

绝对收益策略

如何从定向增发事件中获利？

—— 定向增发事件投资策略及分析

研究结论：

- 上市公司完成一次定向增发，需要完成 5 个步骤：董事会预案->股东大会通过->发审委批准->证监会审核通过->增发实施。研究发现，董事会预案日后是在二级市场上参与定向增发事件最好的投资时点，另外投资者可以考虑发审委批准之后股票跌破发行基准价后的套利机会。
- 对公布定向增发预案的股票，我们采用盈利预期上调+规模+估值的三重因子筛选，使得股票组合的绝对收益胜率可以达到九成以上，持有 120 个交易日可以获取 60% 的绝对收益。
- 具体定向增发投资策略遵循三个要素：1、一致预期盈利上调；2、股票的流通市值小于 30 亿；3、股票的相对行业估值水平低于 0.75。股票的买入点我们建议在预案日后第一个可交易日。
- 发审委批准之后的套利机会。我们检验了发审委批准之后股票跌破发行基准价的套利机会，发现在增发实施之前，97% 的股票会回补发行基准价；因此投资者可以考虑在跌破发行基准价 10% 之后买入，回补之后获利了结，但投资时间成本可能较高。
- 最新定向增发股票组合推荐。在 2011 年 8 月以来发布定增预案公告的公司中，按照盈利预期+规模+估值三因子筛选标准，我们认为投资者可以重点关注经纬纺织（000650，未评级），中文传媒（600373，未评级）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

绝对收益策略团队

胡卓文 高级分析师
021-63325888-6117
huzhuowen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860209100200

联系人 周静（博士）
021-63325888-5152
jingzhou@orientsec.com.cn
楼华锋
021-63325888-6114
louhuafeng@orientsec.com.cn

报告发布日期 2011 年 8 月 30 日

相关研究报告

《高管增持的红利 —— 增持投资策略分析与应用》	2011 年 7 月 12 日
《高管增持的红利——最新股票组合推荐》	2011 年 8 月 2 日
《高管增持的红利——最新高管增持股票组合推荐 20110816》	2011 年 8 月 16 日

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

定向增发的红利—案例分析.....	3
案例一：精功科技。定向增发预案日：2010-1-29；项目融资。	3
案例二：鱼跃医疗。增持时间：2009-10-20；项目融资。	4
定向增发的红利—因子研究.....	5
定增股票的上涨源于市场预期的提升.....	5
规模因子—越小越美.....	8
估值因子—低估值是安全边际	9
定向增发的红利—投资策略.....	10
定向增发的红利—近期的投资建议	11
附录.....	13
预案日，因子（盈利预期变化，规模，估值）的分牛熊市胜率分析	13
盈利+规模+估值三重筛选定向增发股票组合在不同的市场环境下的表现（分牛熊市）	14
策略 B 的具体统计数据	15
定向增发公告日之间的收益分析.....	17

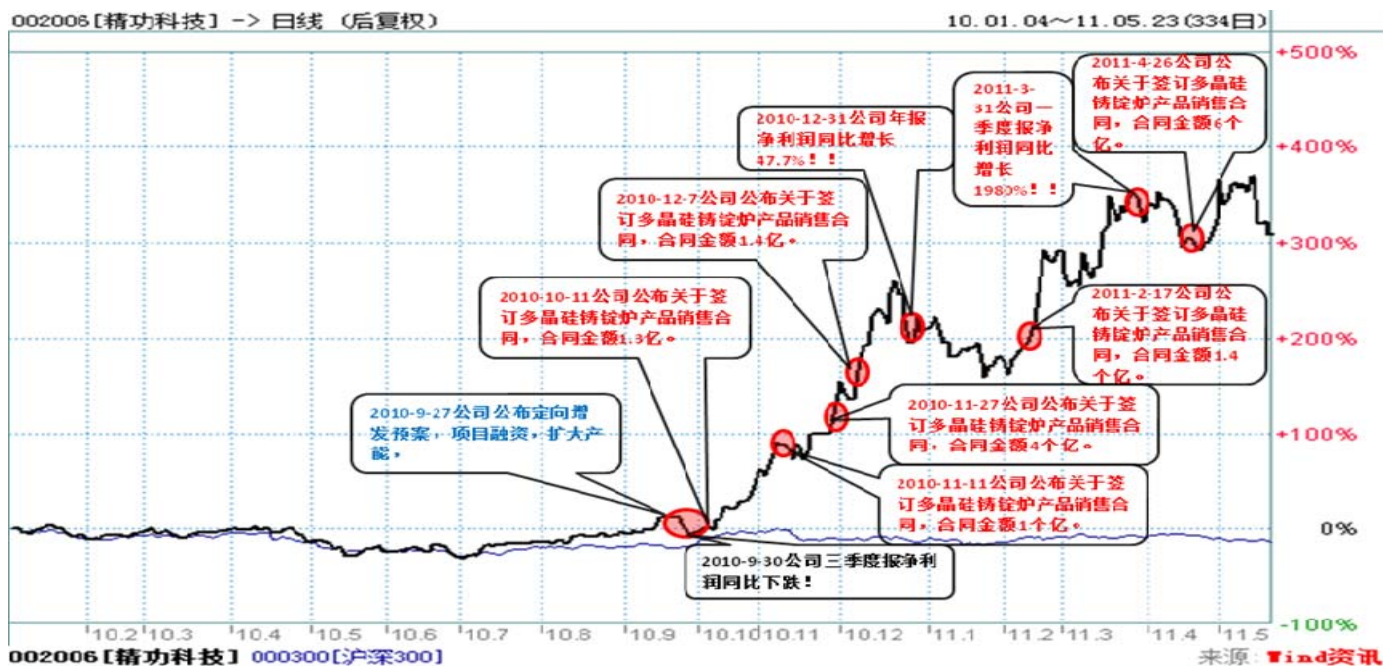
2006 年 4 月《上市公司证券发行管理办法》颁布以后，上市公司越来越多地通过定向增发这个渠道进行再融资。上市公司进行定向增发，无论是为了新项目融资，还是资产注入等股权上的调整，公司都是为了能够获取更大的发展，因此业绩的提升是定向增发股票上涨的最重要推动力。除了在一级市场上进行获利之外，我们的研究发现在二级市场上也可从定向增发这个事件中获得稳定的投资收益。

上市公司完成一次定向增发，需要完成五个步骤：董事会预案→股东大会通过→发审委批准→证监会批准→增发实施。我们的研究发现，**董事会预案日后是参与定向增发事件的最好投资时点。**我们对历史上发生过的 768 例定向增发事件的研究发现，在董事会预案后的第一个可交易日买入：1) 一致盈利预期上调；2) 流通市值小于 30 亿；3) 相对行业估值水平低于 0.75 的个股并持有 60 个交易日的投资策略，其绝对收益胜率可达到 90%，绝对收益可达到 60%。此外投资者还可以考虑发审委批准后股票跌破增发基准价后的套利机会。

定向增发的红利—案例分析

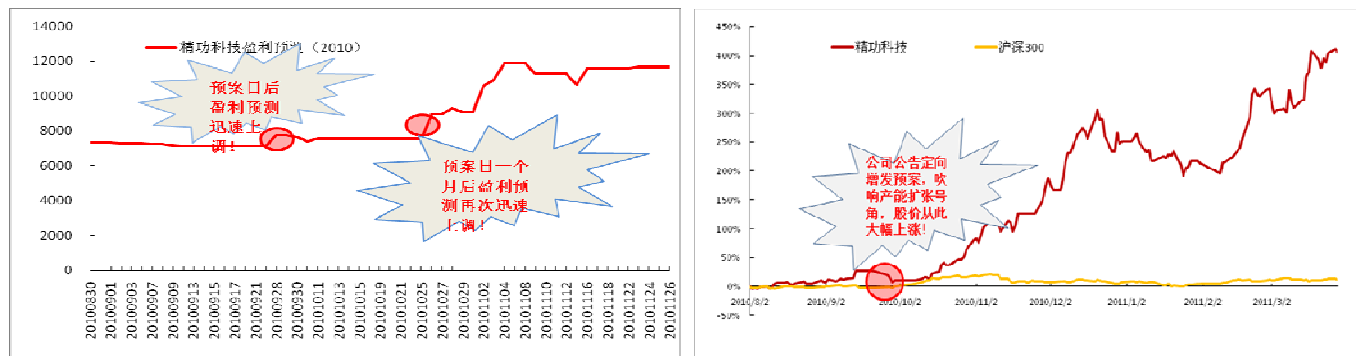
案例一：精功科技。定向增发预案日：2010-1-29；项目融资。

图 1：精功科技（案例一）在定向增发事件前后股价表现及其业绩情况



资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

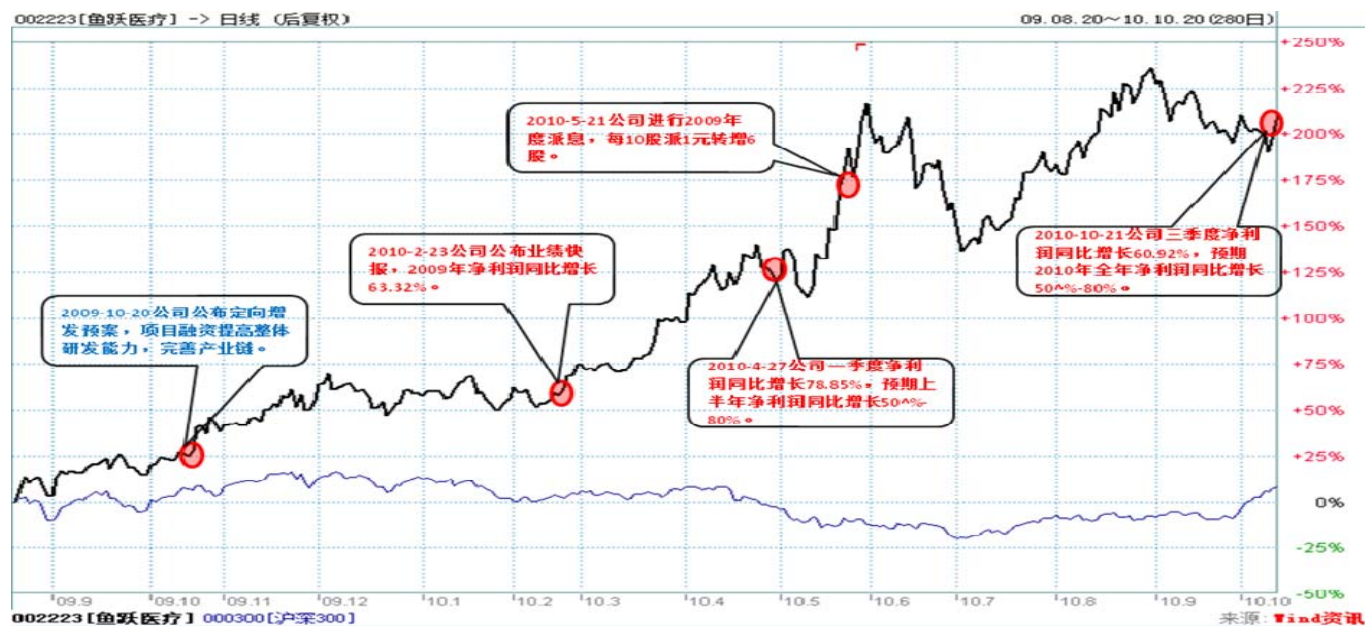
图 2,3：精功科技定向增发前后业绩预测（2010 年）对比及超额收益



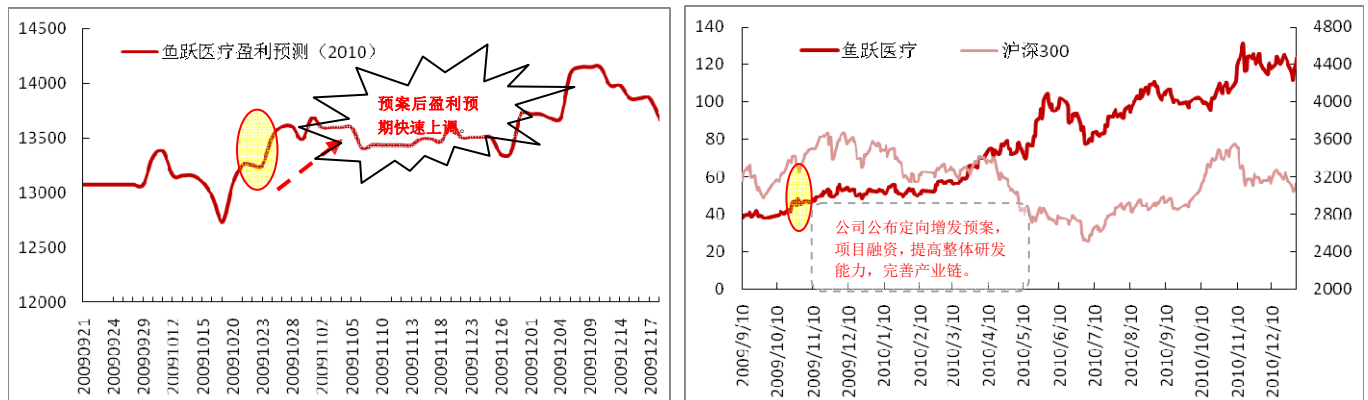
资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所

案例二：鱼跃医疗。增持时间：2009-10-20；项目融资。

图 4：鱼跃医疗（案例二）在定向增发预案前后股价表现及其业绩情况



资料来源：东方证券研究所

图 5.6：鱼跃医疗定向增发前后业绩预测（2010 年）对比及超额收益


资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所

由此两则案例分析，我们可以很明确的看到，**定向增发预案之后公司获取超额收益最主要的逻辑是市场预期的改变**！如果在之后公司的业绩能够验证市场的预期，那么这就形成了良好的互动，股价持续地上涨。一般而言，公司进行定向增发，无论是为了项目进行融资，或者注入优质的资产，但归根到底都是希望能够扩大经营，改善利润，这就是一些定向增发预案发布之后公司立即出现大幅上涨之后的主要原因。我们的研究发现在定增预案日之前一个月盈利一致预期上调的个股往往有较好的股价反应，结合估值和规模的考量，我们可以从定向增发事件中获得稳定的投资收益。

定向增发的红利—因子研究

市场上有许多关于定向增发的研究报告，但主要集中在对定向增发不同时点收益的统计，我们也得到了类似的结论，具体请参考附录。

1. 定向增发几个关键的时点（预案日，股东大会通过日，发审委通过日，证监会核准日，增发日，解禁日）之间收益统计。我们发现**预案日是最好的投资时点，最差的投资时点是证监会通过日**。
2. 定向增发几类融资目的（项目融资，改善财务状况，资产注入，整体上市，并购重组，战略投资，借壳上市）中，**整体上市、并购重组和借壳上市事件一般而言会直接提升投资者对公司的预期，因此是最好的定增主题投资标的**，投资者可以全程参与，或者破发时参与，获取绝对收益胜率超过 90%；而**项目融资、资产注入，改善状况在预案日具有最高的投资价值，预案日参与的胜率超过六成**。

但是我们在此基础上运用量化的方法进行了更加仔细的分析，寻找到了可以帮助极大提高胜率和绝对收益的筛选因子：市场一致预期盈利预测的变化率，公司的规模，以及公司的估值

定增股票的上涨源于市场预期的提升

公司长期上涨的驱动因子是业绩的增长，而股票短期内上涨最重要的驱动力是市场预期的向好。定向增发预案中包含了很多公司未来发展以及决策的信息，因此定向增发事件则是市场预期短期发生变化的一个触发条件，换句话讲，定向增发是市场炒作的重要题材。

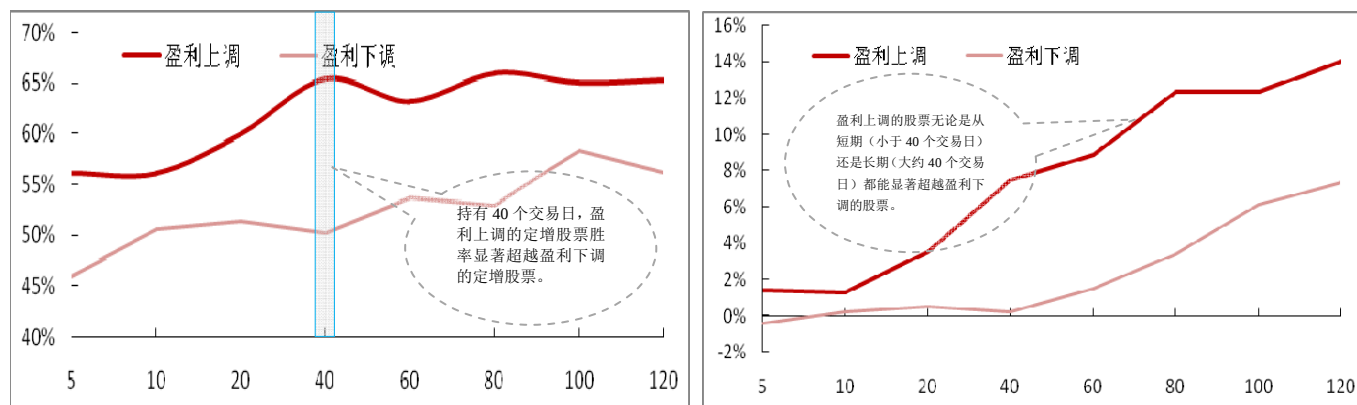
公司发布定增预案之后（甚至有人在公布之前就已提前知道），市场上投资者（包括机构投资者，卖方分析师，承销投行的分析师）会快速做出反应，评估定增事件对公司短期以及长期的影响，而他们的看法对公司股价会产生直接的影响。**因此我们在董事会预案公布时，挑选定增股票的第一条标准就是市场认可公司的定向增发。**

在当下，分析定向增发事件对公司的影响，我们可以具体问题具体分析。但分析历史时，我们无法穷举所有样本的具体情况，并且我们无法得知当下市场整体的看法。因此我们这里只能以偏概全，利用**定增预案公告时相比之前一个月的卖方一致预期盈利的变化率**代理市场的整体看法。一方面因为定向增发的股票一般而言都是基本面较好的股票，另一方面上市公司做定向增发需要券商投行的参与，因此对于进行定向增发的上市公司，卖方覆盖比较多。

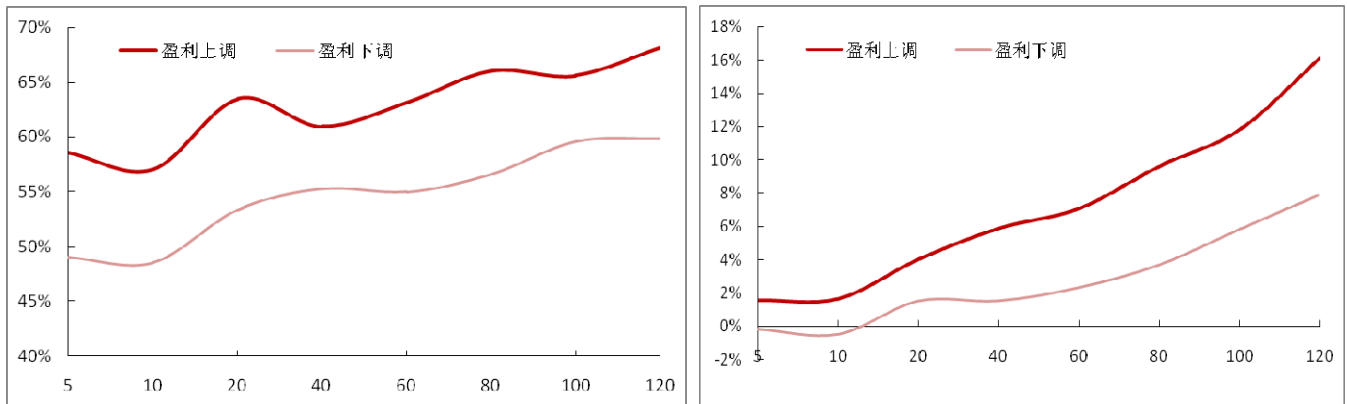
数据检验的结果显示，我们在董事会预案公布日买入过去一个月卖方盈利一致预期上调的股票组合，相比卖方盈利一致预期下调的股票组合，其胜率以及绝对收益水平都更好。（参考图 11,12）

考虑到定增预案日股票涨停或者停牌的情况，我们把定向增发事件的买入点往后推一个星期或者一个月。数据检验的结果同样显示，卖方盈利一致预期上调的股票组合较上调的股票组合表现更好。（具体请参考图 7-12）

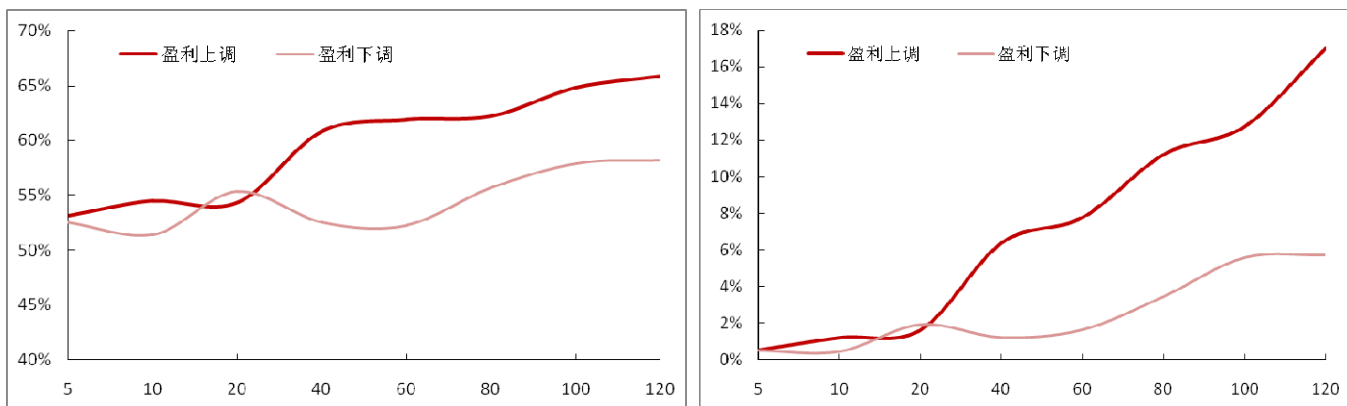
图 7,8：预案日，盈利预期变化率对定向增发股票股价的影响——绝对收益胜率（左）和绝对收益（右）



资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所计算整理

图 9,10：预案日后一个月，盈利预期变化率对定向增发股票股价的影响——绝对收益胜率（左）和绝对收益（右）


资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所计算整理

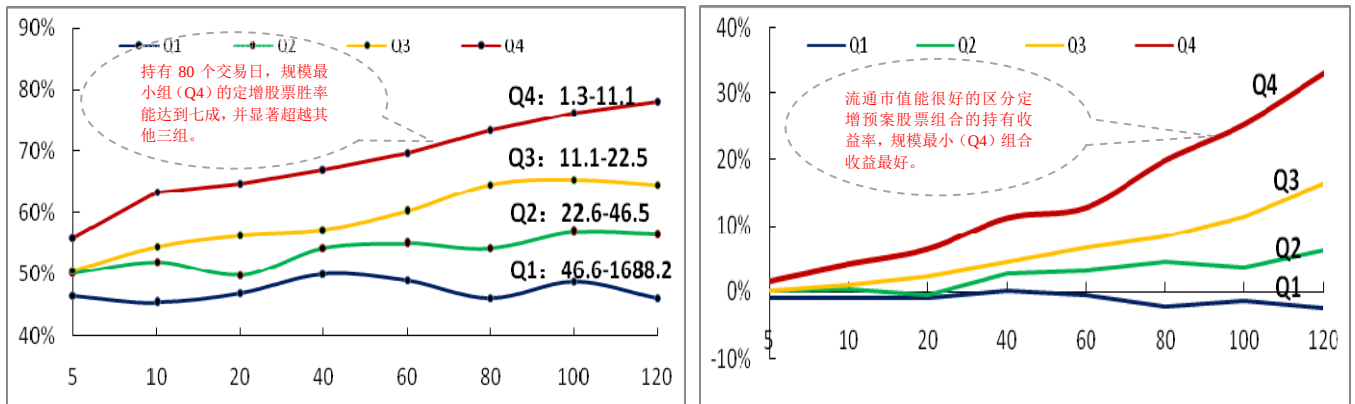
图 11,12：预案日后一周，盈利预期变化率对定向增发股票股价的影响——绝对收益胜率（左）和绝对收益（右）


资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所计算整理

规模因子——越小越美

股票的规模效应在国内外是一直存在的，著名的 Fama-French 三因子模型中，规模因子就是其中一个。在国内，规模因子也是选股中比较有效的一个因子。尤其对于定向增发的股票而言，小规模的公司股票较大公司股票表现更好，首先因为小规模的公司股价本身就容易炒作，再加上定向增发对投资预期的改变，因此有题材再加上是小股票就容易受到资金的追捧，因此收益自然会比较高。在我们实际的检验中，我们也检测到了稳定的规模效应，如图 13,14。

同样我们考虑实际情况，把买入点推后一个星期或者一个月，数据检验的结果不变，即定增组合的胜率与绝对收益中位数与股票的规模呈现反相关关系。并且不随牛熊市，增发类型发生改变。

图 13,14：预案日，规模效应对定增股票收益率的影响——胜率（左图）和绝对收益中位数（右图）


注 1：这里我们按照股票的流通市值（单位：亿）由高分到低分分为四组（Q1-Q4）。Q1：46.65-1688.2；Q2：22.6-46.5；Q3：11.1-22.6；Q4：1.34-11.1。

注 2：预案日分牛熊市的胜率参考附图 5-8。

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

估值因子——低估值是安全边际

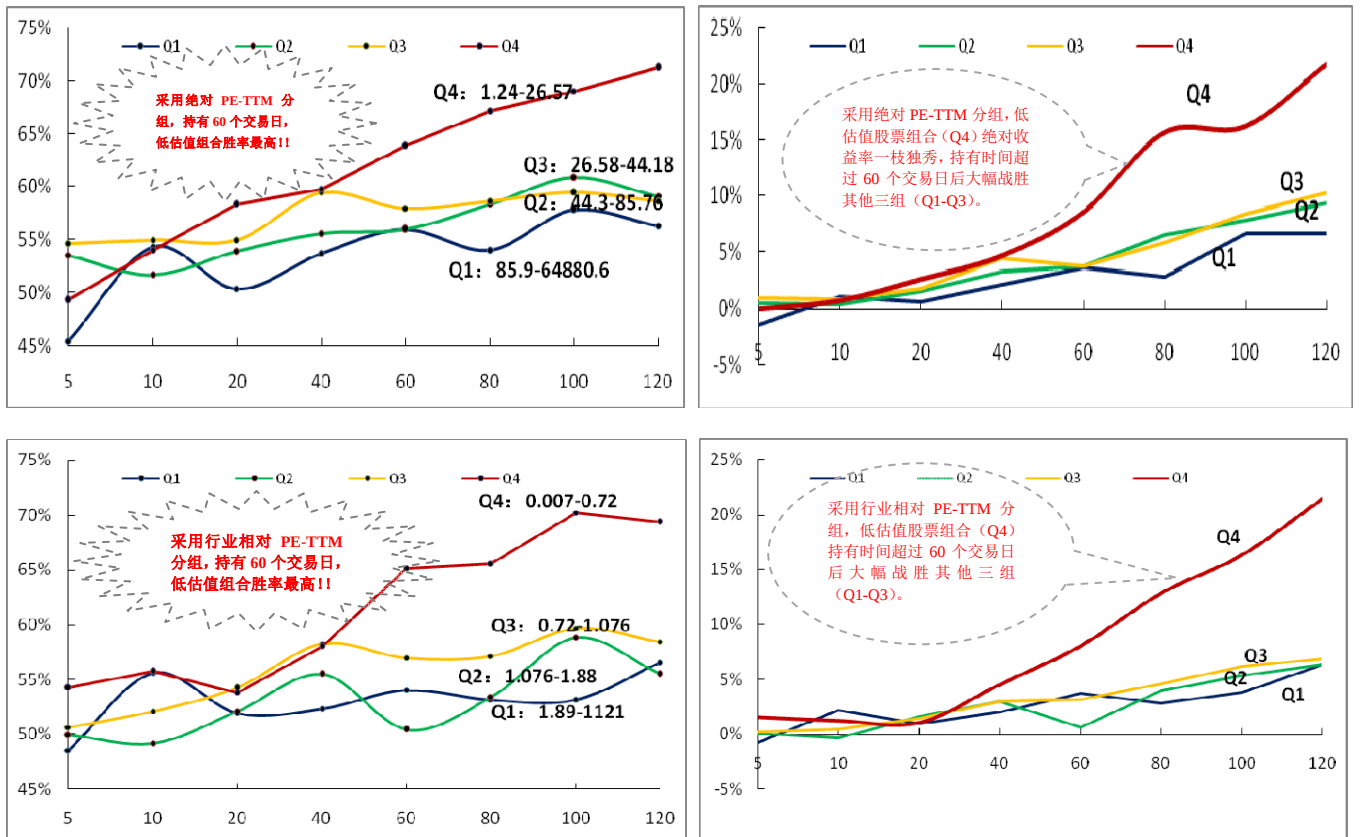
在国内市场中，低估值是一个非常好的指标，即低估值的股票表现较高估值表现要好。这里我们采用股票的 PE-TTM 以及行业标准化 PE-TTM 对定向增发预案的股票组合也进行了分组分析，结果发现，平均来看，无论是采用 PE-TTM 还是采用行业标准化 PE-TTM，低估值股票要好于高估值的股票。（参考图 15-18）

如果把买入点定为预案日，我们分析不同的估值水平对定增股票之后股价收益的影响发现，低估值组表现比高估值组要好，低估值组（Q4）最高能达到七成，而绝对收益的中位数在持有 80 个交易日时可以超过 20%。

同样考虑实际情况，把买入点推后一个星期或者一个月，数据检验的结果不变，低估值股票表现好于高估值股票。

图 15,16: 预案日, 估值水平 (PE-TTM) 对定增股票收益率的影响—胜率 (上左) 和绝对收益中位数 (上右)

图 17,18: 预案日, 估值水平 (行业标准化 PE-TTM) 对定增股票收益率的影响—胜率 (下左) 和绝对收益中位数 (下右)



注 1: 图 17-18 中绝对 PE 水平由高到低分为四组 (Q1-Q4)。Q1: 85.9-64880; Q2: 44-85.76; Q3: 26.6-44.2; Q4: 1.24-26.6。

注 2: 图 19-20 中行业相对 PE 水平由高到低分为四组 (Q1-Q4)。Q1: 1.89-1.121; Q2: 1.07-1.88; Q3: 0.72-1.07; Q4: 0.0007-0.72。

注 3: 预案日分牛熊市的胜率参考附图 9-12。

资料来源: Wind 资讯, 东方证券研究所

定向增发的红利—投资策略

策略 A: 在定增预案日后的第一个可交易日, 盈利上调+低规模+低估值三重筛选股票组合

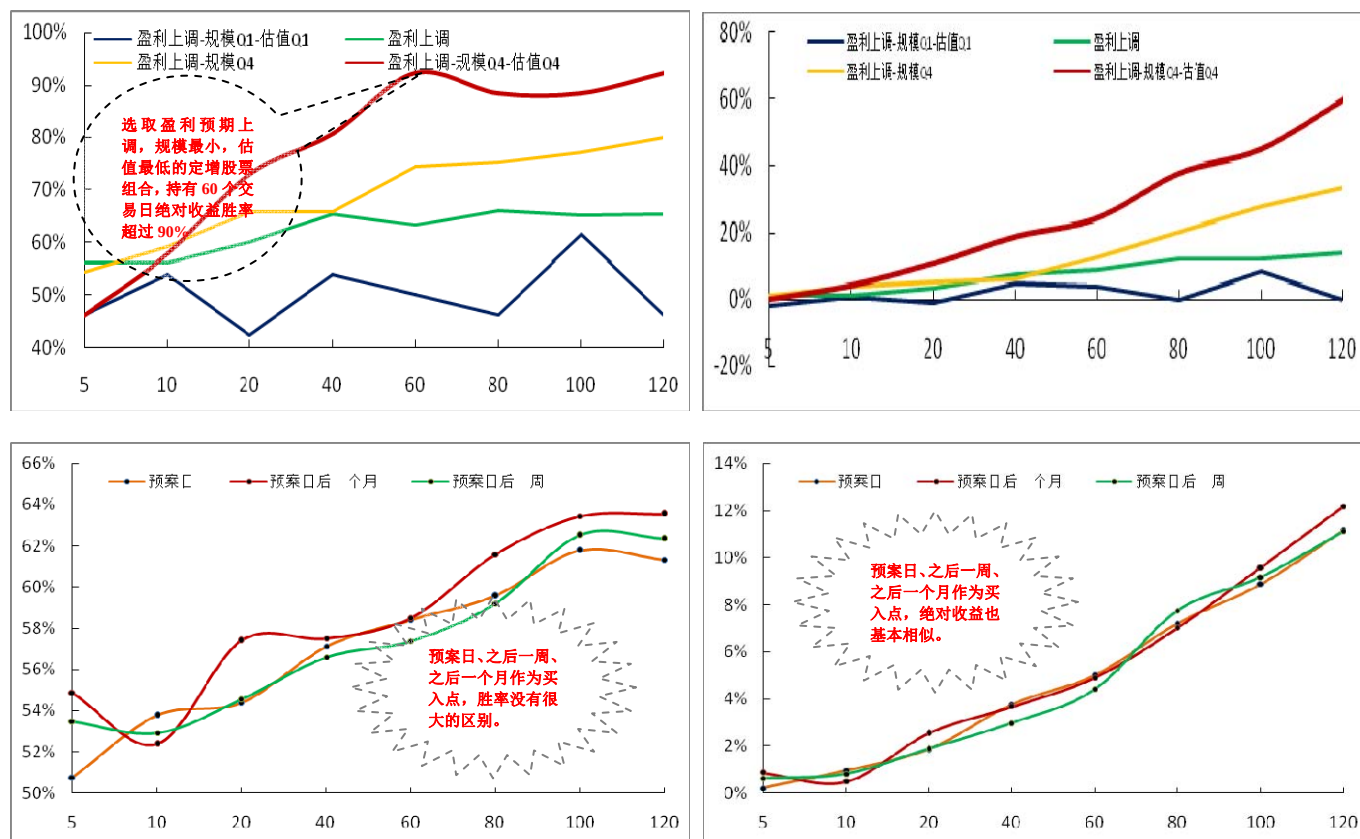
在因子研究部分我们找到提高胜率的三个因子, 分别是预期变化的代理变量—盈利预期变化率、股票规模和股票的估值。因此我们利用预期预期+规模+估值在预案日对定向增发股票进行三重筛选, 构造了第一个定向增发投资策略。

1. 在定向增发预案日后经过盈利预期+规模+估值三因子筛选, 组合绝对收益胜率可以提升到九成以上。在公司公布定向增发预案之后, 我们通过对定增预案股票组合进行三因子 (盈利预期过去一个月变化为正, 流通市值小于 30 亿, 相对行业估值小于 0.75) 筛选, 持有大于 60 个交易日, 投资者得到了 90%以上的绝对收益胜率, 绝对收益水平最高持有 120 个交易日可以得到 60%的收益。(参考图 19,20)

2. 预案日后的第一个可交易日作为投资买入点。我们常常会发现预案日前后往往公司会停牌,而对于一些投资者极端看好的公司,涨停板会发生,而往往就是这类公司能够在预案日之后获取巨大的绝对收益,因此对机构投资者或者大型私募投资者而言,从实际投资的角度,往往无法在预案日参与,因为我们在基础上考虑了预案日后一周以及一个月的这个投资时点,从胜率和绝对收益的角度而言,与预案日这个投资时点并无太大差别。(参考图 21,22)

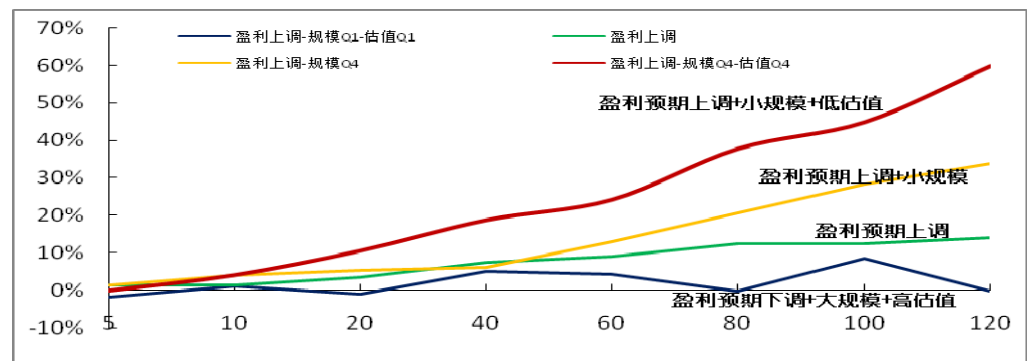
图 19,20: 盈利预期+规模+估值定向增发股票组合胜率(上左),绝对收益水平(上右)

图 21,22: 预案日、预案日后一周、后一个月定向增发组合胜率(下左),绝对收益水平(下右)



注: 盈利上调代表在选股日的盈利预测相比一个月前盈利预测的增长率为正; Q1-Q4 代表由大到小分为 4 组, Q1 为最高组, Q4 为最低组。规模用流通市值, 估值用行业相对 PE-TTM。

资料来源: Wind 资讯, 朝阳永续, 东方证券研究所计算整理

图 23：盈利预期+规模+估值定向增发股票组合绝对收益水平


注：盈利上调代表在选股日的盈利预测相比一个月前盈利预测的增长率为正；Q1-Q4 代表由大到小分为 4 组，Q1 为最高组，Q4 为最低组。规模用流通市值，估值用行业相对 PE-TTM。

资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券计算整理

策略 B：发审委通过日至增发日之间存在破发套利机会

定向增发从董事会预案至增发完毕从早到晚一般要公告五次：董事会预案公告->股东大会通过公告->证监会发审委通过公告->证监会核准公告->增发完毕公告。

公司的定向增发方案在发审委通过不久证监会即会审核通过，之后进入增发程序，除非上市公司修改增发基准价格，一般而言，上市公司在增发时都希望股票的二级市场价格在发行基准价之上，这样可以保护参与定向增发特定对象的参与积极性。我们检验了预案公告中公布的增发基准价格在此期间被破的股票，发现 97% 的概率会在增发完毕之前回补。因此投资者可以考虑此期间破基准价格之后的套利机会。

表 1：首次破发至首次回补之间的最大折价率分布以及回补所需时间

最大折价率	数量	回补周期长度
5%	15	3.2
10%	10	9.4
25%	7	76.43
30%	2	51
35%	2	53.5
40%	2	85
45%	2	130
50%	0	NA
>50%	2	226.5

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所整理计算

表 1 统计了从首次破发到首次回补之间的时间平均长度，可以看到有 58% (25/43) 的案例在破发到首次回补之间的最大折价率在 10% 以内，回补时间较短，在 10 天以内。最大折价率超过 10% 的回补时间则普遍较长，都在 50 天以上。

综合考虑破增发基准价格股票的回补比率，最大的折价率以及回补的时间长度，我们认为以下是一种可行的套利方案，但投资期限可能较长。（具体的数据统计参考附录）

破发 10%以上买入持有至回补日，这样每次的套利收益稳定在 10%左右，但持有时间成本较高。

定向增发的红利

表 2 中统计了 2011 年 8 月以来发布定增预案公告的公司，按照盈利预期+规模+估值三重筛选的标准，我们认为投资者可以重点关注**经纬纺机 (000650)**，**中文传媒 (600373)**，***ST 盛润 A(000030)**也非常符合我们的筛选标准，但由于前期市场反应太过剧烈，连续涨停，因此不在本次关注之列。

表 2：2011 年 8 月以来公告定增预案个股

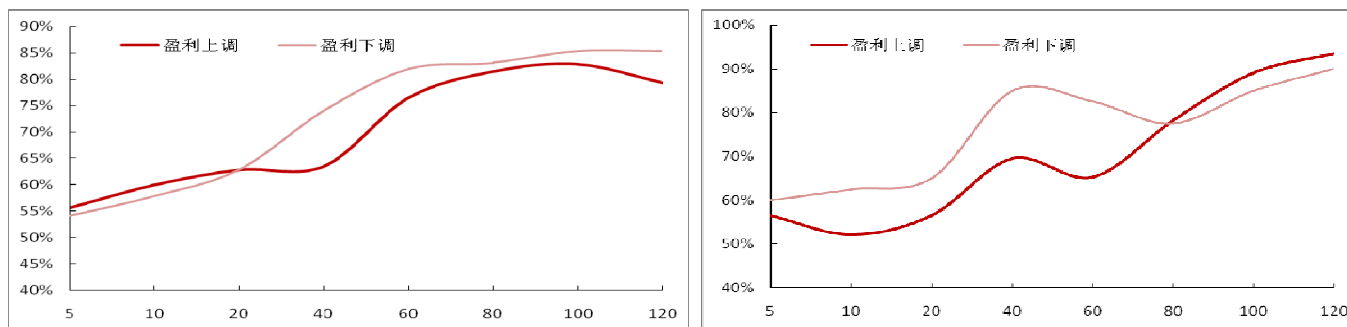
股票代码	股票名称	所属行业	预案日	预案日盈利上调幅度	2011-8-25盈利上调幅度	规模(亿)	估值	相对估值
000650	仁和药业	中药	2011/8/16	1.97%	0.01%	75.93	39.13	0.92
000666	经纬纺机	专用设备	2011/8/16	2.37%	6.82%	29.67	15.12	0.32
600369	西南证券	证券	2011/8/16	4.04%	15.03%	45.45	28.42	1.48
600373	中文传媒	传媒	2011/8/11	9.93%	10.41%	31.78	16.92	0.58
000030	*ST盛润A	其他轻工制造	2011/8/10	136.78%	136.78%	10.67	4.15	0.35
000752	西藏发展	饮料制造	2011/8/9	83.28%	83.28%	87.43	683.50	16.02
002389	南洋科技	元件	2011/8/9	5.63%	6.07%	9.72	53.31	1.29
600017	日照港	港口	2011/8/9	0.20%	3.91%	82.68	21.01	1.21
000692	惠天热电	电力	2011/8/8	0.00%	0.00%	17.66	41.59	0.85
000727	华东科技	显示器件	2011/8/5	0.00%	0.00%	44.23		
000995	ST皇台	饮料制造	2011/8/5	0.00%	0.00%	36.19		
600787	中储股份	物流	2011/8/3	1.10%	1.24%	54.31	33.86	0.93
000960	锡业股份	有色金属冶炼	2011/8/2	17.66%	7.31%	256.91	47.82	0.83

资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所

附录

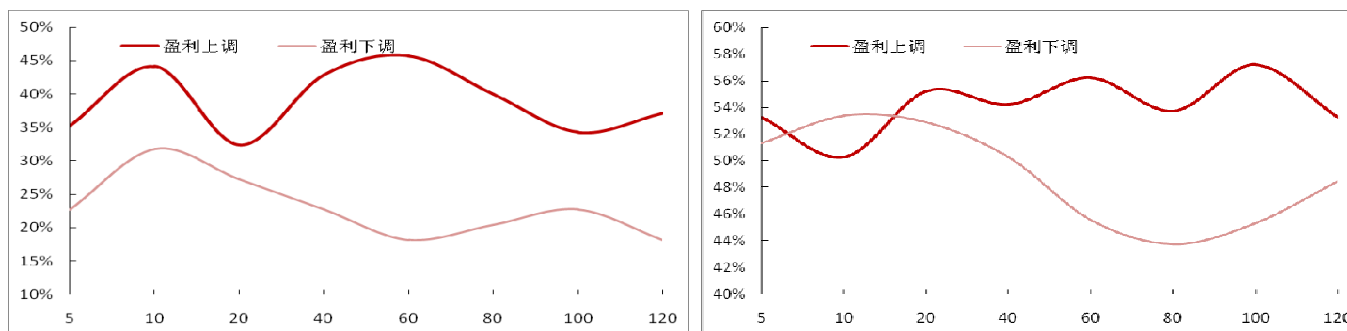
预案日，因子（盈利预期变化，规模，估值）的分牛熊市胜率分析

附图 1,2：盈利预期变化胜率对比—牛市（2005-2007，左图；2009，右图）



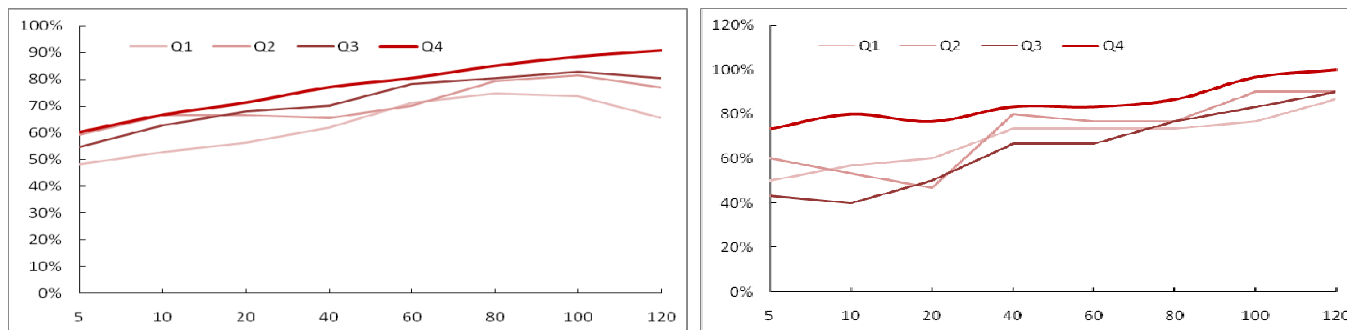
资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所

附图 3,4：盈利预期变化胜率对比—熊市，2007-2008（左图）；震荡市，2009-2011（右图）



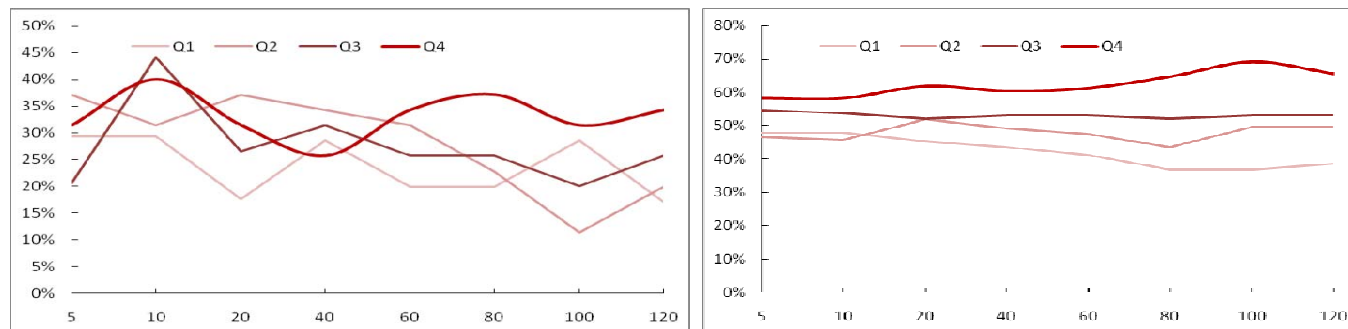
资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所

附图 5,6：规模因子胜率对比—牛市（2005-2007，左图；2009，右图）



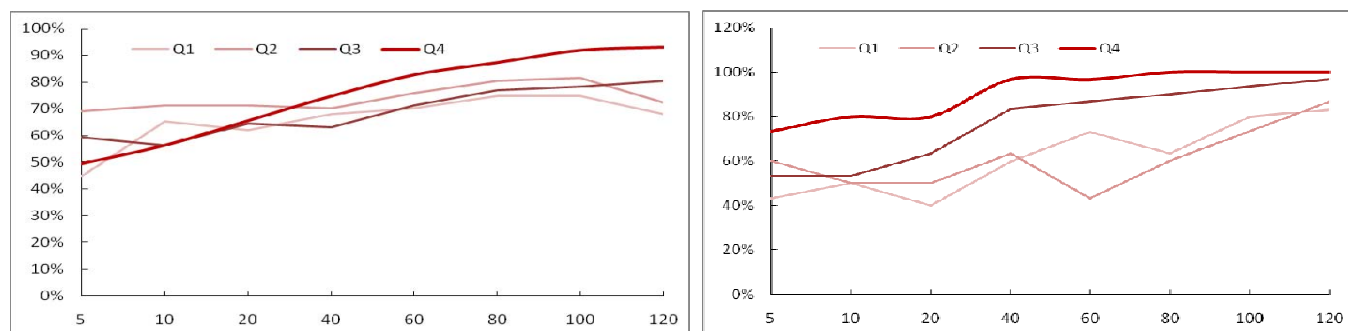
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

附图 7,8：规模因子胜率对比—熊市，2007-2008（左图）；震荡市，2009-2011（右图）



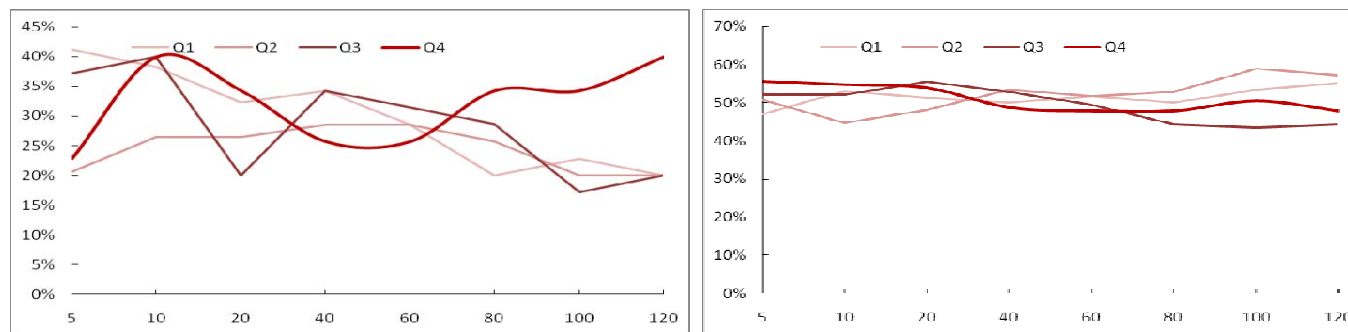
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

附图 9,10：估值因子胜率对比—牛市（2005-2007，左图；2009，右图）



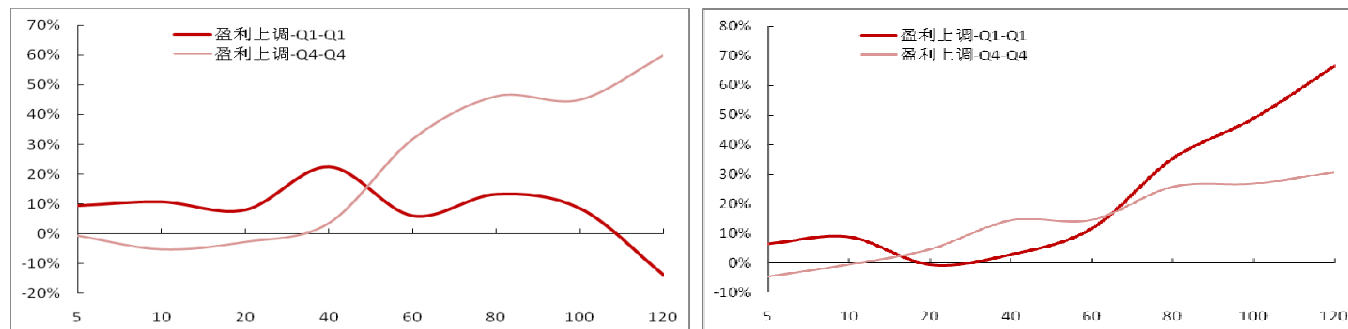
资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

附图 11,12：估值因子胜率对比—熊市，2007-2008（左图）；震荡市，2009-2011（右图）

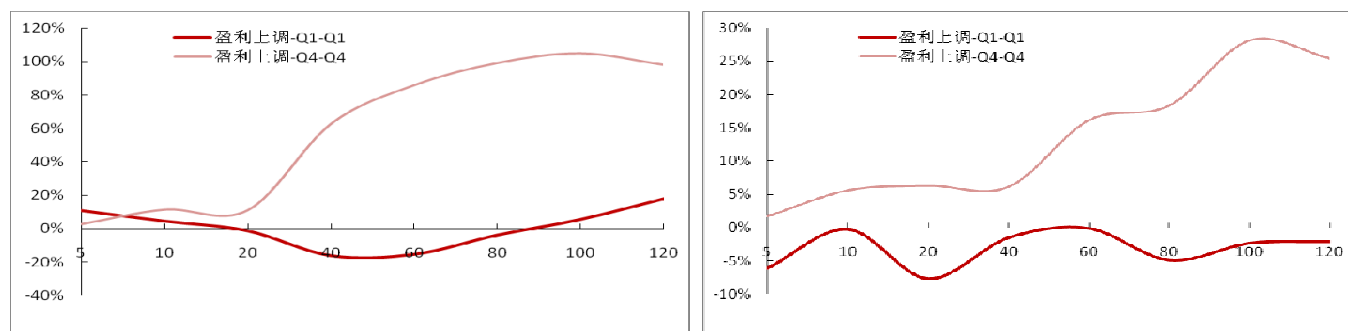


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

盈利+规模+估值三重筛选定向增发股票组合在不同的市场环境下的表现（分牛熊市）

附图 13,14：盈利预期+规模+估值收益率对比—牛市（2005-2007，左图；2009，右图）


资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所

附图 15,16：盈利预期+规模+估值收益率对比—熊市，2007-2008（左图）；震荡市，2009-2011（右图）


资料来源：Wind 资讯，朝阳永续，东方证券研究所

策略 B 的具体统计数据

发审委通过日至增发日之间存在破发套利机会

由于在定向增发的具体过程中会有非常规的情况，比如定向增发预案在发审委通过之后或者证监会核准之后发生了修正。大部分情况是调整发行价格基准日，即发行基准价格有变化，小部分情况是延长定向增发发行有效期。对这种一场情况，我们需要区别看待。

1. 预案基准价格发生变化，由于数据库只会记录最后一个发行基准价格以及预案日，那么我们研究的时间段放到预案修正日和增发完毕公告日之间。
2. 延长定向增发发行有效期，研究的时间段不变，发审委通过日至定向增发之间。

附表 1：发审委通过一定增实施完毕之间破发行基准价的案例

股票代码	股票名称	发行对象	第一个发行价格(复权)	预案日	发审委通过日	增发日	首次破发行价格日	破基准价后首次回补日	增发日相对发行基准价收益率	破基准价至首次回补日最低折价率	回补周期
718	苏宁环球	大股东关联方	43.98	20070809	20080421	20080624	20080421	NULL	-27.85%	NA	NA
600704	物产中大	大股东	69.77	20090414	20080702	20090821	20080702	20090722	16.28%	60.36%	385
600069	银鸽投资	机构投资者	17.29	20080703	20080829	20090602	20080829	20090206	34.23%	43.15%	161
629	攀钢钒钛	大股东关联方	48.40	20071105	20081024	20090505	20081024	20090403	1.16%	13.24%	161
629	攀钢钒钛	大股东,大股东关联方	48.40	20071105	20081024	20090804	20081024	20090403	-9.79%	13.24%	161
600545	新疆城建	机构投资者,境内自然人	13.02	20080621	20081030	20090421	20081030	20090206	67.89%	41.17%	99
961	中南建设	大股东,境内自然人	10.74	20080529	20081231	20090714	20081231	20090402	156.22%	38.48%	92
600369	西南证券	机构投资者	28.91	20091027	20100427	20100901	20100517	20100809	-7.66%	17.86%	84
540	中天城投	机构投资者	57.58	20070615	20080307	20081008	20080313	20080530	-33.73%	35.82%	78
600290	华仪电气	机构投资者,境内自然人	32.64	20080924	20080620	20090113	20080924	20081201	9.25%	53.15%	68
600846	同济科技	东,机构投资者,境内自	55.42	20080717	20081204	20090526	20081204	20090209	30.22%	31.76%	67
600320	振华重工	大股东	87.34	20080905	20081211	20090319	20081211	20090213	0.66%	26.41%	64
600724	宁波富达	大股东	80.91	20080729	20090227	20090422	20090227	20090421	-4.22%	20.31%	53
600175	美都控股	机构投资者,境内自然人	29.94	20080731	20090107	20090619	20090107	20090216	59.43%	30.39%	40
2165	红宝丽	机构投资者,境内自然人	52.06	20101019	20110303	20110725	20110525	20110704	-1.19%	7.74%	40
600680	上海普天	大股东	35.36	20070731	20080110	20080822	20080616	20080724	-13.04%	25.20%	38
2100	天康生物	机构投资者	25.42	20071015	20080620	20081119	20080620	20080728	-37.18%	14.60%	38
2062	宏润建设	大股东	26.37	20071121	20080414	20080616	20080415	20080520	-12.94%	20.79%	35
600119	长江投资	机构投资者	10.23	20081028	20080717	20090207	20081029	20081110	38.12%	8.90%	12
600469	风神股份	大股东,机构投资者	7.66	20081101	20080602	20081229	20081103	20081111	4.79%	9.69%	8
601991	大唐发电	大股东,机构投资者	13.91	20100526	20101201	20110601	20101206	20101213	-6.45%	1.34%	7
600243	青海华鼎	机构投资者	7.91	20080823	20081211	20090709	20081211	20081218	67.41%	6.75%	7
2111	威海广泰	境内自然人	28.72	20090910	20100316	20100708	20100517	20100524	-1.27%	4.12%	7
100	TCL集团	机构投资者,境内自然人	3.35	20080924	20081124	20090424	20081125	20081201	57.94%	3.87%	6
990	诚志股份	大股东,机构投资者	31.22	20071121	20080131	20080530	20080401	20080407	28.94%	5.10%	6
401	冀东水泥	机构投资者	42.01	20070522	20080429	20080630	20080619	20080625	9.89%	7.15%	6
600166	福田汽车	大股东,机构投资者	55.08	20071201	20080312	20080716	20080402	20080407	-28.63%	6.67%	5
725	京东方A	大股东,机构投资者	11.79	20100626	20100826	20101210	20100901	20100906	11.95%	0.94%	5
600300	维维股份	大股东,机构投资者	21.02	20070417	20080321	20080524	20080402	20080407	-1.95%	6.13%	5
606	青海明胶	机构投资者	14.50	20080923	20081127	20090306	20081127	20081201	50.14%	1.24%	4
600629	棱光实业	大股东	45.56	20100227	20100510	20101020	20100517	20100521	27.08%	3.78%	4
600823	世茂股份	大股东,大股东关联方	118.95	20070607	20080718	20090518	20080718	20080721	21.47%	5.16%	3
725	京东方A	东,大股东关联方,机构	10.71	20060419	20060718	20061012	20060807	20060810	11.21%	4.75%	3
698	沈阳化工	大股东,机构投资者	28.09	20071013	20080105	20080807	20080201	20080204	-2.99%	1.60%	3
2220	天宝股份	机构投资者,境内自然人	45.41	20100728	20110412	20110722	20110527	20110530	14.37%	0.06%	3
718	苏宁环球	机构投资者,境内自然人	18.16	20080920	20080421	20081126	20080923	20080926	3.33%	11.21%	3
597	东北制药	大股东	24.90	20080927	20080423	20081205	20080818	20080820	17.34%	6.15%	2
600110	中科英华	机构投资者	159.69	20070928	20080107	20080213	20080122	20080123	9.64%	0.87%	1
600478	科力远	机构投资者,境内自然人	37.62	20091103	20100724	20101008	20100727	20100728	20.25%	0.11%	1
2212	南洋股份	东,机构投资者,境内自	22.41	20091027	20100525	20101011	20100525	20100526	16.20%	3.61%	1
600499	科达机电	东,境外机构投资者,境	68.89	20071013	20080228	20080614	20080318	20080319	2.54%	4.31%	1
600470	六国化工	机构投资者	14.66	20090818	20100413	20100826	20100705	20100706	30.95%	0.22%	1
877	天山股份	东,机构投资者,境内自	40.38	20090429	20090811	20100520	20090819	20090820	57.22%	0.88%	1

资料来源：Wind 资讯、东方证券整理计算

破发的数量以及回补的数量

历史上一共发生过 43 例在发审委通过后破发行基准价的情况，而在增发日之前就已回补基准价格的 42 例，占比 97%。

在预案日之后发生破发的股票中，定向增发日的股票价格与发行基准价格的收益率，43 例中 28 例为正，15 例为负，收益为正的占比 65%。

如果考虑发行对象的话，不包含大股东或者大股东的关联方，即定增的发行对象是机构或者境内自然人，那么破发之后的回补概率是 100% (20/20)，破发股票中定增日价格高于定增基准价格的概率是 75% (15/20)。

破发最大折价率（破发日至回补日之间）

除了 1 个案例没有回补，43 个案例中有 42 个案例在破发日至回补日之间有折价率。有 75%折价率在 25%以内。

附表 2：破发日至回补日之间的最大折价率

最大折价率	5%	10%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	>50%
数量	15	10	7	2	2	2	2	0	2

资料来源：Wind 资讯，东方证券整理计算

定向增发公告日之间的收益分析

附表 3：公告日之间的日化收益分析

	预案-证监会	证监会-增发	增发-上市	增发价-上市 日价格	见底-上市
AVG	0.165%	0.116%	0.004%	0.092%	0.544%
MAX	4.877%	2.213%	0.658%	0.768%	5.968%
MIN	-4.337%	-3.443%	-0.495%	-0.391%	0.000%
MEDIAN	0.136%	0.121%	0.006%	0.091%	0.212%
STDEV	0.353%	0.559%	0.173%	0.177%	0.969%
胜率	81.508%	56.932%	53.106%	75.466%	95.376%

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所计算整理

附表 4：分不同融资目的的定向增发公告日之间的平均日化收益分析

	预案-证监会	证监会-增发	增发-上市	增发价-上市 日价格	见底-上市
项目融资	0.169%	0.079%	0.003%	0.087%	0.718%
并购重组	0.123%	0.212%	0.006%	0.120%	0.130%
整体上市	0.119%	0.044%	0.022%	0.098%	0.227%
资产注入	0.175%	0.177%	-0.030%	0.064%	0.254%
战略投资	0.108%	0.120%	0.061%	0.143%	0.124%
改善财务状况	0.125%	0.118%	0.055%	0.135%	0.156%
壳资源	0.224%	0.065%	0.134%	0.263%	0.250%

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所计算整理

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn