

证券研究报告·金融工程专题报告

并购主题量化研究系列之一

——外延扩张主导市场，创业板必劫后重生

外延扩张因子——2016 年晋升为全市场重要基本面变量

外延扩张因子是今年我们在估值体系中的新增变量，其构建思路如下：首先估计未来实施定增项目的公司数量、预计募集金额和同比增速；然后按历史上并购资产的平均 P/E 估计未来并购资产的 PE 水平；最后在该 PE 水平下测算外延扩张因素对各板块公司利润增速的贡献，以此衡量外延扩张因子对板块指数的影响。

定增项目未来实施时间可通过历史数据预测

上市公司定增从最初的方案拟定到最后的实施和公告通常会经历董事会预案、股东大会以及证监会审批三个阶段。我们对历史上已经实施和公告的 2282 起定增案例分别统计了其董事会预案日、股东大会通过日、证监会批准日以及最后的增发公告日，同时根据上述时点计算了各个阶段之间的相隔天数。利用各阶段时间间隔平均值，我们对已经进行了董事会预案但还没有实施定增的公司做定增实施时间预测。以此可以估算未来 3 个季度外延扩张公司数量及预计募集金额。

未来 3 个季度外延扩张带来的净利润增速贡献可通过定增预测时点及对应募集金额测算

首先根据历史上外延扩张带来的企业盈利增加值可以外推未来三个季度外延扩张资产的平均 P/E。之后根据先前预测的未来各季度外延扩张预计募集资金可推算在该 P/E 水平下新资产所带来的净利润增速贡献绝对值。最后考虑外延扩张公司净利润占板块总净利润的比例，可以测算外延扩张净利润增加值对整个板块业绩的拉动作用。

2016 年外延扩张对主板盈利贡献有限

以沪深 300 成分股为代表，我们预测 2016 年主板定增公司数量和预计募集资金在 2015 年的基础上将有所增加，外延扩张公司占比也将稳步提升。但另一方面，外延扩张公司的净利润占整个板块净利润的比例却只有不到 15%，据此我们测算出的外延扩张对主板整体盈利增速贡献仅有 2% 到 3%。

2016 年外延扩张将对创业板业绩带来大幅提升

以全体创业板股票为样本，我们预测 2016 年创业板定增数量和募集资金较 2015 年将大幅提升，其中外延扩张公司数量以及净利润占整个板块比例都明显强于主板，其中 2016 年一季度外延扩张公司利润占比更是达到 70%，以此测算得到的外延扩张带来的净利润增速或高达 43%，对整个创业板业绩带来的拉动作用十分显著。初步估计 2016 年一季度板块整体业绩增速再度回升至 45%，创综指目标中枢 3700 点，一季度极端涨幅或达 40%，春季行情仍值得期待！

请参阅最后一页的重要声明

金融工程

丁鲁明

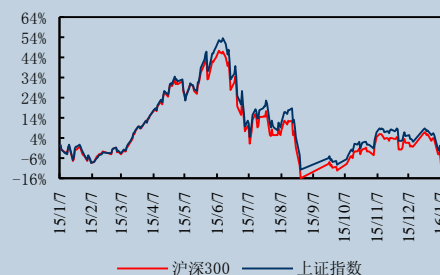
dingluming@csc.com.cn

021-68821623

执业证书编号：S1440515020001

发布日期：2016 年 1 月 8 日

市场表现



相关研究报告

- 15.10.19 分级基金研究系列之二——基于多因素定价修正后的分级 A 短期轮动策略
- 15.10.19 分级基金研究系列之一——分级 A 理论定价体系构建及影响因素分析
- 15.08.04 板块轮动基本面量化系列之二——梦碎浮华回归本质，论行业财务基本面指标的有效性
- 15.07.23 板块轮动基本面量化系列之一——结合基本面的行业月度波动特征分析

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



目录

一、外延扩张因子构建方法	1
1.1、定增公司数量、募集金额及同比增速预测	1
1.2、外延扩张公司占市场比重	3
1.3、并购资产对未来净利润增速贡献	3
二、2016 年外延扩张对主板盈利贡献有限	4
三、2016 年外延扩张将对创业板整体业绩带来大幅提升	7
四、结论	9

图形目录

图 1：定增各阶段时间分布	1
图 2：外延扩张公司数量季度汇总	2
图 3：外延扩张公司预计募集资金季度汇总	2
图 4：外延扩张公司数量占比及去年净利润占比	3
图 5：并购资产 PE（左）以及外延贡献增速（右）	4
图 6：沪深 300 板块定增外延扩张实施公司数量季度汇总	5
图 7：沪深 300 板块定增预计募集资金季度汇总	5
图 8：沪深 300 板块外延扩张公司数量占比及去年净利润占比	6
图 9：沪深 300 并购资产 PE（左）以及外延贡献增速（右）	6
图 10：创业板定增外延扩张实施公司数量季度汇总	7
图 11：创业板定增预计募集资金季度汇总	7
图 12：创业板外延扩张公司数量占比及去年净利润占比	8
图 13：创业板并购资产 PE（左）以及外延贡献增速（右）	9

一、外延扩张因子构建方法

定向增发是上市公司再融资和吸收优质资产的重要途径，很大程度影响到其未来一段时间的业绩表现。伴随着定增各个阶段的公告和批文，对应上市公司二级市场的股票价格也会由于投资者预期的改变而发生较大的波动。本文统计了截至 2015 年 11 月底历史上所发生的共 3827 起定增案例，分析了定增流程当中的几个关键时点，对未来 9 个月可能发布定增公告的公司的数量和募集金额做出了预测。之后通过测算历史上定增项目所并购的资产对公司未来净利润的贡献值，预估未来三个季度实施定增的公司的净利润增速以及对整个板块的拉动作用。

1.1、定增公司数量、募集金额及同比增速预测

上市公司定增从最初的方案拟定到最后的实施和公告通常会经历董事会预案、股东大会以及证监会审批三个阶段。我们对历史上已经实施和公告的 2282 起定增案例分别统计了其董事会预案日、股东大会通过日、证监会批准日以及最后的增发公告日，同时根据上述时点计算了各个阶段之间的相隔天数。之后将相隔天数按区间分类并计算每个区间的定增案例样本个数，结果图 1 所示：

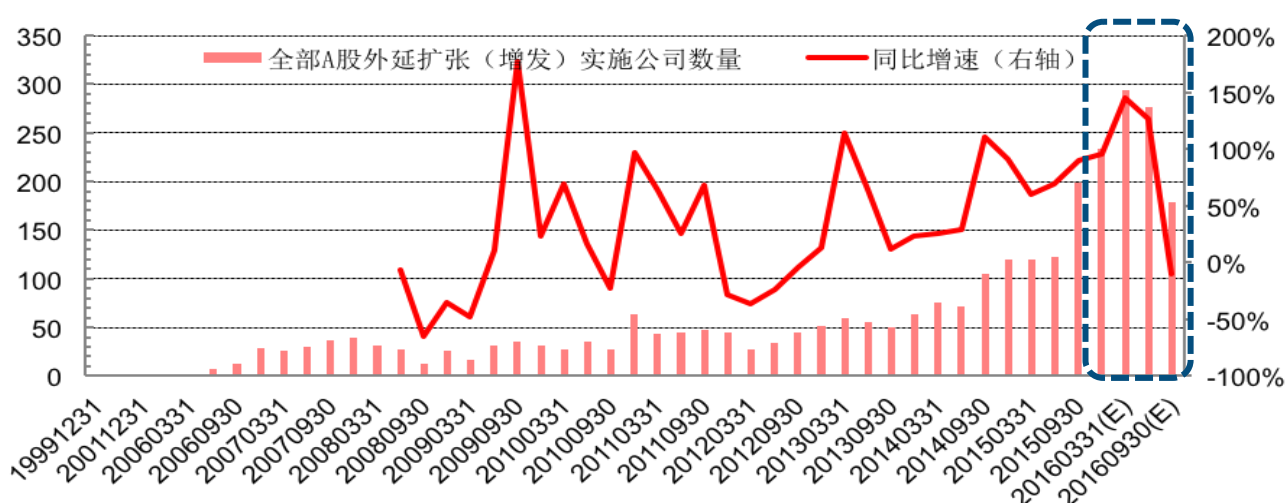
图 1：定增各阶段时间分布



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

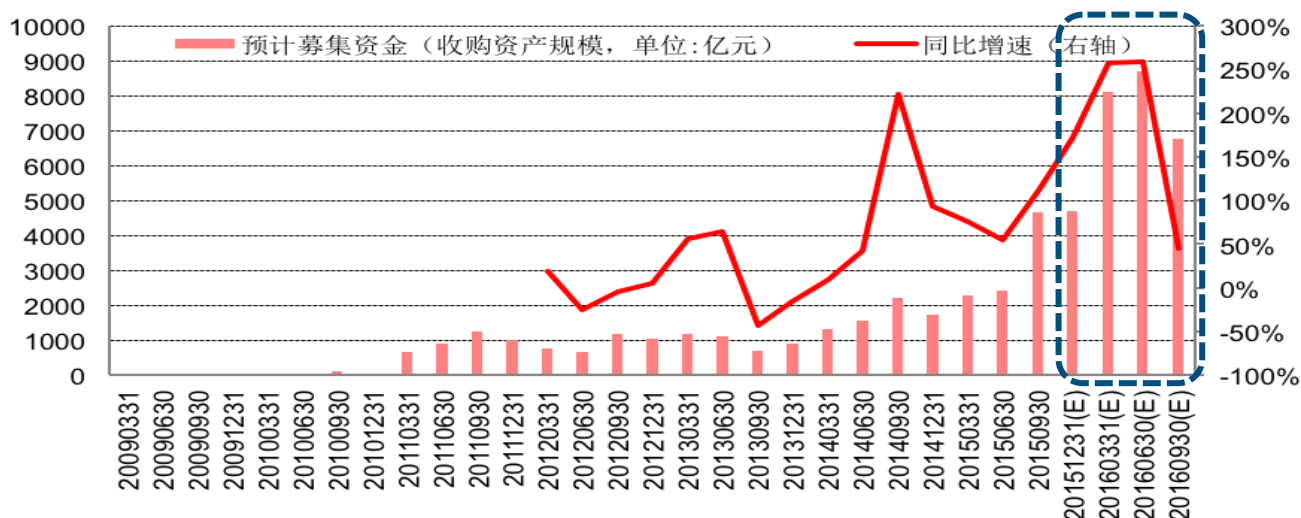
其中, 从董事会预案日到增发公告日的平均间隔时间为 262 天, 从股东大会通过日到增发公告日的平均间隔时间为 218 天, 从证监会批准日到增发公告日的平均间隔时间为 58 天。利用上述时间间隔平均值, 我们对已经进行了董事会预案但还没有实施定增的公司做出定增实施时间预测。由于从董事会预案日到增发公告日的平均时长约 9 个月, 我们可以大概推算出未来 9 个月每天可能产生的增发公告以及对应预估募集金额。这样, 结合已经发布增发公告的定增样本, 再按季度汇总, 便得到了历史上每个季度 A 股实施定增的公司数量和募集金额加总以及未来三个季度预测的 A 股实施定增的公司数量和预估募集金额加总。对每个季度的定增公司数量以及募集金额, 我们同时计算了其相对上一年同季度的增速, 汇总结果图 2、3 所示, 其中虚线框内为外推预测值:

图 2: 外延扩张公司数量季度汇总



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 3: 外延扩张公司预计募集资金季度汇总



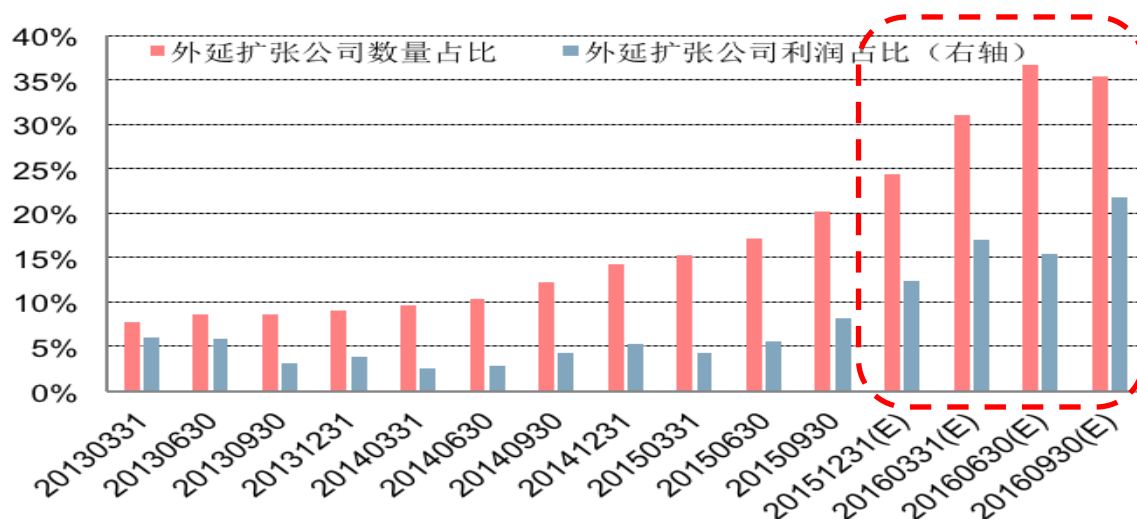
数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

可以看出 A 股定增公司数量和募集金额逐年稳步提升，根据我们的预测方法将在 2016 年一、二季度达到高峰。定增数量相较去年同比达到 1.5 倍，募集金额相较去年同比达到 2 倍以上。这里由于我们的预测方法只能覆盖未来 9 个月，以截至 2015 年 11 月底的样本所作预测只能覆盖到 2016 年 8 月底，在图中显示为 2016 年三季度定增数量和募集金额相较前两个季度有明显下滑。但是按 1.5 倍的提升修正之后，在定增数量和募集金额的同比增速上仍不及一、二季度。

1.2、外延扩张公司占市场比重

为考察 A 股公司整体业绩和指数点位受外延扩张因素的影响，我们将外延扩张公司样本与全体 A 股样本进行了比较。具体地，对历史上每个季度，我们分别统计此前 4 个季度（包括该季度）实施定增的公司数量占所有 A 股数量的比例，以及这些公司去年同期净利润总值占所有 A 股公司同期净利润的比例。对未来 2016 年一、二季度，我们使用同样方法进行预测外推，只是其中每个季度实施定增的公司数量以此前的估计值代替，结果如图 4 所示：

图 4：外延扩张公司数量占比及去年净利润占比



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

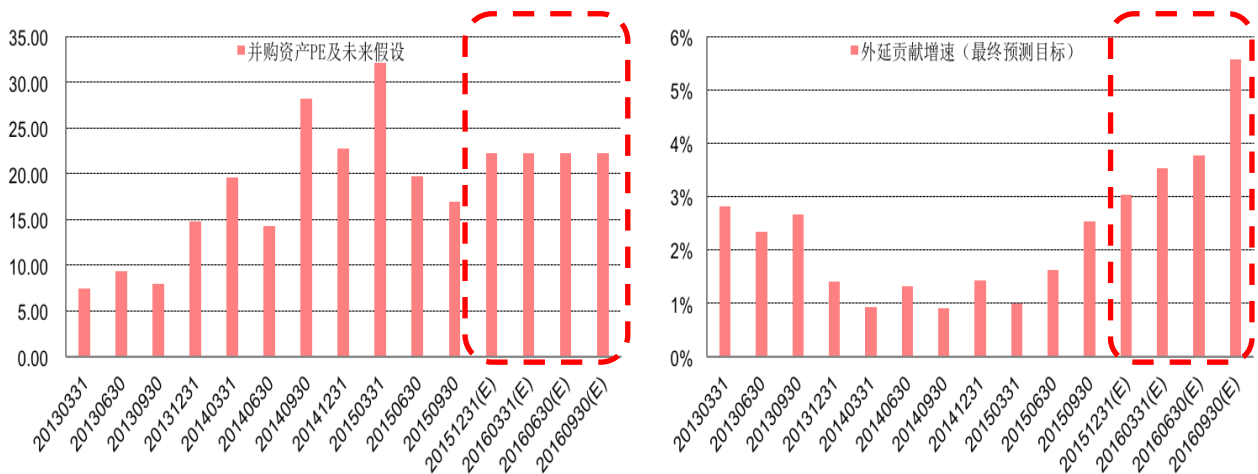
从外延扩张效应的相对值来看，虽然外延扩张公司数量占整个 A 股数量的比例在稳步提升，但其净利润占整个 A 股净利润比例却相应减半，仅达到 20% 左右，外延扩张效应对整个市场的影响并不显著。

1.3、并购资产对未来净利润增速贡献

考虑外延扩张并购资产后对公司业绩的提升效用。我们首先统计历史上定增项目实施当季度公司的同比净利润增加值和期间定增募集资金总额，用募集金额除以净利润增加值就得到并购资产 P/E 的估计值。下图显示的是历史上各个季度并购资产的 P/E 值以及未来三个季度并购资产 P/E 的估计值：



图 5：并购资产 PE（左）以及外延贡献增速（右）



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

数据显示，过去 3 年以来主板并购资产的平均 P/E 约 22 倍，对未来三个季度我们也同样按 22 倍进行估计。利用未来三个季度 P/E 的估算值及定增项目所产生的预估募集金额，我们进一步估算外延扩张公司因并购资产而产生的同比净利润增加以及相对全体 A 股的净利润增速，结果如图 5 右图所示。全体 A 股板块而言，最终外延扩张带来的 2016 年各季度的净利润增速贡献仅有 3.5% 到 5.5%。外延扩张对全市场整体影响有限。

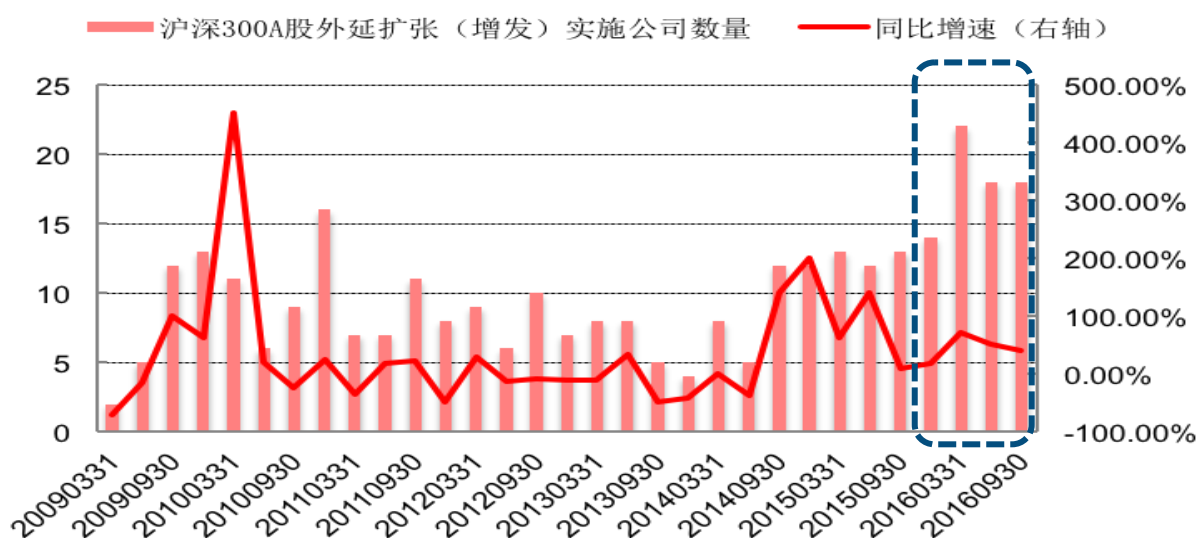
虽然站在全市场的角度来看，外延扩张所带来的业绩提升有限，但是进行外延扩张的公司本身可能集中于某一板块，因此在中小市值板块中，外延扩张影响将显著扩大，我们将在下面小节中具体展开。

二、2016 年外延扩张对主板盈利贡献有限

下面我们将对 2016 年主板和创业板走势进行展望。考虑到在我们估值体系的四个变量中，外延扩张因子的重要性将逐渐提升，我们将主要围绕该因素进行分析，并考察外延扩张对沪深 300 板块及创业板的影响。

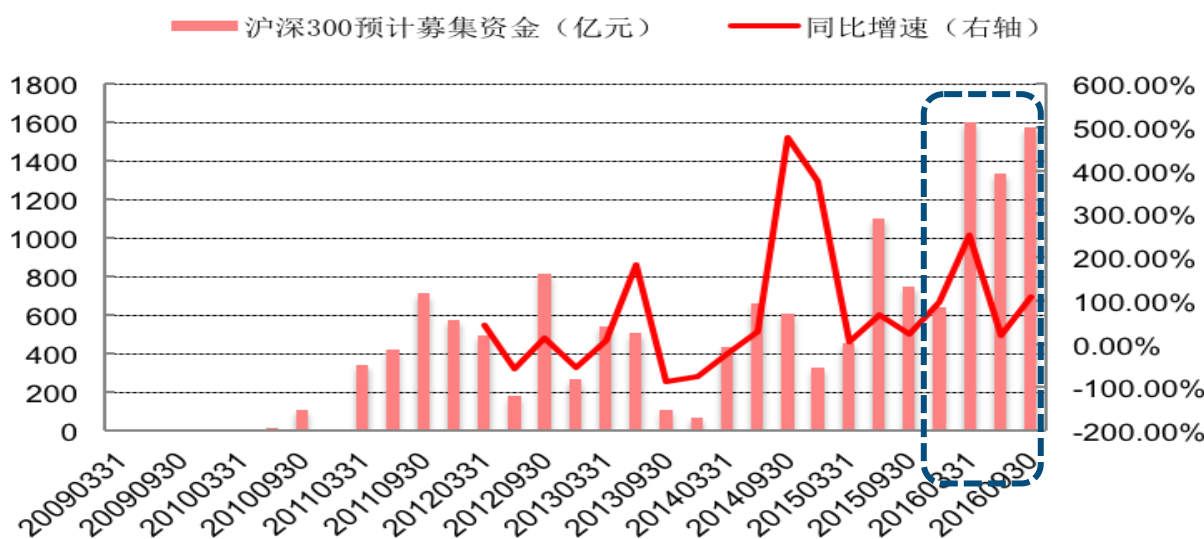
首先统计沪深 300 板块成分股公司中各季度实施定增项目的公司数量、预计募集金额以及相对去年的同季度增速，结果如图 6、7 所示：

图 6：沪深 300 板块定增外延扩张实施公司数量季度汇总



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 7：沪深 300 板块定增预计募集资金季度汇总

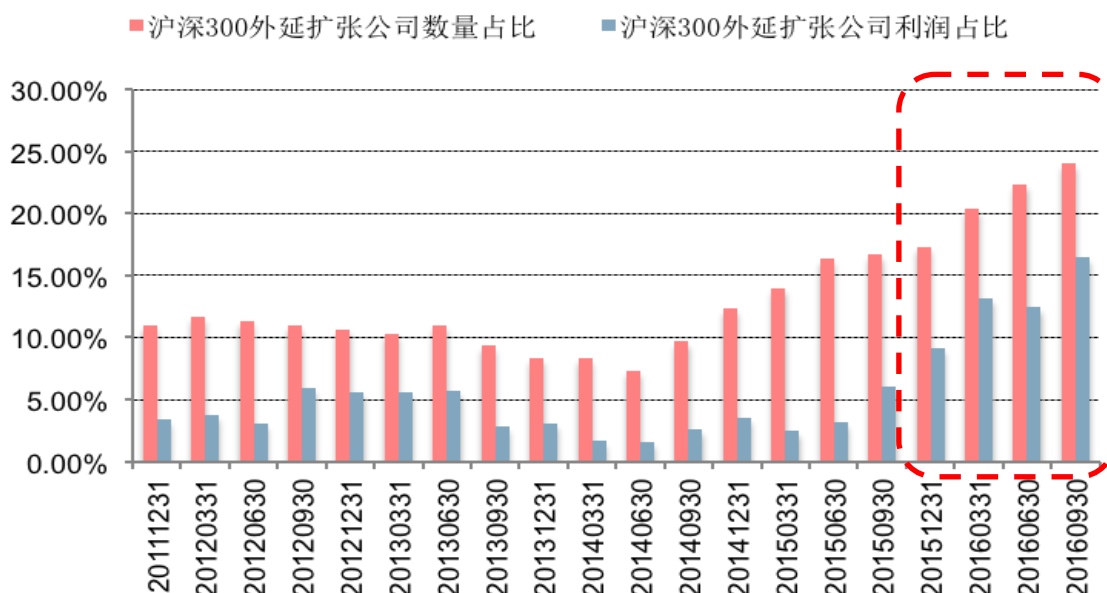


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

结合之前图 2、3 中显示的全体 A 股统计结果来看，无论是绝对数量还是增速方面，沪深 300 板块中实施定增的公司数量和募集金额都明显弱于全市场平均。表明在之前全市场的分析结果，本质上受到沪深 300 板块的严重拉低。

从占比情况来看，沪深 300 实施定增公司的数量和净利润占沪深 300 板块全体公司的比例如下：

图 8：沪深 300 板块外延扩张公司数量占比及去年净利润占比

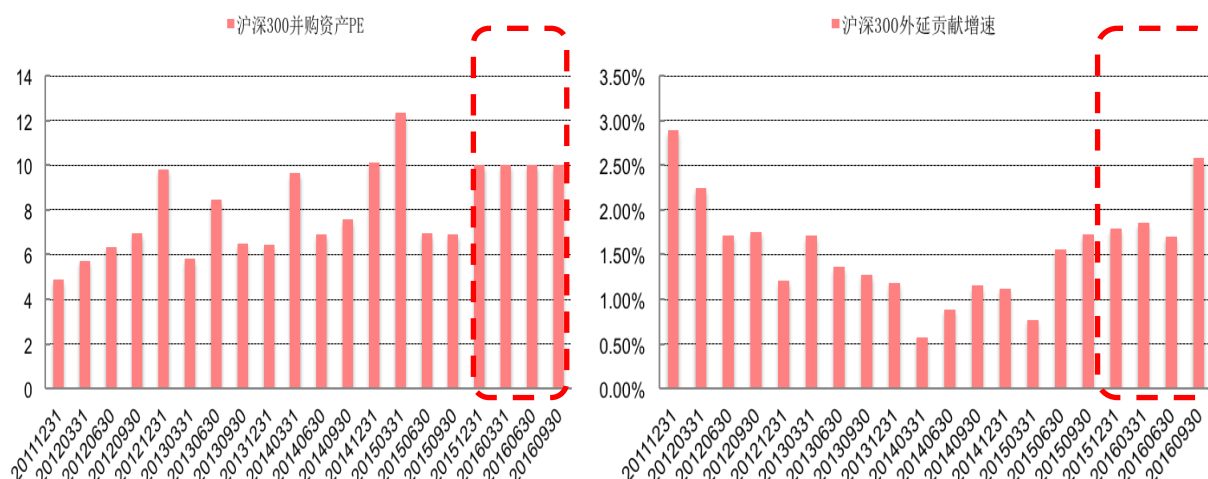


数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

从板块内各项指标来看，沪深 300 外延扩张数量也明显低于全市场平均。数量占比仅有 20% 左右，净利润占比更是到 2016 年三季度都低于 15% 的水平。

对沪深 300 并购资产的平均 P/E 估计如下左图所示：

图 9：沪深 300 并购资产 PE（左）以及外延贡献增速（右）



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

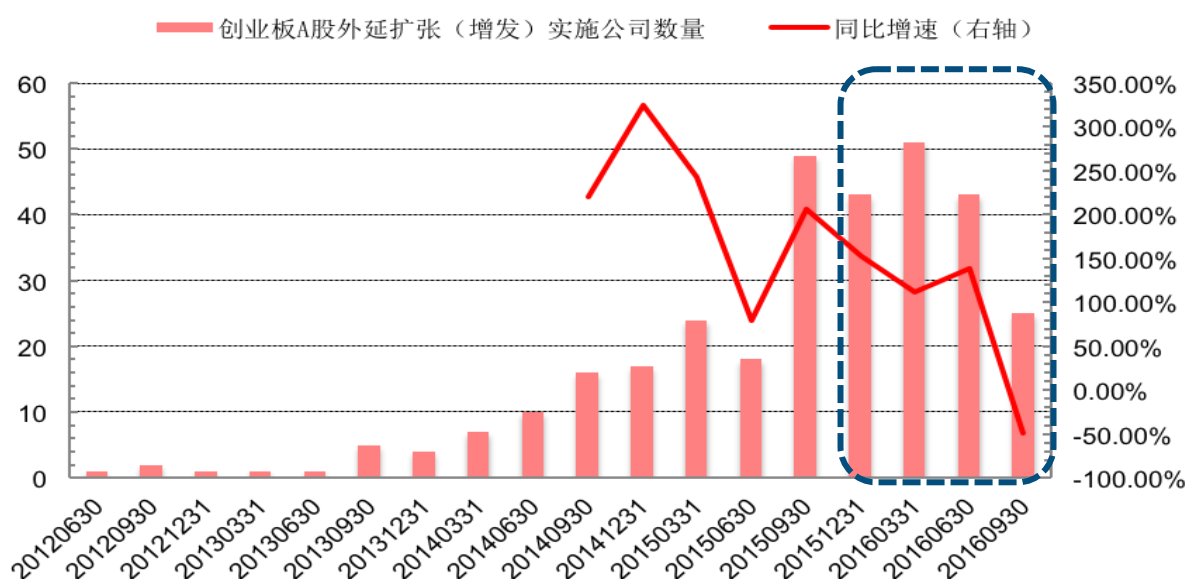
历史上沪深 300 外延并购资产平均 P/E 保守估计在 10 倍左右，对未来三个季度我们仍按 10 倍假设。图 9 右图显示的是外延扩张对整体沪深 300 板块业绩增速的历史贡献和未来预测。测算结果显示，外延扩张对沪深

300 公司净利润增速的贡献亦有限，在明年三季度之前，各季度的影响均不超 2%。

三、2016 年外延扩张将对创业板整体业绩带来大幅提升

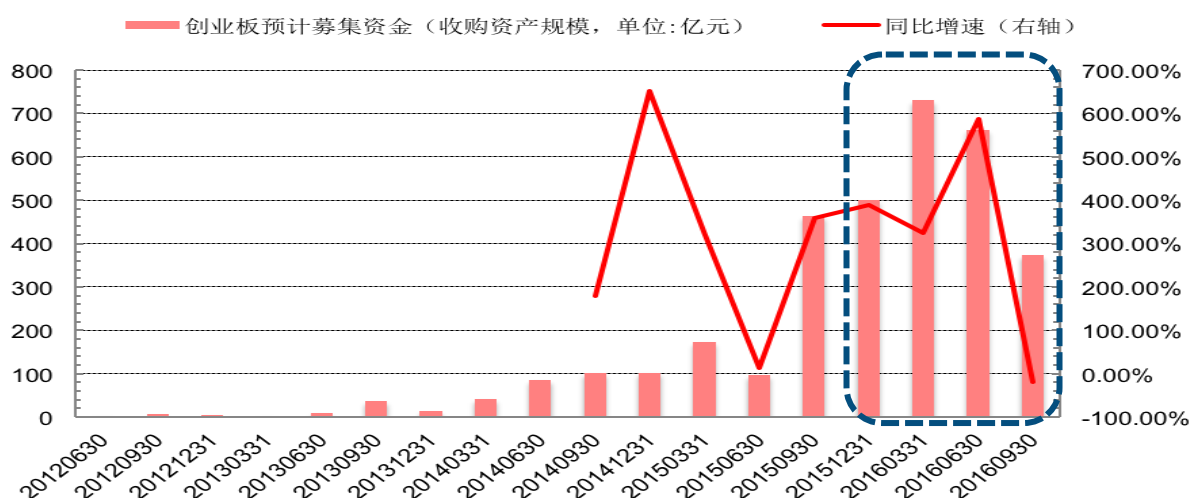
最后我们对创业板内实施定增的公司进行板块内统计，测算未来三个季度外延扩张对创业板的影响。第一步仍是统计各季度实施增发的公司数量、募集金额以及相对去年的同比增速，结果如图 10、11 所示：

图 10：创业板定增外延扩张实施公司数量季度汇总



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 11：创业板定增预计募集资金季度汇总



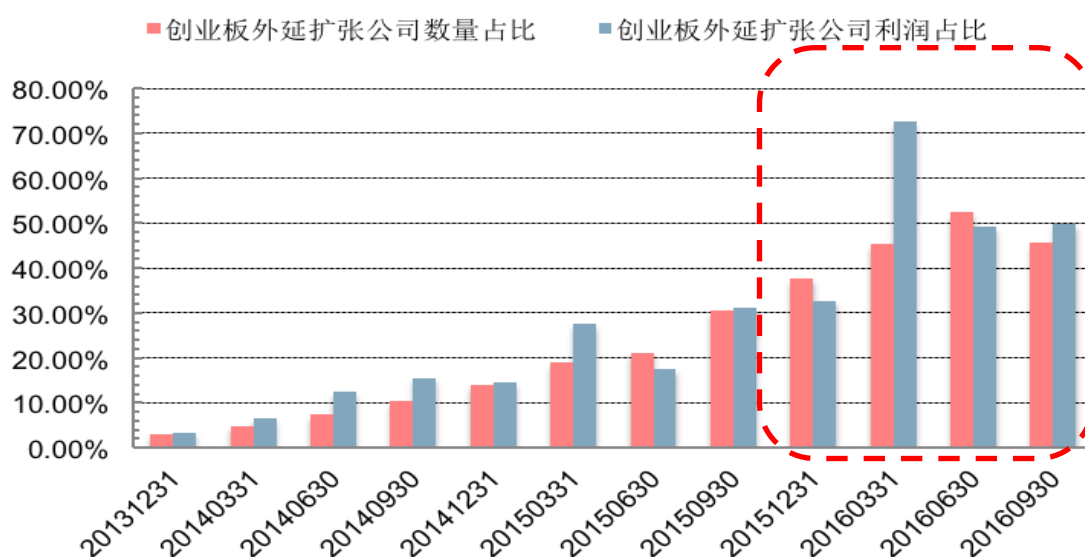
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

可以看出，创业板实施定增的公司数量和募集金额在 2015 年三、四季度便已较之前明显提升，定增数量同

比增速达到 2 倍以上，募集金额同比增速达到近 4 倍。预计上述趋势在 2016 年将继续维持，定增数量和募集金额更将在一季度达到高峰。

为估计创业板公司外延扩张产生的净利润增速对整个创业板的带动效应，我们沿用之前的方法统计实施定增的公司数量占所有创业板公司数量的百分比以及这些公司去年同期净利润总值占所有创业板公司同期净利润总值的百分比，结果如图 12 所示：

图 12：创业板外延扩张公司数量占比及去年净利润占比



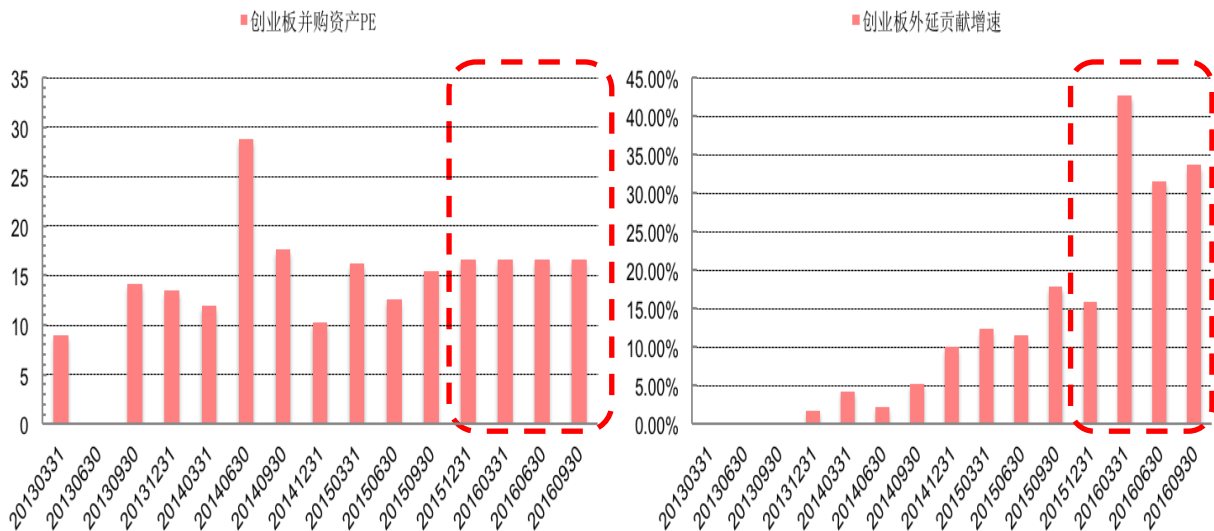
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

和图 4 中全体 A 股的统计结果相比，创业板实施定增公司数量占创业板公司数量的百分比相较全市场平均有所提升，而实施定增公司的总体净利润占板块总体净利润的比例更是显著强于全市场平均，在 2016 年一季度更将达到 70% 以上。

沿用此前推算方法，我们进一步对 2016 年各季度创业板并购资产平均 P/E 的估计图以及盈利增速预测如图 13 所示。

左图中统计创业板并购资产的平均 P/E 保守估计在 16 倍左右，对未来三季度并购资产 P/E 的估计我们也沿用 16 倍的基本假设。以此估算外延扩张对整个创业板公司净利润增速的贡献如右图所示。该值在 2016 年前三季度都将超过 30%，一季度更将高达 43%。由于创业板外延扩张公司体量较大，外延扩张在 2016 年一季度或将对整个创业板带来明显的拉动作用，初步估计 2016 年一季度创业板综指目标中枢 3700 点，一季度极端涨幅或达 40%，春季行情值得重点期待！

图 13: 创业板并购资产 PE (左) 以及外延贡献增速 (右)



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

四、结论

外延扩张因子是今年我们在估值体系中的新增变量。在市场并购重组氛围日益浓厚的大环境下，由外延扩张所带来的公司业绩增速贡献在 2016 年将显得举足轻重。就板块而言，外延扩张公司利润对整体板块业绩的拉动作用将作为该板块指数择时的重要参考指标。在这一意义下，外延扩张公司相对集中、利润占比越高的板块，其受益于外延扩张业绩带动的幅度越明显，对应板块指数相对于其它指数的预期超额收益越大。

我们对外扩张因子的测算分为几个步骤。第一步通过历史上定增案例的时间进程，预测未来定增项目的实施时间；第二步根据定增时点的预测，汇总未来单个季度内外扩张公司的数量和总体预计募集金额；第三步根据历史上外延扩张带来的企业盈利增速外推未来三个季度外延扩张资产的平均 P/E；第四步根据先前预测的未来各季度外延扩张预计募集资金推算在该 P/E 水平下新资产所带来的净利润增速贡献绝对值；最后考虑外延扩张公司净利润占板块总净利润的比例，以此测算外延扩张净利润增加值对整个板块总体业绩的拉动作用。

以沪深 300 成分股为代表，我们预测 2016 年主板定增公司数量和预计募集资金在 2015 年的基础上将有所增加，外延扩张公司占比也将稳步提升。但另一方面，外延扩张公司的净利润占整个板块净利润的比例不足 15%，据此我们测算出的外延扩张对主板整体盈利增速贡献仅有 2%到 3%。

以全体创业板股票为样本，我们预测 2016 年创业板定增数量和募集资金较 2015 年将大幅提升，其中外延扩张公司数量以及净利润占整个板块比例都明显强于主板，其中 2016 年一季度外延扩张公司利润占比更是达到 70%，以此测算得到该季度外延扩张带来的净利润增速或高达 43%，对整个创业板业绩带来的拉动作用十分显著。初步估计 2016 年一季度板块整体业绩增速再度回升至 45%，创综指目标中枢 3700 点，一季度极端涨幅或达 40%，春季行情仍值得期待！



分析师介绍

丁鲁明：同济大学金融数学硕士，中国准精算师，现任中信建投证券研究发展部金融工程方向负责人，首席分析师。7年证券从业，历任海通证券研究所金融工程研究员、量化资产配置方向负责人；先后从事转债、选股、高频交易、行业配置、大类资产配置等领域的量化策略研究，对国内证券市场的量化策略构建具备资深经验。曾多次荣获：新财富最佳分析师上榜，包括2009第4、2012第4、2013第1、2014第3等；水晶球奖：2009第1、2013第1等。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

沈铖 021-68821631 shencheng@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

郑敏 021-68821600 zhengmin@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

杨帆 0755-22663051 yangfanbj@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京中信建投证券研究发展部

中国北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海中信建投证券研究发展部

中国上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622