



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

组合与量化策略

证券研究报告

2011年6月29日

A股市场

研究部

汪超 分析师

SAC 执业证书编号: S0080210090003

wangchao@cicc.com.cn

事件驱动策略专题

从定向增发的股票中寻找 alpha

投资要点:

- **增发方式选择反应上市公司再融资的动机。**上市公司增发包括公开增发和定向增发,公开增发的主要目的出于财务融资需要募集资金;而定向增发则主要有以下几种目的:1)项目融资,改善财务状况。2)集团公司整体上市。3)母公司或控股股东等实际控制人注入资产。4)公司之间的资产并购或置换重组。5)对壳资源实现财务重组。6)引入战略投资者。上市公司预案增发发行新股到上市基本上必须通过6个流程:董事会决议预案→股东大会审议通过→发审委通过→证监会核准→增发公告→增发股份解禁上市。不同类型的增发在不同进程时段对应股价有不同的表现。
- **增发发行节奏随市场周期变化。**股市的周期性波动会影响增发的决策与实施;同时,由于从整体上看增发项目本身会对公司价值有正向推动作用,监管层为了市场的发展也采取适度扩容的策略,因此市场向好时对增发的正向推动作用要大于市场低迷时带来的负面影响。这种情况下,增发股票破发是市场周期性变化下自然的结果。从我们统计的结果来看,具体实施的增发项目中有超过50%的股票会在增发股份上市之前出现破发情况,而且定向增发破发比例阶段性高点对应着股票市场阶段性低点。
- **如何参与定向增发项目获取超额收益?**根据历史回溯分析,制定三种策略:1)定期以指数化投资的方式参与机构投资者可投资的定向增发项目。按增发价作为买入价,在1年后的机构投资者增发股份解禁上市日(或之后一个月择机)按收盘价卖出。测算结果发现在此情况下机构投资者盈利为仍大概率事件,可获绝对正收益的概率为57%-63%,平均绝对收益为44.31%-83.69%。2)把握定向增发不同进程公告日效应。在可投资交易的情况下,各类型的定向增发在董事会预案公告日及发审委审核日之后、在机构定增股份解禁上市之前有相对负收益的情况下机构定增股份解禁上市之后都是介入以获取超额收益的机会。3)定向增发破发回补的机会。大股东或大股东关联方认购比例不低于50%可以是介入定向增发破发回补策略的基本标准;另外,壳资源重组或集团公司整体上市类定向增发若破发应作为获取超额收益的机会。

“定向增发事件主题 alpha 策略 + 中金研究员推荐”股票组合

代码	名称	中金评级	策略类别	定增动机	当前折价率	股价变化(%)			市盈率(x)		市净率(x)	
						本周	上周	YTD	11E	12E	11E	12E
600015.SH	华夏银行	审慎推荐	定向破发回补	项目融资	-31.1%	-1.41	5.48	4.06	9.30	7.39	1.22	1.06
600765.SH	中航重机	审慎推荐	增发预案近期公布	实际控制人资产注入		-0.46	9.70	-20.25	32.87	25.59	3.42	3.04
600820.SH	隧道股份	审慎推荐	增发预案近期公布	实际控制人资产注入		1.05	-0.29	-4.47	13.49	12.25	1.58	1.44
600863.SH	内蒙华电	审慎推荐	增发预案近期公布	实际控制人资产注入		0.69	4.69	-8.23	17.40	10.86	3.61	1.53
600547.SH	山东黄金	审慎推荐	增发预案近期公布	融资收购资产		0.64	2.01	-13.94	38.52	32.98	12.33	9.49
600499.SH	科达机电	推荐	增发预案近期公布	资产置换重组		0.07	8.62	-35.75	21.90	14.02	5.02	3.79
600551.SH	时代出版	推荐	定增股份上市前收益为负	项目融资	-14.6%	0.25	4.14	-14.47	21.66	19.05	2.07	1.90

资料来源: WIND, 中金公司研究部

目录

增发方式选择反映上市公司再融资的动机	3
增发发行节奏随市场周期变化	6
参与定向增发寻求超额收益	8
定向增发事件主题 alpha 策略组合	16

图表目录

图表 1：增发成为 A 股市场越来越主要的融资手段	3
图表 2：自 2006 年后定向增发是再融资的主要方式	3
图表 3：公开增发与定向增发对比	3
图表 4：按定向增发目的分类的董事会预案案例分布	4
图表 5：按定向增发目的分类的最终实施案例分布	4
图表 6：增发实施流程步骤	5
图表 7：增发实施流程时间间隔	5
图表 8：增发家数与指数呈明显正相关	6
图表 9：超过 50% 增发股份上市会出现破发情况	6
图表 10：定向增发破发比例与市场走势的关系	7
图表 11：定期参与定向增发绝对收益情况	8
图表 12：定期参与定向增发相对沪深 300 收益情况	8
图表 13：集团公司整体上市类型定向增发不同时间点前后相对收益表现	10
图表 14：壳资源重组类型定向增发不同时间点前后相对收益表现	11
图表 15：实际控制人资产注入类型定向增发不同时间点前后相对收益表现	12
图表 16：公司间资产置换重组类型定向增发不同时间点前后相对收益表现	13
图表 17：项目融资类型定向增发不同时间点前后相对收益表现	14
图表 18：定向增发破发后回补比例	15
图表 19：“定向增发事件主题 alpha 策略+中金研究员推荐”股票组合	16

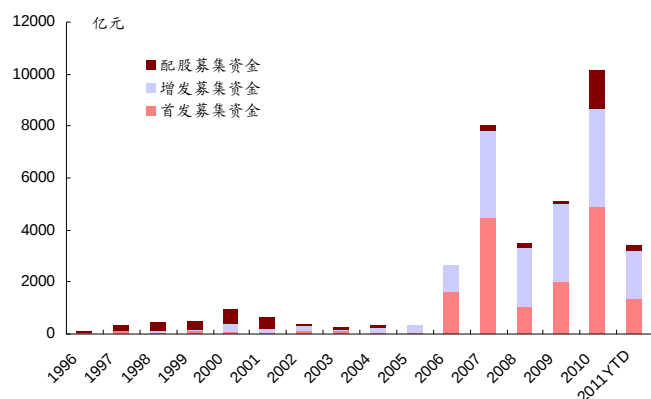
增发方式选择反映上市公司再融资的动机

增发是上市公司主要融资渠道

上市公司股权再融资的主要手段是配股和增发，而增发又分为两种主要方式：公开增发和定向增发。1998 年以前我国 A 股上市公司股权再融资的唯一方式就是配股，公开增发直到 1998 年才开始被采用，并逐步取代配股成为 A 股上市公司最主要的股权再融资方式。从 1996 年至今，A 股市场共计融资 4.1 万亿，其中通过增发形式的再融资项目共 864 个，募集资金 1.65 万亿，占 A 股市场总体融资的 40.39%，占再融资总规模的 79.48%。

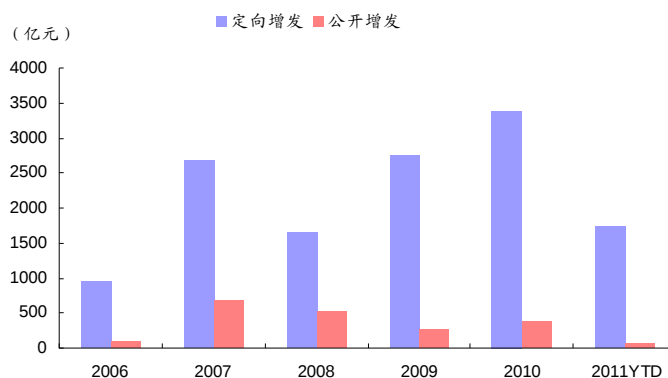
自 2005 年股权分置改革之后，上市公司以新发行一定数量股份为对价以获取特定资产的定向增发在 A 股市场掀起一股热潮；特别是 2006 年 4 月《上市公司证券发行管理办法》颁布之后，定向增发明显成了上市公司再融资的主流。2006-2007 年定向增发筹资金额就几乎接近前 10 年配股与公开增发筹资额的总和，定向增发也逐步替代公开增发成为上市公司股权再融资的主要方式；2011 年年初至今，定向增发筹资金额达 1729 亿，公开增发只有 67 亿。

图表 1：增发成为 A 股市场越来越主要的融资手段



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 2：自 2006 年后定向增发是再融资的主要方式



资料来源：WIND，中金公司研究部

增发方式的选择取决于上市公司的增发动机

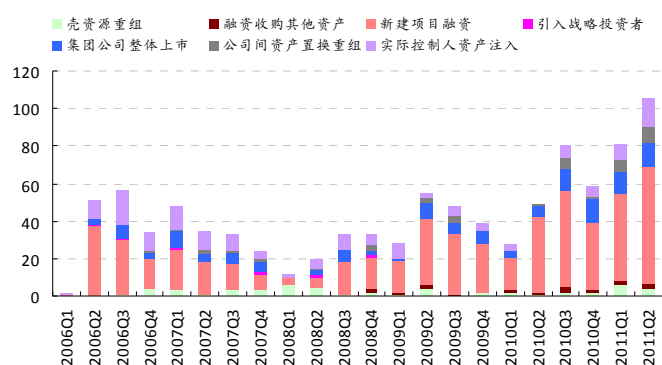
图表 3：公开增发与定向增发对比

	公开增发	定向增发
参与者	全体投资者	大股东或其关联方、机构投资者
增发股锁定期	无锁定期，一般 1 至 2 周后即 可上市流通	大股东一般 36 个月、机构投资者一 般 12 个月
增发价定价基准	增发价不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%	
定价基准日	招股公告日	董事会决议公告日、股东大会公告 日、协商后的临时公告日三者选 一，一般采用第一项
认购方式	现金	现金或资产
承销方式	一般为承销商包销	一般为协议认定
承销费用	佣金较高	佣金较低

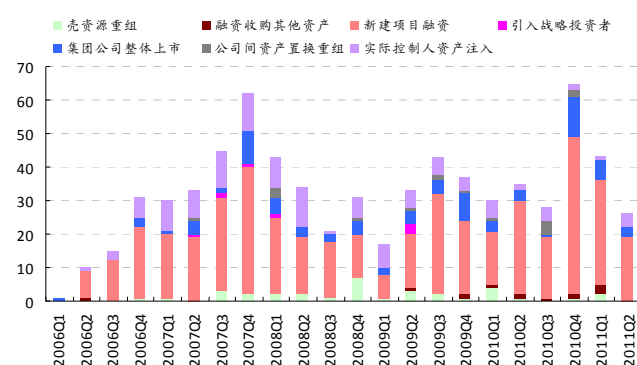
资料来源：中金公司研究部

对于上市公司而言，采取定向增发还是公开增发，取决于公司的增发动机。从公开增发与定向增发的区别来看，由于经过股改后，上市公司原有的非流通股都可转为可流通股，定向增发的定价机制也更加市场化。这就使得定向增发不但保有此前引入战略投资者、引进大股东优质资产的作用，同时还兼具了融资功能。而且相比公开增发而言，定向增发在融资上更具优势：首先，由于定向增发并不面向所有投资者，管理层对于上市公司的定向增发也没有关于公司盈利等相关方面的硬性规定，因此也就不需要经过各种繁琐的审批程序，发行速度较快；其次，定向增发一般采用与战略投资者协商或券商代销的方式，这种承销的佣金费用要小于公开增发的余额包销方式，减少了费用支出；最后，由于定向增发的定价基准日往往设定为董事会决议公告日，这使得机构投资者有机会以更低价格完成认购，尤其是兼有大股东参与定向增发时，相对市场优势将更加明显，因此易受到资金追捧，而公开增发则普遍为市场解读为“高价圈钱”，融资相对困难。因此，虽然定向增发相比公开增发融资成本更高一些，但仍然是当前制度下上市公司的主要选择方式。

公开增发的主要目的出于**财务融资需要**募集资金；而定向增发则主要有以下几种目的：1) **项目融资，改善财务状况**。上市公司为新建项目融资，以解决资金瓶颈，通常向机构投资者定向增发，主要对象是基金公司、保险公司的资产管理部及财务公司等；A 股市场定向增发的公司在预案中都会有条款注明“募集资金剩余部分用于补充公司流动资金”，因此上市公司通常在定向增发时也会考虑解决负债率过高的问题。特别银行或航空公司定向增发融资的主要目的就是偿还贷款或补充流动性。2) **集团公司整体上市**。集团控股的上市公司会通过向集团公司定向增发，以实现集团公司的整体上市；整个过程基本上不需要现金支出。3) **母公司或控股股东等实际控制人注入资产**。企业集团控股的上市公司通过向母公司或控股股东定向增发，以股权换取母公司或控股股东的资产；通常在实际控制人出售部分资产通过资产换取上市公司股权，同时会吸引机构投资者以现金的方式参与。还有一种情况是，实际控制人联合机构投资者通过现金收购与上市公司业务密切相关的资产并注入到上市公司，这也是实际控制人给上市公司注入资产的一种方式，主要是为减少上市公司直接收购资产所需要经历的繁冗手续。4) **公司之间的资产并购或置换重组**。上市公司通过定向增发以相互持股或吸收合并的方式并购其他上市公司或非上市公司资产，减少上市公司现金支出并达到优化上市公司资源配置的有效手段。5) **对壳资源实现财务重组**。对于资产质量和业绩极差的上市公司，通过定向增发以认购资产的方式，实现“壳资源”的转移，避免公司退市，使上市公司恢复盈利能力和融资能力。6) **引入战略投资者**。上市公司通过向可能给企业带来先进生产技术、管理理念，或其他特殊资源的特定对象增发股票，改善公司的治理结构，以助上市公司做大做强。

图表 4：按定向增发目的分类的董事会预案案例分布


资料来源：WIND, 中金公司研究部

图表 5：按定向增发目的分类的最终实施案例分布


资料来源：WIND, 中金公司研究部

2006 年以来上市公司公布定向增发预案有 955 例，其中以新建项目融资为目的案例有 553 例，占 58%；其次集团公司以整体上市为目的的资产重组、实际控制人资产注入和公司间资产置换重组分别有 129、153 和 41 例，合计占比 34%；壳资源重组有 52 例预案；引入战略投资者为目的的定向增发案例较少，一共仅有 7 例，自 2009 年以来基本

没有。公布定向增发预案的 955 例中，截至目前最终实施的有 713 例，占比 75%；而其中以新建项目融资为目的实施案例有 449 例，占预案案例总量的 81%，实施比例略高于平均水平；以资产交易、并购或重组为目的的定向增发案例，实施比例为 66%。很明显，定向增发预案公告的周期略领先实施的周期。通常实施周期跟股市周期更为一致，在股市达到顶峰时，定向增发实施的案例数也达到最高；相反，在股市处于低迷阶段，定向增发实施的案例也会明显减少。

实施增发必须通过 6 个流程

上市公司预案增发发行新股到上市基本上必须通过 6 个流程：**董事会决议预案->股东大会审议通过->发审委通过->证监会核准->增发公告->增发股份解禁上市。**

图表 6：增发实施流程步骤



资料来源：中金公司研究部

图表 7：增发实施流程时间间隔

起始流程 结束流程	董事会预案 股东大会	股东大会 发审通过	发审通过 证监会审核	证监会审核 增发上市
公开增发	29	137	77	95
借壳上市	46	121	59	1100
融资收购资产	30	159	37	728
项目融资	34	153	35	498
引入战略投资者	18	181	61	932
整体上市	42	131	77	1008
资产置换重组	34	168	75	947
资产注入	48	147	56	941

资料来源：WIND，中金公司研究部

一个正常的增发流程通常需要很长时间，最快的公开增发路程从董事会预案到增发股份上市需要 1 年时间，而定向增发中流程最快的是项目融资类型的，通常需要 2 年时间，其他资产交易、并购或重组相关的定向增发完整的流程需要 3-5 年时间，因为这类项目在获得证监会审批时需要较长时间的审核，甚至很多情况下会被否。

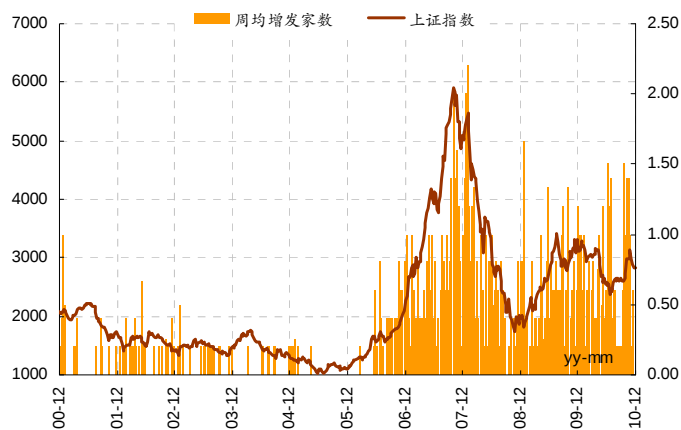
增发发行节奏随市场周期变化

市场周期波动影响增发发行

就增发的目的而言，无论是资产注入、重组、并购，还是产业升级、补充资本，往往对应的都是相对确定性项目，但是从统计数据来看，无论是监管者、增发公司还是投资者都随着市场的周期性变化改变着对增发项目的看法。

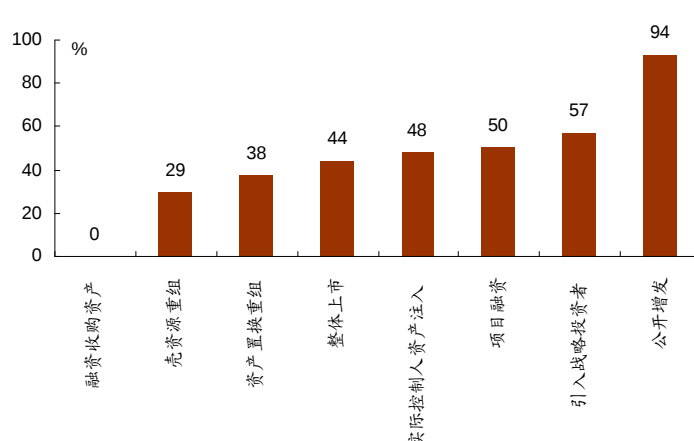
市场向好时，定向增发甚至公开增发的融资项目容易获得市场的认同，受到上市公司和投资者的追捧，甚至监管层也会根据市场形势加速审核速度或适度放宽审核条件。这是因为市场向好时，投资者的角度往往在增发项目本身对该公司估值和成长性的影响。而增发通常具有提高每股净资产、引进战略投资者、解决关联交易、引入优质资产、并购优质企业、解决财务隐患、增强大股东控股能力等利好因素中的一个或几个方面，而且也存在上市公司为了增发的成功有动力做好业绩的预期。对于监管者而言，增发则有助于为市场扩容，避免出现供小于求下股价飙升，市场过热乃至出现泡沫行情。相反，市场萎靡时，投资者对经济前景信心不足，入场意愿不强，因此在供需环境变差的情况下投资者的角度往往在于增发融资需求对市场资金面的压力，机构投资者和大股东等也要考虑弱市环境下未来二级市场价格跌破发行价的风险。对于上市公司而言，弱市下增发难以找到合适的投资者，而且由于增发价格的市场化，价格相对低位实质是提高了融资成本。对于监管层来说，在市场环境不好时为了避免过度扩容使得股市更加缺乏赚钱效应，也会适当限制审批速度或提高审核条件。

图表8：增发家数与指数呈明显正相关



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表9：超过50%增发股份上市会出现破发情况



资料来源：WIND，中金公司研究

因此，股市的周期性波动会影响增发的决策与实施；同时，由于从整体上看增发项目本身会对公司价值有正向推动作用，监管层为了市场的发展也采取适度扩容的策略，因此市场向好时对增发的正向推动作用要大于市场低迷时带来的负面影响。从图表8中可以较为清楚的观察到这一现象。

增发股票破发是市场周期性变化下自然的结果

正如前面提到的市场反身性作用，一定比例的增发项目发行到破发似乎也成了市场周期性波动下一种自然的结果。从我们统计的结果来看，具体实施的增发项目中有超过50%的股票会在增发股份上市之前出现破发情况。具体按照不同类型来看，不考虑引入战略投资者和融资收购资产等类型的增发外，公开增发的股票出现破发概率最高，有94%的公开增发股票都会出现破发情况；壳资源重组类型的破发比例较低，不到30%；其次依次是公司间资产置换重组、集团公司整体上市以及实际控制人资产注入，破发比例在30%-50%之间；定向增发中破发比例最高的项目融资类型，破发比例超过50%。很明显，资产交易、并购重组类型的增发破发比例较低，因为这些增发会极大改变原有

公司的质量甚至性质，基本面变化巨大，而且往往是向好方面变化，因此破发概率低；而公开增发和项目融资类型定向增发主要是为了新建项目融资，补充流动性，基本面变化不确定，受市场波动影响大。

当然，从另外一个角度而言，增发破发的比例本质上是受市场周期性波动影响的，可用来衡量市场情绪的变化。由于公开增发在 2008 年以后上市公司融资方案中使用得越来越少，故只使用定向增发的案例来分析破发情况与市场走势的关系。如图表 10 所示，定向增发破发比例阶段性高点对应着股票市场阶段性低点；这可以作为市场情绪指标非常重要的因子。

图表 10：定向增发破发比例与市场走势的关系



资料来源：WIND，中金公司研究部

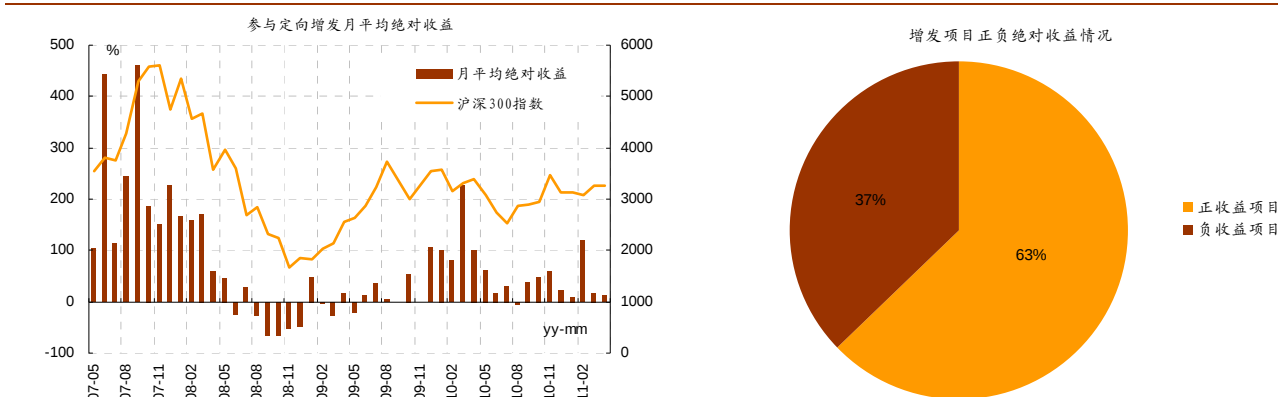
参与定向增发寻求超额收益

定向增发是上市公司再融资的手段，同时也提供给二级市场投资者特别是机构投资者再次参与新股投资的机会。一方面，实施定向增发的大部分公司都是上市一段时间的公司，其历史业绩与管理层运营能力都有相对完备的数据可靠，其业务模式也经受过市场的考验，而定向增发新建项目给上市公司带来成长的机会；另一方面，很大一部分定向增发案例都会涉及到资产收购重组，带来基本面改善的预期大。因此，参与定向增发是有获取超额收益的机会，下面详细分析参与定向增发获取超额收益的策略。

策略一 定期以指数化投资的方式参与机构投资者可投资的定向增发项目

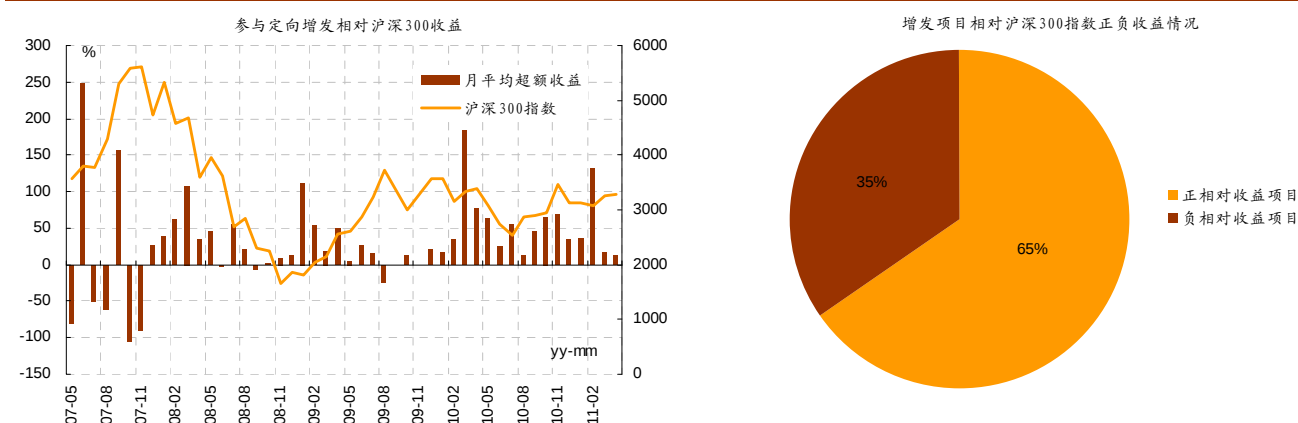
定向增发中有不少案例只是定向增发给大股东或特定股东，以做资产交易或重组之用。这类型定向增发机构投资者无法全面参与，但仍有不少实际控制人资产注入以及新项目融资项目是部分增发给机构投资者。我们真实的模拟机构参与增发的情况，按增发价作为买入价，在 1 年后的机构投资者增发股份解禁上市日（或之后一个月择机）按收盘价卖出。测算结果发现在此情况下机构投资者盈利为仍大概率事件，可获绝对正收益的概率为 57%-63%，平均绝对收益为 44.31%-83.69%。这说明从历史平均数据来看，机构投资者即使是在一月内的最低点卖出其获利的概率仍在 50% 以上，且存在至少 44% 的正收益。

图表 11：定期参与定向增发绝对收益情况



资料来源：WIND，中金公司研究部

图表 12：定期参与定向增发相对沪深 300 收益情况



资料来源：WIND，中金公司研究部

定期参与定向增发可获取绝对收益和相对收益，其内在原因也不难理解。首先，定向增发一般规定发行对象不超过10人。这意味着机构投资者在参与定向增发时拥有一定的定价权和谈判权，定向增发价相对市场价存在部分折让。其次，机构投资者参与定向增发的锁定期通常为一年，在此期间不得转让或减持，其隐含的时间成本和机会成本也需要体现在最终的收益上。最后，机构可参与的定向增发中有50%以上的案例有大股东或其关联方同时参与，大股东参与产生的“内部人效应”使得公司更有动力做好公司盈利。因此，定期以指数化投资的方式参与机构投资者可投资的定向增发项目不失为一个战胜市场的策略选择。

策略二 把握定向增发不同进程公告日效应

对于大部分市场投资者而言，一般只能通过二级市场公告信息参与定向增发，这种情况下，必须根据不同类型的定向增发的进程选择性参与定向增发。特别对于资产交易或并购重组类型的定向增发，市场会在信息公布之前会有反应；而项目融资类型的定向增发由于不同市场周期对新项目收益的预期会随市场情绪的波动而不同。但无论如何，市场仍然会出现阶段性“非完全有效”状态，定向增发信息的披露说明了上市公司基本面出现了变化，市场对此反应可能会滞后。为此，我们根据不同类型的定向增发具体分析，得出结论如下：

1) 集团公司整体上市类型的定向增发在董事会预案公告前、股东大会公告前、发审委审核前以及证监会批准日前都存在非常明显的超额收益；而在董事会预案之后仍然有非常显著的超额收益。集团公司整体上市类型的定向增发会在重大事项公告之前停牌，往往在停牌之前股票会有显著上涨；而在公告之后常出现无量涨停的现象。不过，在股东大会通过、发审委审核及证监会核准公告后半个月甚至一个月内都没有超额收益，甚至有相对负收益；但在一个月之后，又会出现明显上涨。这一方面体现了市场阶段性的“非完全有效性”，另一方面也可能是下一个时间点公告前效应所致。不过非常有趣的现象是，在增发股份上市之前3个月开始就有显著的相对负收益的现象，这可能是由于投资者在机构增发股份解禁前获利所致。

2) 壳资源重组类型的定向增发在董事会预案、股东大会通过、发审委审核及证监会核准四个公告日效应与前述集团公司整体上市非常类似，从本质上，整体公司上市与壳资源重组在资产并购重组性质上也比较相似；因此不再赘述。不过有一点必须指出的是，壳资源重组类型定向增发在增发股份上市日之后仍然存在显著的超额收益，进一步验证了市场“非完全有效”阶段性存在。这也是投资者参与获取alpha的机会。

3) 实际控制人资产注入类型定向增发本质上也涉及到资产交易，因此如集团公司整体上市、壳资源重组类型一样存在明显的公告日前股票上涨效应；而在发审委审核及证监会核准公告日后有非常明显的上涨，这可能是部分公司长期停牌后复牌后价格跳升所致。与壳资源重组类似，实际控制人资产注入类型的定向增发股份上市日前有相对负收益，而之后却有可观的超额收益。

4) 公司间资产置换重组类型的定向增发同样在增发股份上市日之后有显著的超额收益。

5) 项目融资类型定向增发在董事会预案、股东大会通过、发审委审核及证监会核准公告日之前都有显著的超额收益，而且董事会预案和发审委审核公告日后也有较为明显的超额收益；另外，在增发股份上市之后仍然有超额收益。

总结来看，考虑到董事会预案日到股东大会通过日平均时间间隔在1-2个月，而发审委审核日到证监会核准日平均时间间隔1-3个月，因此，在去除停牌以及公告日之前因素的情况下，各类型的定向增发在董事会预案公告日及发审委审核日之后都应该介入以获取超额收益；另外，各类型的定向增发在机构定增股份解禁上市之前有相对负收益的情况下可以在机构定增股份解禁上市之后介入以获取超额收益。

集团公司整体上市类型

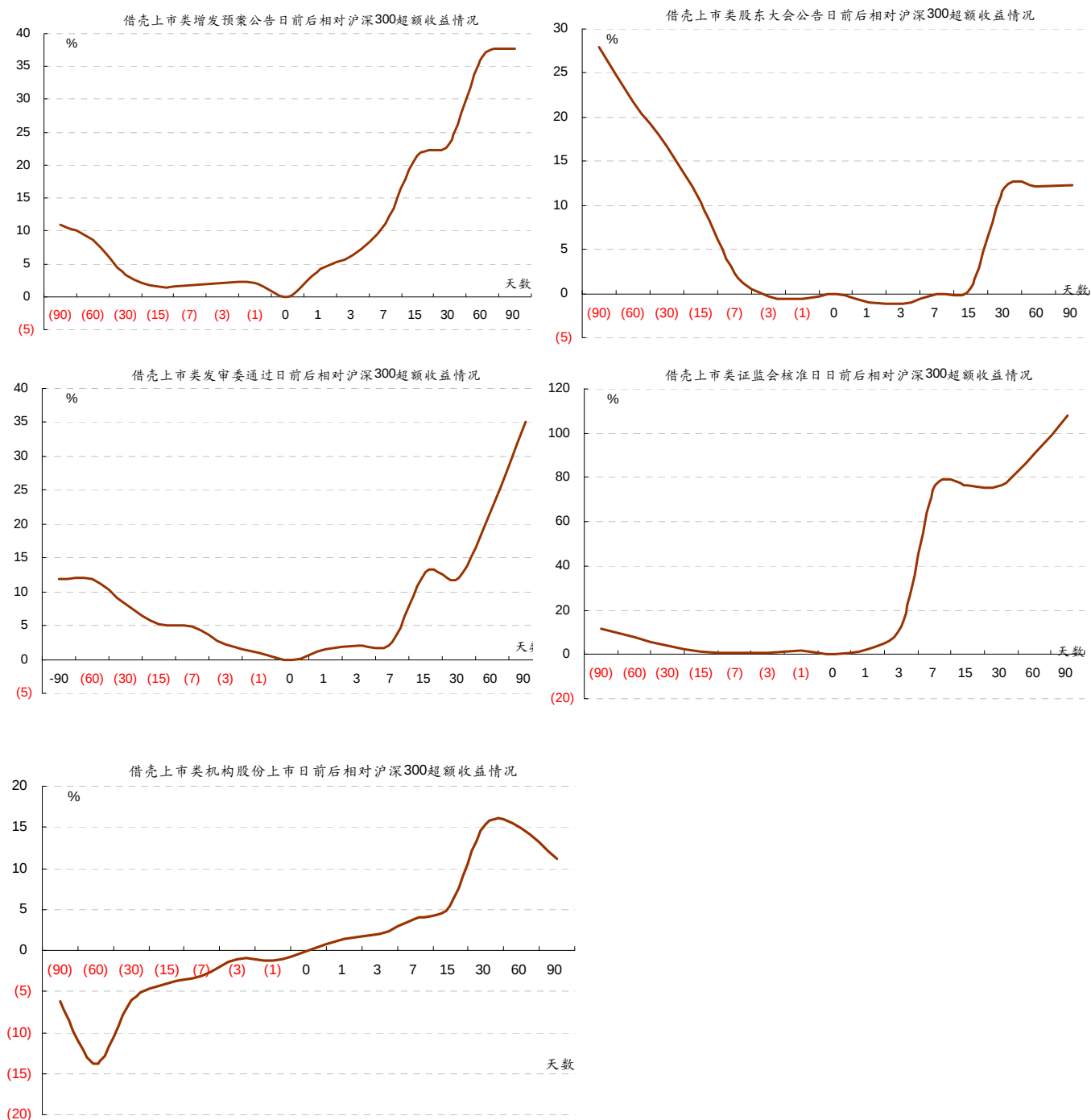
图表 13：集团公司整体上市类型定向增发不同时间点前后相对收益表现



资料来源：WIND，中金公司研究部

壳资产重组类型

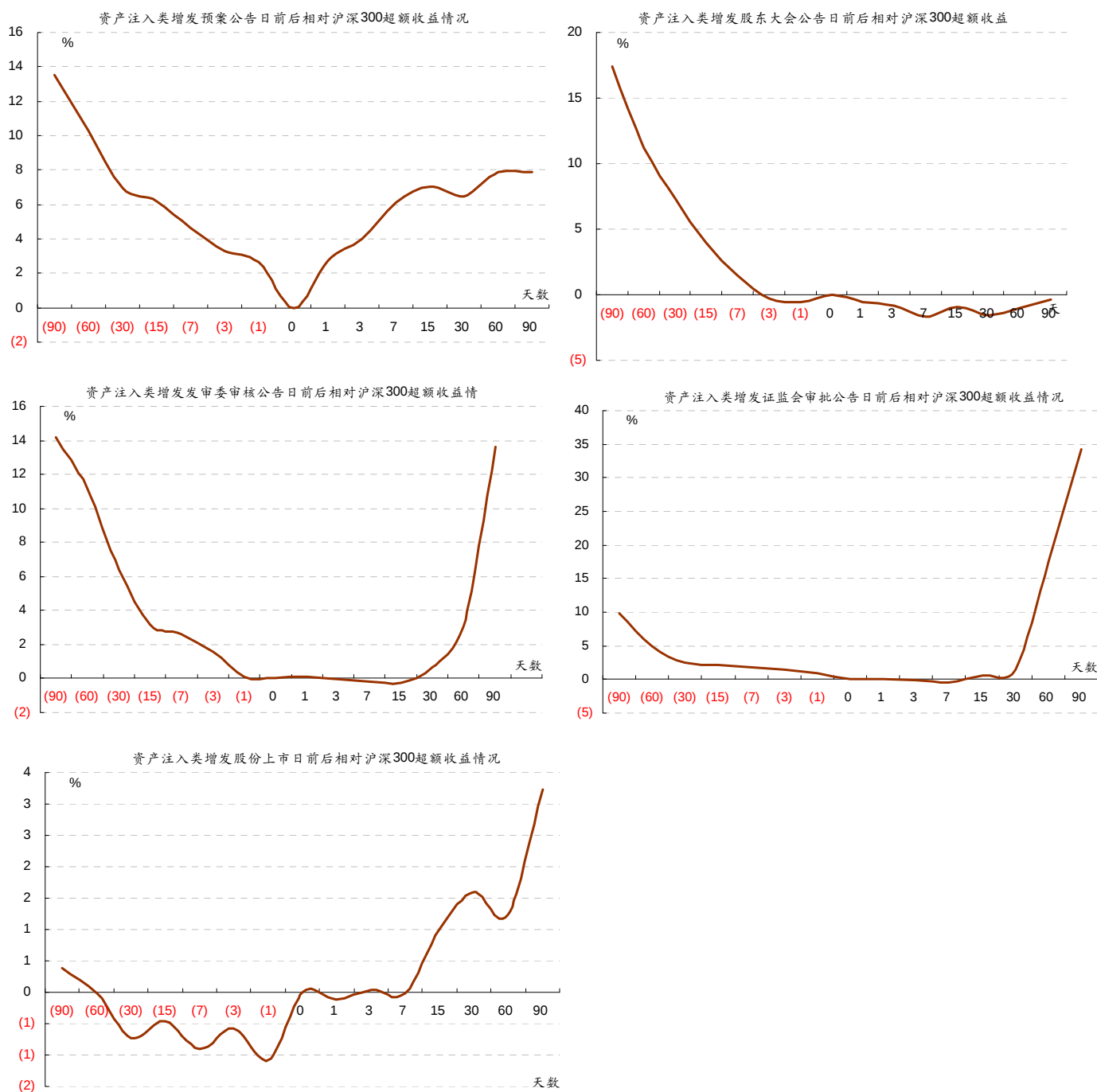
图14：壳资产重组类型定向增发不同时间点前后相对收益表现



资料来源：WIND，中金公司研究部

实际控制人资产注入类型

图表 15：实际控制人资产注入类型定向增发不同时间点前后相对收益表现



资料来源：WIND，中金公司研究部

公司间资产置换重组类型

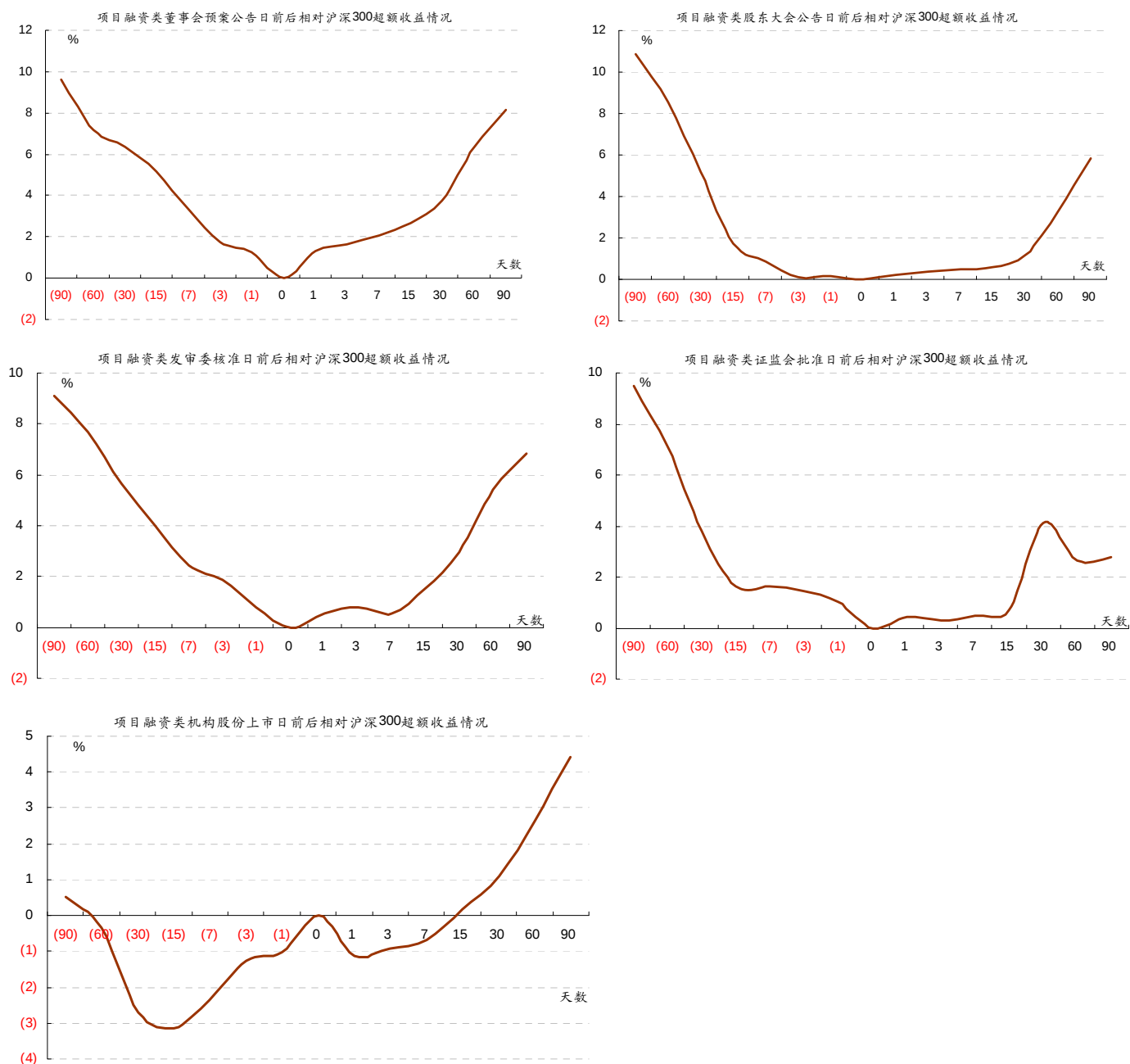
图表 16：公司间资产置换重组类型定向增发不同时间点前后相对收益表现



资料来源：WIND，中金公司研究部

项目融资类型

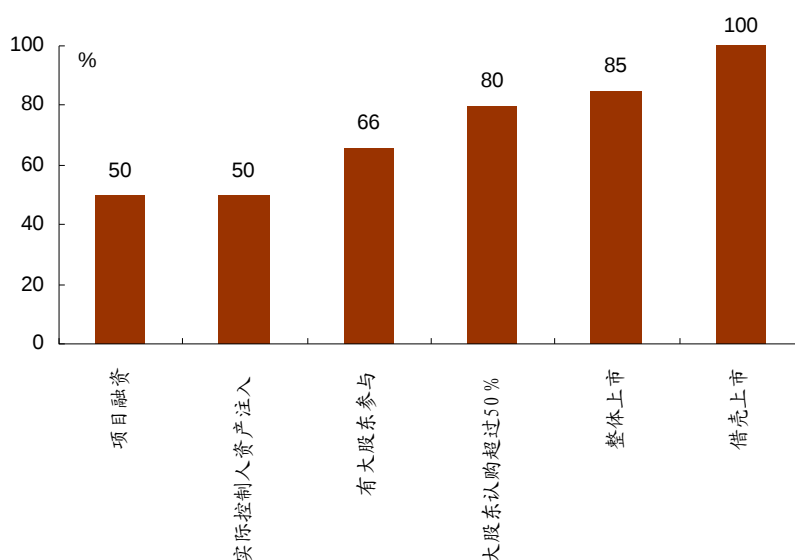
图表 17：项目融资类型定向增发不同时间点前后相对收益表现



策略三 定向增发破发回补的机会

前面提到过，实施过定向增发的上市公司其股价有 50% 会破发，但我们更关注的是其破发后回补的情况。但根据我们分析，不是所有类型的定向增发破发后都能大概率地出现回补，具体回补情况如图表 18 所示。壳资源重组、集团公司整体上市类型的定向增发在破发后回补比例分别为 100% 和 85%；其他类型的定向增发可以视认购时是否有大股东参与而定，有大股东或大股东关联方参与认购的定向增发在破发后有 66% 的概率回补，若大股东或大股东关联方认购比例超过 50% 则回补概率提升至 80%，这是“内部人效应”比较直接的体现。因此，在我们制定定向增发破发回补策略时，大股东或大股东关联方认购比例不低于 50% 可以是个基本标准；另外，壳资源重组或集团公司整体上市类定向增发若破发应作为获取超额收益的机会。

图表 18：定向增发破发后回补比例



资料来源：WIND，中金公司研究部

定向增发事件主题 alpha 策略组合

根据前面分析，我们制定了参与定向增发事件的投资策略：

1) **定期以指数化投资的方式参与机构投资者可投资的定向增发项目。**按增发价作为买入价，在 1 年后的机构投资者增发股份解禁上市日（或之后一个月折机）按收盘价卖出。测算结果发现在此情况下机构投资者盈利为仍大概率事件，可获绝对正收益的概率为 57%-63%，平均绝对收益为 44.31%-83.69%。

2) **把握定向增发不同进程公告日效应。**在可投资交易的情况下，各类型的定向增发在董事会预案公告日及发审委审核日之后、在机构定增股份解禁上市之前有相对负收益的情况下机构定增股份解禁上市之后都是介入以获取超额收益的机会。

3) **定向增发破发回补的机会。**大股东或大股东关联方认购比例不低于 50% 可以是介入定向增发破发回补策略的基本标准；另外，壳资源重组或集团公司整体上市类定向增发若破发应作为获取超额收益的机会。

第一种策略需要机构投资者密切跟踪定向增发项目，这里构建 alpha 策略组合时暂不予考虑，在第二种和第三种策略基础上，结合中金研究员推荐股票池，我们给出 alpha 策略组合以供投资者参考。

图表 19：“定向增发事件主题 alpha 策略 + 中金研究员推荐”股票组合

代码	名称	中金评级	策略类别	定增动机	当前折价率	股价变化(%)			市盈率(x)		市净率(x)	
						本周	上周	YTD	11E	12E	11E	12E
600015.SH	华夏银行	审慎推荐	定向破发回补	项目融资	-31.1%	-1.41	5.48	4.06	9.30	7.39	1.22	1.06
600765.SH	中航重机	审慎推荐	增发预案近期公布	实际控制人资产注入		-0.46	9.70	-20.25	32.87	25.59	3.42	3.04
600820.SH	隧道股份	审慎推荐	增发预案近期公布	实际控制人资产注入		1.05	-0.29	-4.47	13.49	12.25	1.58	1.44
600863.SH	内蒙华电	审慎推荐	增发预案近期公布	实际控制人资产注入		0.69	4.69	-8.23	17.40	10.86	3.61	1.53
600547.SH	山东黄金	审慎推荐	增发预案近期公布	融资收购资产		0.64	2.01	-13.94	38.52	32.98	12.33	9.49
600499.SH	科达机电	推荐	增发预案近期公布	资产置换重组		0.07	8.62	-35.75	21.90	14.02	5.02	3.79
600551.SH	时代出版	推荐	定增股份上市前收益为负	项目融资	-14.6%	0.25	4.14	-14.47	21.66	19.05	2.07	1.90

资料来源：WIND，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

