

定增破发后回补带来的超额收益

——定向增发系列专题报告之二



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

冯伟

SAC 执业证书编号:S1000510120039

(0755)8236 4467

fengweisz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

钱恺

(0755) 82568607

qiankai@mail.htlhsc.com.cn

- 定向增发已经逐渐成为上市公司股权融资的最主要方式，合理把握定向增发题材股的投资机会，能够带来超额收益，定向增发股上市后一年的平均绝对收益可达到 **34.45%**，平均相对收益有 **20.06%**。
- 根据上市公司定向增发的动机不同，可以分为资产重组类定向增发和项目融资类定向增发。资产重组类定向增发能够大幅加强市场对上市公司获得更高成长性的一致性预期，表现在其股价的平均涨幅远远大于项目融资类的平均涨幅。
- 定向增发的投资机会更多的属于事件型投资机会，利用公告日效应和破发回补的策略进行投资，获利是一个大概率事件。公告日效应是指市场在股票公告日接受到新信息后会将其反映到股票价格中去。破发回补是指定向增发股票的价格在跌破增发价之后股价回补至增发价之上的过程。
- 定向增发需要经历董事会预案日、股东大会决议日、增发上市日等几个阶段。根据历史数据统计显示，在这几个重要的事件前后，定向增发股票的股价在股东大会至增发上市日间的平均涨幅最高，其平均绝对收益率为 **51.57%**，日均绝对收益为 **0.54%**。
- 定向增发破发股票最终回补的概率为 **95.14%**，平均回补时间为 **46** 天，在破发后的平均跌幅有 **15.43%**，平均跌幅超过 **5%** 的破发股票占比 **73%**，是很好的投资机会。尤其是资产重组类定向增发股票在破发后的平均跌幅更是达到 **19.35%**，这意味着其回补后的平均累计收益会更高。因此我们依据破发后买入时机的不同，利用历史数据计算了一个平均累计收益率区间，发现持有资产重组类定向增发股票至回补后 **5** 日、**10** 日、**30** 日和 **50** 日的平均最低累计绝对收益率为 **3.15%**、**3.42%**、**6.22%**和 **7.49%**，相对应的平均最高累计绝对收益率为 **22.50%**、**22.77%**、**25.57%**和 **26.84%**。
- 基于资产重组类定向增发股票的投资收益普遍高于项目融资类定向增发股票的现象，我们建议了两种投资策略，**建议的投资策略一**：“资产重组类定向增发股”+“增发上市 1 年内破发”，这类股票在增发上市 1 年内回补的概率达到 **97.85%**，平均回补时间为 **67** 天，在破发后跌幅达到 **5%** 时买入并且在回补后 **20** 天卖出的绝对投资收益平均能够达到 **11.22%**，日均绝对收益达到 **0.18%**；**建议的投资策略二**：“资产重组类定向增发股”+“从股东大会日持有到增发上市日”，这类股票获得超额收益的概率为 **61.35%**，平均日均相对收益率为 **0.71%**。
- 针对投资策略一，在综合考虑到定向增发对象的因素后，我们建议投资者考虑以下股票的投资机会：德恒运 A、浦发银行、日照港、上港集团、东方创业、南钢股份、强生控股、美菱电器、华菱钢铁和福田汽车。在运用投资策略二时，建议投资者采用指数化投资的方式。

目 录

引言.....	4
一、定向增发逐渐成为主流的融资手段.....	4
二、上市公司进行定向增发的动机.....	5
项目融资类.....	6
资产重组类.....	6
三、定向增发带来超额收益.....	7
多数股票定向增发实施后能带来超额收益.....	7
资产重组类定向增发股票整体平均收益更高.....	8
公告日效应带来超额收益.....	9
定向增发破发回补带来的投资机会.....	10
四、投资策略以及股票投资组合.....	13
投资策略.....	13
股票投资组合.....	13
风险提示.....	16

图表目录

图 1: 定向增发融资额突飞猛进	4
图 2: 定向增发融资占比今年超过 IPO	5
图 3: 定向增发成为重要的融资方式之一	5
图 4: 项目融资和资产重组类融资的占比情况	6
图 5: 年累计收益为正的公司数量	8
图 6: 日均相对收益率情况	10
图 7: 1 年内破发回补率	11
图 8: 最低累计收益率	12
图 9: 最高累计收益率	12
表格 1: 增发后 1 年收益情况	9
表格 2: 预案日到股东大会日收益情况	9
表格 3: 股东大会日到增发日收益情况	10
表格 4: 增发日后 30 日收益情况	10
表格 5: 破发回补情况	11
表格 6: 定向增发破发（以 2011 年 7 月 28 日收盘价（复权）为基准）	13
表格 7: 央企或国企背景定向增发破发股	14

引言

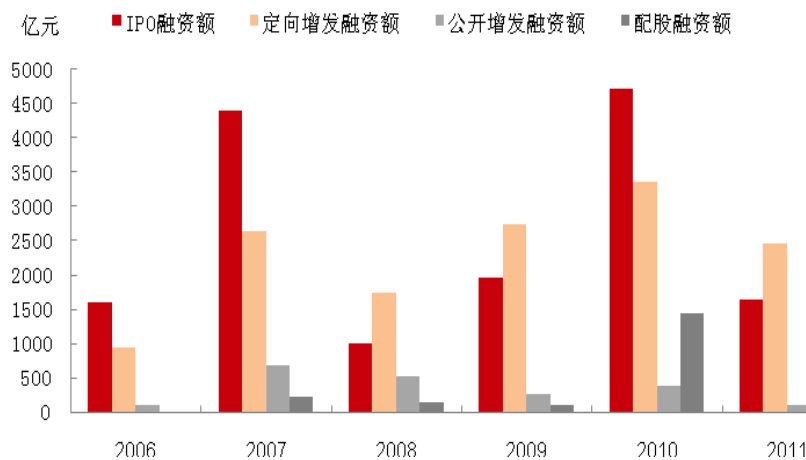
定向增发是针对符合股东大会决议条件的不超过 10 人的特定投资人进行的一种融资行为。自从 2006 年证监会推出《再融资管理办法》以来，定向增发已经逐渐成为上市公司股权融资的主要方式之一。相比公开增发，定向增发在满足上市公司特殊融资需求的同时，不会在即期增加扩容的压力，并且伴随着增厚上市公司业绩、优化财务结构等利好，在增发股份解禁前，上市公司也存在着做高股价的“动力”，因此在参与定向增发的股票中往往有着不错的交易性机会。

一、定向增发逐渐成为主流的融资手段

随着 2006 年证监会推出《再融资管理办法》以来，定向增发已经逐渐成为上市公司股权融资的最主要方式之一。相比于公开增发新股和配股，定向增发没有业绩方面的相关硬性要求，即使是业绩比较差的上市公司也有参与定向增发的机会。并且定向增发的发行程序比较简单，没有刊登招股说明书、公开询价等程序，审批也容易通过，时间和费用成本的优势使得定向增发成为上市公司股权融资的首选。更为重要的一点是，通过定向增发，可以很好的回避要约收购，定向增发的多元支付手段的选择，可以大大降低收购成本，利用增发新股作为对价进行资产置换或资产注入已经成为我国上市公司进行资产重组最为主要的手段。因此，在 2006 年后定向增发的融资规模迅速增加，很快超过公开增发和配股的融资规模。

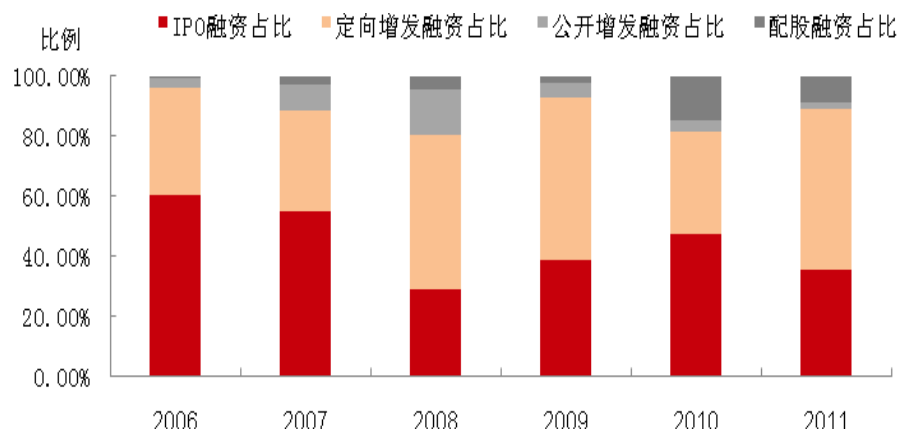
对于参与定向增发的各方而言，能够实现各方共赢的局面也是定向融资规模不断扩大的重要原因。对控股股东或者大股东的定向增发，可以进一步增强其控股比例，避免采用其它股权融资方式时导致的股权稀释问题；对机构投资者的定向增发，可以使其以较低成本获得具有高速成长性公司的股权，分享公司高速发展带来的利润；对集团公司（一般是实际控制人）的定向增发，不仅解决了关联交易问题，且有助于公司提高经营业绩。

图 1： 定向增发融资额突飞猛进



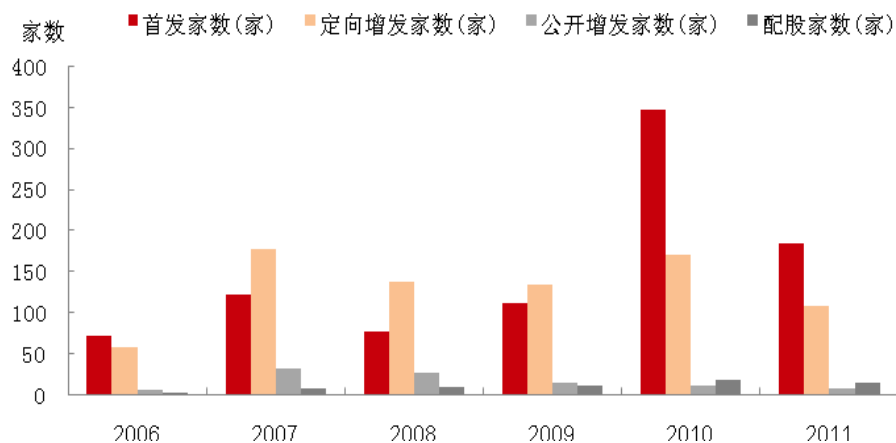
资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所

图 2： 定向增发融资占比今年超过 IPO



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

图 3： 定向增发成为重要的融资方式之一

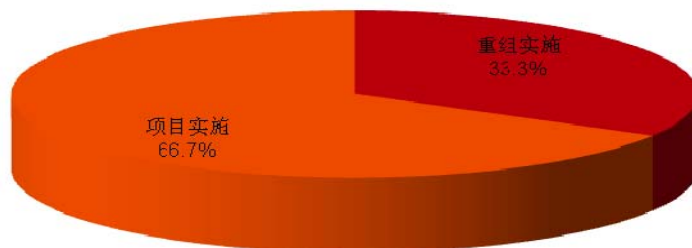


资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

二、上市公司进行定向增发的动机

上市公司参与定向增发的动机, 大体上可以分为两类: 项目融资和资产重组。2006 年以来, 上市公司定向增发成功实施的大约有 631 家, 其中以项目融资为目的案例有 424 家, 占 61.79%, 以资产重组为目的的有 207 家, 占 38.21%。

图 4： 项目融资和资产重组类融资的占比情况



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

项目融资类

以项目融资为动机进行定向增发的上市公司, 往往目的分为两种, 一种是为了扩展主营业务, 提高市场份额, 增厚上市公司业绩而采用的融资手段, 主要体现在上市公司为新建项目融资以解决资金瓶颈问题; 另一种是为了降低过高的负债率, 补充上市公司的流动资金, 改善其财务状况。

在整个定向增发流程中, 项目融资型是最快的, 从董事会决议预案到增发股份上市大约只要 1 年的时间, 相对于公开增发的苛刻条件和复杂流程, 定向增发是当前上市公司为项目融资的最主要手段, 并且其较高的证监会审核通过率也是上市公司所偏爱的原因之一。

资产重组类

以资产重组为动机进行定向增发的上市公司, 其重组类型一般可以分为三种: 集团公司整体上市、公司之间的置换重组和吸收合并。以集团公司整体上市为目的参与定向增发的类型又可以细分为资产注入型和资产置换重组型。而吸收合并型在我国主要以借壳上市的形式表现。

集团公司整体上市

为了实现自身股权价值最大化, 上市公司控股股东有很强的动机将自己所拥有的非上市的优质资产注入到上市公司。与公开增发股票必须支付现金对价不同, 定向增发股票的对价方式既可以是现金认购, 也可以选择股权等非现金资产认购, 具有一定的灵活性。具体方式在我国可以分为, 上市公司通过定向增发股票作为对价直接收购控股股东或者大股东拥有的优质资产, 或者是控股股东协同特定的投资者 (如基金公司、保险公司等机构投资者) 一同以现金或者资产注入到上市公司以换取相应定向增发的股票。

公司之间的重组置换

资产置换重组型适用于上市公司通过相互持股并购其他上市公司或非上市公司资产，这种类型的定向增发能以最小的成本实现产业内部优质资源的集中，或者实现上市公司的多元化经营目的。

吸收合并

通过定向增发实现对目标公司的吸收合并，一般根据吸收合并的方向分为两种类型：正向吸收合并和逆向吸收合并（借壳上市），在我国通过定向增发实现吸收合并的上市公司中绝大多数是属于借壳上市类型的。在借壳上市完成后，壳公司的财务状况得到大幅改善，经营能力和业绩都得到大幅提升，并且往往收购方大股东也会对壳公司未来的业绩作出一定的承诺，这会使得壳公司有着“草鸡变凤凰”的改变，其股票在二级市场上也会受到投资者的追捧，往往有着不俗的表现。

三、定向增发带来超额收益

回溯历史，参与定向增发的企业从总体上来说并没有显著改善其盈利水平和经营状况，很多情况下，其 EPS 增长率和营业收入的增长率反倒小于行业增长率的平均水平。定向增发的投资机会更多的来源于增发的题材而不是未来盈利能力的改善，在定向增发股上市前后的一些交易性机会是我们关注的重点。

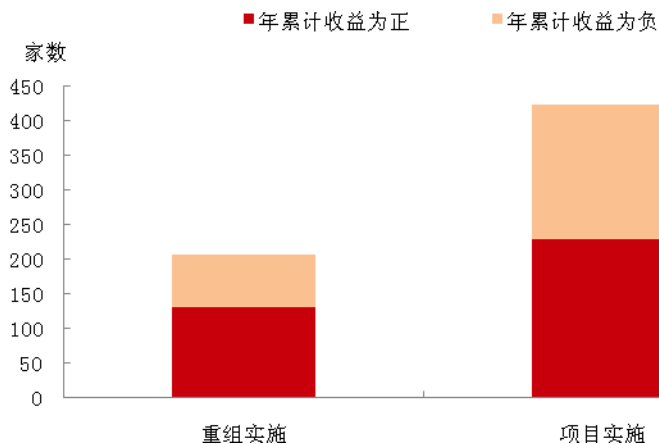
多数股票定向增发实施后能带来超额收益

单从定向增发中上市公司和定增对象的博弈关系来看，为了使定向增发方案能够顺利实施，上市公司具备足够的动力和动机持续不断地释放公司业绩和利好，通过影响投资者对公司未来业绩的预期来推动股价持续的上涨，同时也要使得股价能够给增发对象提供足够的安全边际，提高其参与定向增发的热情，获得双赢的局面。

在全部统计的 631 只参与定向增发并成功实施的股票中，增发上市一年后的收益率相对于沪深 300 指数而言，有 362 家的相对收益率为正，占比 57.37%。总体样本增发上市一年的平均绝对收益率达到 34.35%，与同期沪深 300 指数收益相比，其平均相对收益率为 20.06%。

定向增发中有不少案例是部分增发给机构投资者的，一般而言，针对机构投资者的增发股票上市解禁期是 1 年，根据上文的数据，机构投资者以指数化投资的方式参与定向增发项目的年绝对收益至少能达到 20.06%（增发价一般有个折价率）的收益是一个大概率事件。根据我们的测算，即使不参与定增，在定增上市日买入股票并且持有 30 日卖出的整体平均绝对收益率为 3.46%，平均相对收益率为 1.86%，其日均绝对收益率也有 0.22%。

图 5: 年累计收益为正的公司数量



资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

资产重组类定向增发股票整体平均收益更高

资产重组类定向增发项目通常涉及到集团公司整体上市和吸收合并, 因此多数案例只定向增发给控股股东或持股股东, 作为资产注入或资产置换的对价。这类定向增发项目机构投资者往往无法参与, 但是这种类型的股票在二级市场也有着更好的表现, 蕴含着大量的交易性机会。

根据前文的统计, 207 个资产重组类定向增发案例中, 在增发上市日之后的 1 年平均绝对收益率高达 39.23%, 平均相对收益率为 26.13%, 相比项目融资类定向增发案例的 20.92% 和 7.31% 要高出许多。可以看出, 资产重组类定向增发伴随而来的投资机会是显著的, 这种外延式的增长相比上市公司内生性的增长效果更加明显, 上市公司未来成长性和经营业绩能获得爆炸性增长, 市场预期不断地推动相关股票迅猛上涨, 实现非常可观的超额收益。

这背后的投资逻辑是, 资产重组类的定向增发往往伴随着控股股东或大股东的资产注入, 考虑到控股股东或大股东增持的股份 3 年后才能够上市流通, 为实现股权变现利益最大化, 其也会保证注入资产的质量和中长期盈利能力, 从而保证其股价的持续增长, 这种内在动力发送的信号经过市场情绪放大过后, 投资者为了分享上市公司价值的成长, 又会进一步推动股价的增长。在内在动力和外在动力的双重影响下, 资产重组类定向增发股票的投资收益显著高于项目融资类定向增发股票的投资收益也就不难解释。

表格 1：增发后 1 年收益情况

	重组实施	项目实施	全部
平均绝对收益	39.23%	20.92%	34.35%
平均相对收益	26.13%	7.31%	20.06%
平均日收益（绝对）	0.17%	0.08%	0.15%
平均日收益（相对）	0.12%	0.03%	0.10%
平均相对收益为正公司数量	133	229	362
平均相对收益为正公司数量（占比）	64.25%	54.01%	57.37%

资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所

公告日效应带来超额收益

在我们 2010 年 5 月 4 日发布的定向增发系列研究之一——《增发中蕴含的投资机会》中曾经提及，定向增发需要经历董事会预案日、股东大会决议日、增发上市日等几个阶段，在这几个重要的事件前后，上市公司股价有明显的向上推动动能，即存在显著的正向公告日效应，作为事件驱动型投资其间蕴含着较多的短线投资机会。

这背后的投资逻辑是，定向增发主要针对控股股东、机构投资者一类的关联投资者，基于信息不对称原理，关联投资者相对于普通投资者而言能获得上市公司更多更真实的信息，对于上市公司未来现金流和真实的价值有着更明智的看法。一个关联投资者的投资可以看作是对上市公司价值的证明，因此当公司将定向增发的信息传递到市场时，被投资者理解为积极的信号，从而表现在上市公司宣告定向增发新股有正的财富效应。

在本文中，我们按照定向增发发行目的不同分类计算了上述几个公告日间的收益情况，发现在预案公告日到股东大会日之间的日均收益最高，全部案例的平均相对日收益达到 0.47%，其中资产重组类的平均相对日收益达到 0.65%，并且其平均相对日收益为正的的概率也最高，达到 72.95%。

如果能利用好公告日效应，在预案公告日后买入资产重组类的参与定向增发的股票，并且在股东大会日前卖出，平均能够获得 19.48% 的超额收益。但是值得注意的是，在预案公告之后，股价一般会大幅上涨，不一定能够成功买入，如果在之后回调时买入并且持有到股东大会日的实际收益可能没有预期的这么高。

表格 2：预案日到股东大会日收益情况

	重组实施	项目实施	全部
平均绝对收益	25.11%	17.88%	18.36%
平均相对收益	19.48%	7.50%	12.35%
平均日收益（绝对）	0.83%	0.57%	0.68%
平均日收益（相对）	0.65%	0.32%	0.47%
平均相对收益为正公司数量	151	258	409
平均相对收益为正公司数量（占比）	72.95%	60.85%	64.82%

资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所

表格 3：股东大会日到增发日收益情况

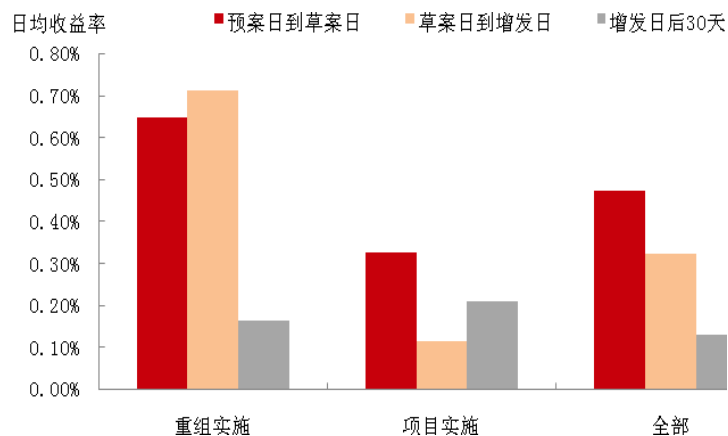
	重组实施	项目实施	全部
平均绝对收益	56.22%	47.81%	51.57%
平均相对收益	28.30%	17.11%	23.23%
平均日收益（绝对）	0.96%	0.34%	0.54%
平均日收益（相对）	0.71%	0.11%	0.32%
平均相对收益为正公司数量	127	278	406
平均相对收益为正公司数量（占比）	61.35%	65.57%	64.34%

资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所

表格 4：增发日后 30 日收益情况

	重组实施	项目实施	全部
平均绝对收益	6.01%	3.93%	3.46%
平均相对收益	3.31%	2.13%	1.86%
平均日收益（绝对）	0.33%	0.30%	0.22%
平均日收益（相对）	0.16%	0.21%	0.13%
平均相对收益为正公司数量	109	185	295
平均相对收益为正公司数量（占比）	52.66%	43.63%	46.75%

资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所

图 6： 日均相对收益率情况


资料来源：华泰联合证券研究所

定向增发破发回补带来的投资机会

增发股份锁定期为 12 个月内（大股东为 36 个月），在定向增发完成到增发股份上市日之间，约有 50%左右的股票会跌破发行价，而在之后大多数破发股都会出现回补的现象。这是由于随着增发股解禁日的来临，上市公司为满足定向增发对象的利益，有释放业绩做高股价的冲动，并且这些发行对象（控股股东、大股东或机构投资者）往

往也有自救的行为，使得股价在解禁日前有回补增发价的可能。因此，投资注定向增发破发股能在大概率上获得超额收益。

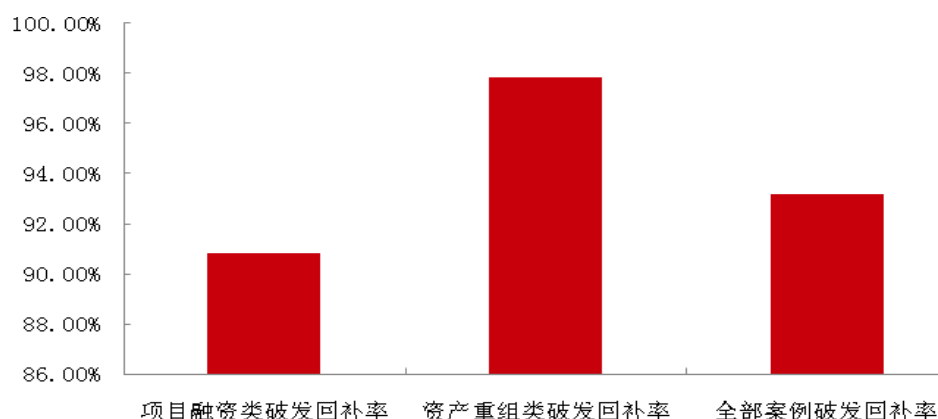
根据我们的统计，在 631 个成功实施定向增发的案例中，在发行日后破发过的股票有 350 例，占比 55.47%，最终回补的有 333 例，占比破发数的 95.14%。其中 1 年内破发回补的有 256 例，占 1 年内破发数的 93.77%。值得关注的是，资产重组类定向增发股票在 1 年内破发的比例为 88.57%，其最终回补比例高达 100%，1 年内回补比例也高达 97.85%，换句话说，在资产重组类定向增发股票上市日后，等待其跌破增发价后买入并且等待回补时卖出获得正的收益几乎是一个确定性事件。从破发回补的时间上看，资产重组类定向增发股票的破发回补时间平均为 67 天，项目融资类定向增发股票的 38 天，但是资产重组类定向增发股票破发回补后的平均累计收益要高于项目融资类定向增发股票破发回补后的平均累计收益。

表格 5：破发回补情况

	定向增发实施	资产重组类	项目融资类
发行后破发	351 例	105 例	246 例
最终回补	333 例	97 例	236 例
发行后 1 年内破发	273 例	93 例	190 例
发行后 1 年内破发回补	248 例	91 例	177 例
破发回补平均天数	46 天	67 天	38 天

资料来源：wind 资讯，华泰联合证券研究所

图 7： 1 年内破发回补率

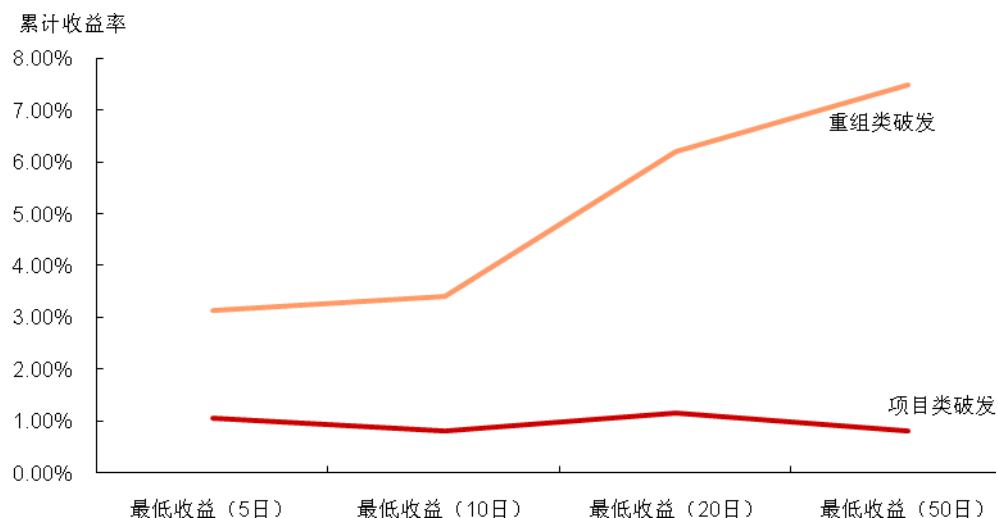


资料来源：天软金融分析软件，wind 资讯，华泰联合证券研究所

我们分别计算了资产重组类破发股票和项目融资类破发股票的平均破发后最大跌幅，分别是 19.35% 和 13.83%，全部破发股票的平均破发后最大跌幅是 15.43%。并且我们根据历史数据统计了这两类破发股票在回补后 5 日、10 日、30 日和 50 日的平均累计收益率，资产重组类破发股票的分别为 3.15%、3.42%、6.22% 和 7.49%，项目融资类破发股票的分别为 1.06%、0.82%、1.17% 和 0.80%，发现资产重组类破发股

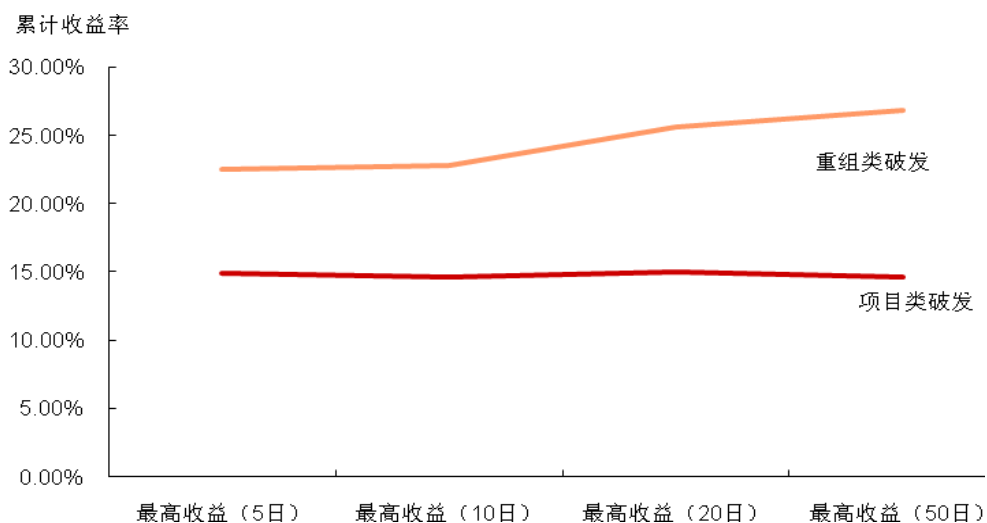
票在回补后的表现远远优于项目融资类破发股票，而且资产重组类破发股票的平均累计收益率随着时间的推移越来越高，项目融资类破发股票的平均累计收益率随着时间的推移越来越低。我们根据买入时机的不同，分类统计了两类累计收益率，在破发时买入并在回补后 5 日、10 日、30 日和 50 日卖出的累计绝对收益率定义为平均最低累计绝对收益率，在破发后的最低点买入并在回补后 5 日、10 日、30 日和 50 日卖出的累计绝对收益率定义为平均最高绝对累计收益率。可以从下图直观的看出，资产重组类破发股票回补后 5 日、10 日、30 日和 50 日的平均最低累计绝对收益率和平均最高累计绝对收益率都要高于项目融资类破发股票相应的平均累计绝对收益率。

图 8： 最低累计收益率



资料来源：天软金融分析软件，wind 资讯，华泰联合证券研究所

图 9： 最高累计收益率



资料来源：天软金融分析软件，wind 资讯，华泰联合证券研究所

导致定向增发股票破发的原因有很多，如宏观经济和或行业景气度不断下滑、股票市场转熊，以及重大负面事件的影响等，做定向增发破发股票投资策略的时候应当重视的是，如果导致破发的因素是非系统性风险，比如对某利空消息反应过度或者周期性行业的短期波动，对上市公司基本面和未来成长预期没有根本性的改变，利用破发回补的机会获得超额收益是个大概率事件。如果是系统性风险导致的定向增发破发现象大面积地出现，只有等待系统性风险得到释放，股市企稳后介入才是好的投资时机，否则将面临短期大幅亏损的风险。

四、投资策略以及股票投资组合

投资策略

策略建议一：“资产重组类定向增发股”+“增发上市破发”的投资策略。破发回补是一个大概率事件，利用破发机会进行投资最后能获利几乎是确定性的。根据统计，定向增发破发股最终回补的概率能够达到 95.17%，其中资产重组类的破发回补更是达到 100%，平均回补时间为 67 天。我们建议在资产重组类定向增发股票上市且未解禁的第一次跌破增发价达到 5%时买入，并持有至回补增发价后 20 天卖出，获利几乎是确定性的，绝对收益率平均达到 11.22%，日均绝对收益率平均达到 0.18%。

策略建议二：“资产重组类定向增发股”+“从股东大会日持有到增发上市日”的投资策略。在这两个时点之前，获得超额收益率的概率有 61.35%，平均能够获得 0.71% 的日均相对收益率（相对于沪深 300 指数的日均收益），公告日效应依然十分显著。我们建议在股东大会日后买入资产重组类定向增发股票，并持有至增发上市日卖出，平均获得 28.30% 相对收益。

股票投资组合

我们统计了截止 2011 年 7 月 11 日增发股已全部上市且未解禁的股票，以 2011 年 7 月 28 日的收盘价（复权）作为比较对象，将所有定向增发股的增发价作复权处理后，判断是否破发。结果是，破发股一共 40 只，其中资产重组类的有 7 只，项目融资类的有 33 只。

表格 6：定向增发破发（以 2011 年 7 月 28 日收盘价（复权）为基准）

代码	名称	定增类型	增发上市	增发价	增发价 (复权)	现价	现价(复权)
000521	美菱电器	项目融资	20101229	10.28	33.07	8.98	28.89
000531	穗恒运 A	资产重组	20110526	15.53	76.47	11.01	54.21
000572	海马汽车	项目融资	20101011	5.01	23.10	4.86	22.41
000713	丰乐种业	项目融资	20101217	15.48	51.74	14.92	50.04
000725	京东方 A	项目融资	20101207	3.03	11.80	2.48	11.59
000777	中核科技	项目融资	20101202	26.6	98.50	26.19	97.41
000925	众合机电	项目融资	20110301	18.6	39.97	16.39	35.22
000932	华菱钢铁	项目融资	20110317	5.57	8.05	3.83	5.54

000988	华工科技	项目融资	20110526	20	97.79	18.56	90.75
002121	科陆电子	项目融资	20101105	22.5	91.12	14.18	86.32
002138	顺络电子	项目融资	20110315	23.8	48.25	19.74	40.02
002142	宁波银行	补充资本	20101019	11.45	12.06	10.27	11.01
002187	广百股份	项目融资	20110303	24.5	25.47	15.83	24.88
002205	国统股份	项目融资	20110104	27	34.09	23.69	30.04
002230	科大讯飞	项目融资	20110504	40.65	92.81	39.07	89.20
002271	东方雨虹	项目融资	20110111	35	106.46	15.51	95.09
002299	圣农发展	项目融资	20110530	16.5	33.39	16.48	33.34
600000	浦发银行	资产重组	20101014	13.75	69.55	9.22	61.36
600011	华能国际	项目融资	20101223	5.57	18.88	4.97	17.50
600015	华夏银行	补充资本	20110426	10.87	19.72	10.08	18.29
600017	日照港	资产重组	20110414	3.94	12.18	3.93	12.15
600018	上港集团	资产重组	20110408	4.49	4.79	3.85	4.22
600087	长航油运	项目融资	20110303	5.63	60.10	2.68	51.63
600166	福田汽车	项目融资	20100914	18.06	106.76	8.44	101.13
600169	太原重工	项目融资	20101229	18.1	60.82	8.71	58.69
600278	东方创业	资产重组	20110428	12.2	18.43	9.83	14.85
600282	南钢股份	资产重组	20101015	4.15	20.40	3.91	19.22
600369	西南证券	项目融资	20100830	14.33	28.92	11.87	23.95
600439	瑞贝卡	项目融资	20101203	12.2	119.23	10.72	105.80
600460	士兰微	项目融资	20100914	20	111.70	17.52	98.17
600480	凌云股份	项目融资	20101210	15.5	28.12	13.43	24.36
600662	强生控股	资产重组	20110525	7.03	364.61	6.39	331.41
600710	常林股份	项目融资	20110602	10.9	52.27	10.38	49.77
600750	江中药业	项目融资	20101229	36	237.50	29.52	196.86
600866	星湖科技	项目融资	20110422	13.13	192.02	10.05	146.97
600973	宝胜股份	项目融资	20110309	18.05	33.45	15.77	29.50
600978	宜华木业	项目融资	20101029	5.7	24.02	5.64	23.98
601111	中国国航	补充资本	20101112	11.58	11.73	10.15	10.41
601991	大唐发电	项目融资	20110530	6.74	14.05	5.41	11.28

资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

定向增发的对象如果包括央企或者国企, 那么无论是资产重组类型或者是项目融资类型, 其破发回补的概率会更大, 因为央企或国资背景的定向增发案例一般来讲成功率较高, 此外如果股价跌破增发价, 央企或国资企业作为定增对象有更强烈的股价“回补”需求。我们在下表列出这一系列的定向增发破发股名单, 一共 19 只。

表格 7: 央企或国企背景定向增发破发股

代码	名称	类型	增发对象
000521	美菱电器	项目融资	国企 (四川长虹电器股份有限公司), 机构投资者
000531	穗恒运 A	资产重组	国企 (广州电力企业集团有限公司等)
000572	海马汽车	项目融资	国企 (郑州投资控股有限公司), 机构投资者

000725	京东方 A	项目融资	国企（北京亦庄国际投资发展有限公司），机构投资者
000932	华菱钢铁	项目融资	国企（华菱集团）
600000	浦发银行	资产重组	央企（中国移动通信集团广东有限公司）
600011	华能国际	项目融资	国企（中国华能集团公司），机构投资者
600017	日照港	资产重组	国企(日照港集团有限公司及其全资子公司日照港集团岚山港务有限公司、山东钢铁集团有限公司、海鑫钢铁集团有限公司、邯郸钢铁集团有限责任公司和河南济源钢铁（集团）有限公司)
600018	上港集团	资产重组	国企(上海同盛投资（集团）有限公司)
600087	长航油运	项目融资	国企（南京长江油运公司），机构投资者
600166	福田汽车	项目融资	国企（北京国有资本经营管理中心），机构投资者
600278	东方创业	资产重组	国企（东方国际集团）
600282	南钢股份	资产重组	国企（南京南钢钢铁联合有限公司）
600480	凌云股份	项目融资	国企（凌云集团），机构投资者
600662	强生控股	资产重组	国企（久事公司）、强生集团
600973	宝胜股份	项目融资	国企（宝胜集团），机构投资者
601111	中国国航	补充资本金	国企（中航集团），机构投资者
601991	大唐发电	项目融资	国企（大唐集团公司），机构投资者

资料来源: wind 资讯, 华泰联合证券研究所

可以看出，资产重组类定向增发的增发对象都是央企和国企背景，这类个股是我们推荐的重点，而一些项目融资类定向增发对象是央企和国企背景的个股也有不错的投资机会。

因此针对投资策略一，在综合考虑到定向增发对象等因素后，我们建议投资者考虑以下股票的投资机会：穗恒运 A、浦发银行、日照港、上港集团、东方创业、南钢股份、强生控股、美菱电器、华菱钢铁和福田汽车。针对投资策略二时，我们建议投资者采用指数化的方式进行投资。

风险提示

- 1、定向增发股票大面积破发，市场出现较大的系统性风险；
- 2、证监会对再融资的相关法律法规作出重大修改。

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 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顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。