

A股投资生态出现积极变化 回购融资比首超60%

证券时报记者 张娟娟

在成熟的资本市场,股票回购十分常见。对中国市场而言,回购支持政策不断出台,随着回购增持再贷款的政策落地,上市公司回购积极性明显提升。2024年A股市场投融资生态发生积极变化,回购融资比大幅跃升,市场投资属性进一步强化。

参考境外市场,回购与二级市场走势紧密关联。A股的回购规模处于何种水平,回购如何影响股价和公司财务绩效,回购规模以及执行力度是否具备提升空间?基于当前回购融资比显著提升的背景,本文抽丝剥茧,深入探寻回购对资本市场发展的积极意义以及目前A股回购存在的问题,并提出针对性建议。

1 主动回购金额创新高

2024年是回购“大年”,根据证监会公布的数据,上市公司全年回购金额达1476亿元,创历史新高。为真实反映上市公司的回购情况,数据宝剔除股权激励注销、盈利补偿、重组类的回购,仅统计市值管理、员工持股计划、股权激励及其他类型的主动回购,分别按照预案日和完成日进行分析对比。

按预案日计算(仅统计有公布回购金额的公司),2024年A股公司回购预案金额合计超过2350亿元(回购金额上限),累计回购(含正在实施的公司)超过1127亿元,创历史新高。完成回购的公司中,回购金额履约率(完成回购金额/预案金额上限*100%)保持在70%以上。

2025年以来(截至1月10日),又有20余家上市公司发布主动回购预案,其中广大特材拟回购金额上限达4亿元,澳华内窥镜拟回购金额上限2亿元,两家公司均为上市以来首次回购。

若以回购完成日计算,在2024年完成回购的金额达到1757.25亿元,较上一年翻倍。

2024年4月,国务院印发的《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》明确指出,引导上市公司回购股份后依法注销。在政策指引下,2024年披露注销式回购方案的公司数量创历史新高,回购金额也创阶段性新高。

按预案日计算,2024年注销式回购的金额超170亿元,药明康德、顺丰控股、中国石化、比亚迪等注销式回购金额均超过4亿元。按照回购完成日计算,2024年注销式回购金额超过300亿元,涉及近200家公司,注销金额几近翻倍。

上市公司回购注销的及时性也大幅提升。以注销年份与完成回购年份对比(注销年份-完成年份),2024年完成回购且1年内注销的公司数量占比达到100%,注销及时性创近8年以来新高。

2 回购融资比首次突破60%

与分红一样,回购是上市公司利润分配的重要途径,体现公司投资价值。通常来说,若回购金额大于股权融资金额,表明公司从外部融资转向内部回馈股东,体现公司经营良好、现金流充裕,且认为自身股票价值被低估,通过回购提升股价,增强投资者信心。

近年来,相较于融资规模,A股回购跑出“加速度”,2024年回购金额与股权融资(首发融资、再融资)比值(下称“回购融资比”)大幅提升。按回购完成日计算,2024年A股回购融资比达到60%以上,较上一

年提升50个百分点以上,回购融资比创历史新高,其中回购与再融资比值接近80%。随着回购增持再贷款落地,未来有更多公司参与回购或加大回购力度,回购融资比有望持续提升。

不过相比美股,A股回购融资比还有较大提升空间。根据标普官网数据,2002年美股回购金额超过1200亿美元,2023年达到7952亿美元,2024年超过7500亿美元。与一级市场股权融资相比,美股回购金额自2002年以来持续超越前者,2022年以来美股回购融资比持续超过4倍。

3 三大积极意义

在2017年致股东信中,巴菲特毫不掩饰对回购公司的喜爱。他坦言非常喜欢回购股票的公司,其认为在多数情况下,有回购的股票在市场中是被低估的。当公司的经营规模不断扩大,但流通股数量不断下降时,股东将会非常受益。

回购对公司本身、对市场会产生哪些影响?对A股回购公司(已完成)进行剖析后发现,主要体现在以下三方面:

增强信心,发挥股价“稳定器”作用

对A股而言,上市公司回购往往集中在低估估值期,回购预案发布后,不论是中期还是短期维度,均能提振股价。

从公司来看,以2013年以来披露的4300余起回购方案为样本,短期来看,以回购预案日(T)为基准,相关公司自T日至T+1、T+3、T+5、T+10日平均涨跌幅均超过同期沪深300指数。T日至T+1日,披露回购公司的平均涨幅达到1.84%,同期沪深300指数平均涨幅低于0.3%;T日至T+10日,披露回购公司的平均涨幅3.5%以上,同期沪深300指数平均涨幅低于1%。

长期看(以指数代替),自2021年至2024年,万得股票回购指数连续4年跑赢沪深300指数,2021年沪深300指数下跌5.2%,当年股票回购指数逆市大涨近34%。

实际上,彭博社的研究发现,回购规模和行业涨幅呈明显的正相关。A股市场回购规模与市场表现亦有同样的规律,按照近10年回购金额划分范围(不足10亿元按上市日起计算),计算同期年化收益率均值。数据显示,累计回购超过100亿元的公司,同期年化收益率均值超过12%;累计回购金额30亿元至100亿元的公司,同期年化收益率均值11%左右;累计回购金额低于1亿元的公司,年化收益率均值低于7%。

回购融资比越高,交易标的投资属性也越强。近10年A股回购融资比超过100%的公司,同期平均年化收益率接近15%;回购融资比低于10%的公司,平均年化收益率不足7%。

传递积极信号,提升公司每股价值

对于注销式回购,股票回购将减少流通股股本数,当公司净利润不变时,每股收益(EPS)将提高,表明公司每股价值的提高。

以2023年及以前完成注销式回购的812家公司(含重复)为研究样本,按完成日计算,回购当年及上一年均实现盈利,且当年净利润较上一年变动幅度在1%的公司中,当年每股收益不低于上一年的公司数量占比过半。比如,泰格医药2023年完成近3.7亿元的注销式回购,2023年及上一年公司净利润均为20亿元左右,2023年公司每股收益2.34元,较上一年小幅提升。富春环保2020年完成1.71亿元的注销式回购,公司2020年净利润较上一年下降,但每股收益保持不变。

优化资本结构,提升资金使用效率

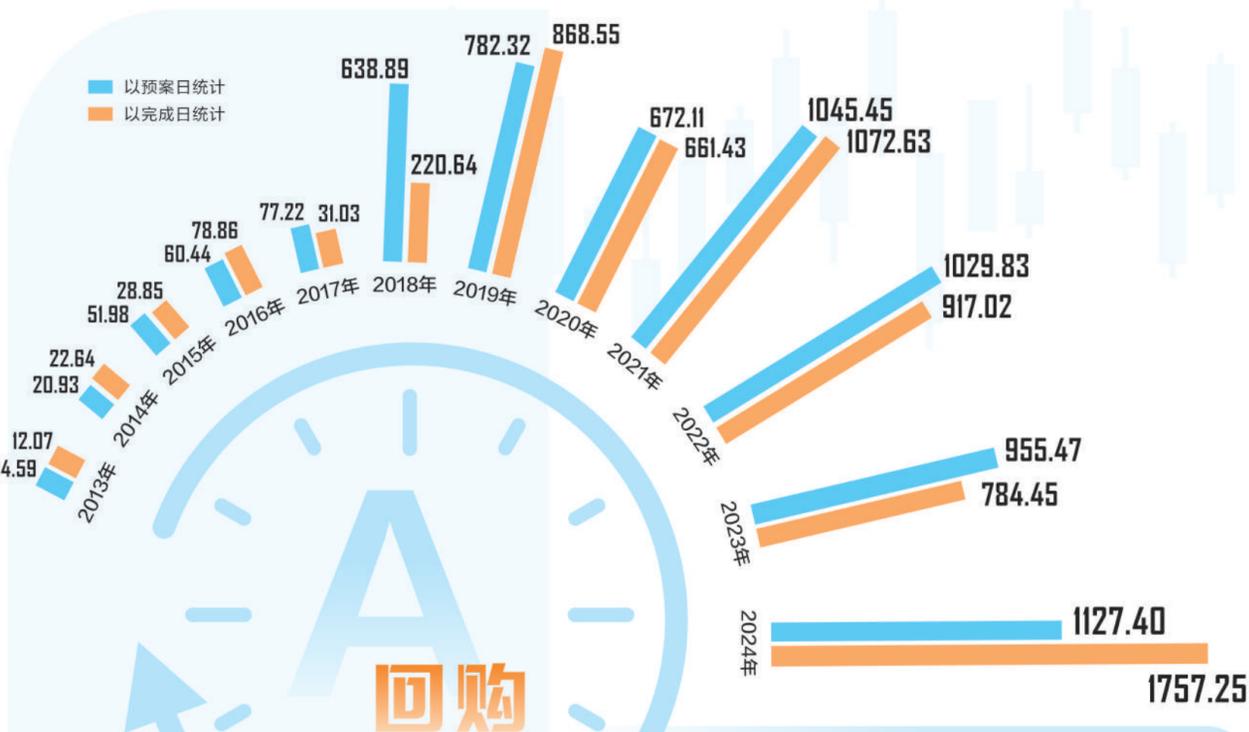
从回购资金来源看,大多数公司使用自有资金或闲置资金开展回购,可以提升资金使用效率,使得公司资产结构更加合理。

数据显示,上述812家样本公司中,回购资金来源为自有资金,且回购完成当年及上一年均为盈利的公司有555家中,完成回购上一年平均总资产周转率为0.63次,完成当年提升至0.65次。

进一步来看,平均总资产周转率较上一年提升的公司回购金额均值接近4亿元,回购金额均值是其余公司的2倍左右,加权净资产收益率(加权ROE)均值超过11%,较上一年提升1个百分点以上。

按照回购金额分类可以发现,回购规模与ROE呈现一定正相关性。完成回购超50亿元公司当年加权ROE均值接近21%,上一年均值低于20%;完成回购1亿元以下公司加权ROE均值11%左右,上一年平均9%。

以格力电器为例,公司2021年完成回购60亿元,同年将回购股份注销,2021年公司净利润微增,总资产周转率由上一年的0.61次提升至0.63次,加权ROE由上一年的18.88%提升至21.34%。



A股市场历年回购金额一览 (单位:亿元)

4 存在的三大问题

值得肯定的是,在上市公司开展大规模回购后,A股投融资生态已大幅改善,回购正成为市场的“造血”机器,是市场资金来源的重要途径。然而,在目前回购中,仍有以下三方面问题:

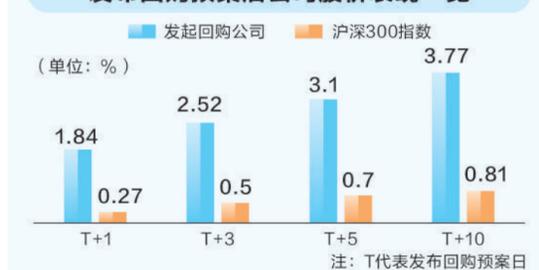


不同回购规模公司的平均年化收益率对比 (%)

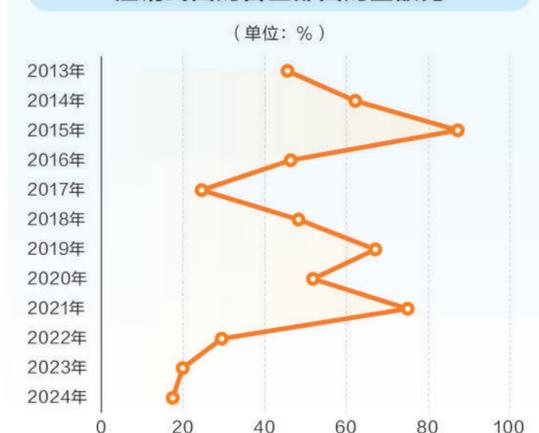
回购金额范围	按全部类型回购统计	按注销式回购统计
大于100亿元	12.27	18.38
30亿元至100亿元	10.91	9.77
20亿元至30亿元	12.73	9.62
10亿元至20亿元	8.98	7.00
5亿元至10亿元	8.56	7.36
1亿元至5亿元	7.65	6.72
1亿元以下	6.74	7.44

注:统计区间为2015年至2024年

发布回购预案后公司股价表现一览



注销式回购占全部回购金额比



注销式回购金额占比偏低。与全部回购金额相比,注销式回购金额占比并不高。按完成公告日计算,2022年以来,注销式回购金额占全年回购金额比例均低于30%,2024年该比值仅17%左右。

2017年至2022年有大量公司完成回购的股份尚未注销,2019年完成回购的公司中,回购股份注销的公司数量占比仅有32.8%,2020年、2021年占比均处于偏低水平。

大公司回购力度不足。从美国股市来看,规模较大的公司回购金额普遍较高。最新市值超3000亿美元的公司中,2015年以来未实施回购的公司屈指可数,这些公司回购金额占全市场比例(下称“回购贡献度”)超过50%;市值前10家公司回购贡献度超过26%,且基本均由美股“科技七巨头”贡献,仅3家公司未实施回购。

以苹果为例,该公司2015年以来回购金额超过6500亿美元,单家公司回购贡献度近14%,同期公司分红金额不足回购金额的1/5。2015年至2024年,公司股价平均年度涨幅超过30%,净利润由533.94亿美元增至900亿美元以上。

从A股来看,大公司无论是参与回购公司的数量还是回购金额均偏低。截至2025年1月10日,A股市场上市市值超千亿元的近130家公司中,自2015年以来实施回购的公司有71家,累计回购金额近1900亿元,回购金额对全市场的贡献度为26%。其中市值前十公司,仅有贵州茅台、宁德时代实施回购,且回购金额贡献度不足2%。去年12月末,贵州茅台发布上市以来首份回购案,拟回购金额上限60亿元,成为A股历史上拟回购金额最高的食品饮料公司。

部分公司回购履约率较低。随着监管力度的提升,近年来,“忽悠式”回购的案例数量已基本清零,回购履约率偏低公司数量大幅减少。按预案日统计,2024年回购履约率低于30%的公司有6家,公司数量创2018年以来新低。

不过需要注意的是,若实际执行情况与披露回购计划存在较大差异,将导致市场预期落差,对公司股价造成冲击。

比如*ST富润,公司2024年6月18日披露回购预案,拟回购2666.66万股,当日股价涨停;公司于2024年12月19日公告完成回购273.59万股,但回购金额占预案金额下限比值不到15%。自2024年12月20日以来,公司股价下跌超30%。另外,振华新材、凡拓数创等公司实际回购金额占预案金额下限比值均低于50%,前者占比不足10%,自完成日以来股价跌幅超过5%。

纵观全球股市,不仅是美股,港股、英国股市的回购融资比也处于较高水平,英国市场回购金额10余年前便超过融资金额。2010年至2024年,美股年度回购金额持续超越分红,年均回购超过600亿美元,其中标普500指数成份股贡献半壁江山,同期该指数年度平均涨幅超过12%。德邦证券表示,“回购潮”与“市场底”存在一定的相关性,其本质是“回购效应”对股价形成了支撑。

目前,A股回购已呈显著积极的态势,但回购规模尚不足分红规模的1/10。在加强“忽悠式”回购监管的同时,如何有效提升A股回购规模已然成为当务之急。对此,笔者主要提出以下三点建议:

用好再贷款工具,提升回购力度。事实上,2024年A股公司回购预案金额已首次超越再融资金额,然而完成回购公司中,回购金额履约率不足80%,间接造成了整体回购规模相比全球市场仍偏低。

对上市公司而言,在提高回购履约率的同时可结合自身现金流状况,将闲置资金用在“刀刃”上,也可以使用回购增持再贷款等货币工具积极开展回购。

去年10月20日首批回购再贷款公司公布方案以来,截至今年1月10日,已有近300家公司披露方案,总贷款金额高达380

(本版专题数据由证券时报中数数据库提供)