

金融工程

证券研究报告

2017 年 03 月 06 日

定增系列之一：定增节点收益全解析

作者

吴先兴 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120001
wuxianxing@tfzq.com
18616029821

相关报告

- 1 《金融工程：定期报告-量化择时及多因子跟踪周报》 2017-03-05
- 2 《金融工程：定期报告-衍生品周报-2017-03-03》 2017-03-05
- 3 《金融工程：定期报告-市场情绪一览 2017-03-03》 2017-03-04

定向增发事件时点修正

定向增发（又称非公开发行）是指上市公司非公开向特定对象发行股票的行为。定向增发流程一般包括董事会增发预案、股东大会通过、证监会发审委通过、证监会通过、定增股份发行、定增股份上市流通这几个主要步骤，流程较为复杂且一般时间跨度较长。在实际定增流程中可能由于预案修订、股东大会否决预案、发审委不通过等各种因素导致定增流程存在较多的不确定性。这也导致数据商提供的定增数据中存在着增发预案日和股东大会日时点被覆盖导致的时点错位问题。直接基于数据商提供的数据进行回测会导致回测结果与实际结果不符。本文中对这些时点错位的数据进行了修正。

定向增发事件超额收益分析

本报告统计了首次预案日、首次股东大会日、发审委通过日、证监会通过日之间组合出的 6 个持仓时间段的收益和超额收益。在定向增发事件时点修正的基础上，本报告从定增目的、企业属性、所属行业、总市值、增发股本与总股本比率、买入日溢价率、大股东参与认购、年度收益分析等多个维度对定增股票在各持仓时间段上的平均收益和平均超额收益进行了分析。通过分析可以看到，首次预案日至证监会通过日的持仓时间段上各类别股票的持仓收益和超额收益相对较高。样本占比较高的民营企业相对于其他企业具有较高的收益和超额收益。计算机、纺织服装行业的定增股票相对于其他行业具有较高的超额收益。小市值的股票相对于大市值的股票具有较高的超额收益。增发股本与总股本比率越高的股票，超额收益也相对越高。

风险提示：政策法规变动，市场超出预期



内容目录

1. 定向增发流程及数据简介	4
2. 定向增发流程收益分析.....	6
2.1. 定增关键时点及持仓时间段	7
2.2. 定向增发目的	8
2.3. 企业属性	9
2.4. 所属行业	10
2.5. 总市值	12
2.6. 增发股本与总股本比率.....	13
2.7. 买入日溢价率	14
2.8. 大股东参与认购.....	15
2.9. 预案年度收益分析	16
2.10. 总结与展望	17

图表目录

图 1：各年预案股票成功发行数量及实际募资净额	4
图 2：定向增发标准流程.....	4
图 3：实际定增时点数据和数据商提供的定增数据记录.....	5
图 4：各年预案股票定增目的占比	6
图 5：各年预案股票企业属性占比	6
图 6：定增关键时点间距分布（单位：自然日）	7
表 1：2011-2016 年定增事件的定增结果	5
表 2：2011-2016 年以定增目的划分的定增事件数量	5
表 3：2011-2016 年以公司属性划分的定增事件数量	6
表 4：定增关键时点间距（单位：自然日）	7
表 5：定增目的划分的定增结果.....	8
表 6：定增目的划分的股票在各持仓时间段的平均收益.....	8
表 7：定增目的划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	9
表 8：企业属性划分的定增结果.....	9
表 9：企业属性划分的股票在各持仓时间段的平均收益.....	9
表 10：企业属性划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	10
表 11：行业划分的定增结果.....	10
表 12：行业划分的股票在各持仓时间段的平均收益	11
表 13：行业划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	12
表 14：总市值划分的定增结果	13
表 15：总市值划分的股票在各持仓时间段的平均收益	13
表 16：总市值划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	13

表 17: 增发股本与总股本比率划分的股票在各持仓时间段的平均收益	13
表 18: 增发股本与总股本比率划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	14
表 19: 买入日溢价率划分的股票在各持仓时间段的平均收益	14
表 20: 买入日溢价率划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	14
表 21: 大股东是否参与划分的股票在各持仓时间段的平均收益	15
表 22: 大股东是否参与划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	15
表 23: 大股东是否现金参与划分的股票在各持仓时间段的平均收益	15
表 24: 大股东是否现金参与划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	15
表 25: 大股东参与认购比率划分的股票在各持仓时间段的平均收益	16
表 26: 大股东参与认购比率划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	16
表 27: 预案年份划分的定增结果	16
表 28: 预案年份划分的股票在各持仓时间段的平均收益	16
表 29: 预案年份划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益	17

1. 定向增发流程及数据简介

定向增发（又称非公开发行）是指上市公司非公开向特定对象发行股票的行为。定向增发事件的主要组成要素如下：

- 发行对象：认购并获得本次非公开发行股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过 10 名。主要参与者一般为上市公司股东、机构投资者（包括证券公司、公募基金、信托公司、私募基金）、其他产业资本、少数自然人等。
- 基准日：根据证监会（2017）5 号细则《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》最新规定，定价基准日从“董事会决议公告日”、“股东大会决议公告日”和“发行期首日”三选一修改为“发行期首日”，即市价发行。
- 发行价格：发行价格不低于定价基准日前 20/60/120 个交易日公司股票均价的 90%。

我们统计了过去 11 年来（2006-2016 年）的定增预案数量和实际募资净额，见图 1。从图中我们可以看到，定增预案数量基本呈现逐年递增的趋势，并在 2015 年达到最多。实际募资净额也呈逐年上升的趋势。定向增发事件成为 A 股市场上不可忽视的一种现象，因此我们想要对其进行细致地统计分析和研究。

图 1：各年预案股票成功发行数量及实际募资净额

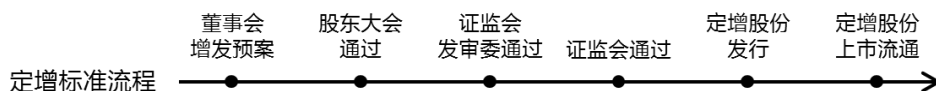


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：面向不同对象的同一次发行只计算一次

定向增发事件的整个流程可以归结为如图 2 的几个阶段：

图 2：定向增发标准流程



资料来源：天风证券研究所

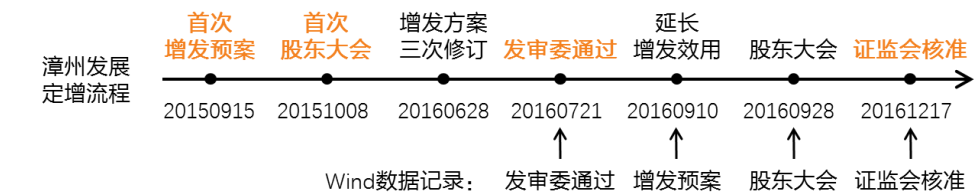
从图 2 可以看到，定增事件流程环节复杂且一般时间跨度较长，并且在实际定增流程中的各个环节都存在较多的不确定性，例如：

- 1) 董事会修订预案；
- 2) 股东大会否决预案；

- 3) 发审委审核不通过；
- 4) 证监会审核不通过；
- 5) 董事会决议延长预案有效期；
- 6) 股东大会通过延长预案有效期决议；
- 7) 公司在定增流程的各个阶段由于各种原因终止或停止实施定增。

定增流程的复杂性也导致数据商提供的定增数据记录中存在定增预案日和股东大会日的错位。图 3 展示了漳州发展（000753）的一次实际定增流程和 Wind 中对应的数据记录。

图 3：实际定增时点数据和数据商提供的定增数据记录



资料来源：Wind，天风证券研究所

从图 3 可以看到，当董事会决议延长增发预案有效期时，数据提供商会将首次预案公布日替换为公司延长预案有效期的那一天，并将首次股东大会替换为通过延长预案有效期的股东大会日。另外，当公司对定增预案进行修订时，数据提供商会用修订预案日来覆盖首次预案日。这些数据覆盖导致的时点错位情况给回测定增事件时计算不同时点之间的持仓收益造成了很大的影响。为了能够得到更加真实的回测结果，本报告对于数据中首次预案日和首次股东大会日进行了一定的修正。

在本文中，我们选取过去 6 年内（2011-2016 年）发生的定增事件作为统计样本。表 1 至表 3 从定增结果、定增目的以及公司属性三个方面详细统计了样本的组成情况。

从表 1 中的定增结果来看，整个样本中共有 2062 次定增成功，停止实施共 692 次，股东大会未通过共 71 次，发审委未通过共 84 次，证监会未通过 2 次，证监会通过且增发失败共 64 次。

表 1：2011-2016 年定增事件的定增结果

	成功	证监会通过且增发失败	证监会未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
个数	2062	64	2	84	71	692
占比	69.31%	2.15%	0.07%	2.82%	2.39%	23.26%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 2 我们可以看到，以项目融资、融资收购其他资产和配套融资为定增目的的定增数量较多，占比分别为 32.63%、25.30%和 23.22%。以公司间资产置换重组为定增目的的定增数量最少，占比为 0.74%。

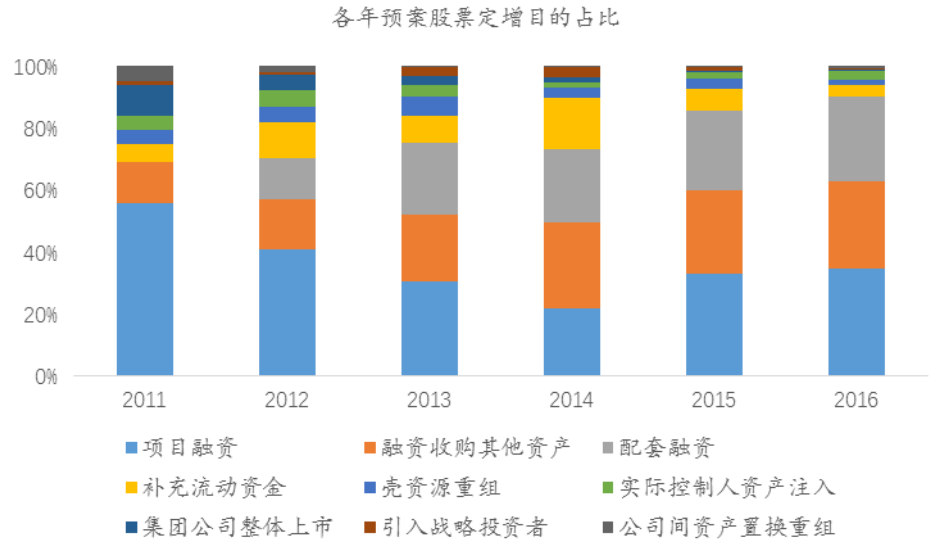
表 2：2011-2016 年以定增目的划分的定增事件数量

	项目融资	融资收购其他资产	配套融资	补充流动资金	壳资源重组	实际控制人资产注入	集团公司整体上市	引入战略投资者	公司间资产置换重组
个数	1504	1166	1070	393	157	128	89	68	34
占比	32.63%	25.30%	23.22%	8.53%	3.41%	2.78%	1.93%	1.48%	0.74%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4 统计了各年预案的股票中各定增目的的占比及其变化情况。可以看到融资收购其他资产、配套融资为目的的定增数量呈现逐年上升的趋势，项目融资为目的的定增数量从 2011 年逐年下降到 2014 年然后回升，补充流动资金为目的的定增数量在 2014 年最高并在近两年呈下降趋势，壳资源重组和集团公司整体上市为目的的定增所占比例也逐年下降。

图 4：各年预案股票定增目的占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3 统计了各类公司属性的定增数量。从表中可以看到，民营企业的定增数量最多，占 62.45%，其次是地方国企，占 19.87%，然后是央企，占 9.73%。

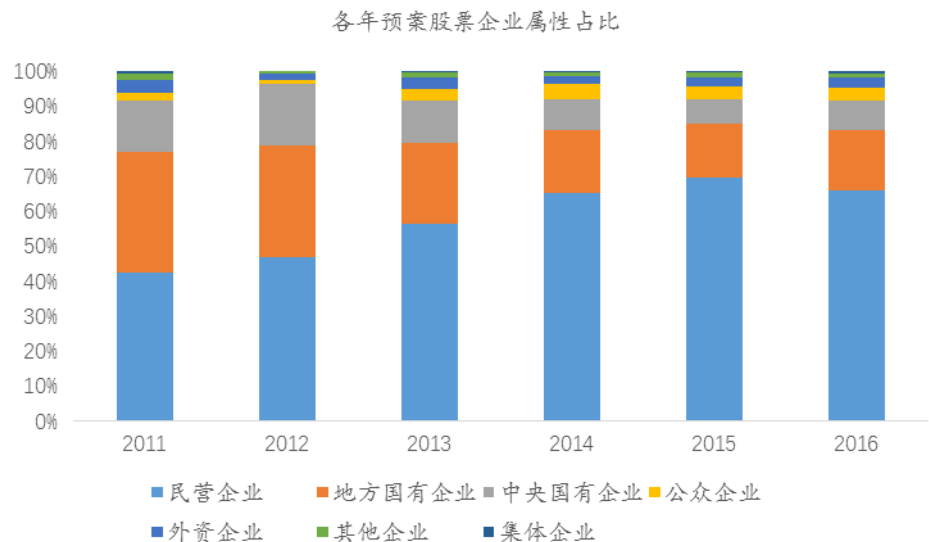
表 3：2011-2016 年以公司属性划分的定增事件数量

	民营企业	地方国有企业	中央国有企业	公众企业	外资企业	其他企业	集体企业
个数	2278	725	355	122	103	45	20
占比	62.45%	19.87%	9.73%	3.34%	2.82%	1.23%	0.55%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5 统计了各年预案的股票中各企业属性的占比及其变化情况。从图中可以看到，民营企业定增的数量呈现逐年上升的趋势，地方国企和央企定增的数量呈现逐年下降的趋势。

图 5：各年预案股票企业属性占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 定向增发流程收益分析

由于定增事件流程中存在多个关键时点，一种自然的投资策略是在这些时点上买入/卖出相关股票。例如，在某只股票公布定增预案后买入，在证监会审核通过后卖出。从定增流程中的多个关键时间节点，我们可以得到多个建仓或平仓时点。另外，我们可以从多个维度

（定增目的、公司属性、所属行业、总市值等）对定增股票进行分类研究。本节中我们在不同方面讨论和分析定增流程中不同持仓时间段上的收益和超额收益（相对于中证 500）。

2.1. 定增关键时点及持仓时间段

由于定向增发整个流程中的关键时点包括首次预案公布日、首次股东大会日、发审委公告日和证监会公告日，因此本报告中对这些关键时点组合出的 6 个持仓时间段上的收益和超额收益进行统计，即：首次预案公告日至首次股东大会日、首次预案公告日至发审委公告日、首次预案公告日至证监会公告日、首次股东大会日至发审委公告日、首次股东大会日至证监会公告日、发审委公告日至证监会公告日。

因为定增事件关键时点上个股极易出现涨停、跌停或停牌，所以在实际计算各个持仓时间段收益时，当标的股票出现一字涨停或跌停时，延后一天买入该股票。

由于定增事件的不确定性可能导致各个关键时点之间间距较大，由此可能导致较长的持仓时间，所以我们首先需要对各关键时点之间的时间间距有一定的了解。下表 4 和图 6 对于样本中所有定增事件的首次预案公告日、预案公告日（数据商提供的预案日）、首次股东大会日、股东大会日（数据商提供的股东大会日）、发审委公告日和证监会公告日这几个关键时点之间的间距分布以及几个关键分位数进行了统计。

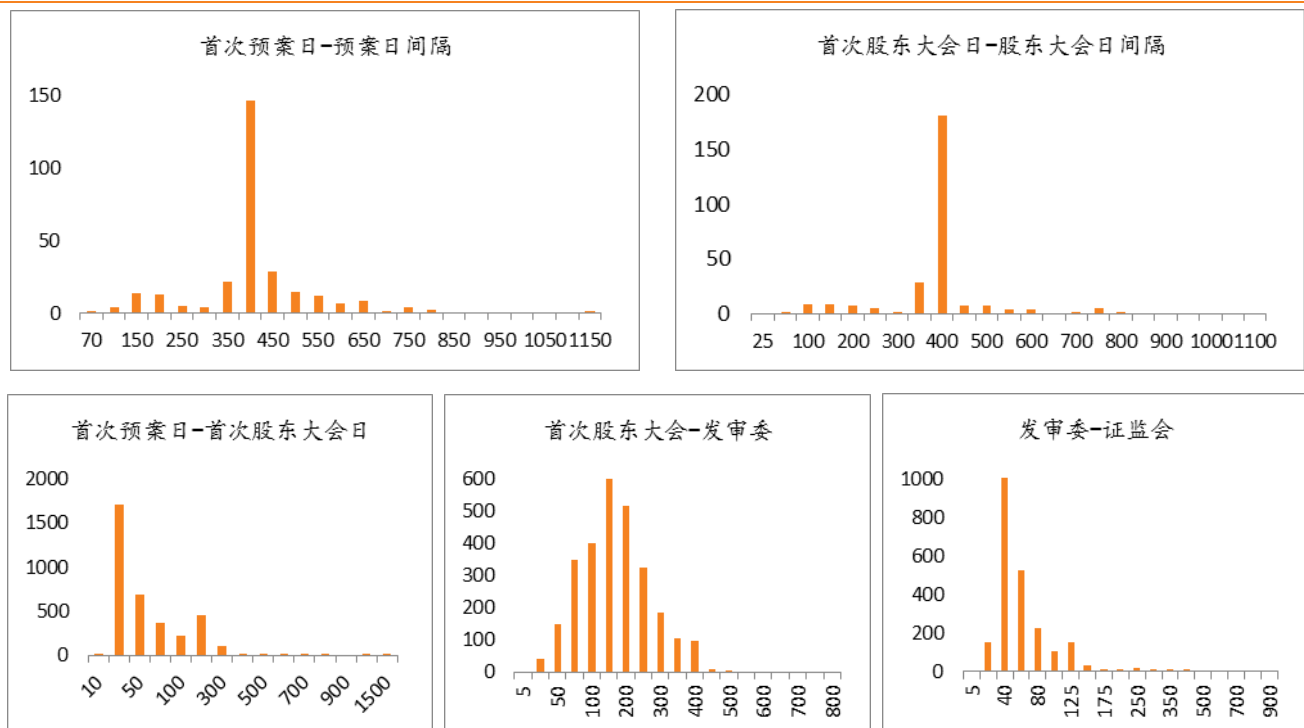
表 4：定增关键时点间距（单位：自然日）

	数量	均值	25%分位数	50%分位数	75%分位数
首次预案日至预案日	289	380	357	371	415
首次股东大会日至股东大会日	267	358	355	364	377
首次预案日至首次股东大会日	3583	58	17	28	69
首次股东大会日至发审委日	2795	154	84	138	204
发审委日至证监会日	2321	54	29	39	61

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 4 可以发现，在过去 6 年中发生的定增事件中有 289 次出现首次预案日的错位（即数据商提供的预案日和首次预案日发生偏离），有 267 次出现了首次股东大会日的偏离（即数据商提供的股东大会日和首次股东大会日发生偏离）。

图 6：定增关键时点间距分布（单位：自然日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从图 6 可以看到，首次预案日至预案日的间隔大概率在 380 天左右，而首次股东大会日至股东大会日的间隔大概率在 358 天左右。这也说明了对时点数据进行修正的重要性。

结合表 4 和图 6 可以看到，对于首次预案日至首次股东大会日，平均时长为 58 天，其中 50% 小于 28 天，还有 25% 超过 69 天。对于首次股东大会日至发审委日，平均时长为 154 天，其中 50% 小于 138 天，还有 25% 大于 204 天。对于发审委日至证监会日，时间分布和首次预案日至首次股东大会日相近，平均时长为 54 天，其中 25% 小于 30 天，还有 25% 大于 61 天。

2.2. 定向增发目的

这一节对于定增目的来对定增事件进行研究。表 5 对于不同定增目的的定增结果进行了统计。从表中可以看到，样本占比较高的项目融资的成功率较高，达到 71%，而配套融资的停止实施率相对较高，达到 28%。样本占比较少的集团公司整体上市、实际控制人资产注入和引入战略投资者的成功率也相对较高，分别达到 80%、77% 和 76%。

表 5：定增目的划分的定增结果

定增目的	成功	证监会通过且增发失败	证监会未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
项目融资	813 (71%)	31 (3%)	0 (0%)	7 (1%)	29 (3%)	265 (23%)
融资收购其他资产	673 (68%)	10 (1%)	0 (0%)	47 (5%)	13 (1%)	250 (25%)
配套融资	580 (65%)	16 (2%)	1 (0%)	35 (4%)	13 (1%)	247 (28%)
补充流动资金	234 (68%)	11 (3%)	0 (0%)	16 (5%)	11 (3%)	73 (21%)
壳资源重组	107 (71%)	1 (1%)	0 (0%)	5 (3%)	5 (3%)	32 (21%)
实际控制人资产注入	85 (77%)	0 (0%)	0 (0%)	4 (4%)	6 (5%)	16 (14%)
集团公司整体上市	68 (80%)	0 (0%)	1 (1%)	1 (1%)	1 (1%)	14 (16%)
引入战略投资者	50 (76%)	1 (2%)	0 (0%)	1 (2%)	3 (5%)	11 (17%)
公司间资产置换重组	22 (69%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (6%)	8 (25%)

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6 和表 7 对于不同定增目的的股票在各个持仓时间段上的平均收益和平均超额收益进行了统计。

从表 6 可以看到，以补充流动资金或引入战略投资者为定增目的的股票在大部分持仓时间段上有相对较高的平均收益，而以公司间资产置换重组为目的的股票在大部分持仓时间段上平均收益相对较差。在预案至证监会时间段上，各类股票大部分有相对较高的平均收益，以补充流动资金为目的的股票的平均收益达到了 40.31%。

表 6：定增目的划分的股票在各持仓时间段的平均收益

定增目的	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
项目融资	1.55%	8.71%	14.02%	6.92%	12.47%	5.21%
融资收购其他资产	1.25%	14.46%	20.76%	12.23%	18.73%	2.50%
配套融资	0.29%	15.00%	18.18%	13.51%	16.91%	0.91%
补充流动资金	5.06%	30.92%	40.31%	25.09%	34.06%	5.80%
壳资源重组	2.70%	19.72%	22.92%	16.92%	19.56%	-2.08%
实际控制人资产注入	2.11%	14.01%	12.12%	9.28%	7.40%	-3.89%
集团公司整体上市	3.27%	16.85%	13.66%	11.25%	7.64%	-5.22%
引入战略投资者	3.47%	30.31%	28.73%	26.14%	23.71%	3.88%
公司间资产置换重组	-0.42%	1.23%	-5.33%	2.21%	-5.43%	-8.75%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 7 可以看到，以补充流动资金为定增目的的股票在大部分持仓时间段上都有正的平均超额收益，而以公司间资产置换重组为目的的股票在大部分持仓时间段上平均超额收益相对较差。在预案至证监会时间段上，以融资收购其他资产和补充流动资金为目的的股票的平均超额收益分别为 9.55% 和 9.54%。在股东大会至证监会时间段上，以融资收购其他资产

和配套融资为目的的股票的平均超额收益分别达到了 10.46%和 10.14%。

表 7：定增目的划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

定增目的	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
项目融资	0.2%	4.51%	6.42%	4.41%	6.69%	2.42%
融资收购其他资产	-1.95%	5.29%	9.55%	6.19%	10.46%	-0.15%
配套融资	-2.62%	5.5%	7.8%	7.41%	10.14%	-1.07%
补充流动资金	1.99%	5.59%	9.54%	3.53%	7.41%	1.38%
壳资源重组	-1.29%	7.45%	9.23%	7.66%	9.69%	-4.5%
实际控制人资产注入	-2.45%	0.74%	2.64%	3.18%	4.33%	-2.31%
集团公司整体上市	-2.66%	6.2%	3.91%	5.94%	3.8%	-4.69%
引入战略投资者	-0.76%	8.04%	7.83%	8.01%	6.85%	-1.02%
公司间资产置换重组	-2.12%	-1.21%	-1.49%	3.03%	1.96%	-4.29%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 企业属性

这一节我们对于不同企业属性的定增结果进行统计和分析。从表 8 可以看到，地方国企、央企和其他企业的成功率相对较高，分别为 74%、75%和 76%。集体企业停止实施的概率达到 38%，而民营企业、公众企业和外资企业停止实施的概率也超过 24%。

表 8：企业属性划分的定增结果

	成功	证监会通过且增发失败	证监会未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
民营企业	1258 (67%)	35 (2%)	0 (0%)	66 (4%)	31 (2%)	478 (26%)
地方国有企业	435 (74%)	16 (3%)	1 (0%)	9 (2%)	22 (4%)	107 (18%)
中央国有企业	218 (75%)	8 (3%)	0 (0%)	3 (1%)	7 (2%)	54 (19%)
公众企业	65 (67%)	1 (1%)	0 (0%)	2 (2%)	5 (5%)	24 (25%)
外资企业	55 (66%)	2 (2%)	0 (0%)	3 (4%)	3 (4%)	20 (24%)
其他企业	25 (76%)	2 (6%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (6%)	4 (12%)
集体企业	6 (46%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (8%)	1 (8%)	5 (38%)

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 9 和表 10 对于不同企业属性的定增标的在各个持仓时间段上的平均收益和平均超额收益进行了统计。

从表 9 可以看到，对于样本数量较多的民营企业、地方国企和央企，民营企业在各个持仓时间段上都有着相对较高的平均持仓收益率，而地方国企在各持仓时间段上表现较差，央企表现介于民营企业和地方国企之间。其他企业在大部分持仓时间段上表现相对较差，平均收益基本为 0 或负。在预案至股东大会和发审委至证监会两个持仓时间段上，各企业属性的定增标的表现较差。在预案至证监会持仓时间段上，各企业属性的定增标的都有较好表现，公众企业达到了 32.69%的平均收益率，民营企业达到了 22.23%的平均收益率，央企达到了 18.47%的平均收益率。在股东大会至证监会持仓时间段上，除了其他企业，各企业属性也有较好的表现，公众企业达到了 34.39%的收益率，民营企业达到了 19.92%的收益率。

表 9：企业属性划分的股票在各持仓时间段的平均收益

	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
民营企业	1.80%	14.97%	22.23%	12.59%	19.92%	4.82%
地方国有企业	1.81%	11.36%	11.37%	9.09%	9.50%	-0.25%
中央国有企业	4.10%	16.25%	18.47%	9.91%	11.34%	1.23%
公众企业	-0.06%	27.78%	32.69%	27.65%	34.39%	1.14%
外资企业	0.69%	13.50%	20.21%	11.78%	17.63%	4.98%
其他企业	-0.21%	-1.22%	0.87%	-4.13%	-2.63%	1.79%
集体企业	6.12%	6.62%	25.70%	-0.56%	18.08%	5.65%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 10 中我们统计了各企业属性在各时间段上的平均超额收益。可以看到，民营企业和公众企业仍有较高的超额收益，外资企业的表现和民营企业相近，地方国企超额收益率维持在-2%到 2%之间，其他企业在各个时间段上超额收益都为负。进一步分析各个持仓时间段上的平均超额收益，可以发现各企业属性的定增股票在预案至股东大会和发审委至证监会两个持仓时间段上的超额收益基本为负。在预案至证监会持仓时间段上，公众企业和民营企业的超额收益率仍然最高，分别为 12.75%和 10.55%，外资企业的超额收益率达到 9.65%。在股东大会至证监会时间段上，公众企业和民营企业的超额收益率分别达到 15.81%和 10.69%。

表 10：企业属性划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发 审委	股东大会至证 监会	发审委至证监 会
民营企业	-0.27%	5.91%	10.55%	5.88%	10.69%	1.90%
地方国有企业	-1.87%	1.60%	-0.22%	2.85%	1.62%	-1.56%
中央国有企业	-0.26%	5.39%	5.00%	3.92%	2.74%	-1.87%
公众企业	-0.45%	11.42%	12.75%	12.25%	15.81%	-1.38%
外资企业	-0.91%	3.28%	9.65%	3.67%	8.86%	1.16%
其他企业	-1.59%	-7.66%	-1.99%	-4.21%	-1.22%	-1.43%
集体企业	2.66%	2.90%	14.87%	-1.16%	9.70%	1.50%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：超额收益为相对于持仓期间的中证 500 的超额收益

结合表 8、表 9 和表 10 的分析结果可以发现，民营企业在样本中占比较高且对应的定增标的在各持仓时间段上都有相对较高的平均收益和平均超额收益，公众企业样本数相对较小但在各持仓时间段上都有相对较高的平均收益和平均超额收益，地方国企和其他企业在各持仓时间段上表现较差。在预案至股东大会和发审委至证监会两个持仓时间段上，各企业属性的平均收益和平均超额收益普遍较低，预案至证监会和股东大会至证监会两个持仓时间段上的平均收益和平均超额收益较高。

2.4. 所属行业

这一节我们对于样本中定增标的所属行业（以中信一级行业为标准）进行统计，定增股票所属行业占比相对较高的为：机械（8.56%）、基础化工（8.51%）、医药（7.40%）、电子元器件（7.04%）、房地产（5.50%）、计算机（5.36%）。

表 11 详细统计了各行业股票的定增结果。可以看到，轻工制造、房地产、有色金属、钢铁、银行和综合停止实施的占比较高，超过 30%。国防军工股东大会未通过的占比较高，达到 14%。钢铁行业发审委未通过的达到 9%。建筑、汽车、交通运输、医药和电子元器件定增成功的占比相对较高，均超过 74%，尤其是建筑行业，成功率达到 81%。

表 11：行业划分的定增结果

	成功	证监会通过且 增发失败	证监会未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
机械	186 (73%)	3 (1%)	0 (0%)	9 (4%)	3 (1%)	55 (21%)
基础化工	169 (66%)	3 (1%)	0 (0%)	11 (4%)	9 (4%)	64 (25%)
医药	161 (74%)	3 (1%)	0 (0%)	2 (1%)	8 (4%)	45 (21%)
电子元器件	161 (74%)	5 (2%)	0 (0%)	2 (1%)	2 (1%)	48 (22%)
房地产	89 (56%)	2 (1%)	0 (0%)	10 (6%)	7 (4%)	51 (32%)
计算机	115 (71%)	4 (2%)	0 (0%)	2 (1%)	2 (1%)	39 (24%)
电力设备	104 (66%)	3 (2%)	0 (0%)	6 (4%)	0 (0%)	44 (28%)
汽车	96 (77%)	3 (2%)	0 (0%)	3 (2%)	2 (2%)	20 (16%)
通信	85 (69%)	1 (1%)	0 (0%)	3 (2%)	2 (2%)	32 (26%)
电力及公用事业	79 (72%)	1 (1%)	1 (1%)	3 (3%)	5 (5%)	20 (18%)
有色金属	74 (62%)	3 (3%)	0 (0%)	3 (3%)	2 (2%)	37 (31%)
农林牧渔	68 (65%)	1 (1%)	0 (0%)	4 (4%)	3 (3%)	28 (27%)

建筑	71 (81%)	3 (3%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (2%)	12 (14%)
商贸零售	62 (63%)	2 (2%)	0 (0%)	5 (5%)	5 (5%)	24 (24%)
建材	61 (65%)	3 (3%)	0 (0%)	5 (5%)	2 (2%)	23 (24%)
轻工制造	48 (58%)	2 (2%)	0 (0%)	3 (4%)	3 (4%)	27 (33%)
传媒	58 (70%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (2%)	1 (1%)	22 (27%)
纺织服装	52 (68%)	2 (3%)	0 (0%)	3 (4%)	1 (1%)	18 (24%)
交通运输	51 (77%)	2 (3%)	0 (0%)	0 (0%)	2 (3%)	11 (17%)
食品饮料	36 (65%)	4 (7%)	0 (0%)	0 (0%)	3 (5%)	12 (22%)
钢铁	30 (55%)	0 (0%)	0 (0%)	5 (9%)	3 (5%)	17 (31%)
家电	41 (71%)	4 (7%)	0 (0%)	1 (2%)	2 (3%)	10 (17%)
餐饮旅游	64 (63%)	8 (8%)	0 (0%)	1 (1%)	2 (2%)	27 (26%)
综合	30 (68%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (2%)	13 (30%)
煤炭	27 (66%)	1 (2%)	0 (0%)	1 (2%)	0 (0%)	12 (29%)
石油石化	25 (69%)	2 (6%)	0 (0%)	0 (0%)	1 (3%)	8 (22%)
国防军工	25 (71%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	5 (14%)	5 (14%)
非银行金融	24 (71%)	3 (9%)	0 (0%)	1 (3%)	0 (0%)	6 (18%)
银行	9 (69%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	0 (0%)	4 (31%)

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：个股行业按预案公告日当天该股票所属中信一级行业为准

表 12 和表 13 统计了不同行业定增股票在各持仓时间段上的平均收益和平均超额收益。

从表 12 可以看到，计算机、银行、基础化工、纺织服装、房地产在各个持仓时间段上都有较高的平均收益。尤其是计算机和银行，在预案至证监会时间段上的平均收益分别达到了 37.69% 和 37.09%，在股东大会至证监会时间段上的平均收益分别达到了 33.26% 和 27.91%。综合和石油石化在各持仓时间段上的平均收益都相对较差。对比同行业在不同持仓时间段上的平均收益可以发现，预案至股东大会时间段上的平均收益相对较低而预案至证监会时间段上的平均收益相对较高。

表 12：行业划分的股票在各持仓时间段的平均收益

	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
机械	0.02%	13.76%	15.92%	13.17%	16.28%	2.35%
基础化工	1.36%	18.54%	27.64%	15.60%	23.21%	4.96%
医药	2.91%	13.68%	19.50%	10.83%	16.58%	3.85%
电子元器件	1.56%	10.41%	17.86%	7.83%	16.46%	6.63%
房地产	7.50%	22.50%	20.43%	15.42%	17.27%	4.62%
计算机	6.15%	26.98%	37.69%	22.42%	33.26%	4.51%
电力设备	4.06%	15.44%	20.73%	11.91%	17.11%	4.55%
汽车	4.43%	18.12%	21.12%	14.56%	18.18%	0.83%
通信	0.53%	5.92%	19.52%	4.61%	18.05%	5.51%
电力及公用事业	0.20%	10.38%	14.70%	7.83%	11.09%	2.16%
有色金属	1.16%	5.85%	12.91%	4.24%	11.76%	3.89%
农林牧渔	2.52%	10.52%	16.42%	7.35%	11.93%	4.17%
建筑	2.50%	13.17%	19.12%	8.67%	11.85%	-0.66%
商贸零售	-3.64%	8.13%	8.96%	7.85%	8.63%	0.18%
建材	0.36%	7.35%	20.49%	5.76%	18.53%	7.75%
轻工制造	0.12%	13.04%	18.7%	11%	15.67%	4.08%
传媒	1.8%	17.69%	16.52%	16.14%	14.93%	-0.03%
纺织服装	2.29%	19.49%	21.41%	17.73%	19.4%	8.15%
交通运输	-3.17%	19.2%	23.67%	21.9%	24.96%	-0.14%
食品饮料	2.17%	16.95%	21.06%	12.88%	14.89%	0.69%
钢铁	-1.13%	17.06%	7.79%	15.23%	5.06%	-8.69%
家电	5.89%	20.75%	17.45%	14.71%	11.80%	-1.71%
餐饮旅游	-2.03%	12.33%	16.63%	10.28%	11.83%	-1.60%

综合	1.12%	1.20%	3.93%	0.18%	6.41%	3.05%
煤炭	3.01%	13.22%	14.62%	3.61%	7.4%	-0.15%
石油石化	-4.05%	3.32%	5.31%	6.54%	8.52%	-0.48%
国防军工	2.09%	15.5%	18.78%	12.73%	17.71%	3.79%
非银行金融	0.43%	19.29%	24.08%	16.94%	21.16%	1.03%
银行	8.02%	19.76%	37.09%	10.43%	27.91%	14.29%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 13 可以看到，计算机和纺织服装在各个持仓时间段上都有较高的平均超额收益，在预案至证监会时间段上的平均超额收益分别达到了 20.50%和 14.80%，在股东大会至证监会时间段上的平均超额收益分别达到了 19.77%和 14.35%。石油石化、钢铁和有色金属在各持仓时间段上的平均超额收益都相对较差，基本为负。对比同行业在不同持仓时间段上的平均超额收益可以发现，预案至股东大会时间段上的平均超额收益相对较低，而预案至证监会和股东大会至证监会两个时间段上的平均超额收益相对较高。

表 13：行业划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
机械	-1.52%	3.91%	3.82%	5.31%	6.11%	-0.11%
基础化工	-0.73%	7.83%	13.28%	7.61%	12.22%	2.33%
医药	1.22%	4.20%	4.39%	3.63%	3.87%	-0.49%
电子元器件	-1.21%	3.02%	8.66%	3.46%	10.00%	3.78%
房地产	0.33%	4.32%	4.60%	4.29%	8.10%	2.23%
计算机	3.13%	15.48%	20.50%	13.73%	19.77%	0.44%
电力设备	0.45%	8.19%	10.57%	7.85%	9.83%	1.89%
汽车	0.72%	8.22%	8.22%	8.51%	9.32%	-0.90%
通信	-1.79%	3.54%	13.51%	5.06%	14.49%	2.49%
电力及公用事业	-0.05%	2.65%	5.93%	1.17%	3.70%	0.89%
有色金属	-3.15%	-4.21%	-3.57%	-1.15%	0.71%	-2.36%
农林牧渔	-0.51%	-2.43%	3.80%	-0.99%	4.04%	2.49%
建筑	-0.09%	3.26%	7.01%	1.41%	3.00%	-1.63%
商贸零售	-4.07%	4.08%	4.64%	5.12%	5.59%	-0.97%
建材	-1.35%	1.47%	7.49%	0.85%	7.11%	3.07%
轻工制造	-1.93%	5.02%	8.51%	6.07%	8.95%	1.19%
传媒	-0.11%	9.59%	10.81%	9.62%	10.56%	-1.47%
纺织服装	1.66%	11.78%	14.80%	11.44%	14.35%	3.51%
交通运输	-2.16%	9.11%	10.25%	11.10%	11.07%	-2.37%
食品饮料	0.12%	6.94%	8.08%	5.89%	5.45%	0.18%
钢铁	-7.02%	-1.27%	-2.71%	2.01%	-1.22%	-5.68%
家电	2.67%	2.13%	2.57%	1.07%	1.79%	-2.30%
餐饮旅游	-3.59%	3.24%	1.77%	5.08%	2.19%	-4.54%
综合	-2.97%	1.50%	0.72%	1.50%	4.59%	-0.85%
煤炭	-2.59%	7.16%	5.53%	1.96%	3.00%	-0.37%
石油石化	-4.84%	-7.00%	-3.13%	-3.14%	0.79%	0.81%
国防军工	0.86%	2.61%	5.09%	1.20%	5.21%	2.61%
非银行金融	0.69%	4.58%	7.11%	2.60%	5.25%	0.10%
银行	5.91%	8.07%	9.43%	0.64%	1.74%	2.67%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 总市值

这一节根据定增股票首次预案日的总市值来对股票进行划分并统计分析不同市值类别的股票在各持仓时间段上的平均收益和平均超额收益。我们将股票按总市值小于 50 亿、50 亿到 100 亿、超过 100 亿划分为三个集合，表 14 对这三个类别股票的定增结果进行了统计。从表中可以看到，总市值小于 50 亿的股票定增成功率相对较低。

表 14：总市值划分的定增结果

总市值划分	成功	证监会通过且增发失败	证监会未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
小于 50 亿	965 (67%)	24 (2%)	0 (0%)	54 (4%)	49 (3%)	359 (25%)
50 亿到 100 亿	576 (71%)	20 (2%)	1 (0%)	24 (3%)	12 (1%)	175 (22%)
大于 100 亿	521 (70%)	20 (3%)	0 (0%)	6 (1%)	10 (1%)	190 (25%)

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 15 和表 16 统计了不同总市值的股票在各个持仓时间段上的平均收益和平均超额收益。

从表 15 可以看到，在各个持仓时间段上，总市值越小的股票平均收益相对越高。在预案至证监会持仓时间段上，各类别股票的表现都较好，其中小于 50 亿的股票的平均收益达到 30.51%。

表 15：总市值划分的股票在各持仓时间段的平均收益

总市值划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 50 亿	4.24%	24.71%	30.51%	19.44%	25.45%	3.22%
50 亿到 100 亿	1.57%	10.14%	15.40%	8.79%	14.00%	3.80%
大于 100 亿	-1.32%	2.17%	6.38%	2.45%	6.34%	2.61%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 16 可以看到，在各个持仓时间段上，总市值越小的股票平均超额收益相对越高。小于 50 亿的股票在各个时间段上都有正的平均超额收益。在预案至证监会持仓时间段上，小于 50 亿的股票的平均超额收益达到 13.48%。在预案至股东大会持仓时间段上，各类别股票的平均超额收益都相对较差。

表 16：总市值划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

总市值划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 50 亿	0.63%	9.85%	13.48%	8.23%	12.09%	0.51%
50 亿到 100 亿	-0.25%	2.07%	4.98%	3.05%	6.18%	1.19%
大于 100 亿	-2.92%	-0.18%	0.94%	2.01%	3.01%	0.13%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.6. 增发股本与总股本比率

这一节对于增发股本与总股本比率来对定增事件的收益和超额收益进行研究。表 17 和表 18 分别对于不同增发股本与总股本比率的股票的平均收益和平均超额收益进行了统计。

从表 17 中可以看到，定增股本比率大于 75% 的股票在大部分持仓时间段具有相对较高的平均收益，在预案至发审委和预案至证监会两个时间段上的平均收益分别达到 22.27% 和 23.43%。在预案至证监会时间段上，大部分类别股票的平均收益相对较高，定增股本比率在 50%-75% 之间的股票的平均收益达到 22.25%。在股东大会至证监会时间段上，定增股本比率在 50%-75% 之间的股票的平均收益相对较高，达到 23.15%。

表 17：增发股本与总股本比率划分的股票在各持仓时间段的平均收益

增发股本与总股本比率	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 25%	0.8%	13.04%	18.79%	10.88%	16.83%	4.3%
25%到 50%	2.17%	14.17%	19.03%	11.2%	15.59%	3.63%
50%到 75%	-1.05%	14.9%	22.25%	15.57%	23.15%	2.85%
大于 75%	4.87%	22.27%	23.43%	15.68%	16.84%	-1.89%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：面向不同对象的单次发行的股本数量累加得到增发股本数量，总股本以首次预案日为准

从表 18 中可以看到，在预案至证监会时间段上，定增股本比率大于 75% 和在 50%-75% 之间的股票具有相对较高的平均超额收益，分别达到 11.95% 和 11.53%。在股东大会至证监会时

间段上，定增股本比率在 50%-75%之间和大于 75%的股票的平均超额收益分别达到 14.17% 和 10.48%。

表 18：增发股本与总股本比率划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

增发股本与总股本比率	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 25%	-1.08%	3.35%	5.69%	3.64%	6.36%	1.19%
25%到 50%	-0.64%	6.01%	9.22%	5.77%	8.45%	1.35%
50%到 75%	-2.41%	6.62%	11.53%	9.13%	14.17%	0.31%
大于 75%	-0.2%	10.45%	11.95%	8.74%	10.48%	-2.97%

资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，我们认为在定增流程关键时点上选择增发股本与总股本比率大于 50%的股票能够在后续持仓时间段上获得相对较高的平均收益和平均超额收益。

2.7. 买入日溢价率

在定向增发中，我们可以将预案价下限作为定增认购人认购股份的成本下限，当定增标的的股价大幅低于预案价下限或股价溢价率较小时股价上涨的空间可能较大。基于这个想法，我们可以在各个关键时点买入股价溢价率较小的股票。这里我们定义买入日溢价率：

$$\text{买入日溢价率} = \text{买入日股票价格} / \text{定增预案价下限} - 1$$

这一节对于不同持仓时间段买入时的溢价率进行分组，并分析和统计各持仓时间段的平均收益和平均超额收益。

表 19 统计了每个持仓时间段具有不同买入日溢价率的股票的平均收益。从表中可以看到，买入日溢价率小于 25%的股票在大部分持仓时间段有相对较高的平均收益。溢价率在 50%-75%之间的股票相对于其他类别在大部分持仓时间段表现相对较差。在预案至证监会时间段，大部分类别的股票的平均收益都相对较高，溢价率小于 25%的股票的平均收益达到 20.71%，溢价率大于 75%的股票的平均收益达到 16.49%。在预案至股东大会时间段上大部分类别股票的平均收益相对较低。

表 19：买入日溢价率划分的股票在各持仓时间段的平均收益

买入日溢价率	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 25%	1.69%	14.65%	20.71%	12.33%	18.77%	7.10%
25%到 50%	-0.25%	9.60%	13.37%	7.42%	13.18%	3.51%
50%到 75%	-1.20%	8.21%	12.99%	9.25%	10.93%	1.87%
大于 75%	2.60%	13.58%	16.49%	9.27%	12.45%	-0.87%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 20 统计了每个持仓时间段具有不同买入日溢价率的股票的平均超额收益。从表中可以看到，买入日溢价率大于 75%的股票在大部分持仓时间段有相对较高的平均超额收益。在预案至证监会时间段上，溢价率大于 75%和小于 25%的股票的平均超额收益分别达到 12.08% 和 7.08%。在股东大会至证监会时间段上，溢价率大于 75%和小于 25%的股票的平均超额收益分别达到 10.83%和 8.03%。在预案至股东大会时间段上大部分类别股票的平均超额收益都为负，溢价率在 50%-75%之间的股票的平均超额收益最低，为-5.14%。

表 20：买入日溢价率划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

买入日溢价率	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 25%	-0.56%	4.55%	7.08%	4.72%	8.03%	3.67%
25%到 50%	-2.84%	2.05%	2.71%	2.97%	4.09%	0.80%
50%到 75%	-5.14%	-0.58%	2.35%	6.90%	6.74%	-0.95%
大于 75%	0.45%	10.34%	12.08%	8.03%	10.83%	-2.30%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.8. 大股东参与认购

这一节根据大股东是否参与认购、认购方式以及认购比率来对定增事件收益和超额收益进行研究。表 21 和表 22 统计了大股东是否参与认购的定增股票在各持仓时间段上的平均收益和超额收益。

从表 21 可以看到，大股东参与认购的股票在各个时间段上的平均收益都相对较高。在预案至证监会时间段上，大股东参与认购的定增股票的平均收益达到 21.73%。

表 21：大股东是否参与划分的股票在各持仓时间段的平均收益

大股东参与划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
参与	2.09%	16.04%	21.73%	13.25%	18.63%	3.25%
没有参与	1.84%	13.69%	18.28%	11.09%	15.95%	3.19%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 22 可以看到，大股东是否参与对于定增股票的平均超额收益影响不大。在预案至证监会和股东大会至证监会两个持仓时间段的超额收益都相对较高，超过 7.6%。

表 22：大股东是否参与划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

大股东参与划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
参与	-0.69%	4.74%	7.64%	4.93%	7.61%	0.46%
没有参与	-0.58%	5.12%	7.60%	5.22%	8.12%	0.69%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 23 和表 24 统计了大股东是否现金参与认购的定增股票在各个持仓时间段上的平均收益和平均超额收益。从表 23 可以看到，大股东现金参与的定增股票在各个持仓时间段上都有相对较高的平均收益。在预案至证监会时间段上，大股东现金参与的定增股票的平均收益达到 22.81%。

表 23：大股东是否现金参与划分的股票在各持仓时间段的平均收益

现金参与划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
现金参与	2.74%	16.70%	22.81%	13.86%	19.92%	4.35%
没有现金参与	0.19%	12.87%	17.62%	10.63%	14.70%	-0.16%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 24 可以看到，大股东现金参与的定增股票在大部分持仓时间段上都有相对较高的平均超额收益。在预案至证监会时间段上，大股东现金参与的定增股票的平均超额收益达到 7.80%。

表 24：大股东是否现金参与划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

现金参与划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
现金参与	0.08%	5.31%	7.80%	5.07%	7.55%	0.98%
没有现金参与	-3.13%	2.97%	6.88%	4.66%	8.13%	-1.48%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 25 和表 26 统计了不同大股东参与认购比率的定增股票在各个持仓时间段上的平均收益和平均超额收益。

从表 25 可以看到，大股东参与认购比率大于 50%的定增股票在各个持仓时间段上都有相对较高的平均收益。认购比率小于 25%的定增股票相对于认购比率在 25%-50%之间的股票有相对较高的平均收益。在预案至证监会持仓时间段上，各类别的股票平均收益相对最高，认购比率在 50%-75%之间的股票平均收益最高，达到 29.01%，认购比率大于 75%的股票平均收益达到 27.44%。

表 25：大股东参与认购比率划分的股票在各持仓时间段的平均收益

认购比率划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 25%	2.73%	12.76%	21.16%	11.52%	20.39%	5.68%
25%到 50%	1.45%	13.79%	18.74%	13.56%	18.3%	5.83%
50%到 75%	8.09%	24.75%	29.01%	17.1%	21.05%	3.18%
大于 75%	4.78%	24.59%	27.44%	18.13%	21.91%	1.46%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 26 可以看到，大股东参与认购比率在 50%-75%之间的股票在大部分时间段上具有相对较高的超额收益，认购比率在 25%-50%之间的股票在大部分时间段上具有相对较低的超额收益。在预案至证监会时间段上，认购比率在 50%-75%之间的股票的平均超额收益达到 11.41%。

表 26：大股东参与认购比率划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

认购比率划分	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
小于 25%	0.72%	5.56%	8.87%	6.06%	9.92%	1.78%
25%到 50%	-1.3%	1.98%	4.08%	4.39%	6.25%	2.34%
50%到 75%	3.06%	8.85%	11.41%	6.56%	8.31%	0.14%
大于 75%	0.25%	9.14%	8.93%	7.44%	8.08%	-1.55%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.9. 预案年度收益分析

在这一节中，我们将分年度（以首次预案日来划分）对于定增结果以及各持仓时间段上的收益和超额收益进行统计。表 27 统计了不同年份的定增结果。从表中可以看到，2014 年定增成功率最高达到 75%，而 2016 年的定增成功率最低，只有 51%。2014 年停止实施率最低，而 2016 年停止实施的达到 41%。

表 27：预案年份划分的定增结果

年度	成功	证监会通过且增发失败	证监会未通过	发审委未通过	股东大会未通过	停止实施
2011	143 (62%)	18 (8%)	0 (0%)	4 (2%)	8 (3%)	59 (25%)
2012	230 (72%)	4 (1%)	0 (0%)	7 (2%)	13 (4%)	65 (20%)
2013	311 (73%)	2 (0%)	1 (0%)	8 (2%)	12 (3%)	91 (21%)
2014	551 (75%)	12 (2%)	0 (0%)	28 (4%)	15 (2%)	133 (18%)
2015	652 (69%)	27 (3%)	0 (0%)	21 (2%)	13 (1%)	236 (25%)
2016	175 (51%)	1 (0%)	0 (0%)	16 (5%)	10 (3%)	140 (41%)

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 28 和表 29 统计了各年度预案的股票在不同持仓时间段上的平均收益和平均超额收益。

从表 28 可以看到，2014 年定增预案的股票在各个持仓时间段上都有相对较高的平均收益，在预案至证监会时间段上的平均收益达到了 56.74%。可以看到 2011 年定增股票在各持仓时间段上的表现极差，这也从侧面反映出了整体市场环境对于参与定增事件的收益的影响。2015 年定增股票的表现也相对较差。

表 28：预案年份划分的股票在各持仓时间段的平均收益

年度	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
2011	-5.40%	-10.24%	-10.37%	-8.51%	-8.62%	-3.86%
2012	-1.56%	2.36%	6.74%	2.78%	6.37%	1.61%
2013	1.70%	18.27%	25.62%	15.70%	22.78%	4.60%
2014	8.41%	49.24%	56.74%	40.87%	48.91%	5.74%
2015	1.93%	-0.76%	3.40%	-2.13%	2.53%	3.94%
2016	-0.23%	6.92%	10.23%	6.49%	8.79%	0.34%

资料来源：Wind，天风证券研究所

从表 29 可以看到，2015 年和 2013 年定增预案的股票在各个持仓时间段上都有相对较高的平均超额收益，在预案至证监会时间段上的平均超额收益分别达到了 12.23%和 12.08%。虽然 2015 年定增预案的股票平均收益表现较差，但是平均超额收益表现较好。而 2014 年定增预案的股票平均收益表现较好，但是平均超额收益表现一般。另外，2016 年定增预案的股票的超额收益表现也相对较差。

表 29：预案年份划分的股票在各持仓时间段的平均超额收益

年度	预案至股东大会	预案至发审委	预案至证监会	股东大会至发审委	股东大会至证监会	发审委至证监会
2011	-1.01%	4.50%	7.15%	3.25%	5.85%	-0.40%
2012	-2.10%	2.08%	5.05%	2.72%	5.21%	-0.59%
2013	-1.16%	6.87%	12.08%	6.29%	11.21%	0.71%
2014	-1.00%	2.56%	2.21%	3.64%	3.84%	-1.34%
2015	1.18%	8.60%	12.23%	8.00%	12.37%	2.99%
2016	-1.46%	1.36%	4.34%	2.48%	4.65%	-0.22%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.10. 总结与展望

本文在对定增事件的时点错位进行修正的基础上，从定增目的、企业属性、所属行业、总市值、增发股本与总股本比率、买入日溢价率、大股东参与认购、年度收益分析等多个维度对定增股票在各持仓时间段上的平均收益和平均超额收益进行了分析。通过分析可以看到，首次预案日至证监会通过日的持仓时间段上各类别股票的持仓收益和超额收益相对较高。样本占比较高的民营企业相对于其他企业具有较高的收益和超额收益。计算机、纺织服装行业的定增股票相对于其他行业具有较高的超额收益。小市值的股票相对于大市值的股票具有较高的超额收益。增发股本与总股本比率越高的股票，超额收益也相对越高。

后续我们会进一步研究定增破发后的交易策略，敬请关注后续报告。

3. 风险提示

政策法规变动，市场超出预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com