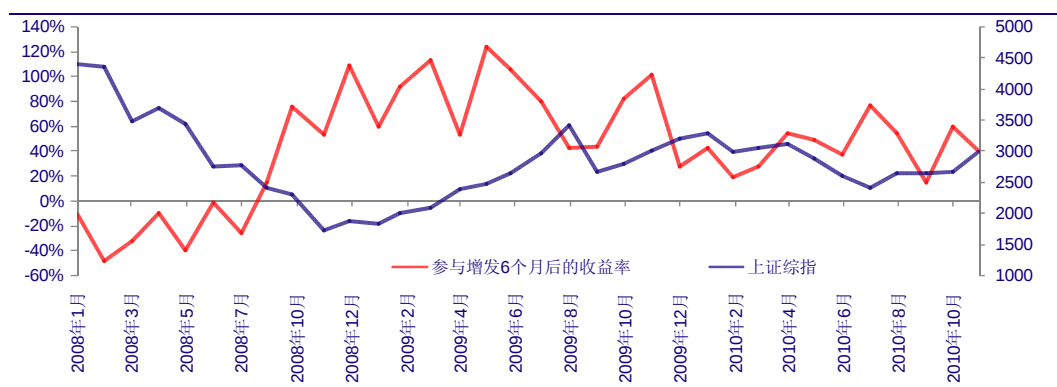
从最近几年一般机构投资者参与定向增发的实际收益看,除非处于由牛转熊的快速下跌过程中,在多数情况下参与定向增发都能够使机构投资者获得正的绝对收益。我们这里提到的绝对收益指的是未来某日股价相对增发价格的收益率。

我们统计了 08 年以来各月份机构投资者参与定向增发后 6 个月、9 个月、12 个月后的绝对收益率平均值,发现收益率与参与增发时点的指数点位有一定的负相关性。当市场由牛转熊、股指位于高位时(比如 08 年上半年),参与定向增发可能在随后的一段时间给机构投资者带来负收益;当市场处于熊市,股指位于低位时(比如 08 年下半年至 09 年上半年),此时参与定向增发往往能给机构投资者在随后的半年到一年时间内带来较高的正收益;当市场相对平稳震荡时(例如 09 年下半年以来),参与定向增发也能获得平稳的正收益。

一般机构投资者在参与定向增发后的 12 个月将面临这部分股份的解禁,因此 12 个月后的收益率更被机构投资者关注。我们的统计显示,相比 6 个月和 9 个月后的收益率,在多数情况下参与定增 12 个月后的收益率往往更高(见图 3)。以股市处于底部的 08 年四季度到 09 年二季度为例,在此期间参与定增的机构投资者在 12 个月后的平均收益率水平均在 100%以上;此后股市出现长时间震荡盘整,参与定增的收益率虽有所下降,但 12 个月后的收益率也能达到平均 50%的水平。

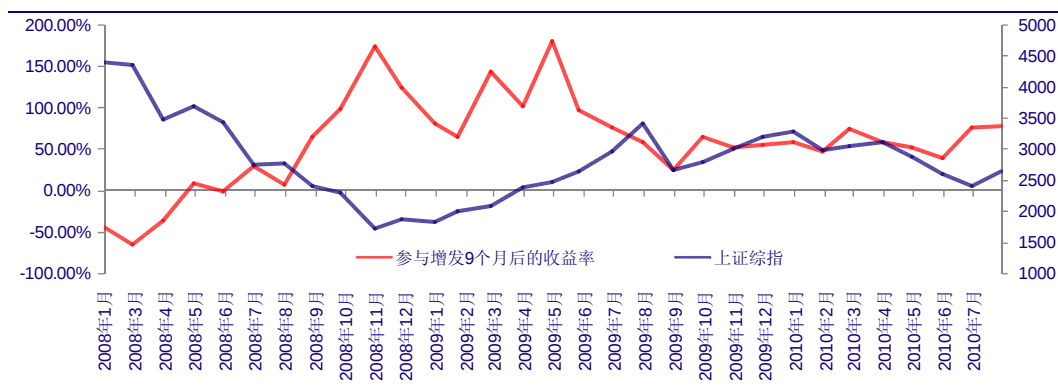
我们认为,机构投资者参与定增之所以在多数情况下能获得正收益,是由于实施了定向增发的上市公司有动力做好业绩,这成为股价上涨的最大推动力。

图 2: 最近 3 年参与定向增发 6 个月后的收益情况



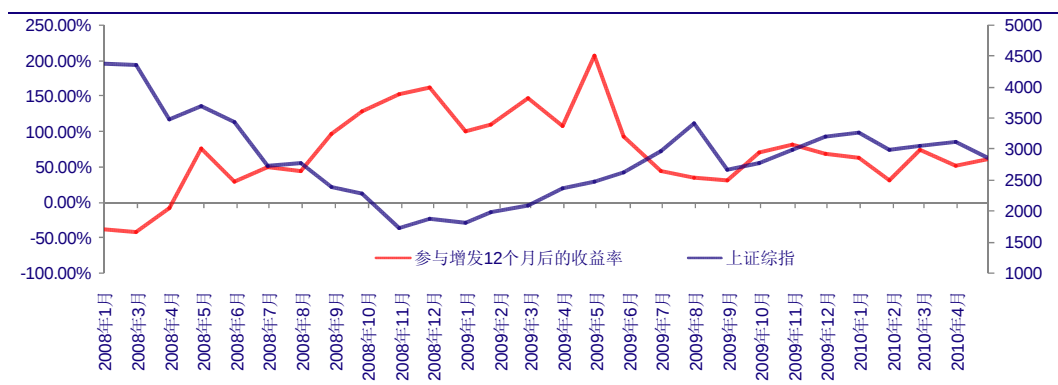
资料来源: 中国银河证券研究部(整理)

图 3: 最近 3 年参与定向增发 9 个月后的收益情况



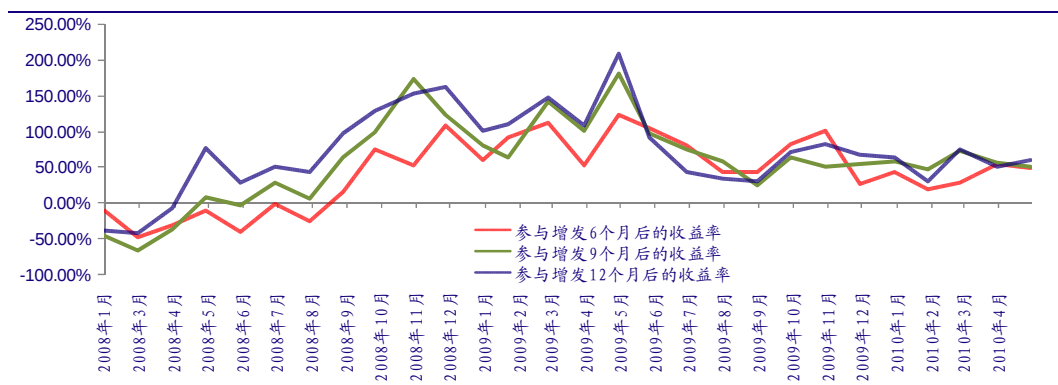
资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

图 4: 最近 3 年参与定向增发 12 个月后的收益情况



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

图 5: 参与定向增发 6 个月、9 个月、12 个月后的收益比较



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

(二) 参与定向增发多能获得超额收益

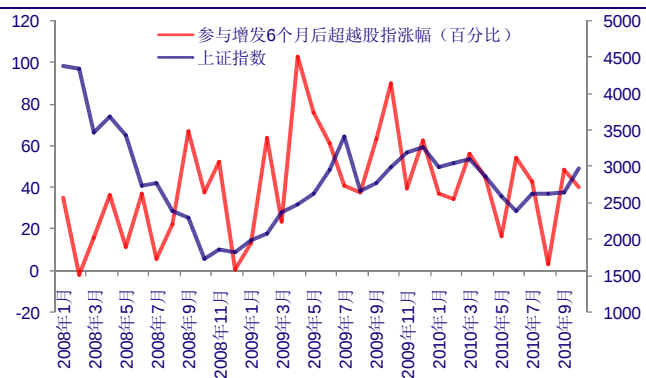
1、参与定向增发多能跑赢指数

不仅是绝对收益，参与定向增发的超额收益也颇为可观，这对追求相对收益的公募基金具有更大吸引力。这里提到的超额收益指的是参与定向增发相对买入上证指数的收益情况。

我们统计了 08 年以来各月份机构投资者参与定向增发后 6 个月、9 个月、12 个月后的超额收益率平均值，发现超额收益只在极个别情况下为负，并且负值较小，而在绝大多数时间段参与定向增发的收益都能跑赢指数。

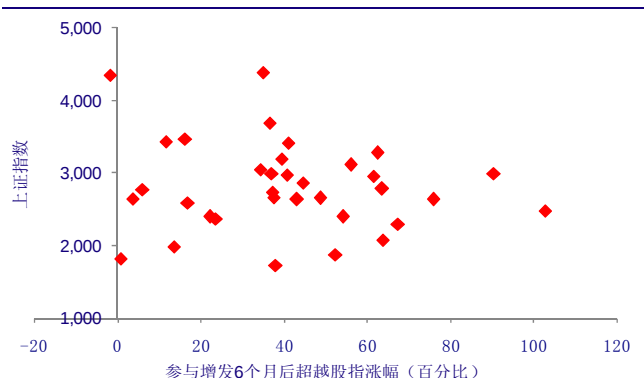
此外，无论是 6 个月、9 个月还是 12 个月，超额收益与指数点位都没有明显的相关性。

图 6：参与定增 6 个月后的超额收益情况



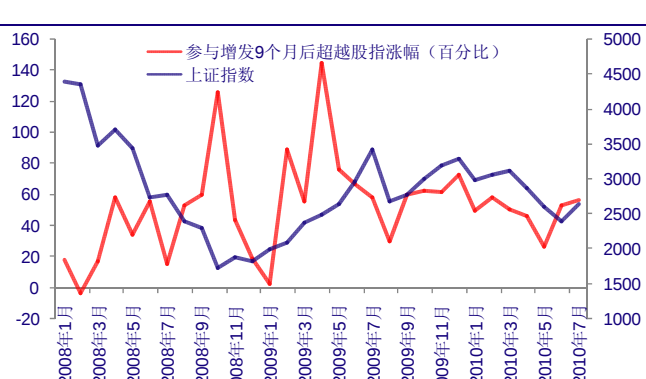
资料来源：中国银河证券研究所 wind

图 7：参与定增 6 个月后的超额收益与指数的关系



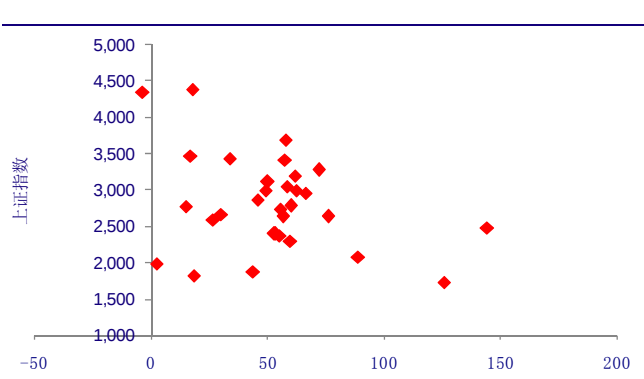
资料来源：中国银河证券研究所 wind

图 8：参与定增 9 个月后的超额收益情况



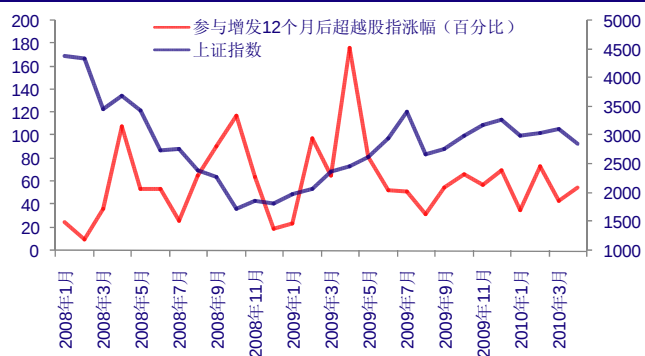
资料来源：中国银河证券研究所 wind

图 9：参与定增 9 个月后的超额收益与指数的关系



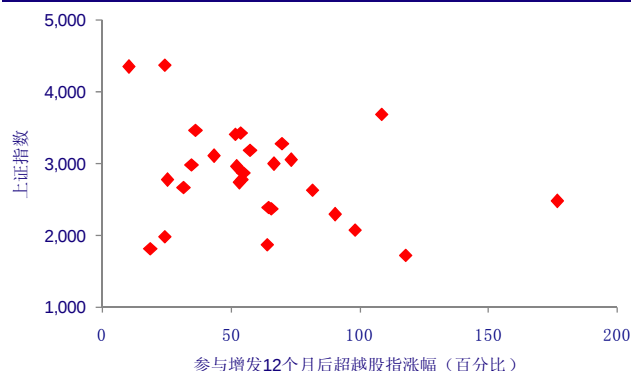
资料来源：中国银河证券研究所 wind

图 10: 参与定增 12 个月后的超额收益情况



资料来源: 中国银河证券研究所 wind

图 11: 参与定增 12 个月后的超额收益与指数的关系



资料来源: 中国银河证券研究所 wind

2、参与定增的超额收益来自两方面

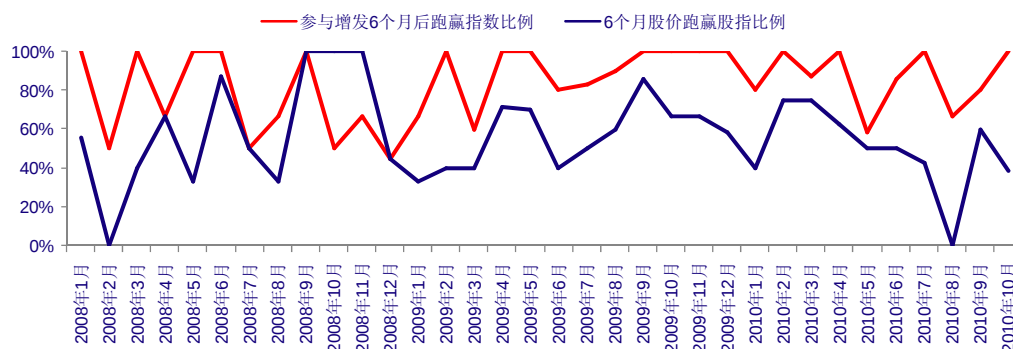
参与定向增发的超额收益由两部分构成，一部分是定向增发价格相对实施增发时股价的折扣，另一部分是定向增发的公司股票在一段时期内相对股指的超额收益。前面我们讨论过定向增发价格的折扣问题，下面重点讨论第二部分形成的超额收益。

我们统计了 08 年以来各月定向增发股票本身跑赢指数的比例，发现在增发后 6 个月内，定增概念股票本身跑赢指数的概率并不很高，很多月份甚至不及 50%；但随着考察时间的延长，增发后 9 个月、12 个月定增股票本身跑赢指数的概率都出现了一定的提升，这表明在较长时期内股票本身的超额收益提升了参与定增的收益水平。（见图 12-14）

此外，我们还将定向增发股票本身跑赢指数的比例和机构投资者参与增发获得超额收益的比例加以比较。最终发现，无论是从 6 个月、9 个月、还是 12 个月来看，机构参与定增跑赢指数的概率基本上都高于定增概念股票本身跑赢指数的概率，这说明定向增发价格相对实施增发时股价的折扣也在很大程度上提升了参与定增的相对收益。（见图 12-14）

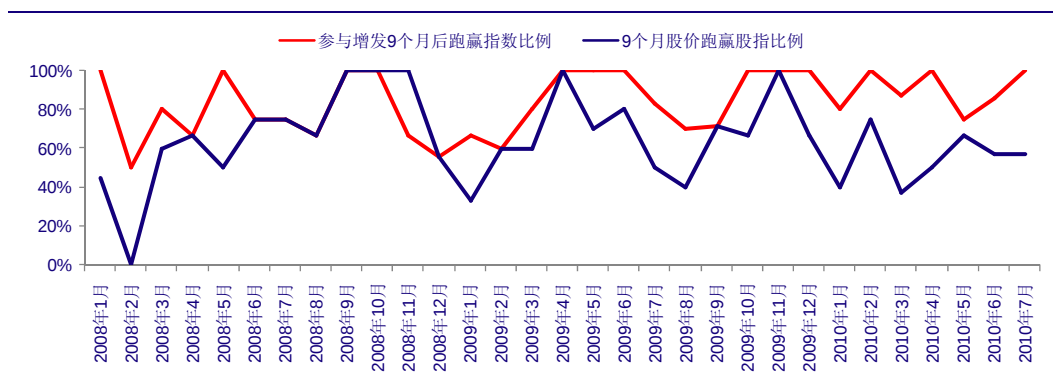
当然也有例外的情况，08 年 10 月到 09 年 1 月的四个月间，定向增发项目的增发价格相对当时股价整体出现了一定程度的溢价，也就导致这期间个别月份参与定向增发的超额收益出现偏低的情况，但即使这样，超额收益率仍然为正（见图 10），即参与定增仍然较买入指数有更好的收益回报。

图 12: 参与定增 6 个月后获超额收益的比例与定增股票本身跑赢指数的比例之对比



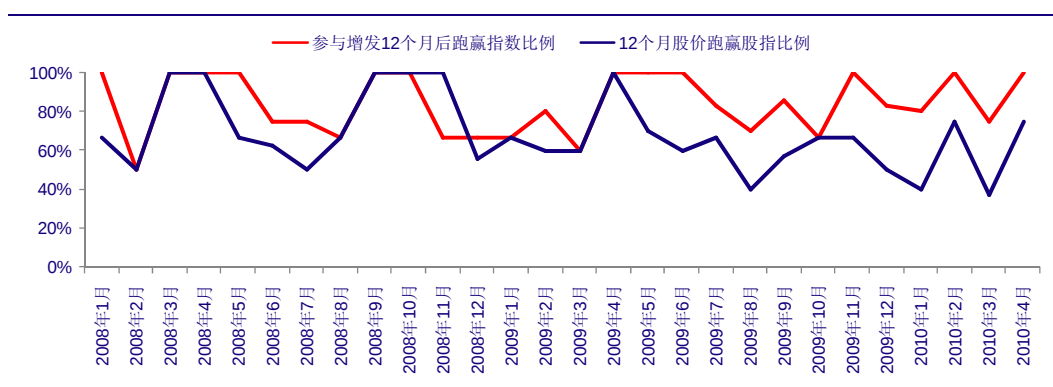
资料来源: 中国银河证券研究部（整理）

图 13: 参与定增 9 个月后获超额收益的比例与定增股票本身跑赢指数的比例之对比



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

图 14: 参与定增 12 个月后获超额收益的比例与定增股票本身跑赢指数的比例之对比



资料来源: 中国银河证券研究部 (整理)

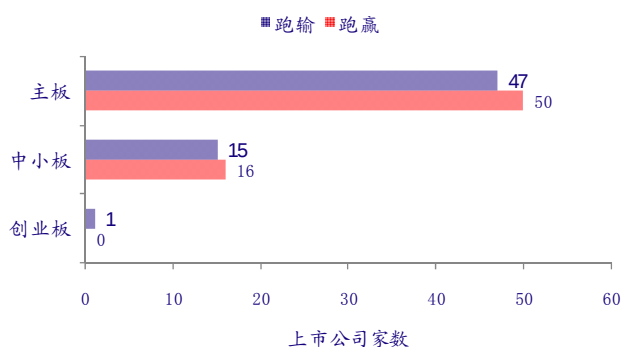
(三) 定向增发预案难以形成事件性投资机会

从上面的讨论中我们可以看到, 机构投资者参与定向增发往往能够获得较高的投资回报。有一种观点认为即使在定增实施前也可以利用定增预案进行事件性投机, 但是我们对今年以来有定增预案的股票表现的统计否定了上述观点。

今年前 5 个月共有近 130 家公司公布了向一般机构投资者定向增发的预案。我们统计了从它们发布预案到 5 月底各自股价的走势, 发现公布预案后跑赢和跑输对应指数的公司数量非常接近, 因此利用增发预案这一信息进行事件性投机并无把握获得超额收益。

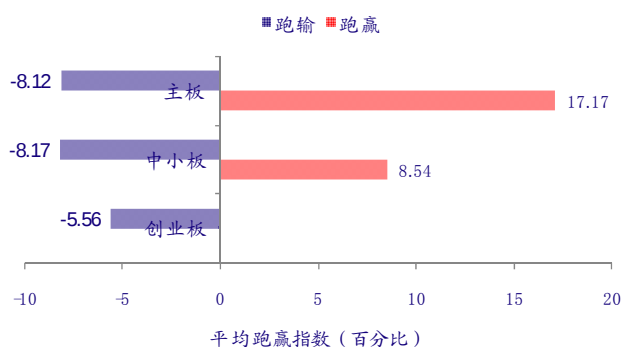
此外, 从跑赢和跑输对应指数的幅度上看, 中小板定增概念股票不仅跑赢跑输指数的概率相差不多, 而且跑赢和跑输指数的平均幅度也颇为接近; 而对主板定增概念股而言, 虽然跑赢跑输指数的概率接近, 但跑赢指数的平均幅度远大于跑输指数的平均幅度。

图 15: 今年以来有定增预案的股票跑赢跑输指数概率接近



资料来源: 中国银河证券研究所 wind

图 16: 今年以来有定增预案的股票的平均超额收益



资料来源: 中国银河证券研究所 wind

三、总结：机构投资者参与定向增发的几点注意

通过前文的分析，我们概括出一般机构投资者在参与定向增发时需要注意的几点事项：

1、定向增发价格相对实施时股价的折扣与股市行情有一定负相关关系。一般情况下，定增价格相对定增实施时的股价往往具有一定的折扣；而当股市深幅下跌过后，定增价格的折价趋于消失，此时机构投资人可以适当放宽对于增发价格的忍耐度，以防错失较好的定增项目。

2、除非处于由牛转熊的快速下跌过程中，在多数情况下参与定向增发都能够使机构投资者获得正的绝对收益。特别是当市场处于熊市时，参与定向增发往往能给机构投资者在随后的半年到一年时间内带来较高的正收益。同时，相比 6 个月和 9 个月后的收益率，在多数情况下参与定增 12 个月后的收益率往往更高。

3、机构投资者参与定向增发，其超额收益只在极个别情况下为负，并且负值较小，而在绝大多数时间段参与定向增发的收益都能跑赢指数。跑赢指数的超额收益既来自股票本身相对股指的超额收益，也来自定向增发价格相对实施增发时股价的折扣。即使在定增价格出现相对溢价的个别月份，参与定向增发超额收益率仍然为正，即参与定增仍然较买入指数有更好的收益回报。

4、定向增发预案难以形成事件性投资机会。今年以来的情况显示，上市公司公布定增预案后跑赢和跑输的数量非常接近，利用增发预案这一信息进行事件性投机并无把握获得超额收益。

结合我们对当前处于长期震荡时代的看法，建议 2800 点之下积极研究定向增发的公司，主动寻找具有长期投资价值，能够在长期震荡中胜出的股票。

插图目录

图 1: 定增价格相对定增实施时股价的折扣与 A 股主要指数点位有一定的负相关性	2
图 2: 最近 3 年参与定向增发 6 个月后的收益情况	3
图 3: 最近 3 年参与定向增发 9 个月后的收益情况	4
图 4: 最近 3 年参与定向增发 12 个月后的收益情况	4
图 5: 参与定向增发 6 个月、9 个月、12 个月后的收益比较	4
图 6: 参与定增 6 个月后的超额收益情况	5
图 7: 参与定增 6 个月后的超额收益与指数的关系	5
图 8: 参与定增 9 个月后的超额收益情况	5
图 9: 参与定增 9 个月后的超额收益与指数的关系	5
图 10: 参与定增 12 个月后的超额收益情况	6
图 11: 参与定增 12 个月后的超额收益与指数的关系	6
图 12: 参与定增 6 个月后获超额收益的比例与定增股票本身跑赢指数的比例之对比	6
图 13: 参与定增 9 个月后获超额收益的比例与定增股票本身跑赢指数的比例之对比	7
图 14: 参与定增 12 个月后获超额收益的比例与定增股票本身跑赢指数的比例之对比	7
图 15: 今年以来有定增预案的股票跑赢跑输指数概率接近	8
图 16: 今年以来有定增预案的股票的超额收益	8

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波，秦晓斌，王皓雪，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908