

建立四因素模型选股 分享定增馅饼

——以刚泰控股为样本的定向增发案例解剖分析



中国上市公司研究院

近年来,上市公司定向增发逐渐流行起来。定向增发不仅成了上市公司募集资金的主流模式,也受到二级市场投资者的追捧。统计显示,2014年,478家上市公司实施了定向增发,增发股份达1156.87亿股,扣除发行费用,实际募集资金高达6821.72亿元。

定向增发是馅饼也是陷阱

虽然定增成了上市公司募集资金的主流模式,但不同公司增发的效果却有较大反差。由于时间关系,我们一时无法对定增的长期效益进行科学的评价,但至少,从二级市场的表现来看,投资者能够从增发中获取的市场机会参差不一。比如,从增发预案公告日至实施日,股价下跌10%以上的股票有30只;而同样股价飙升高达100%的股票有76只。如果计算增发实施日至2014年底的股价表现,结果同样令人惊讶。统计显示,增发实施日至2014年底,股价上涨高于100%的股票有27只。但同时,股价下跌超过10%的,也有19只。然而,2014年,上证指数的涨幅高达52.87%。就是说,部分增发的股票不仅没有跑赢大盘,给投资者增加应有的投资收益,还给持有它的人带来净损失。由此可以得出一个初步的结论,即并不是每一次定向增发都值得追捧。在一众欲意实施定向增发的股票面前,投资者务必戴上有色眼镜。

众所周知,由于每家上市公司定向增发涉及的具体情境差别甚大,增发细节纷繁复杂,要厘清定向增发路径,看出其中的要害,真不是一桩易事。不过,通过对大量数据资料的检索与审查,我们发现,增发效果比较明显的股票具有一些共同的因子。因此,本文的要旨在于归纳定向增发,从中找出几个关键的因素,以此来衡量定向增发所具有的市场效应与对公司业务发展所具有的潜力。

以刚泰控股为蓝本 构建四因素模型

这里以刚刚发布定增方案的刚泰控股600687作为分析的蓝本。

3月6日,刚泰控股(600687)发布公告,拟定向增发不超过1.88亿股,发行价格为17.57元,募集资金不超过33亿元,用于收购上海珂兰商贸100%股权、北京瑞格嘉尚100%股权、O2O营销渠道和信息管理中心及补充流动资金。本次发行对象为:刚泰集团、腾讯计算机、珂澜投资、赫连剑茹、长信-刚泰-聚利1号资产管理计划、南通元鼎、见乙实业、六禾嘉睿和淮茂投资共九名特定投资者。其中,刚泰集团为刚泰控股实际控制人控制的公司,长信-刚泰-聚利1号资产管理计划拟由刚泰控股的部分董事、监事、高管、骨干员工和刚泰集团的部分董事、监事、高管和骨干员工出资设立。简而言之,集团与公司高管合计认购了定向增发近30%的股份,这表明定向增发经过了方方面面的深思熟虑,绝没有溜奸耍滑的意味,也为日后公司业务的发展奠定了有效的利益制约机制。

公告发布后的第一个交易日,刚泰控股在二级市场上以涨停报收,成交30万股,换手率仅0.12%。第二个交易日,刚泰控股仍然以涨停

板报收,但成交放大,换手率达25%,是上市以来最大的。由此可以看出,其增发方案是被市场认可的。至于其股价日后会有怎样的表现,短期内难以做出准确的判断,但中长期而言,考察其非公开发行的约束条件,我们也许可以看出其中的道道。

就刚泰控股的定向增发方案来看,关键之处包括以下四个方面:

其一,为传统业务嫁接电子商务的羽翼。无论是收购珂兰商贸,还是瑞格嘉尚,都是在过去的业务的基础上打开新的销售渠道,开辟新的市场,扩大消费覆盖面。资料显示,珂兰公司为国内第一批涉足珠宝领域的电商企业,目前已拥有完善的线上渠道和分布在全国各大中城市的约40家体验店,积累了大量的客户资源,拥有较为成熟的O2O资源,资深的管理团队及丰富的运作经验。瑞格嘉尚是国内领先的娱乐营销公司,开展品牌植入、联合推广、衍生品开发及顾问咨询等多项业务,在品牌建设和市场营销等领域积累了丰富的运作资源与行业资源。

其二,引入电子商务与网络名企加盟,能避免少走弯路,更快达到预期的目的。电子商务是现今最时髦的概念,触网的确为股价炒作提供了最有魅力的借口。但事实上,如果网络企业没有成熟的理念与有效的技术支持,要想借此在网络新经济中分一杯羹,恐怕也不是一件容易的事,到头来,无非成为股票二级市场炒作的一个噱头。在定向增发中,刚泰控股不仅收购电子商务非常成熟的珂兰商贸与瑞格嘉尚,而且将行业翘楚腾讯计算机公司纳入进来。这对落实增发意图、完成预期目标是非常有利的。

其三,大股东、上市公司高管与增发捆绑,借此形成有效的利益机制。在本次增发中,刚泰集团认购超过4500万股,占增发总股份的23.93%,排定增对象中数量第一。而且,长信基金(长信-刚泰-聚利1号资产管理计划)认购1138.3万股,占比6.05%。长信-刚泰-聚利1号资产管理计划拟由刚泰控股的部分董事、监事、高管、骨干员工和刚泰集团的部分董事、高管和骨干员工出资设立。简而言之,集团与公司高管合计认购了定向增发近30%的股份,这表明定向增发经过了方方面面的深思熟虑,绝没有溜奸耍滑的意味,也为日后公司业务的发展奠定了有效的利益制约机制。

其四,与增发股份锁定期相匹配的业绩承诺。在本次增发中,被收购资产方股东承诺了不俗的业绩增长。其中,珂兰商贸股东珂澜投资、珂兰荟盟承诺,2015年度、2016年度、2017年度珂兰公司逐年实现的净利润分别为2000万元、4500万元和7600万元。而瑞格嘉尚股东赫连剑茹、戴二卫、凯泰厚德承诺,2015年度、2016年度、2017年度瑞格嘉尚逐年实现的净利润分别为4000万元、5400万元、7300万元。

综合上述分析,我们发现,定向增发虽然呈现出千变万化的复杂态势,但要想获得好的市场反响,并对企业未来的发展发挥实实在在的作用,具备这四个方面的条件是最基本的。可以说,电子商务、引入名企、利益捆绑以及业绩承诺是衡量定向增发质量好坏的四个基本要素。

检视一下过去大量的定向增发,好些只是昙花一现,像过眼云烟,原因也许各种各样,但大多数在上述四个基本条件上存有严重漏洞确是不争的事实。

四因素模型的理论解析

定向增发之所以成为上市公司再融资的主要手段,是市场优胜劣汰的结果。在此之前,配股一直主宰再融资市场。但是,回顾历史,我们知道,大量配股并没有达到预期的结果。其中的主要原因在于约束太软,使得配股具有较大的随意性,以致配股项目的可行性、经济性以及对资金使用与配股的整体监管都处在放任状态。比较而言,如今的定向增发在很大程度上消除了融资的冲动与盲目,为提高再融资效率铺垫了较好的基础。

而经济转型下的新常态也给上市公司提出了新要求。对于传统产业而言,新常态的特征之一就是业务流的网络化与电子化,即利用新的技术手段拓展业务的广度与深度,最终达到扩大企业的市场占有率的目的。因此,能够借用网络技术搭上新经济的快车,无疑使得企业如虎添翼。

我们注意到,中小企业是定向增发的主力。而从市场表现来看,这类企业的增发似乎更受市场追捧。主要原因不是企业大小的问题,而是中小企业的权属与利益关系为定向增发增厚了保护垫。由此而来的与管理层捆绑、业绩承诺具有较较强的经济性与约束力。而与此搭配的股权激励与员工持股也发挥着类似的作用。广泛而激烈的市场竞争最终会检验定向增发的经济效果,而处于半市场化状态的国企则很难追随市场,焕发出自己的活力。即使它们在定向增发中设计了类似机制,结果也会大打折扣。

因此,总体而言,从制度与机制层面来看,较之配股,定向增发的可靠性与可信度大幅提高。这也是市场追捧定向增发的最主要原因。

谨慎选择 动静有据

尽管定向增发成了上市公司融资的主要选择,但真正功德圆满的并不多。这其中的原因也是各式各样。大体上包括以下三种:1、借网络新经济大热的势头,仓促上马电子商务,实际上缺乏成熟有效的营运环境与支持条件;2、对定向增发对象缺乏严谨考察,对收购资产缺乏谨慎评估,使增发成为被收购方资产高价兑现的跳板,增发成了坑害上市公司与投资者的帮凶;3、定向增发之后,参与各方没有形成有效的相互制约的利益关系,更没有成为利益共同体,而是各怀鬼胎。

到目前为止,已经出台定向增发预案的公司接近800家。而预案公布前遭遇到热炒的一些增发股也大幅回落。即使是增发方案已经实施的公司,也有一些被低估的。因此,从成长性角度看,投资者面对的选择面非常大。对此,我们的忠告是:对于五花八门的定向增发,一定要擦亮眼睛,做到动静有据。

(研究员:肖国元)

股票代码	股票名称	预案公布时间	定向增发(万股)	募集资金(万元)	预案公布至2月底涨跌幅(%)
002425	凯迪电力	2014.08.20	4424.78	45000	80.04
002687	圣农发展	2015.01.23	15685.53	124845.88	80.05
300139	福日光电	2014.08.02	1100	25820	80.52
002229	金飞达	2014.12.20	48396.93	225250	80.56
002207	潍柴动力	2014.04.12	1100	20880	80.85
002185	海松软件	2015.02.13	11513.55	478595.8	80.83
300315	掌趣科技	2015.02.18	15087.47	235062.72	81.09
000976	鲁信银行	2015.02.18	100903.6	334595.85	81.11
002065	东华软件	2014.11.18	2888.86	56959.90	81.14
600588	北玻股份	2014.12.04	9857.81	183000	81.88
600278	东方创业	2014.08.28	23485.78	189595.88	83.09
002282	博深工具	2014.10.28	2532	24889.58	83.22
600288	大恒科技	2015.01.18	32895.08	30000	83.4
002151	北斗星通	2014.09.15	4678.36	113930.90	83.87
300244	蓝盾医疗	2015.01.08	2800	103584	83.87
600735	中航地产	2014.10.20	3200	30080	84.21
300013	新研股份	2014.12.09	8823.53	72000	85.01
000935	大晟资源	2014.11.28	39046.35	213440	86.72
600265	森科材料	2014.05.28	18000	132480	87.11
002373	千方科技	2014.12.17	5137.7	113800	88.04
002292	上海医药	2014.09.25	2214.02	60000	88.09
002121	科陆电子	2014.09.05	7840	63676.8	88.18
300317	联得装备	2014.08.22	1352	15995.2	88.29
600352	北江药业	2014.03.27	9870	115841	88.34
002153	石川发展	2014.09.29	5135.06	281041.03	88.37
300284	昇腾利	2014.09.15	4000	37398	89.36
002019	巨龙药业	2014.05.23	13007.41	242344.49	89.41
002175	广晟有色	2014.09.03	4459.8	71000	89.81
002684	广信股份	2014.01.18	2000	32000	70.89
300170	汉鼎股份	2015.01.28	450	5520.5	71.18
000768	中航飞机	2014.10.17	25000	330250	71.18
300292	昊海生物	2015.01.20	6163.75	94500	71.21
001912	珠江啤酒	2014.07.01	15954.95	195000	71.81
300361	永鼎股份	2014.08.07	1196.3	28950.39	73.71
600146	大禹节水	2014.10.18	20997	281038.77	74.13
002103	广联达	2014.12.10	6537.28	84000	74.36
300311	任子行	2014.09.02	2152.32	38959.99	75.99
600063	太钢集团	2014.09.25	80000	484800	76.55
000934	中核钛白	2014.09.19	133000	987180	80.19
002192	招商证券	2014.06.19	3100	15352	81.16
300083	会畅通讯	2014.07.08	3358.34	24288	82.13
000751	广宇集团	2014.09.10	35152.57	218000	82.82
600981	汇鸿集团	2015.01.23	160996.35	861448.4	83.81
601002	晋亿实业	2014.08.04	9900	80088	84.47
002141	联创光电	2014.09.08	7500	125176	85.46
002343	永顺新材	2014.12.23	18300	132628	85.64
002629	雪人股份	2014.09.10	4000	43380	85.71
002384	金马时尚	2014.11.12	5000	25850	86.32
300319	赛迪科技	2015.01.05	5897.79	58203.34	87.29
002170	芭田股份	2014.10.23	2357.27	13458.98	88.33

代码	简称	定向增发实施日期	发行额(万股)	募集资金(万元)	增发预案公布日至实施日股价涨跌幅(%)	增发实施日至2014年12月31日股价涨跌幅(%)
600711	盛屯矿业	2014.06.16	14532.2	103759.91	-18.7	342.04
000958	东方钨业	2014.01.15	18390.8	75959.38	-12.58	221.61
000547	闽福达A	2014.06.16	11370.73	43549.91	42.32	216.25
300166	东方通信	2014.01.24	1175.35	12493.95	95.29	185.15
600705	中航资本	2014.03.18	34397.0	300000	-11.87	184.95
000861	海印股份	2014.06.05	9988.02	83400	1.63	168.62
000693	华泽钴镍	2014.01.10	35078.8	188080.13	73.13	166.76
601098	太平洋	2014.04.21	70000	315800	65.22	165.82
600896	诺德股份	2014.06.27	14103.57	111481.87	8.84	160.98
601008	许云证券	2014.01.03	20358	92519.96	5.3	154.42
002372	千方科技	2014.06.05	36544.77	257175.51	159.45	137.01
600558	大西洋	2014.03.11	8961.56	85945.56	24.9	134.31
600068	葛洲坝	2014.03.26	11731.84	400000	-1	133.74
601555	东昊铝业	2014.08.05	70000	513100	3.41	132.45
600369	西昌电力	2014.02.24	50000	431000	-9.58	127
300266	兴证基金	2014.04.04	2127.66	30595.7	80.43	123.84
000100	TCL集团	2014.04.20	91722.41	199379.71	6.85	116.19
002280	方正证券	2014.08.08	21320.14	128844.75	1.52	114.83
600784	鲁银投资	2014.02.20	1155.41	40433.72	8.48	110.37
600266	北京城建	2014.08.20	50000	380000	5.28	110.29
002280	方正证券	2014.12.17	13523.4	113913.92	20.72	108.4
002252	广汇矿业	2014.02.20	9305.24	180000	17.57	108.15
300104	乐视网	2014.06.14	310.01	32950	15.89	106.99
000856	同力水泥	2014.06.20	4800	30240	-18.3	106.84
600704	广物中大	2014.08.06	20547.95	150000	21.23	106.83
002175	协鑫节能	2014.07.08	1968.32	21262.33	55.69	106.04
002131	利欧股份	2014.01.08	5564.4	42829.35	62.12	102.11

代码	简称	定向增发实施日期	发行额(万股)	募集资金(万元)	增发预案公布日至实施日股价涨跌幅(%)	增发实施日至2014年12月31日股价涨跌幅(%)
002363	杰瑞股份	2014.02.17	4286.94	300000	7.68	-30.69
000350	赛夫房产	2014.08.12	43858.88	548540.17	115.36	-21.68
800401	海源药业	2014.09.12	46250	390210	55.81	-20.58
002019	亿帆医药	2014.09.30	21989.92	174600	337.17	-20.46
002484	道恩股份	2014.11.28	954.77	11500	91.05	-19.79
002171	游族网络	2014.05.16	6277.01	388565.72	107.5	-18.4
600944	云南铜业	2014.03.09	21162.05	190000	29.75	-16.71
002148	北纬通信	2014.01.17	1452.64	50000	-53.53	-15.37
300169	天奇股份	2014.09.09	3215.43	20300	88.98	-15.33
002169	东方日升	2014.08.21	5405.41	30000	105.47	-15.05
300118	东方日月	2014.01.16	6856.85	48750	44.84	-14.99
000382	中国铝业	2014.03.19	28355.08	230000	5.61	-14.62
300114	中航光电	2014.12.10	3450.59	39589	216.62	-14.21
000889	茂业商业	2014.12.19	4985.94	74500	136.92	-14.06
300274	泰乐尔	2014.12.08	917.55	7000	27.75	-13.68
300184	力源信息	2014.08.14	2736.25	1955	151.33	-13.3
800175	赛科药业	2014.08.21	100800.43	233700	148.08	-13
002583	宏大爆破	2014.09.19	2500	60000	18.28	-12.44
002455	欧菲光	2014.09.04	10345.2	200100.38	25.32	-10.43