

宏观经济

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

徐佳蓉

63081270

xujiarong@cindasc.com

上市公司再融资的分析

2010年1月6日

摘要

- 2001年以来上市公司再融资保持了较高的增长速度。2001年到2008年年复合增长率为41%。再融资成为公司融资的主要渠道。
- 上市公司再融资以债券发行为主要方式，其次是增发。2008年债券发行占全部再融资的比重超过一半。
- 银行、公用事业与房地产是进行再融资的主要行业。银行占据了再融资市场的主体，但比重随着时间的推移而有所下降，公用事业也是再融资市场的重要力量，随着银行比重的下降而呈现上升的势头。
- 股权分置改革之后上市公司再融资速度提高。之后高于之前近10个百分点。股权分置改革之后再融资方式以企业债与定向增发为主。
- 由于增资的速度高于ROE提高的速度，再融资的公司短期内会出现一定的效益调整的情况。但长期看，再融资为企业绩效的提高创造了良好的条件。根据配股的关键时点的平均超额收益率，在股东大会公告日后10天、配股公告日前10天与后10天具有较高的超额收益率，存在一定短期投资机会。

1.再融资成为上市公司融资的主要渠道

2001 年以来上市公司再融资保持了较高的增长速度。2001 年包括银行与金融类的上市公司再融资规模为 495 亿元 到 2008 年达到了 5606 亿元，年复合增长率为 41%。

上市公司再融资成为公司融资的主要渠道。2008 年上市公司全部证券融资规模 6641 亿元，再融资规模 5606 亿元，占全部融资规模的比重达到 84%。

上市公司再融资以债券发行为主要方式，其次是增发。2008 年债券发行占全部再融资的比重为 56%，增发占比 41%。与 2001 年相比，债券比重提高 56 个百分点，增发比重提高 14 个百分点。与此对应的是配股下降了 70 个百分点。

银行、公用事业与银行是进行再融资的主要行业。银行占据了再融资市场的主体，但比重随着时间的推移而有所下降，在 2001 年占比为 78%，到 2008 年银行占比下降为 50%。公用事业也是再融资市场的重要力量，随着银行比重的下降而呈现上升的势头。在 2001 年占比为 3.4%，到 2008 年上升为 9%。

股改后再融资状况出现一定的变化。首先，股权分置改革之后上市公司再融资速度提高。股权分置改革之后，伴随着制度的改进与政策的调整，上市公司再融资存在着一个明显提速过程。2005 年到 2008 年再融资规模年复合增长率为 45%，2001 年到 2005 年复合增长率为 39%。前者高于后者 6 个百分点。

其次，股权分置改革之后再融资方式以企业债与定向增发为主。股权分置改革之前，再融资方式以股权融资为主。2001 年配股与增发合计占到了全部再融资的 99%，企业债为 1%。股权分置改革后，再融资以企业债为主。2006 年，配股与增发合计占到 36%，企业债的比重达到了 64%。企业债的比重超过了股权融资的比重。到 2008 年，虽然有调整，但企业债的比重还是达到 57%，同期配股和增发合计占比 43%。

股权分置改革后，股权融资以定向增发为主。股权分置改革前，配股是股权融资的主要方式。2001 年配股占全部再融资的比重为 72%。股权分置改革后，定向增发成为股权融资的主要形式，2006 年定向增发占全部股权融资的 88%，公开增发只有 10%，配股为 2%。2008 年虽然有所调整，但定向增发比重依旧达到 72%。定向增发定价机制的灵活发行简单与迅速是其受到偏好的原因。股改后可转债的增张较快。由于相对较低的成本，可转债的增张较快。2006 年可转债的规模为 46 亿元，到 2008 年为

76 亿元，年复合增长率达到 30%。

2.再融资中的投资机会

以 2001 年到 2007 年实施配股增发与可转债的公司，以净资产收益率与扣除经常性项目损益后的净资产收益率为业绩指标，以再融资前一年、后一年、后两年业绩与再融资当年做对比分析。首先，净资产收益率的波动在再融资后有所提高。2001 年到 2008 年，上市公司净资产收益率的波动情况是，再融资年度前一年波动平均略高于再融资当年，而再融资后一年与后两年波动高于再融资当年 3.0 与 4.0。扣除非经常性损益后的标准差变动类似。由于增资的速度高于 ROE 提高的速度，在再融资的短期内出现一定的效益调整的情况。但长期看，再融资为企业绩效的提高创造了良好的条件。

配股曾经是中国上市公司股权融资的主要方式。随着上市公司融资方式的多元化与市场化，其主导地位逐步被定向增发所取代，比重出现较大幅度的下降。但是，从国际情况看，如美国日本，配股始终占到了上市公司股权融资的半壁江山。配股还将长期保持。对于投资者，配股还具有一定的短期投资机会。在配股中，重要的时点是，预案公告日、股东大会公告日与配股公告日。2006 年到 2009 年关键时点的平均超额收益率。股东大会公告日后 10 天、配股公告日前 10 天与后 10 天具有较高的超额收益率。

图：平均累计超额收益率

	预案公告日 前 10 天	预案公告日 后 10 天	股东大会公 告日 前 10 天	股东大会 公告日后 10 天	配股公告 日 前 10 天	配股公告 日 后 10 天
2009	0.2	-0.1	-0.6	3.0	4.2	3.2
2008	0.1	0.1	-0.4	4.7	5.2	4.8
2006	-3.4	8.7	-4.8	0.9	4.8	2.6

资料来源：信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102