

震荡行情中的定向增发掘金

——事件投资机会之二



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

谢江

SAC 执业证书编号:S1000510120028

(0755)8249 2392

xiejiang@mail.htlhsc.com.cn

联系人

欧阳亮

(0755)8212 5090

ouyl@mail.htlhsc.com.cn

- 定向增发带来的投资机会在震荡市下是否能够延续，并受到哪些因素的影响是本报告关注的问题。
- 我们比较发现，在震荡市下，定向增发的投资机会更显著和集中：**在增发预告日后到股东大会公告日之间、股东大会公告到通过证监会审核日之间都能以超过 50% 的概率获得超额收益。**其中，增发预告日到通过股东大会公告日之间的投资机会更为显著。
- 比较发现，震荡市下定向增发股票投资机会比较大的情况有：**预告前涨幅不大或下跌、小盘股、中小规模增发、增发对象不仅限于大股东及其关联方的情况。**
- 我们跟踪 2011 年 4 月 15 日之后进行增发的股票，尽管发现在当前的市场行情和风格下，单靠事件性的机会鲜有超额收益，但是我们跟踪的组合还是以不低的概率能战胜所在行业的平均水平。

相关研究

《A 股市场量化分析系列》

《挖掘事件中的投资机会——A 股市场事件研究汇总》

《震荡行情中的年报掘金》

目 录

震荡市下定向增发情况.....	4
预告到证监会审核之间有超额收益，在震荡市下投资更好.....	5
影响超额收益的诸多因素	8
定向增发股票表现跟踪.....	10
总结.....	12

图表目录

图 1: 逐年定向增发的数量	4
图 2: 震荡市中, 各行业定向增发次数	5
图 3: 定向增发预告到增发公告日之间收益状况 (年化)	6
图 4: 定向增发各个阶段收益状况 (年化)	6
图 5: 预告日后逐日的收益状况 (年化)	7
图 6: 股东大会日后逐日的收益状况 (年化)	7
图 7: 提前反应对超额收益的影响 (年化)	8
图 8: 增发股份的市值规模对超额收益的影响 (年化)	9
图 9: 不同增发规模带来的收益差异 (年化)	9
图 10: 不同增发对象的定向增发收益差异 (年化)	10

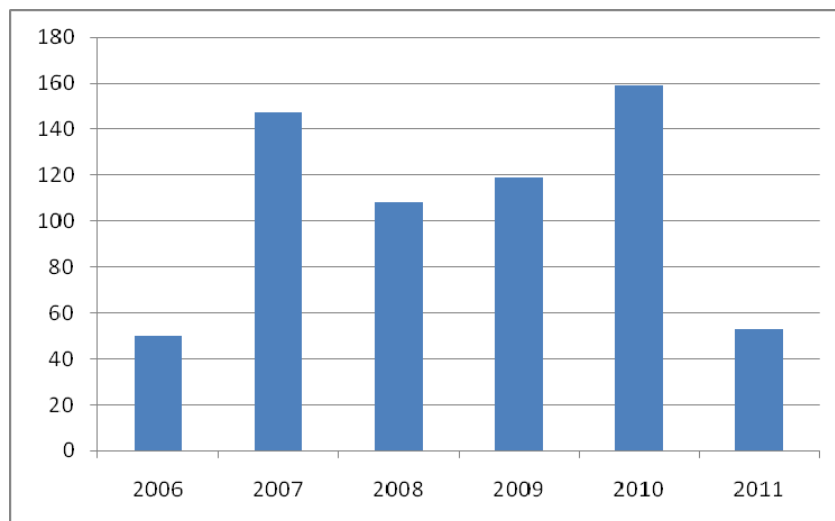
鉴于事件在不同的市场环境中表现不一样，我们着手研究目前的市场环境下，事件带来的投资机会。在上篇报告里，我们主要分析与财务报告披露相关、发生时间集中在每年特定时间的三个事件（业绩预告、现金分红和高送配）的投资机会，并根据量化分析的结果，发掘年报行情中的投资机会。

在本篇报告里，我们分析了在震荡的市场环境中，定向增发中的投资机会，并对二级市场上的定向增发事件进行跟踪。

震荡市下定向增发情况

2009 年 7 月以后，随 A 股市场融资重启，上市公司数量迅速增加，上市公司融资也显著增加。2009 年 7 月至 2011 年 4 月进行定向增发的公司有 169 家，各年定向增发的数量如下图所示（图中 2011 年的数据截至 4 月 15 日）。

图 1： 逐年定向增发的数量

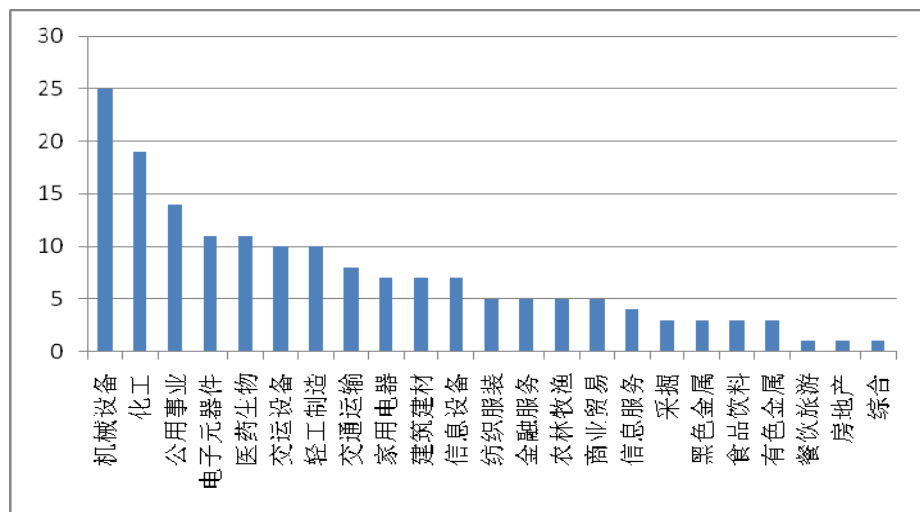


资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

从图上可以看出，近几年，定向增发的数量是逐年增加的。

各个行业定向增发的数量也有很大的不同，其中数量比较多的行业有机械设备、化工、公用事业、电子元器件和生物医药等。2009 年 7 月之后，定向增发在各个行业的分布如下图所示：

图 2： 震荡市中，各行业定向增发次数



资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

预告到证监会审核之间有超额收益，在震荡市下投资更好

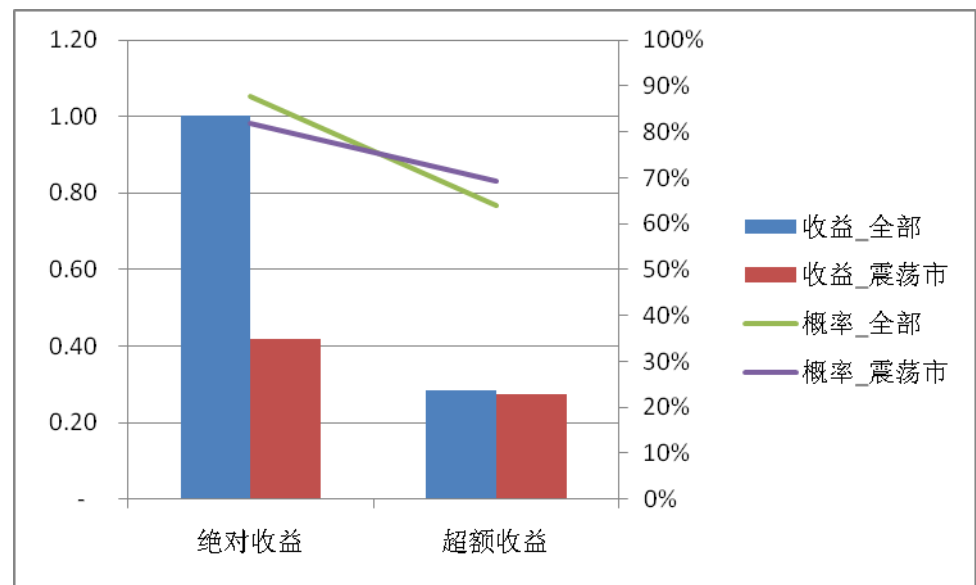
我们在《挖掘事件中的投资机会》中详细阐述了定向增发事件在二级市场带来的投资机会：有增发概念的股票，从增发预案公告到增发完成公告之间能获得超额收益。那么这种规律在震荡市下是否还能延续呢？

我们根据上证指数的 60 日均线，将 2009 年 7 月之后的市场划分为震荡市。我们选取 2009 年 7 月之后发生的定向增发事件，以股票所在行业的行业指数为基准，计算定向增发在二级市场带来的超额收益。同时计算样本中，有多大比例的股票可以获得超额收益（即获得超额收益的概率）。

下图 3 为在定向增发预告日到增发完成公告日之间，对应股票在二级市场的表现。其中全部样本为从 2006 年证监会规范定向增发以来至今（2011 年 4 月 15 日）的所有定向增发事件；震荡市为 2009 年 8 月至今（2011 年 4 月 15 日）的定向增发事件。

从图中可以看出，09 年以前，市场经历了大牛大熊，并且牛市时候定向增发数量比较多，而熊市时增发的数量比较少。所以在整体市场环境的影响下，定向增发的绝对收益非常大；09 年 8 月以来的市场整体处于震荡状态，没有经历大起大落，在这段时间内的定向增发的绝对收益也明显下降，但是定向增发股票的相对表现却更好，超额收益比较大，获得超额收益的概率也更高。

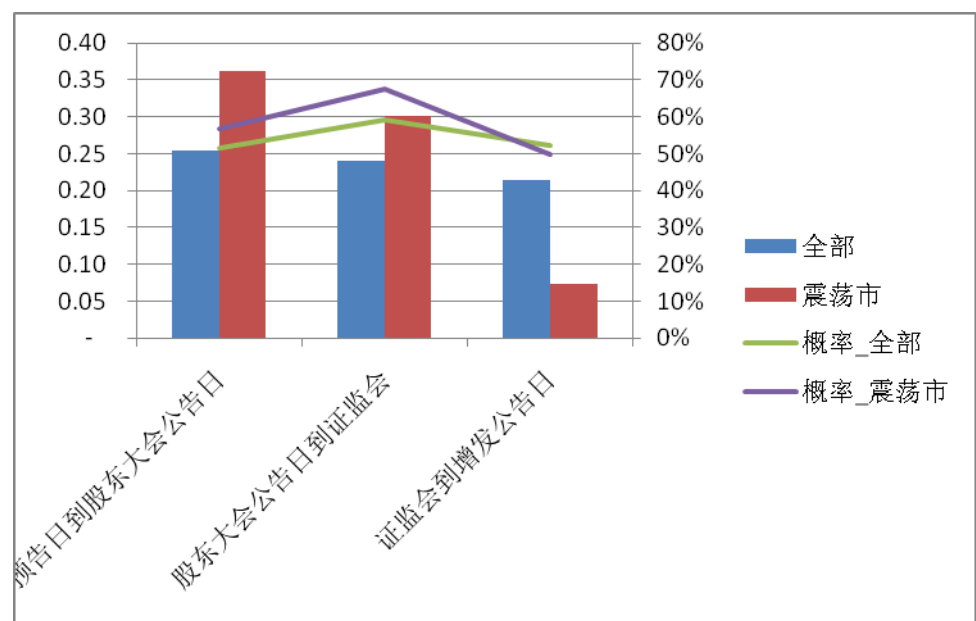
图 3： 定向增发预告到增发完成公告日之间收益状况（年化）



资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

我们在《挖掘事件中的投资机会》里介绍了定向增发流程：定向增发主要经过董事会决议、股东大会表决、证监会审核和增发完成几个步骤，每完成一步都需要及时（2个工作日内）进行公告。我们以这几个步骤的公告日为节点，统计在定向增发的各个阶段，定向增发股票在二级市场的超额收益，如下图所示：

图 4： 定向增发各个阶段收益状况（年化）



资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

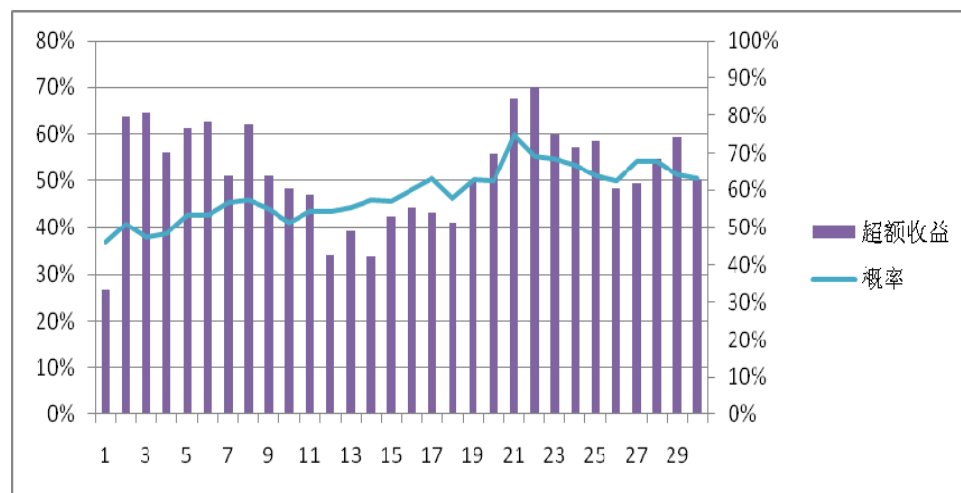
从图中可以看出，随着市场环境改变，虽然定向增发的总超额收益变化不大，但是在

不同阶段的分布却有比较大的变化：从预告到获得证监会通过之前，震荡市下的表现会更好；在通过证监会审批到增发公告日之间，震荡市下的收益会比较低。**也就是说，在震荡市下，定向增发的超额收益更加集中在预案公告日到通过证监会审核公告日之间。**

根据统计，定向增发预告到股东大会公告之间一般为 30 个交易日；股东大会审议到证监会审核通过之间一般间隔 120 个交易日；证监会通过到增发完成公告日之间约为 30 个交易日。震荡市下没有太大变化。

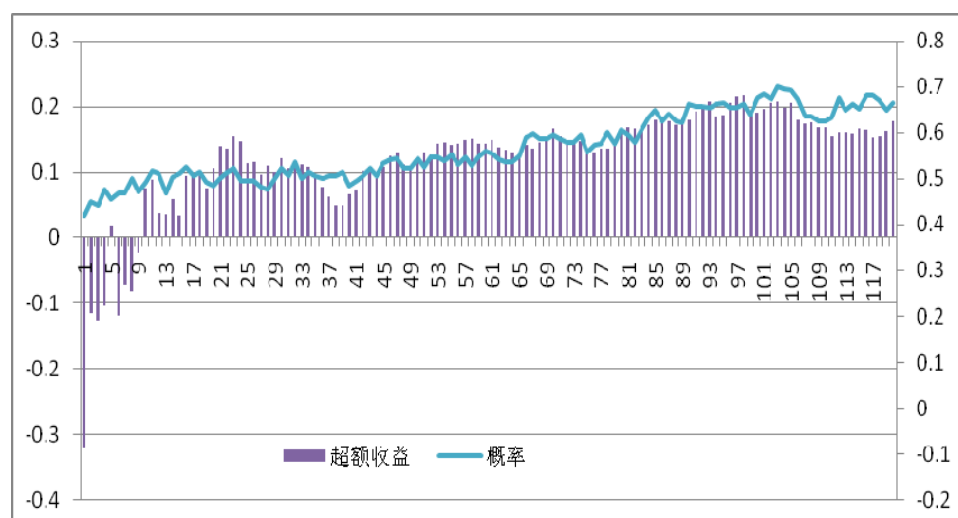
我们观察预告日后 30 个交易日、股东大会公告日后 60 个交易日，逐日的收益状况，如下图所示：

图 5： 预告日后逐日的收益状况（年化）



资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

图 6： 股东大会日后逐日的收益状况（年化）



资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

从图上可以看到，在震荡市下，定向增发的投资机会主要在：预告之后（约 30 个交易日）、股东大会公告之后。但是预告日到股东大会通过日之间的收益更加显著。

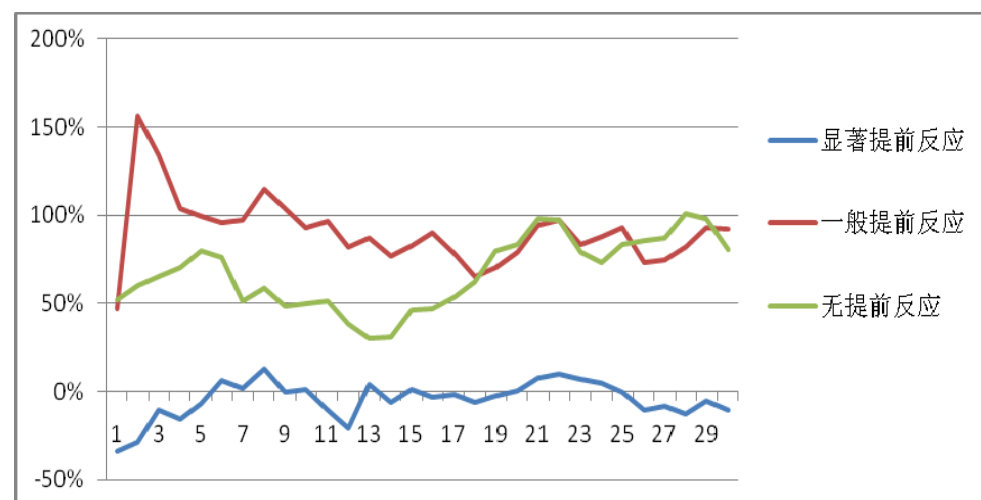
影响超额收益的诸多因素

显著的提前反应吞噬超额收益

我们在前期的量化分析中发现，几乎所有的事件在首次向市场披露前，对应股票的股价都会有一定程度的提前反应，定向增发也不例外：我们统计发现，有超过一半的增发股票，存在提前反应；其中有近 30% 的增发股票，在预案公告前 5 个交易日超额收益超过 5%。

在此我们定义，用增发预案公告前 5 个交易日的股价相对 HS300 指数的涨幅来衡量提前反应的程度，将样本分成显著提前反应（超额收益大于 5%）、一般提前反应（超额收益在 0-5% 之间）、无提前反应（没有超额收益）三种情况，各种情况下定向增发预案公告后的收益状况如下图所示：

图 7： 提前反应对超额收益的影响（年化）



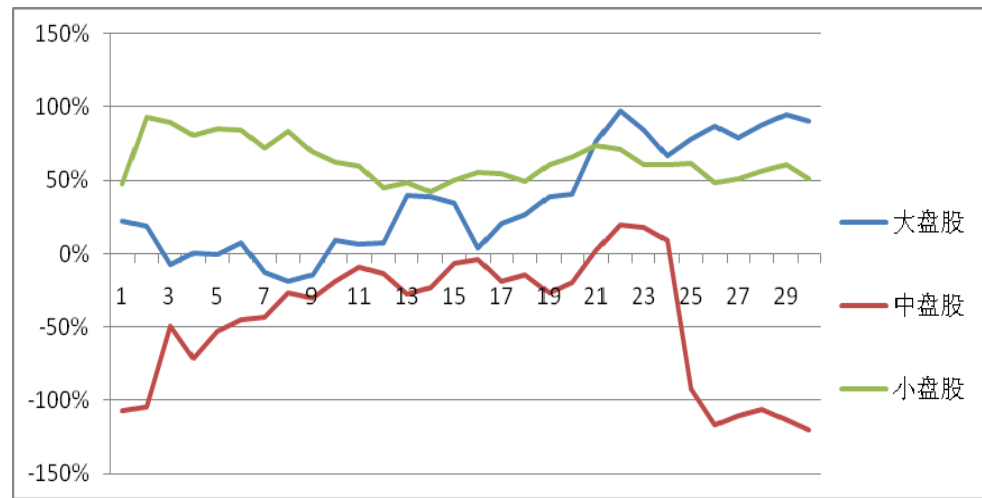
资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

从图中可以发现，在震荡行情下，提前反应会吞噬预增之后的股价的涨幅：预案公告后，有显著提前反应的股票表现，不如一般提前反应和物提前反应的股票。

小盘股增发收益显著

根据增发股份的市值规模，将样本分成大盘股（属于中证 100 成分股的股票）、中盘股（属于中证 200 成分股的股票）、小盘股（除大盘股、小盘股之外的股票），不同市值规模的股票进行定向增发的收益情况如下图所示：

图 8： 增发股份的市值规模对超额收益的影响（年化）



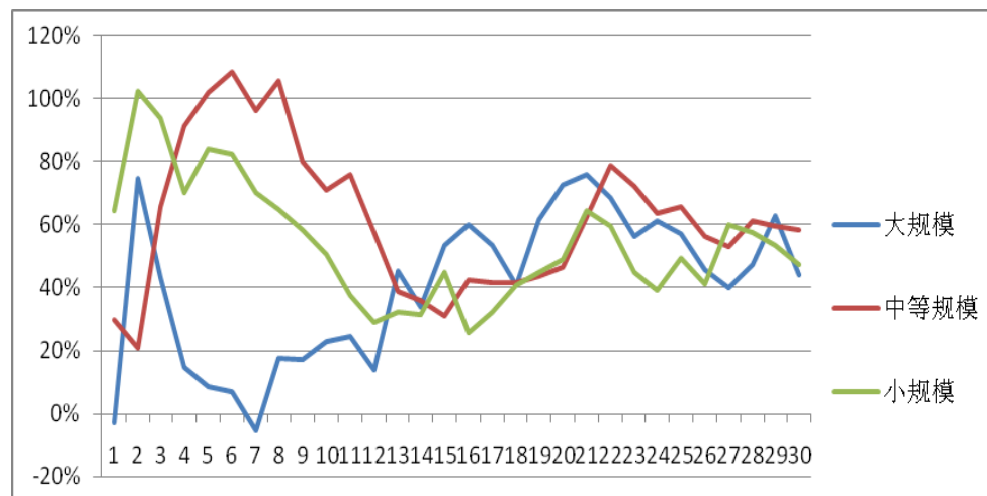
资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

从图中可以看到，整体来说，小盘股进行定向增发的收益比较大。在预告之初，大、中盘古的表现比较差，要经过比较长的一段时间后，大盘的表现有所好转，而中盘古的表现一直比较差。

增发规模对超额收益影响时间短

根据增发股份数量占增发预告日该股票总股本数的比重，将样本分成大规模增发（比值大于 20%）、中等规模增发（比值介于 10-20%之间）和小规模增发（比值低于 10%）三种情况，各种增发规模下，对应股票在二级市场的收益情况下图所示：

图 9： 不同增发规模带来的收益差异（年化）



资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

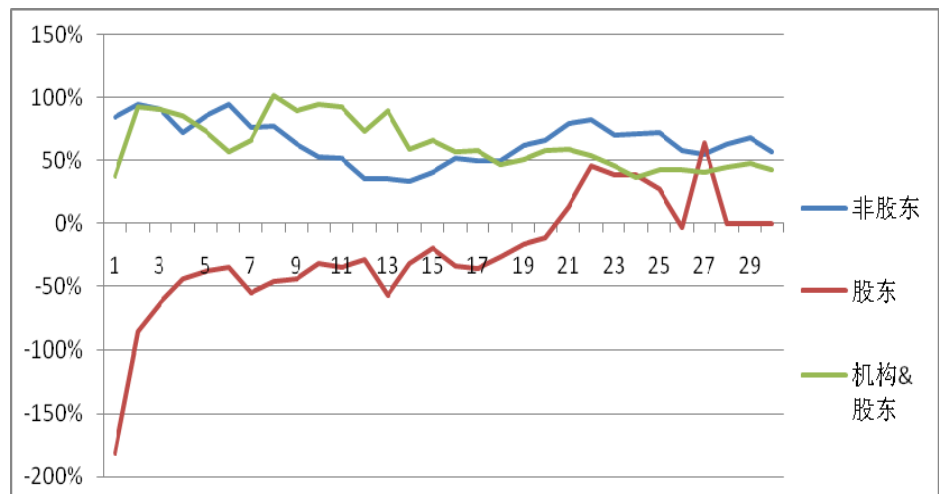
从图中看出，不同增发规模导致的收益差在增发预告最初不明显，但在预告后几个交易日开始体现：大规模增发的收益迅速下降，这种现象延续大概 10 来个交易日。

增发对象

根据证监会的规定，定向增发的发行对象为不超过 10 名投资者，包括机构、股东和自然人等。

我们观察增发对象不同时，定向增发的收益情况，如下图所示。其中向非股东增发为增发对象不包括大股东及其关联方的情况；向股东增发为增发对象仅限于大股东及其关联方的情况；机构&股东增发为增发对象既包括大股东及其关联方，也包括机构、自然人等的情况。

图 10： 不同增发对象的定向增发收益差异（年化）



资料来源：华泰联合证券研究，Wind，天软科技

从图中可以看出，震荡市下，只是面向大股东和关联方发行的定向增发，在预告后难以获得超额收益；而但凡有机构参与的定向增发，在增发预告公告到股东大会通过之间，能获得较好的超额收益。

定向增发股票表现跟踪

在样本覆盖时间之后（2011 年 4 月 15）截至本报告完成日 2011 年 6 月 27 日，2 个月多一点的时间里，A 股市场上有 95 家公司进行增发预案，其中有 19 家已经通过股东大会批准，5 家获得证监会批准，其他为通过董事会决议，进行了增发预案的。

我们根据量化分析的结果，跟踪符合条件的增发股份：跟踪期间为增发预告到通过股东大会公告之间，选择市值规模小（剔除中证 100 和中证 200 成分股之后的所有股

票)、**预案公告前股价上涨幅度不大**(预告前 5 个交易日相对 HS300 指数超额收益低于 5%)、**增发股份数量不超过预告日股本数量的 20% 的股票**。

其中已经通过股东大会或已经预告超过 30 个交易日的卖出的股票有 7 支,其中有 43% 的股票相对于行业指数可以获得超额收益。如表 1 所示:

表 1 已经卖出定增组合收益状况(截至 2011 年 6 月 14 日)

代码	名称	预告日	卖出日	持有时间	绝对收益	超额收益
600387.SH	海越股份	2011-4-28	2011-5-19	13	0.45%	0.25%
002231.SZ	奥维通信	2011-4-19	2011-5-5	10	-0.64%	0.09%
002183.SZ	怡亚通	2011-4-27	2011-5-18	13	-0.09%	0.01%
600676.SH	交运股份	2011-4-6	2011-4-19	8	0.02%	-0.07%
600467.SH	好当家	2011-4-29	2011-5-17	10	-0.24%	-0.28%
600410.SH	华胜天成	2011-4-22	2011-5-10	10	-1.03%	-0.60%
002290.SZ	禾盛新材	2011-4-25	2011-5-12	11	-1.07%	-1.08%

数据来源: WIND, 天软科技, 华泰联合证券研究所

进行了增发预告,还未经股东大会通过且预告不超过 30 个交易日的符合条件股票共 17 支,其中有 30% 的增发股票相对于行业指数是可以获得超额收益的,具体情况如表 2 所示:

表 2 仍然持有的定增组合(截至 2011 年 6 月 14 日)

代码	名称	预案公告日	持有时间	绝对收益	超额收益
600787.SH	中储股份	2011-4-7	30	-0.04%	0.20%
600873.SH	梅花集团	2011-4-23	18	-1.20%	-0.71%
002273.SZ	水晶光电	2011-4-26	19	-0.54%	-0.12%
002266.SZ	浙富股份	2011-5-10	30	-0.72%	-0.40%
002342.SZ	巨力索具	2011-5-17	29	-0.40%	-0.25%
600206.SH	有研硅股	2011-5-24	23	-0.08%	-0.04%
600894.SH	广钢股份	2011-5-25	22	0.02%	-0.04%
601678.SH	滨化股份	2011-5-26	22	-0.35%	-0.42%
600346.SH	大橡塑	2011-5-31	19	0.62%	0.46%
000606.SZ	青海明胶	2011-5-31	19	0.22%	-0.03%
000078.SZ	海王生物	2011-6-4	11	-1.16%	-0.67%
600499.SH	科达机电	2011-6-11	11	0.16%	-0.20%
002310.SZ	东方园林	2011-6-13	9	0.44%	-0.47%
600525.SH	长园集团	2011-6-13	10	0.61%	0.30%
002439.SZ	启明星辰	2011-6-14	10	-0.34%	-0.24%
002081.SZ	金螳螂	2011-6-17	7	1.36%	0.30%
600765.SH	中航重机	2011-6-21	5	1.88%	0.63%

数据来源: WIND, 天软科技, 华泰联合证券研究所

总结

定向增发带来的投资机会在震荡市下是否能够延续，并受到哪些因素的影响是本报告关注的问题。

我们比较发现，在震荡市下，定向增发的投资机会更显著和集中：**在增发预告日后到股东大会公告日之间、股东大会公告到通过证监会审核日之间都能以超过 50% 的概率获得超额收益。**其中，增发预告日到通过股东大会公告日之间的投资机会更为显著。

比较发现，震荡市下定向增发股票投资机会比较大的情况有：**预告前涨幅不大或下跌、小盘股、中小规模增发、增发对象不仅限于大股东及其关联方的情况。**

我们跟踪 2011 年 4 月 15 日之后进行增发的股票，尽管发现在当前的市场行情和风格下，单靠事件性的机会鲜有超额收益，但是我们跟踪的组合还是以不低的概率能战胜所在行业的平均水平。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn