



非公开发行与中性对冲

缘起

2011 年，A 股市场跌宕起伏，截止到 11 月 30 日，上证指数累计下跌逾 470 点，跌幅超过 16%；深成指累计下跌逾 2760 点，跌幅超过 22%；沪深 300 指数累计下跌逾 600 点，跌幅超过 19%。受此影响，非公开发行锁定期收益率也出现了大幅下滑，按照我们的统计口径，2010 年以现金认购方式实施的非公开发行，截止到 2011 年 11 月 30 日已经解禁的有 75 只，锁定期算术平均收益率为 33.98%，资本回报率为 22.73%，同比分别下降 41.23 和 12.51 个百分点。

非公开发行的特点

截止到 11 月 30 日，作为 A 股市场再融资的主要手段，非公开发行具有以下特点：（1）核准制下的大概率风险屏蔽，较大的发行折价增加安全边际；（2）认购者动用大量现金；（3）在 12 个月的锁定期内牺牲流通性。鉴于以上的特点，非公开发行带来的投资机会将长期存在；但在盈利效应的影响下，会有更多投资人进入认购非公开发行股票行列，提高询价的竞争性，收窄预期和真实收益率。截止到 2011 年 12 月 20 日，今年以现金方式实施的非公开发行的算术平均收益率为 -9.50%，资本回报率为 -9.72%，许多认购人陷入短期亏损的境地。

非公开发行的参与人应具备的条件

非公开发行的参与人应具备以下条件：（1）具有法律、产业、信贷、税收等资源，可为发行主体的发展提供多方面的帮助，减少其发展过程中的不确定性。同时，也能减少预期收益率与实际收益率之间的差别。（2）资金雄厚，有独立研究能力，能够挖掘出上市公司长期价值。（3）极度厌恶频繁交易，注重投资的舒适性。

上市公司申请非公开发行的充分条件是：（1）公司盈利持续增长，经营现金流持续为负；（2）产业面临升级换代或购置生产资料，扩大产能；（3）行业利润率下降，龙头企业寻求向上游或下游延伸。投研人员可根据以上三项，来判断上市公司是否在不远的将来启动非公开发行，为即将到来的绝对收益机会做好充分准备。

认购策略

我们总结出参与非公开发行的策略如下：（1）放弃：行业处于顶部，公司价格高、估值高；（2）等待追加认购的机会：公司基本面较好，市场情况不好，可以耐心等待追加认购的机会；（3）底价认购：行业处于繁荣阶段，发行价格较高，发行当年即可增厚 EPS；（4）竞价认购：行业处于启动阶段，公司成长前景良好；（5）市价认购：行业处于底部，公司成长前景极度看好；（6）发行结构化信托：认购劣后，高风险高收益；易发行。

绝对收益研究

宁乔

ningqiao@csc.com.cn

010-85130789

执业证书编号：S1440510120036

张朝晖

zhangzhaoahui@csc.com.cn

010-85130972

执业证书编号：S1440510120012

首发日期：2011 年 12 月 22 日

上证指数、沪深 300 走势图



沪深 300、深证成指走势图





目录

市场背景	1
市场表现	1
融资情况	2
非公开发行	3
非公开发行概况	3
非公开发行收益率分布分析	6
非公开发行的风险	10
投资者分析	11
财务投资人分析	11
投资者收益率分析	12
认购策略	15
从一级市场到二级市场——非公开发行的多种盈利模式	17
非公开发行带来的投资机会	17
结构化信托——高收益高风险	20
对冲与风险敞口	20
对冲组合	20
非公开发行股票的第二市场表现	21
发行前的阶段表现	23
绝对收益的理论基础	25
结束语	25
附表	26

市场背景

市场表现

上证指数自 2007 年 10 月 16 日见到最高点 6124 点以来，经历了四年多的起伏，已回到了 2300 附近，跌幅超过 60%。为了完整的体现这四年 A 股市场涨跌与市值的变化，我们特选取在 2006 年 11 月之前上市的 1,344 只股票作为研究对象，选取 2007 年 10 月 16 日到 2011 年 10 月 30 日之间完整的四个年度作为计算区间，统计这些股票的相关变化规律。

这 1,344 只股票在 2007 年 10 月 16 日收盘时的总市值为 241,492.71 亿元，而在 2011 年 10 月 30 日收盘时，其总市值为 155,304.88 亿元，降幅达到 35.69%；然而，这 1,344 只股票的流通市值在以上两个时间点则分别为：78,503.69 亿元和 121,526.67 亿元，增加了 54.80%。按照复权价格计算，在这四年里，这 1,344 家公司的平均涨幅为 6.75%，股价上涨的股票有 501 只，占比 37.28%，增长幅度最大的 20 只股票平均涨幅为 558.22%。

从总市值的角度统计，四年间，1,344 只股票总市值的算术平均增长率为 43.64%，总市值增加的股票有 573 只，占比 42.63%。2007 年 10 月 16 日，有 186 只股票的单只总市值大于当时全部 A 股的平均总市值，四年间，这 186 只股票有 22 只股价上涨，164 只股价下跌，其中 152 只股价下跌幅度大于 20%。同样，2011 年 10 月底有 229 只股票的总市值大于沪深 300 成分股的平均总市值，而这 229 只股票在过去四年间有 92 只股价上涨，123 只股价下跌，其中 87 只股价下跌幅度大于 20%。四年间，总市值增长最快的 20 只股票平均涨幅超过 800%，但这 20 只股票今年 10 月底的总市值之和为 3,186.09 亿元，仅占 1,344 只股票总市值的 2.05%。

从流通市值的角度统计，四年间，1,344 只股票流通市值平均增长率为 119.30%，流通市值上升的股票有 989 只，占全部 1344 家公司的 73.59%。2007 年 10 月 16 日，有 283 只股票的流通市值大于当时全部 A 股的平均流通市值，四年间，这 283 只股票有 43 只股价上涨，240 只股价下跌，其中 217 只股价下跌幅度大于 20%。同样，2011 年 10 月底有 37 只股票的流通市值大于沪深 300 成分股的平均流通市值，而这 37 只股票在过去四年间有 27 只股价下跌，其中 25 只股价下跌幅度大于 20%。四年间，流通市值增长最快的 20 只股票今年 10 月底的总市值之和为 21,229.15 亿元，占沪深 300 流通市值的 6.95%。

这 1,344 只股票中有 225 只是 2011 年 10 月 30 日沪深 300 的成份股，四年间，它们的总市值从 177,650.56 亿元减少到 102,041.96 亿元，降幅达到 42.56%；其流通市值从 48,417.40 亿元增加到 80,022.87 亿元，增长了 65.28%。复权后的股价平均增长率为-3.32%，上涨的股票有 67 只，占全部 225 只股票的 29.78%；增长幅度最大的 20 只股票平均增长率为 238.11%。市盈率上升的股票有 36 支，占全部 225 家公司的 16%，每股收益上升的股票有 124 支，占全部 225 家公司的 55.11%。

可见在这四年间，虽然市场指数出现了 60%以上的大幅下跌，但整体而言，**A 股流通市值的增幅远高于总市值的降幅，股价跌幅较大的股票总市值与流通市值也较大，中小盘股票的涨幅远远超过大盘股的涨幅。**我们将复权股价、总市值、流通市值作为三项指标，将以上 225 只股票分类统计，得到的结果如表 1 所示。

从表 1 中我们可以看出，医药生物和食品饮料在这四年间的表现最好，三项指标均增长的股票最多，且没有出现三项指标均下降的情况；采掘业、金属非金属、金融保险等行业则表现均衡，三项指标均增长和均下降的股票只数相当；而交通运输、电力水务、批发零售、综合等行业则表现糟糕，只有三项指标均下降的股票。

表 1：225 只沪深 300 成份股四年间表现

三项指标均增长		三项指标均下降	
行业	股票只数	行业	股票只数
医药、生物制品	13	金属、非金属	16
机械、设备、仪表	8	机械、设备、仪表	7
采掘业	8	房地产业	6
食品、饮料	8	交通运输、仓储业	6
信息技术业	6	电力、煤气及水务	5
金属、非金属	4	综合类	5
金融、保险业	4	采掘业	4
建筑业	3	金融、保险业	4
房地产业	2	批发和零售贸易	4

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

融资情况

虽然指数出现了下跌，但是融资规模不减。经历了近 20 多年的发展，我国证券市场的融资作用日渐突出。截止到 2011 年 11 月 30 日，两市证券交易所共有上市股票总数 2410 只，上市公司总数 2324 家。根据 wind 统计，我国证券市场自成立以来，累计募资总额为 44,153.63 亿元，一级市场 IPO 的总次数为 2,500 次，募资总额为 21,845.13 亿元。除了一级市场的 IPO，上市公司在二级市场的再融资行为也越来越普遍。1991 年以来上市公司完成的增发（包括公开增发和非公开增发）共计 963 次，累计募资额达到 17,679.02 亿元，为募资总额的 40%。可见，作为再融资的主要方式，增发的重要性日渐突出，已经成为已上市公司做大做强，持续发展的重要手段。由于公开增发的对上市公司的财务指标要求较高，而非公开发行则相对灵活，成为越来越多上市公司的首选。按照我们的统计，历年来，非公开发行累计募资超过 1.5 万亿元，占两市募资总额的 34.30%，远超公开增发和配股的募资总额，成为上市公司再融资最重要的手段。

截止到 2011 年 11 月 30 日，市场上已经正式实施退市的股票仅 84 只，占两市股票总数的比重为 3.50%，暂停交易的股票 25 只，占比 1%。2000 年底，两市上市股票的总股本为 3,801.59 亿股，到 2011 年 11 月 30 日，这一数字已经被更新为 36,080.19 亿股，十多年的时间里增加了 9 倍多。在相当长的一段时间里，我国的资本市场更多的是承载融资的功能，这是由我国处于社会主义初级阶段的基本国情所决定的。企业发展需要资金，技术研发也需要资金，融资已经成为产业发展先决条件。

表 2：两市统计
单位：亿元

	上市股票数		正式退市股票	暂停交易
	2,410		84	25
占比			3.50%	1%
	IPO 次数	增发次数	非公开发行数	配股次数
	2500	963	737	1,018
募资总额	IPO 募资额	增发募资额	非公开发行募资	配股募资额
44,153.63	21,845.13	17,679.02	15,163.93	4,629.49
占比	49.50%	40.00%	34.30%	10.50%

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

非公开发行

非公开发行概况

我们按照 wind 的统计，以 2006 年 5 月 17 日为起始点，截止到 2011 年 11 月 30 日，A 股市场以现金认购方式实施的非公开发行共 492 次，增发价格相对于增发股权登记日二级市场的交易价格平均折价率为 23.44%，为认购者提供了较大的安全边际（注：由于缴款日不公告，折价率只能以股权登记日计算）。在这 492 次以现金实施的非公开发行中，有 332 次发行已经解禁，以解禁当日的复权收盘价计算，已经解禁的非公开发行在一年锁定期内的算术平均年收益为 82.45%，详情如表 3 所示。

考虑到这 492 次以现金实施的非公开发行中有 71 次是锁定期两年以上的定向增发，主要面向大股东和特定投资者发行，普通二级市场的投资者无法直接参与，我们将这部分定向增发剔除，而对锁定期为一年的非公开发行进行重点研究，结果如表 4 所示。同样，我们按照 wind 的统计，以 2006 年 5 月 17 日为起始点，截止到 2011 年 11 月 30 日，A 股市场以现金认购方式实施、锁定期为一年的非公开发行共 421 次，增发价格相对于增发股权登记日二级市场的交易价格平均折价率为 21.15%。在这 421 次非公开发行中，有 299 次发行已经解禁，以解禁当日的复权收盘价计算，已经解禁的非公开发行在一年锁定期内的算术平均年收益为 74.91%。

表 3：以现金认购非公开发行概况

发行年份	实施发行次数	平均折价率	已经解禁	平均收益率
2006 年	37	26.52%	37	323.37%
2007 年	106	38.55%	106	62.87%
2008 年	55	14.93%	53	30.35%
2009 年	73	29.78%	61	75.21%
2010 年	108	18.51%	75	33.98%
2011 年	113	13.03%	0	
总计	492	23.44%	332	82.45%

资料来源：wind，中信建投研究发展部

二级市场的交易价格随市场波动明显，因此锁定期内的算术平均年收益也随着大盘的波动出现明显的变化。2006 年的 37 次非公开发行在 2007 年的大牛市中获得了丰厚的回报，平均年收益超过 320%；而 2008 年市场的单边下跌也导致参与 2007 年和 2008 年增发的算术平均年收益率仅 30.10%和 36.71%。2009 年市场行情的震荡回暖，中小盘股的持续活跃，参与 2009 年定向增发的投资者获得了较高的回报，平均年收益率回升到 75.21%。

表 4：锁定期为一年的以现金认购非公开发行

发行年份	实施发行次数	平均折价率	已经解禁	平均收益率
2006 年	37	26.52%	37	323.37%
2007 年	83	30.88%	83	30.10%
2008 年	43	18.59%	43	36.71%
2009 年	61	27.70%	61	75.21%
2010 年	96	17.32%	75	33.98%
2011 年	101	11.98%	0	
总计	421	21.15%	299	74.91%

资料来源：wind，中信建投研究发展部

2011 年，A 股市场跌宕起伏，截止到 11 月 30 日，上证指数累计下跌逾 470 点，跌幅超过 16%；深成指累计下跌逾 2760 点，跌幅超过 22%；沪深 300 指数累计下跌逾 600 点，跌幅超过 19%。受此影响，非公开发行锁定期收益率也出现了大幅下滑，如表 4 所示，2010 年以现金认购方式实施的非公开发行，截止到 2011 年 11 月 30 日已经解禁的有 75 只，锁定期平均收益率为 33.98%，虽然与前一年 75.21% 的收益率相比大幅下滑，但仍明显好于市场的平均表现。为了便于对比，我们在表 5 中列出了近年 A 股市场实施配股的股票表现，**可见，除了 2009 年配股股票的收益率情况好于非公开发行，在其余的四个年度，非公开发行股票收益率情况都好于配股。**

表 5：近年配股情况

年份	配股家数	配股实施期间平均涨跌幅 %	配股上市 1 年后平均涨跌幅 %
2007 年	7	8.86%	180.66%
2008 年	8	-8.68%	-41.84%
2009 年	10	3.46%	165.17%
2010 年	18	-0.38%	6.36%
2011 年	11	-2.94%	-27.72%

资料来源：wind，中信建投研究发展部

实施非公开发行的次数也明显与市场走势相关，发行底价与市价间较高的价差是非公开发行成功实施的保证。2007 年，共 83 家上市公司成功实施非公开发行，同比大幅增加 1.2 倍，而 2008 年成功实施非公开发行的上市公司仅 43 家。随着二级市场的回暖和经济结构调整的需要，近两年来实施非公开发行的上市公司明显增加，截止到 11 月 30 日，2011 年的非公开发行次数已经达到 101 家，创下新高。

从表 6 的统计中可以看出，进行非公开发行的公司，2007 年集中在房地产行业，2010 年集中在机械设备行业，而化工行业从 2006 年到 2010 年每年非公开发行的公司都比较多，总次数达到 36 次仅次于机械设备行业。非公开发行意味着增加投资和扩大生产，对实体经济产生结构性影响。

表 6：非公开发行次数按行业统计

单位：次

	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		2010 年		合计	
	增发次	绝对	增发次	绝对收	增发次	绝对收	增发次	绝对收	增发次	绝对收	增发次	绝对收
	数	收益	数	益	数	益	数	益	数	益	数	益
农林牧渔	1	1	2	0	1	1	0	0	2	2	6	4
采掘	1	1	2	1	3	2	1	0	1	1	8	5
化工	5	5	9	7	7	2	6	5	9	9	36	28
黑色金属	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	0
有色金属	3	3	3	1	5	2	2	2	3	3	16	11
建筑建材	1	1	5	1	1	1	5	5	3	3	15	11
机械设备	4	4	7	4	2	2	9	9	15	13	37	22
电子元器件	2	2	5	3	3	0	2	2	5	3	17	10
交运设备	4	4	5	1	3	2	3	3	8	6	23	16
信息设备	1	1	2	1	1	1	4	4	2	2	10	9
家用电器	0	0	0	0	0	0	4	3	1	1	5	4
食品饮料	1	1	0	0	3	3	1	1	1	1	6	6
纺织服装	1	1	0	0	1	0	1	1	3	3	6	5

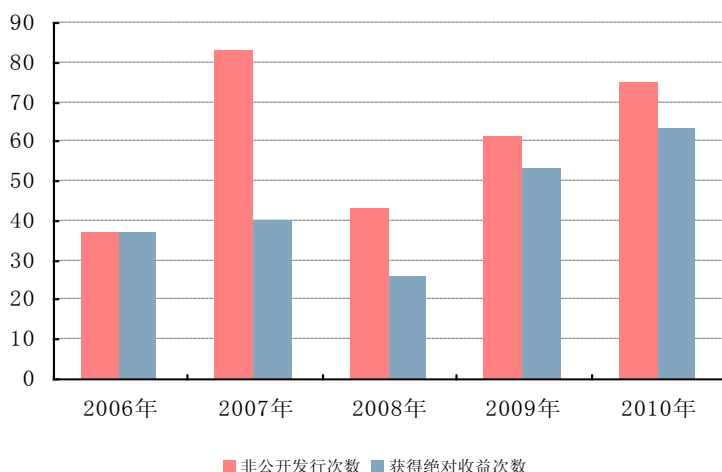
轻工制造	1	1	6	4	1	1	1	1	4	2	13	9
医药生物	0	0	4	4	4	4	3	3	6	5	17	16
公用事业	2	2	4	4	0	0	1	0	4	4	11	10
交通运输	1	1	4	0	1	0	5	4	2	2	12	7
房地产	5	5	14	4	4	4	7	5	0	0	30	18
金融服务	2	2	2	1	0	0	1	0	1	0	6	3
商业贸易	2	2	2	0	2	1	2	2	2	1	10	6
餐饮旅游	0	0	3	2	1	0	0	0	1	1	5	3
信息服务	0	0	2	1	0	0	1	1	2	1	5	3
综合	0	0	1	0	0	0	2	2	0	0	3	2
合计	37	37	83	40	43	26	61	53	75	63	299	208
占比	100%		48.19%		60.47%		86.89%		84.00%		69.56%	

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

从表 6 的统计可以看出,在已经解禁的 299 次非公开发行中,有 208 次发行获得了绝对正收益,占比 69.56%,从 2006 年到 2010 年,获得绝对正收益的非公开发行次数占比分别为 100%、48.19%、60.47%、86.89%和 84%。可见,非公开发行最终的收益率和市场大势具有相同的趋势,在单边上涨的 2007 年,所有的非公开发行股票都获得了正收益,而在单边下跌的 2008 年,2007 年非公开发行的 83 只股票中超过一半的股票都跌破了增发价格。

由于截止到 11 月 30 日的非公开发行均采用核准制,实现了大概率的风险屏蔽;上市公司实施非公开发行的发行价格较当日的市场交易价格都有较大幅度的折让,增加了认购非公开发行股份的安全边际。因此,虽然二级市场在 2008 年出现了 70%以上幅度的下跌,当年解禁的非公开发行中仍然有 48.19%的股票都实现了绝对正收益,这正是非公开发行的魅力所在。

图 1: 已解禁的非公开发行次数和绝对收益次数对比



资料来源: wind, 中信建投研究发展部

2009 年,我国经济触底反弹,在此期间,各个行业的龙头公司纷纷实施非公开发行,巩固自身的行业地位;认购非公开发行的投资者获得了丰厚的回报,2009 年当年解禁的非公开发行中,算术平均锁定期收益率达到 75.21%,大大超过市场平均收益率。2010 年以来,随着国际环境的恶化,我国许多行业出口受阻、通胀加剧、

证券市场震荡下行，2010 年当年解禁的非公开发行中，算术平均锁定期收益率降至 33.98%。今年无疑是资本市场较为困难的一年，欧债危机爆发、美国经济放缓、国内通胀高企，致使截止到 2011 年 12 月 20 日，今年以现金方式实施的非公开发行的算术平均收益率为-9.50%，资本回报率为-9.72%。当然，今年实施的非公开发行尚未解禁，其锁定期收益率有可能随着行情的转暖返回正值，但截止到 11 月 30 日的这种状况无疑需要我们警惕。

非公开发行收益率分布分析

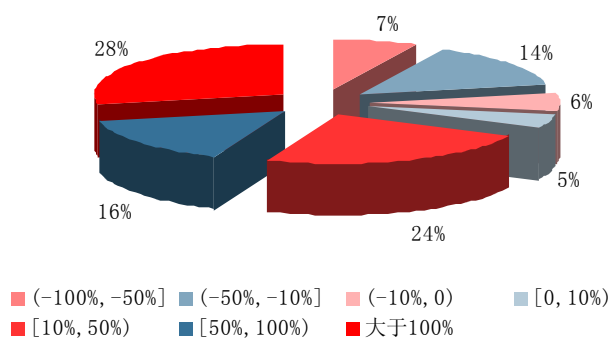
我们对已经解禁的 299 次非公开发行的收益率分布情况进行了统计，得到的收益率分布如表 7 和图 2 所示。其中，收益率超过 100% 的认购次数占比约 28.31%，收益率在 50%到 100%之间的认购次数占比约 15.67%，收益率在 10%到 50%之间的认购次数占比约 23.67%，收益率在 0 到 10%之间的认购次数占比约 4.67%，而收益率为负的认购次数占比为 32.33%，收益显著大于风险。

表 7：非公开发行收益率分布

年份	(-100%,-50%]	(-50%,-10%]	(-10%,0)	[0,10%)	[10%,50%)	[50%,100%)	大于 100%	合计
2006 年	0	0	0	0	0	1	36	37
2007 年	20	18	6	4	10	7	18	83
2008 年	2	12	3	2	9	7	8	43
2009 年	0	3	5	1	18	19	15	61
2010 年	0	10	4	7	34	13	7	75
总计	22	43	18	14	71	47	84	299
占比	7.33%	14.33%	6.00%	4.67%	23.67%	15.67%	28.31%	100.00%

资料来源：wind，中信建投研究发展部

图 2：一年锁定期后的收益率分布



资料来源：wind，中信建投研究发展部

在已经解禁的 299 次非公开发行中，锁定期收益率最高的是 2006 年 10 月 13 日增发的中国船舶（600150），其增发价格为 14.50 元/股，该股票 2007 年 9 月 3 日收盘的复权价是 206.05 元/股，一年锁定期内的收益率高达 1321.02%。而锁定期亏损最严重的是 2007 年 10 月 30 日增发的吉恩镍业（600432），其增发价格为 88.00 元/股，该股票 2008 年 10 月 30 日收盘的复权价是 17.06 元/股，一年锁定期内的亏损达到 80.61%。

我们将已经解禁的 299 次非公开发行的锁定期收益率情况与锁定期的指数收益率情况进行了逐一统计和对比，得到的结果如表 8 所示。通过对比可以看出，在 2006 年到 2011 年已经解禁的 299 次非公开发行中，有 78.26%

跑赢对应的行业指数，85.95%跑赢上证综合指数，80.94%跑赢沪深 300 指数，非公开发行的股票的市场表现明显好于指数表现。

表 8：非公开发行收益率与指数对比

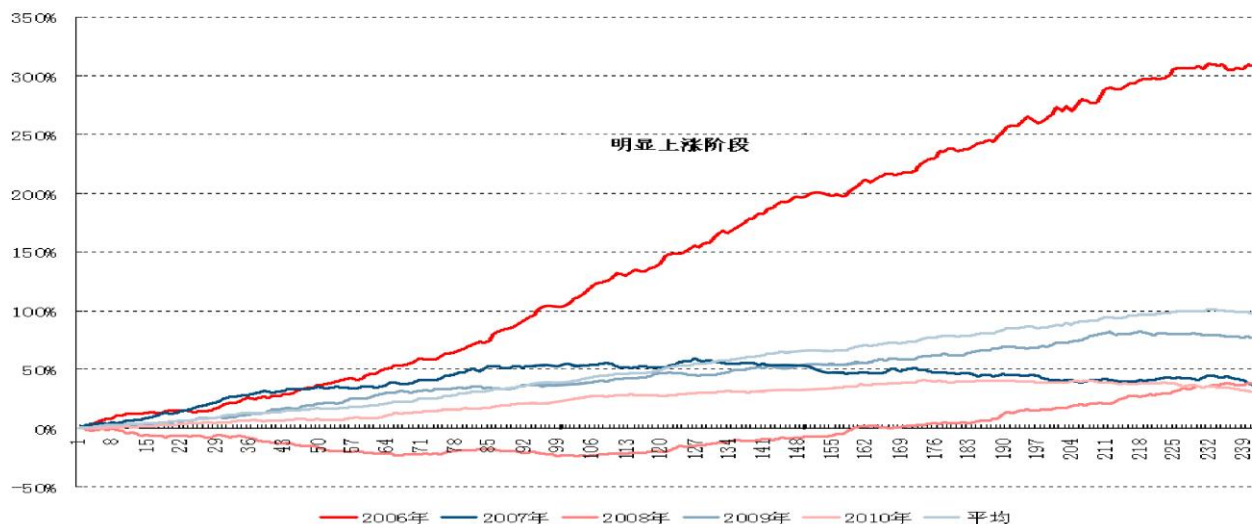
年份	已经解禁的增发	涨幅高于行业指数		涨幅高于上证综指		涨幅高于沪深 300 指数	
		次数	占比	次数	占比	次数	占比
2006 年	37	21	56.76%	29	78.38%	22	59.46%
2007 年	83	68	81.93%	68	81.93%	61	73.49%
2008 年	43	35	81.40%	37	86.05%	36	83.72%
2009 年	61	52	85.25%	56	91.80%	56	91.80%
2010 年	75	58	77.33%	67	89.33%	67	89.33%
合计	299	234	78.26%	257	85.95%	242	80.94%

资料来源：wind，中信建投研究发展部

即使是在市场大幅下挫的 2008 年，解禁的 83 只非公开发行股票中仍然有 81.93%跑赢对应的行业指数，81.93%跑赢上证综合指数，73.49%跑赢沪深 300 指数，而这三个比例在 2010 年更是达到了峰值，分别为 85.25%，91.80%和 91.80%。2011 年，市场的整体下行导致上述三个比例回落至 77.33%、89.33%和 89.33%。

我们将已经解禁的 299 次非公开发行按照年度进行了分类，计算了相应股票在锁定期一年内的平均收益率曲线。我们以非公开发行的增发价格作为成本计算点，为了保证曲线的连续平滑，按照基金净值的计算方法，将认购时的折价收益贴现到一年的锁定期之中，得到的收益率曲线如图 3 所示。

图 3：一年锁定期内的平均收益率曲线



资料来源：wind，中信建投研究发展部

由图 3 中的收益率曲线，我们可以得到以下结论：

一、截止到 11 月 30 日的统计结果显示，已经解禁的、以现金认购方式实施的非公开发行，其算术平均收益率均为正值，具有绝对收益。



二、从平均收益率曲线来看，非公开发行的股票在一年内的整体趋势一直保持逐步上行，临近解禁期 1 个月左右，股价会略有震荡回落。

三、年度收益率曲线的走势受大盘影响，2007 年增发的收益率曲线锁定期后期、2008 年增发的收益率曲线锁定期前期都出现逐步下行走势。

四、五年的收益率曲线在锁定期中间段区间（5-7 个月）都呈现出明显上涨势态。

我们按照申万一级行业对非公开发行的收益率进行了分类统计，结果如表 9 所示。从表 9 的统计中我们可以看出，公用事业行业实施非公开发行的次数较少，仅 11 次，但个别公司的市场表现很好，所以行业的平均收益率最高，超过 130%。非公开发行次数位于前三位的是机械设备、化工和房地产，除了机械设备锁定期收益率较低，为 53.77%，化工和房地产锁定期收益率都很高，分别为 100.21%和 101.12%，位于所有行业的二、三位，这两个行业也保持了每年的平均收益率均为绝对正收益。由此可知，实施非公开发行次数较多的行业往往是一定时期的“热点”行业，在此期间，行业高度景气，上市公司盈利能力短期大幅提升，从而为公司二级市场的交易价格提供了有效支撑。

表 9：非公开发行收益率按行业统计

	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年		2010 年		合计	
	增发 次数	平均收 益率	增发 次数	平均收 益率	增发 次数	平均收 益率	增发 次数	平均收 益率	增发 次数	平均收 益率	增发 次数	平均收 益率
农林牧渔	1	223.68%	2	-33.14%	1	17.44%	0	0.00%	2	26.24%	6	37.89%
采掘	1	296.15%	2	35.03%	3	2.42%	1	-15.38%	1	13.18%	8	46.41%
化工	5	167.84%	9	193.43%	7	10.53%	6	89.21%	9	46.52%	36	100.21%
黑色金属	0	0.00%	1	-50.92%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	1	-50.92%
有色金属	3	233.55%	3	-18.93%	5	32.11%	2	102.30%	3	50.32%	16	72.50%
建筑建材	1	218.50%	5	-12.51%	1	29.15%	5	107.19%	3	72.48%	15	62.56%
机械设备	4	173.77%	7	8.25%	2	86.53%	9	57.89%	15	34.91%	37	53.77%
电子元器件	2	260.53%	5	17.62%	3	-24.47%	2	145.22%	5	0.38%	17	48.71%
交运设备	4	445.14%	5	-42.20%	3	30.17%	3	86.44%	8	27.07%	23	92.87%
信息设备	1	141.97%	2	31.03%	1	24.48%	4	65.24%	2	68.57%	10	74.04%
家用电器	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	4	51.62%	1	52.94%	5	51.88%
食品饮料	1	427.43%	0	0.00%	3	76.17%	1	42.61%	1	38.83%	6	122.90%
纺织服装	1	299.50%	0	0.00%	1	-36.38%	1	84.60%	3	17.44%	6	66.67%
轻工制造	1	401.29%	6	29.19%	1	25.46%	1	107.41%	4	40.32%	13	66.97%
医药生物	0	0.00%	4	74.03%	4	64.16%	3	132.31%	6	36.61%	17	73.38%
公用事业	2	381.56%	4	109.47%	0	0.00%	1	-18.07%	4	79.54%	11	136.46%
交通运输	1	640.81%	4	-56.03%	1	-41.80%	5	51.37%	2	-17.07%	13	45.97%
房地产	5	388.81%	14	9.84%	4	162.45%	7	43.12%	0	0.00%	30	101.12%
金融服务	2	814.05%	2	-30.88%	0	0.00%	1	-1.36%	1	-20.73%	6	81.28%
商业贸易	2	221.84%	2	-66.85%	2	13.70%	2	39.39%	2	2.80%	10	42.18%
餐饮旅游	0	0.00%	3	72.44%	1	-33.67%	0	0.00%	1	77.19%	5	52.17%
信息服务	0	0.00%	2	45.57%	0	0.00%	1	141.42%	2	-4.41%	5	44.75%



综合	0	0.00%	1	-37.85%	0	0.00%	2	103.10%	0	0.00%	3	56.12%
合计	37		83		43		61		75		299	

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

我们按照非公开发行公司所属的省份进行分类,得到的结果如表 10 所示。可以看出,海南、新疆、河南和云南省的上市公司非公开发行锁定期收益率较高,而天津和内蒙古的非公开发行则出现了亏损。

表 10: 区域发行家数和收益率

省份	家数	加权收益率	省份	家数	加权收益率
海南省	2	413.30%	江苏省	25	50.85%
新疆	13	240.16%	陕西省	5	47.90%
河南省	8	124.02%	浙江省	19	30.76%
云南省	5	121.91%	吉林省	7	26.17%
青海省	3	98.12%	山东省	17	25.87%
山西省	9	94.96%	北京	28	25.22%
河北省	8	91.29%	辽宁省	5	25.16%
广东省	36	81.52%	福建省	10	22.34%
贵州省	6	78.39%	江西省	7	18.57%
湖北省	10	70.77%	西藏	2	11.78%
湖南省	8	70.38%	上海	15	2.84%
广西	6	65.47%	重庆	6	2.45%
甘肃省	3	62.85%	天津	9	-15.90%
安徽省	16	55.56%	内蒙古	3	-18.07%
四川省	9	51.74%			

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

同样,我们按照承销商的情况对以现金认购方式实施的非公开发行进行统计,结果如表 11 所示。其中,光大证券、东海证券、东莞证券、招商证券、中信建投证券承销的非公开发行具有较高的算术平均收益率。

表 11: 承销券商情况统计

券商名称	承销次数	承销总金额(亿元)	锁定期盈利(亿元)	锁定期收益率(加权平均)	锁定期收益率(算术平均)
光大证券	10	88.39	111.62	126.28%	159.63%
东海证券	6	49.04	44.51	90.76%	108.49%
东莞证券	6	33.22	18.34	55.21%	104.06%
招商证券	7	70.84	150.82	212.90%	102.36%
中信建投证券	7	83.81	13.33	15.91%	100.23%
广发证券	15	97.13	79.01	81.34%	97.42%
国泰君安	4	50.04	30.59	61.13%	88.55%
西南证券	15	118.83	84.50	71.11%	84.72%
海通证券	11	226.27	33.46	14.79%	79.62%
华泰证券	7	289.41	-65.48	-22.63%	57.43%
国信证券	27	285.15	63.27	22.19%	55.63%

民生证券	6	24.45	6.00	24.54%	47.78%
安信证券	10	134.67	42.46	31.53%	42.67%
平安证券	22	233.64	8.49	3.63%	37.95%
长江证券	6	166.08	62.60	37.69%	32.09%
中国银河证券	6	98.61	29.62	30.04%	30.28%
兴业证券	6	26.71	6.54	24.49%	26.73%
中金公司	5	324.67	19.95	6.14%	14.22%
中信证券	12	507.09	-4.00	-0.79%	12.99%
东方证券	7	99.79	9.04	9.06%	-5.68%
其他	99	795.10	713.10	89.69%	88.85%
总计	294	3802.94	1457.77	38.33%	72.19%

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

当然,并不是所有的非公开发行都能一帆风顺,由于市场状况,不少公司努力后都放弃了非公开发行,有的公司甚至在证监会批准后未能成功发行。如附表所示,2007年8月14日到今年11月底,共计269次非公开发行停止实施,可见,选择合适的时机实施增发非常重要。有的公司在市场条件不佳的情况下仍完成了非公开发行,不过融资规模进行了削减。如表12所示,今年未能全额发行的公司有七家,其中华天科技和云南铜业的融资规模削减较大。

表 12: 未能全额发行的公司 (2011 年)

代码	名称	增发价格 (元)	预案发行股数 (万股)	实际发行股 数(万股)	预案发行金额 (亿元)	实际发行金额 (亿元)
600433.SH	冠豪高新	8.45	12,000	8,190	不超过 12.95	6.92
000776.SZ	广发证券	26.91	60,000	45,260	不超过 180	121.79
002068.SZ	黑猫股份	9.16	7,000	4,900	5.8	4.57
002185.SZ	华天科技	11.12	7,500	3,290	8.34	3.66
601008.SH	连云港	5.88	12,000	8,673.47	不超过 6.38	5.1
002079.SZ	苏州固得	13.08	4,420	3,690	不超过 5.78	4.83
000878.SZ	云南铜业	18.64	30,000	15,971	不超过 55.92	29.77

资料来源: wind, 中信建投研究发展部

非公开发行的风险

根据前文统计结果显示,认购非公开发行获得绝对正收益是大概率事件,但是依然存在三分之一的亏损概率。因此建议有条件的投资者最好以投资组合的方式参与非公开发行,从而规避可能出现的亏损。当然,如果对个别认购标的有充分的认识和研究,并具备较高的风险承受能力,也可以“孤注一掷”。

从年整体收益率来看,由于锁定期的存在,认购非公开发行的风险主要来自于年度系统性风险。如果在2006年认购,则锁定一年后是2007年的牛市,收益丰厚;如果在2007年认购,则锁定一年后是2008年的熊市,将面临较大的亏损概率。

表13罗列了历年非公开发行的算术平均收益率和加权平均收益率比较情况。从表中可以看出,2007年实施的非公开发行到2008年解禁时,虽然算术平均收益率超过30%,但加权平均收益率(资本回报率)是-9.68%。

表 13：2006 年至 2010 年非公开发行收益率统计表
单位：亿元

年度	2006	2007	2008	2009	2010(11/30)	合计
绝对收益率（算术平均）	323.37%	30.10%	36.71%	75.21%	33.98%	74.91%
绝对收益率（加权平均）	437.53%	-9.68%	24.50%	35.24%	22.73%	54.45%
发行规模	356	1,129	417	1,017	1,004	3,923

资料来源：中信建投研究发展部

投资者分析

我们在前文的分析中呈现了非公开发行的基本情况和整体收益，本节我们将对非公开发行的参与者进一步研究。非公开发行的参与者众多，可分为三类：1，财务投资者，其典型特征是获配股份锁定期 1 年，以获得中短期财务收益为目标；2，战略投资者，其典型特征是获配股份锁定期 3 年，以获得中长期财务收益为目标，或者是以获得企业控制权、产业整合、供应链合作等作为战略目标；3，并购重组者，其典型特征是获配股份锁定期 3 年，以资产注入的方式支付对价，以并购重组上市公司为目标。

财务投资人分析

由于机构投资者参与非公开发行大多数情况下是财务投资，所以我们的研究样本剔除了战略投资者和并购重组者，集中研究截止到 11 月 30 日市场上财务投资者的分类和收益情况。我们根据参与非公开发行的频率，重点关注以下几类机构投资者：基金、券商、保险和保险资产管理公司、央企财务公司。

剔除无效数据后，我们的样本时间起始点仍然是自 2006 年 5 月至今，共有 431 家上市公司实施了 499 次非公开发行，参与的财务投资者共计 3141 人次，总融资规模 5901.16 亿元。其概况如表 14 所示。

从表 14 中可以看出，投资公司（私募）、产业公司、基金这三类投资者是非公开发行财务投资人群中最为活跃的机构，三者合计投入认购非公开发行的资金超过总融资规模的 65%；个人投资者和券商属于第二梯队，二者合计投入占总融资规模的 12% 左右；另外，保险和央企财务的投资金额也较大。

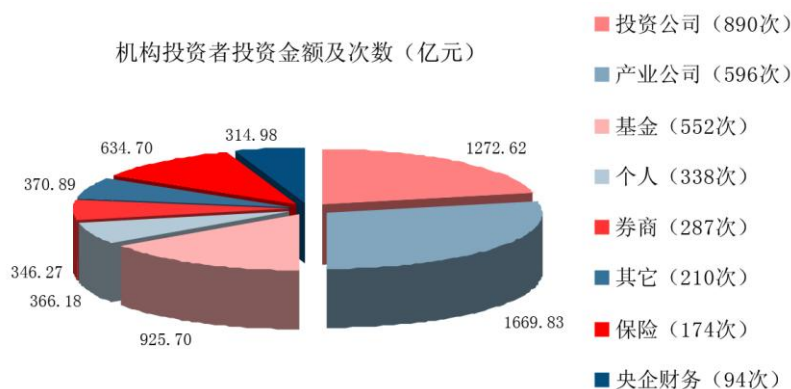
表 14：机构投资者参与频率及规模

投资主体种类	投资总次数	投资金额（万元）	占总投资次数比例	占总投资金额比例
投资公司（私募）	890	12,726,177	28.33%	21.57%
产业公司	596	16,698,310	18.97%	28.30%
基金	552	9,256,968.90	17.57%	15.69%
个人	338	3,661,811.10	10.76%	6.21%
券商	287	3,462,705.20	9.14%	5.87%
其它	210	3,708,852.10	6.68%	6.29%
保险	174	6,346,998.80	5.54%	10.76%
央企财务	94	3,149,795.70	2.99%	5.34%
总计	3141	59,011,618.80	100%	100%

资料来源：中信建投研究发展部（注：表 12 中的保险包括了保险系资产管理公司）

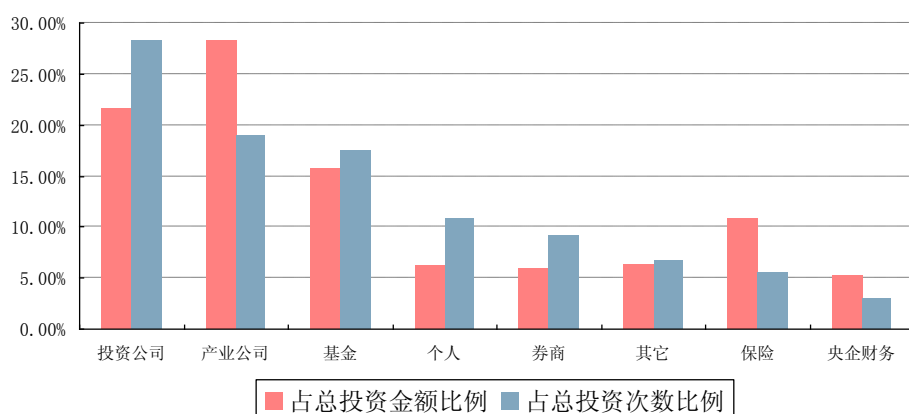
结合图 4 可知，在这几类机构投资者中，产业公司、投资公司、基金的投入金额最多，分别达 1669.83 亿、1272.62 亿、925.70 亿元。同时，其投资次数也分列前三位。值得注意的是，保险系虽然参与频率较低，但是资金规模大，投入总规模达 634.70 亿元。

图 4：机构投资者投资金额及投资次数



资料来源：中信建投研究发展部

图 5：机构投资者投入次数及金额比例



资料来源：中信建投研究发展部

投资者收益率分析

我们把在 2011 年 11 月 30 日前解禁的非公开发行重新归为一个样本，以便比较在过往的非公开发行财务投资中，以上几类机构投资者的收益情况。由于解禁并不意味着卖出，所以我们只能计算投资者在锁定期内的收益率，并以此作为统计的重点。

按照表 15 的分类对比可知，参与非公开发行的投资者锁定期的平均收益率差别不大，产业公司和基金公司截止到 11 月 30 日收益率稍微领先，而投资公司和产业公司在投资次数和投资金额方面都占据前两位。

表 15 是分大类统计，所以当多家基金参与某一次非公开发行时，对于基金类来说，只在表中计算为 1 次。对比后文中分公司的统计情况可以看出，相比其它三类机构投资者，基金在参与非公开行时集中投资行为最为明显。

表 15：机构投资者收益情况

单位：亿元

投资主体种类	投资次数	投资金额	锁定期盈利	锁定期收益率
投资公司	890	1272.62	418.59	32.89%
产业公司	596	1669.83	673.81	40.35%



基金	552	925.7	311.66	33.75%
个人	338	366.18	90.08	24.60%

资料来源：中信建投研究发展部

表 16 列出了非公开发行认购频率最高的 6 家机构投资者。根据已经解禁的样本计算他们的投入和所得。从表中可以看出，江苏瑞华认购次数最多，但收益率平平；而中国人寿认购次数也比较多，资本回报率非常高，超过 150%。

表 16：认购频率前五名

单位：亿元

	认购次数	投入资金	锁定期盈利	锁定期收益率
江苏瑞华	80	72	16.05	22.29%
易方达	49	75.79	54.67	72.13%
华夏基金	48	81.61	29.43	36.06%
泰康人寿	36	92.89	0.48	5.17%
中国人寿	34	178.01	272.5	153.08%

资料来源：中信建投研究发展部

从表 17 到表 20，我们详细分析了四类机构投资者参与非公开发行的次数、投入资金量和盈利情况。由于基金公司和证券公司数量较多，我们仅选择了认购频率较高的前十几家基金或券商进行罗列。

表 17：机构投资者收益情况 —— 基金

单位：亿

基金公司	认购次数	投入资金	盈利	收益率
易方达	49	75.79	54.67	72.13%
鹏华	23	50.69	26.21	51.71%
南方	26	57.1	26.52	46.44%
广发	26	52.65	21.87	41.54%
富国	20	21.58	8.71	40.36%
华安	23	36.74	13.46	36.64%
华夏	48	81.61	29.43	36.06%
嘉实	25	39.89	13.69	34.32%
国泰	15	30.62	10.11	33.02%
中海	20	25.66	7.64	29.77%
海富通	12	25.05	6.17	24.63%
博时	27	71.02	11.28	15.88%
兴业	30	82.26	12.74	15.49%
工银瑞信	13	23.29	-1.55	-6.66%
其他	195	251.75	70.71	28.09%
合计	552	925.7	311.66	33.67%

资料来源：中信建投研究发展部

表 18：机构投资者收益情况 —— 券商

单位：亿元

证券公司	认购次数	投入资金	盈利	收益率
上海证券	29	20.17	9.67	47.94%



中信	28	37.57	-2.25	-5.99%
海通	20	55.08	5.54	10.06%
长江	17	17.75	7.95	44.79%
银河	17	19.19	3.54	18.45%
红塔	16	17.34	8.33	48.04%
光大	13	8.65	5.37	62.08%
东吴	12	8.08	0.58	7.18%
方正	10	10.99	0.18	1.64%
山西	7	3.47	1.27	36.60%
兴业	7	1.8	1.17	65.00%
国泰君安	7	4.52	6.12	135.40%
中信建投	6	5.37	1.92	35.75%
广发	6	5.96	1.75	29.36%
其他	92	130.33	300.17	230.32%
合计	287	346.27	351.31	101.46%

资料来源：中信建投研究发展部

表 19：机构投资者收益情况 —— 保险 单位：亿元

保险	认购次数	投入资金	锁定期盈利	锁定期收益率
泰康保险	36	92.89	0.48	0.52%
中国人寿	34	178.01	272.50	153.08%
新华保险	21	41.17	1.17	2.84%
中国人保	21	50.94	6.50	12.76%
太平洋保险	12	68.08	-10.48	-15.39%
天平汽车保险	8	6.45	-0.61	-9.46%
平安保险	7	86.79	-1.22	-1.41%
国华人寿	7	19.54	1.14	5.83%
中国人民财产保险	6	5.98	2.71	45.32%
华泰保险	6	52.68	-12.58	-23.88%
太平保险	6	17.17	1.53	8.91%
其它	10	15.00	-3.80	-25.33%
保险合计	174	634.70	257.34	40.55%

资料来源：中信建投研究发展部

表 20：机构投资者收益情况 —— 国企财务公司 单位：亿元

央企财务公司	认购次数	投入资金	锁定期盈利	锁定期收益率
兵器集团	19	46.35	13.29	28.67%
五矿	14	11.66	5.68	48.71%
航天科技	9	30.71	4.07	13.25%
国机集团	7	11.45	-0.4	-3.49%
华电集团	5	13.54	-2.16	-15.95%
新疆生产建设兵团	4	3.75	2.69	71.73%

三峡财务	3	2.78	1.62	58.27%
中船重工	3	3.56	0.37	10.39%
大亚湾	3	3.88	-0.29	-7.47%
海洋石油	3	21.13	4.01	18.98%
其它	24	166.17	30.5	18.35%
央企财务合计	94	314.98	59.38	18.85%

资料来源：中信建投研究发展部

认购策略

我们统计了历年来，以现金方式实施的非公开发行中，收益率排名前十和排名最后十名的股票，得到的结果如表 21 所示。从表 21 中可以看出，收益率排名前十的公司，其平均发行价格为 8.44 元，而排名后十的公司其平均发行价格为 31.05 元，可见高价发行的风险较大。

同时，收益率排名前十的公司基本上都是 2006 年底或者 2007 年初发行的，而排名后十的公司基本全是 2007 年三季度大盘最高点附近发行的，说明在市场高点认购非公开发行亏损的概率较大。

表 21：非公开发行收益率前十和后十

股票名称	发行价格	锁定期收益率	发行日期	股票名称	发行价格	锁定期收益	
						率	发行日期
中国船舶	14.50	1361.80%	2006-8-30	吉恩镍业	88.00	-79.03%	2007-10-30
名流置业	4.60	535.17%	2006-10-12	天音控股	29.90	-77.86%	2007-8-14
中信证券	9.29	517.12%	2006-6-27	宗申动力	19.00	-75.33%	2007-10-15
华星化工	8.30	498.52%	2007-1-18	美克股份	21.50	-73.91%	2007-10-25
兴发集团	5.49	454.76%	2007-2-5	风帆股份	36.00	-73.22%	2007-10-17
泸州老窖	12.22	432.76%	2006-12-4	中航地产	24.00	-73.01%	2007-9-25
津滨发展	3.48	394.21%	2006-8-25	中国远洋	30.00	-72.77%	2007-12-27
瑞贝卡	9.90	383.27%	2006-12-6	海泰发展	16.00	-65.88%	2007-9-26
栖霞建设	10.42	366.63%	2006-8-25	苏州高新	16.10	-65.76%	2007-10-23
金山股份	6.20	361.97%	2006-9-21	万通地产	30.00	-65.56%	2007-9-19
均价	8.44			均价	31.05		

资料来源：中信建投研究发展部

按照同样的方法，我们将发行价格按照区间进行统计，得到的结果如表 22 所示。从表中可以看出，以 55 元以上的价格认购非公开发行，亏损的概率是 100%。随着认购价格的降低，算术平均收益率和加权平均收益率（资本回报率）均明显改善，以 5 元以下的低价认购非公开发行，锁定期亏损的概率非常小。可见，低价认购策略是相当有效的。

表 22：非公开发行按发行价格区间统计

发行价格区间	个数	收益率为负的家数	收益率为负的概率	算术平均收益率	资本回报率
[110-115)	1	1	100.00%	-7.23%	-7.23%
[85-90)	1	1	100.00%	-79.03%	-79.03%
[75-80)	1	1	100.00%	-30.01%	-30.01%
[55-60)	1	1	100.00%	-31.91%	-31.91%
[45-50)	4	1	25.00%	87.85%	78.64%
[40-45)	1	0	0.00%	55.00%	55.00%
[35-40)	6	3	50.00%	102.40%	-11.71%
[30-35)	11	4	44.44%	23.44%	-0.30%
[25-30)	9	3	33.33%	43.67%	12.30%
[20-25)	21	11	52.38%	41.15%	53.28%
[15-20)	41	20	48.78%	41.26%	53.28%
[10-15)	74	17	22.97%	100.70%	289.18%
[5-10)	113	19	16.81%	108.80%	174.84%
[0-5)	36	1	2.78%	237.17%	229.52%

资料来源：中信建投研究发展部

如表 23 所示，我们将实施非公开发行的股票按照行业分类，比较锁定期盈利的股票和亏损的股票在估值方面的差异。从表中可以看出，采掘、房地产、化工、建筑建材、金融服务、餐饮旅游、机械设备、有色金属这八个行业，盈利的股票其发行当年的市盈率明显低于亏损股票发行当年的市盈率，也就是以低估值认购获得正收益的概率较大。而电子行业盈利的股票其发行次年的市盈率明显低于股票发行当年的市盈率，也就是成长性好的股票获得正收益的概率较大。

综上所述，我们总结出参与非公开发行的策略如下：

- (1) 放弃：行业处于顶部，公司价格高、估值高。
- (2) 等待追加认购的机会：公司基本面较好，市场情况不好，可以耐心等待追加认购的机会。
- (3) 底价认购：行业处于繁荣阶段，发行价格较高，发行当年即可增厚 EPS。
- (4) 竞价认购：行业处于启动阶段，公司成长前景良好。
- (5) 市价认购：行业处于底部，公司成长前景极度看好。
- (6) 发行结构化信托：认购劣后，高风险高收益；易发行。

表 23：已经解禁非公开发行股票 PE 统计

行业	盈利		亏损	
	发行当年 PE	次年 PE	发行当年 PE	次年 PE
采掘	24.23	27.22	49.94	206.39
房地产	30.66	51.05	63.88	76.36

化工	35.63	410.25	261.78	91.72
建筑建材	37.52	45.11	73.71	83.31
金融服务	27.13	18.01	32.34	23.36
餐饮旅游	43.37	69.17	67.21	32.91
机械设备	45.26	48.37	53.16	36.13
有色金属	96.70	189.75	125.45	36.68
电子	176.62	154.68	60.97	81.09
公用事业	43.37	67.89	32.50	124.45
医药生物	77.96	79.87	33.88	25.20
纺织服务	45.35	41.59	42.64	35.45
家用电器	32.31	38.96	28.78	12.61
交通运输	379.96	510.65	39.12	25.17
交运设备	52.47	51.60	52.98	32.51
农林牧渔	44.85	50.97	41.71	49.02
轻工制造	49.35	89.93	44.18	38.34
商业贸易	55.77	50.16	53.68	28.91
食品饮料	59.40	60.01		
信息服务	68.12	85.37	38.64	20.00
信息设备	83.84	96.32	49.09	60.65

资料来源：中信建投研究发展部

从一级市场到二级市场——非公开发行的多种盈利模式

非公开发行带来的投资机会

综合前文的分析，我们的观点是：（1）认购非公开发行股票的投资者在投入大量资金、牺牲流动性的情况下，应该获得绝对收益补偿；（2）股票的二级市场交易价格与增发认购价格接近可能是较好的投资机会；（3）重点关注：距离增发解禁日 5-7 个月，区间涨幅不大的品种，在基本面较好的情况下，短期可能会有较好表现。

非公开发行，是上市公司再融资的主要方式之一，由于发行价格和收益率都依赖于公司股价走势，所以它与二级市场紧密相连；但是由于它的折价率和锁定期，又有一级市场的投资特色。所以我们认为非公开发行市场可以当作介于一、二级市场之间的一级半市场。当前中国仍然处在工业化加速和产业重组加速的阶段，在这个大背景下上市公司非公开发行频率和融资量将长期处于高位。从绝对收益的角度来看，正因为非公开发行一级半市场的特殊定位，使它可以向一级市场、二级市场延伸从而产生多种盈利模式。

在 1 级市场上，有管理和运营能力的投资者可以选择低成本进入上市公司母公司有潜力的业务，将其转变为优质资产后策划以非公开发行的方式以注入上市公司。也可以选择具备外延式增长能力的上市公司，策划其向优质项目非公开发行股份实施并购。

在 1.5 级市场上，则主要依靠研究员的研究能力，甄别发布非公开发行的上市公司的质地，同时对股价走势做出预判，结合发行折价情况做出认购选择。



在 2 级市场上,可以根据非公开发行进度捕捉交易性机会。非公开发行对股价的影响根本上来源于非公开发行增加了公司内涵价值及其确定性,披露了关于公司发展的更多信息。在非公开发行实施前,倘若公司股价较大幅度偏离其内涵价值,则可以进行“延时套利”操作,即低价买入,高价卖出同时认购增发股份,这样的操作锁定了认购价格和股价之间的收益同时摊薄了认购成本。在非公开发行实施后,可以关注其股价走势与发行价关系,一旦有破发情况出现,则可以研判是否获得超额收益的机会。比如大东南(002263)在 2010 年 7 月跌破增发价格,长征电气(600112)在 2010 年 12 月跌破增发价,这些都是获取超额收益的时间窗口。

绝对收益小组将致力于围绕非公开发行,发现适合不同投资者的盈利机会。下表附上了当前已获得证监会核准但是均尚未实施的非公开发行的上市公司。有意有能者可在其中寻觅多种围绕非公开发行的投资机会。

表 24: 已经通过发审委批准尚未完成发行的股票

代码	名称	方案进度	增发 价格	预案价 下限	增发数量 (万股)	预计募 资(亿 元)	预案公告日	股东大会公 告日	发审委通过 公告日	申万行业
000422	湖北宣化	证监会批准		19.30	15,000	28.95	2011-4-23	2011-5-11	2011-6-13	化工
000551	创元科技	证监会批准		15.50	3,000	4.65	2011-1-26	2011-3-18	2011-6-21	综合
600307	酒钢宏兴	证监会批准		4.37	217,200	94.92	2010-12-24	2011-1-28	2011-6-25	黑色金属
000401	冀东水泥	证监会批准	14.21	14.21	13,475	19.15	2010-6-22	2010-7-21	2011-6-30	建筑建材
002004	华邦制药	证监会批准	23.86		3,549	8.47	2011-1-7	2011-1-25	2011-7-5	医药生物
600449	赛马实业	证监会批准	22.13		11,378	25.18	2010-10-30	2010-12-17	2011-7-12	建筑建材
600104	上海汽车	证监会批准	16.33		178,314	291.19	2011-5-12	2011-5-28	2011-8-2	交运设备
000863	*ST 商务	证监会批准	3.00	2.99	56,407	16.92	2011-10-10	2011-10-27	2011-8-2	综合
601268	二重重装	证监会批准		9.49	54,000	51.25	2011-6-4	2011-6-25	2011-8-4	机械设备
600073	上海梅林	证监会批准		10.60	14,230	15.08	2011-3-3	2011-3-19	2011-8-4	食品饮料
600815	厦工股份	证监会批准		12.98	16,600	21.55	2011-2-22	2011-3-12	2011-8-11	机械设备
000404	华意压缩	证监会批准		6.85	20,000	13.70	2011-6-18	2011-7-5	2011-8-11	家用电器
002290	禾盛新材	证监会批准		25.10	1,300	3.26	2011-4-25	2011-5-12	2011-8-16	家用电器
002135	东南网架	证监会批准		8.23	9,000	7.41	2011-10-25	2011-11-15	2011-8-16	建筑建材
601600	中国铝业	证监会批准		9.28	100,000	92.79	2011-1-31	2011-4-15	2011-8-17	有色金属
601139	深圳燃气	证监会批准		10.45	15,300	15.99	2011-4-27	2011-5-27	2011-8-18	公用事业
600409	三友化工	证监会批准		7.95	23,000	18.29	2011-3-15	2011-4-19	2011-8-18	化工
002355	兴民钢圈	证监会批准		13.24	7,000	9.27	2011-7-28	2011-8-13	2011-8-23	交运设备
000426	富龙热电	证监会批准	14.50	14.50	1,745	2.53	2011-6-8	2011-6-24	2011-8-24	公用事业
600401	*ST 申龙	证监会批准	3.00		77,837	23.35	2011-1-29	2011-2-19	2011-8-24	轻工制造
002264	新华都	证监会批准		10.32	4,419	4.56	2011-3-1	2011-3-17	2011-8-27	商业贸易
002005	德豪润达	证监会批准		15.61	15,000	23.42	2011-5-21	2011-6-8	2011-8-29	电子
600983	合肥三洋	证监会批准		12.18	10,000	12.18	2011-3-16	2011-4-19	2011-8-30	家用电器
002231	奥维通信	证监会批准		12.85	2,000	2.57	2011-4-19	2011-5-5	2011-8-30	信息设备
000955	ST 欣龙	证监会批准		4.48	12,100	5.42	2011-9-2	2011-9-20	2011-8-31	纺织服装
002033	丽江旅游	证监会批准	16.68	16.68	1,259	2.10	2011-2-10	2011-2-26	2011-9-14	餐饮旅游
000560	昆百大 A	证监会批准	10.47		3,013	3.15	2011-3-12	2011-4-6	2011-9-14	商业贸易
002273	水晶光电	证监会批准		35.95	2,000	7.19	2011-4-26	2011-5-25	2011-9-19	电子



绝对收益深度研究报告

000721	西安饮食	证监会批准	8.89	4,200	3.73	2011-7-6	2011-7-23	2011-9-20	餐饮旅游	
002012	凯恩股份	证监会批准	12.30	5,000	6.15	2011-7-7	2011-7-28	2011-9-22	轻工制造	
000911	南宁糖业	证监会批准	16.05	3,200	5.14	2011-7-12	2011-8-3	2011-9-22	农林牧渔	
601169	北京银行	证监会批准	10.66	108,456	115.66	2011-4-9	2011-4-30	2011-9-22	金融服务	
600499	科达机电	证监会批准	15.70	2,493	3.91	2011-6-11	2011-6-28	2011-9-26	机械设备	
600637	广电信息	证监会批准	7.67	40,487	31.05	2011-3-9	2011-4-6	2011-9-29	信息服务	
002204	大连重工	证监会批准	25.29	21,519	54.42	2011-6-4	2011-6-28	2011-9-29	机械设备	
002131	利欧股份	证监会批准	14.58	1,852	2.70	2011-3-11	2011-3-29	2011-9-30	机械设备	
600706	ST 长信	证监会批准	9.93	9.93	9,218	9.15	2011-1-31	2011-3-1	2011-9-30	医药生物
600346	大橡塑	证监会批准	9.63	3,100	2.99	2011-5-31	2011-7-2	2011-10-11	机械设备	
600108	亚盛集团	证监会批准	5.48	20,992	11.50	2011-8-25	2011-9-10	2011-10-11	农林牧渔	
600841	上柴股份	证监会批准	13.46	7,500	10.10	2011-8-30	2011-9-16	2011-10-11	机械设备	
002037	久联发展	证监会批准	17.45	3,700	6.46	2010-12-8	2011-3-17	2011-10-18	化工	
600381	ST 贤成	证监会批准	5.91	26,227	15.50	2011-5-11	2011-6-22	2011-10-18	采掘	
600863	内蒙华电	证监会批准	7.76	60,000	46.56	2011-7-19	2011-8-4	2011-10-18	公用事业	
002181	粤传媒	证监会批准	11.21	34,093	38.22	2011-11-16	2011-12-3	2011-10-19	信息服务	
600699	ST 得亨	证监会批准	4.30	20,632	8.87	2011-4-18	2011-5-10	2011-10-19	化工	
600757	ST 源发	证监会批准	5.20	48,751	25.35	2011-3-15	2011-3-31	2011-10-20	信息服务	
000823	超声电子	证监会批准	13.80	6,800	9.38	2011-5-6	2011-6-9	2011-10-22	电子	
002024	苏宁电器	证监会批准	12.30	10.97	44,715	55.00	2011-6-17	2011-7-8	2011-10-24	商业贸易
001696	宗申动力	证监会批准	5.44	17,000	9.25	2011-9-10	2011-9-28	2011-10-27	交运设备	
000697	*ST 偏转	证监会批准	2.24	29,448	6.60	2011-3-28	2011-4-19	2011-10-31	有色金属	
600728	新太科技	证监会批准	9.81	4,000	3.92	2011-9-24	2011-10-11	2011-11-1	信息服务	
600695	大江股份	证监会批准	5.27	5.27	7,369	3.88	2011-3-24	2011-5-23	2011-11-1	农林牧渔
600855	航天长峰	证监会批准	9.02	9.02	3,901	3.52	2011-10-19	2011-11-4	2011-11-9	信息设备
600022	济南钢铁	证监会批准	3.44	109,314	37.60	2011-4-13	2011-5-19	2011-11-9	黑色金属	
600157	永泰能源	证监会批准	15.50	31,613	49.00	2011-7-16	2011-8-3	2011-11-10	化工	
300010	立思辰	证监会批准	12.25	2,383	2.92	2011-3-3	2011-3-21	2011-11-14	信息服务	
600397	安源股份	证监会批准	11.63	22,575	26.25	2011-1-12	2011-1-28	2011-11-14	采掘	
002099	海翔药业	证监会批准	21.58	2,350	5.07	2011-4-25	2011-5-12	2011-11-15	医药生物	
600664	哈药股份	证监会批准	18.10	30,288	54.82	2011-4-26	2011-6-14	2011-11-15	医药生物	
000687	保定天鹅	证监会批准	5.01	11,600	5.81	2011-9-14	2011-10-15	2011-11-15	化工	
600676	交运股份	证监会批准	7.14	12,881	9.20	2011-4-6	2011-4-19	2011-11-15	交通运输	
000581	威孚高科	证监会批准	25.40	25.40	11,286	28.66	2010-11-16	2010-12-25	2011-11-24	交运设备
000562	宏源证券	证监会批准	13.22	52,500	69.41	2011-10-25	2011-11-17	2011-12-1	金融服务	
000906	南方建材	证监会批准	7.75	10,060	7.80	2011-10-31	2011-11-17	2011-12-3	黑色金属	
600525	长园集团	证监会批准	8.10	9,000	7.29	2011-7-22	2011-8-9	2011-12-3	机械设备	
002272	川润股份	证监会批准	9.25	5,500	5.09	2011-11-9	2011-11-25	2011-12-8	机械设备	
600261	阳光照明	证监会批准	15.72	5,900	9.27	2011-10-31	2011-11-16	2011-12-8	电子	
002241	歌尔声学	证监会批准	24.69	9,700	23.95	2011-8-19	2011-9-7	2011-12-8	电子	

资料来源：中信建投研究发展部

结构化信托——高收益高风险

我们以结构化信托优先金额比劣后金额为 2 比 1 作为示例，其中劣后部分可以继续分优先和次级。结构化信托要求对公司的经营要有绝对的把握，对未来 15 个月内的市场风险要有绝对的可实施的化解方法。表 25 列出了以 9000 万总资产 6000 万优先，3000 万劣后，优先年化收益率 10%，不考虑其他成本的情况下结构化信托的风险与收益。

表 25：非公开发行统计

单位：万元

总资产	资产收益率	资产收益	优先收益	劣后收益	劣后收益率	劣后收益	劣后优先	收益率	劣后劣后	收益率
9000	10.00%	900	600	300	10.00%	300	150	7.50%	150	15.00%
9000	20.00%	1800	600	1200	40.00%	1200	600	30.00%	600	60.00%
9000	30.00%	2700	600	2100	70.00%	2100	1050	52.50%	1050	105.00%
9000	40.00%	3600	600	3000	100.00%	3000	1500	75.00%	1500	150.00%
9000	50.00%	4500	600	3900	130.00%	3900	1950	97.50%	1950	195.00%
9000	60.00%	5400	600	4800	160.00%	4800	2400	120.00%	2400	240.00%
9000	70.00%	6300	600	5700	190.00%	5700	2850	142.50%	2850	285.00%
9000	80.00%	7200	600	6600	220.00%	6600	3300	165.00%	3300	330.00%
9000	90.00%	8100	600	7500	250.00%	7500	3750	187.50%	3750	375.00%
9000	100.00%	9000	600	8400	280.00%	8400	4200	210.00%	4200	420.00%
9000	-10.00%	-900	600	-1500	-50.00%	-1500	-750	-37.50%	-750	-75.00%
9000	-20.00%	-1800	600	-2400	-80.00%	-2400	-1200	-60.00%	-1200	-120.00%
9000	-16.00%	-1400	600	-2000	-66.67%	-2000	-1000	-50.00%	-1000	-100.00%
9000	-26.67%	-2400.3	600	-3000.3	-100.01%	-3000.3	-1500.2	-75.01%	-1500.15	-150.02%

资料来源：中信建投研究发展部

从表 25 中可以看出，结构化信托是高收益伴随这高风险。当总资产收益率为 30% 时，劣后部分的收益率已经超过了 100%，但是当总资产收益率为 -16% 时，劣后部分已经完全亏损，需要清盘或者追加保证金。

对冲与风险敞口

对冲组合

对冲投资组合要求组合的表现能够超越大市，这样通过做多二级市场而做空期货市场实现风险的规避，并获得超额收益，由于非公开发行的股票表现明显好于指数表现，所以可以作为对冲投资的理想标的。我们先按照如下几个步骤构建了三组对冲投资组合：

一、按照沪深 300 的行业分类，以沪深 300 的 300 只成分股为基础股票池，按照行业分析师的意见，剔除各个行业中的弱势股，形成 100 只左右的“沪深 300 增强股票池”。该股票池为各个行业的权重龙头，与沪深 300 指数的走势接近，更新周期较长。

二、按照中信建投分析师行业股票池，选取分析师当月评级在“增持”和“买入”评级的股票，形成 50 只左右的“中信建投行业推荐股票池”。理论上该股票池的短期超额收益较强。该股票池每月初更新一次。



三、将“沪深 300 增强股票池”和“中信建投行业推荐股票池”按照比例，组合成最终的“行业精选股票组合”。“沪深 300 增强股票池”中各股票的权重按照该股票在沪深 300 指数中的权重乘以 50% 确定，“中信建投行业推荐股票池”中各股票的权重平均分配，即为 0.5 除以股票只数。该组合每月初更新一次。

经过几个月的观察，我们发现基于沪深 300 的对冲投资组合具有相当好的稳定性，但超额收益的来源却只能来自于行业精选。如表 26 所示，经过期现对冲，从 2011 年 6 月到 11 月的这半年中，我们的对冲投资组合有四个月获得了正收益，且累计收益率情况较好。

表 26：中信建投对冲组合月度表现

	股票组合收益	HS300 表现	超额收益	对冲年化收益	年化标准差	夏普比率
	率		alpha	率		
2011 年 6 月	4.28%	1.33%	2.95%	36.87%	5.93%	6.21
2011 年 7 月	3.88%	-2.37%	6.25%	73.34%	9.77%	7.5
2011 年 8 月	-3.20%	-4.22%	1.02%	11.22%	10.77%	1.04
2011 年 9 月	-10.09%	-9.32%	-0.77%	-8.66%	7.08%	-1.22
2011 年 10 月	4.21%	4.41%	-0.20%	-2.67%	7.86%	-0.34
2011 年 11 月	-2.64%	-6.45%	3.81%	41.56%	8.57%	4.85

资料来源：中信建投研究发展部

非公开发行业股票的二级市场表现

如表 27 所示，非公开发行的相关股票有超越市场的平均表现，在 2006 年到 2010 年 10 月底，其锁定期算术平均收益率明显好于沪深 300 指数。在表 28 到表 30 中，我们特对非公开发行业股票二级市场的阶段性表现进行了统计，以期在一段时间内获得大概率的超额收益。

表 27：2006 年至 2010 年历年定向增发项目相对收益率统计表（锁定期相对沪深 300） 单位：亿元

年度	2006	2007	2008	2009	2010 (11/30)	合计
数量	37	83	43	61	75	299
均值	92.14%	41.29%	43.22%	72.71%	34.97%	52.68%

资料来源：中信建投研究发展部

经过我们以前的数据统计，以年为参考时间段去考察，参与非公开发行公司的股票在二级市场的收益是能够跑赢沪深 300 指数的。因此我们对参与非公开发行的所有公司就每个月进行了一个进一步的统计，以每个公司股份变动的日期为起点考察此公司在锁定期内接下来每个月的表现，下表统计了每个月股份变动的那些公司一年的表现与沪深 300 的比较。（2007 年~2011 年）

表 28：非公开发行锁定期按月份统计 1

单位：%

年份	2007 年				2008 年			
月份	沪深 300	组合平均	组合超越 HS300	样本股数量	沪深 300	组合平均	组合超越 HS300	样本股数量
1	25.03	29.77	4.74	50	-11.76	-5.16	6.6	150
2	-1.26	8.14	9.39	61	-1.84	3.88	5.72	163
3	13.2	16.98	3.78	68	-15.23	-17.47	-2.24	167
4	27.86	26.11	-1.75	77	1.05	0.91	-0.14	165



绝对收益深度研究报告

5	11.98	14.05	2.06	89	-4.38	-1.65	2.73	173
6	-9.7	-15.39	-5.7	95	-22.04	-25.07	-3.04	175
7	17.17	23.93	6.76	100	2.43	12.97	10.54	179
8	21.69	15.76	-5.92	104	-17.69	-27.32	-9.64	176
9	7.91	8.26	0.35	114	-6.19	-6.68	-0.49	175
10	0.27	-9.95	-10.22	124	-24.34	-25.28	-0.94	166
11	-14	-6.85	7.15	141	10.35	17.18	6.83	158
12	10.25	18.78	8.53	146	0.19	7.74	7.55	156

资料来源：中信建投研究发展部

表 29：非公开发行锁定期按月份统计 2

单位：%

年份	2009 年				2010 年			
月份	沪深 300	组合平均	组合超越 HS300 (%)	样本股数量	沪深 300	组合平均	组合超越 HS300 (%)	样本股数量
1	9.59	15.29	5.7	166	-8.47	-4.46	4.01	235
2	5.3	10.63	5.33	166	2.42	5.8	3.38	236
3	16.07	24.08	8.01	167	2.59	3.5	0.91	239
4	4.96	7.52	2.55	171	-8.67	-8.38	0.29	246
5	5.92	8.66	2.74	177	-6.85	-7.77	-0.91	237
6	14.74	21.72	6.98	182	-10.08	-12.31	-2.23	245
7	14.3	11.57	-2.73	187	10.68	13.3	2.62	255
8	-14.38	-7.52	6.86	195	1.29	6.52	5.24	258
9	-1.38	1.31	2.69	208	2.69	6.41	3.72	248
10	10.37	12.65	2.29	217	17.57	13.32	-4.26	250
11	8.15	15.2	7.05	222	-7.19	-3.09	4.1	256
12	5.21	4.04	-1.18	219	-3.95	-4.64	-0.7	252

资料来源：中信建投研究发展部

表 30：非公开发行锁定期按月份统计 3

单位：%

年份	2011			
月份	沪深 300	组合平均	组合超越 HS300 (%)	样本股数量
1	-0.82	-3.11	-2.29	273
2	6.68	10.91	4.24	283
3	1.83	2.98	1.15	276
4	-2	-4.18	-2.18	284
5	-7.46	-8.5	-1.04	283
6	2.73	4.79	2.07	285
7	-0.94	3.61	4.55	280
8	-4.39	-2.62	1.76	290
9	-9.52	-13.96	-4.45	302
10	4.67	2.6	-2.07	305

资料来源：中信建投研究发展部

这里，我们统计了在锁定期内的股票每月的涨跌幅的算术平均值。我们发现在不做任何进一步筛选的情况下，参与非公开发行的股票走势在大多数月份是强于沪深 300 的。比如 2007 年和 2010 年 12 个月中有 8 个月都跑赢了沪深 300，而在 2009 有 10 个月都跑赢了沪深 300，最差的情况下，比如说 2008 年，整个大盘一泻千里的情况下，非公开发行的股票组合仍然也至少有 6 个月能够比沪深 300 走的强。同时，由于参与非公开发行的公司大多数属于中小盘的范畴，当我们想利用此组合作对冲时其缺陷也显露出来，由于经济周期的原因，每个时段需要业务扩张的公司所处的行业随着经济周期变动，因此这个组合很有可能在以每月考察时并不是行业中性的，这就需要我们的工作更加细致。我们将会进一步对每个月的公司所处行业进行考察，同时结合非公开发行公司股票锁定期内价格的走势规律作筛选，提高组合在每个月的超额收益率。

发行前的阶段表现

作为权益融资的主要方式，非公开发行考验的是投资人对投资标的能够带来股价增长的基本面发展与自身所能承受预期收益率的不确定性之间的风险配比能力，相对比较好的平衡了流通性和收益率之间的关系，成为绝对收益的系统性标的。

非公开发行要经历董事会、股东大会、有（无）条件通过、正式核准、缴款日、股权登记日六个节点。在此期间，公司股价的波动可带来交易机会。

董事会：发行议案通过董事会是非公开发行的第一步。同时，董事会公告会锁定非公开发行的底价并发布募集资金投向的可研报告，报告中或有募集资金投向的盈利预测。投资人可据此初步判断以何种价格区间参与认购增发。董事会公告前后，公司股价通常有异动。

股东大会：非公开发行可以增加每股净资产并通常在 8-18 个月后增加每股收益。因此，非公开发行通常会获得股东大会通过。市场已有充分预期，股东大会公告前后，公司股价通常无异动。

此后，公司将同保荐人一起制作增发材料，报送中国证监会，进入核准程序。

有（无）条件通过：非公开发行文件报送中国证监会并经有关部门审议后，公司会收到否决或有（无）条件通过的通知并公告。股东大会通过至获得否决或有（无）条件通过的平均周期为 8 个月。该日股价通常表现良好。

正式核准：获得有条件通过后，通常在一个月左右获得正式核准。在条件达到证监会要求后，证监会将出具正式核准发行文件。公司将在此后向意向投资人发出认购邀请函和报价书。

缴款日：报价结束后，参与非公开发行的投资人和认购数量已确定，公司将向未来的股东发出缴款通知，约定缴款期限。缴款日一般不公告，该日公司股价通常表现良好。

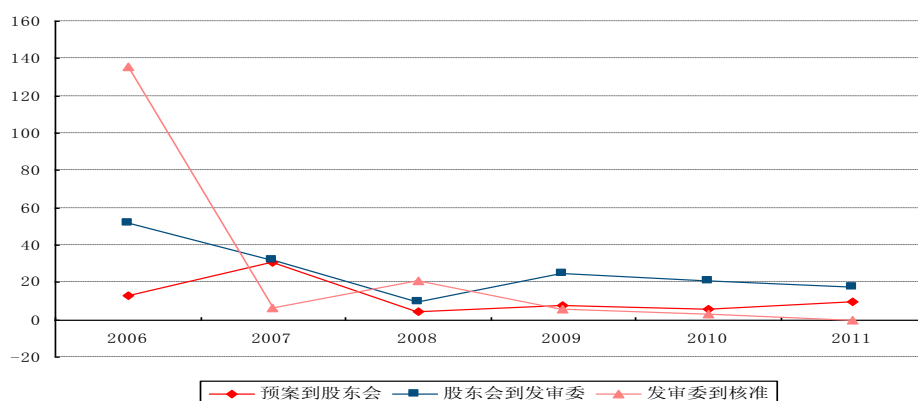
股权登记日：该日参与非公开发行的投资人认购的增发股票完成股权过户，非公开发行结束。缴款日至股权登记日的平均周期为三周。

我们选取董事会预案、股东大会、发审委审核有（无）条件通过、正式核准这四个时间点，按照预案到股东会、股东会到发审委、发审委到正式核准这三个阶段对非公开发行的股票涨跌幅进行统计，结果如图 6 和图 7 所示。统计 2005 至 2011 年的增发股票股价波动情况，其中 2005 年仅 3 只股票数据，不具普遍性，故不予讨论。

2006 年的 138 只股票中，从预案到股东会阶段，上涨股票有 89 只，占 64.49%，涨幅在 0~20% 内的股票最多；下跌股票有 48 只，占比 34.78%；所有股票平均上涨 12.92%。从股东会到发审委阶段，96.3% 的股票上涨或持平，上涨股票占比 44.2%，持平股票占比 52.17%。上涨股票中有 47.54% 的股票涨幅超过 100%。所有股票平均上涨 51.64%。从发审委到核准阶段，71.01% 股票上涨，上涨股票中有 44.90% 涨幅超过 100%。所有股票平均上涨 135.46%。

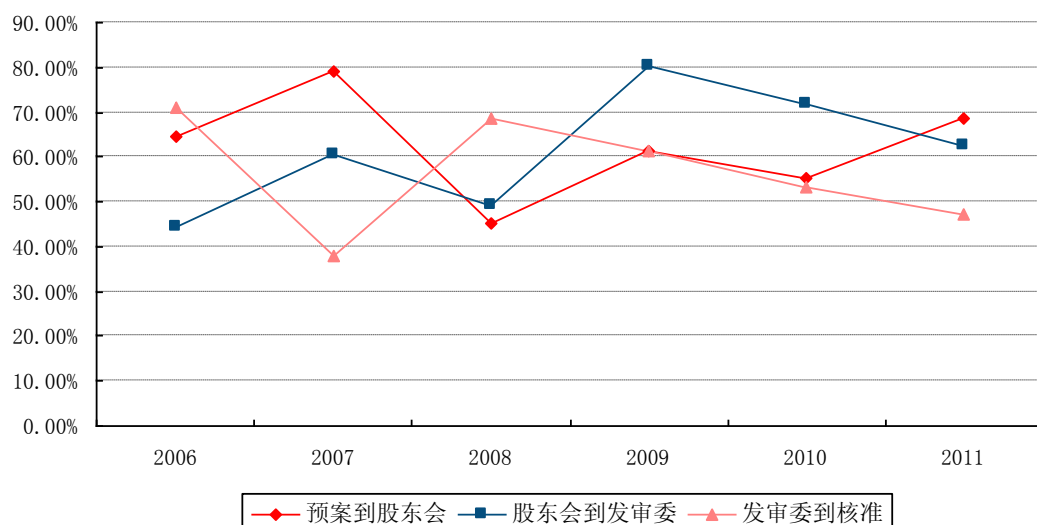
2007 年的 124 只股票中，从预案到股东会阶段，上涨股票有 98 只，占比 79.03%，涨幅集中在 0~50% 以内；下跌股票有 21 只，占比 16.67%；平均上涨幅度为 30.80%。从股东会到发审委阶段，72.22% 的股票上涨或持平，上涨股票涨幅分布较分散。所有股票平均上涨 32.16%。从发审委到核准阶段，54.76% 股票下跌。所有股票平均上涨 6.27%。

图 6：三阶段平均涨跌幅统计（2006-2011） 单位：%



资料来源：中信建投研究发展部

图 7：三阶段上涨股票比例统计（2006-2011） 单位：%



资料来源：中信建投研究发展部



2008 年的 73 只股票中，从预案到股东会阶段，上涨下跌股票均占 45.2%，涨幅在 0~20% 以内的股票最多。所有股票平均上涨 4.24%。从股东会到发审委阶段，87.67% 的股票上涨或持平，上涨股票占 49.32%，持平股票占 38.36%。上涨股票涨幅分布分散，所有股票平均上涨 9.95%。从发审委到核准阶段，68.49% 股票上涨，上涨股票中有 84% 涨幅集中在 0~50%。所有股票平均上涨 20.70%。

2009 年的 153 只股票中，从预案到股东会阶段，上涨股票有 94 只，占比 62.09%，涨幅在 0~20% 以内的股票最多；下跌股票有 58 只，占比 37.90%；所有股票平均上涨 7.58%。从股东会到发审委阶段，80.39% 的股票上涨，上涨股票中有 48.78% 的股票涨幅在 20%~50%，所有股票平均上涨 24.72%。从发审委到核准阶段，61.44% 的股票上涨，37.25% 股票下跌，上涨股票中有 76.60% 涨幅在 0~20% 之间，所有股票平均上涨 5.63%。

2010 年的 128 只股票中，从预案到股东会阶段，上涨股票有 71 只，占比 55.47%，涨幅在 0~20% 以内的股票最多；下跌股票有 51 只，占比 39.84%；所有股票平均上涨 5.70%。从股东会到发审委阶段，71.88% 的股票上涨，所有股票平均上涨 20.60%。从发审委到核准阶段，53.13% 的股票上涨，上涨股票涨幅集中在 0~20% 之间；42.19% 的股票下跌；所有股票平均上涨 2.98%。

2011 年的 112 只股票中，从预案到股东会阶段，上涨及持平股票有 78 只，占 70.54%；涨幅在 0~20% 以内的股票为 58 只；下跌股票有 34 只，占 30.36%；所有股票平均上涨 9.73%。从股东会到发审委批准阶段，上涨及持平股票有 77 只，占比 68.75%，平均涨幅 29.47%；涨幅在 0~20% 以内的股票为 47 只。下跌股票 35 只，占 31.25%，平均跌幅 8.79%。所有股票平均上涨 17.52%。从发审委通过到证监会批准阶段，上涨及持平股票 54 只，占 48.21%，平均涨幅 8.76%。涨幅在 0~20 内股票 47 只。下跌股票共 58 只，占 51.79%，平均跌幅 8.82%。所有股票平均下跌 0.34%。

可见，从股东大会到发审委阶段，非公开发行股票的市场表现往往较好，具有明显的超额收益。

绝对收益的理论基础

绝对收益的职业定位就是无论市场如何变幻，都要挑选出在设定时期内给投资者带来正收益的股票。绝对收益的理论基础有三：

一、我们生存的有情世界之本质是因果，在时间和空间上表现为不确定（注：时间只是假设，表现为运动的物体走过空间的体积）；

二、信息即是能量，是对原有不确定性的消除，其本身又产生新的不确定性。能量的释放是有时间的次第，即受制于信息传播的途径和空间。

三、善易者不卜，放弃对确定性的追求，适应在不确定性中生存。

结束语

绝对收益研究其实归属于买方研究，其研究成果的有效性存在时间和空间的约束。去年这个时候我们发表的《非公开发行》，是公开发表的第一篇关于非公开发行的深度分析报告。时过境迁，截止到 2011 年 12 月 20 日，今年以现金方式实施的非公开发行的算术平均收益率为-9.50%，资本回报率为-9.72%，许多认购人陷入短期亏损的境地。



目前我们已经把主要精力放在基于非公开发行的中性对冲产品的设计上，不再公开发表相关报告，欢迎致力于获取绝对收益的投资者与我们共同探讨。

附表

表 31：停止实施非公开发行的股票

代码	名称	方案进度	增发价格	预案价下限	增发数量(万股)	预计募资(亿元)	预案公告日	股东大会公告日	发审委通过公告日	证监会批准公告日
600392	太工天成	停止实施	8.51		5,000	4.26	2007-8-14	2007-12-21		
600192	长城电工	停止实施		12.91	3,000	3.87	2007-8-16	2007-9-1	2008-3-21	2008-4-21
600988	ST 宝龙	停止实施	7.04		12,000	8.45	2007-8-17			
000897	津滨发展	停止实施		13.37	26,200	35.03	2007-8-21	2007-9-13		
000566	海南海药	停止实施	3.43		3,000	1.03	2007-8-25			
600061	中纺投资	停止实施		5.43	3,700	2.01	2007-8-27	2007-9-22		
600260	凯乐科技	停止实施		12.36	4,200	5.19	2007-8-28	2007-9-19		
600641	万业企业	停止实施		21.26	10,000	21.26	2007-8-28	2008-8-16		
600148	长春一东	停止实施	12.91		4,000	5.16	2007-8-29			
600480	凌云股份	停止实施	8.77		2,990	2.62	2007-8-31	2008-4-3		
600136	道博股份	停止实施		7.65	4,600	3.52	2007-9-3			
000976	春晖股份	停止实施		5.58	19,257	10.75	2007-9-10	2007-11-15		
000859	国风塑业	停止实施		6.92	10,000	6.92	2007-9-12			
600538	ST 国发	停止实施		6.99	8,000	5.59	2007-9-18			
000021	长城开发	停止实施	17.79	17.79	6,000	10.67	2007-9-27			
600110	中科英华	停止实施		17.21	7,800	13.42	2007-9-28	2007-10-20	2008-1-7	2008-1-31
000953	ST 河化	停止实施		10.04	3,000	3.01	2007-10-9			
000408	ST 金谷源	停止实施		9.10	7,000	6.37	2007-10-11			
000586	汇源通信	停止实施	8.37		46,000	38.50	2007-10-11			
600328	兰太实业	停止实施		13.52	4,000	5.41	2007-10-12	2007-11-14		
000669	领先科技	停止实施	12.57		1,500	1.89	2007-10-15			
000630	铜陵有色	停止实施		27.46	11,000	30.21	2007-10-19			
000997	新大陆	停止实施		12.56	3,000	3.77	2007-10-19	2007-12-11		
600463	空港股份	停止实施		14.42	5,050	7.28	2007-10-25	2007-11-17	2008-6-23	2008-7-21
000400	许继电气	停止实施	16.22		7,369	11.95	2007-11-13			
600713	南京医药	停止实施		12.61	5,500	6.94	2007-11-16	2007-12-8		
600052	浙江广厦	停止实施		16.70	18,000	30.06	2007-11-19	2007-12-5		
600335	*ST 盛工	停止实施		7.13	16,820	11.99	2007-11-19	2008-1-3		
000023	深天地 A	停止实施		9.50	5,000	4.75	2007-11-24	2007-12-10		
000605	ST 四环	停止实施	4.52		75,000	33.90	2007-11-26	2008-3-15		
600108	亚盛集团	停止实施	6.77		11,638	7.88	2007-11-30			
000001	深发展 A	停止实施	35.15		12,000	42.18	2007-12-3	2007-12-20		



600176	中国玻纤	停止实施	17.97		17,700	31.81	2007-12-12	2007-12-28		
600856	长百集团	停止实施	6.17		29,500	18.20	2007-12-13	2007-12-29		
600400	红豆股份	停止实施	8.30		10,000	8.30	2007-12-24			
600316	洪都航空	停止实施		25.40	9,800	24.89	2008-1-3	2008-4-11		
600206	有研硅股	停止实施		21.67	2,500	5.42	2008-1-5			
600112	长征电气	停止实施		14.03	3,500	4.91	2008-1-8			
600522	中天科技	停止实施		12.18	5,000	6.09	2008-1-9	2008-3-8		
600069	银鸽投资	停止实施		14.36	7,000	10.05	2008-1-10	2008-1-26		
600167	联美控股	停止实施	12.67		40,000	50.68	2008-1-16			
600757	ST 源发	停止实施		5.92	45,000	26.64	2008-1-30			
000150	宜华地产	停止实施	10.68		11,000	11.75	2008-2-5			
600556	*ST 北生	停止实施	5.58	5.52	50,000	27.90	2008-2-5			
000409	*ST 泰复	停止实施		8.65	72,800	62.97	2008-2-19			
600565	迪马股份	停止实施	20.48		2,144	4.39	2008-2-19	2008-3-13		
600468	百利电气	停止实施	13.35		2,177	2.91	2008-2-20	2008-3-31		
600773	西藏城投	停止实施	6.56		32,000	20.99	2008-2-21			
002121	科陆电子	停止实施		32.56	1,500	4.88	2008-2-27	2008-3-20		
000996	中国中期	停止实施		21.65	14,000	30.31	2008-2-29	2008-3-18		
000679	大连友谊	停止实施		12.50	6,000	7.50	2008-3-5	2008-3-25		
600687	刚泰控股	停止实施	15.53		8,100	12.58	2008-3-7			
002048	宁波华翔	停止实施		24.88	4,000	9.95	2008-3-11	2008-3-22		
600231	凌钢股份	停止实施		8.45	25,013	21.14	2008-3-18	2008-5-27	2008-9-23	2008-11-18
600720	祁连山	停止实施	9.86		6,600	6.51	2008-3-18			
000035	*ST 科健	停止实施	4.28		53,000	22.68	2008-3-26			
600057	象屿股份	停止实施	5.51		9,074	5.00	2008-4-3			
600279	重庆港九	停止实施		12.58	12,000	15.10	2008-4-8			
600615	丰华股份	停止实施	17.40		60,000	104.40	2008-4-9			
600121	郑州煤电	停止实施	15.46		40,000	61.84	2008-4-16			
600136	道博股份	停止实施	8.44		5,176	4.37	2008-4-16			
000628	高新发展	停止实施	11.09		20,000	22.18	2008-4-21			
600331	宏达股份	停止实施	72.05		3,000	21.62	2008-4-21			
600497	驰宏锌锗	停止实施	80.56		13,000	104.73	2008-4-21			
000783	长江证券	停止实施		16.83	50,000	84.15	2008-4-25	2008-5-13		
002006	精功科技	停止实施		9.86	2,100	2.07	2008-4-25	2008-5-24		
000728	国元证券	停止实施		19.88	50,000	99.40	2008-4-28	2008-5-16	2008-6-20	2008-9-10
600678	*ST 金顶	停止实施		6.26	6,600	4.13	2008-4-29			
000686	东北证券	停止实施		25.11	30,000	75.33	2008-5-5	2008-5-21		
000630	铜陵有色	停止实施		14.34	15,000	21.51	2008-5-6	2008-5-22		
000931	中关村	停止实施	14.67		122,700	180.00	2008-5-7			
600602	广电电子	停止实施	7.68		26,515	20.36	2008-5-12	2008-6-24		
600390	金瑞科技	停止实施		11.10	3,000	3.33	2008-5-13			



600373	中文传媒	停止实施	7.44		14,500	10.79	2008-5-16		
600310	桂东电力	停止实施		16.77	4,000	6.71	2008-5-19	2008-6-7	
000913	钱江摩托	停止实施		4.70	15,000	7.05	2008-5-21		
600991	广汽长丰	停止实施		8.98	13,000	11.67	2008-5-28		
000026	飞亚达 A	停止实施		10.60	5,000	5.30	2008-6-3	2008-7-26	
000429	粤高速 A	停止实施	8.82		47,619	42.00	2008-6-13		
000803	金宇车城	停止实施	6.88		7,300	5.02	2008-6-13		
000883	湖北能源	停止实施	7.52		8,127	6.11	2008-6-18	2008-7-9	
600695	大江股份	停止实施	6.65		39,000	25.94	2008-6-20		
600279	重庆港九	停止实施		10.41	14,400	14.99	2008-6-23		
600083	*ST 博信	停止实施	7.52		24,000	18.05	2008-6-24		
600634	*ST 海鸟	停止实施	11.95		5,917	7.07	2008-6-25	2008-7-16	
600155	*ST 宝硕	停止实施	6.00		15,000	9.00	2008-7-2		
600257	大湖股份	停止实施		4.15	11,700	4.86	2008-7-2	2008-7-24	
600722	ST 金化	停止实施	6.91	6.91	20,000	13.82	2008-7-2		
600192	长城电工	停止实施		7.56	4,800	3.63	2008-7-5	2008-7-22	2008-8-22
000716	南方食品	停止实施		5.35	5,000	2.68	2008-7-7		
002033	丽江旅游	停止实施		14.27	1,200	1.71	2008-7-10	2008-7-30	
600193	创兴资源	停止实施	10.73		20,130	21.60	2008-7-11		
600201	金宇集团	停止实施		8.19	5,000	4.10	2008-7-12	2008-8-6	
600677	航天通信	停止实施		10.99	11,000	12.09	2008-7-12	2008-7-30	
000801	四川九洲	停止实施		8.48	7,000	5.94	2008-7-14		
000545	*ST 吉药	停止实施	8.30		90,000	74.70	2008-7-16		
000555	ST 太光	停止实施	6.80		81,565	55.46	2008-7-21	2008-10-9	
000595	*ST 西轴	停止实施		9.06	10,000	9.06	2008-7-22	2008-8-7	
600438	通威股份	停止实施		13.39	10,185	13.64	2008-7-22	2008-8-7	
600785	新华百货	停止实施	12.37		24,000	29.68	2008-7-25		
600173	卧龙地产	停止实施		6.04	10,000	6.04	2008-7-28	2008-8-15	
600340	华夏幸福	停止实施	8.64		13,000	11.23	2008-7-28		
600753	东方银星	停止实施	4.92		14,817	7.29	2008-7-28		
600455	*ST 博通	停止实施	11.83	11.83	4,600	5.44	2008-8-8		
601001	大同煤业	停止实施	10.39		24,000	24.93	2008-8-11		
600885	*ST 力阳	停止实施	10.59		9,742	10.32	2008-8-20	2008-9-6	
000426	富龙热电	停止实施	6.89		7,100	4.89	2008-8-22		
000582	北海港	停止实施	7.71		28,800	22.20	2008-8-22		
600636	三爱富	停止实施	8.72		73,085	63.73	2008-8-22	2008-9-9	
000657	*ST 中钨	停止实施		4.97	20,000	9.94	2008-8-25		
600365	*ST 通葡	停止实施		4.86	4,000	1.94	2008-8-29	2008-9-18	
600576	万好万家	停止实施	7.09		6,350	4.50	2008-9-26		
600740	山西焦化	停止实施		6.24	30,000	18.72	2008-10-7	2008-10-23	2008-4-25 2008-5-26
600359	新农开发	停止实施		6.72	8,000	5.38	2008-10-14		



000610	西安旅游	停止实施	4.34		4,850	2.10	2008-10-16				
000563	陕国投 A	停止实施	16.35		18,000	29.43	2008-11-1	2009-3-25			
000750	国海证券	停止实施	3.72		50,172	18.66	2008-11-24	2009-2-5			
600401	*ST 申龙	停止实施		2.43	45,000	10.94	2008-11-26				
000639	西王食品	停止实施	7.43		2,180	1.62	2008-12-2				
000007	ST 零七	停止实施	3.41		8,000	2.73	2008-12-4				
000757	*ST 方向	停止实施	3.09		66,500	20.55	2008-12-9	2008-12-25	2009-2-23	2009-3-4	
000836	鑫茂科技	停止实施		5.34	10,862	5.80	2009-1-8	2009-2-2	2008-4-21	2008-7-1	
600643	爱建股份	停止实施	5.88		10,000	5.88	2009-2-6				
000672	*ST 铜城	停止实施	3.69		10,020	3.70	2009-2-13	2009-3-3			
600260	凯乐科技	停止实施		3.03	12,000	3.64	2009-2-24	2009-5-27			
600682	南京新百	停止实施		7.24	44,576	32.28	2009-3-23				
600595	中孚实业	停止实施			72,000		2009-3-25	2009-4-10			
600699	ST 得亨	停止实施	4.53		58,000	26.27	2009-4-30				
000716	南方食品	停止实施	4.30	4.30	6,500	2.80	2009-5-13				
600592	龙溪股份	停止实施	7.96		3,000	2.39	2009-5-15				
002012	凯恩股份	停止实施		8.51	4,000	3.40	2009-5-16	2009-6-3			
000627	天茂集团	停止实施		4.82	20,000	9.64	2009-5-19	2009-9-1			
600268	国电南自	停止实施		14.00	8,000	11.20	2009-5-20				
600258	首旅股份	停止实施	15.20	15.20	6,000	9.12	2009-5-21	2009-6-11			
600335	*ST 盛工	停止实施		5.61	11,000	6.17	2009-5-25	2009-6-24			
600180	*ST 九发	停止实施	2.21		52,810	11.67	2009-6-6	2009-6-24			
600416	湘电股份	停止实施		18.61	5,000	9.31	2009-6-6	2009-6-23			
600259	广晟有色	停止实施	16.82		4,754	8.00	2009-6-18				
002130	沃尔核材	停止实施		7.85	8,100	6.36	2009-6-20				
000681	*ST 远东	停止实施	2.03		20,804	4.22	2009-7-4	2009-7-22			
000400	许继电气	停止实施	15.18		11,124	16.89	2009-7-6	2009-11-28			
000023	深天地 A	停止实施	7.11	7.11	8,200	5.83	2009-7-9				
600358	国旅联合	停止实施		4.92	8,000	3.94	2009-7-15	2009-8-15			
000961	中南建设	停止实施		10.21	12,000	12.25	2009-7-17	2009-8-4			
002200	*ST 大地	停止实施		18.64	2,500	4.66	2009-7-17	2009-8-18			
600235	民丰特纸	停止实施		5.54	6,000	3.32	2009-7-18				
000671	阳光城	停止实施		21.55	15,000	32.32	2009-7-20	2009-8-7			
000718	苏宁环球	停止实施		13.35	38,000	50.73	2009-7-21	2009-8-11			
600159	大龙地产	停止实施		5.67	14,000	7.93	2009-7-21	2009-8-22			
600774	汉商集团	停止实施	6.32		2,373	1.50	2009-7-21				
000717	韶钢松山	停止实施		4.39	57,000	25.02	2009-7-22	2009-8-11			
600082	海泰发展	停止实施	7.42		12,925	9.59	2009-7-28	2009-8-21			
600368	五洲交通	停止实施		6.51	20,000	13.02	2009-7-28	2009-12-5			
600584	长电科技	停止实施		4.55	14,000	6.37	2009-7-28	2009-8-18			
600102	莱钢股份	停止实施	11.18		64,248	71.83	2009-8-7				



600240	华业地产	停止实施		7.26	30,000	21.78	2009-8-11	2009-8-27	
600503	华丽家族	停止实施		13.25	10,000	13.25	2009-8-12	2009-9-16	
000043	中航地产	停止实施	8.89	8.89	24,816	22.06	2009-8-19	2009-9-5	
600807	天业股份	停止实施		8.15	2,699	2.20	2009-8-19		
002016	世荣兆业	停止实施	8.12		10,100	8.20	2009-8-21	2009-9-8	2009-12-16
600744	华银电力	停止实施	5.44		4,040	2.20	2009-8-21		
000805	*ST 炎黄	停止实施	2.70		19,090	5.15	2009-8-25	2009-9-10	
000009	中国宝安	停止实施		11.17	10,000	11.17	2009-8-26	2009-9-11	
600791	京能置业	停止实施	5.71	5.71	10,920	6.24	2009-9-23	2009-10-31	
002182	云海金属	停止实施		12.77	3,000	3.83	2009-9-29	2009-10-29	
600052	浙江广厦	停止实施		7.48	18,000	13.46	2009-9-30	2009-10-16	
000519	江南红箭	停止实施	11.42		1,800	2.06	2009-10-16		
600691	*ST 东碳	停止实施	9.73		14,902	14.50	2009-10-19		
000710	天兴仪表	停止实施	10.68		7,000	7.48	2009-10-21		
600683	京投银泰	停止实施	6.29		22,500	14.15	2009-10-21	2009-12-10	
600148	长春一东	停止实施		9.78	9,000	8.80	2009-10-23		
600463	空港股份	停止实施		6.81	9,000	6.13	2009-10-24	2009-11-18	
002208	合肥城建	停止实施	6.87		8,990	6.18	2009-10-29	2009-11-17	
600022	济南钢铁	停止实施		4.48	65,000	29.12	2009-10-30		
600201	金宇集团	停止实施		7.98	5,000	3.99	2009-10-30	2009-11-17	
600743	华远地产	停止实施		7.41	13,750	10.19	2009-10-31	2009-11-27	
000156	*ST 嘉瑞	停止实施	3.50		106,500	37.28	2009-11-3	2009-11-19	
600158	中体产业	停止实施	7.08	7.08	16,000	11.33	2009-11-3	2009-11-27	
600748	上实发展	停止实施		14.40	30,000	43.19	2009-11-3	2009-11-27	
600187	国中水务	停止实施	6.55	6.55	13,000	8.52	2009-11-6		
002072	ST 德棉	停止实施	8.05		32,766	26.38	2009-11-11	2009-11-27	
600223	鲁商置业	停止实施		10.12	13,000	13.16	2009-11-16	2010-1-21	
600409	三友化工	停止实施	6.71		10,798	7.25	2009-11-17		
000892	*ST 星美	停止实施	3.70		158,000	58.46	2009-11-23	2009-12-9	
000020	深华发 A	停止实施		7.19	13,000	9.35	2009-11-25	2009-12-11	
600162	香江控股	停止实施		6.60	28,300	18.68	2009-12-1	2009-12-18	
600246	万通地产	停止实施		8.68	18,000	15.62	2009-12-5	2009-12-22	
600603	ST 兴业	停止实施	6.98	6.98	16,891	11.79	2009-12-12	2009-12-29	
600576	万好万家	停止实施	7.05		27,474	19.37	2009-12-15	2009-12-31	
600078	澄星股份	停止实施		7.88	10,000	7.88	2009-12-19	2010-1-5	
600338	ST 珠峰	停止实施		12.33	4,000	4.93	2010-1-5	2010-3-19	
600523	贵航股份	停止实施	7.98	7.98	9,120	7.28	2010-1-15		
600823	世茂股份	停止实施		13.81	15,000	20.72	2010-1-21	2010-2-6	
600658	电子城	停止实施		10.67	10,000	10.67	2010-1-26	2010-3-30	
000860	顺鑫农业	停止实施		16.32	11,000	17.95	2010-1-29	2010-3-9	
000006	深振业 A	停止实施		5.00	22,500	11.25	2010-2-3	2010-2-26	



600146	大元股份	停止实施		19.49	11,000	21.44	2010-2-3	
002159	三特索道	停止实施		8.30	3,000	2.49	2010-2-10	2010-3-11
600438	通威股份	停止实施		10.38	9,500	9.86	2010-2-11	2010-3-30
000526	旭飞投资	停止实施	9.26		13,402	12.41	2010-2-12	2010-3-9
600261	阳光照明	停止实施		16.42	6,000	9.85	2010-2-25	2010-3-19
600734	实达集团	停止实施	7.34		38,103	27.97	2010-2-25	
600745	中茵股份	停止实施		4.98	12,000	5.98	2010-2-25	2010-3-19
000046	泛海建设	停止实施		11.08	40,000	44.32	2010-3-2	2010-3-25
000150	宜华地产	停止实施	7.81		17,214	13.44	2010-3-4	2010-3-20
000836	鑫茂科技	停止实施		7.54	10,920	8.23	2010-3-23	2010-4-8
600208	新潮中宝	停止实施		5.45	24,000	13.08	2010-3-27	2010-4-14
600960	渤海活塞	停止实施		10.45	10,000	10.45	2010-3-27	
600565	迪马股份	停止实施	6.72		65,000	43.68	2010-4-3	
600704	物产中大	停止实施		18.46	8,500	15.69	2010-4-9	
002062	宏润建设	停止实施		13.28	4,050	5.38	2010-4-10	2010-4-27
600383	金地集团	停止实施		6.83	72,000	49.18	2010-4-13	2010-4-29
000545	*ST 吉药	停止实施	10.43		17,807	18.57	2010-4-14	2010-4-30
000024	招商地产	停止实施		20.60	25,000	51.50	2010-4-20	
000420	吉林化纤	停止实施		5.90	20,000	11.80	2010-4-22	2010-6-8
600984	ST 建机	停止实施	7.22	7.22	7,674	5.54	2010-5-7	2010-6-5
600579	ST 黄海	停止实施	7.95	7.95	16,230	12.90	2010-5-8	
600455	*ST 博通	停止实施	8.35		5,390	4.50	2010-5-11	2010-5-21 2009-12-28
002129	中环股份	停止实施		11.75	9,000	10.58	2010-5-18	2010-6-8
000965	天保基建	停止实施		10.18	24,558	25.00	2010-5-22	2010-6-18
000790	华神集团	停止实施		8.92	3,200	2.85	2010-6-5	
002145	*ST 钛白	停止实施	7.63	7.63	35,393	27.00	2010-6-5	2010-6-26
000540	中天城投	停止实施		5.17	30,900	15.98	2010-6-11	2010-6-30
000537	广宇发展	停止实施	9.88		60,018	59.30	2010-6-12	2010-6-29
601390	中国中铁	停止实施		4.00	154,035	61.54	2010-6-19	2010-8-13
600105	永鼎股份	停止实施		8.33	7,560	6.30	2010-6-21	2010-7-13
002141	蓉胜超微	停止实施	13.17		7,798	10.27	2010-6-24	
000558	莱茵置业	停止实施		3.93	21,250	8.35	2010-7-3	2010-7-20
002133	广宇集团	停止实施		5.56	12,500	6.95	2010-7-3	2010-7-22
600640	中卫国脉	停止实施	11.02		13,754	15.16	2010-7-9	
000652	泰达股份	停止实施		6.79	16,690	11.33	2010-7-13	2010-9-18
002244	滨江集团	停止实施		8.20	15,000	12.30	2010-7-21	2010-8-6
600555	九龙山	停止实施		4.11	18,000	7.40	2010-8-4	2010-9-2
600136	道博股份	停止实施	8.89		3,129	2.78	2010-8-5	2010-8-21 2009-12-31
600421	ST 国药	停止实施	4.53		50,936	23.07	2010-8-5	2010-8-23
600502	安徽水利	停止实施		8.95	6,000	5.37	2010-8-6	2010-8-24
600870	ST 厦华	停止实施		4.88	23,000	11.22	2010-8-11	



绝对收益深度研究报告

000679	大连友谊	停止实施		15.14	6,000	9.08	2010-8-12	2010-8-28		
600325	华发股份	停止实施		11.18	25,000	27.95	2010-8-13	2010-9-1		
000506	中润投资	停止实施		5.66	13,000	7.36	2010-8-23	2010-9-8		
000785	武汉中商	停止实施	8.17		4,090	3.34	2010-8-23	2010-9-18		
000408	ST 金谷源	停止实施	7.45	7.44	6,800	5.07	2010-8-31	2011-1-12		
600614	鼎立股份	停止实施		5.98	8,300	4.96	2010-9-7	2010-9-28		
002139	拓邦股份	停止实施		19.41	1,700	3.30	2010-9-18	2010-10-28	2011-3-8	2011-4-1
600648	外高桥	停止实施		13.90	20,000	27.80	2010-9-28	2010-10-20		
000502	绿景控股	停止实施	10.77		14,047	15.13	2010-9-29	2010-10-15		
000918	嘉凯城	停止实施		7.83	25,000	19.56	2010-10-20	2010-11-5		
600643	爱建股份	停止实施	12.21		22,040	26.91	2010-10-30	2010-11-17		
000611	时代科技	停止实施	6.66		2,099	1.40	2010-11-10			
600016	民生银行	停止实施	4.57		470,000	214.79	2011-1-8			
600556	*ST 北生	停止实施	2.60		135,000	35.10	2011-1-12	2011-1-29		
002129	中环股份	停止实施		15.92	15,000	23.88	2011-1-13	2011-4-29		
600365	*ST 通葡	停止实施	8.66		4,643	4.02	2011-1-19			
600893	航空动力	停止实施	11.91		33,305	39.67	2011-2-17			
002099	海翔药业	停止实施		20.72	2,510	5.20	2011-2-25	2011-3-18		
600490	ST 合臣	停止实施		14.64	1,300	1.90	2011-3-1			
000695	滨海能源	停止实施	11.30	11.26	8,200	9.27	2011-3-22			
600048	保利地产	停止实施		8.76	118,300	103.62	2011-3-25	2011-4-20		
600507	方大特钢	停止实施	4.39		27,214	11.95	2011-3-26	2011-4-13		
002342	巨力索具	停止实施		19.75	6,100	12.05	2011-5-17			
600810	神马股份	停止实施	11.99		11,213	13.44	2011-5-24			
601989	中国重工	停止实施		7.43	153,920	114.43	2011-6-4	2011-6-25		
601766	中国南车	停止实施	6.02		182,724	110.00	2011-6-15			
600765	中航重机	停止实施	15.31		9,451	14.47	2011-6-21			
601299	中国北车	停止实施		6.10	168,000	102.48	2011-7-5	2011-7-21		
000727	华东科技	停止实施		11.87	6,150	7.30	2011-8-5			
600323	南海发展	停止实施	10.38		5,780	6.00	2011-8-24			
600313	ST 中农	停止实施		6.73	6,000	4.04	2011-10-10			

资料来源: wind, 中信建投研究发展部



分析师介绍

宁乔：清华大学电子工程学士，中科院计算机硕士，绝对收益分析员，从业 3 年。专注于利用概率统计和数量化比较进行公司资产重组、融资前后的盈利分析和价值发现。

张朝晖：对外经济贸易大学工商管理硕士，绝对收益分析员，从业 12 年。专注于公司重组、兼并、收购、再融资前后及过程中的投资价值发现。

报告贡献人

武超则 85130410 wuchaoze@csc.com.cn

周晨 85130411 zhouchenbj@csc.com.cn

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010