

提升业绩 撬动估值

上市公司牛市再融资一箭双雕

□本报记者 万晶



■ 记者观察

债市融资热情有待激发

□本报记者 王辉

在股市大幅上涨显著提振上市公司融资热情的背景下，债券市场作为企业另一类重要融资渠道显得有些落寞。相关统计数据显示，今年以来上市公司合计发行公司债总规模虽较2014年有明显增长，但仍大大落后于2012年和2013年同期水平。分析人士指出，今年以来上市公司通过债市融资力度不足，一方面与A股市场火爆背景下，企业通过定增、非定向增发等渠道融资难度下降有密切关联，另一方面也受到了当前社会融资成本整体偏高的不利影响。整体来看，上市公司发债热情仍有待于进一步提高。

来自WIND的统计数据显 示，截至今年4月28日（以发行起始日计算，下同），今年以来两市上市公司合计发行公司债25只，金额总计272.45亿元。而在2014年同期，公司债合计发行17只，共融资218.50亿元。从发行总规模来看，今年以来公司债发行总量虽然较2014年同期有一定程度增长，但仍然大大落后于2012年和2013年的水平。

数据显示，2012年同期上市公司合计发行公司债56只，融资557.10亿元；2013年同期公司债合计发行进一步大幅上升至62只，融资954.85亿元。显然，同过去三年公司债整体的发行情况来看，今年以来公司债发行总量虽较去年有一定增长，但显著低于2012年和2013年同期水平。

具体剖析其中的原因不难发现，A股二级市场在过去几年间表现冷热不均，无疑是导致现阶段公司债发行总量偏低的一项重要原因。从上市公司主体进行融资的渠道选择上看，在二级市场表现偏冷的情况下，定增、非定向增发、资产重组等融资行为，往往较难得到投资者认可，或者达不到融资总量的目标。而通过债券市场融资，在付出一定利息成本后同样能达到融资发展的目标，更易于被上市公司选择。

在A股市场交易火爆、各类资金投资热情高涨的市况下，股权融资难度显著下降，上市公司更愿意通过增发股票来获得资金。显然，今年以来上市公司发债热情不温不火，与年初以来A股市场持续暴量大涨有密切关系。

另一方面，从上市公司近几年的发债成本来看，公司债发债利率水平也是影响上市公司是否选择债券融资的一项重要因素。数据显示，2013年年初至当年4月28日，所有发行公司债平均发债利率为5.34%，为最近4年来的最低水平，而当年同期公司债发行总量也创出了954.85亿元的天量，这也从一个角度反映出上市公司对于融资成本的敏感。

虽然当前一段时期A股二级市场的持续火爆，使得上市公司通过股权融资的难度降低，但长远来看，常规性的债权融资渠道需要进一步优化。一方面，考虑到利率市场化的推进，上市公司债券发行定价的市场化程度仍需要进一步提升，以使得大多数资质与风险高低不等的上市公司，都能相对宽松地获得发展壮大的资金补充；另一方面，可转债市场的发展也需进一步提速。近两年，可转债市场随着大量品种到期和赎回正急速缩小，这不仅减少了投资者的投资渠道，也降低了上市公司通过转债进行融资的能力。展望资本市场未来发展，为更有效和更市场化地满足各类上市公司整体的融资需求，公司债市场亟待有更大作为。

牛市盛宴之下，上市公司纷纷加速推出再融资方案，或做大做强主业，或谋求外延并购，或通过重大资产重组实现转型升级。业内人士指出，牛市之中上市公司推出再融资方案通常被视为利好，股价常连续大涨。特别是可以运用募集资金进行并购重组实现转型升级，这对于上市公司提升业绩与估值发挥了重要作用。

增发预案密集公布

同花顺统计显示，今年以来，沪深两市共有425家上市公司发布了增发预案，共计划增发募资不超过8319亿元。其中，3家公司增发方案已经获批，205家公司的方案获得股东大会通过，有214家公司方案为董事会通过预案，还有3家停止实施。尤其是自3月1日以来随着牛市行情持续演绎，上市公司更是加速推出增发预案，不到两个月已有251家上市公司发布了增发预案，计划增发募资不超过5128亿元。

在并购重组火热的2014年，两市有974家上市公司发布了增发预案，共计划募资总额为13614亿元，今年仅前四个月计划增发融资总额已超过去年全年的60%，2013年两市仅有503家上市公司推出增发融资预案，增发融资总额仅有7878亿元。

截至4月28日，在今年已知再融资计划中，海南航空增发融资金额最大，达到240亿元。桂冠电力、渤海租赁和东方航空增发融资金额分别为168亿元、160亿元和150亿元。国元证券、海航投资、中国中铁、双钱股份和保利地产等8家上市公司计划增发募资金额也达百亿元以上，其中包括重大资产重组

牛市背景之下，上市公司定增形式多样，定向增发核心的诉求是募资，但除了财务型定向增发，更多的增发股份是与并购重组相结合，助力上市公司外延式扩张和转型升级。定向增发股份进行并购重组，有利于上市公司调整产业结构并减轻其现金并购的压力。华泰证券分析师姚卫巍统计，仅4月13日至19日一周时间，就有31家上市公司公告定增的董事会预案。除了2家补充流动资金和12家项目融资的公司外，有10家上市公司定增涉及公司间资产置换重组及配套融资，包括拓维信息、特发信息、金轮股份、江特电机、天广

国泰君安策略分析师乔永远表示，并购重组活动在本轮行情中扮演重要角色。由于存在一、二级市场价差，并购对于上市公司尤其是小市值上市公司增加业绩、提升估值发挥了持续的作用。当市场对某一公司的并购事件预期足够强烈时，上市公司本身业绩增长等基本因素便成为次要考虑因素，市场愿意给出远远高于常规的估值。2014年超过300家公司通过并购方式进入资本市场，远远超过2014年IPO公司数量。这对于市场行情和 market 风格

的定增募资。

对比2006年、2007年的牛市，本轮牛市中计划增发的公司数量、发行股份数量、募资金额都超越了上一波牛市的规模。2007年1月至4月共有128家上市公司披露了增发预案，合计募集资金为978.40亿元。其中泛海控股募资额最多，为92.38亿元，募资50亿元以上的还有东方电气、智慧能源、营口港三家。

金融、地产、航空等资本密集型行业的上市公司借牛市吸金，扩大主业规模或偿还债务，有利于降低资产负债率，增强主业的盈利能力。这种财务型定向增发以获得公司经营发展所需要的资金为目的，增发的特定对象多为基金管理公司、信托投资公司、QFII等机构投资者。

4月13日，海南航空公告拟向包括海航航空集团在内的不超过10名特定对象，定增募资不超过240亿元。其中110亿元用于引进37架飞机项目，80亿元用于收购天津航空48.21%股权及增资，50亿元用于偿还银行贷款。4月20日，海航集团旗下的渤海租赁推出金额不超过160亿元的定增预案，募资主要用于拓展飞机和集装箱租赁业务、增资天津渤海以及偿还债务。

转型升级成为主流

消防、永安林业、万好万家、久其软件、中茵股份、东方财富；壳资源重组有4家，为泰亚股份、桐君阁、啤酒花、易食股份；融资收购其他资产1家，为龙宇燃油；海航投资定增获得实际控制人资产注入；百联股份定增引入战略投资者。

创业板公司海伦哲近 日公告称，拟以6.86元/股非公开发行3790.09万股，作价26亿元收购连硕科技100%股权，拓展工业机器人业务。通鼎互联4月28日公告，拟定增募集资金不超过8.05亿元，用于收购瑞翼信息41%股权、通鼎宽带95.86%股权及补充流动资金。金叶珠宝发布重大资产重组预案，拟通

并购支撑市场估值

产生了重大影响。

乔永远还指出，从制度和政策的角度看，并购重组对当前牛市形成支撑。并购重组活动进一步增加，将使更多的优质公司通过被收购的方式进入A股市场，一方面改善A股上市公司本身的质地，另一方面也提供了更多的投资机会。这对于当前市场一定程度上构成利好和支撑。

根据修订后的《〈上市公司重大资产重组管理办法〉第十四条、第四十四条的适用意见—证券期货法律适用意见第12号》，上市公

东方航空4月24日披露了定增预案，拟定增募集资金不超过150亿元，其中120亿元用于购买23架飞机，30亿元用于偿还金融机构贷款。东方航空认为，机队规模增加将直接提升公司运力，为公司拓展航线网络、提高市场占有率做好战略准备，进一步提高公司的持续收益能力。募集资金全部到位后，东方航空合并资产负债率将进一步降至74.66%。

复星医药日前公告，拟以23.50元/股的发行价格，向中国人寿、招商财富、汇添富等8对象增发不超过2.47亿股，募资不超过58亿元，用于偿还带息债务以及补充流动资金。

除了资本密集型行业外，其他行业上市公司也在牛市中加入到定向增发的大军。瑞银证券策略师陆文杰曾表示，随着更多企业抓住股市上涨机会筹集资金，今年A股增发筹资规模料同比增长至少30%，达到1万亿元人民币。上述预估不含IPO筹资规模。这些筹资企业中有许多是非国企或中小企业，这是牛市下的“正常反应”。

过发行股份及支付现金的方式购买丰汇租赁90%股权，布局融资租赁行业，培育新的利润增长点。金叶珠宝表示，此次收购将为打造黄金业务全产业链金融服务提供商的大型黄金珠宝企业集团战略铺路。

主业为房地产的中茵股份近日推出重大资产重组预案，拟以每股11.86元的价格，发行1.54亿股，购买闻泰通讯股份有限公司51%股份。完成后将在原有的房地产业务外，新增移动通信设备研发与制造业务，闻泰通讯的客户包括华为、小米等国内龙头企业，该公司曾冲刺IPO未果，转而选择通过上市公司并购进入资本市场。

司发行股份购买资产，募集配套资金比例不超过拟购买资产交易价格100%的，由并购重组审核委员会审核；超过100%的，由发行委员会审核。

国泰君安认为，这一修订极大地提升了上市公司在并购重组活动中的募集资金规模，对并购行为中的上市公司、券商中介、被并购标的相关各方均产生利好，将进一步鼓励更多的并购行为发生。相对IPO而言，当前通过并购重组进入资本市场的程序更加简单，耗时更短。

IPO提速利好企业直接融资

□本报记者 徐金忠

近期，在大盘持续攀升同时，IPO节奏也在逐步提速。业内人士认为，IPO发行提速的趋势较为明显，但对市场的冲击有限；对企业而言，IPO提速意味着股权融资渠道较以前更畅通，利于为注册制改革的推进打好基础。

排队压力有望缓解

4月23日，证监会按法定程序核准了25家企业的首发申请，其中上交所10家，深交所中小板3家，创业板12家。证监会表示，这批25家首发企业，是证监会根据市场情况和首发审核工作的进度，在本月内核准的第二批企业。下一步，证监会将在继续保持按月均衡核准首发企业的基础上，适度加大新股供给，由每月核发一批次增加到核发两批次。

国金证券人士认为，证监会在这个时点加快IPO节奏，是消化此前IPO排队企业的现实需求和当前市场环境提供的良好氛围相结合的产物。

证监会发行监管部《首次公开发行股票正常审核状态企业基本信息情况表》显示，截至4月23日，两市共有562家企业排队，519家企业处于正常审核状态，其中有34家已通过发审会，包括上交所14家，深交所中小板8家，创业板12家。另有43家企业进入中止审查名单。

今年以来，A股热度超出预期。1月1日至4月28日，上证综指已经上涨38.38%。业内人士认为，监管部门通过加快IPO节奏疏解“堰塞湖”有了牛市的背景，也是解决IPO排队压力比较好的“时点”。在牛市格局不变的情况下，IPO提速对市场产生的影响相对温和。

新三板高位定增 面临市场回调风险

□本报记者 朱茵

虽然新三板市场近期出现大幅回调，但定增热情依然持续升温。统计显示，最近一年新三板市场的定增金额达233亿元，其中大量定增无流通锁定限制。业内人士提醒，由于最近市场回调速度较快，新三板做市指数已从2673点回落到1800点附近，股价的回调可能对部分高位定增项目带来风险，目前股价已跌破增发预案价格的有中科国信、远大股份等11家公司。

4月定增热情高涨

根据东方财富choice定增系统统计，近一年以来新三板定增项目定增价格从1元到109.8元不等，价格最高的是绿岸网络。获配金额从几千元到23亿元不等，总定增规模达到233亿元。从流通限制看，多数定增项目并无流通期限规定，但也有少数公司制定了相对明确的减持办法。例如，伯朗特、双申医药的定增方案要求在任职期间每年减持不得超过所持有股份的25%。万企达等多家公 司要求限售期为一年。

进入3、4月份，新三板公司的定增活动明显加速。海通证券研究所统计，上周共有70家公司公告了增发预案，其中深圳行健在一周内公布了两项增发预案。回顾2014年以来三板公司每周的增发情况，2015年2月以来增发次数及募集资金金额大幅上升。其中，仅4月的预计募集资金额就高达559亿，超过2014年1月至2015年3月的增发总量。海通证券认为，目前新三板市场投资热情较高，导致许多公司在高位定增，未来可能面临回调风险，应谨慎选择项目。

东方财富统计数据显示，近期新三板公司的定增价格有不断攀升态势，相对去年有了不少增幅。例如，银橙传媒定增价格25元，而其挂牌价格日前回调到了30元附近。绿岸网络的定增价格曾达到109元，但其挂牌价格最高为64元，目前只有32.3元。业内人士表示，由于很多公司仅仅是挂牌协议转让价格，并不能代表真实的公司价值，所以定增

为注册制打下基础

此前，监管层曾表示，资本市场的扩容问题要分两方面看，一是发行家数，二是具体的融资规模。去年以来发行的以及目前在审的企业规模都较小。市场不必担心扩容过快，也不要过度拘泥于发行家数，应综合考虑融资额度。

资料显示，在目前处于正常审核状态的519家企业中，融资规模偏低的中小企业占绝大多数。其中，已获发审委通过但尚未发行的公司中，合肥市百胜科技发展股份有限公司等创业板企业的预计募集资金规模均在1.5亿元左右。排队企业中的中国核能电力股份有限公司拟在上交所登陆，作为“重量级”企业，公司预计发行股份数量为36亿股，发行后总股本预计为146亿股。国泰君安认为，尽管发行节奏变为一月两批，但鉴于目前资金面持续宽松，IPO冲击渐成常态，预计对市场影响有限。

市场或许会担心IPO提速带来的冲击，但站在拟上市公司的角度来讲，IPO的提速意味着企业的直接融资渠道进一步畅通。大康牧业财务总监罗光啸称，近期，股市的持续走牛与经济的下行压力增大的对比明显，他认为实体经济与资本市场两者之间缺少有效沟通的渠道。这一问题的形成，主要是目前企业上市融资门槛仍然较高，唯有利利用当前股市良好发展势头，快速推进IPO发行，打通直接融资的渠道，才能更好引导社会资金流向实体经济。从市场整体的角度来讲，IPO排队企业这一“堰塞湖”已经是注册制改革等资本市场根本性变革的一大阻碍因素，在牛市环境中，疏浚这一“堰塞湖”有望为资本市场下一阶段的改革打好基础。

参与定增需做好筛选

业内人士表示，由于新三板定增被市场认为是“好女不愁嫁”，所以现在拿定增项目不仅需要资金实力，还要拼关系甚至还需要拼技术。通过定增方式介入新三板公司有较大折价，因而备受机构青睐，同时相对二级市场更容易拿到股份。但已有越来越多的投资者认识到需要根据研究报告进一步筛选公司。

上海一家大型基金公司内部人士透露：“新三板市场虽然火爆，但是想选择到好标的还是比较困难。另外，新三板挂牌公司普遍规模很小，很可能投资一家公司所用资金只需500万元，但持有该公司股份的比例可能就达到5%左右，所以必须分散投资。”

一家私募公司的投资经理表示：“我们力争参与的定增主要有两个考虑，一是有折价，二是一次性拿到的量比较大，希望能够和企业有长期合作。”

据悉，随着私募新三板产品规模增加，参与定增的公司数量也在增加。因为单个项目投入资金占产品总资产比例不超过30%，以往发行几千万的新三板产品拿项目相对容易，而规模上亿之后就需要更多筛选。浙商资管、财通资管等新三板产品都与一些挂牌公司签订了定增认购协议。

一些机构投资者表示：“参与新三板定增需要尽职调查、风控和合理估值，不能违背这个原则。”现在有些新三板定增基金过于疯狂，他们在市场上扫货，不会区别企业、行业的估值。

除了资金上的支持，定增的投资者还可能需要提供“增值服务”。有些做市商需要给公司介绍上下游合作伙伴，或者提供战略规划以及牵线扩产并购的标的。还有些机构表示，未来投资定增项目需要有强大的定价能力、强大的研究服务平台以及强大的投资者培育平台、投资者信息沟通平台，只有这样才能成为连接挂牌公司、投资者的桥梁，培育新三板投资生态圈。