

## 转债融资规模首超定增

## 工具多元化 再融资“江湖”生变

□本报记者 黄淑慧 徐金忠

在2018年A股上市公司再融资规模创下近四年新低之后,随着再融资政策的持续松绑,加上今年以来二级市场的上涨,A股再融资市场正显现出复苏暖意,机构参与定增、可转债等再融资项目的热情逐步升温。

统计数据显示,2019年以来,有113家上市公司首次披露增发预案,较2018年同期显著增加;今年以来共计发行公募可转债49只,发行规模合计1472.95亿元,发行规模远超去年全年水平。

业内人士指出,随着再融资市场日趋活跃,机构相关业务正在发生变化,再融资市场的工具正处于不断丰富过程中,可交债、可转债、定向可转债等逐个登台,健康规范的定增投资仍有望扮演重要角色。



IC图片

## 定增市场逐渐回暖

近期,作为再融资核心方式之一的上市公司定向增发,显现回暖气息。特别是随着再融资政策进入放松周期并叠加今年2月以来股市行情好转,上市公司新增定增预案增加,审核和发行节奏提速。

Wind统计数据,截至4月22日,今年以来共计52家A股公司实施了定向增发,相较于2018年同期仍呈下滑态势。其中,定价发行23例,竞价发行29例;现金认购30例,募集金额244.92亿元,资产认购22例,认购金额达1420.54亿元。

不过,值得注意的是,今年以来,有113家上市公司首次披露增发预案,较2018年同期显著增加。业内人士称,回顾近几年来定增遭遇的变局,

这样的回暖可谓来之不易。2017年2月,证监会发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》,控制了融资市场的“进”;同年5月,证监会发布《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》,控制了融资市场的“出”。这两项举措延长了定增产品的进入和退出的周期。

由于在定增项目上“受伤”,部分机构对于参与定增项目至今心有余悸。这也表现为定增项目募资率不高。数据显示,今年以来实施的30个现金参与定增的项目中,只有11个项目全额募资。

不过,随着政策松动迹象的出现以及二级市场的回暖,业界普遍预计,这种状况会有所改变。

新时代证券研究所所长孙金炬认为,再融资市场发行目前仍低迷,不过政策已开始放松,且新发预案不断推出,可以认为定增市场已企稳回升。政策放松叠加收益率大幅回暖,定增市场在2019年将提前见底回升。2019年至今,一年期现金参与定增平均折价率为12.6%,收益率为44.0%。折价率高企、β收益回暖,α收益由二级市场回归定增市场,定增市场对于长线资金而言,已进入战略性布局阶段。

华泰证券定增业务人士则认为,上市公司定增融资的需求一直较为旺盛,如果政策能够调整且二级市场维持较好表现,定增将会是今年机构再融资业务的重要增量。

## 可转债配置机会显现

相对于定增市场的温和复苏,今年上市公司再融资业务中,对于可转债投资机会的配置,资金的态度要踊跃得多,也成为近期再融资的最大亮点。

Wind数据显示,2019年以来共有7家公司实施配股,募资合计108.96亿元。年初以来,可转债一级市场维持了较高的供给速度,2019年以来共计发行公募可转债49只,发行规模合计1472.95亿元,发行规模远超去年全年水平。在权益市场行情向好的带动下,转债申购异常火爆,这种火爆不仅大大降低了发行难度,新券中签率极低,网上中签率均持续走低,网下中签率更低,绝味转债等标的网下中签率更是低到让参与资金都感叹“打新不易”。当然,这背后有部分资金违规申购等引发的“供需失衡”,但是整体而言,可转债申购的火爆显而易见。

中银国际证券分析师徐沛东指出,2018年10月下旬以来,可转债配置价值渐显,随着政策的支持,可转债供给量迅速上升。2019年3月可转债募资规模首次超过增发规模。从再融资发行结果来看,可转债的再融资项目和融资额均抬升较快。

上海一家银行系基金公司基金经理指出,随着再融资新规和减持新规的颁布,定增作为募资途径,其“折价提供安全垫、募集灵活度高”的优势逐渐褪去。同时,可转债解决了套利和上市公司短视的问题,近期审批明显提速,叠加信用申购模式,转债市场大幅扩容。

可转债市场的热度,让投身其中的机构资金“喜上眉梢”。数据显示,今年一季度可统计的52只可转债基金(A/B/C类份额分开计算)全部实现正收益。其中,华富可转债债券、南方开元可转债

债券、博时转债增强债券等多只可转债基金一季度净值涨幅超20%。博时转债增强债券基金一季报指出,在股市出现反转后,市场风险偏好得以修复和上升,可转债受正股和估值双重推动,表现出色,如一季度中证转债指数上涨17.5%。该基金坦承:今年纯债收益率预期不高,超额收益来自风险资产的暴露,可转债值得战略性看多。

对于可转债市场的热度,相关保荐承销机构自然不会放过。中国证券报记者采访了解,可转债的保荐承销业务,目前机构竞争较为激烈,“保荐承销费用一降再降,一些大体量项目更是出现保荐承销费用的折上折。上市公司也通过多轮比价、联席承销等方式,降低自己的发行成本。就是在这样的情况下,公司还在加大可转债业务的资金投入和人员配置。”一家中型券商人士莫以琛(化名)介绍。

## 再融资工具日趋多元

在机构人士看来,再融资政策风向的转变,虽然会推动定增市场的回暖,但并不会改变再融资市场格局的重构进程。

分析人士指出,2018年11月9日证监会修订发布的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》的政策放松,主要体现在修改了两项关键规则,一是明确使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求,二是对再融资时间间隔的限制做出调整,从18个月缩短至6个月。根据中银国际的数据分析,满足新发行间隔条件的上市公司理论上将增加466家。

孙金炬认为,再融资间隔放宽,据测算对再融资规模的影响在10%左右,叠加再融资资金用途的放松,再融资市场有望提前回暖。

不过,由于定价机制和减持新规所导致的锁定期延长没有变化,部分机构人士认为,再融资新规的影响需要时间来逐步体现。徐沛东认为,尽管政策松绑了非公开发行的部分约束,但对非公

开发行造成实质性影响的监管约束并未解除。定价机制的限制意味着新一轮融资潮中定增产品主要面对有风险识别和承担能力的特定投资者,发行门槛较低,行政约束宽松,发行折价率较高,存在较大套利空间;而在定增核准日的规定修改后,套利空间大幅压缩。另外,减持规则的限制,意味着参与定增的投资者要面临极大的时间成本和市场不确定性。综合来看,在目前的发行节奏下,这些新增满足条件的再融资,可能需要在未来2-3年左右的时间释放。

徐沛东进一步表示,再融资市场格局将继续重构。上一轮再融资潮中,投资者对发行价格相比市价折扣的过度偏重,造成了资金以短期逐利为目标,不利于资源有效配置和长期资本的形成。目前来看,监管层依然要控制定增以及再融资总额,防止上市公司滥发、超发。因此,政策的引导方向依然是定向增发规模下降,而配股、可转债、优先股等其他再融资规模提升。未来再融资市场的格

局将继续优化,定增市场市场化程度不断提高,投资策略将进一步转变。

值得一提的是,今年4月初,有关监管层计划对再融资政策再评估的传闻甚嚣尘上,可能涉及恢复锁价发行、新增股东是否受减持新规限制等市场关注的核心内容。业内普遍认为,限制定增市场回暖的核心政策是发行期首日定价和减持新规,未来如果在这两方面能有所放松的话,定增市场有望加速回暖。

财通基金认为,再融资市场的工具正处于不断丰富过程中,可交债、可转债、定向可转债等逐个登台,健康规范的定增投资有望扮演重要角色。

对于相关机构来讲,再融资格局的持续变化,意味着相关业务的适时调整。“对于保荐承销机构来讲,上市公司再融资的需求切实存在,且会持续存在,再融资的方式、方法、途径等发生变化,对于中介机构来讲,考验的是项目挖掘的能力和持续服务的能力。”莫以琛表示。

## 券商看好

## 上市公司二季度业绩持续改善

□本报记者 徐金忠

随着上市公司年报和一季报的持续披露,A股上市公司业绩渐现真相。整体而言,受多方面因素影响,2018年A股上市公司整体业绩表现疲软。不过,进入2019年,一季度上市公司业绩出现改善迹象,随着A股融资环境修复、减税降费等系列政策利好效应显现,二季度业绩有望继续提振。

## 2018年上市公司业绩承压

对于A股上市公司2018年业绩表现走弱,市场已有了较为充分的预期。西南证券分析师朱斌今年2月初的研报称,2018年A股的盈利增速明显下滑。从当时公布的业绩预告情况来看,样本A股的归母净利润比2017年同期下降7.8%。这是A股过去两年来的首次业绩负增长。

光大证券4月初的分析同样指出,2018年,受商誉减值影响,传媒等TMT板块盈利大幅负增长,汽车、家电等可选消费及电气设备、机械等中游行业盈利也相对偏弱。非银金融则受到资本市场大幅下跌和股票质押风险暴露影响,盈利增速明显下滑。

朱斌在4月14日发布的研报中指出,全部创业板公司与近半中小板公司2019年一季度业绩预告显示,中小板业绩增速与创业板形成明显分化。中小板样本公司一季报归母净利润同比下滑31.3%,较2018年四季度增速呈进一步下滑态势。不过,创业板业绩增速为-11.8%,虽然呈现负增长,但较2018年年报-56%的下滑已有较明显的改善。从创业板各行业一季度的业绩增速来看,汽车、轻工制造、医药、国防军工、建筑、通信、电力设备和计算机八个行业取得了业绩正增长,而基础化工、电子、机械、公用事业、建材、传媒、家电、农林牧渔八个行业利润出现下滑。

## 业绩改善正在“拐角”

进入2019年,特别是进入二季度

以来,券商对A股上市公司业绩层面的乐观判断正在增多。

光大证券指出,2018年业绩下滑原因之一是应收账款坏账,2019年融资环境改善预计带来上市公司业绩改善;4月将执行的减税措施对下游消费品行业形成利好,下调增值税率、下调社保缴费率等措施也有望对上市公司二季度业绩带来一定改善。

朱斌表示,考虑到2018年一季度的高基数,可以认为创业板的业绩底已现。展望二季度,创业板业绩有望获得恢复性增长。通过对于各行业二季度业绩的预判,他认为二季度创业板业绩有望同比实现0-5%的增长,在增速上较一季度进一步提升,从而延续2019年全年创业板高增长态势。

财通证券分析师金敏认为,尽管2019年一季度创业板整体业绩增速同比仍然为负数,但在去年年末上市公司大规模的“业绩洗澡”之后,降幅出现很大幅度的收窄。去年下半年以来政策的边际趋暖,一季度流动性环境充裕,外部干扰因素得到缓解,对企业的盈利水平起到一定提振作用。

A股业绩改善的预期正在“拐角”,券商机构提醒投资者二季度布局紧扣业绩主线。万和证券分析师费瑶认为,展望二季度,市场或将结构性行情为主,震荡市料成主线,其中盈利能力或成主导因素。一方面,从市场估值来看,一季度以来市场估值水平大幅修复,目前处于近十年来中位数水平,后续修复空间收窄;另一方面,当前阶段A股企业盈利拐点仍未显现,二季度有望筑底。货币政策方面,无风险利率仍有下行空间。随着中美经贸磋商稳步推进及国内供给侧改革的深入,风险偏好有望持续上升,但边际效应将有所减弱。综合而言,二季度企业盈利改善预期影响或将加大。从长期投资逻辑来看,受益于科创板的设立以及金融供给侧改革等,当前权益类市场仍具有较大的投资吸引力。

## 政策面现边际变化

## 基金关注点回归企业盈利

□本报记者 黄淑慧

4月23日,A股市场延续调整态势,上证综指失守3200点。对于后市行情,诸多基金机构认为,在春季躁动行情过后,随着政策面出现一些边际变化,市场关注点最终还是落到企业盈利上面,配置上将回归基本面。

## 短期市场或维持震荡格局

对于下一阶段市场走势,朱雀基金认为,近期重要会议传递的主要信息是,政策取向回归初衷,将由周期性重新转向结构性。受政策取向转向的影响,A股市场或同步产生变化。市场将继续维持4月以来的震荡格局,对自下而上的结构性机会的把握重于对自上而下的周期性机会的把握。总体看,维持A股在2019年完成熊牛转折的看法不变。选股上将继续选择“在鱼多的地方钓鱼”,相信中国正在产生一批世界级的超级公司,继续坚定专注于投资自身能力圈内的“关键少数”。

西部利得基金表示,近期一系列重要会议充分肯定了一季度经济开门红态势,但在一些措辞上有所调整,如未再提及“六稳”,强调货币政策松紧适度,重提坚持结构性去杠杆,重提“房住不炒”定位等。从卖方机构的解读来看,可能被投资者视为宽松政策不再的信号,短期内A股和港股市场可能面临一定压力。如果市场由此担忧货币政策出现边际上收紧,那么大盘可能延续震荡偏弱格局。配置思路上,低估值、业绩超预期、有较强安全边际的个股仍是首选,在偏震荡的市场中具有较好的防御性。如果市场出现调整,那么自下而上选择出的优质标的恰是逢低进行中长线布局的良机。

## 关注盈利和结构性机会

在目前的政策环境中,基金机构

倾向于认为,下一阶段行情将呈现结构性演绎的特征,重心还是要落在上市公司盈利的变化上。

华宝基金表示,二季度的政策基调从之前的更偏向总量到更偏向结构,市场短期对总量(表现在估值)的反应上已较为充分,接下来就是结构的演绎。而决定结构变化的核心还是盈利能力是否能证明价值的可持续性。从上市公司一季报的情况来看,表现较好的包括地产链条和相关的早周期板块、计算机和通信中物联网相关的板块、券商和信托板块、食品饮料板块等。

汇丰晋信沪港深基金基金经理程或认为,中国3月的经济数据确实比较亮眼,从季度的角度来看,经济总体呈现出逐步企稳的态势,包括GDP、社融、PMI、投资、出口、社消等数据。因此,在社融企稳回升的大背景下,如果后续没有重大外部冲击,预计中国经济有望在今年下半年企稳。虽然近期宏观经济表现出逐步企稳的良好态势,但是就2019年全年业绩而言,大幅增长的可能性不是很高。如果剔除2018年A股大比例计提减值准备的影响,预计2019年全年整体业绩增速可能超5%。如果考虑减值准备的话,增速应该更高一些。

兴全精选基金经理陈宇表示,今年创业板的盈利大概率会逐季实现环比回升,所以继续看好创业板。从成本下降的逻辑来看,火电将会是受益行业;从盈利的确定性和边际转好的角度来看,计算机、医疗服务、传媒、汽车、军工等行业具有结构性机会。不过,当前市场并不具备大牛市的基础。这轮央行的货币转向是相对谨慎的,要形成与2015年类似的全面性的大牛市比较困难。因此,现阶段投资仍然需要精挑前景乐观、盈利与估值匹配的优质个股。