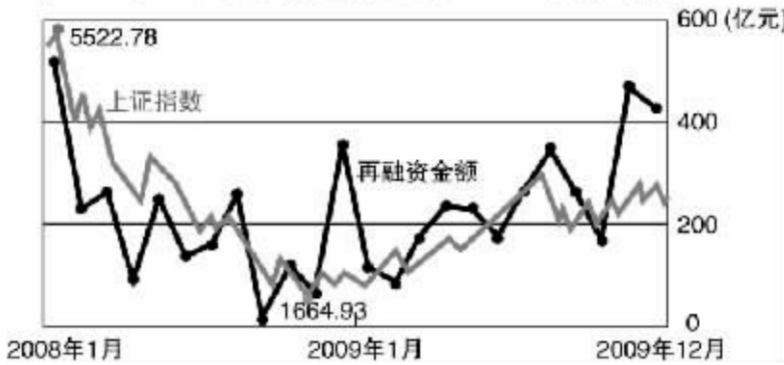


# A股全年再融资逾三千亿 融资金额“偶合”股指走势

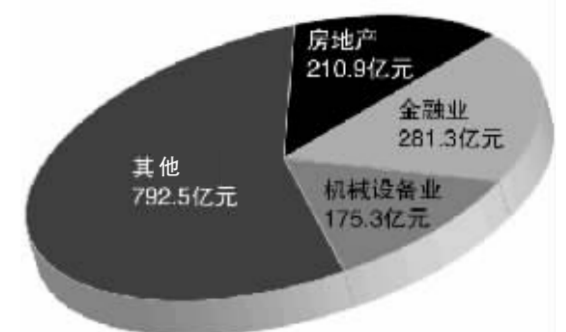
年终岁末，盘点及透析一年来资本市场再融资这一重要功能的表现是不可或缺之事。在经历全球金融海啸的“洗礼”后，“熬过寒冬”的国内上市公司2009年继续释放其再融资需求。据本报数据统计，通过增发、配股、可转债、分离债等方式，沪深上市公司2009年再融资总额达到3020亿元，继2007年（3560.49亿）、2008年（3127.66亿）后再度突破三千亿大关，“高昂”的再融资热情得以继续保持。

◎记者 徐锐 ◎编辑 全泽源

最近两年A股再融资金额趋势及上证指数走势



今年再融资现金募资额行业分布图



尤霁霁 制图

## 方式 增发融资最受捧

在2009年中，增发依旧是上市公司最主要的再融资手段。统计发现，今年126家实施增发的上市公司募资金额总额共达2837.42亿元，占全部融资总额比例高达93.95%，增发融资金额与2008年度（2278.11亿元）相比也增长约560亿元。在这其中，实施定向增发的上市公司多达112家，累计融资金额为2575.73亿元；另有14家上市公司借道公开增发募资261.69亿元。

而与增发受到热捧不同，配股、可转债、分离债等融资方式今年则在一定程度上遭到上市公司“冷遇”。数据显示，今年以来配股、可转债、分离债融资金额分别为105.97亿元、46.61亿元和30亿元，三项融资较2008年均有减少。其中，由于今年仅有四川长虹一家成功发行分离债，这使得上市公司分离债融资金额较去年骤减602.85亿元，这也是导致今年上市公司整体再融资规模较去年同比减少的主因。

分析人士称，上市公司对于再融资方式的选择往往从融资成本、实施难易等多方面进行考虑。首先，可转债、分离债均属债务融资，资金来源通常比银行信贷稳定，融资期限也较长。但与股权融资相比，由于其融资成本较高且具有到期转股不确定等风险，因此上市公司普遍较少采取债券融资。而在股权融资中，公开增发和配股均需全体投资者参与，在融资金额不确定的同时，上市公司该项融资举动也往往被中小股民冠以“圈钱”的嫌疑，基于此，向机构投资者尤其是大股东进行定向增发也便成为上市公司最为“追捧”的再融资方式，也较易被市场所接受。

而从各个公司增发融资规模来看，今年增发融资规模超50亿元的公司有17家，增发融资规模在10亿元至50亿元的公司有46家，增发融资规模在10亿元以下的公司有63家。

## 规律 融资高点在岁末

从月度融资额来看，上市公司在今年11月和12月再融资完成规模最大。数据显示，在今年1-7月无公司完成配股的背景下，上市公司每月再融资完成额基本在100亿元-200亿元范围内浮动（因可转债、分离债在2009年度融资占整体比重较少，故将其剔除），每月涉及公司也在10家左右。此后，随着监管部门审批提速，再融资完成额也稳步提升，其中今年11月和12月单月融资金额分别升至467.53亿元和429.17亿元，继2008年1月（522亿元）后再度迈入400亿大关，除增发外，配股融资在这两月中则分别“贡献”了52.8亿元和30.1亿元。

有意思的是，上市公司再融资完成额的高点似乎与股指具有一定的正相关性。如今年8月完成再融资348.2亿（单月排名第三），而上证指数也正是在当月创下今年以来最高点；而今年11月、12月上市公司完成再融资额后，其对应的也是今年股指的次高点（上证指数）或最高点（深证成指）。而这一规律在2008年中也有一定体现：在去年1月再融资额度达到522亿元时，上证指数当月也正位于从6124点“下跌后反弹的次高点”。

上述关联性应该不仅仅是巧合。”有分析人士表示，从以往经验来看，监管部门对上市公司再融资事宜的核准与上市公司再融资完成时点间隔较小，因此单月再融资完成规模的高低也在一定程度上反映了监管部门对再融资的放行力度，而股指的高低或是监管部门考虑的因素之一。

值得注意的是，由于从推出再融资预

案到最后完成往往经过半年至一年左右时间，因此今年完成的再融资大多反映的是上市公司去年或今年初的融资计划。

而从增发预案披露情况来看，今年以来已有293家公司推出增发方案，经过分析不难发现，上市公司对再融资推出时机的选择与股指也存在正相关关系。在今年1月至7月股指单边上涨时，推出增发方案的上市公司家数也从1月的5家逐渐增加至7月的40家，随后股指高位震荡后，8月-12月推出增发预案的公司数量则开始在30家至40家徘徊。

## 主角 金融、地产爱“吸金”

尽管今年以来上市公司整体再融资规模达到3020亿元，但由于其中有逾40家公司是直接利用增发方式收购大股东等相关资产，因此上市公司2009年通过再融资实际募得“真金白银”数额为1460亿元。而上市公司中对资金“渴求”比较强烈的主要集中在金融、地产、机械设备、交通运输等行业，其中金融、地产更是“绝对大头”。

统计发现，尽管金融行业今年仅有4家公司完成再融资，但其281.27亿元的融资金额则在各行中位居首位，这其中包括浦发银行定向增发融资金额150亿元以及元元证券公开发行融资99亿元。

同时，随着资本市场的逐步回暖，对资金最为依赖的房地产行业也借机大肆募资。今年12家公司完成定向增发的地产企业中，除嘉凯城、顺发恒业等6家公司利用增发实现借壳上市外，其余6家房企则通过增发融得210.9亿元现金。其中，保利地产、首开股份和金地集团的融资金额分别为80亿元、47.46亿元和42.36亿元。

此外，机械设备行业也对现金募资“偏爱有加”，行业内24家公司完成的上市公司中有多达17家选择现金融资，扣除发行费用后所募现金额也达到175.34亿元。

值得注意的是，上市公司除通过再融资实现自身做大做强外，再融资尤其是定向增发，已成为上市公司进行并购重组的主要桥梁。作为今年A股市场最大一单再融资，长江电力通过定向增发（融资201.35亿元）、承接债务（约500亿元）和现金支付的方式向控股股东中国三峡总公司收购三峡工程9#至26#共18台单机容量为70万千瓦、合计装机容量为1260万千瓦的发电机组及对应的大坝、发电厂房，共用发电设施主体发电资产等总评估值为1073.15亿元的再融资，并由此实现整体上市。无独有偶，攀钢钒钨也同时借道定向增发当时换股吸收合并攀渝钛业和长城股份，完成了攀钢集团的整体上市计划。

而整体上市对上市公司业绩的提振作用，在徐工机械处也得到了良好体现。在通过向控股股东定向发行超3.2亿股购买其拥有的重型公司及相关的工程机械类经营资产并完成整体上市后，徐工机械预计今年净利润约15.8亿左右，较去年同期增长13倍，拟注资产对上市公司的“业绩贡献”可谓立竿见影。此外，华侨城、振华重工等公司也通过增发收购了大股东的优质核心资产，为公司进一步发展打下了坚实基础。

分析人士称，尽管部分投资者对再融资尤其是公开增发存在“抵触情绪”，但从此前中国船舶、东方电气通过定向增发进行并购重组的成功先例中不难看出，只要是对上市公司未来发展有利、能够提振公司业绩的再融资方案市场都会对此认可，投资者也会全力支持。但其同时强调，上市公司在决定再融资时理应慎重考虑市场以及投资者的感受，而再融资实施后则应通过加大分红力度的方式来回馈中小股民，在遵循良性发展的同时真正实现“取之于民、用之于民”。

# 2009房企借壳盛宴：财技很炫 隐忧不小

◎记者 郭成林 ◎编辑 全泽源

年初以来，在经济超预期回暖、IPO阶段性停摆、市场历史性低估带来廉价壳资源等因素的刺激下，大批拟上市企业热衷于通过借壳上市资本市场的快车道，其中尤以房地产企业为最。2009年的借壳热潮或将作为我国地产行业资本化进程中的历史地标之一。

## 总量：仍属“涨潮”趋势

记者统计，截至12月23日，剔除已被否决和终止的，两市公司今年共披露过271份定向增发预案，其中涉及地产业的共73份，占比27%。

在73起地产企业资产运作中，实际为房企借壳的共34起（统计尚不包括通过资产置换等少数手段实施借壳的案例），占比近一半。这其中，又有28家的壳资源来自于ST股，占比高达82%。尤其值得一提的是，统计数据还显示，今年ST公司中被定向增发预案的仅40家，其中被房企借壳的比例高达七成，剩余三成除ST东航、ST马龙、ST宇航等国有资源整合等特殊背景外，基本被有色金属公司“瓜分”。

另一方面，据不完全统计，今年以来已通过证监会重组委审核通过的地产借壳方案共8起，连同一批暂停上市多年后被地产商成功借壳的案例至少达17起。其中，顺发恒业借壳\*ST兰宝、万方地产借壳\*ST中辽等运作引发的股价神话引来无数羡慕目光。

数据显示，近三年来，中国房地产开发企业的数量由5.8万家增加到6.6万家，而目前沪深两市近1800家上市公司中主营房地产业的企业不超过140家——占总数不到1%。

即使剔除6.6万家中存在大量项目公司、上市房企主要以资产规模庞大的行业龙头为主等因素，中国地产资产的证券化率仍然偏低。在融资渠道仍非常有限、IPO审核极为严苛的情况下，许多分析人士一致认为，内地房企借壳上市或将长期处于“涨潮”趋势中。

## 初衷：融资“自救”居多

高密度、集体性的借壳上市折射出内地中小型、区域性房企持续融资权缺失的无奈现状。金融危机阴影下，大批房企因资金链断裂走到生死徘徊的边缘，不少企业因此被迫借壳上市计划，如拟重组迪康药业的蓝光地产、又如拟借壳汇通集团的中邦置业。

今年初行业回暖以来，房企的集中借壳或将被视为后危机时代的“自救”行为。2005—2007年，万科多次顺利再融资与顺驰超速发展后溃败的强烈对比表明，仅靠商业模式创新，没有持续融资权的房地产企业难以在中国做强做大。而低成本、高效率获得该权利的途径正是借壳上市。

按监管部门有关规定，借壳后的上市公司最快运行一个完整会计年度后可以施行公开增发、配股等再融资行为。而同时，上市公司的“身份”本身已可为企业提供很多的融资途径，如股权质押、担保贷款、定向增发等。

上市前后对房企融资便利性的影响是巨大的。”国内某地产上市公司高管告诉记者，上市后，银行授信额度、公司股权质押融资的折扣率等

## 最近地产借壳十案例

代码	壳公司	借壳方	方案进度
600077.SH	百科集团	浙江宋都地产	董事会预案
600603.SH	ST兴业	厦门大洲集团	董事会预案
000620.SZ	S*ST圣方	北京新华联置地	董事会预案
600681.SH	S*ST万鸿	佛山奥园置业	股东大会通过
000892.SZ	ST黑美	上海丰盛地产	股东大会通过
000981.SZ	S*ST圣光	宁波银亿地产	股东大会通过
002072.SZ	德棉股份	上海爱家控股	股东大会通过
000156.SZ	*ST嘉瑞	北京天润地产	股东大会通过
600691.SH	ST东碳	西安紫薇地产	董事会预案
600094.SH	*ST华源	福建名城地产	股东大会通过



都能得到大幅提高，成本却相应有所降低。当然，最便捷、最好的融资方式还是定向增发。”

诚如该人士所言，房企在借壳上市一至两年内后90%都会实行再融资。而今年以来一个最新趋势是：借壳完成至再融资的时间愈发缩短。

如中润置业2007年5月开始重组被暂停上市的ST东泰（现已改名为ST中润）。今年6月5日，中润借壳完成并恢复上市，但仅一个月公司即披露定向增发募资方案。又如中南建设，6月12日重组大连金牛实施完毕，至7月17日也忙不迭推出定向增发方案。类似案例的共同特征是，定向增发对象中均没有大股东身影，而募投项目多属于大股东原有控制。

## 财技：资产评估“技巧”

密集的借壳上市着实为内地房企打开了便捷的资本化之门，但运作过程中存在的问题、现象及背后的财技运用或为市场埋下了隐忧。

目前，内地市场的借壳主要以资产为对价认购壳公司增发股等方式来完成，故运作核心在于拟置入资产的估值与壳公司股价。于是，首先出现的就是置入资产评估增值率高企现象。统计数据显示，内地市场的买壳、借壳主要集中在房企及矿企，而这两类企业在借壳时的资产评估增值动辄达数倍。

造成增值率高企的主因是房企在评估土地资产时，倾向于使用假设开发法等以未来收益为基础的评估方法。而在实务中，因其所需参数的获取渠道有限，使运用过程中人为预估、人为选取的弹性空间极大。对此，证监会曾联合资产评估协会专门下发过相关文件规范土地资产的评估工作。同时，除了评估增值率高企外，部分房企在借壳前还会通过债转股等方式增加拟注资产总额，

即以如此，房企在借壳中仍有通过突击增资等方式曲线规避高评估风险的行。如顺发恒业借壳ST兰宝时的评估增值率仅61.83%，但若剔除注册资本增肥影响，实际增值率则超过1600%。又如拟借壳ST耀华的凤凰置业，2005年9月的注册资本只有3000万元，2007年12月变更为8400万元，其后在明确借壳ST耀华后进一步增资至8亿元。如果剔除增肥股份，凤凰置业的评估增值率高达569%，亦非公布的61.09%。

同时，除了评估增值率高企外，部分房企在借壳前还会通过债转股等方式增加拟注资产总额，

以获得更多的证券化溢价。如爱家家居借壳棉股份时即通过突击增资收购子公司并代为还债的形式巧妙完成了巨额债转股。

另一方面，由于不少壳资源本身就是地产企业，故在其他房企在借壳时还存在置出资产评估偏低的情况。同样是德棉股份，置入资产的评估增值率高达2倍以上，而置出资产的增值率为零。究其原因，系置出的土地资产在评估时适用成本法，且评估基准日为2007年1月1日所致。

其次，巧用资产评估财技尚不能完全规避借壳风险。因基于未来收益预期对拟置入资产进行评估的借壳房企，证监会规定需进行3年盈利承诺及签订补偿协议。然而，实务中不少房企通过约束承诺前提、以股份取代现金进行补偿等方式巧妙弱化了约束效果。

如嘉凯城借壳ST亚华时资产评估增值近4倍。公司在承诺盈利补偿时巧妙设定了前提条件。公司称，仅对“达到项目决算条件”的资产盈利情况进行回购补偿，同时又在“达到项目决算条件”的前提中预设了多项苛刻约束，如要求已实现或确认的销售收入达到项目预计总收入的90%或以上方可进入决算条件。由此，若重组完成后嘉凯城一直挂账预收账款、推迟确认收入，则对盈利补偿机制有极大弱化效果。

又如德棉股份，在约定盈利补偿时直接通过赠股形式取代现金补偿，这对重组后将持有上市公司75.53%股权的借壳方而言无疑约束力大减。

最后，在曲线实现评估高增值、变规避盈利补偿风险后，房企借壳还面临最后一道关卡，即购买法下的会计处理所带来的商誉减值风险。由此，几乎所有房企在借壳时或先拿下壳资源控股权以构成“同一控制下合并”，或刻意营造“不构成业务的反向购买”使会计处理适用权益性交易，两者的目的均在于规避商誉的确认。反之，若形成巨额商誉，则以后每年末至少进行一次减值测试，其结果将直接冲减净利润——其影响对业绩波动性大房企而言尤为重大。

## 未来：有待整治规范

值得注意的是，大批房企完成借壳后的经营成果却并不尽如人意。有统计数据称，在今年完成地产业务注入的17家ST股中，有\*ST海星等7家公司前三季度实现了盈利；其余如ST重实等10家股票前三季均亏损，其中8家公司曾于2008年度实现过盈利。

业绩稳定性或是房企借壳问题中的一部分。有房企在运作重组时，以早年拿下的土地资源注入壳资源的方式完成上市。该部分资产在借壳前未实现或仅实现极少收益；借壳时依靠一系列评估技术使增值率大增，同时以赠股形式规避补偿风险；借壳后再通过融资来完成项目。这种纯粹资本运作的借壳上市与IPO相比，除了无法即刻实现融资外，长期内仍可获得持续融资、大小限流通等相同权力，而前者在审核链条及约束条件下远不及后者的冗长与严厉。这实际上相当于借壳上市侵占了IPO为整个市场所贡献的制度溢价。

对此现象，国际市场已有较多经验可鉴。美国证监会在2004年针对OTCBB市场买壳暴露出的问题，采取措施严控财务报告不实企业进行借壳上市。比如规定自当年8月起，买壳公司财务报表由此前的抽查变为全部审查。而在香港，为规范借壳上市，2004年亦专门修改《上市规则》，规定收购方在借壳后的24个月内向壳注资规模超过壳自身100%就将被视为新股上市，亦须按IPO程序审批。

就在今年年末的两个半月内，先有地方证监局积极表态，将大力支持资源优化型的整合重组，严防绩差公司资产置换型的“畸形”重组。同时，上交所相关领导亦撰文指出，重组中评估师往往只选择对客户最有利的评估方法，甚至误用收益现值法、假设开发法等，人为造成资产大幅增值，导致置入上市公司的资产出现一些“泡沫”。与此同时，更有证监会相关领导在出席重要论坛时的明确提出，将统筹平衡IPO与借壳上市的标准与程序，严防重组中内幕交易等违法行为。

在此背景下，享受了2009年资本盛宴后的房企借壳或将迎来一波整治、规范化的浪潮。