

方正证券研究所证券研究报告

新三板定增分析

 行业专题报告
 2015.11.25 推荐

新三板行业

分析师:于建科

执业证书编号: S1220515090003

TEL: (86755) 83456386

E-mail: yujianke@foundersc.com

重要数据 (2015年11月25日)

挂牌公司数(家)	4313
总股本(亿股)	2422.24
流通股本(亿股)	879.59
成交笔数(笔)	27974
成交金额(万元)	160194.72
成交数量(万股)	23698.13

新三板指数表现


请务必阅读最后特别声明与免责条款

主要结论

- 1、随着定增次数的增加，后期主要针对外部投资者。我们将增发对象分为股东、员工、做市商、外部投资者（排除做市商）四类。发现随着定增次数的增加，外部投资者的参与比例是增加的。而做市商与股东的参与比例是下降的，员工激励的比例没有明显变化。
- 2、新三板增发事件中大部分都是折价发行，其中占比最高的折价区间在20%-40%之间。公司定增时的发行价格一般可以采用折价、平价以及溢价的三种方式。新三板挂牌公司在定增中通常采用折价发行的方式，占比达到57%。其中“一元定增”现象在折价案例中占比达到**3.68%**，增发对象一般为公司大股东及关联方。新三板溢价占比达到40%，溢价占比居高的原因是协议公司在定增案例中占比较高，协议公司定价非市场化。
- 3、我们统计发现增发市盈率自2012年以来是逐年走高的，增发市盈率较高的行业有互联网、金融服务，房地产等行业。
- 4、新三板定增拥有极高的回报率。新三板定增收益十分可观，定增收益率在100%以上的区间占比达到51.91%。新三板定增收益率极高的主要原因是定增价格是公司与定增对象协商达成，并不需要经过审批；新三板挂牌公司通常是中小型企业，股权较为集中，公司大股东为了自身的利益通常会制定一个较低的价格，低价定增对象一般为大股东、做市商以及少数机构投资者，定增的股票待解禁后在二级市场上以高价卖出，因此定增收益率极高。
- 5、定增月度平均周期为83天。从周期的月度角度分析，我们发现月度平均周期开始稳定，不再有较大的变化，整个2014年与2015年的平均周期为82.37天。
- 6、定增与交易关联度较高，增发会提高成交量。在剔除掉没有成交量的案例之后，增发前后，成交量增加的占比达到了73%。而减少的占比只有27%，无变化的案例只有4起，占比只有0.3%。增发对于成交的刺激较为明显。

目录

1. 新三板定增概述.....	3
1.1 新三板市场的定向增发.....	3
1.2 新三板定增与 A 股市场定增的区别.....	5
2. 新三板定增分析.....	8
2.1 整体框架图.....	8
2.2 新三板定增整体分析.....	8
2.3 定增顺序分析（对象分析）.....	10
2.4 定增价格分析.....	13
2.4.1 定增发行价格分析.....	13
2.4.2 定增市盈率分析.....	18
2.4.3 定增收益率分析.....	20
2.5 定增周期分析.....	22
2.6 定增失败分析.....	24
2.7 定增与交易关联度分析.....	26
2.8 挂牌即定增.....	27
2.8.1 挂牌即定增的概念.....	27
2.8.2 挂牌即定增的意义.....	28
2.8.3 《加快发展新三板相关意见》鼓励挂牌即定增.....	29

1. 新三板定增概述

1.1 新三板市场的定向增发

新三板市场定向增发与 A 股一致，都是新三板公司在挂牌后进行的定向发行股票融资。一般而言，新三板公司在挂牌时不涉及新股发行，而只是可以进行股份的公开转让。因此定向增发成为新三板公司融资的主要方式。

图表 1: 截止 2015 年 8 月 31 日新三板募集资金前十大增发事件

代码	名称	预案公告日	募集金额(万元)	增发价(元)	增发数量(万股)	增发市盈率
832168	中科招商	2015-03-25	504,000	18	28,000	66.25
430719	九鼎投资	2014-04-23	353,677.39	610	579.799	295.09
832168	中科招商	2015-04-09	351,000	18	19,500	89.89
830899	联讯证券	2014-12-24	300,000	1.46	205,480	219.92
430719	九鼎投资	2014-06-23	225,000	750	300	101,587.43
832666	齐鲁银行	2015-06-10	200,000	3.18	62,900	8.29
832168	中科招商	2015-02-26	184,697.613	18	10,260.9785	58.86
831900	海航冷链	2015-04-28	177,600	1.48	120,000	263.51
832950	益盟股份	2015-07-16	125,037.5	14.29	8,750	97.32
831963	明利仓储	2015-04-09	120,000	5	24,000	279.72

资料来源: 方正证券研究所

2014 年 4 月在新三板挂牌的九鼎投资已累计推出三轮定向增发，融资总额越来越大，其中第三次规模达到百亿，这已经超越了许多 A 股上市公司的定向增发规模。另一新三板挂牌企业中科招商在 2015 年挂牌新三板以来，总共推出 4 轮定向增发，累计规模接近百亿。

图表 2: 九鼎投资历次增发

时间	金额(单位: 亿元)
2014-04-23	35.37
2014-08-07	22.5
2015-07-31	100
2015-11-13	55

资料来源: 公开资料, 方正证券研究所

图表 3: 中科招商历次增发

时间	金额(单位: 亿元)
2015-03-25	50.4
2015-04-09	35.1
2015-02-26	18.47

2015-02-27	4.95
2015-5-10	10

资料来源：公开资料，方正证券研究所

2014年，新三板累计成功实施定向增发达到324起。而截至到2015年8月31日，2015年度的定增已经达到了1049起。

图表4：截止2015年8月31日新三板增发事件次数

年份	累计挂牌家数	当年融资起数
2009	61	1
2010	77	3
2011	102	11
2012	207	21
2013	351	17
2014	1572	217
2015-08-31	3290	1084

资料来源：方正证券研究所

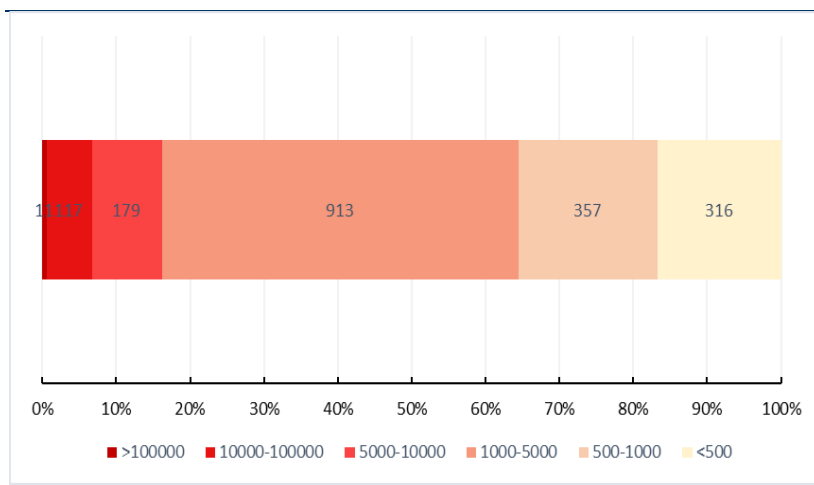
图表5：2009年-2015年新三板挂牌公司定向融资情况

年份	累计挂牌家数	平均增发股数（万股）	平均募集资金（万元）
2009	61	605.99	2500
2010	77	690	5133.33
2011	102	805.19	6236.364
2012	207	866.36	3657.143
2013	351	761.92	1700
2014	1572	436.42	2141.01
2015-08-31	3290	944.05	4570.48

资料来源：方正证券研究所

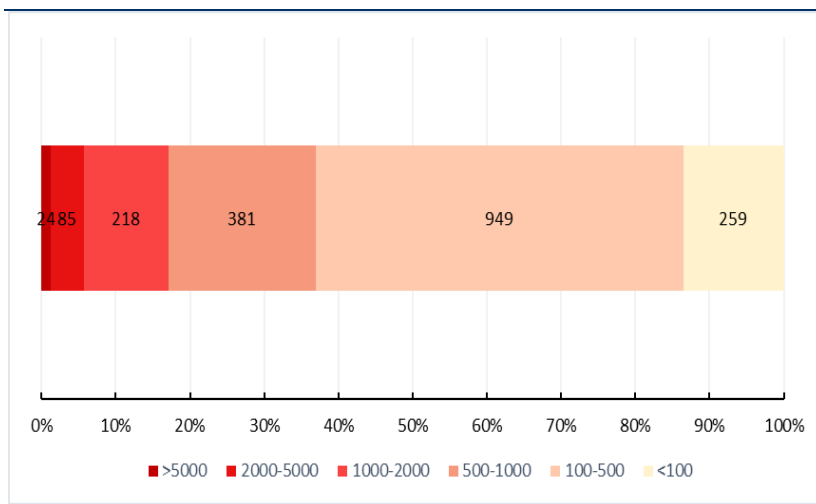
注：关于增发事件的时间年度归属，我们以公司的增发公告日为准。

图表6：历次定增事件融资金额分布



资料来源：方正证券研究所

图表 7：历次定增事件增发数量分布



资料来源：方正证券研究所

从融资金额分布图中我们发现，融资金额介于 1000 万到 5000 万之间的增发事件是最多的，达到了 913 起，而增发数量介于 100 万股到 500 万股之间的增发事件是最多的。

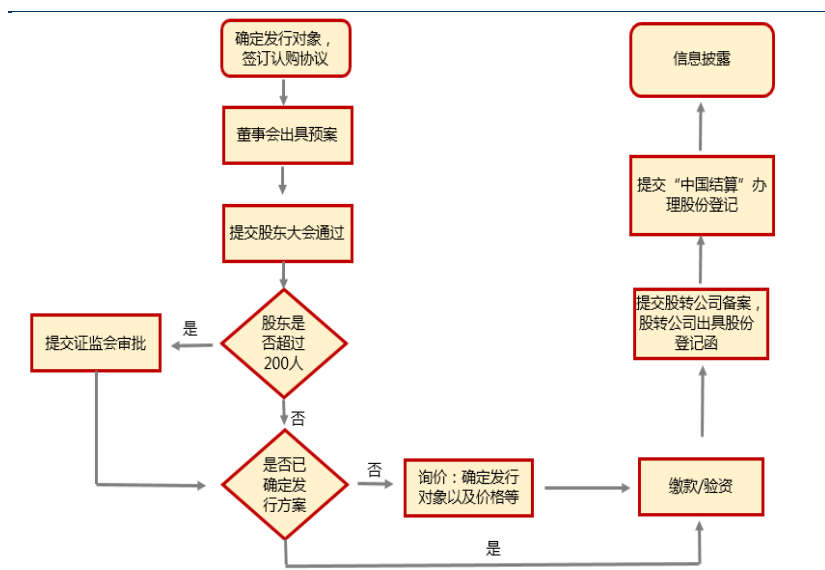
1.2 新三板定增与 A 股市场定增的区别

与 A 股定增相比，新三板定增有众多独特之处。新三板定增呈现小额、多次、便捷的特征。小额是指新三板公司单次定增规模较小，包括金额和股数。

便捷体现在以下方面：

(1) 新三板定增流程相对简单，主要流程有董事会出具定增预案，提交股东大会批准，验资，股票发行，股转公司备案，披露发行情况报告书等，具体流程见图：

图表 8：新三板定向增发流程图



资料来源：方正证券研究所

(2) 定增具体规定更加灵活方便。

图表 9: 新三板定增与 A 股定增的区别

	新三板定增	A股定增
股票定价	董事会与各方协商	不低于定价基准日的90%
增发股份锁定	无硬性要求，可自行承诺	一般增发股份需要锁定12个月
适用法律法规	《非上市公众公司监督管理办法》、《全国中小企业股份转让系统股票发行业务细则（试行）》	《上市公司证券发行管理办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》、《中国证监会发行监管部再融资审核工作流程》
核准	股东低于200人时无需审批	需要证监会审批
募集资金用途	在《全国中小企业股份转让系统股票发行业务细则（试行）》中简单规定董事会决议中需说明资金用途。	《上市公司非公开发行股票实施细则》中要求董事会决议应当明确本次募集资金数量的上限、拟投入项目的资金需要总数量、本次募集资金投入数量、其余资金的筹措渠道。募集资金用于补充流动资金或者偿还银行贷款的，应当说明补充流动资金或者偿还银行贷款的具体数额；募集资金用于收购资产的，应当明确交易对方、标的资产、作价原则等事项。
资金流向监管	无监管	专项账户监管，券商辅导
定向发行制度	新三板实行储架发行制度指一次核准，多次发行的再融资制度。该制度主要适用于，定向增资需要经中国证监会核准的情形，可以减少行政审批次数，提高融资效率，赋予挂牌公司更大的自主发行融资权利。	A股每次增发都需证监会审批
定向增发对象	新三板人数不得超过35人，增发对象为公司股东、董事、监事、高级管理人员、核心员工；符合投资者适当性管理规定的自然人和法人。	主板定增对象不超过 10 人，增发对象为法人、自然人或者其他合法投资组织。

资料来源：方正证券研究所

相较于 A 股上市公司而言，新三板公司定增在三个环节会快于 A 股公司：

(1) 董事会股东大会审批环节。新三板公司一般具有相对简单的董事会架构与股东结构。在提出增发预案之后，立马就能提议召开临时股东大会通过该预案。而 A 股上市公司需要较为复杂的董事会以及股东大会审批程序。新三板公司整体规模小于 A 股公司，因此定增金额也会小于 A 股公司。新三板公司增发整体呈现小额

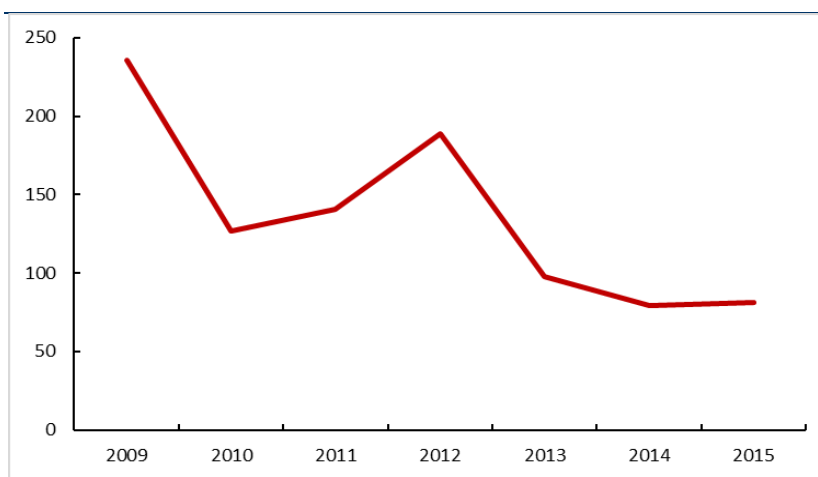
的特征。

(2) 证监会审批环节。与 A 股定增都需要证监会审批不同的是，新三板大部分的定增不需要证监会审批（只有股东人数超过 200 人的才需要提交证监会审批）这样大大降低了增发的时间周期。

(3) 缴款验资环节。A 股上市公司在缴款验资环节需要财务顾问，托管机构的参与。财务顾问出具合格意见之后，将钱打入托管机构的账户。而新三板公司在这方面比较灵活，其无硬性的资金流向要求，亦无托管要求。这样的安排使得新三板公司可以多次实施定增。

通过以上分析，我们可以看出新三板增发事件所耗时间将低于 A 股市场。

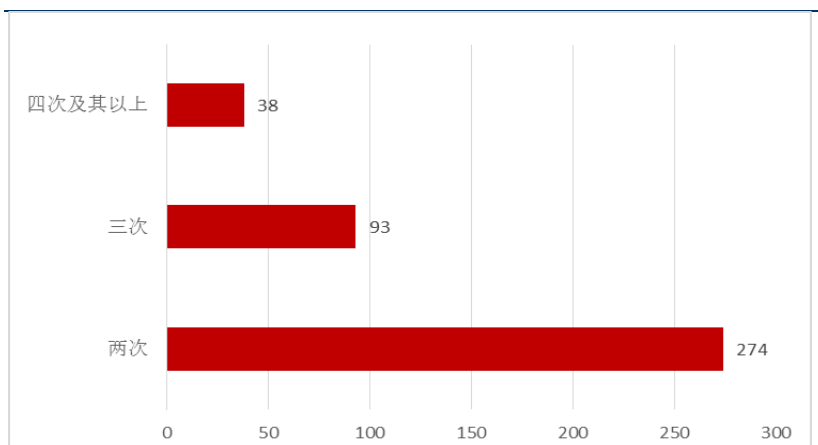
图表 10：定增事件的平均周期（年度）



资料来源：方正证券研究所

多次体现于挂牌公司增发次数上，许多公司在相对较短的时间内进行了两次及其以上的增发。增发次数最多的新三板挂牌公司为科大科技，截止 2015 年 8 月 31 日，其中科大科技累计进行了 11 次增发。总的增发次数在四次及其以上的有 39 家公司。

图表 11：定增次数在两次及以上公司数目



资料来源：方正证券研究所

2. 新三板定增分析

2.1 整体框架图

图表 12：新三板定增分析框架



资料来源：方正证券研究所

2.2 新三板定增整体分析

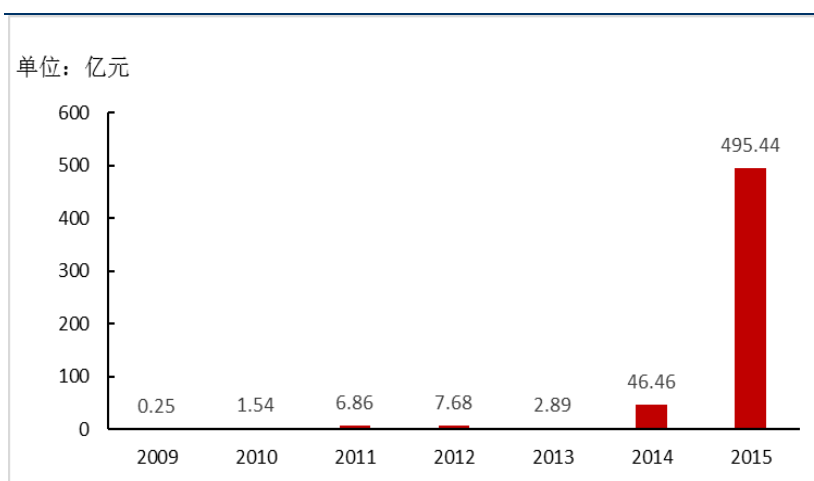
图表 13：2009 年-2015 年新三板挂牌公司定向融资情况

年份	累计挂牌家数	当年融资起数	当年融资总金额 (亿元)	平均增发股数 (万股)	平均募集资金 (万元)
2009	61	1	0.25	605.99	2500
2010	77	3	1.54	690	5133.33
2011	102	11	6.86	805.19	6236.364
2012	207	21	7.68	866.36	3657.143
2013	351	17	2.89	761.92	1700
2014	1572	217	46.46	436.42	2141.01
2015-08-31	3290	1084	495.44	944.05	4570.48

资料来源：方正证券研究所

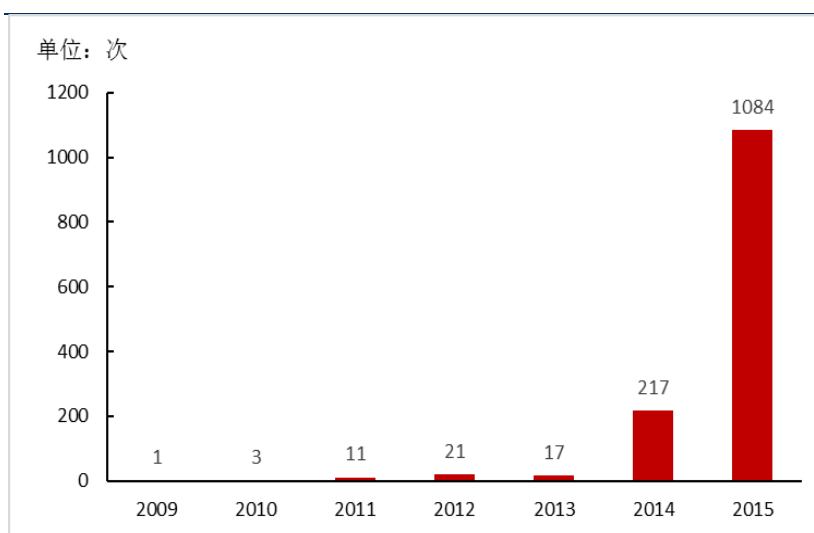
2010 年之前，整个新三板市场还处于培育发展阶段，挂牌企业数量较小，定向增发数量也不多。2011 年开始，新三板挂牌公司融资情况开始改善，当年融资 11 次，平均金额达到 6236 万元。其后 2012 年和 2013 年定增数量继续增加，在 2014 年的时候数量显著增加达到了 217 起，而截至 2015 年 8 月 22 日，2015 年增发次数已达到 1084 次，总增发金额 495.44 亿元。目前越来越多的挂牌公司采取定向增发的方式来募集资金，定向增发已经成为新三板市场的主要融资工具。

图表 14：2009 年-2015 年新三板增发金额



资料来源：方正证券研究所

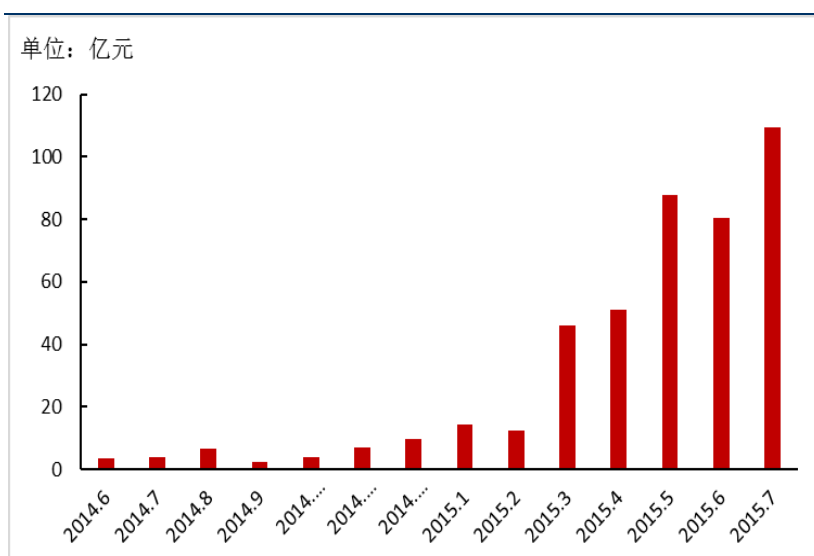
图表 15：2009 年-2015 年新三板增发次数



资料来源：方正证券研究所

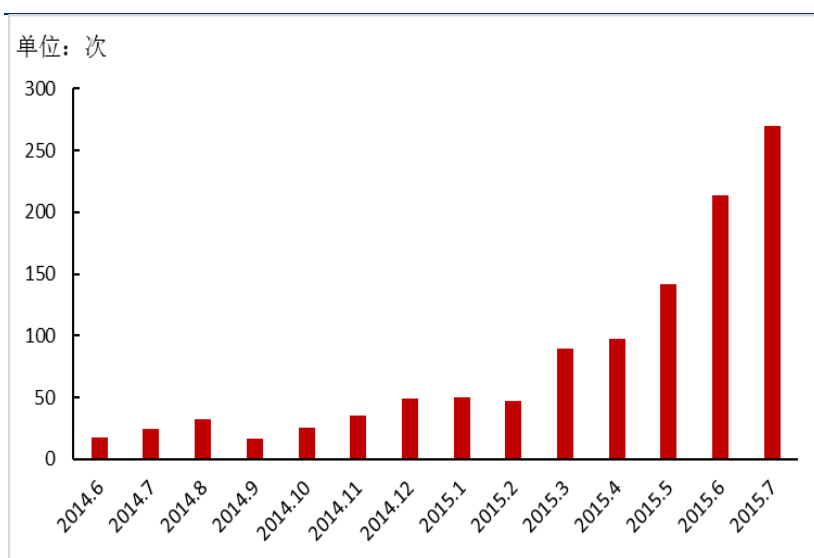
2014 年开始新三板实施做市商制度，许多挂牌企业转为做市商制。据《全国中小企业股份转让系统股票转让细则（试行）》规定：初始做市商应当取得合计不低于挂牌公司总股本 5% 或 100 万股（以孰低为准），且每家做市商不低于 10 万股的做市库存股票。许多挂牌公司选择定向增发让券商持有不低于做市要求数量的股票。因此做市商制度的实施刺激了定增市场的发展。基于以上理由，我们比较了从 2014 年 6 月份以来的月度增发数据。详见图 3、图 4。我们可以看出在 2014 年 8 月，无论是定增金额还是定增次数都比之前 7 月份的数据显著增加，有一个明显的“爆发效应”。从整体看，定增规模还在迅速扩大。

图表 16：2014 年 6 月-2015 年 7 月的增发金额



资料来源：方正证券研究所

图表 17：2014 年 6 月-2015 年 7 月的增发次数

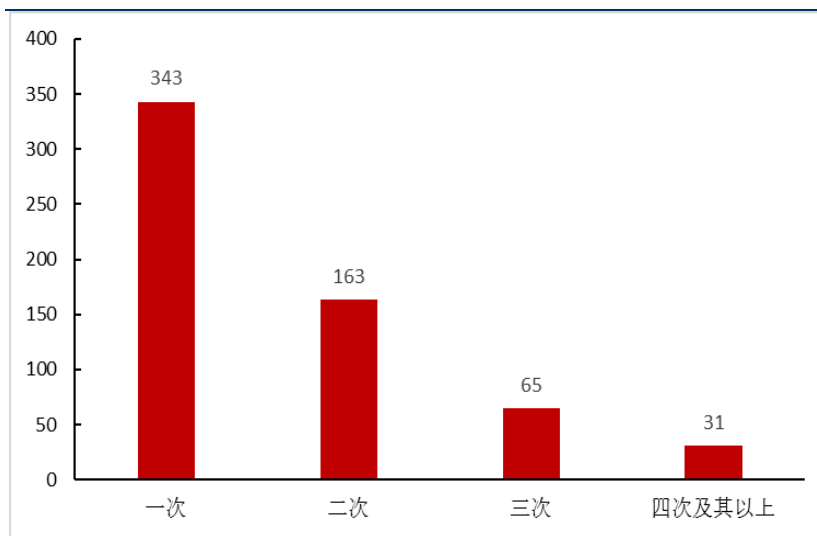


资料来源：方正证券研究所

2.3 定增顺序分析（对象分析）

做市商是重要的增发对象，对于协议转让公司来说，不会出现做市商的身影。因此我们着重进行做市公司的定增对象研究，包括在挂牌公司协议转做市之前的增发。我们统计分析做了市公司的定增行为，一共有 996 个增发事件，平均每家公司进行了 1.65 次定增。

图表 18: 不同增发次数的公司数目



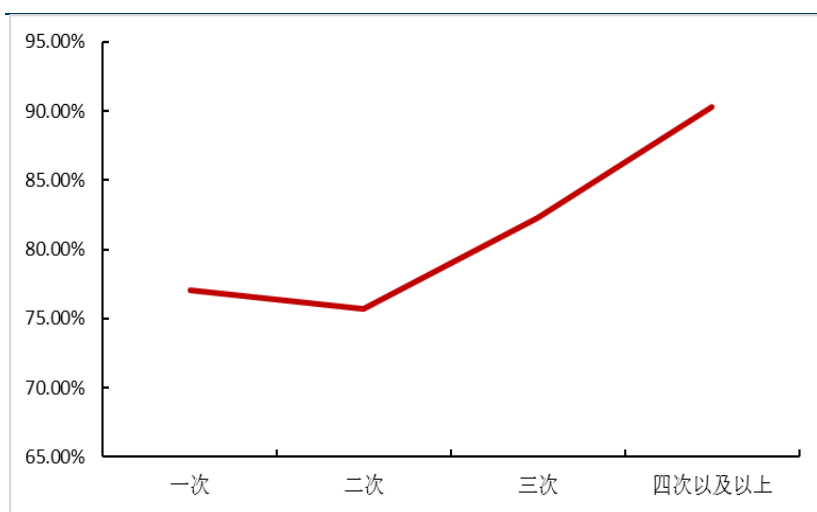
资料来源: 方正证券研究所

其中, 只进行一次定增的挂牌公司有 343 家, 进行 2 次增发的公司有 163 家, 而进行三次增发的公司有 65 家, 有四次及其以上增发的有 31 家公司。

绝大部分企业定增次数在 1-2 次之间, 我们分析得出这是由于新三板市场大幅扩容时间较短有关, 许多企业挂牌时间不长, 因此还来不及进行多次增发。

我们继续将增发对象分为股东、员工、做市商、外部投资者(排除做市商)四类。然后分别统计上述四类对象在不同增发次数公司对应的增发事件中参与率。结果如图所示。

图表 19: 外部投资者历次增发参与比例

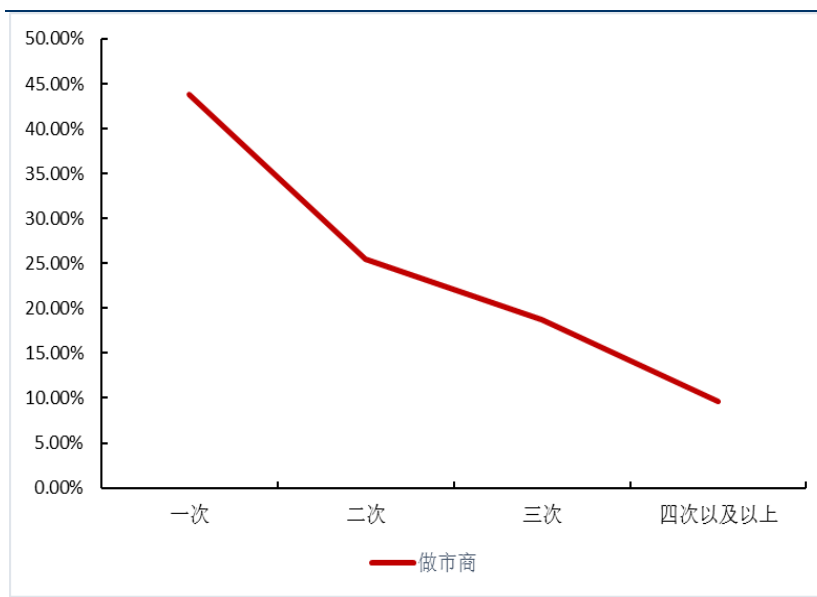


资料来源: 方正证券研究所

我们发现, 外部投资者随着定增次数的增加参与率是增加的, 第一次的参与率为 77.08%, 第二次稍微下降为 75.68%, 而第三次和第四次都显著上升为 82.29% 和 90.32%。这表明企业在后期增发

的侧重为引入外部投资者。

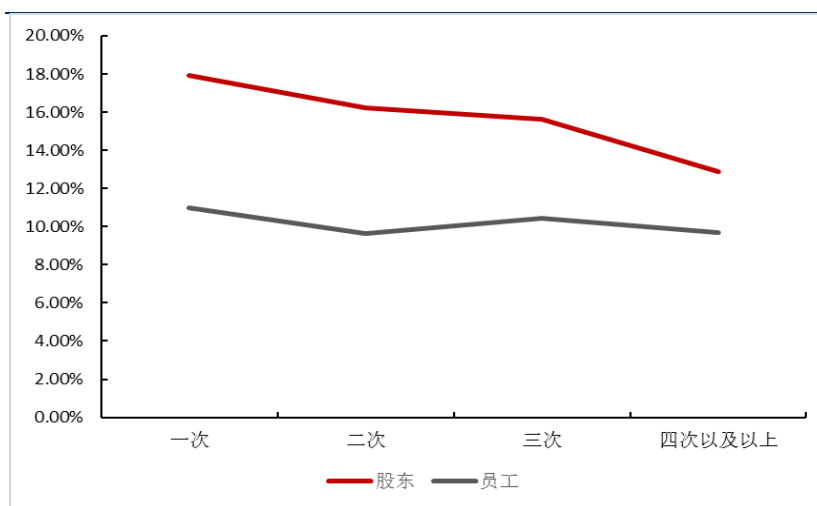
图表 20：做市商历次增发参与比例



资料来源：方正证券研究所

而做市商是随着定增次数的增加参与率是降低的，从第一次的 43.85%，第二次降低为 25.48%，第三次和第四次继续降低，值为 18.75% 和 9.68%。这显示了做市商会倾向于在企业早期增发的时候进入，以较低的成本进入。

图表 21：股东和员工历次增发参与比例



资料来源：方正证券研究所

股东作为定增对象其参与率趋势和做市商一样也是逐步降低的，其四次的参与率分别为 17.94%、16.22%、15.63%、12.90%。这种趋势也显示股东继续对企业投资也倾向于在早期股价较低的时候，而后期增发次数增大，股价也越高的时候，股东不再有那么高的参与率了，主要还是为了针对外部投资者。

而员工作为增发对象，一般来说是通过股权激励计划。我们的

数据显示在几次的定增中，股东参与率没有明显变化，大概在 10% 左右小幅波动。我们认为股权激励只是作为一种激励员工的工具，与时间相关性不大。企业任何时候都有员工股权激励的需求。

2.4 定增价格分析

2.4.1 定增发行价格分析

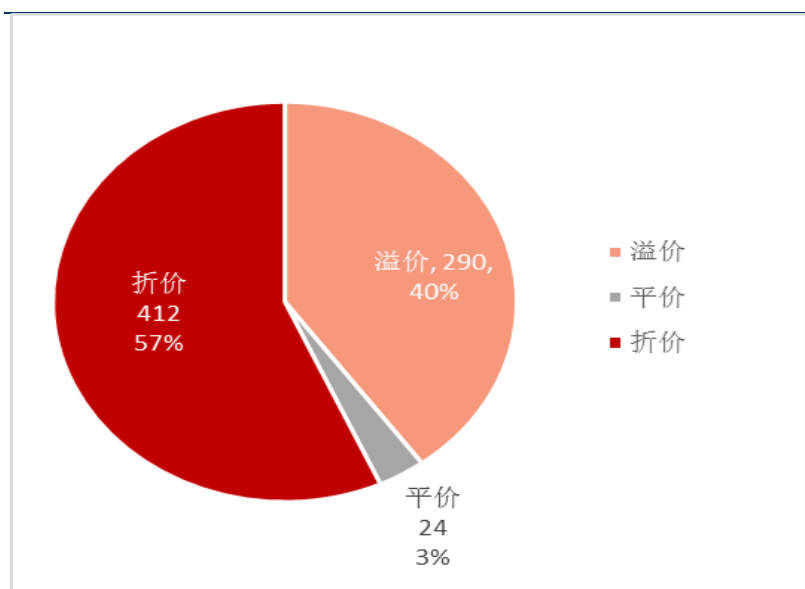
2.4.1.1 新三板定增价格现状

新三板公司在股票定增时的发行价格可以采用折价、平价以及溢价的三种方式。

主板市场关于折价的定义是指定向增发的发行价格相对于发行时的市场价格的比例。其计算方式有两种：一种是，以定增公告日前一日的市场收盘价为基准计算折价比例；另一种是以定增公告前二十日的市场收盘均价为基准计算折算比例。计算公式为 $D=(P_0-P_1)/P_0$ （其中 D 为折价率， P_0 为公告前一日收盘价格或公告前二十日的收盘均价， P_1 为定增价格。）本文新三板定增的折价率计算方式参考以公告前一日的市场收盘均价进行计算，计算结果是正数，则为折价率；计算结果为负数，则为溢价率；计算结果为 0，表示平价增发。

新三板挂牌公司在定增中通常采用折价发行的方式，即定向增发股票的价格通常低于股票市价。截止到 2015 年 8 月 31 日，剔除由于未产生交易而折算率不可得的定增，统计样本一共为 726 起案例，其中溢价增发 290 起，占比 40%；平价增发 24 起，占比 3%；折价增发 412 起，占比达到 57%，折价为新三板定增主要的发行方式。

图表 22：新三板定增折溢价占比



资料来源：方正证券研究所

新三板的定增折价有几个方面的原因，一是定增对象通常是定向增发，向公司董事、高级管理人员及在册股东的定增较多，定增多用于股权激励，因此是折价发行；二是协议转让企业的定增是双方通过谈判定价的，定价非市场化，“1元定增”的现象明显；三是做市商谈判能力对定价的影响，做市商靠做市获得收益，决定了做市商在参与企业定增时，会协商一个较低的价格，从企业获得做市股票时的价格谈判能力，影响定增的折价率情况。

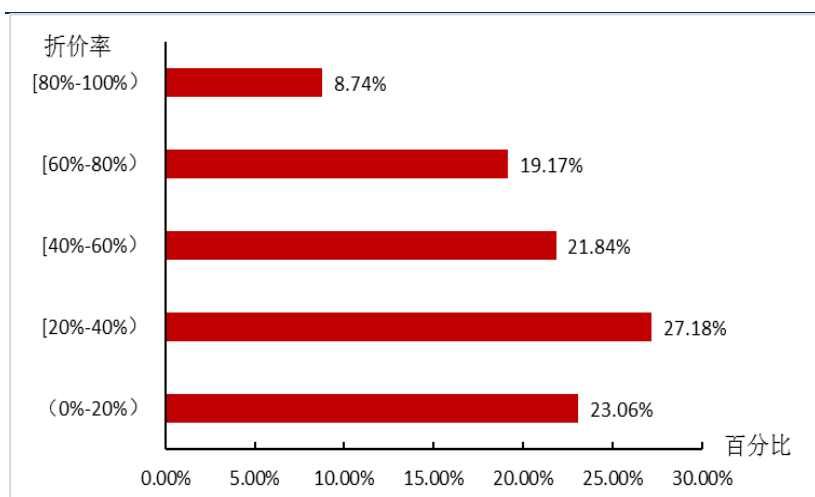
溢价定增的现象在资本市场定增案例中并不常见，统计中可以看到，新三板溢价现象突出，占比达到40%，在定增中溢价定价的出现主要原因一般是公司质地比较好，投资者愿意接受比市场高的价格，对公司未来的前景十分看好。还有原因可能是公司涉及重组和并购相关事项，使公司可以重新估值。新三板定增溢价高企的原因有公司价值重估的因素，也有现存交易制度不合理，市场流动性不足导致的基准市价波动的情况。

2.4.1.2 新三板定增折价分析

(1) 新三板定增折价现状

在折价定增中，新三板与主板、中小板和创业板市场相比有其自身的特点，主板要求公司折价发行时的价格必须高于定增发行底价，定增底价为定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%，而新三板没有严格的规定，新三板最高的折价率达到94.17%。我们统计了新三板定增的折价案例中折价率的区间分布，如下图所示：

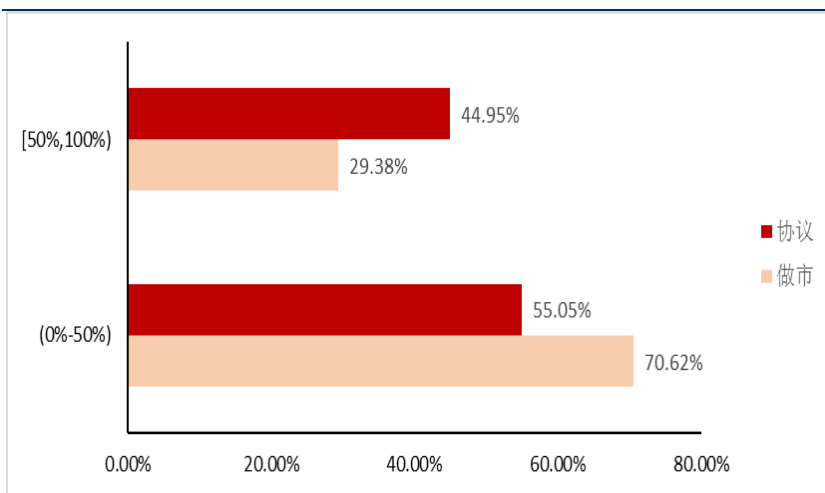
图表 23：新三板定增的折价率区间分布



资料来源：方正证券研究所

在折价增发412起案例中，折价率在20%以上的占比达到76.94%，在20%至40%的区间占比最多，达到27.18%，折价率在80%以上的占比达到8.74%。新三板定增折价率很高。

图表 24：折价率区间协议和做市公司占比



资料来源：方正证券研究所

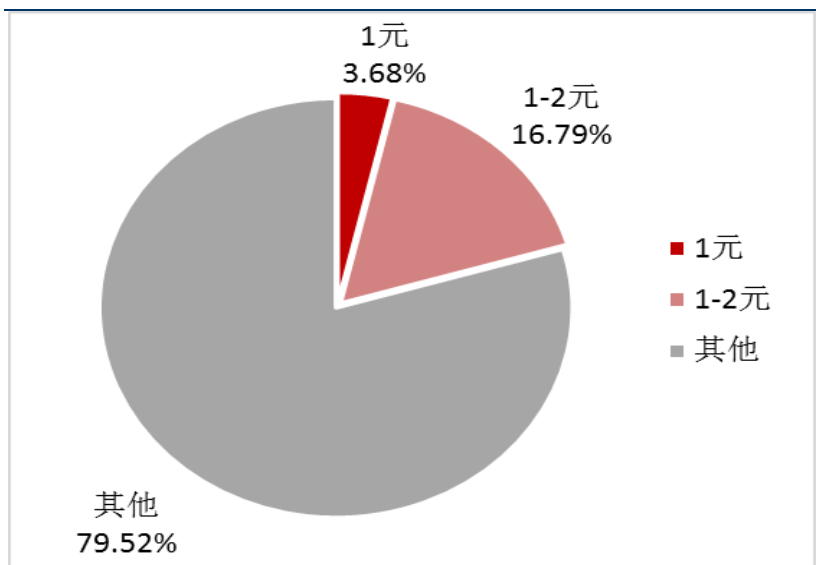
不同转让方式之下，公司定增的价格差别很大。本文统计了做市公司和协议公司在折价案例中区间占比情况，如上图所示，做市公司折价率低于 50% 的区间占比要高于协议公司，表明做市公司的折价率相较于协议公司偏低，做市转让公司的定增，由于有做市商的介入，股票价格较为公允，定增时参考的市场价格市场化程度高于协议公司，定增定价和计算折价率所参考的市场价格均较为合理，因此做市公司的折价率相对协议公司较低。

(2) 低价定增——“1 元定增现象”分析

新三板定向增发还存在许多低价定增的情况，在低价定增中还有一种值得注意的特殊现象——“一元定增”。“一元定增现象”是指公司在定增时制定 1 元的定增价格，与定增前市价相比折价率很高，定增对象一般为公司大股东及关联方，通过在一级市场低价获得定增股票，在二级市场上套现以获得超高收益率的现象。

截至 2015 年 8 月 31 日，新三板中共实施完成定增 1846 起，定增价格为 1 元/股的为 68 起，占比 3.7%。价格 1 元以上，2 元/股以下（含 2 元）的定增事件共 310 起，占比 16.79%；如下图所示。

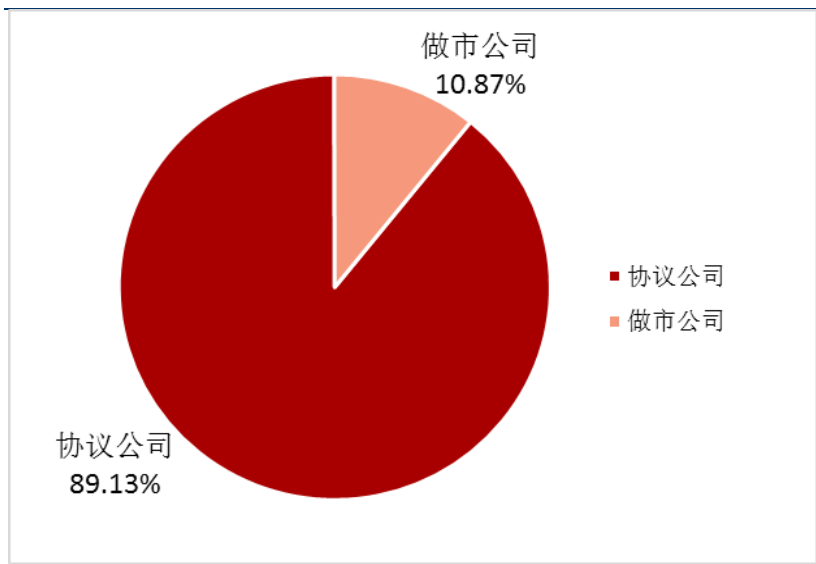
图表 25：“一元定增”在全部定增案例中占比 3.68%



资料来源：方正证券研究所

新三板交易制度还在逐步过渡的阶段，协议公司占比很大，协议定价不能反映公司股价的真实水平。市场监管还不够完善，在新三板挂牌的企业一般为中小企业，家族型企业数量不少，使得定增时制定的价格是内部人协商定价，主观性很高。随着新三板交易制度的不断完善，协议公司转做市的数量增多，趋势明显加快，市场交易制度由现在的做市和协议转让并存的制度向引入竞价的混合做市商模式转变，定增价格也会逐渐走向市场化、合理化。

图表 26：折价案例中协议转让公司占比近 90%



资料来源：方正证券研究所

“1元定增”在协议公司出现的比例远高于做市公司的比例，如图所示，在定增价格为1元的公司中，协议公司占比达到89.13%，做市公司占比仅为10.87%。协议公司在定增时通常发行给公司股东、董事会成员，由于都是协商定价，在定价上会制定一个低价，

而做市公司由于有做市商参与定增，在定价上比协议公司更为市场化，倾向于制定一个相对合理的价格。由于新三板公司的规模和股权结构均比较特殊，选择这种增发方式实际上是一种变相的股权激励。这种定价方式显然不够市场化，由于这些公司的股东通常是“内部人”，象征性的认购价格意味着一种激励，同时摊薄的权益也是属于“内部人”。

2.4.1.3 新三板定增溢价现象分析

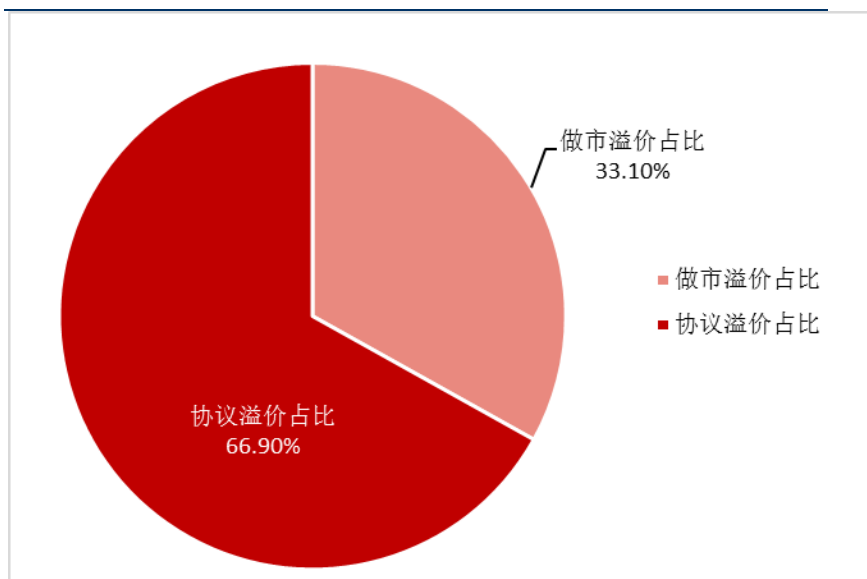
定增在满足公司的融资需求的同时，也是给予投资者低成本的投资机会，因此定增一般是折价发行，而新三板虽然折价案例占比达到 57%，但溢价的占比仍然居高，接近 40%。其中的原因是分为四个方面：

(1) 新三板定增定价的流程是与市价进行比较。挂牌公司多为中小企业，存续期短，在行业中规模一般较小，难以和 A 股市场同行业企业进行比较，估值难度较大，企业定增定价多与市价比较，而市价波动较大。

(2) 新三板价格的发现功能不全。流动性不足导致的市价大幅波动，呈现不稳定性，又由于新三板定增定价流程是与市价进行比较，当挂牌企业的市价在定增前一段时间涨幅较大，呈现上升趋势时，定增可能按市价的上升幅度来定价，因此会出现溢价的情况。

(3) 协议转让的非市场化，溢价占比较大。从转让方式来看，新三板定增溢价案例中的协议公司占比多，达到 66.90%，由于协议公司定增发行的对象并不包含做市商，公司和定增对象通过协商确定定增价格，定增价格倾向于非市场化，存在奇高或奇低的现象，在计算溢价率时会用市场价格和协商决定的定增价格进行比较，导致溢价占比居高。

图表 27： 溢价增发中协议转让企业占比 66.90%



资料来源：方正证券研究所

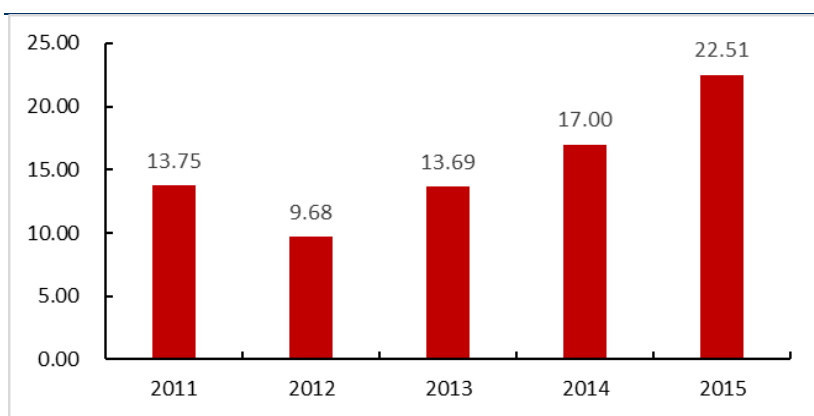
(4) 公司董事、股东以及高层对该公司未来前景看好。除了上述的情况之外的溢价，产生的原因可能是公司董事、股东以及高层对该公司未来前景看好，认为公司处于高速发展期，未来潜力巨大，对高于市价的定增发行价格具有支撑的能力。

2.4.2 定增市盈率分析

由于 2011 年之前的增发事件较少，不具有统计意义，因此我们统计了 2011 年以来的增发市盈率（2015 年的数据截止到 8 月 22 日），数据如图 5。

我们发现整体年度市盈率是在逐步递增的。2012 年的增发市盈率是最低的，其值为 9.68。2014 年的时候整体增发市盈率已达到 17 倍。而 2015 年的时候增发市盈率已达到 22.51 倍。

图表 28： 新三板定增平均市盈率（年度）

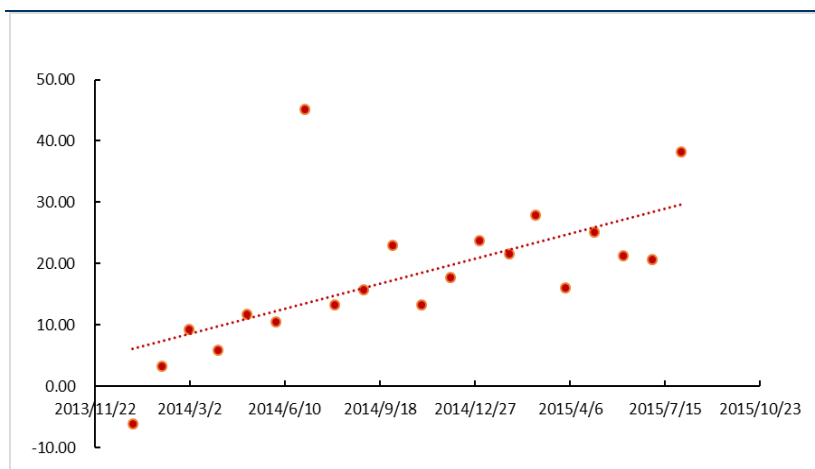


资料来源：方正证券研究所

2014 年以来新三板定增事件增长很快，于是我们继续统计了 2014 年以来的月度平均增发市盈率。见图 6，图中虚线代表了整体

的趋势。我们发现市盈率的上市趋势还是很明显的。

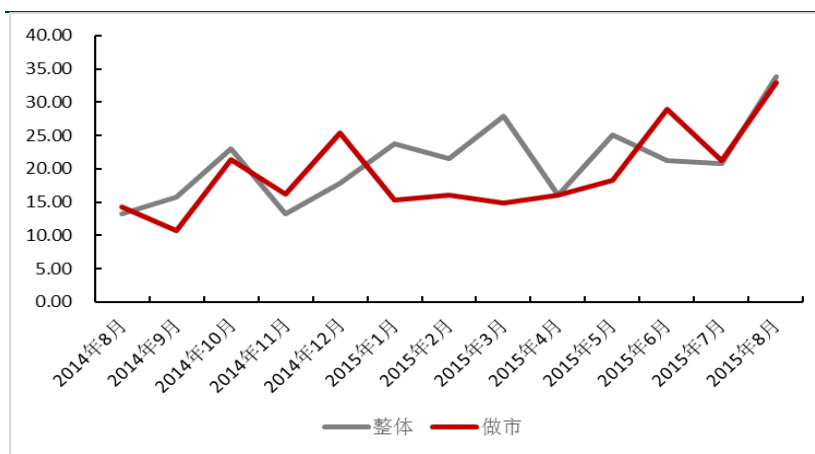
图表 29：新三板定增平均市盈率（月度）



资料来源：方正证券研究所

2014年8月，股转系统开始实施做市商制度，我们进一步进行了做市公司增发市盈率与所有股转系统挂牌公司市盈率的对比分析。

图表 30：新三板定增平均市盈率（月度）

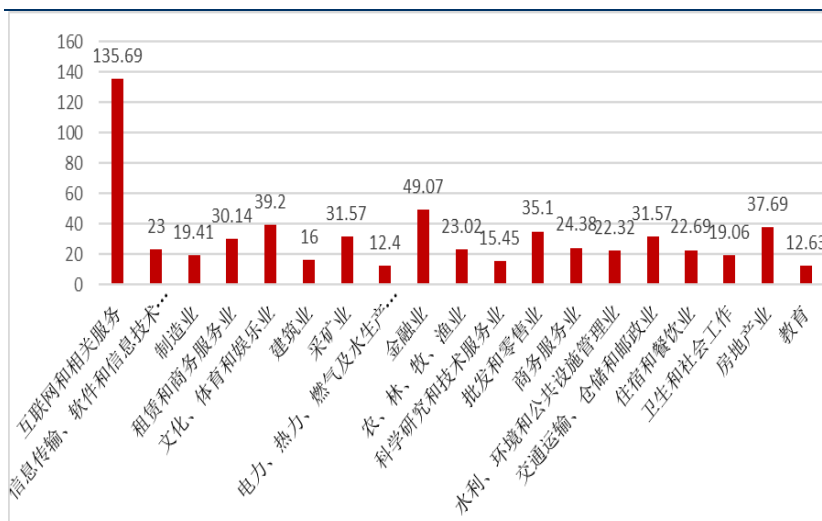


资料来源：方正证券研究所

从图形中我们看不出明显差异，然后我们对原始数据进行了 T 检验，结果显示 p 值为 0.49，无法拒绝原假设。因此我们无法得出做市公司定增市盈率和整体挂牌公司市盈率有显著的区别。

我们继续分析了各细分行业的增发市盈率，我们计算了 2015 年以来的各行业增发市盈率，互联网和相关服务行业的增发市盈率是最高的，达到了 135.69 倍，而增发市盈率最低的行业为电力、热力、燃气及水生产和供应业，其值为 12.4。

图表 31：2015 年分行业增发市盈率



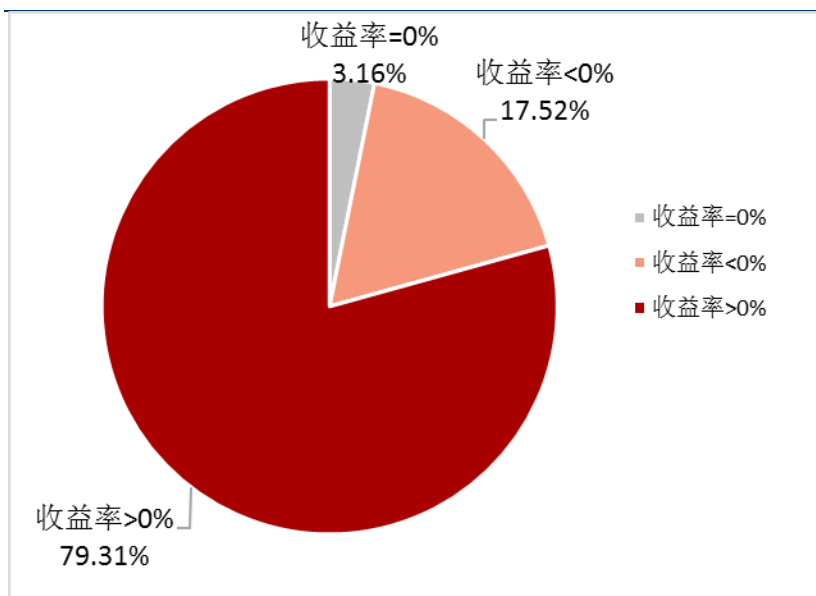
资料来源：方正证券研究所

2.4.3 定增收益率分析

2.4.3.1 新三板定增收益率现状

新三板定增的收益可观，以 9 月 2 日收盘价为基准，2015 年新三板定向增发收益率情况如下图所示。收益率的计算方式为： $R = \frac{P1 - P0}{P0}$ （R 表示收益率，表示 9 月 2 日的收盘市价，P0 为定增前复权价格，以剔除公司除权对价格的影响）。本文在收益率数据统计中还剔除了尚未产生交易的公司，这些案例没有市价可以用于收益率的计算，剔除上述情况后样本数据由 1846 起变更为 1518 起。

图表 32：定增收益率现状



资料来源：方正证券研究所

注：从总体 1846 次中剔除了无交易的情况，一共为 1518 次定增。

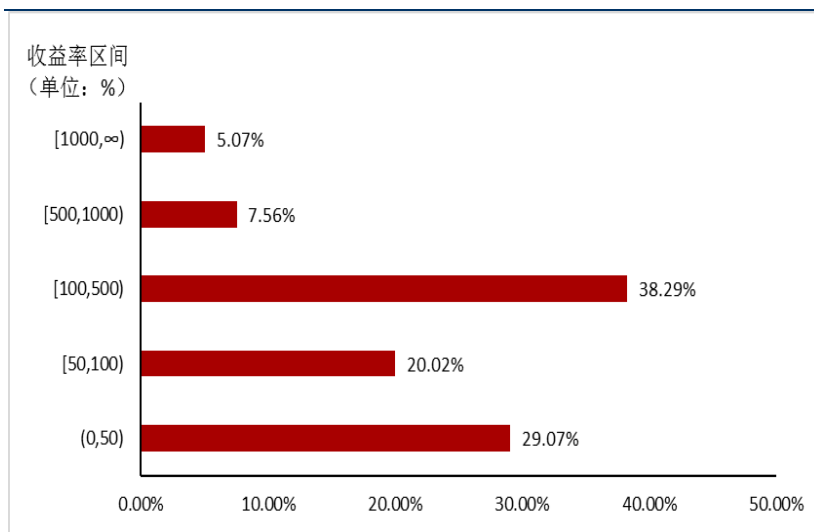
从图中可以看出，以 9 月 2 日的收盘价作为参考，正收益率的定增案例占比达到 79.31%，收益率为 0% 的案例占比为 3.16%，破发案

例占比为 17.52%。

2.4.3.2 新三板定增收益率极高

我们还对正收益率的定增案例作了区间统计，总共 1204 起，统计结果如下图所示。

图表 33：定增正收益率区间分布



资料来源：方正证券研究所

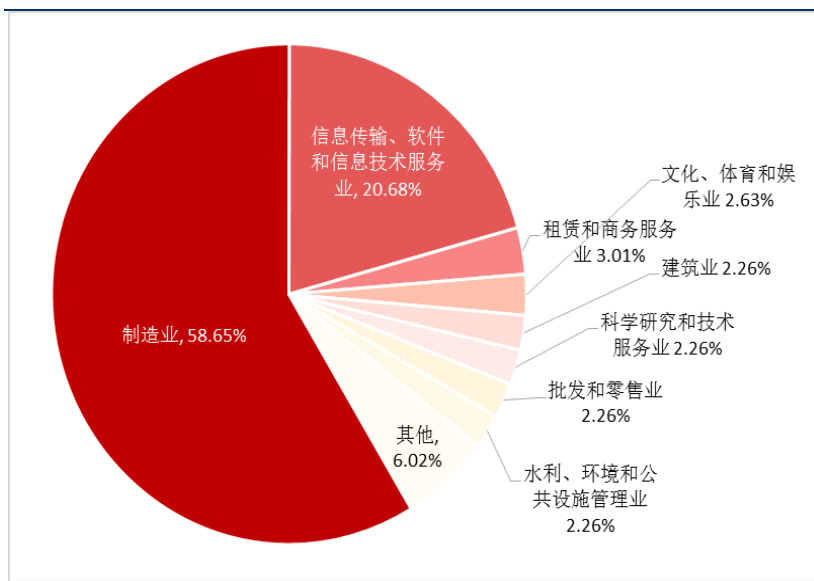
由正收益率区间分布图可以看出，新三板定增收益十分可观，定增收益率在 100% 以上的区间占比达到 51.91%，收益率在 1000% 以上的区间占比高达 12.63%，其中九鼎投资（430719）以 0.0167 元的增发价格（前复权），现价 18.63 元（9 月 2 日），其定增收益率高达 111522.81%。新三板定增拥有极高的回报率。

新三板极高的定增回报率的主要在于定增的高折价，A 股市场对于定增发行底价有严格规定，即定增底价为定价基准日前多少个交易日公司股票均价的 90%。相较而言，新三板定增则没有如此严格的规定，原则上只要股东大会通过即可。新三板定增时的价格也是公司与定增对象协商达成，并不需要经过审批；新三板挂牌公司通常是中小型企业，股权较为集中，公司大股东为了自身的利益通常会制定一个较低的价格，由于定增对象的数量限制，以及公司股东和做市商对于公司未来发展的信息优势和战略协作，普通投资者通常不能参与这样极具投资机会的定增，低价定增对象一般为大股东、做市商以及少数机构投资者，定增的股票待解禁后在二级市场上以高价卖出，因此定增收益率极高。

2.4.3.3 定增破发

由上述统计可知，在 1518 起有交易的定增案例中，破发案例（收益率为负）达到 266 家，破发比例为 17.5%。由行业分布来看，如下图所示，制造业占比最大，达到 58.65%。

图表 34：定增破发案例数量行业占比



资料来源：方正证券研究所

定增破发现象产生的原因在于定增发行的股票有相应的锁定期，增加了锁定期的持股风险，在锁定期内，大股东并不能从压低定向增发股票发行价格中获益，而在这个时间段内，过低的定增发行价向市场投资者传递出股票价格被高估的信号，造成市场交易价格会向定增价靠拢，锁定期结束后二级市场股票价格有可能跌破定增发行价。

在 2015 年 6 月至 7 月出现的股灾也是造成破发增多的原因，在市场非理性非正常交易的情况下，新三板流动性不足，容易造成股价迅速下跌，集中抛售，无对手盘的情况，这种非理性的下跌，在市场没有成熟的估值体系的时候，只有在接近定增价格或是低于定增时的价格，投资者才愿意在价值投资的角度参与市场交易，这些都导致了破发现象的增多。

2.5 定增周期分析

在本节我们进行了定增周期分析，我们将定增事件的周期定义为：挂牌公司出具定增预案到发布定增公告之间的时间距离。

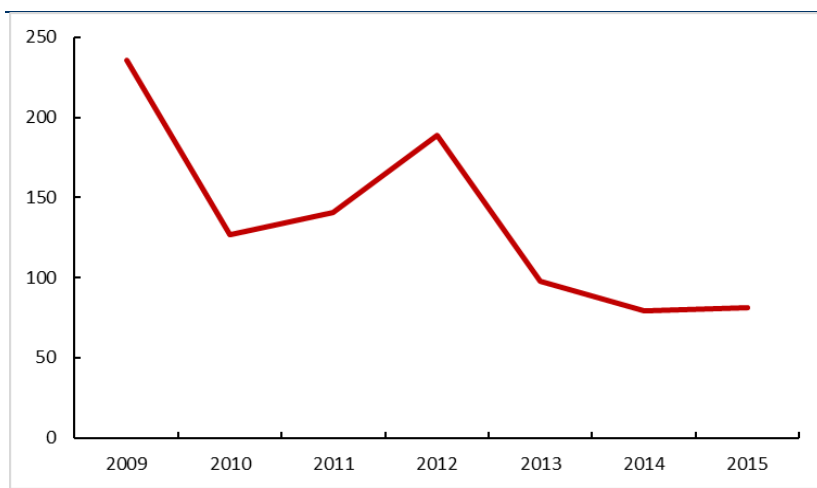
新三板过程中的重要时间节点包括：预案公告日、增发公告日、股权登记日等。

图表 35：新三板定增重要时间节点图



资料来源：方正证券研究所

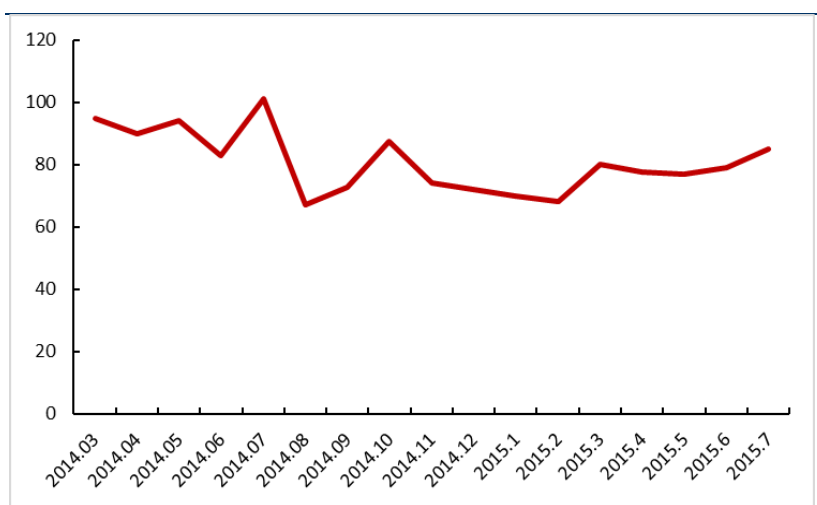
图表 36：定增事件的平均周期（年度）



资料来源：方正证券研究所

如图所示，从年度上来看，定增周期是整体向下的，2009 年定增事件平均周期为 236 天，而到 2015 年平均周期为 81.16 天。虽然 2011 年与 2012 年的平均周期是高于上一年的，但是这不影响整体平均周期的下降趋势。

图表 37：定增事件的平均周期（月度）



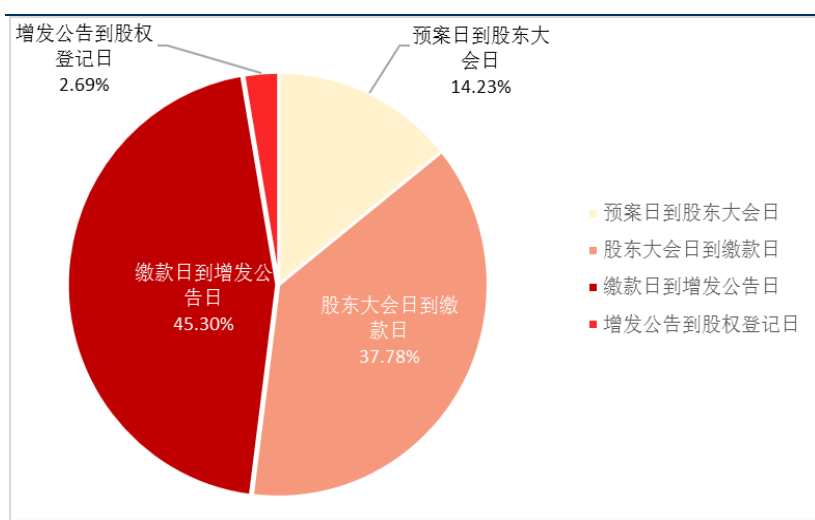
资料来源：方正证券研究所

而从月度角度分析，我们发现月度平均周期开始稳定，不再有较大的变化，整个 2014 年与 2015 年的平均周期为 82.37 天。定增

事件的增加使得平均周期开始趋于稳定。

而进一步的分析具体定增流程中，从出具预案到最终股份上市各个阶段所耗时间占比。并通过分析 2015 年的增发事件，我们发现从缴款截止日到挂牌公司出具增发公告日所需时间最长。在整个增发周期里边占比达 45.3%。其次是股东大会到缴款日的时间，占比为 37.78%。

图表 38：定增事件的平均周期（月度）



资料来源：方正证券研究所

2.6 定增失败分析

整体来说新三板的定增失败案例数量较少，我们通过查找数据找到了 43 起定增失败案例。

图表 39：2009 年-2015 年新三板挂牌公司定向融资情况

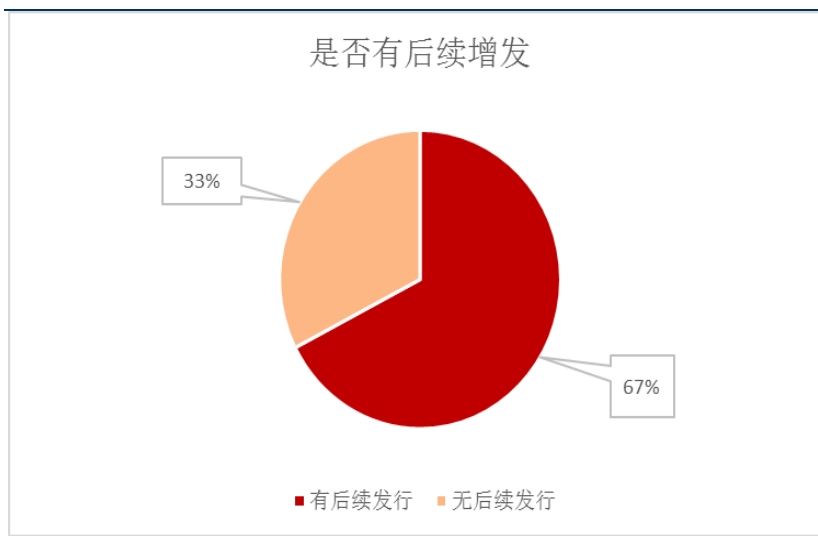
代码	名称	最新公告日	预案公告日	终止方式	是否有二次增发
832357	益通股份	2015-08-24	2015-08-18	董事会中止	否
831905	欧华达	2015-08-24	2015-06-12	董事会中止	否
832734	洁利来	2015-08-06	2015-07-21	股东大会否决	否
430065	中海阳	2015-05-21	2015-03-23	证监会中止	否
430158	北方科诚	2015-05-20	2015-04-28	股东大会暂缓	否
430505	上陵牧业	2015-05-13	2015-04-29	董事会中止	否
831355	地源科技	2015-04-22	2014-12-02	董事会中止	否
430620	益善生物	2015-04-08	2015-03-17	股东大会否决	否
831576	汉博商业	2015-03-25	2015-02-12	股东大会中止	否
430598	众合医药	2015-03-02	2015-01-12	股东大会中止	否
830801	盈富通	2015-01-08	2014-10-20	董事会中止	否
430212	六合伟业	2014-11-07	2014-07-10	股东大会中止	否
430088	七维航测	2014-10-17	2014-10-14	董事会中止	否

430136	ST 安普能	2013-12-16	2013-08-28	股东大会中止	否
832164	尚柳园林	2015-05-11	2015-04-23	股东大会否决	是
830964	润农节水	2015-08-21	2015-06-10	董事会中止	是
430140	新眼光	2015-07-24	2015-06-16	股东大会中止	是
830956	润佳股份	2015-06-30	2014-12-30	股东大会中止	是
430388	苏大明世	2015-06-29	2015-05-14	股东大会否决	是
832304	纽威科技	2015-06-26	2015-06-15	董事会中止	是
430464	方迪科技	2015-06-23	2014-08-28	股东大会中止	是
831656	中港股份	2015-06-12	2015-05-20	股东大会否决	是
831643	仙剑文化	2015-05-29	2015-05-14	股东大会否决	是
831380	地矿股份	2015-05-29	2015-04-23	股东大会否决	是
430312	伟力盛世	2015-05-25	2015-05-08	股东大会否决	是
430347	地大信息	2015-05-19	2015-05-12	董事会中止	是
831466	软通股份	2015-05-19	2015-05-06	董事会中止	是
832031	复仁科技	2015-05-15	2015-04-29	董事会中止	是
430093	掌上通	2015-05-07	2015-04-30	董事会中止	是
831141	金铠建科	2015-05-04	2015-04-16	股东大会否决	是
832063	鸿辉光通	2015-04-21	2015-04-03	股东大会否决	是
831790	凯昶德	2015-04-15	2015-04-08	董事会中止	是
430737	斯达科技	2015-04-13	2015-03-26	股东大会否决	是
430266	联动设计	2015-04-13	2015-03-19	股东大会否决	是
430759	凯路仕	2015-04-10	2015-03-24	股东大会否决	是
830855	盈谷股份	2015-04-08	2015-03-25	董事会中止	是
430082	博雅英杰	2015-03-02	2015-02-11	股东大会否决	是
430591	明德生物	2015-02-16	2014-12-03	股东大会中止	是
430362	东电创新	2015-02-06	2014-11-20	股东大会中止	是
430268	恒信启华	2015-01-12	2014-10-15	股东大会中止	是
430394	伯朗特	2014-10-20	2014-09-30	股东大会否决	是
430394	伯朗特	2014-10-17	2014-09-29	股东大会否决	是
430107	朗铭科技	2013-09-09	2012-09-05	董事会中止	是

资料来源：方正证券研究所

进一步探究定增失败原因，在全部案例中，有 29 起改变增发条件重新进行股票发行，占比达到 67%。

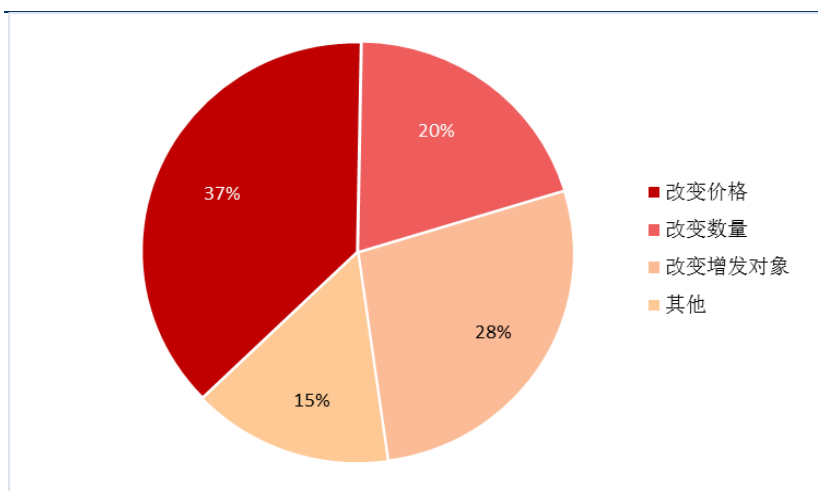
图表 40：有后续增发的案例占比 67%



资料来源：方正证券研究所

我们继续进一步分析统计有后续发行相对第一次改变的因素。发现直接改变的因素有三个：改变价格，改变增发数量，改变增发对象。其中最多的是改变了增发价格，达到了 15 起。

图表 41：直接改变因素分析



资料来源：方正证券研究所

在 15 起价格改变的后续增发当中，其中有 4 起为增发价格下降，而有 11 起是增发价格上升。占比达 73.33%。没有进行后续增发的有 14 起。而剩下的没有后续增发的案例中，终止的原因很多，无法进行数理上的统计分析。

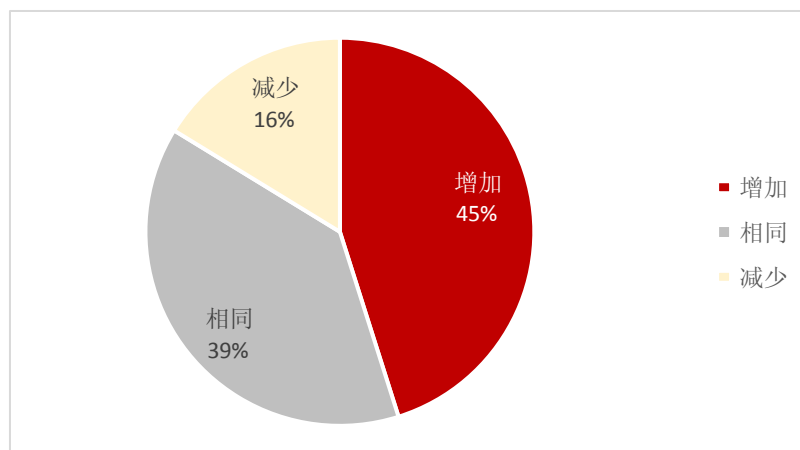
2.7 定增与交易关联度分析

从理论上分析，交易成交需要有供给与需求，增发事件毫无疑问增加了市场的供给。因此对于增加市场甲乙活跃度无疑是促进的。而在实际增发当中，增发事件在除了给市场增加股票供给之外，还会为市场提供定价基础，这也会促进交易的活跃。

下一步我们继续实证分析，基于之前的定增事件，我们将比较

定增周期前一个月与定增周期后一个月的成交量与换手率比较。定增周期前一个月的定义为挂牌公司在出具增发预案的前一个月。定增周期后一个月的定义为增发股份上市之后的一个月。

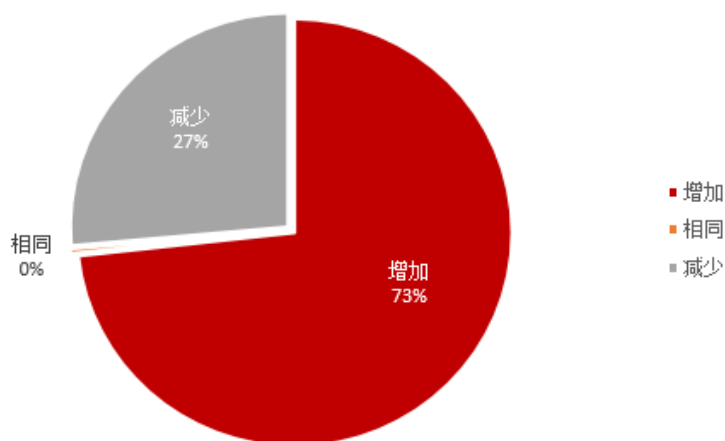
图表 42：定增事件前后的成交量比较



资料来源：方正证券研究所

在全部的增发事件中，成交量增加的占比达到 45%，前后相同无变化的比例为 39%，增发前成交量比增发后成交量大的占比为 16%。其中没有一项超过了 50% 的达到明显趋势的水平。我们进一步分析，其中增发前后交易量没有变化的事件中，有 728 起是 0 成交量。即定增不对这些事件产生影响。我们把这些没有成交量的案例剔除之后，即在有交易的事项中分析，增发前后，成交量增加的占比达到了 73%。而减少的占比只有 27%，无变化的案例只有 4 起，占比只有 0.3%。我们可以得出结论，增发事件是具有活跃成交的作用的。

图表 43：在有成交的增发案例中增发前后成交量的变化



资料来源：方正证券研究所

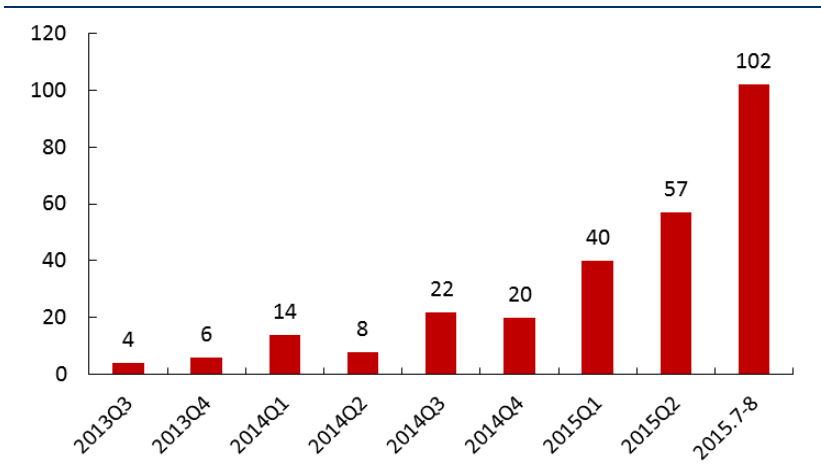
2.8 挂牌即定增

2.8.1 挂牌即定增的概念

按照挂牌公司定增的时机分类，新三板定增可分为普通定增和“挂牌即定增”。普通定增是指公司挂牌后再向股转系统提交定

增申请；挂牌即定增是指公司在申请挂牌时，同时提交股份定向增发申请，公司的挂牌日期与定增股票的增发上市日为同一天。2013年12月30日全国股份转让系统修改发布的《股票发行业务指南》中指出，申请挂牌同时定向发行的，可在报送申请挂牌材料后向全国股份转让系统公司挂牌业务部提出和披露定向发行意向。这项规定表明公司在申请挂牌的同时可以进行定向增发，这种挂牌即定增模式在业内被称为“小IPO”。

图表 44：挂牌即定增数量变化趋势



资料来源：方正证券研究所

截止 2015 年 8 月 31 日，共有 273 家公司采用了“挂牌即定增”这一模式，且挂牌即定增的数量处于不断上升的趋势中，今年 7-8 月的挂牌即定增数量为 102 起，大大高于上一季度。

2.8.2 挂牌即定增的意义

与 A 股“上市即融资”的模式相比，新三板融资进程相对缓慢。挂牌即定增的出现，提高了新三板挂牌企业的融资效率。也提高了投资者参与新三板的积极性，挂牌即定增的出现对于整个市场来说也具有重大意义。

(1) 对挂牌公司实力的认可，挂牌之初给公司带来广告效应。

挂牌即定增是一种公司实力的体现。在新三板挂牌的企业通常与主板上市公司相比规模较小，市场知名度有待提升，企业选择挂牌即定增是对自身实力的把握和对企业未来发展具有信心的表现，显示出其对于自身实力的认可。挂牌即定增的企业会提升市场资金的关注度，为公司带来广告效应。

(2) 提升公司的融资效率，增加新三板市场对企业的吸引力。

公司挂牌新三板的目的之一是为了融资，挂牌即定增的制度增加了其对于企业的吸引力。同时挂牌即定增的信息披露要求比挂牌后的定增要少，而公司在挂牌即定增时只需相应的披露定增的具体对象和价格以及相应的信息即可，并不需要单独经过监管层审批，简化了融资所需的流程，减少了融资所需的时间，提高了融资的效率。

(3) 提升公司挂牌之初的流动性。

挂牌即定增的股份不限售。挂牌即定增增加了流通股份数量，公司在挂牌后投资者可获得股份迅速在二级市场放开带来的溢价，成交量和换手率都会随之增加，从而提高流动性，有利于新三板市场的发展。

(4) 增加新三板的活力，提升新三板的发展速度。

新三板优质公司资源稀缺，挂牌即定增的推出，可以吸引大量优质公司挂牌新三板。新三板挂牌即定增模式的推出对已在 A 股或创业板等待 IPO 的公司吸引力增强。挂牌即定增的模式使得公司在挂牌时就能募集到一笔资金，而且审批简单，融资效率高；同时发行的股票没有锁定期，使得流通股数增加，流动性得到提高；而且投资者也可以通过挂牌即定增途径第一时间获得投资机会，挂牌即定增同时促进了供给和需求的发展，有利于整个新三板市场的活力的提高。

2.8.3 《加快发展新三板相关意见》鼓励挂牌即定增

2015 年 11 月 20 日全国股转系统颁布《加快发展新三板相关意见》，对此前规则尝试进行突破，鼓励公司挂牌同时向合格投资者发行股票，发行对象、数量依公司需求确定，并探索放开对新增股东人数的 35 人的限制，把自主权交给企业和投资机构自身，采取市场化定价和定量，这意味着新三板挂牌开始具备 IPO 特征，意味着新三板市场化特征不断增加发行对象人数扩大，做市商可参与定增。更多公司会采用挂牌即定增的方式融资，融资进一步市场化和便利化。

做市商参与挂牌即定增将改变其盈利模式。挂牌即定增的对象范围大，人数限制的取消，具备小 IPO 特征，使其定增价格较为市场化。做市商也可参与挂牌即定增，做市商从挂牌即定增获取的库存股，相较于从后续定增的获得途径，其库存股成本较高，只能通过买卖差价获取一定收益，做市商将考虑公司股票的长期收益，做市商盈利模式将由目前追逐短期利润的快赚方式向追求长期收益的慢赚转变。

特别鸣谢：感谢实习生魏坤、张孟琼对此文的贡献。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com

