

# 选择定增基金需关注主动管理能力

□恒天财富研究中心

定向增发是上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份的行为，目前规定要求发行对象不得超过10个，发行价不得低于基准日前20个交易日市价的90%，发行股份12个月内（大股东认购的为36个月）不得转让。其基本特点如下：

## 定向增发的收益来源于两部分

相对于二级市场的直接交易，定向增发的一级市场属性在一般情况所带来的折价是一个很大的吸引力，这是参与定增的第一个收益来源。发行后的锁定期收益则会在折价收益的基础上贡献收益或者拉低收益。于是，对于定增收益率，我们可以简单将其分解为两大来源：折价率和锁定期涨幅，其中锁定期涨幅又分为了由市场贡献的市场收益以及由个体项目贡献的超额收益。

$$\text{定向增发投资收益} = \text{折价} + \alpha (\text{超额收益}) + \beta (\text{市场波动})$$

折价：定向增发价格相对于二级市场价格的折扣；

◆  $\alpha$  来自于个股成长性收益：因公司实施定向增发，基本面改善，股票的估值得到提升；上市公司再融资功能带来的竞争优势；

◆  $\beta$  来自于市场波动收益：市场上涨过程中，获取绝对收益；市场下跌过程中，可能带来亏损；在指数点位绝对值较低时进行投资，获得市场整体估值优势。

## 个人投资者参与定增需借道机构

### （一）2015年募资规模首破万亿，并购重组数量占比超六成

Wind数据显示，截至12月30日，A股市场2015年完成定增数量772次，较2012年增长220%；实际募集资金规模1.19万亿元，较2012年增长373.6%。定向增发作为融资方式的一种，在资本市场的重要程度正逐渐增强，预计这一加速趋势还将延续。同时，定向增发的门槛依旧维持在高水平，融资规模超过20亿元的定增项目逐渐增加，目前约占整个定增市场的20%，单笔超2亿元的高门槛让许多投资者望而却步。尤其是在2015年国企改革的大背景下，很多央企定增都开出了单笔5亿元甚至以上超大单，个人投资者参与定向增发需要借助机构来完成。

### （二）折价率整体上升

2015年12月的平均发行折价率为41.97%，环比增加了12.09%，12月份市场整体上依然延续震荡格局，上旬震荡向下，中旬企稳向上，下旬有所下探，全月大盘重心略有上移，累计涨幅2.72%。在此市场背景下，定增发行折价率亦随行就市。

总体来说看，2015年全年定增折扣率有所增加，各个月份发行的定增折扣率均超越之前水平。2015年，中国股市走出了一波过山车行情，上证综指先是从年初的3350点一路高歌猛进至6月中的5718点，然后陡然下降到8月末的2850点，到12月末又回升至3539.18，全年涨幅9.41%。发行折价率是对锁定期的风险补偿，随着市场行情的不断攀高，投资者对锁定期的风险补偿要求也水涨船高，以对冲越来越高的解禁日市场下行导致的收益下降风险。从发行折价率的全年变化趋势来看，一季度加速攀升，二季度增速收窄趋稳，三季度加速跌至谷底，四季度大幅回升后震荡趋稳，与2015年大盘指数的走势大致相符，但略有滞后。

进入2016年后，由熔断、大股东减持导致的市场风险偏好骤降，市场逐步下探，定增的安全边际凸显，从而折扣也相应回落。我们观测到2016年发行的定增项目的折扣平均在7-8折左右，显示出投资者对锁定期的风险补偿要求较之前有所减缓。

### （三）中小板及创业板占据半壁江山

定向增发市场从主板上市公司逐渐过渡到中小创板块上市公司。统计2007年—2015年已经完成的定向增发项目中，中小创板块在定向增发项目总量中的比重从分别为5.30%、8.00%、21.60%、22.00%、29.50%、26.54%、37.41%、53.48%、56.67%。尤其是创业板上市后定增数量急剧上升，2013年—2015年中小板块以及创业板参与定向增发的活跃度明显增加，中小创板块已基本占据定向增发市场半壁江山。2015年中小板以及创业板定增分别占据所有定增项目的32%和25%。

### （四）高端制造、信息服务定增发力

从2014年到2015年定向增发项目的行业分类来看，定增项目主要聚集在资本货物、材料和技术硬件与设备、生物医药等行业，全年定增发行家数分别达到108、90、56、39宗，相比而言，消费、食品、钢铁、银行等行业对定增似乎较为冷淡。

### 目前是参与定增的黄金时期

2016年伊始，A股市场出现较大幅度调整。对于股市，我们认为2016年宏观经济是经济寻底、政策维稳的态势。在这样的背景下，A股市场将呈现“重归慢牛，结构制胜”的格局。整体依然存在着不确定性，但也呈现确定性的结构性机会。相对于2014年、2015年的趋势性投资机会，2016年这样一个宽幅震荡的市场更适合投资定增这种中长期的权益产品，建议投资者关注投资定增产品的长线思维和底线策略。长线方面，我们认为投资者应以中长期投资的角度积极参与到定增市场当中，定增的项目普遍具有一定的阿尔法收益，同时目前市场的估值水平已经具有很高的安全边际，长期来看未来估值可期。底线策略方面，我们强调目前市场的清淡使得定增产品的折扣具有相对的优势，目前2600点-2700点位，按照7-8折的水平测算，相当于在2000点左右进行了抄底，所以在具有一定折扣的安全边际下，目前市场是参与定增产品的黄金时期。

需要提醒的是，定增产品的折扣是相对于其流动性不足的一个补充，定增基金面临的最主要的风险是锁定期内上市公司基本面，或者股市环境发生重大不利变化而无法变现止损。此外，定增基金参与的定增项目毕竟有限，有可能无法做到有效分散非系统性风险。但是整体来看，就2016年的市场环境来说，我们认为参与定增项目的整体风险较低，收益可观。

针对2016年特殊的市场环境，我们建议投资者通过定增基金间接参与到定向增发的项目中，在选择定增基金时我们建议投资者关注以下二点：

#### 1.裁剪风险&收益，定制结构化安全垫产品

投资逻辑：投资者可以认购优先级分级产品投资定向增发项目，由分级产品中的次级份额为优先级份额提供安全垫风险缓冲或本金安全保障，确保本金无忧后争取更高收益。

创新的结构化分级产品由安全垫份额和优先份额构成。安全垫份额以其出资为限优先承担亏损，只有在安全垫份额全部亏完后优先份额才有亏损本金的可能性；产品实现收益后，在某基准收益内安全垫份额和优先份额获得与产品相似的收益率（同股同权），超过某基准收益后安全垫份额获得杠杆收益（弥补其优先承担投资亏损的风险溢价），优先级份额获得小于产品的收益率（分享近一半的浮动收益，具体比例受两类份额出资比例和投资标的所影响）。

对于优先级份额来说，本金亏损的概率极小。原因包括：（1）此类产品通常

针对单个定向增发项目进行投资，优先级份额投资人对该项目的发行时机和标的股票本身可以判断，自主决策可以回避大的系统性风险和个股风险；（2）定向增发时普遍可获得10%到30%的折扣，发行时的浮盈（即认购成本价低于同期二级市场股票交易价）可弥补潜在的投资亏损；（3）如果定向增发实施后二级市场股价回落，即便跌破发行价，安全垫份额优先承担投资风险，只有安全垫份额全部亏完后优先级资金才可能出现本金亏损。多重风险保障措施，极大地降低了优先级份额进行定向增发投资出现亏损的概率和幅度。

在定向增发股份锁定期满变现后如果出现盈利，优先级份额与次级份额获得在某基准收益内同股同权，超过基准收益后可获得近一半的浮动收益（每个产品中浮动收益的具体比例不完全一样），优先级投资人有机会分享定向增发股份上涨所带来的收益（上不封顶）。

#### 2.主动管理能力决定最终收益水平

定向增发投资中的主动管理能力主要体现在择时和选股上。由于定向增发股份通常有1年的锁定期，锁定期满后才可以卖出，所以定向增发投资应该是年度上的择时，小尺度上的择时意义有限。大尺度上的择时可以分析宏观经济走势，也可以用PE等估值指标进行简化择时，低估值区域大胆参与，中高估值区谨慎参与甚至避免入市。

因此在选择定增产品的管理人时，应注重其对行业和个股的选择能力，应对其定增池或拟进行的定增的单票从行业和个股两个维度进行分析。

#### 1)选股时首先选对行业

对于未来强势产业的选择，主要从两个方面进行分析：一是产业的升级路径；二是在资源约束条件下的行业选择。历次牛市，成长股投资均是主旋律，阶段性盈利弹性、空间和持续性最大，不过每一阶段的成长股含义各不相同。展望我国未来产业结构的调整格局，我们认为强势产业在于：1、高端制造业：具备长期发展空间，如电子、通信计算机、机械、电气设备、家电、汽车等；2、消费服务业：面对的是万亿计的市场发展空间，优势企业将具有持续增长的空间，如医疗服务、传媒、旅游、金融、食品饮料等成长空间较大的行业。

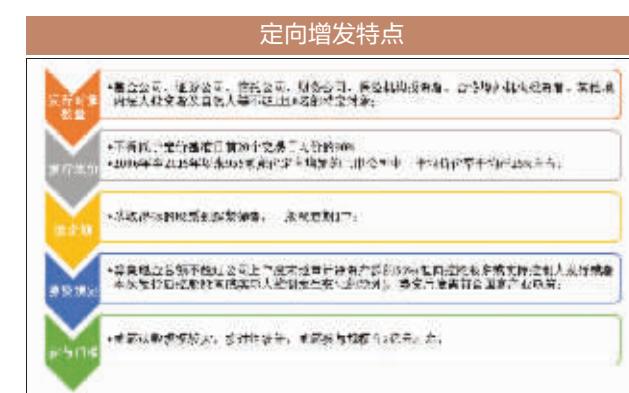
#### 2)对于个股选择，估值和业绩方是王道

公司基本面是否优秀，在行业中是否处于领先地位；本次定增的募投方向是否具有足够的价值，能否长远提高公司的净资产收益率；定增成功后未来两年之内，业绩能否大幅度提高，未来的估值是否具有优势。对于国家宏观政策不支持、行业趋势向下的公司，股价再便宜也不参与，买股票就是买预期，没有预期的股票缺少投资价值；对于没有业绩却充斥概念的黑马股要谨慎，宁可错过不可做错。

总之，定向增发投资最终是股票投资，在择时和选股上的主动管理水平直接影响最终的盈利。投资者可自主判断，或借助投资顾问的专业研究，回避系统性风险和个股极端风险，选择具有较高盈利潜力的个股进行投资，提高收益水平。

#### 3.进行组合投资分散风险

定向增发产品所蕴含的主要风险包括因一年锁定期而带来的流动性风险以及单个投资项目质量本身所带来的非系统性风险。从2006年至今所有这些定向增发股份的平均回报率高达50%，但仍有些部分定向增发股份锁定期满后出现亏损，那么投资者该如何控制风险，掘金定向增发市场呢？除了需要具有出色的主动管理能力之外，分散投资也是重要的策略之一，投资者可以在投资时点和投资项目上进行分散，防范单个项目的黑天鹅事件。



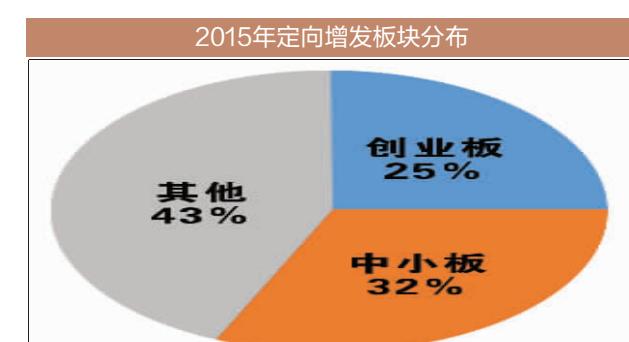
数据来源:恒天财富研究中心



数据来源:Wind, 恒天财富研究中心 数据截止:2015年12月30日



数据来源:Wind, 恒天财富研究中心 数据截止:2016年1月25日



数据来源:Wind, 恒天财富研究中心 数据截止:2015年12月30日



数据来源:Wind, 恒天财富研究中心 数据截止:2016年1月26日