

# 机构投资者参与定向增发(全)

## 一、定向增发投融资市场简要分析

中国证监会于 2006 年 5 月 8 日发布《上市公司证券发行管理办法》、于 2007 年 9 月 17 日发布《上市公司非公开发行股票实施细则》，建立了上市公司非公开发行股票的市场运行机制。

**1. 定向增发的定义与条件。**上市公司采用非公开发行的方式向特定对象发行股票，也称为定向增发，需满足如下要求：发行对象不超过 10 名；发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票均价的 90%；股份发行结束之日起 12 个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的公司认购股份，36 个月内不得转让。

**2. 定向增发的定价与认购机制。**上市公司定向增发，其交易标的是上市公司新发行的限售流通股，由上市公司选定的证券公司担任保荐人、承销商，负责组织、簿记，协调机构投资者和个人投资者参与。**投资者则通过在特定时间内场外竞价而确定发行价格、中标者及其所得股份数量。**

**3. 定向增发的分类。**上市公司定向增发可分为**财务/项目融资增发型、资产注入重组/并购增发型**及两者结合等类型。通常机构投资者可用现金参与财务/项目融资及为资产重组/并购募集配套资金的定向增发投资。

**4. 定向增发的投资者。**上市公司的大股东及其关联方、合资格的机构投资者和个人投资者都可以参与定向增发投资。相对财务/项目融资的定向增发而言、由于其定向增发单笔投资金额较大，个人投资者的资金能力通常难以企及，所以**参与竞价的大多是股票市场上的主流投资机构**，包括公募基金、私募基金、保险公司、资产管理公司、信托公司、财务公司、社保基金等。定向增发投资市场是典型的机构投资市场，而定向增发实施价格也在很大程度上反映了机构投资者对于所投资股票的价值判断，即**估值与业绩的均衡判断**，具有较为重要的投资参考意义。

**5. 定向增发的市场规模。**经过几年的发展，定向增发已经成为上市公司再融资的主要手段，定向增发的公司越来越多，总体融资额不断扩大，**已超过 IPO 成为 A 股市场第一大融资来源，同时亦已成为机构投资者主要的投资市场。**目前，定向增发年均市场容量超过 3000 亿元，每年有过百家上市公司完成定向增发。例如 2012 年共有 151 家上市公司实际完成定向增发，总募集资金 3359.29 亿元，平均每个项目融资 22.25 亿元。其中机构投资者可参与

的财务/项目融资型增发有 63 家,总募集资金 1080.23 亿元,平均每个项目融资 17.15 亿元。另外,截止 2012 年 12 月 31 日,机构投资者可参与的、已公告的拟定向增发项目(非 ST)共有 203 个,其中通过董事会预案的 40 家,预计募资金额 901.53 亿元;通过股东大会决议的 82 家,预计募资金额 1241.43 亿元;证监会已审核通过的 81 家,预计募资金额 1028.90 亿元。所有统计样本预计平均融资规模为 15.62 亿元。

**6. 定向增发投资历史统计收益率。**外贸信托资管二部对发行日期在 2007 年至 2011 年,且机构投资者可参与竞价的定向增发共计 402 个样本进行了统计分析,定向增发投资在限售期内可获得 24.68%的平均绝对收益,相对于同期沪深 300 指数的平均超额收益达到 33.54%,相对于同期中小板指数的平均超额收益达到 28.38% ,投资收益历史业绩良好。因 2012 年实施的定向增发绝大多数尚未解禁,故未加以统计分析,但可以判断其平均绝对收益与相对收益都会出现一定的下滑。例如,2012 年机构投资者可参与的 63 个项目中,以 2012 年 12 月 31 日收盘价计算,浮亏的项目为 27 个,浮盈的项目为 36 个。 可以判断,随着定向增发投资市场的充分发展、股票市场估值体系的持续调整,套保套利机制的创新丰富,定向增发投资较高的历史平均收益率必将逐渐回归至均衡而合理的水平。

## 二、定向增发投资资本属性分析

所有投资活动(不同种类的投资)都是将**资本的流动性(可变现性)、风险性(波动性)、收益性(增值性)**三重属性进行有效的分割、整合,从而实现**特定投资目的(流动性与风险性协调、风险性与收益性匹配、安全边际与盈利空间平衡)的资本运动**。

每一种投资工具都有其**自身特点**,并体现出与其他投资工具的差异性。每一种投资工具**固有的盈利模式都有优缺点**,通常需要利用另一种投资工具来加以弥补、完善。投资者通常会组合运用多种投资工具,来建立特定投资策略指导下的投资业务模式,以匹配其投资风险收益偏好、实现特定的投资目标。

在中国资本市场,主要权益类投资工具资本属性的异同特质如下:

投资类型	交易对手	价格机制	限售期	交易场所	盈利模式	资本属性
VC/PE	未上市公司及/或其原有股东	与未上市公司及/或原股东协商定价,或潜在意向股东之间竞价	上市前持长期,但除合同限制外可转让;上市后有最短一年,最长三年的限售期	场外或产权交易所	公司成长、价值增值、上市流动性溢价	流动性低 风险性高 收益性高
IPO	首次公开发行股票并挂牌上市的公司	询价(网下认购)或固定价格(网上认购)	网下部分锁定3个月,网上部分在上市之日后可随时变现	场内	发行定价/合理估值的折让、二级市场炒新价格变动	流动性网下部分较低/网上部分高 风险性中 收益性中
二级市场买卖	上市公司无限售流通股	原有/潜在流通股之间通过交易所报价系统集中/连续竞价,撮合成交,价格优先,时间优先	无限售期 新股东 T+1	场内	二级市场价格变动	流动性高 风险性较高 收益性中
配股	上市公司	比照市价折价	无限售期	场内	二级市场价格变动,公司成长、配股价/市价折扣	流动性高 风险性中 收益性较高
公开增发	上市公司	不低于公告招股书前二十个或前一个交易日的均价	无限售期	场内	二级市场价格变动、公司成长	流动性高 风险性中 收益性低
定向增发	上市公司	不低于定价基准日前二十个交易日股票均价的90%,底价之上由潜在投资者竞价定价	一年限售期(特殊参与方三年限售期)	场外	二级市场价格变动、公司成长性、价值增值、折扣率	流动性较低 风险性较高 收益性较高

上述每一种权益类投资工具资本属性的特质,都决定了投资者依据自身风险收益偏好采用某种权益投资工具为主要载体而创设的投资盈利模式必然优缺点兼备,并非完美,并非

全能应对资本市场的运行趋势与风险变化。一种权益类投资工具、一种投资盈利模式的缺陷通常都需要利用另一种投资工具、另一种投资盈利模式的优点来加以补充、或者利用[组合投资工具](#)、[组合投资策略](#)、[组合投资模式](#)来加以完善，以达到投资者自身特定投资目标的需求。

基于上述比较分析，可将**定向增发投资归结为被动锁定一年、单向做多，流动性较低、风险性较高、收益性较高的权益性投资**。其投资盈利模式同样优缺点兼备，机构投资者在善用其优点的同时，也需要使用其他投资工具来补充其缺陷，以达到获得稳定而良好的投资收益的目标。

### 三、定向增发投资业务模式实证分析

自定向增发投资市场形成以来，投资者开展定向增发投资的业务模式基本上可归结为三大类：

1. **趋势投资**。投资者参与定向增发投资并不非常重视行业与公司的基本面，而是特别关注股票市场环境<sup>①</sup>与整体估值水平，市场在低位并且有明朗向上趋势时就比较激进地进行投资，市场在高位并且有明朗向下趋势时就少投资或不投资。该类型投资者比较了解定向增发投资被动锁定一年、单向做多业务模式的优缺点，也知道如何结合股票市场的运行趋势灵活运用定向增发投资工具。历史数据确实也表明，若在股票市场高位进行定向增发投资，遭受损失的可能性非常大。但该类型投资者只做趋势性投资，定向增发投资也只能时断时续，而不能通过持续完善定向增发投资业务模式而使其成为适应股票市场全运行状况的、经常性的投资业务与资产管理业务。

2. **模拟指数投资**。有的机构投资者通过不断募集子基金投入到母基金中，意图持续募集到较大规模的资金，持续参与定向增发投资，捕捉定向增发投资历史平均超额收益，以达到“指数化”的投资效果。但由于其不加优选、过于激进的投资策略，导致市场高位时的部分投资项目亏损较大，再加上股票市场近两年持续下跌、募集资金比较困难、而子基金产品因时限性到期不论盈亏需要卖出，净值波动非常大，业绩表现不佳，而难以为继。可以说，该类型投资者有理论化的努力，但基于定向增发投资市场的实际运行特点，模拟指数化投资并不具有现实的可行性。

3. **价值投资**。机构投资者特别看重目标公司及其所处行业的基本面，努力挖掘行业及公司的增长而带来的股权增值，并以此对抗股票市场的波动性。该类型投资者是坚定的价值投资信奉者，但在中国目前坚持价值投资的整体市场环境并不完善的情况下，仅仅依赖于

买入并持有的简单投资方式实现价值投资也是非常困难的，而其投资业绩的波动性也会使其定向增发投资业务难以稳定而持续地发展。

外贸信托资管二部认为：定向增发投资是最适合机构投资者秉承价值投资理念进行中长期投资的有效权益类投资工具，合理的定向增发投资业务模式应为上述三者的有机结合。同时，还应针对定向增发投资的优缺点，利用创新性的投资工具不断完善该项投资的盈利模式，使定向增发投资能成为机构投资者在股票市场全运行情况下都可以持续经营、重点发展的投资业务与资产管理业务。

外贸信托资管二部对自己所开展的定向增发投资的业务模式总结为：定向增发投资是介于 PE 投资、IPO 投资、二级市场投资之间的一种投资业务，也可以定义为一级半市场投资产品，兼具一级市场和二级市场特点。与一级市场投资产品相比，具有更好的流动性，与二级市场投资产品相比，具有明显的价格优势。在选股与投资方面，是“在上市公司中做 PE 投资”，即用 PE 投资的理念、逻辑、方法在上市公司中选出好行业中的好公司并进行大笔股权投资，将目前在中国资本市场仍为珍贵的资本资源分配给自己所选定的优质上市公司，并依托该公司的业绩成长带来所投资股权的价值增值，从而获得预期的投资回报，赚公司成长所带来的钱。在投资定价方面，定向增发通常在底价之上、市价之下折价发行，定向增发投资是比照二级市场价格的差价套利投资。而在定向增发投资股票解禁后减持变现方面，则等同于二级市场卖出操作。

外贸信托资管二部对自己所开展的定向增发投资的盈利模式总结为：定向增发投资的盈利来源于上市公司的业绩成长、折价定价而产生的差价套利、合理估值基础之上的价值增值等综合推动力量。其中，投资目标公司业绩高成长是投资成功的根基，折扣率为投资提供一定的安全边际，合理估值则是适当报价的客观依据。具体阐述如下：

1. 成长性。上市公司利用定向增发募集资金、机构投资者通过投资分配资金，两者共同完成资本的优化配置，以实现上市公司的内涵式及/或外延式的扩张发展，提升经营业绩，而经营业绩提升的预期与结果将会逐步反映到股价当中去。外贸信托资管二部曾以 ROE 作为核心指标，对 2007-2011 年机构投资者可参与竞价的定增样本在限售期内的投资收益进行统计分析，发现定向增发当年上市公司 ROE 同比增长与否，与投资收益率有明显的正相关性。另外，外贸信托资管二部对 2011 年到 2012 年 6 月发行的总计 135 个定向增发项目进行统计，有正收益的共计 35 个项目（已经解禁的按解禁日收盘价，未解禁的按 2012 年 12 月

31 日收盘价计算)。而在这 35 个项目中, 2011 年年报净利润同比增长的有 30 个, 占比 86%; 2012 年中报净利润同比增长的有 25 个, 占比 71%。剩余未取得正收益的 100 个项目中, 2011 年年报净利润同比增长的有 63 个, 占比 63%; 2012 年中报净利润同比增长的有 44 个, 占比 44%。也就是说, 获得正收益的定向增发投资项目, 都是盈利业绩同比增长的上市公司。但获得盈利业绩同比增长的上市公司, 可能由于估值调整等其他市场因素, 并不必然产生正投资收益。**总之, 选择成长性良好的定向增发公司是主动选股获得超额投资收益的必备基础。**

**2. 折扣率。**定向增发通常由投资者竞价, 再由上市公司和承销商经簿记后在底价之上、市价之下折价发行, 完成配售。折扣率的存在不仅构成机构投资者参与定向增发投资的重要收益来源之一, 同时也能为机构投资者的投资提供一定的短期安全边际。所以, 定向增发投资也可被理解为比照股票二级市场投资的差价套利投资。**虽然折扣率构成定向增发投资绝对收益与超额收益正相关性的主要来源之一, 但机构投资者却不能依此简单地判断, 参与定向增发投资只要主动寻求较高的折扣率即可获得正的绝对收益与较高的超额收益。**定向增发折扣率的变化主要受到股票市场行情、拟定向增发公司股票的特质以及投资者参与竞争情况的影响。通常, 牛市中定向增发折扣率明显高于熊市, 但牛市中的高折扣率与熊市中的低折扣率并不必然地、直接地决定着机构投资者参与定向增发投资一年后投资收益率的高低, 基于机构投资者完成定向增发投资后股票市场的不同走势折扣率的高低可能有着不同的意义。**股票市场上行至高位时定向增发的折扣率较大, 但此时股票市场下跌的概率也在加大, 机构投资者参与定向增发的投资期如处于股市高位下行的阶段, 则破发的风险非常大。**而股票市场处于熊市下跌末期时, 定向增发的折扣率较小, 但股票市场未来上涨的概率也在加大, 机构投资者参与定向增发获得正收益的可能性也很大。另外, **机构投资者对基本面良好的公司通常给予合理估值, 竞价后的折扣率通常较低, 但后续在二级市场获得超额收益的概率较大;**反之, 机构投资者对基本面较差的公司通常给予低估, 竞价后的折扣率通常较大, 但后续在二级市场获得超额收益的概率较小。最后, 定向增发折扣率所虚拟形成的持仓期的浮盈率则与该公司在定增实施后的二级市场的收益率呈现一定负相关性, 这是因为, 如果该公司股票在定增实施前一段时间涨幅过大, 那么机构投资者在竞价时必然谨慎低价竞投, 折扣率就可能较大并进而导致浮盈率较高, 但定向增发前涨幅过大的股票未来走势较弱的可能性也较大。随着近两年股票市场行情低迷以及参与定向增发市场的机构投资者增多, 折扣率水平有所下滑, 主要集中在 10%至 20%之间。这样幅度的折扣率并不能完全对冲股市下跌的系统性风险。正是由于近两年定向增发项目大量破发, 参与的机构投资者和资金有所减少而导致发行转向买方市场, 机构投资者竞价更加理性, 部分定向增发项目底价发行, 折扣率也有所



企稳提升，2012 年平均折扣率为 14.37%。今后，随着定向增发投资市场的充分发展，特别是随着做空套利机制的渐趋完善，折扣率也会逐渐回归均衡，即比资金锁定一年的利息成本和流动性成本略高的合理水平。

3. 合理估值。外贸信托资管二部将 2007-2011 五年间机构投资者可参与竞价的定向增发项目限售期收益率对大盘同期收益率和竞价折扣率进行回归分析，发现定向增发投资收益率受大盘同期涨跌幅的影响更大，权重达到 70%，而折扣率的影响大约为 30%。如果要对影响单一开展定向增发投资成败的因素按重要性排序，股票市场大盘的点位及后续运行趋势可排第一，其次是拟投资目标公司所处行业的发展状况，再次则是拟投资目标公司自身的基本面状况及其股票的特质。可以说，机构投资者实施定向增发项目投资时大盘的点位、估值水平、后续走势决定了大部分定向增发投资项目的盈亏及盈亏水平。机构投资者对实施定向增发投资时所处的市场状态和整体估值水平应保持高度关注，在股票市场整体估值水平横向、纵向比较都相对合理或低估时，进行投资，从而获得投资正收益的概率很大，而不是相反。如果股票市场整体在高位下行机率较大，则应停止投资。否则，遭受损失的可能性非常大。同时，机构投资者还应注意在拟投资目标公司所处行业及公司自身的估值均处于合理水平或低估时进行投资，而不是相反。

定向增发投资相比 PE 投资，具有被投资目标公司已经上市、锁定期更短的优点，排除了 PE 投资在长期锁定期间不能上市难以退出、不易转让或者被投资公司发生重大负面变化导致重大损失等主要投资风险。另外，对于生命周期在导入期、成长期的行业而言，定向增发投资相比 PE 投资，更能有效利用已上市公司相比未上市公司在融资机制、资金实力、管理体制等方面的综合优势更快、更好地受益于行业快速成长，从而推动所投资的股权也快速增值。定向增发投资相比现价买入的股票二级市场投资具有折扣率优势，可以更低成本快速、大量买入经认真研究所看好的优质公司的股票，但折扣率的买价优势实际对应的就是资金被动锁定一年的时间成本。相比股票二级市场投资突出的流动性优点，定向增发投资则具有明显的流动性缺陷，但这一缺陷并不必然造成投资损失。流动性被锁定 12 个月，投资者就不得不长期持有买入的股票而做到真正的长线投资，这可避免很多投资者都曾出现的买过好股票但没能拿住的投资失误。如在投资期内股票市场出现上升或平盘的运行趋势，定向增发投资持仓很可能因被动锁定而不得不长期持有反而会获得更好的投资收益。但如果股票

市场出现长期下跌的运行趋势，定向增发投资被动锁定一年、单向做多投资盈利模式中的流动性缺陷将导致股票被锁定无法卖出止损，无法防范股票市场系统性风险，很可能造成较大的投资损失。

总之，外贸信托资管二部认为：**在中国资本市场现行体制不发生大的改变之前，定向增发投资是非常适合于资金规模较大、风险偏好较低、收益预期适中的稳健型机构投资者排除短期市场扰动因素、专注进行中长期价值投资的权益类工具。价值投资的核心在于价值发现、价值评估、安全边际和长期持股，时间是投资者最好的朋友。**总体上看，股票市场有上升、盘整、下跌三种基本运行态势。单向做多、单向做空、套保套利都须有相应的市场环境，适用于不同的市场发展阶段。定向增发投资被动锁定一年、单向做多的投资盈利模式可适用于股票市场上升、低位盘整的走势，并应能获得较好的投资收益，但肯定不适用于投资期内股票市场高位盘整、持续下跌的走势，存在较高的投资风险，并有可能造成较大的实际损失。因此，**机构投资者应对定向增发投资的盈利模式持续加以完善，利用组合投资工具、投资策略、投资方法达到发挥定向增发投资的优点、防范其缺点的目的。**如利用股票市场创新所推出的衍生工具股指期货进行对冲从而达到套保套利、降低风险的目的，已经具有现实的可行性。再如利用信托产品机理及时变现获利。这样一来，即可适当解决定向增发投资被动锁定一年的流动性缺陷，有效防范投资期内股票市场可能发生的系统性风险，又可利用定向增发投资的优点，争取获得良好而稳定的投资业绩。定向增发投资就可成为适用于股票市场上升、盘整、下跌全行情走势的业务与盈利模式。

外贸信托资管二部认为：定向增发投资市场经过多年的发展，**机构投资者在投资实践基础之上不断地进行总结提高，已对定向增发投资的优缺点有非常清晰、准确的认知，并应能加以熟练运用达到投资盈利的目的。**今后，机构投资者可把定向增发投资作为重要的投资业务加以持续发展，在股票市场低位上升阶段或估值低估、合理的平盘阶段，单独开展定向增发单向、主动做多的投资业务。而如果股票市场处于高位、向下运行的概率较大，就不再进行单向做多的投资或者少量投资，如果进行投资也可运用股指期货、融券卖出等衍生工具进行套保，或者利用信托产品机理提前锁定、变现浮盈，将定向增发投资持续发展成为盈利性、稳定性较好的投资业务。

#### 四、近两年多机构投资者开展定向增发投资业绩不佳的归因分析



近两年多来，绝大多数机构投资者所投资的绝大多数定向增发项目，投资业绩表现不佳。定向增发投资市场整体收益情况与前几年历史统计平均收益率亦相去甚远。其主要原因可归结为股票市场持续下跌的实际运行情况更加突出了定向增发投资被动锁定一年、单向做多盈利模式的流动性缺陷，导致机构投资者在面临股票市场持续下跌的系统性风险时无法卖出、亦无法采取其他补救措施而造成较大的投资损失。可以确认的是：在股票市场持续下跌的大环境、大趋势中，机构投资者依赖于自身较强的投研能力优选股票进行定向增发投资，要想战胜市场，个案也许可以做到，但作为一种投资业务，总体则是不可能的。这是由定向增发投资被动锁定一年、单向做多盈利模式的流动性缺陷与股票市场持续下跌的核心矛盾所决定的。

除上述核心原因之外，机构投资者在实际投资工作中也存在一些认知失误，并进而导致在股票市场运行趋势判断、行业选择、目标公司选择、竞价折扣率控制等实际工作方面的失误，这也是造成投资业绩表现不佳的重要原因。这些投资认知失误，包括多个层面：

1. 宏观经济。现代经济短周期频繁波动、长周期漫长调整，即使机构投资者对宏观经济进行长期跟踪研究，也很难对其变化趋势做出精准预测。可以说，机构投资者对中国经济经过三十年高速发展后所存在的种种问题，以及随着经济结构的调整、增长方式的转变，宏观经济在经历持续下行的艰难历程之后步入中速增长阶段，都有一定的认知，并无偏离专业基准的认知失误。但一些机构投资者对经济结构调整、增长方式转变的长期性、艰难性认识不到位，对经济被动下行过程中周期性行业产能过剩、库存沉重、需求不足的严重失衡认识不到位，对欧债危机、欧美日经济疲弱负面影响中国经济的持续性、严重性认识不到位，对国内外政治、经济、金融变化过程中负面因素对中国股市产生不良影响的长期性、损耗性、严重性认识不到位。一些机构投资者可能认为：在中国经济仍能保持较高增速的情况下，选择一些成长性较好的行业和上市公司，进行一年期以上的中长期投资，加上定向增发投资折扣率可以对冲一定的股市下跌幅度，应能回避宏观经济的短期波动与对冲股票市场的小幅下跌，可以获得一定的投资收益。这就是为什么在经济下行、股市下跌过程中不该进行单向做多的投资或者少量投资，而有些机构投资者仍进行了一定规模的实际投资的主观原因之一。

2. 股票市场。中国经济存在的问题、增速的下行、结构的调整、方式的转变，将对 A 股市场产生长期的压制性影响。而 A 股市场自身亦存在诸多的问题，以及做空机制的逐步形成，都将导致 A 股市场估值中枢逐步下移而不会出现明朗趋势性的大级别上升行情。事实上，自股权分置改革推动 A 股市场走出波澜壮阔的大牛市行情之后，受 2008 年金融危机

以及中外经济负面局势的不良影响，A股市场一直处于长周期、大级别的熊市调整之中，虽然在这一过程中A股市场也曾于2009年因中国政府四万亿经济刺激政策而出现过大反弹。可以说，机构投资者对中国股票市场存在的诸多问题、对A股市场的下行趋势确实有基本的判断，并无偏离专业基准的认知失误。但一些机构投资者对中国A股市场运行趋势认知的失误在于：对国内外政治、经济、金融变化过程中负面因素对中国股市产生不良影响的长期性、严重性认识不到位，对A股市场在相对市场化、相对规范化、相对国际化的演变过程中估值调整、行情反复、短牛长熊的长期性、损耗性认识不到位。一些机构投资者可能认为：定向增发投资有折扣率，再选择一些成长性较好的行业和上市公司，即使股票市场平盘或者有一定幅度的下跌仍可获得适中的投资收益。这也是为什么在股市下行过程中不该进行单向做多的投资或者少量投资，而一些机构投资者仍进行了一定规模的实际投资的主观原因之一。

3. 投资目标。中国A股市场现有近2500家上市公司，分布于几十个大的行业，而每一行业的产业链又可细分为若干子行业，每一行业都有自身的运行趋势、规律与问题，每一家上市公司的行业地位、核心竞争力、业务与盈利模式都有不同亦都在发展变化之中。对行业与公司的研究，也是机构投资者需要长期积累的专深学问。一些机构投资者对投资目标认知的失误在于：对中国经济增长速度下行、产业结构调整、增长方式转变及其对中国股市产生负面影响的长期性、损耗性、艰难性认识不到位，特别是对经济艰难调整过程中部分行业产能过剩、库存沉重、需求不足的严重失衡认识不到位，可能认为：占据行业领导地位、拥有较大市场份额、具有核心竞争力、具有整合能力、具备成本优势的行业龙头公司，即使在行业下行周期内也可以少受行业调整的负面影响，保持一定的成长性，再加上定向增发投资有一定的折扣率，即使其股票有一定幅度的下跌仍可获得适中的投资收益。而事实上，在需求严重不足的困局下，这些领导性的公司也很难独善其身，正所谓“覆巢之下岂有完卵”。机构投资者对这些行业与公司的投资预期转负面后，其估值会快速、大幅下调。可以说，在行业与公司的具体选择上出现失误，也是导致机构投资者投资业绩不佳的重要原因之一。

4. 定向增发投资盈利模式。另外，有的机构投资者可能对定向增发投资盈利模式的优点预期较高，对其流动性缺陷缺乏投资实践基础之上的深刻认知，主观上非常希望能创造好的投资收益，过于依重自身的投研选股能力、过于看重折扣率的短期安全保护作用，因而进行了一定规模的投资，而A股市场近两年却出现了持续下跌，突显了定向增发投资流动性缺陷无法防范股市系统性风险的核心弱点，从而造成投资业绩不佳、持仓浮亏较大。

## 五、机构投资者应持续发展定向增发投资业务

### （一）宏观经济环境与股票市场环境仍将有利于机构投资者持续发展定向增发投资业务

外贸信托资管二部认为：支撑中长期价值投资业务可持续发展的宏观经济环境仍然存在，支撑中国宏观经济可持续发展的核心要素、重要动力仍然存在。中国有近十四亿人构成的庞大消费市场，中国经济自成体系可在一国经济国际化、全球经济一体化的大趋势下保持即使在较为困难的经济局面下亦能内、外基本运转的优势。三十年的改革开放、高速发展积累了巨大的物质财富，亦取得了突出的社会进步。在党的十八大和今年政府换届之后，中国将进入新的政经时代，相信在稳增长的经济政策作用下，经过一段经济结构调整、增长方式转变的发展历程，中国经济仍将能较长时间地保持 7% 以上的中速发展，而这一发展速度相比欧美日发达国家、相比发展中国家仍是较高的经济增速。七大新兴战略产业、大消费行业、弱周期行业甚至强周期行业仍将能为优势企业提供持续发展、较快增长的行业市场环境。这将为机构投资者持续开展定向增发投资提供良好的市场环境与有投资价值的目标公司。

中国股票市场仍处于相对市场化、相对规范化、相对国际化的发展阶段，发展空间仍然巨大。随着市场机制的逐步完善、投资工具的逐步丰富，机构投资者可不断创新、完善投资策略，稳定投资业绩。经过近几年的调整，A 股市场估值已处历史低位，虽然纵向比较并不具有对未来投资的指导意义，但横向与发达股票市场比较，估值水平已经非常接近。在中国宏观经济保持较高增速的大环境下，A 股市场确实已经具有一定投资价值。目前急需解决的是供求关系的平衡、急需提振的是投资者长期积弊负面预期而羸弱的信心。自 2012 年 12 月，A 股市场出现快速反弹，已经预示股票市场出现一定转机。目前股票市场仍处于较低的位置，如能以 10-20% 的折扣进行定向增发投资，则相当于在更低的股市点位进行投资，应有很高的安全边际及良好的投资收益，应为参与定向增发投资的较好时机。

### （二）定向增发投资的特点非常适合机构投资者开展投资业务

定向增发投资市场之所以是典型的机构投资者市场，也是由其自身的特点所决定的。

1. 投资标的优质。上市公司拟定向增发，要求其募资项目可行、股东大会审议通过、主承销商认同、证监会核准等多重程序。可以说，能够得到证监会审核通过进行定向增发的上市公司一般都是基本面相对较好的公司，这可为机构投资者在控制投资标的质地风险方面提供基本的保障。优质上市公司通常也利用定向增发募集所需资金，实现资本的优化配置，通过内涵式及/或外延式扩张发展，提升经营业绩，支持股价上涨。

2. 市场规模庞大。目前，定向增发已经成为上市公司再融资的主要手段，年均市场容量超过 3000 亿元，每年有过百家上市公司完成定向增发，已超过 IPO 成为 A 股市场第一大融资来源。2012 年的统计样本预计平均融资规模为 15.62 亿元，亦即单一投资者要参与定向增发投资通常需要 1.5 亿元以上的资金。正因为单体及整体都有足够大的规模，才一方面限制了大多数中小投资者的参与而使定向增发投资市场成为典型的机构投资者市场，而另一方面才能容纳机构投资者将定向增发投资作为主流投资业务来加以持续经营、发展，并更有力的成因与更好的机会将定向增发投资作为集合社会资金、为中小投资者提供投资机会、拓展资产管理业务的适当载体。

3. 投资收益历史记录良好。在定向增发经投资者竞价后折价定价的机制中，机构投资者对最终定价有一定的影响力。而折价定价使得机构投资者能获得比其他投资者股票成本更低、安全边际更高、投资风险更低的综合优势，达到比其他投资者赚得更多、亏得更少的投资效果，即在获得绝对收益的同时，也能获得拥有历史统计记录的较高超额收益。从获得绝对收益的投资需求出发，在股市底部区域再用折扣价买入优质上市公司的股票，之后股市进入牛市周期，投资者长期持有股票至解禁后变现卖出，定向增发投资获利的概率及获利的幅度应为更好，投资效果应为最好。但从获得超额收益的投资需求考虑，在股市盘整周期进行定向增发投资获取超额收益的机率最大，而在牛市周期中进行定向增发投资跑输大盘的概率反而更高。外贸信托资管二部对发行日期在 2007 年至 2011 年，且机构投资者可参与竞价的定向增发共计 402 个样本进行统计分析，定向增发投资在限售期内可获得 24.68% 的平均绝对收益，相对于同期沪深 300 指数的平均超额收益达到 33.54%，相对于同期中小板指数的平均超额收益达到 28.38%。这样的整体投资收益水平已经非常良好，但并非如部分研究报告将机构投资者不能参与竞价的资产重组类定向增发样本也统计在内的投资收益率那样高，也并不代表每一个定向增发投资案例或定向增发资产管理产品都能跑赢股市大盘、都能获得正收益、都能获得历史记录的平均收益。总之，定向增发投资收益率的良好历史记录，对机构投资者非常具有吸引力，也有利于机构投资者借此吸收社会资金开展资产管理业务。

4. 上市公司与机构投资者沟通顺畅、配合良好。定向增发过程中机构投资者与上市公司之间的联系更为紧密，便于深入调研，也便于与上市公司管理层建立深入、持久、良好合作关系，并得到上市公司较好的配合。定向增发是上市公司再融资的主要形式，融资行为也对上市公司本身构成了“软约束”，后者需要确保募投项目成功和业绩增长，从而让参与定向增发的投资者获得合理的回报，并愿意在业绩保证、分红送配、信息发布、利润

平滑、股权激励、流通股锁定甚至在**保底、对赌、回购、增持等类 PE 投资**保护措施等方面给予一定配合。机构投资者在与上市公司深入沟通、充分议价、利益博弈的过程中，可充分反映其在专业研究、议价竞价、附加条件谈判等方面的综合优势。

5. 对投资者投研能力要求高。定向增发投资作为中长期价值投资的工具载体，要求投资者必须**具有较强的投资价值发现能力与投资风险识别能力**。可以说，投资者对股市大盘时点及投资项目的研判与选择能力，基本决定了定向增发投资的成败。而设有**专职的投研团队、具有较强的投研能力，正是机构投资者的优势所在**。

6. 符合价值投资趋势。近年来监管层不断鼓励和支持价值投资，打击绩差股炒作，而支持价值投资的市场机制也在不断进步、完善之中，**机构投资者以中长线价值投资为主流投资业务方式亦是大势所趋**。

7. 便于开展资产管理业务。上述定向增发投资的特点特别有利于机构投资者利用其研究优势和资产管理能力，开展资产管理业务。目前，**公募基金、信托公司合作的定向增发投资专户产品是中小投资者借以参与定向增发投资合法合规、成本最低的方式**。信托公司作为资产委托人，基金公司专户作为资产管理人，可为中小投资者提供优质的资产管理服务。

### （三）机构投资者今后应如何开展定向增发投资业务

机构投资者在过往开展定向增发投资业务的工作基础之上，应持续总结提高，并有所创新，以更加精准、丰富的差异化投资策略开展基于定向增发市场的投资业务与资产管理业务。外贸信托资管二部的理解与建议如下：

**1. 投资业务定位。**机构投资者可将定向增发投资**精准定位为对成长股、价值股的优选财务投资，秉承成长性价值投资的理念与逻辑，并通过差异化投资策略形成可持续发展的投资业务盈利模式**。机构投资者可确立选择“好行业中的好公司”、“昨天好、今天很好、明天更好”的优质上市公司，并以“好价格”进行中长期投资的投资策略。**机构投资者可建立“以上市公司业绩高成长、合理估值基础之上价值增值、折扣率差价套利等综合力量推动投资获益”的单向做多投资盈利模式，即以拟投资目标公司的业绩高成长作为投资成功的坚实根基、以合理估值作为竞价报价的客观依据、以折扣率换取短期浮盈作为投资安全的边际空间，争取最终获得中长期价值投资的良好收益。**机构投资者只有坚持这样的定向增发投资的业务模式与盈利模式，



才能相对有效地应对股票市场的系统性风险与非系统性风险,才能合理平衡风险与收益、安全边际与盈利空间的内在投资逻辑关系,从而实现符合定向增发投资资本属性的投资风险相对较低、投资收益相对较高的投资目标。

2. 投资业务发展策略。机构投资者可将自有资金凝聚社会资金进行共同投资,推动自有资金投资业务与资产管理业务的协同发展,并以此为基础打造资产管理的产品品牌与业务品牌。以成长性价值投资的理念与逻辑为共同基础,组合运用不同的投资工具、投资方法形成精确、细分的差异化投资策略,构建合理的、专长的投资业务体系与资产管理业务体系,并实现有效防范投资风险、合理管理收益预期的工作目标。

3. 资金运用措施。拥有较大资金规模的机构投资者可将用于定向增发投资的自有资金分成三部分,并对每部分资金进行不同的功能定位,运用不同的投资策略,构建合理的资金运用组合与股票投资组合,实现自有资金投资的安全、有效,主动防范股票市场投资的非系统性风险与系统性风险、争取获得稳定而良好的投资收益:(1) 自有资金单独进行定向增发投资,运用精选成长性个股的主动投资策略,以所投资目标公司良好的基本面和突出的成长性来对冲股票市场投资的非系统性风险与系统性风险,争取获得良好的投资收益;(2) 按一定比例资金跟投的方式,发起设立并自主管理集合资金信托计划,只进行定向增发发现货投资,争取以较大的资金规模在优选个股的基础之上构建相对分散的现货投资组合,运用组合投资策略有效防范股票投资的非系统性风险,并争取能在一定程度上对冲系统性风险,以获得稳定而良好的投资收益;(3) 以基石投资人、投资顾问的双重身份与其他知名的大型金融机构共同发起设立、共同管理大规模的集合资金信托计划,结合运用优选投资、量化投资、套利投资的多种投资策略构建定向增发投资现货组合,与此同时在信托计划结构中建立能保护股票投资现货组合看多获益、防止股票市场系统下跌受损(套保)的特殊风险管理机制,即建立约束现货投资组合收益波动率、管理现货投资组合浮盈收益率的机制,以有效防范股票市场投资的非系统性风险与系统性风险,获取稳定而合理的投资收益。

4. 行业的选择。机构投资者对潜在投资目标公司所处行业的周期性、景气度、成长性、发展现状及未来趋势、进入壁垒、产业政策等应进行审慎研究,回避行业投资风险。机构投资者应精选投资期内上行的行业,并进而精选上行行业中具有核心竞争能力、具有持续成长能力的上市公司。坚持成长性价值投资的理念与逻辑是做好

**定向增发投资的第一原则**。在中国经济长周期调整的格局中，更能发现抗周期逆势成长的行业，而行业中的优秀企业也一定能凭借超越竞争对手的技术、产品、服务和管理，占据更多的市场份额，进一步扩大竞争优势，持续提高利润水平，最终脱颖而出，并成为投资者优选的投资标的。机构投资者今后开展定向增发投资可长期围绕消费、医药、资源、七大战略新兴产业这几条主线进行。而对于构成中国产业经济主体的制造业，机构投资者应审慎关注其可能长期存在问题：原材料成本的波动、人力成本的上升、税费负担的重荷、资金成本的高企、环境约束的增强、行业产能的过剩、下游需求的不足、竞争水平的低下、产品出口的下滑，这些都将导致行业与企业的毛利率与利润空间逐渐下调。因此，机构投资者应坚决回避产能过剩和简单劳动密集型的制造业。机构投资者如要投资强周期性行业，也应回避行业业绩在顶峰、估值水平在低位的高景气顶点，反而可在行业业绩已有清晰底部复苏迹象、估值水平仍有些偏高时开始尝试投资。机构投资者在研究和选择行业时，必须特别关注国家产业政策对行业短中长期发展所产生的重大影响，对国家产业政策鼓励的行业和公司，机构投资者应重点关注、深入研究、积极介入，而对于国家产业政策重点调控的行业则需要特别谨慎，并规避介入。

5. 投资目标公司的选择。拟定向增发公司本身的质地对投资在未来能否获得成功非常重要。按照盈利预期的不同可将上市公司分为周期性、成长性、衰退性三大类。周期性公司的盈利业绩与宏观经济周期变化有很大的相关性，股票市场对其估值也会有很大的波动，机构投资者需要仔细考虑合适的投资时机，切忌在景气高点进入。成长性公司有随着时间推移投资价值随之提升的优势，成长性公司又可分为长期稳定增长和短期业绩爆发增长的两大类，机构投资者需要注意的是股票市场有时会对成长性给予估值溢价从而产生价格陷阱。长期稳定成长的公司更适合机构投资者将其作为开展中长期成长性价值投资的目标公司，而对于短期业绩爆发性成长的公司，机构投资者必须把握好解禁减持时点与目标公司业绩爆发增长推动股价上涨时点的吻合性，否则，如果业绩爆发增长推动股价快速上涨是在持仓期而解禁时股价很有可能出现回落则会对投资收益产生不良影响。衰退性公司可能会有比较低的估值和价格，但也将面临业绩继续下降的风险，一般不适宜于机构投资者对其进行定向增发投资。为此，机构投资者应建立审慎、合理的定性与定量标准体系，并将其作为选择投资目标公司和做出投资决策的主要依据。在投资工作中，应客观地做好尽职调查工作，严格执行选股标准体系。建立并实施投资标准体系，就是为争取选出具有清晰合理并能持续发展的业务模式与盈利模式的“好行业中的好公司”、“昨天好、今天很好、明天更好”的上市公

司，并争取以“好价格”进行投资。只有符合投资标准体系的上市公司，才能具备更加深厚的发展基础、更加强劲的发展能力、更加突出的盈利能力、更加良好的发展前景和更加强韧的风险抵御能力，从而深具投资逻辑及投资价值，才能为中长期价值投资的成功奠定坚实的基础。

外贸信托资管二部在两年多的投资实践工作中确立的具体选股标准体系如下：

### 定性标准

- (1) 上市公司所处行业符合国家产业政策，不存在国家禁止、限制或产能过剩、前景暗淡和难于认知等政策性、市场性等不利因素；
- (2) 上市公司所处行业为高速成长行业或稳定发展行业中快速增长的细分市场，规避处于衰退周期的行业；
- (3) 上市公司所处行业的市场容量大，公司具有高速成长的空间；
- (4) 上市公司主业突出，行业地位良好，具有一定的核心竞争力，技术、产品、服务基本在同一或相关产业链之中；
- (5) 上市公司在稳定发展行业中处于发展快的细分市场，并且在细分市场中具有优势地位和主导性的竞争力；
- (6) 上市公司具有合理、清晰、可行、有效的业务及盈利模式，技术和产品成熟、经营及管理规范，能确保持续稳定地发展；
- (7) 上市公司经营团队具有良好的技术研发、市场竞争、规范管理的能力及投资者可信赖的职业品质；
- (8) 上市公司的募投项目与现有主业具有关联性并能促进主营业务持续发展，募集资金具有合理性、募投项目具有可行性，募投项目产能完全释放的时间或资金产生效益的时间最好不超过两年，募投项目投产后市场有足够的空间容纳整个行业新增产能；
- (9) 上市公司未出现过重大违法、违规、故意欺诈等损害投资者利益的事件及行为；
- (10) 上市公司不存在损害公司主营业务及公司商业价值的潜在重大隐患；
- (11) 上市公司可能存在的投资风险，经客观评估，在“可知、可承受”的范围之内；
- (12) 上市公司在三年内未出现重大环境、健康、安全责任事故；
- (13) 上市公司控股股东和管理层最好能参与定向增发投资或者通过二级市场增持股票，对上市公司的持续发展有信心并保持和流通股股东利益的一致性；
- (14) 上市公司其他限售股的解禁期最好在定增投资解禁后 6 个月以上。

## 定量标准

(1) 上市公司过往三年及最近年度的财务状况稳健，能保持相对稳定或持续上升的毛利水平与利润水平，同时其过往三年及最近年度的主要财务指标应优于可比公司，并有较好的现金分红记录；

(2) 关注的主要财务指标体系包括但不限于：

- a) 成长能力
- b) 盈利能力
- c) 营运能力
- d) 偿债及资本结构

(3) 上市公司在定向增发实施后，预计其未来二个会计年度净利润复合增长率不低于 10%，平均净资产收益率平均不低于 8%；

(4) 过往三年及最近年度的净资产收益率不低于 8%；

(5) 过往三年及最近年度的平均资产负债率不高于 70%；

(6) 上市公司最近三年以现金或股票方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；

(7) 上市公司最近二十四个月内曾进行股权融资的，不存在发行当年每股收益比上年下降 30%以上的情形；

(8) 对单纯以差价套利为目的的投资案例，最高报价应低于市场价格的 70%；

(9) 定向增发新发行的股权比例不高于解禁时流通股的 50%，或不高于总股本规模的 20%；

(10) 拟认购的数量不超过目标公司过往一年平均日成交量的 8 倍。

定量标准中的财务性指标集中反映在公司的财务报表之中。健康的资产负债表是经营的基础，利润表体现了经营的效果，而现金流量表则体现了经营的质量。三者结合起来就构成了机构投资者对拟投资目标公司的经营业务进行价值评断的财务量化基础。

6. 投资方法。首先，机构投资者应建立成长性价值投资的标准与评价模型，坚持选择基本面、成长性良好，纵向横向估值均为合理、即没有高估透支成长性或者虽然低估但修复有确定性的行业与公司作为拟投资的目标。在此基础之上，机构投资者还应坚持分散投资，目前定向增发项目的投资额越来越大，单独投资一份所面临的资金压力和风险很大。因此，机构投资者可自行或通过基金专户尽可能分散投资，以

控制每笔投资金额,建立投资组合,有效降低风险。另外,机构投资者应合理控制折扣率,理性竞价,不能过分激进竞价,以控制投资风险,增加投资收益。

7. 投资创新。机构投资者应对定向增发投资的业务模式持续加以完善,利用组合投资工具、投资策略、投资方法达到发挥定向增发投资的优点、防范其缺点的目的,如利用股票市场不断创新所推出的衍生工具,如利用股指期货采用客观中性的策略进行单位等值的全额套保或者采用主观动态的策略进行择时择量的套保;如利用融券、利用将来可能创设的期权、股票期货进行套保;再如利用信托产品机理及时变现获利。通过不断创新的投资策略,即可适当解决定向增发投资被动锁定一年的流动性缺陷,防范股票市场系统性风险,降低投资回报的波动性,锁定投资回报的确定性。这样一来,定向增发投资就可成为适用于股票市场上升、盘整、下跌全行情走势的业务与盈利模式。

8. 投资管理。机构投资者应建立严格、规范的投资决策、风险管控体系,应建立包括项目初审、尽职调查、投资分析、投资决策、投资实施、投后管理、投资退出等分段程序的完整投资流程,并加以切实贯彻实施。在投后管理方面,应持续跟踪、研究已投资的定向增发项目,对上市公司的重要公告及时进行分析评价,并对季报、半年报和年报进行点评。另外要及时、持续、认真地阅读、研究第三方机构对投资目标公司的研究报告,并结合股票市场变化和投资目标公司业绩变化对投资目标公司的合理价值进行适时、适当的修正。

9. 投资减持。定向增发投资是一次性买、卖,要想获得好的投资收益,买得好,很重要,而卖得好,也同样决定最终的投资业绩。建立包括止盈止损内容在内的减持机制并坚决执行,是机构投资者做好投资工作、防范投资风险、获得预期收益的基本规则。机构投资者应重点完善止盈止损机制,制订具体、合理的操作规则,用以指导减持变现、风险控制工作。在止盈方面,只要投资项目解禁后已经达到预期的投资收益率,机构投资者就可以及时变现获利,再投资新项目、再获取下一个项目的折扣率。通过持续投资,争取形成投资项目流、变现资金流、投资利润流。否则,如果持仓时间过长,不仅导致资金时间成本增加,也限制了新增投资,将会束缚定向增发投资业务的持续发展。在止损方面,机构投资者应该接受止损导致实际亏损对公司业绩、财务报表的负面影响。原则上讲,股票投资总是面临着系统性风险与非系统性风险的考验,任何一个机构投资者都不能保证在宏观经济、股票市场、行业市场复杂变化的过程中,所做的每笔投资都不出现工作失误。如果投资项目出现负面变化而不及时止损,持仓浮亏逐渐加大之后,将很难处理,很有可能会造成更大的损失。



为此，机构投资者在投资限售期内，应做好投资管理工作，紧密跟踪、研究股票市场、行业市场、所投资目标公司的发展变化，在解禁之前做好减持工作准备，制订减持计划，在解禁后则通过二级市场、大宗交易等方式完成减持工作。如果发现个别投资项目行业市场开始发生负面变化，公司业绩开始出现负面反转性变化，在解禁之后应立即坚决止损，而不需考虑亏损幅度。如果投资项目在禁售期内受股票市场、行业市场负面变化的影响，股价已充分反应并已下跌至估值合理的价位，股票市场、行业市场已有回升动力，则可以继续持有、观察一段时间，等待股价回升。总体上，根据定向增发投资的特征，投资项目在解禁后如出现15%以上的浮亏，不论是基于系统性风险还是基于非系统性风险的原因，可基本认定该投资项目没能获得成功，应该及时止损。

10. 投资业绩考核。机构投资者对从事定向增发投资的业务团队，**不应考核其投资收益绝对数指标及年均增长指标**。因为，这样的考核指标对投资业务团队而言，在使用单向做多、一次买卖的定向增发投资工具时，只有实际完成一定数量的投资项目、投入一定规模的资金，并且每年都按一定增长比例增加投资才有可能完成考核预算，同时还要股票市场大市较好表现的配合，**这是不可持续的**。而如果股票市场出现下跌，其结果将会导致更多的投资损失。机构投资者应主要考核绝对投资收益率指标和相对投资收益率指标，如投资业务团队所完成的定向增发投资年化投资收益率应达到15%以上、并跑赢沪深300指数10%以上。也就是说，在股票市场处于下跌的熊市环境中，投资业务团队可主动停止或者少做单向做多的投资，在股票市场处于上升、盘整的环境中可进行单向做多的投资。总之，投资业务团队可以不投资但只要做了投资，就必须对该项投资负责并展现出**专业投资能力，即投资收益率必须达到合理的收益水平、相比大市也有相对良好的超额收益**。这样的考核机制，有利于投资业务团队根据对宏观经济、股票市场的分析研究结论、结合自身的投资操作能力，主动地、负责地决定做不做投资，做多少投资，如何做好投资。