



震荡市机构抢食定增盛宴

□本报记者 刘夏村

机构青睐定增品种

A股开年即大幅震荡，定向增发再度受到一些私募基金的垂青。近日，某上海私募人士就对中国证券报记者坦言：“现在机构参与定增的热情很高，错过了上一波参与定增的机会，可不能再错过这一波了。”

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。参与定增的收益主要来源于三方面：其一是折价率。定增参与的价格较二级市场普遍有10%—30%的折价，即使股价波动也可以发挥一定的“安全垫”作用；其二是市场波动收益。在市场低位参与定增投资，可分享市场上涨带来的β收益，定增盈利概率较大；其三是个股成长性收益。

前述私募口中的“上一波参与定增机会”，则起始于去年市场持续震荡基本企稳后的8月。彼时，在经历近两个月的大幅下跌之后，A股市场几近冰点，一些私募基金借助股价大幅下跌，精准“伏击”定增，大赚一笔。

泓德基金便是其中之一。泓德基金研究总监王明德回忆：“当时，很多股票跌出了价值，折扣又大，是参与定增的非常好的时机。”事实上，在悲观情绪笼罩之下，定增市场亦颇为萧条，买方机构担心破发不敢报价，上市公司也担心定增失败，因此定增折扣已经降至7折。在此背景下，泓德基金开始进入定增领域。

此后，A股市场开反弹，定增市场亦水涨船高，定增的折扣也从8月底的7折逐渐上升至8折、9折。特别是进入11月下旬后，市场甚至出现了非理性报价现象，一些只参与单只股票定增的私募基金为了避免到期无法成立，不计成本报价，进一步降低了折扣率，很多股票的折扣已经高于95折甚至是平价发行。折扣率的下降摊薄了参与定增的“安全垫”，加之经过反弹股价本身已经较高，定增市场风险开始上升。在这种情况下，泓德基金果断决定暂停参与定增项目。王明德坦言：“当时市场比较热，定增市场也比较火爆，出现了阶段性泡沫。回头来看，我们当时暂停参与还是正确的，因为后期定增项目基本都破发了。”

中国证券报记者了解到，在这近三个月的定增黄金期内，多家基金公司积极参与定增，尤以“定增王”财通基金和泓德基金最为突出。泓德基金旗下泓德优选成长、泓德泓富、泓德泓业、泓德远见4只公募基金共参与了十九只股票的定增，平均折扣在20%以上。截至2016年2月17日收市，其参与定增的多氟多浮动盈余达到

上帝在关上一扇门的同时，还会打开一扇窗。

2015年下半年至今，对于不少公募基金而言，这扇“窗”就是定向增发。中国证券报记者了解到，去年8月底，经历了市场剧烈波动后股价大幅下跌，参与定增的折扣一度达到7折，一些私募基金敏锐地捕捉到这一投资机会，趁机加码定增投资，最终大赚一笔。类似的情形亦在今年1月A股大跌后上演。

不过，掘金定增并非易事。2015年至今，A股市场已经历了三次大幅波动，加之股市回暖后定增市场一度出现非理性报价，使得一些公募基金在定增市场上遭遇破发尴尬，损失惨重。破发风险使得对冲策略受到私募定增基金的重视。业内人士透露，去年“股灾”之后，不少私募在发行新的定增产品时，都在考虑引入对冲策略，以期锁定收益，降低风险。

在经历了上述机遇与挑战之后，“定增”最终成为2015年的“明星策略”。据私募排排网统计，纳入统计排名的成立满一年的1945只中国私募证券基金产品中，收益最高的是事件驱动策略，高达62.78%。一些私募基金人士认为，定增盛宴有望在2016年继续上演。

126%，天赐材料浮动盈余达到84%，乐金健康浮动盈余达到81%，兄弟科技浮动盈余达到52%。此外，中邮创业、国投瑞银、九泰、东海、东方、北信瑞丰等基金公司在此期间亦有所斩获。

抢筹遇破发尴尬

在王明德看来，这次成功“伏击”再一次印证了参与定增择时的重要性，而这对投资者的专业性和理性提出较高要求。他说，市场需要理性参与者。在市场有安全垫，符合投资价值标准

的时候，要积极参与，主动出击；当市场水位比较高了，出现局部过热和非理性报价时，应该果断收手。

事实上，2015年至今A股市场已经历了三次大幅波动，加之股市回暖后定增市场一度出现非理性报价，使得公募基金从定向增发中获利并非易事，甚至屡屡遭遇破发尴尬。

多位私募基金人士回忆，去年6月股市巨幅震荡之前，A股狂飙突进，定增市场也是一片火热，一些买方机构面对二级市场不断上涨的股价，为了抢筹就在定增市场中不断抬高定增报价，甚至不惜平价拿票。类似的局面又一次出现在去年年末。正如前文所述，随着股市的反弹，去年11月下旬，定增市场再次出现了非理性报价。

较低的折扣甚至没有折扣大大增加了参与定增的风险。好基基金研究中心表示，去年年初发行的定增产品由于当时市场还未疯狂，定增发行价较低且有一定安全垫，截至去年7月21日，破发的概率几乎为0。当市场进入二季度的疯涨行情时，定增发行价相对提高，当“股灾”开始时，部分处于高位发行的定增标的如果没有停牌，跌破定增价的情况就明显增加。另据私募排排网统计，截至去年年末，成立于2015年的事件驱动私募基金整体表现逊色，327只产品成立以来的平均收益仅为6.93%，特别是在股市高位成立的定向增发产品，在股灾期间跌破定增价格的标的比比皆是，表现最差的产品成立以来净值跌幅已经超过了30%。

面对2015年的定增破发尴尬，一些私募基金亦在调整其参与定增的方法，引入对冲策略便是其中之一。某私募基金公司产品设计人士表示，这类产品的核心是在定增组合投资的基础上，采用股指期货、场外期权等多种投资策略，从而锁定收益，降低风险。该人士透露，去年“股灾”之后，这类产品结构开始受到私募的广泛重视，不少私募在发行新的定增产品时，都考虑引入对冲策略。

盛宴有望继续

值得关注的是，尽管遭遇破发危机，但定向增发仍可谓是2015年的“明星策略”。

相关统计显示，截至去年12月30日，A股市场2015年全年完成定增计划772起，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%。与此同时，随着A股在2014年底开始进入大牛市，定增市场整体表现不俗，尽管上证指数最终从最高位5178点跌回到2015年年底的3539点，但在折价安全垫的作用之下，成立较早的定增产品业绩仍然相当出色。来自私募排排网的数据显示，纳入统计排名

的成立满一年的1945只私募证券基金整体收益上涨33.20%，大幅跑赢同期沪深300指数27.62%的涨幅，其中收益最高的是事件驱动策略，收益高达62.78%。

牛市中定增策略“躺着就赚钱”，进一步激发了投资者参与定增的热情。不过，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，很多央企定增开出了单笔5亿元甚至以上的超大单，个人投资者参与定向增发需要借助机构来完成。

在此背景下，定增基金发行也呈现爆发式增长。据私募排排网数据中心统计，截至2015年12月31日，共有397只事件驱动策略产品在运行之中，其中定向增发产品是绝对的大头，占比达91.69%，而在这其中有300只是在过去一年中成立的。此外，公募基金亦在这一年正式踏入“定增圈”。去年1月，国投瑞银瑞利混合基金正式成立，这是国内首只瞄准定增的公募基金。此后，财通基金、九泰基金亦发行了相关公募产品。实际上，由于定增一般有一年或三年的锁定期，基于流动性的考虑，加之投资二级市场的权益类基金与参与定增、并购、重组基金的运作模式和操作思路也存在较大差异，所以此前公募基金鲜有参与定增的。

中国证券报记者了解到，一些私募基金人士仍看好2016年的定增机会，认为定增有望继续成为今年的“明星策略”。王明德就认为，今年将延续2015年的定增市场格局，定增市场仍是成为超越IPO的一种融资方式，融资规模达到一万亿元以上。如此大的体量，对投资者而言，可供选择的空間相当大。此外，2016年二级市场大概率维持震荡格局，市场调整压力促使上市公司形成理性价格预期，从而使定增市场发行价格去泡沫，将给投资者留出更多安全边际。一家正在筹划发行定增产品的私募基金人士亦颇为乐观。他透露，其公司经过测算，今年定增产品的收益率有望达到20%—50%。

不过，恒天财富研究中心认为，针对2016年特殊的市场环境，建议投资者通过定增基金间接参与到定向增发的项目中时，要关注以下几点：其一是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；其二是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；其三是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。