

# “融资门”：不可避免也无须恐慌

□金学伟

从中国平安 1600 亿元的巨额融资开始，“融资门”便成为中国股市一个新的梦魇。这一事件标志着经过一轮大牛市后，沪深 A 股新一轮增发大潮正在来临，而且来势很大，市场反应也格外强烈，并一度呈愈演愈烈之势，从最初的闻融资下跌，发展到凡有再融资嫌疑的股票都一个个成为市场弃儿。沪深股市似乎在一夜间，就从遍地都是黄金，变成到处都是地雷。

这一高潮的来临不可避免。经过一轮超 500% 的涨幅后，沪深 A 股估值已上升到一个历史高位，股权融资成本已下降到历史最低。根据啄食顺序理论，当股价处于正常水平而公司要为自己的新项目进行融资时，有一个从成本最低到最高的顺序。首先是内源融资，即保留公司盈余用于再投资；其次再考虑外源融资。在外源融资时，应优先考虑间接融资，即银行贷款；其次再考虑直接融资。在直接融资时，应优先采用债券融资，最后才考虑股权融资。在所有融资方式中，股权融资是成本最高昂的，它一旦发生，犹如欠下一笔永远无法偿清的债务。

但在股价高昂时，情况会发生质的变化。举例说，一家公司总股本 10 亿，净资产 20 亿，每股税后利润 0.20 元，并以每年 20% 的幅度增长。当增发价只能定到 4 元时，融资 10 亿元需发行 2.5 亿股。这对老股来说，意味着净资产增厚 20%，从 2 元到 2.4 元，而股权稀释 20%，享有的公司利润从原来每股 0.20 元，下降到 0.16 元。因此，除非再融资项目能带来超过 20% 的复合增长率，否则对老股东来说，其预期收益为零，远期收益因享有的利润比例下降，为负。如果增发价提高到 10 元，情况就完全两样。同样的 10 亿元融资，只需发行 1 亿股，股权稀释 9%，每股净资产则可增加 36%，到 2.72 元。

股价越低，股权融资成本越高，反之越低。这就是为什么每一轮大牛市过后，市场总会掀起一轮再融资高潮。从这个角度说，融资门事件所凸现的是部分股票的价格太高。这不是一个道德问题，而是一个利益问题。用经济学家的话说，在这种情况下进行高额股权融资，乃“经济行为的一种理性选择”。物质的问题只能靠物质解决，理论上，只要股价依然偏高，上市公司高额再融资的冲动就不可能从根本上得到遏制。

好日子过后是坏日子。由股价过高导致的融资成本过低，给市场带来了估值与供求的双重压力。2001 年，因片面推行市场化增发以及后来的国有股减持，沪深股市出现了一轮为期 4 年的大调整，两市指数的平均跌幅超过 60%。而今，相同一幕再次显现：一方面是大小非解禁高潮来临；一方面则是再融资冲动。相似的大调整似乎再次降临。

但以目前的市场背景而言，笔者以为，这种坏日子应该是有限度的。

1、经过股权改革后，大部分上市公司的大小股东的市场利益已趋向一致。市场普遍以脚投票，将促使部分大股东在融资利益和市值利益间作出平衡抉择：或取消再融资计划，如本周的福耀玻璃；或降低再融资额度，如浦发银行。况且经过巨幅调整后，股权融资的成本也有了较大幅度的提高，这会在很大程度上缓解大股东的再融资冲动。

2、目前的管理层已不像 7 年前“唯洋是举”、市场迷信，而是会更多地从市场实际出发。市场经济不等于完全的自由经济。本周，有关方面将再融资的表态便是当市场出现明显缺陷时政府所伸出的补救之手。

实际上，对再融资，有关方面完全可以制定两个量化标准：一是除特殊情况外，再融资额不得超过现有净资产的 50% 甚至 33%；二是再融资用于投资购并的，其资本回报率不得低于公司现有的盈利水平。由高价带来的再融资冲动，会造成公司投资行为的严重扭曲，许多正常情况下不值得投资的低盈利项目，会在这种时候被上市公司一个不假思索地买下，这不仅是对股东的负责任，从长远看也会摧毁公司健康成长的基础。

再融资高潮来临是一个不可避免的现实，但过于恐慌也没必要。无论从短期还是中长期看，笔者以为 4300 点以下都应该是一个底部区域。

## 防范风险为主 争取盈利为辅

□中证投资 徐辉

去年 10 月中旬开始，沪综指伴随着全球市场进入阶段性调整，股指由最高 6124 点整整下跌了 2001 点，最大跌幅达到 33.3%。仅就 A 股而言，推动市场进入调整的因素主要来自三个方面：一是资金。顺差增速放缓和宏观力度加大导致国内资金潮水开始回落，进而使得市场水位也迅速回落；二是盈利预期。去年三季度高涨的盈利预期随着年底的到来而降低，新年后市场对盈利的预期进一步下降；三是股票供应或潜在供应迅速增加。大小非解禁和再融资等增加市场供应的因素成为春节后推动市场调整的重要因素。不过，随着市场地位和估值水平的迅速下移，以上负面因素的边际效应正逐步递减，市场有望迎来阶段性的反弹行情。不过，基于对 2008 年整体行情的谨慎乐观，我认为投资者还是适宜以防范风险为主、争取盈利为辅的策略。

### 三大调整推力逐步消解

盈利预期放缓是推动市场四个月以来下跌的重要因素。去年三季度，整个经济增长达到一个峰值，当时投资者和分析师们对 2008 年和 2009 年的上市公司业绩非常看好，但地产业务出现以后，周边的次贷危机，国家加大宏观调控力度，整个投资界对以后两年

的盈利增长出现大幅下调。原来预期 2008 年上半年业绩保持 35%-40% 的增长，但最近甚至悲观地认为连 20% 都达不到。整个市场资金水位降低也是市场调整的重要因素。从外贸顺差的增速下降来看，在去年四季度都处于增速放缓，境外热钱流入中国的势头降低，到去年底热钱进入中国市场已经接近于零的状态。而我们这轮牛市行情很重要一个因素就是人民币升值带来的热钱涌入。与此同时，稳健的货币政策向从紧的货币政策转换，央行运用准备金率、发行票据等多种手段加大资金的回收力度。这些利息使得整个社会资金骤然紧张，直接影响证券市场的资金面状况。与此同时，春节后的再融资和限售股解禁，使得市场潜在供应量迅速增加，对本来资金面就紧张的证券市场，造成了进一步压力。

值得注意的是，这三个推动市场下行的主要因素，近期随着股市估值的降低都或多或少地出现了消解的倾向。首先，盈利预期放缓被市场下跌所抵消；其次，热钱流入中国的速度降低并非趋势性的事件，而是一个短期的波动。人民币升值速度在进一步提升，利益的驱动会驱使热钱进一步涌入。最后，招商银行的规模限售股解禁，并未导致股价的下跌，反而在近期显著走高。它给我们讲述的是，解禁不等于卖出，优质公司解禁成为投资者吸纳的机会。基于这一判

## 两市股指有望稳步攀升

□西南证券 张刚

本周大盘呈现探底回稳走势。周初由于中国铁建将发行和招商银行的限售股将解冻，恐慌性抛售引发较大跌幅。随着利空隐忧的消除，股指最低探至 4123 点后，逐步企稳。新基金发行和监管部门对恶意再融资的表态开始发挥利好效应，周五收盘至 4300 点上，但成交处于 1200 亿元左右的地量状态，显示市场观望气氛浓厚。

截至周五，公开信息显示，仅有 3 月 5 日有福晶科技将发行，拟在中小板市场上市。在后续申购机会匮乏的情况下，申购中国铁建的 3 万亿元的未中签资金周五解冻后，并未回流二级市场，凸显投资者的谨慎心态。3 月 3 日 11 家上市公司非股改限售股和 10 家上市公司的股改限售股将解冻，总解禁额度在 2500 亿元左右，为 3 月份解冻压力最大的一个交易日，造成市场观望气氛加重。实际上，仅是中国平安和中国中铁

的解禁额度较大，合计约为 2400 亿元，而 2 只 A 股的市价和 H 股较为接近，套现的可能不大，预计会重现招商银行有惊无险的一幕，利空消除市场忧虑的作用。

鹏华、国泰、中海、易方达、南方、汇添富、嘉实、工银瑞信与诺安等 9 家基金管理公司获得了首批专户理财资格之后，交银施罗德、华安、华夏、建信等在内的 8 家基金公司第二批也获准开展特定客户资产管理业务。媒体披露，第三批专户理财资格也将在不久后出炉，其中包括华宝兴业等 5 家基金公司。自 2007 年 10 月下旬以来经历了长时间下跌的股市，给专户理财提供了良好的建仓时机，随着专户理财业务正式开展运作，A 股市场有望继续回升。

国务院决定将城镇居民医保试点扩至全国 50% 以上城市，不仅给医药板块形成利好，也对日常消费领域的行业形成潜在利好。全球多种大宗商品价格创历史新高，对资源类行业板块将产生拉动力。灾后重建规

划指导方案获批准，农业、工程、建材、电力设备等多个行业板块将成为重建概念的热点。3 月份预约披露年报的上市公司有 603 家，占到预约的上市公司总数的 38.96%，其中较多为绩优公司，优良的财务数据和丰厚的分配方案，有助于激励投资者的入市积极性。

本周周 K 线收出带下影线的 T 字星，显示探底回稳的走势，受到 4196 点附近的前期底部和 60 周均线的支撑。周 K 线目前将向上挑战 5 周线，5 周均线在 4427 点附近形成阻力位。日均成交金额比前一周缩减两成，显示市场观望心态较重。从日 K 线看，大盘在年线下方震荡横盘，周五站稳 5 日均线，10 日、20 日均线穿均线之后在 4420 点附近形成压力。各主要均线处于空头发散形态，显示中期弱势格局。如果双休日基本面再度出现利好措施，则市场有望受到激励，但也需要成交的有效放大，只有日成交金额在 1500 亿元以上，股指才具备逐步走强的可能。

为什么调整往往会发生在 12 个月或 36 个月呢？笔者认为这与地产开放的周期关系密切。12 个月左右基本是从拍地到交楼的一个过程。在这个过程中，过于激进的开发商可能因为拍得“地王”而最终变成“债王”，香港老牌地产公司置地就是在 1981 年到 1983 年完成了这样一次“华丽”转身，最终失去了香港地产界“大哥大”的地位。

## 柔中带刚 小雪初晴

□姜朔

蓝筹股再融资传闻“轮番”式出现，令投资者的信心在股指低位崩溃，此刻政策面否定调停而渔式再融资，可谓柔中带刚！蓝筹股跌势喘定，股指调整小雪初晴，涨停股票池渐趋活跃。

缘何蓝筹股跌停榜上频遭“垂直打击”？刻意空者擅用金融股先例，制造权重股再融资传闻的魅影不容忽视。上周大秦铁路、本周中国联通遭遇再融资利空传闻影响，股价遭巨幅抛盘打至跌停，虽获得相关公司高管紧急辟谣，但无可奈何股价已调零，并牵连上汽汽车、中国船舶等蓝筹股受感染同步跌停。2 月末恰逢境外股市推出的境内股指期货产品试算日，两者间隐含微妙联系，对此投资者应该沉着应对，切忌被“秃鹫”制造的基础

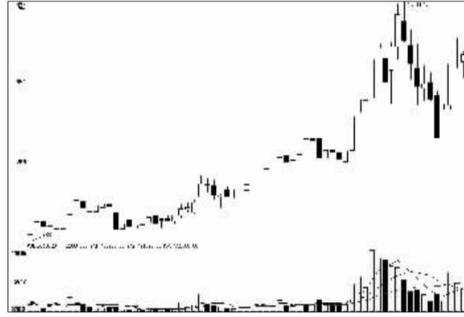
简而言之，政策未必与市场无缝对接，但政策最终会影响股市的运行趋势；5300 点上方曾停售基金，蓝筹股仍孤军深入，资金自然不济，渐渐干涸在 6124 高地；现在新增资金整装待发，政策面暖风频吹，蓝筹股腰斩后跌出价值，那么吹响冲锋号的时刻也就临近了。

虽然今年影响股市波动的不确定因素颇多，但目前却可谓小雪初晴，因为增量资金正在募集蓄势，海外股市正在回暖，证监会对恶意圈钱已表态持否定态度，所以短期股指底部区域已明朗，政策择股已可适时亮剑，蓝筹股遭遇腰斩级调整后，已具备建立在价值基础之上的强势反弹动能，而区域和行业板块结合业绩浪更易擦出热点的火花。

蓝筹股酝酿王者归来之时，部分机构先行者已提前布局区域和行业板块。海通证券研究所精研上海本地股，推崇行业整合价值，诱发沉寂多时的上海本地股卷土重来，外高桥、上工申贝、交大南洋、上柴股份、上海电力、

### 停板探秘

## 鲁能泰山：做强主业的期待



### 潘伟君

鲁能泰山(000720)本周上涨 23.69%，列沪深两市涨幅榜第一，周五报收 10.13 元，其中周一、周三涨停。

该股的上漲与基本面密切相关。公司上周六公告，山东电力集团公司收购山东鲁能集团 77.14% 的股权，而鲁能集团通过其子公司间接控制公司 26.07% 的股份，由此导致山东电力集团成为公司实际控制人。之前公司的一系列动作同样引人关注。去年底公司将持有的阳光投资 45.7% 的股份转让给阳光矿业，同时还持有 56% 股权的康泰公司转让给安泰置业。而在电力方面，公司与山东源电力集团合资组建了鲁能风力发电公司，正式向风电领域进军。此外公司还准备收购鲁能发展持有的国电费县发电公司 35% 的股权，双方已

经签订了《股权转让意向书》。国电费县一期工程为安装两台 65 万千瓦超临界机组，这两台机组已分别于 2006 年 12 月和 2007 年 7 月并网发电。显然公司的战略目标是做大做强电力主业。

山东电力集团的唯一股东是国家电网公司，由此表明公司已经进入大股东家族。虽然目前央企的整合比较热门，不过山东电力集团表示，在未来 12 个月内没有继续增持上市公司股份或者处置本次已拥有的权益的计划，也没有改变上市公司主营业务或其资产、业务进行重大重组的计划。显然，公司在未来业绩方面还有较大变数。

K 线图显示在本次消息明朗前有短线资金进入，本周上涨有拉高出货的嫌疑。特别是本周三涨停的量比较大，周五尾市股价上涨有非市场自然交易迹象，所以下周走势并不乐观。

### 沪深股市一周涨跌停板排行榜

股票代码	股票名称	涨停板次数	涨停日	一周涨跌幅度	周五收盘价(元)
600773	ST雅鲁	4	一、二、三、五	21.70%	9.7
000409	ST泰格	4	一、二、三、四	21.49%	12.83
600556	ST北生	4	二、三、四、五	15.50%	11.55
000982	*ST中绒	3	三、四、五	13.91%	12.85
000007	ST达声	3	二、三、五	11.31%	8.36
000720	鲁能泰山	2	一、三	23.68%	10.13
600551	科大创新	2	四、五	21.05%	18.34
600173	卧龙地产	2	二、四	20.72%	14.62
600841	上柴股份	2	三、四	18.17%	18.79
600759	华侨股份	2	一、二	17.18%	10.64
600796	钱江生化	2	四、五	16.49%	10.24
600648	外高桥	2	一、二	13.27%	16.81
600614	ST鼎立	2	三、四	10.96%	14.17
600847	S*渝万里	2	一、二	10.56%	9.52
000545	*ST吉药	2	三、四	10.13%	10
000643	ST滨海 A	2	三、四	8.55%	9.01
600760	ST黑豹	2	三、五	7.74%	7.62
900907	ST鼎立 B	2	三、四	5.23%	1.085
200643	ST滨海 B	2	三、四	5.13%	3.89
600462	*ST石砚	2	三、四	2.26%	7.67
600137	ST浪莎	2	二、三	0.57%	36.68
200030	*ST蓝田 B	2	一、二	-5.11%	3.34
600550	天威保变	1	二	20.87%	57.03
600132	重庆啤酒	1	一	20.04%	30.78
600630	龙头股份	1	五	19.70%	14.41
600241	辽宁时代	1	一	19.39%	12.99
601999	出版传媒	1	三	19.36%	18.37
000566	海南南海	1	五	18.11%	13.17
000425	徐工科技	1	二	17.72%	25.9
600416	湘电股份	1	三	17.42%	27.02
600438	通威股份	1	三	16.74%	25.31
002198	嘉应制药	1	四	15.70%	22.1
600782	新锦股份	1	三	15.63%	16.2
002206	海利得	1	五	14.29%	33.26
000019	深深宝 A	1	一	14.26%	19.14
000818	锦化氯碱	1	二	13.91%	12.69
002181	粤传媒	1	三	13.54%	24.89
600157	鲁商股份	1	二	13.39%	17.78
002153	石基信息	1	五	13.35%	175.67
600283	钱江水利	1	三	13.02%	17.53
600980	北新建材	1	四	12.51%	10.34
600843	上工申贝	1	二	12.45%	9.03
002197	证通电子	1	三	11.36%	29.3
600375	星马汽车	1	二	11.12%	9.12
600727	鲁北化工	1	一	10.42%	10.7
600368	五洲交通	1	一	10.26%	10.42
000996	中国中期	1	五	10.00%	31.22
600848	自仪股份	1	五	9.38%	15.74
600860	北巴股份	1	二	9.09%	12.12
002035	华鲁股份	1	五	8.94%	11.08
600661	北大海洋	1	三	8.84%	14.15
600051	宁波联合	1	四	8.40%	12
002213	特尔佳	1	三	8.31%	15.9
600696	多伦股份	1	三	8.23%	7.49
600021	上海电力	1	三	7.59%	9.77
000505	珠江控股	1	五	7.55%	18.66
000039	中集集团	1	五	7.52%	22.29
600343	航天动力	1	四	7.32%	20.37
002137	实益达	1	三	6.76%	26.69
600523	微创股份	1	三	6.47%	19.24
600520	三佳科技	1	三	5.50%	10.74
600226	升华拜克	1	五	4.99%	13.87
000609	绵世股份	1	五	4.75%	57.09
000833	贵糖股份	1	三	3.55%	18.05
002214	大立科技	1	一	3.52%	29.39
000563	陕国投	1	三	2.16%	20.28
600540	新视股份	1	一	2.05%	20.37
600873	五洲明珠	1	四	0.63%	14.17
600499	科达机电	1	四	-0.34%	22.89
000911	南宁糖业	1	三	-1.75%	25.72

股票代码	股票名称	涨停板次数	跌停日	一周涨跌幅度	周五收盘价(元)
200030	*ST蓝田 B	3	三、四、五	-5.11%	3.34
600664	S*哈药	2	四、五	-9.72%	15.03
000981	SST兰光	2	一、二	-8.61%	13.89
000605	*ST四环	2	一、二	-6.89%	18.09
000799	*ST酒鬼	2	一、二	-1.73%	21
600050	中国联通	1	一	-13.35%	10.51
600409	三友化工	1	二	-11.23%	21.96
600104	上汽汽车	1	一	-10.61%	18.86
000983	西山煤电	1	一	-10.12%	42.78
000962	东方铝业	1	一	-9.01%	18.97
002187	广百股份	1	一	-8.87%	37.07
000718	国证证券	1	一	-8.84%	29.06
600997	开滦股份	1	一	-8.47%	39
600180	九发股份	1	一	-7.72%	10.16
600617	联华纤纤	1	一	-7.40%	15

另：本周涨停 1 次及跌停 1 次的 ST 类个股家数分别为 34 家和 42 家，版面所限不一列举。  
制表：东吴证券上海陆家浜路营业部

### ■无风不起浪

疑问一：外高桥拟增发收购集团，是否想借此整体上市？

确认：外高桥近日公告披露，公司将向公司控股股东上海外高桥（集团）有限公司和上海东兴投资控股发展公司发行不超过 4.2 亿股股票，以购买其持有的、预估值为 63.42 亿元的股权资产，从而实现外高桥集团核心资产和主营业务的整体上市。

疑问二：ST 玉源重组工作进展如何？

确认：ST 玉源 25 日披露，公司的重组工作已取得阶段性进展，新希望集团有限公司拟将其持有的相关金融性经营资产置入公司，北京路源世纪投资管理咨询有限公司、北京九合投资管理有限公司拟购买公司现有全部资产和负债，将现有经营业务全部剥离。具体方案双方正在协商之中。

疑问三：宏图高科拟定向增发？

确认：宏图高科近日公告称，公司拟向不超过十家的特定对象非公开发行股票，发行股票规模为 8000 万股至 12500 万股。其中，向公司控股股东三胞集团及南京盛业、江苏苏豪、银诚利等四家发行对象发行的股份数量不低于本次发行数量的 26.7%，向其他机构投资者发行的股份数量不超过发行数量的 73.3%，募集资金上限为 215004.57 万元 其中含股权认购价。

疑问四：据说，通威股份收购永祥股权议案已获股东大会通过？

确认：通威股份近日召开年度股东大会，受到投资者高度关注的公司拟收购通威集团持有的四川永祥股份有限公司 48% 的股权和巨星集团持有的永祥公司 2% 的股权的议案，获得顺利通过。永祥公司所从事的 PVC 化工产业，特别是其从 2007 年起开始投资的多晶硅产业，未来将成为通

威股份在饲料、水产品之外的第二主业，通威股份由此正式进入光伏发电这一新能源领域。

疑问五：新希望集团拟增持 \*ST 宝硕控股权？

确认：\*ST 宝硕近日公告称，新希望集团旗下的新希望化工投资有限公司以 2350 万元的价格竞得原为河北宝硕集团持有的 4513 万股公司股份。而随着上述股权的划转，新希望化工也将由此接过 \*ST 宝硕的“重组大旗”。

疑问六：蓝星新材将出资扩大有机硅产业？

确认：蓝星新材 27 日公告称，公司决定与控股股东中国蓝星（集团）总公司及其全资子公司蓝星法国公司设立合资公司，用以建设 400kva 有机硅工程之一期工程 200kva 有机硅工程。根据公告，合资公司暂定名蓝星有机硅（天津）有限公司，注册资本全额人民币为 92928 万元。其中，中国蓝星（集团）总公司出资 21372.44 万元，占 23% 股份；蓝星新材出资 48322.56 万元，占 52% 股份；蓝星有机硅法国公司出资 23232 万元，占 25% 股份。本次建设有机硅项目已经国家发展和改革委员会核准批复。

疑问七：有消息称，小天鹅股权争夺战已尘埃落定？

确认：美的电器 28 日公告称，公司于 2 月 26 日与无锡国联集团签定《股权转让协议》，拟以 16.8 亿元受让无锡国联持有的 8767 万股小天鹅 A 股股份，占小天鹅总股本的 24.01%，该交易尚需国资监管部门批准。

疑问八：安徽出版集团上市拟借壳科大创新？

确认：停牌近两个月的科大创新近日公告称，公司决定以每股 13.88 元的价格向安徽出版集团发行不超过 1.22 亿股，以购买其合法拥有的

出版、印刷等文化传媒类资产，上述资产的预估值为 16.8 亿元。

疑问九：五粮液资产注入有了时间表？

确认：五粮液在近日刊登的年报和董事会公告中明确表示，3 年内逐步将五粮液集团中与上市公司酒类生产相关度较高的资产收购到上市公司中来，预计在 2010 年底前完成整合，约需资金 60 余亿元。

疑问十：据说，宝新能源欲建国内最大海上风电场？

确认：宝新能源近日披露，公司 27 日与陆丰市人民政府就陆丰甲湖湾海上风电场（1250MW）超临界项目、陆丰甲湖湾发电厂（8×1000MW 超超临界发电机组）项目、陆丰甲湖湾煤电及通用码头（7.5 万吨级）项目建设签订了合作签约仪式，其中海上风电场装机容量 125 万千瓦，规模居全国第一。

疑问十一：有消息称，福耀玻璃取消再融资计划？

确认：在充分考虑中小股东利益并兼顾股东和公司之间利益平衡以及当前市场环境后，福耀玻璃作出了取消公司增发再融资的决定。福耀玻璃 29 日披露，公司第五届董事局 2 月 28 日下午召开第二十六次会议，审议通过了取消再融资计划的议案。

疑问十二：苏泊尔分配方案何时能揭晓，该股何时能复牌？

确认：苏泊尔于 29 日发布了年报，公司在年报和董事会报告中明确表示，将以资本公积金转增股本的方式，向全体股东每 10 股转增 10 股，转增后公司总股本增加到 43204 万股。而公司的复牌日期将推迟。（赵伟云）

### ■上证博客

## 可借 B 股打开收购