聚焦 FOCUS 定向增发股投资生态（下）

定向增发市场三股势力争天下

私募基金机制灵活，更受上市公司青睐

时伟翔

现在是最坏的时候，也是最好的时候？

定向增发从2006年出现绝对正收益和巨大超额收益后，逐步被市场充分发掘，产品规模越来越大，成为另类投资的主流产品。2006年定增启动以来，以参与定增的固定化投资策略可跨越牛熊，取得高收益率。即使在2008年熊市，绝对收益率仍高达55%。

三分天下

无疑，在定增股野蛮生长中，大股东、机构投资者（含公私募基金、投资公司、信托、QFII、社保等）、自然人已三分天下。证券时报网络统计数据显示，机构投资者在6年间的认购规模高达15100亿，大股东达1521亿，自然人达679亿。近两年参与定增的基金规模大幅增加，金融资本在以发行日溢价率和持有期股价上涨为核心的盈利中迅速壮大。但随着股市大跌，多数定增股破发。现在是定增股投资最好时机还是整体收益率将趋势性续跌？

溢价率大降

从参与收益的投资者类型看，一类是参与增发，一类是投资增发类股票。参与定向增发则持有期一年，而在二级市场参与，在解禁后的一年内超额收益较明显。这说明市场一直以来对定增股给予正面评价。同时参与定增的投资者在持有期间是定增投资者，而持有期过后，可根据公司质地择机买卖。所以定增多为对公司的长远发展有利，才能够吸引投资者的购买。

2012年以来，定增股出现大面积亏损。69家可参与的定增公司中，折价发行的49家，平均折扣率9.7%。但从发行日至今的持有期，56家负收益，平均亏损率-9.91%。但由于解禁期尚在一年以后，当前仅为账面亏损，两者相差不大。如果明年股市小涨，则今年投资定增股赚钱概率还是较大的。而去年定增发行、今年解禁的股票大规模破发，与发行日收盘价相比，平均折价24%。由于投资者的大规模参与，发行的折扣率也大幅降低到19%。所以去年参与的投资者出现了明显亏损，但相较大盘来30%的跌幅，尚有较明显的相对收益，但已打破旱涝保收、超额收益巨大的历史纪录。

此外，随着股市大幅下跌，发行日的折价率开始大幅下降，今年以来仅9%。市场的节奏变化显示市场对增发事件还是给予正面评价，但折价率已大幅降低。从可供参考的21家定增型基金来看，仅有一家净值微幅下跌，其他收益均为正。这说明虽然整体收益率降低，但是相对于大盘的超额收益仍较明显。

私募将更受宠

作为上市公司的一种募资方式，从美国经验发现，随着股市陷入低迷，不少上市公司逐渐发现股票不再像以前那样是为公司发展提供成本低廉的资金。上市公司不得不转向私下募股来筹集资金。从投资定增的收益率看，从20世纪70年代起，国外大量的文献证明几乎所有国家的资本市场都存在私募发行的折扣率和短期正向的宣告效应。但从私募发行后公司未来股价的长期表现和公司业绩方看，不同国家的资本市场差异很大。就我国情况看，定向增发对公司的业绩具有明显的正效应。

在折扣率上，美国SEC报告中指出私募发行平均折扣率大概为30%。从宣告效应看，1989年以前宣告期的平均累积超额收益为4.5%；2001年前发现宣告前后3天私募发行的累积超额收益为2%。香港市场的宣告日平均累计超额收益为3.51%。

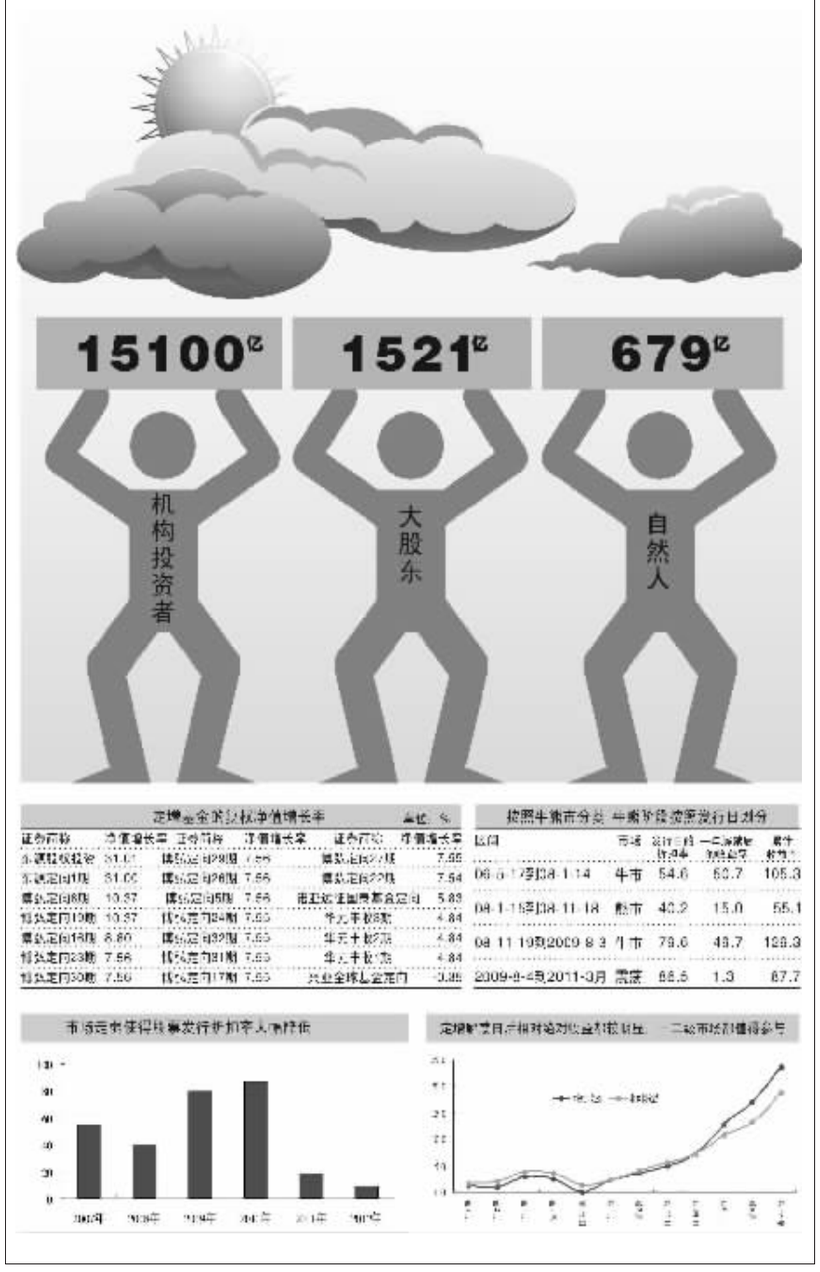
市场底宜抄定增股

虽然2011年以来参与定向增发获取的收益率相对于前期出现大降，但是从投资业绩的绝对收益和相对收益看，还是可以给投资者带来良好回报，尤其从相对收益看还是非常明显。借鉴了国际经验，经过历史的长时间检验，定向增发的折扣和正宣告效应是存在的，20%~30%的折扣和3%~5%的正宣告效应该投资带来较好的安全边际和投资回报。

历史经验显示，在调整市场中，上市公司愿意定向增发募集资金，而历史业绩也证明，这一时期投资定增股的回报会非常丰厚。建议在底部位置要勇于参与定向增发股。

（作者系国泰君安策略分析师）

在定向增发市场，机构投资者、大股东、自然人三足鼎立，各势力派别顽强生长。数据会告诉您一个没有注意到的事实，一个您也许还看不清的定增投资路。



“天津系”崛起 295亿逐鹿定增股

证券时报记者 谭恕

在群雄争霸、定增股野蛮生长年代，至少涵盖了51家专业股权投资机构的“天津系”，以6年295亿元认购规模逐利163只次定增股而快速崛起，成为定增市场不敢小觑的力量。“不仅有显著的专业取向、斩获丰厚，而且弱市中，‘天津系’对定增股依然保持进取投资，不愧是定增投资的主心骨。”业界评价中，“天津系”俨然机构关注的一个指标。

特色定增 关注稳健和成长性

295亿元定增股认购规模的背后，“天津系”透露出明显的专业投资取向。

“天津系”的“重口味”是钟情中小板，注重成长性。数据显示，在定增的163只个股中，有60只为中小板个股。身处“天津系”的博弘数君总经理刘宏表示：“除购买价格折扣之外，定增股的最大不同是公司会拿到一大笔新增资本，且对应着募投项目，因此定增股的表现将严重依赖于募投项目的情况。成长性是我们最终的选择。”中小板中报业绩显示，部分公司成长性比主板的平均水平要高出15%以上，而资金投向往往和公司业绩、成长性紧密关联。“‘天津系’的公司每年都会暗暗比较一下业绩，有时候在同一个项目中会碰头。”一天津系研究员这样透露。记者发现，在很多个股中，出现了“天津系”集中持股的扎堆现象。2010年定向增发的天润曲轴项目中，天津六禾碧云、天津景隆融尊、天津博弘数君、天津武科创盈联股权投资基金等四家各持股780万、191.18万、790万和860万股。虽然仓位轻重不一，但对成长性有明显认同感。而在民和股份、合兴包装、智光电气、银轮股份、德豪润达、沧州明珠等个股中，纷纷出现集中持股。

此外，谋求稳健回报也是“天津系”侧重的。从行业属性看，汽车、港口、高速、医药、化工、商贸、电力、煤炭、水泥等传统行业皆有覆盖。而与此类似，记者也看到“天津系”再度扎堆。如连云港定增中，天津博弘数君、天津证大各投资1300万和500万元。与中小板公司不同，传统行业的主板公司，上市时间长，管理团队稳定。有参与投标者评价：“定增项目中公司净资产在10来亿的较多，定增规模一般13~14亿左右，通常是现金认购，大笔认购资金交给成熟团队，加上业务有基础，当然有希望用资本砸出成长性。”

51家“天津系”成员公司在163只定增股中纷纷扎堆，295亿资金平均下来，每一家单笔投资就高达1.94亿。在定增界，这已是不小的单位投资量，“天津系”可谓出手不凡。

追溯“天津系”的由来

“天津系”非天津本地系，资金并非来源于行政天津区域。某种意义上，“天津系”是注册在天津、汇聚了中国优质金融资本的机构投资者统称。从公开信息看，“天津系”至少涵盖了51家实力机构，除3家属性产业资本外，其他48家均为私募基金、信托和股权投资公司。毫无疑问，大股东、机构投资者和自然人在6年多的定增市场驰骋，衍生出以地域、特色投资为代表的各种不同流派。“天津系”与中国天津滨海新区相伴而生，她的崛起正是6年定增市场蓬勃发展的见证。

2006年，中国天津滨海新区诞生之际，为开拓资金渠道大力发展滨海新区经济，政府针对金融资本和股权投资出台的税收优惠和投资门槛抛出诱人条件。业内人士介绍，早期滨海在股权投资单个投资人募资门槛低至300万，而同期，沿海和经济发达地区的普遍在500万到1000万之间。这意味着，股权投资募资中，“天津系”不仅享受税收优惠，而且募资对象更宽泛，募资难度更小，同时股权投资效率更高。在国内知名定增机构投资者中，除江苏瑞华之外，定增股专业大户如博弘数君、天堂硅谷、天津证大、六禾碧云、景隆融尊、东源股权投资等都纷纷在天津设立子公司。

“但前不久已经实行新老划断，”资深人士透露，“6月底后在天津滨海注册的股权公司股权投资单个投资人募资门槛将提高到1000万。”这意味着，天津的这一细分门槛已与深圳、北京等地趋同。伴随定增市场6年多的发展，前“天津系”成员在享受到政策激励后，已在金融业务和金融资本成长上领先于后来者。

数据来源：证券时报网络数据部 本版制图：翟超

不得不说的故事：三个自然人长成“大户人家”

证券时报记者 谭恕

在定增认购中，作为特殊自然人，张近东、李东生等名字并不陌生。但6年时间，400多位自然人、522笔定增认购记录、679亿投资规模，其间数不清的资本故事恰恰是更多陌生的个体写成的。只能揭开一隅，体会定增市场最小个体的成长痕迹。

有三个人是可以载入定增市场成长历史的，他们的名字叫沈汉标、张传义、刘益谦。定增股认购记录中，张传义和刘益谦真正参与认购的时间是从2008年开始的。沈汉标更晚一年，2009年入市。但是，似乎印证了“后来居上”这个词的预言，两年时间，沈汉标投资了8只定增股，资金规模达3.26亿，这个规模一点都不亚于一个基金。而另外两位，刘益谦3年投资了6只股票，资金规模39.66亿。这让记者一度不敢相信这个数据，但这是真的。刘益谦创下了A股定增市场个人投资最大的纪录，成为中国定增市场上自然人认购的历史标杆。所以，沈汉标是基金的话，从体量来看，刘益谦不亚于一个公募基金。相对来说，张传义似乎“稳健”一点，3年投资8只定增股，资金规模3.03亿，时间成本和资金成本分摊得更低。

有意思的是，这三个人出现在定增市场都是在2008年的大牛市之后。时间上的切换，使人联想：2008年之前，他们是另一个市场的胜利者，才有庞大的资金来捧场定增股。从他们的投资兴趣看，各不相同。刘益谦以权重股为主，似乎延续了上一波牛市的风格：浦发银行、金地集团、东方电气、保利地产等，个个耳熟能详。记者分析，或许自有资金的规模决定了他对安全性的考量，权重意味着稳健回报。沈汉标和张传义只在一只股票上表现出同样的兴趣：东晶电子。沈汉标则更像一个老资格的定增股“枪手”，在他投资的个股中，小盘股最多。小盘股与高成长性休戚相关，沈汉标的思路在几年以后依然风行。张传义也不示弱，闽福发、新大陆、浪莎股份、沧州明珠、国统股份、北斗星通、东晶电子、升达林业，成长性也非常可人。

时间上的切换、风格上的与时俱进，不得不让人感受到，真正有心金融资本成长的个体正在中国的A股市场沉淀下来。虽遇风雨，但这些专注而沉淀的资本仍在悄悄地长大。正是这些人，成为了自然人投资群体中的主流。

沈汉标	张传义	刘益谦
丰乐种业、长征电气	闽福发、新大陆	高鸿股份、浦发银行
国脉科技、正邦科技	浪莎股份、沧州明珠	首开股份、金地集团
红宝丽、东晶电子	国统股份、北斗星通	东方电气、保利地产
达意隆、川润股份	东晶电子、升达林业	

小心翼翼尝增发蛋糕 QFII挑大弃小

证券时报记者 陈春雨 付建利

与国内机构抢定增蛋糕比，合格的境外机构投资者（QFII）要谨慎得多。事实上，除今年耶鲁大学和美林国际捧场格力电器定增外，上次出手还要追溯到2010年，而主要参与期在2006年，参与标的也以主板公司为主。

今年1月13日，格力电器公开增发，计划发行近1.9亿股，价格17.16元/股，融资规模不超过32.6亿元。按规定，网下申购部分为A类和B类。前者申购数量1500万股以上且承诺锁定期3个月，后者则为50万股以上且无锁定期。结果显示，获得配售的A类机构投资者共4家。除了两只社保基金外，耶鲁大学及隶属于美林国际的海通-汇丰-MERRILL LYNCH INTERNATIONAL现身其中，分别获配2576万股和3778万股，而国内基金则主要参与了B类认购。

这是QFII时隔一年首次参与A股上市公司增发。2010年8月，同样是耶鲁，同样是家电业，在其出手美的电器定增后，再无QFII踏足。从股价表现看，格力电器并未让QFII失望。截至5月4日解禁时，格力电器股价涨至22.05元，较17.16元增发价上浮28.5%，两只QFII共获利超3亿元，赚得盆满钵满。

因先天的折价优势，定增对机构来说有着莫大吸引力。数据显示，2011年共有179家上市公司完成定增，全年共募集资金4368.5亿元，较2010年增加逾两成，而QFII表现却越发冷淡。

统计显示，QFII参与定增最积极的是在2006年。当年，11家QFII参与了23上市公司定增；2007年双双锐减至7家，到2008年仅剩下两家，2009年和2010年分别有4家和3家QFII参与，而到2011年，该数据为零。

比尔和梅琳达盖茨基金共参与5家上市公司增发，其中有4次是发生在2006年。当年，该基金在天威保变增发项目中获配150万股，增发价格17.6元。由于恰逢牛市，2007年6月6日天威保变解禁时，收盘价已飙升至61.58元，超过增发价格3倍，获利6597万元。同年在中储股份、山西三维和华微电子3只定增股中却险些折戟沉沙。由于这3只个股的禁售期更长，到2008年之后才解禁上市。此时大牛市已过，股价在过山车之后与2006年的增发价相差无几。而此后，比尔和梅琳达盖茨基金明显减缓了定增步伐，在2006年之后，其除了在2008年参与龙净环保定增获配800万股外，再没有参与任何定增，参与定增次数较多的当属富通银行，先后定增17个项目，如浦发银行、国投电力、航天电子、保利地产等，而11只集中在2006年及以前。

总体看，QFII参与定增的目标以大公司为主。在QFII参与定增的43家公司中，仅有4家是中小板上市公司，其余均为主板上市公司，如中信证券、浦发银行、万科A、美的电器等。

六年间部分主流机构定增规模数据