

另类定增项目投资门道

定增研究范式（七）

报告摘要:

- **引言:** 定增新周期下我们建立定增另类研究范式（已发布 6 篇），帮助投资者优化一二级投资策略，包括总结定增收益规律、挖掘定增与业绩增长的关联规律、对比分析新预案增量变化与趋势、探寻二级市场投资策略有效性、验证定增主动行业比较/风格比较策略有效性、横向比较竞价定增 7 类网下投资者行为异同并总结最新竞价参与度及报价规律。

本篇为第七篇（尾篇），我们着眼于“另类”定增项目，以回答：另类投资者参与以及多次定增的项目值得关注吗？其一二级收益率与业绩增长如何？ 核心结论如下：

- 第一，**BAT** 参与定增项目平均高收益，**大型 PE** 参与的则未跑赢市场平均且项目间大分化，对长期业绩改善作用明显，但并未充分反映到长期涨幅上，部分体现一级资本轻择时周期、重产业逻辑投资理念。**BAT** 历史参与较少，19 年及今年以来预案参与度提升，可关注未来长期基本面改善（国企混改）；
- 第二，**国资平台和央企集团** 参与项目平均收益不及市场平均（退出动机可能较弱），基本面持续稳健改善（尤其中央国资增厚国企 ROE）；**国家大基金** 参与的重点产业赛道长期表现占优（如电子/军工），盈利期待兑现；
- 第三，**员工持股计划** 定增绑定员工利益，历史主流为定价参与（定增战投认定新规后，从市场预案修订反馈来看，员工持股认定为战投的条件严苛，有待细则进一步确认），可关注长期业绩增长；
- 第四，**社保** 定增收益率和基本面改善在项目间分化较大，平均未跑赢市场；
- 第五，**多次定增** 的平均收益率、折价率、 α 收益均明显低于首次定增，且增发次数越多，收益平均水平大概率更低，建议谨慎考量历史频繁定增项目。
- **核心假设风险:** 定增监管超预期，经济下行超预期，海外疫情超预期。

分析师: 倪康



SAC 执证号: S0260519070001



021-60750654



nigeng@gf.com.cn

分析师: 戴康



SAC 执证号: S0260517120004



SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

请注意，倪康并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

解构定增七类投资者行为异同——定增研究范式（六）	2020-05-14
寻迹定增行业比较方略——定增研究范式（五）	2020-04-24
定增一二级联动四大战术——定增研究范式（四）	2020-04-16
定增新旧项目全景比照——定增研究范式（三）	2020-04-03
定增与业绩起舞之谜——定增研究范式（二）	2020-03-27
定增投资高收益的奥秘——定增研究范式（一）	2020-03-20
定增春天对资本市场的影响——A 股再融资新规解读	2020-02-15

引言：我们已推出定增研究系列报告 6 篇，从历史数据规律及特征、一二级市场联动策略、行业比较、投资者行为等维度建立定增另类研究范式，帮助投资者优化定增投资组合。在系列报告首篇《定增投资高收益的奥秘》（3.20）中，我们从历史数据总结定增收益规律，挖掘一级半投资高收益启示；在次篇《定增与业绩起舞之谜》（3.27）中，我们沿用历史数据，挖掘定增与业绩增长的关联规律；第三篇《定增新旧项目全景比照》（4.3）中，我们对比分析新预案增量变化与趋势，并细化历史定增财务融资动机及效果；第四篇《定增一二级市场联动四大战术》（4.16）中，我们利用历史定增特定时点及特征探寻四种二级市场投资策略有效性；第五篇《寻迹定增行业比较方略》（4.24）中，我们验证了定增的主动行业比较、风格比较策略有效性，并细分业绩和估值驱动因子；第六篇《解构定增七类投资者行为异同》（5.14）中，我们横向比较竞价定增 7 类网下投资者行为异同，并总结最新竞价参与度及报价规律。**本篇为第七篇（尾篇），我们着眼于“另类”定增项目，以回答：另类投资者参与/多次定增的项目值得关注吗？其一二级市场收益率与业绩增长如何？**

Part1: PE/互联网巨头定增

历史上大型 PE/BAT 参与项目近 200 例，认购总金额超过 1200 亿，国企约占 1/4，定价 6 成以上。其中：①BAT 战投属性，行业聚焦计算机/通信/零售等资源协同型，参与 10 余起（2014 年后），竞价占比 1/4，项目规模大（平均 130 亿），认购比例高（平均 50%），认购总金额约 685 亿；②大型 PE 参与度与定增周期较为一致，行业选择上兼顾成长（医药/TMT）和中游传统制造（化工/机械/电气设备），竞价占比 40%，平均规模 30 亿，认购比例较低（平均不到 20%）。

收益率视角：BAT 收益较高，PE 未跑赢市场且大分化。①BAT：一级半竞价平均收益率和 α 大幅高于市场平均（分别 31.68%/18.97%），折价率略低于平均，近两年项目浮盈较可观（平均 32%）；②大型 PE 收益分化程度高于市场整体，平均收益未跑赢（13.34%），折价率和 α 略高于市场（13.61%/4.27%）；大型 PE/BAT 定价类二级长期涨幅均未跑赢市场。

业绩视角：大型 PE/BAT 参与定增后业绩增速和 ROE 改善持续度均优于市场整体，发行后三年归母净利润 CAGR 平均分别 37.19%/68.81%，发行后三年 ROE 较发行前平均提升约 2.5pct（市场一般定增后摊薄 ROE）。介入的国企定增 ROE 基数相对较高，增发混改后基本面大多明显改善，后三年归母净利 CAGR 平均 30.67%，一半以上 ROE 提升，尤其 BAT 参与（如中国联通、华泰证券、居然之家；其他 PE 如长江电力、物产中大、文投控股、中闽能源等），但平均收益未跑赢。

Part2: 另类国资系定增

（1）国资平台

中央/地方国资平台参与 250 例以上，国企和竞价均占比约 60%，认购比例 20-30%（对国企认购比例更高），总金额近 1800 亿，其中中央国资平台（国新、诚通背景）15 年后案例多，共参与 40 起左右，所涉项目规模较大（70 亿）。

收益率与基本面视角：①**地方国资平台：**收益率及二级长期涨幅略低于市场平均（分别 14.74%/1.04%），平均 α 为负；业绩短期增长不如市场平均但更持续，ROE 亦更稳健；②**中央国资平台：**收益率较低但 α 较高（平均 9.40%/5.35%）；业绩增长分化（国企当年平均净利增速 60%），ROE 小幅改善（平均增加约 0.5pct，国企增 1.5pct）。③**国资平台参与民企定增收益率和后续基本面改善均未优于市场其他民企。**

（2）央企集团

央企集团认购约 230 例，国企占 80%，作为大股东/实控人/关联方认购项目约 6 成，竞价占比 44%，总金额超 5500 亿，平均规模近 50 亿，认购比例 45.77%。平均收益率略低、折价差异不大、 α 略高（14.23%/12.13%/2.99%），大比例认购（高于 50%）项目收益率更高（19.25%）；基本面改善显著，发行后三年归母净利 CAGR 和平均 ROE 分别 19.20%/6.36%（发行前均值均为负）。

（3）国家级产业基金

15 年开始介入定增市场，共计 30 余例，近两年参与活跃，重点支持电子、军工等行业，民企居多，认购比例

较高（40%），认购总金额约 210 亿。定增收益率不及市场平均（12.73%），平均 α 为负，二级市场长期表现大幅占优（平均 28.14%）；业绩改善不如市场平均（近两年参与较多，扶持战兴产业的长期业绩增厚尚未体现）。

Part3: 员工持股计划定增

员工持股计划定增 80 余例，15-17 年较多，定价占 90%，民企约 7 成，项目规模较小（平均 15 亿），认购比例 34%，总金额 200 亿左右。员工持股竞价定增很少，收益率和折价率均低，定价项目长期涨幅较优（6.20%）；短期业绩增长不及市场，但长期更优（后三年归母净利 CAGR/平均 ROE 分别 27.32%/3.69%），尤其参与国企定增（地方国企）后续业绩增长优于其他国企（比较基准为同期市场定价项目）。

Part4: 社保定增

社保参与定增很少（30 余例），竞价占比 76%，平均规模约 25 亿，认购比例 13.80%，总金额 150 余亿。收益率和基本面改善在项目间分化较大，平均未跑赢市场。

Part5: 多次定增

曾多次定增公司有 800 余家，多次定增其中竞价项目的平均收益率、折价率、 α 收益均明显低于首次定增（首次/多次数据分别为 32.53%/9.57%，13.98%/10.66%，10.55%/-3.07%），且增发次数越多，收益平均水平大概率更低；长期表现也弱于首次定增（22.72%/-5.83%）。业绩方面，短期无明显规律，发行后三年平均业绩增长（28.16%）和 ROE（-1.66%）均低于首次增发后（40.45%/6.42%）。建议谨慎考量历史频繁定增项目。

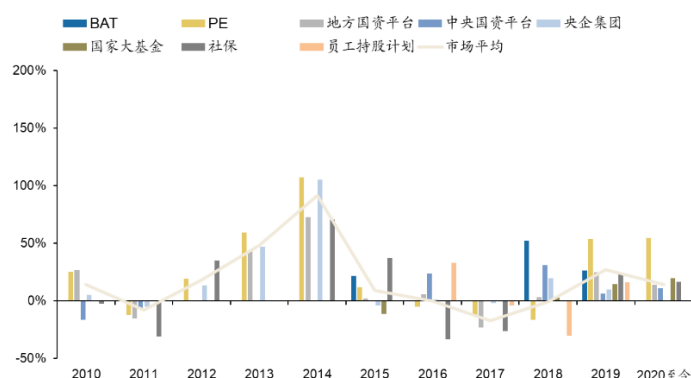
“另类定增项目”投资结论总结：第一，BAT 参与定增项目平均高收益，大型 PE 参与的则未跑赢市场平均且项目间大分化，对长期业绩改善作用明显，但并未充分反映到长期涨幅上，部分体现一级资本轻择时周期、重产业逻辑投资理念。BAT 历史参与较少，19 年及今年以来预案参与度提升，可关注未来长期基本面改善（国企混改）；第二，国资平台和央企集团参与项目平均收益不及市场平均（退出动机可能较弱），基本面持续稳健改善（尤其中央国资增厚国企 ROE）；国家大基金参与的重点产业赛道长期表现占优（如电子/军工），盈利预期待兑现；第三，员工持股计划定增绑定员工利益，历史主流为定价参与（定增战投认定新规后，从市场预案修订反馈来看，员工持股认定为战投的条件严苛，有待细则进一步确认），可关注长期业绩增长；第四，社保定增收益率和基本面改善在项目间分化较大，平均未跑赢市场；第五，多次定增的平均收益率、折价率、 α 收益均明显低于首次定增，且增发次数越多，收益平均水平大概率更低，建议谨慎考量历史频繁定增项目。

核心假设风险。定增监管超预期，经济下行超预期，海外疫情超预期。

注释：

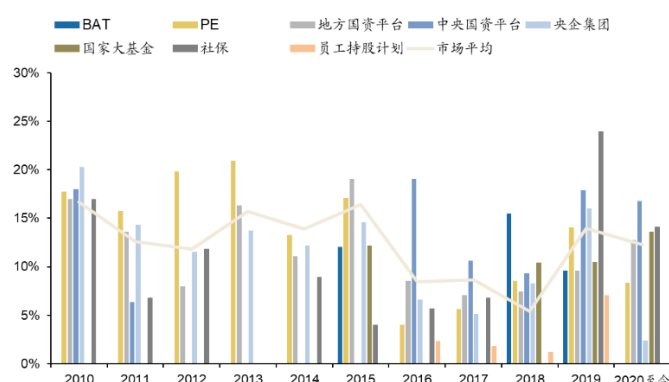
- （1） 样本为 2010 年至今含另类投资者类别定增项目，部分为人工判定，存在一定误差；如未特殊说明，收益率与业绩比较基准为市场当年定增发行项目（剔除同一预案配套融资）；定增年度按发行日统计；大型 PE 认定参考清科榜单《2019 年私募股权投资机构 50 强》。
- （2） 总收益率=（解禁时股价-发行价）/发行价；折价率=（网下发行日前一日收盘价-发行价）/网下发行日前一日收盘价； β 收益=发行日至解禁日对应中证 500 区间涨跌幅； α 收益=总收益率-折价率-系统性收益；未解禁项目收益率为截至 5/22 账面浮盈；
- （3） 如未明确说明，预案公告效应为预案日一股东大会日区间相对中证 500 涨跌幅；长期涨幅/业绩时间区间为发行后三年；
- （4） “多次定增”样本范围为剔除同一定增配套融资后曾两次及两次以上发行定增的标的；
- （5） 文字所有数值未明确说明，均指算术平均值；“市场平均”指所有定增项目的平均值。

图1: 另类投资者参与定增平均收益率 (竞价)



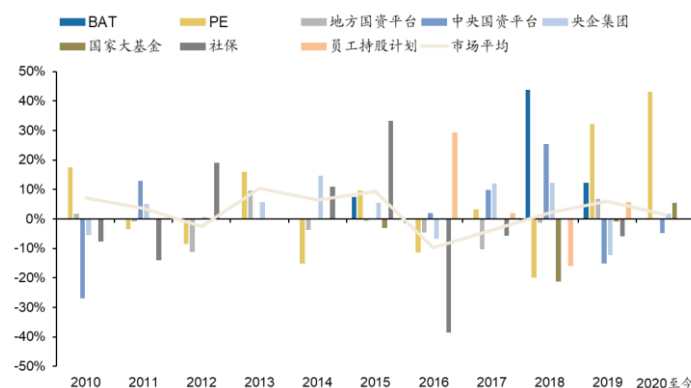
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图2: 另类投资者参与定增平均折价率 (竞价)



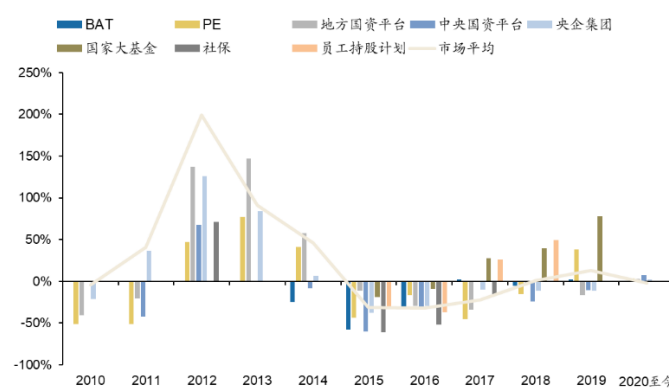
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图3: 另类投资者参与定增平均 α 收益 (竞价)



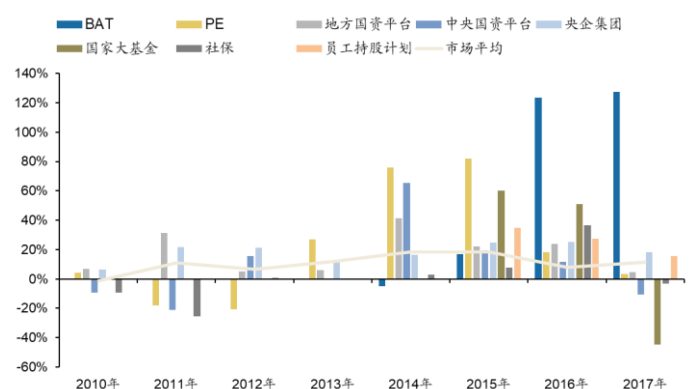
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 另类投资者参与定增发行后三年长期涨幅 (定价)



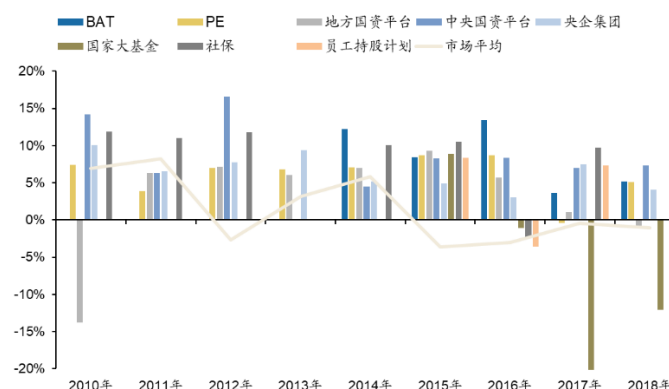
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (未满三年项目为至今涨幅)

图5: 另类投资者参与定增发行后三年归母净利润CAGR



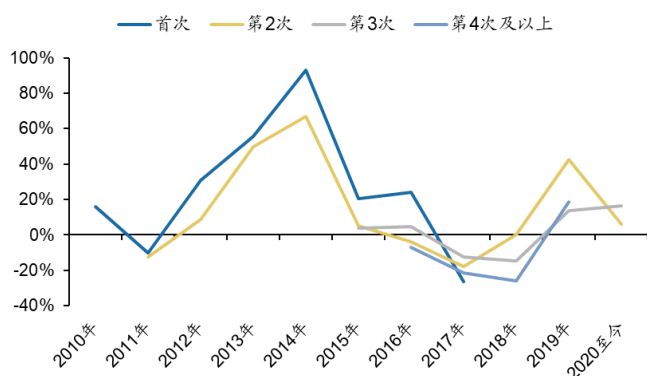
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 另类投资者参与定增发行后三年平均ROE



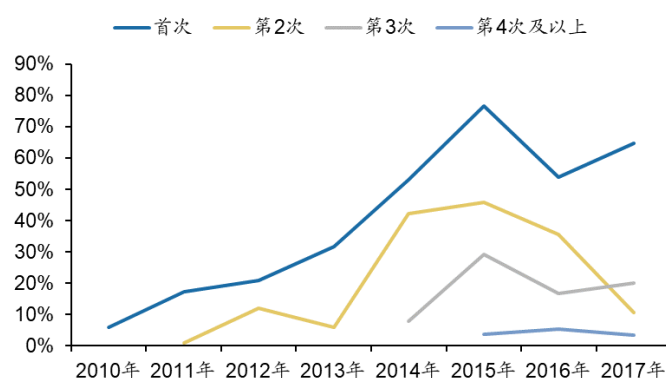
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (18年发行项目为18-19年平均ROE)

图7：多次定增收益率（竞价）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（剔除当年发行 1-2 例数据）

图8：多次定增发行后三年归母净利润CAGR



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（剔除当年发行 1-2 例数据）

表1：“另类”投资者参与定增收益及基本面改善比较

	BAT	PE	地方国资平台	中央国资平台	央企集团	国家级产业基金	社保	员工持股计划	市场平均
项目数（个）	16	172	213	41	227	33	33	81	3140
定价类占比	75%	60%	40%	39%	56%	55%	24%	90%	61%
国企占比	19%	24%	53%	76%	78%	36%	42%	31%	36%
平均规模（亿元）	129.43	29.49	27.73	70.69	48.76	28.07	25.21	14.99	22.64
平均认购比例	49.59%	18.41%	24.08%	22.29%	45.77%	40.02%	13.80%	33.93%	-
获配总金额（亿元）	684.50	534.62	1207.60	562.96	5515.16	212.33	151.57	203.65	-
平均收益率	31.68%	13.34%	14.74%	9.40%	14.23%	12.73%	10.44%	6.95%	18.07%
平均折价率	11.68%	13.61%	11.11%	12.62%	12.13%	11.43%	10.50%	3.20%	12.29%
平均α收益	18.97%	4.27%	-1.96%	5.35%	2.99%	-2.04%	-1.65%	7.49%	1.95%
发行后三年二级涨幅	-13.91%	-7.56%	1.04%	-18.87%	13.41%	28.14%	-37.42%	6.20%	3.36%
发行后三年归母净利润CAGR	68.81%	37.19%	18.27%	3.47%	19.18%	12.61%	4.43%	27.32%	12.47%
发行后三年平均ROE	8.18%	6.65%	4.22%	8.32%	6.36%	-5.11%	7.58%	3.69%	0.18%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（阴影为跑赢市场平均；一级半收益率仅考虑竞价，二级长期涨幅仅考虑定价）

表2: 新规后部分含“另类”投资者定增预案（均为定价发行）

代码	名称	最新公告日	方案进度	定向增发目的	重要发行对象	增发价格	折价率	发行股本占比	预计募集资金(亿元)	申万一级
600703.SH	三安光电	2020/5/27	发审委通过	项目融资	格力	17.46	80%	9.83%	70.00	电子
603056.SH	德邦股份	2020/5/25	董事会预案	引入战投	韵达	9.20	80%	6.95%	6.14	交通运输
603385.SH	惠达卫浴	2020/5/21	董事会预案	补充流动资金	碧桂园创投	8.20	80%	16.51%	5.00	轻工制造
002416.SZ	爱施德	2020/5/20	股东大会通过	引入战投	阿里	5.15	80%	6.38%	4.07	商业贸易
300027.SZ	华谊兄弟	2020/5/20	股东大会通过	补充流动资金	阿里、腾讯	2.78	80%	29.55%	22.90	传媒
300476.SZ	胜宏科技	2020/5/19	董事会预案	补充流动资金	TCL、深创投、招商局等	17.75	80%	18.15%	25.10	电子
603533.SH	掌阅科技	2020/5/18	股东大会通过	项目融资	百度	17.95	90%	9.64%	7.00	传媒
002918.SZ	蒙娜丽莎	2020/5/16	股东大会通过	引入战投	碧桂园创投	18.43	80%	7.49%	5.60	建筑材料
300212.SZ	易华录	2020/5/14	董事会预案	引入战投	国改基金、国网英大	36.87	80%	12.41%	24.78	计算机
300326.SZ	凯利泰	2020/5/13	董事会预案	引入战投	高瓴、淡马锡	18.73	80%	8.09%	10.96	医药生物
002821.SZ	凯莱英	2020/5/13	股东大会通过	引入战投	高瓴	123.56	80%	8.08%	23.11	医药生物
300406.SZ	九强生物	2020/4/27	股东大会通过	补充流动资金	国药投资	13.76	80%	17.38%	12	医药生物
000796.SZ	凯撒旅业	2020/4/25	董事会预案	引入战投	京东	6.16	80%	23.45%	11.60	休闲服务
300003.SZ	乐普医疗	2020/4/22	股东大会通过	引入战投	国新投资、深创投、GIC等	30.41	80%	5.87%	31.80	医药生物

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

广发投资策略研究小组

- 戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈伟斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 韦冀星：联系人（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。
- 倪赓：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。