

上市公司定向增发有效性显现:

# 定增公司业绩整体呈增长趋势 两阶段股价正效应显著

中国上市公司研究院

在市场大环境下,定向增发与股权激励、员工持股等都被视为利好行为。研究显示,好环评定的标准与定向增发有效性研究是一致的。盲目听从市场上的各种利好利空消息而不知其深层逻辑不利于理性投资。本文希望通过定向增发目的揭示上市公司定向增发的有效性,为投资者参与定增上市公司的投资提供一定的参考。

## 定向增发受追捧 项目融资占大头

公开增发和定向增发是我国上市公司股权再融资的两种主要方式。股权分置改革在推动证券市场发展的同时,也为定向增发创造了有利条件。定向增发具备发行门槛低、定价方式灵活、融资程序简便高效等优点,这使之逐渐成为我国资本市场上股权再融资的主流方式。

2011年颁布的《上市公司非公开发行股票实施细则》将定向增发推向了一个高潮。

数据显示,自2011年以来,A股上市公司定向增发热情持续发酵,实际融资规模占股权融资总额的比例一路高涨,2014年这一比值达90%以上。2015年(截至11月9日)已超80%;相比之下,公开增发惨遭冷落,2014年全年募集3.65亿元,占比远远小于1%,2015年至今还未出现公开增发案例。不仅如此,定向增发对业绩的支撑作用,无论是对于长期投资者还是短期投资者来说,都具有强大的吸引力。

如此,研究探讨上市公司定向增发的有效性至关重要。上市公司通过定向增发获得资金支撑,可用于补充流动资金、集团公司整体上市、实际控制人资产注入、引入战略投资者、公司间资产置换重组、壳资源重组、配套融资、融资收购其他资产、项目融资等。不同融资目的下,上市公司定向增发的表现又大相径庭。

笔者以2009年至2015年(截至11月9日)已实施定向增发的A股上市公司为例(剔除掉重复实施定增、原有A股和B股增发A股、研究期间有配股与可转债发行及金融类上市公司,见表1),以期从中寻找到具有投资价值的蛛丝马迹。

所选657家上市公司中,定增募集资金用于项目融资的有378家,占比约58%。对于项目型定向增发,若项目的前景可观、盈利能力强,有助于提高上市公司的业绩水平;若投资不理想,反而会带来资金的闲置,对业绩起负作用的可能性更大。

募集资金用于融资收购其他资产的上市公司有90家,占比近14%。此类型的定向增发与收购标的有很大的关联,若收购标的资产盈利能力好,能进一步增强公司盈利能力;反之则可能阻碍公司的发展。

募集资金用于补充流动资金的上市公司有62家,占比近9%。补充流动资金,即我们常说的“补血式”定增,一般是为了缓解上市公司的资金压力,满足短期流动资金需求。

募集资金用于重组类的上市公司有48家,其中壳资源重组33家,公司间置换重组15家,两者合计占比近7%。上市公司通过壳资源重组注入优质的资产,有助于改善公司的资产质量,增强公司的盈利能力。通过公司间重组可实现主营业务更好发展或转型升级等,提升公司的盈利能力和发展前景。

此外,还有近12%的上市公司通过定向增发融资用于集团公司整体上市、实际控制人资产注入、引入战略投资者。

## 外延扩张式定增 业绩增长显著

无论上市公司定向增发募集资金的投向如何,其出发点都是一致的:改善上市公司基本面。当然,也不排除极少数上市公司通过定向增发进行“圈钱”的行为,但绝大部分上市公司定向增发是为了增厚公司业绩。基于这一逻辑,以上市公司定增后一年与定增前一年的净利润增

长率,横向、纵向比较上市公司的业绩变化。

2009年至2014年定增上市公司的净利润增长率均值为805.54%,远超过A股市场整体的净利润增长率均值166.16%,即实施定向增发上市公司的业绩表现出增长性。

从历年的数据来看,除2010年定增上市公司的业绩表现不理想,其他年份表现都强于A股市场整体水平。

梳理发现,2010年定增上市公司净利润增长率显著小于A股市场是由于新中基2011年净利润表现不理想所致。剔除这一极值影响,2010年实施定向增发的上市公司增发后一年与前一年净利润增长率均值为266.45%,大于同期A股市场整体的指标均值。整体来看,实施定向增发的上市公司业绩呈现增长趋势。

以平均值衡量上市公司的业绩表现,历年净利润增长率的正负性衡量业绩增长的连续性,净利润增长率持续为正表示具备连续性,由此可以看到不同目的的定增会产生不同的效果。

比较发现,集团公司整体上市、壳资源重组、融资收购其他资产、引入战略投资者这四类融资目的获利具有连续性。其中,仅有壳资源重组类上市公司净利润增长率均值表现强于定增上市公司平均水平805.54%。与之相对的,“补血”和项目融资类定增上市公司的业绩表现不理想且连续性不强。

另外,公司间资产重组和实际控制人资产注入这两类定向增发,上市公司的业绩表现高于定增上市公司平均水平,但2014年这两类融资目的上市公司的业绩表现并不理想。究其原因,一是在于2014年这两类定向增发上市公司的样本偏小,极端值产生的可能性大;二是由于2015年6月中旬开始的市场调整可能对上市公司的业绩带来冲击。不过,综合来看,这两类融资目的对上市公司的业绩支撑效应仍然较为显著。

从资本延伸的方向来看,壳资源重组类、公司间资产重组和实际控制人资产注入为上市公司进行的外延式扩张型融资,而补充流动资金和项目融资为上市公司进行的内生产能扩张型的融资。总体来看,外延式扩张型定增较内生产能扩张型定增的业绩提升作用更突出。

## 二级市场表现趋势化 利益驱动助涨股价

不难看出,尽管定向增发目的各有说法,但是它们对二级市场股价的影响也有一些趋势性的规律。定增目的为集团公司整体上市类的上市公司,发行日后一年股价相对沪深300涨跌幅较定增预案公布前有所上升,定增目的为实际控制人资产注入的上市公司股价,在预案公告日至发行日正效应显著。其他六类融资目的均显现两阶段效应,即预案公告日至发行日、发行日后一年这两阶段股价正效应比较显著(如图1)。

股票价格的真实含义是企业资产的价值。定向增发融资目的不同,对上市公司的长期业绩效应不尽相同。同时,不同的融资目的,也对短期股价效应产生不同的影响。

不同融资目的下,预案公告日至发行日股价表现较预案公告日前上涨趋势由大到小依次为:壳资源重组、融资收购其他资产、项目融资、引入战略投资者、公司间资产置换重组、补充流动资金、实际控制人资产注入。

发行日后一年股价表现较发行日后10日、后30日上涨趋势由大到小依次为壳资源重组、融资收购其他资产、集团公司整体上市、项目融资、实际控制人资产注入、补充流动资金、融资收购其他资产、公司间资产置换。统计发现,尽管项目融资类上市公司对业绩支撑效果不理想,但是其短期股价存在正效应。

将657家上市公司作为一个整体,发现定向增发上市公司整体市场表现与前面的研究是一致的:两阶段效应。另外,发行日后短期内股

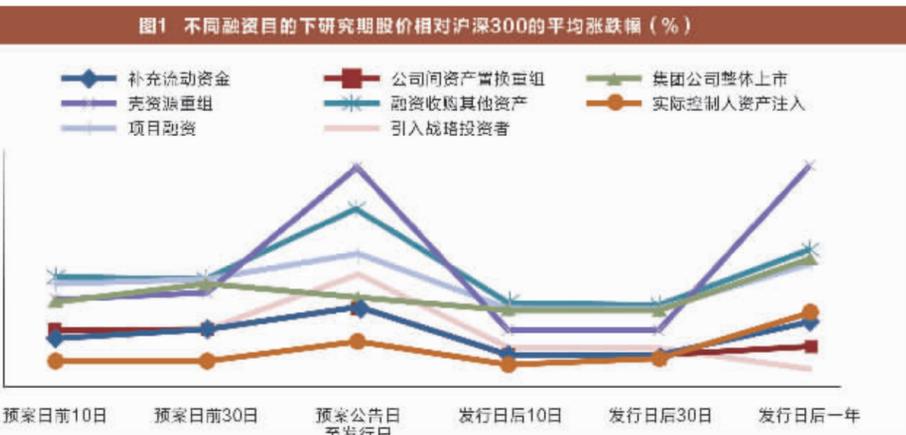


融资目的类型	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	总计
补充流动资金	-	-	1	2	7	13	39	62
公司向资产置换重组	1	1	4	4	2	2	1	15
集团公司整体上市	5	8	11	7	2	2	5	40
壳资源重组	2	1	1	6	3	12	8	33
融资收购其他资产	4	7	7	4	14	23	31	90
实际控制人资产注入	3	1	3	3	4	5	3	22
项目融资	24	46	46	29	82	80	71	378
引入战略投资者	-	-	-	2	3	8	4	17
总计	39	64	73	57	117	145	162	657

类型	定向增发年份						均值
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
定增上市公司	709	-54.5	2296.96	1131.37	461.92	298.46	805.54
A股市场整体	674.7	195.54	15.24	35.78	-97.64	173.34	166.16

融资目的类型	定增后一年与前一年净利润增长率(%)						平均值
	2009年定增上市公司	2010年定增上市公司	2011年定增上市公司	2012年定增上市公司	2013年定增上市公司	2014年定增上市公司	
补充流动资金	-	-	-79.57	-264.68	62.77	186.55	-23.73
公司向资产置换重组	307.97	113.21	16072.61	956.99	243.93	-86.64	2934.68
集团公司整体上市	208.54	98.65	1803.91	137.75	92.08	233.39	429.05
壳资源重组	1468.28	3728.76	84182.54	10276.46	14212.61	2338.46	19367.85
融资收购其他资产	362.16	1035.54	56.4	113.7	164.8	393.81	354.4
实际控制人资产注入	6608	2416.32	786.4	383.66	155.18	-20.06	1721.59
项目融资	87.14	-440.33	-21.6	156.48	84.14	2.12	-22.01
引入战略投资者	-	-	-	37.67	388.26	277.68	234.53

注:1.对于2014年实施定增上市公司,以2015年前三季度的净利润与2013年前三季度相比较;  
2.由于2015年实施定向增发上市公司后一年财务数据暂无法取得,因此关于净利润的数据所选研究对象为2009年~2014年实施定向增发的495家上市公司。



名称	增发价格(元)	增发数量(万股)	实际募资总额(亿元)	发行日期	限售股份解禁日	增发均价较11月9日收盘价涨跌幅(%)	定向增发目的	申万行业
湖北金环	8.3	17,844.80	14.81	2015/9/28	2016/10/31	103.55	壳资源重组	化工
秋林集团	5.85	23,213.68	13.58	2015/10/10	2018/10/17	60	壳资源重组	商业贸易
保千里	2.12	135,997.17	28.83	2015/3/5	2018/3/12	691.98	壳资源重组	电子
本名医药	7.76	37,820.76	29.33	2015/8/20	2016/9/26	303.61	壳资源重组	化工
禾欣股份	8.56	11,639.00	9.96	2015/7/24	2016/9/15	483.29	壳资源重组	传媒

陈静/制表 周靖宇/制图