

聚焦 FOCUS 定向增发投资生态(上)

# 定增股板块生态恶化 A股低迷成硬伤

证券时报记者 谭恕

超额收益宝”定向增发股今年遭遇全面亏损。随着A股迭创新低,定增股投资生态链正面临严峻考验。

没有买到2012年的股票,却撞上了罕见冰山。”国内某专业机构一研究员如此评价定增股困境。在团队深入研究5个企业定增项目后,母公司最终投资了其中一个,这成为该机构今年唯一一单定增股投资。而过去6年,该机构共投资27个定增项目,2009年曾以平均150%的盈利利率跻身国内定增投资五强。

现在,公司不得不迅速收缩投资战线,定增在公司业务的占比直线下降。前几年定向增发投资是主业,现在定增业务即整合并入母公司其他项目组。”

令人担忧的不只是个案,这已成为A股普遍现象。去年部分股票解禁期尚有10%左右浮盈,现在全面亏损,近7年的超额收益不再!二级市场极寒逆向传导至发行市场,定向增发投资生态链已现恶性倒逼一幕。

## 规模优势不再 全面亏损来临

东方证券的定增股模拟账户在今年3月份已经空仓,资深定增股研究员胡卓文说:“低迷市道下定增股破发不是馅饼,而是陷阱。”

同期,中金证券研究员汪超曾认为,“预案破发”和“实施破发”股仍能补涨。事实是,若当时买入则深度被套。理论上定增股破发带来的机会被股指大跌击得粉碎,残酷大跌让汪超的预期无法兑现。

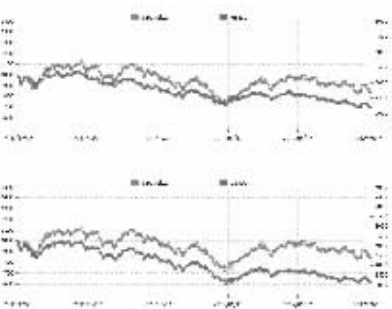
二级市场资金正在破发定增股中越陷越深,再融资之初认购的机构投资者,日子过得更艰难。数据显示,今年两市解禁的94只定增股已大面积破发。解禁日机构损失惨重,另一部分投资者在12个月锁定期内看着股价大跌干着急。

按业内经验,一个定增项目募资规模在3亿元左右较受欢迎,实力基金或至少投资3只定增股。以每只投入3000万元计,资金门槛不低。将鸡蛋分放不同篮子,既有规模优势,又平抑项目风险。但严格的风控流程,难以阻挡A股系统性下跌带来的全面亏损。一年前播种,不仅颗粒无收,还遭遇本金重创。博弘数君总经理刘宏介绍:“解禁期一到,被套股票我都会卖掉。不

## 定向增发超额收益来自四方面

一、按规定,定向增发价不低于定价基准日前20个交易日平均股价的90%,定价基准日让机构投资者拥有了一定的定价权和谈判权。定向增发实施价格相对于二级市场价格一般具有20%至30%折扣。二、定向增发目的一般是增加产能、新增业务或改善公司经营情况,这都将给上市公司带来成长机会和基本面的巨大提升。三、定向增发项目首先要经过证监会的严格审核,后续的主要参与方机构投资者又有实力和专业知识对增发募集资金投资项目做更强更深入的研究,双重把关。四、定向增发项目中有50%以上案例

有大股东或其关联方参与,公司有更大动力做好业绩。(信心整理)



历史行情中定增指数仍多跑赢沪深300(上图)和中证500(下图)

均每股定增的募资能力看,7年来由2006年最低募资487元股跃升至2011年的1144元股,今年回落至735元股。

数据显示,定向增发股平均每股募资能力曾经出现两个峰值,分别是2011年的1144元股和2008年的11.39元股。业内人士认为,2006年定增股投资机会并未被市场广泛认同。因此,其募资能力处在历史最低点。随着定增股机会不断被资金发现和牛市行情的推波助澜,2007、2008年的募资能力也稳步提高到9.61元股和11.39元股。而金融危机后A股大幅调整,成为2009年和2010年募资能力下降的主要原因。

已经无法用简单的套利来解释定向增发折溢价空间;已经不能用破发后定向增发股的理论价值来诠释投资的切入点;只有深度触及认购者的盈亏本质,深度观察A股极寒带来的生态链传导,才可感知定增股的投资价值。

管盈亏基本会在一个月内清仓。”抛开大笔资金成本不计,按刘宏思路,一年多前折价认购的境内外投资者盈利几乎全军覆没。记者统计发现,有些个股的跌幅甚至超过发行价的60%。机构投资者投入越多,“伤势”越重。

江苏瑞华坐拥70多亿庞大资金,出手阔绰,号称业界定增股第一大机构。2006年至2011年间,公司共投资过93只定增股。数据显示,今年已解禁的江苏瑞华持股中,16只个股全部亏损,其中恒邦股份解禁日较增发价大跌52.89%,单只个股亏损达1.32亿元。虽然尚有7只个股未到解禁期,但江苏瑞华已损失达4.74亿元之巨,亏损比例29.40%。

亏损比例高达29.50%的天堂硅谷,3只解禁股就亏损1.03亿元。近两年迅速在定增市场中爆发的博弘数君股权投资基金亏得一点也不含糊,17只解禁股亏掉3.68亿,亏损比例27.34%。

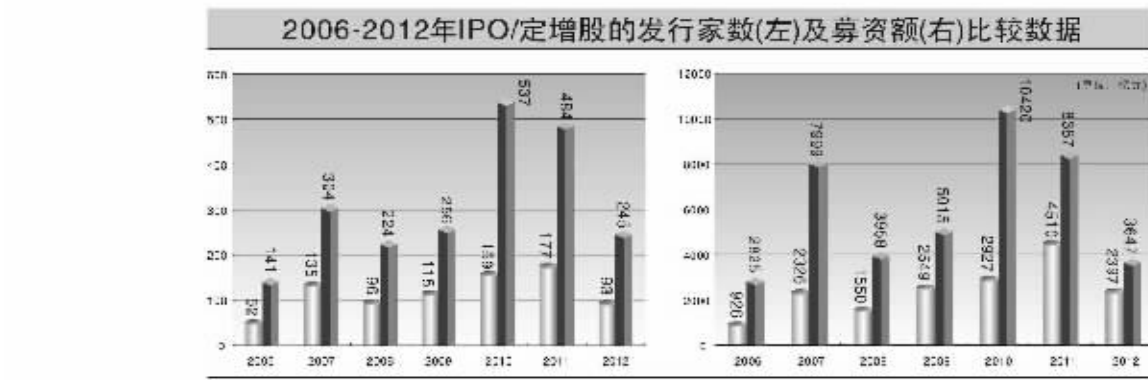
## 定增底线反复调降 定增计划频现搁浅

二级市场股价大跌,使解禁日和锁定中的投资者大亏,也使增发进程中的公司定增价和股价严重倒挂,进一步施压定增股发行。

证券时报网络数据部统计显示,截至9月20日,在296家上市公司今年相继抛出的定向增发预案中,最终实施的不过10家,143家公司已现股价增发价倒挂。更多的公司在不断调降发行价格、发行规模,以适应市场需要,渴求顺利募集资金。定向增发只是叫得响,发行起来很艰难。”业内人士如此评价。

今年1月,东源电器5天内大跌31.24%,此后大半年,股价一直在底部徘徊。虽然发行底价和发行规模仍为6.33元股和不超过700万股,9月4日公司将募资规模底线由4.4亿元调整为3.97亿元。

锡业股份去年8月2日股价尚处30元高位之际,拟定增不超过1.55亿股,发行底价27.95元股。一年后,



## A股极寒影响定增生态链示意图



数据来源:证券时报网络数据部 本版制图:翟超

股价近腰斩,最低18元。8月7日,公司调整方案,虽募资规模底线提高到2.44亿股,发行底价降低到16.66元股,但整体募资规模减少了3个多亿。

不断向市场妥协的增发方案比比皆是。尽管抛出无数利好刺激,澳耐股份、美锦能源等23家公司的定增计划仍彻底搁浅。8月初,澳耐股份公告终止增发计划。去年10月,澳耐股份抛出9.5亿元定增方案,当时确定定增底价12.56元股,其后公司股价持续下跌,其时收盘股价仅7.6元。甚至尚未来得及提交股东大会审议,方案便告流产。

另一公司美锦能源虽然将终止增发事宜归咎于环评批复无法办理完毕,但长期倒挂的价格恐怕是停止增发的关键原因。根据方案,美锦能源确定增发价格16.25元股。自3月底破发以来,公司股价持续不振,其时收盘股价仅10.66元。

## 主力机构悲观 募集资金现困境

募资方一再退让,机构投资者仍不买账。绝大多数机构投资者开始“收手”——不愿出钱认购,定增股募资前景堪忧。相比寻找定增公司,当前更难的是募集资金。”博弘数君总经理刘

宏表示,定增基金占该公司业务多数,但这种现象即将改变。“固定收益类产品和本型浮动收益产品在规模上远超过定增基金。”这一表态意味着,又一家机构在淡化定增股投资。

以西安饮食为例。公司虽4次下调定增底价,一年内定增规模减少57%,发行底价降低29%,但今年4月14日,增发方案一度终止,原因是4月12日日期满仍无法找到募资对象。如果在拿到证监会批文半年内不能找到有效募资方,增发方案须推倒重来。抢到到期日自动终止为寻找募资方争取时间,实属公司的无奈之举。

此外,终止增发公司不断增多。南方建材定增在拿到证监会核准批复后半年内就没有找到合适募资方,致使批文失效,增发流产。募不到钱的窘境让上市公司头疼不已。截至目前,在定增投资上以数量和规模见长的博弘数君今年也仅投资了一只定增股。国内首家在纽交所上市、以独立第三方理财为主业的诺亚财富在去年11月2日投资的定增股酒鬼酒再不过两个月面临解禁,目前尚处盈利一倍的状态。借助白酒股强势,酒鬼酒最高时涨超120%,是今年定增亏损市场中难得一见的奇葩。

但该机构研发负责人邓伟岩表示,现在的情况不太好,下半年我们的信托产品会谨慎参与定增股。”

有钱不敢投,股市大跌导致机构悲观情绪进一步蔓延。现在全球经济形势不好,锁定期的经济形势根本无法预料,定增股市场不得不萎缩。”天堂硅谷人士称,从实际定增募资规模同IPO募资的比较看,真正募集到的资金比低迷时的前年还少。”数据显示,今年定增募资股份数比去年仅差五分之一,但募资却差一半。今年94家公司定向增发326亿股,募资仅2397亿元,较去年177家公司发行定向增发394亿股,募资已高达4510亿元。

投资定向增发股最大的风险和最不可控的因素就是股市系统性风险,例如系统性下跌。”刘宏说,由于A股不能直接做空,也没有期权,定增股投资不能做风险对冲,因此只能在弱市中谨慎。”

那么,大面积深度跌幅是否意味着定增股的投资机会来临呢?只有确立了A股真正的底部,而且进入到上升通道中,我们才会建议投资者参与定增股。”胡卓文说。

## 观点 Point

### 定增股最大魅力:新增资本成长性



刘宏 博弘数君总经理

证券时报记者 谭恕

有人说,博弘数君总经理刘宏用指数化的方式投资定增股是最聪明的做法。理由很简单:任何一个超额收益的市场最终是要向平均收益靠近。定增股是有套利空间的。今年的定增股投资出现大面积亏损,无论是二级市场投资者,还是认购者都无法套利。那么,如何认识指数化投资?投资定增股到底投资它的什么呢?特约博弘数君股权投资基金有限公司总经理刘宏回答记者提问。

### 定增基金占比将降低

证券时报记者:定向增发指数化、量化投资有什么好处?

刘宏:指数化投资是最简单的数量化投资方式,也是全球管理规模最大的基金类型。指数化投资定向增发有两大好处:一是通过分散化来化解个别项目的风险;二是系统性获取定向增发这一制度性安排带来的超额收益。这种超额收益来源于购买时折价和再融资带来的新增资本给企业注入的成长性。

我们的定增基金开始运行于2010年11月,秉承类指数化投资的原则,投资以被动管理为基础,投资权重是以发行权重为基础,有完整的程序处理候选股票的基本面资料,有一个完整的决策机制,我们的定增基金远远跑赢市场证明了这些运营机制是科学有效的。

证券时报记者:定增基金在贵公司所有投资中的占比如何?

刘宏:本公司致力于中国特有机会的数量化投资”,目前的产品包括定增指数化投资基金,以合成的保护性期权来管理投资组合风险的动态对冲股票基金,以合成期权作为投资工具的保本型浮动收益基金,以及专门投资高信用风险产品的固定收益产品。尽管目前定增基金占本公司业务总量的大多数,但是这种现象即将改变,固定收益产品和以固定收益产品为基础的保本型浮动收益产品将在规模上远超过定增基金。

证券时报记者:你们设立的定增指数整体表现如何?

刘宏:我们定义的定增指数其实就是全样本投资定增股票的假想基金的净值走势。该假想基金(指数组合)中的股票权重即发行金额权重,指数的计算方法就使用本基金的估值算法。目前看,该指数用来衡量定增投资的绩效还是很好的。我们的基金跑赢了定增指数,而此定增指数也跑赢了沪深300。

### 择时 折扣 成长性

证券时报记者:在定增股收益整体大跌背景下,定增股仍然是中国A股投资最好的机会之一吗?

刘宏:定增指数化投资具有超额收益是该投资的生存依据,只要这个超额收益还在,定增指数化基金就有存在的理由。但是,就像有理由存在的其他各种交易策略一样,定增指数化投资并不完美,它是作为投资者个性化选择的一个候选项目而已,而投资者的个性化选择除了个性化配置其风险收益偏好外,还包括其个性化选择进出市场的择时点,特别是对于这种向市场100%敞口的指数基金,择时更重要。

证券时报记者:定增股的吸引力在哪里?你们如何选择定增股标的?

刘宏:定增的好处就是两个:一是购买折扣,更多的是新增资本带来的成长性。我们有自己的投资原则:刚刚炒过的不投、募集资金不用于主营业务的不投、大股东或实际控制人有套现意图的不投、净资产回报率不达标的不投、有负面传闻的不投等等,我们的投资期限就是定增股票发行后的锁定期。因为我们的基金是设计成定增投资的,不能叠加二级市场炒股票的成分,何况过了锁定期的股票不再有折扣贡献,如再投资新的定增股票更好。

# 定增股募资能力大幅回落

平均募资由2011年11.44元/股降至2012年7.35元/股

证券时报记者 谭恕

二级市场股价大跌成为定增发行的“杀手”,定向增发股平均每股的募资已由2011年的11.44元下降至2012年的7.35元,今年定增股的每股募资能力较去年大幅回落35.77%。

短短几年,定向增发已经成为中国A股市场继IPO之后最主流的融资方式之一,但定向增发的吸金能力也随A股涨跌起伏不定。

证券时报网络数据部统计显示,2006年至今的7年间,共有827家上市公司在A股市场定向增发股份2028亿股,总共募集资金17187亿元。而就平

均每股定增的募资能力看,7年来由2006年最低募资487元股跃升至2011年的1144元股,今年回落至735元股。而去年177家公司发行定向增发394亿股,募集资金已高达4510亿元,股份数相差五分之一,但募资却相差一半。在2011年单股定增吸金能力创历史新高后,今年大幅回落35.77%。

今年定增股的每股募资能力比2010年更弱,94家上市公司定向增发326亿股,募集资金仅2397亿元。而去年177家公司发行定向增发394亿股,募集资金已高达4510亿元,股份数相差五分之一,但募资却相差一半。在2011年单股定增吸金能力创历史新高后,今年大幅回落35.77%。



2006-2012定增股年平均每股募资能力