

上市公司股东热衷可交换债 “花式减持”背后资本运作忙

证券时报记者 童璐

经历了“最严减持新规”出台的短暂沉寂后,被视为上市公司股东“减持融资利器”的可交换公司债(简称EB、可交换债)再次进入井喷状态。

证券时报·e公司记者根据Wind数据统计,仅仅2017年9月,已经有中国石油、乐普医疗、福鞍股份、兖州煤业、伊力特、湘电股份、长城影视、新疆天业等8家上市公司股东新抛出了拟发行可交换公司债的融资计划。其中,中国石油控股股东拟通过可交换债募集资金规模不超过200亿元,刷新中国交建控股股东目前正在筹划的150亿元可转债规模记录。目前,市场可统计的以上市公司股权为交换标的的公私募可交换债总量已超过1200亿元。

和可转换债一样,最新的可交换债申购规则也改变为信用申购。证券时报·e公司记者发现,不仅民营企业股东热衷于可交换债,央企和国企在融资上也更加倚重可交换债。而可交换债背后的二级市场套利空间,也再度成为市场关注的话题。

千亿可交换债融资

简单说,可交换债是上市公司股东以上市公司股票为质押物进行融资而发行的债券。与可转债相比,可交换债的发行主体是上市公司的股东,可转债的发行主体是上市公司本身。两者都具有股权和债券的双重属性,进可攻,退可守”,在股东减持和融资上有独特的功能。

Wind统计显示,仅仅在今年5月“最严减持令”发布后,可交换债作为股东的潜在减持方式,新规也对其产生了影响。6月至7月间,A股可交换债的发行速度有所放缓,但随着对政策的理解逐渐明确,A股公司股东发行可交换债再度提速。整个8月,共有18家上市公司股东发布了拟发行可交换公司债的计划,创下了A股可交换债单月发布计划数新高。

截至目前,今年已经有68家A股上市公司股东宣布发行可交换债,超过2016年全年的51家,2015年这个数字是19家。

可交换债在规模上也不断创下新高,在国企融资上尤其突出。9月20日,首钢股份控股股东首钢集团宣布完成非公开发行的60亿元可交换公司债券,其中第一期实际发行规模36亿元,债券期限3年,票面利率1%;第二期债券实际发行规模24亿元,债券期限3年,票面

利率0.9%,远低于其他渠道融资成本。

首钢集团称,本次募集到的资金将主要用于支持发展首钢集团非钢业务,配合加快发展首钢供应链金融等,实现钢铁业和城市综合服务两大产业协同发展的战略定位。

这是目前钢铁行业和国内市场已完成的规模最大的私募可交换公司债。但这记录将很快将被宝钢股份和中国石油打破。目前,国资委已经核准了宝武集团不超过150亿元的可交换公司债发行计划。同时,中国石油大股东中国石油集团9月15日也再次抛出了200亿元的可交换公司债发行计划。

Wind数据显示,国内已可统计到的上市公私募可交换债券规模合计已经达到1220亿元。可以预见,随着央企巨无霸集团公司的融资,可交换债市场仍将迅速扩容。

减持背后的资本运作

由于在满足换股条件下,上述可交换债券持有人都有权在债券的换股期内,将其所持有的可交换债券交换为上市公司股票,可交换公司债最常见的用途在于低成本融资和换股带来平滑减持。

实际上,如果拿来和定向增发、可转换债发行和股权收购等配合,可交换债券也是盘活存量股权,进行资本运作的利器。

按照规定,公司债券交换为每股股份的价格应当不低于公告募集说明书日前20个交易日公司股票均价和前一个交易日的均价。而在实际操作中,通常转股价格更是会比现价高出20%~30%。因此,目前存在着大股东溢价通过可交换债减持,再折价通过所持有的正股认购可转债或者直接通过增发等方式接回股票的套利空间。

多位市场人士向记者表示,在目前A股市场波动较大的情况下,只要时机找准,股东通过EB玩转“高抛低吸”等资本运作并不难,只需要注意6个月内不得反向操作”的规则。证券时报记者发现,近期大股东推出可交换债的公司,其中多家也推出了上市公司层面的可转换债券和定向增发。比如今年4月,山东高速集团以持有的山东高速股票为标的公开发行的可交换公司债券25亿元,近期则筹划了发行可转债融资方案。

放到更长的时间轴看,可交换债换股和控股股东增减持意图,利润分配等也有联系。比如正邦科技

部分可交换债转股价格						
代码	名称	转债代码	转债简称	转股起兑日	最新转股价	现价
60322.SH	冀澳环保	137039.SH	17冀01EB	2019-01-29	38.16	40.96
60371.SH	海利生物	137026.SH	17海01EB	2017-10-19	13.39	
		137022.SH	华易04EB	2017-08-16	34.42	
603008.SH	吉临门	137020.SH	华易03EB	2017-05-17	34.42	
		137018.SH	华易02EB	2017-05-09	34.42	16.79
		137014.SH	16华易EB	2017-04-12	23.27	
601928.SH	圆通	132007.SH	16圆通EB	2017-10-31	15.75	9.23
601099.SH	紫金矿业	137028.SH	17华01EB	2018-01-24	3.79	3.91
601257.SH	中国石油	132009.SH	17中油EB	2018-07-18	8.92	8.05
601801.SH	皖新传媒	132005.SH	16皖新EB	2017-06-23	16.19	12.24
601636.SH	中海半圆	137037.SH	17中海EB	2018-02-28	5.58	4.94
601233.SH	恒昆股份	132010.SH	17恒昆EB	2018-08-03	17.12	16.66
601222.SH	林洋能源	137033.SH	17林洋EB	2018-01-29	9.00	8.9
601113.SH	华联股份	137011.SH	16华联EB	2017-02-20	9.20	10.20
601100.SH	国电南瑞	137021.SH	16国电EB	2017-05-29	19.70	17.86
600519.SH	江苏银行	137035.SH	17华西EB	2019-08-05	10.24	8.41
600885.SH	宏发股份	137007.SH	16宏发EB	2017-01-16	35.55	41.19
600869.SH	晋能能源	137008.SH	16晋01EB	2017-01-29	10.233	7.31
600633.SH	浙数文化	132011.SH	17浙数EB	2018-08-17	25.00	17.56
600435.SH	北方导航	137038.SH	17中兵EB	2018-02-28	17.74	14.53
600476.SH	津浦股份	137042.SH	17津浦EB	2018-03-13	14.25	11.83
600350.SH	山东高速	132008.SH	17山高EB	2018-04-26	9.80	6.01
600290.SH	安琪酵母	137033.SH	1701EB	2018-02-22	29.00	24.75
600258.SH	首旅酒店	137003.SH	15首旅EB	2016-06-23	15.33	29.72
600233.SH	国通管道	137027.SH	17国通EB	2020-03-26	18.75	21.23
600188.SH	兖州煤业	137024.SH	17兖01EB	2017-10-23	13.14	13.17
600160.SH	巨化股份	132012.SH	17巨化EB	2018-09-04	13.60	11.55
600153.SH	建发股份	137034.SH	17建发EB	2018-02-02	15.30	11.61
600111.SH	北方稀土	137015.SH	16包集EB	2017-09-27	17.04	16.25

童璐/制表 翟超/制图

控股股东正邦集团2015年推出以初始转股价格为19元/股的7.6亿元可交换债,2016年5月26日进入转股期。当年7月正邦集团推出每10送20股的2016年中期利润分配方案。高送转时,大股东需承诺6个月内不减持,但因投资者换股而被动减少持有公司股份不受限制。2016年,部分“正邦债”投资者行使了换股权。但在A股市场持续调整中,目前正邦股份的股价已经长期徘徊于换股价下方,今年7月,正邦集团宣布增持公司股票1.5亿元~2亿元,也算部分实现了平滑减持后的“高抛低吸”。

二级市场博弈换股机会

堪称投资高手的浙江东方,用一份《拟认购可交换债基金份额的公告》向市场阐述了可交换债的投资逻辑。浙江东方拟出资3亿元作为劣后级出资人,参与认购东方嘉富发起设立的一只可交换公司债券基金,投资标的主要为可交换债。相对于稳健的债券利息收益,东

方嘉富可交换债基金直言瞄准的是可交换债的“换股价值”。公告称,通过对可交换债对应拟换股票质地的把握,通主动价值管理,寻求更高的换股收益,寻找风险较低的项目并提高换股成功率和溢价预期。

但能否成功完成换股,要看私募可交换债的发行人意愿和市场环境。南方某企业一位财务总监向证券时报记者表示,判断可交换债是偏股还是偏债,主要看转股价、票面利率和可转债条款设计等。“一般来说,利率高于3.5%的偏债,主要以融资为目的。票面利率较低,转股价和发行时正股价相比溢价不高甚至折价发行的,以偏股型偏债持的居多”。同时,换股期较早,容易被触发向下修条款的,也被认为是偏股型可交换债券。

面对近期市场的火热,中金公司、中信证券、国泰君安等券商机构陆续推出可交换债券的深度研究报告,对二级市场投资者能否寻找到具有较大上涨潜力的正股获得投资收益做出分析。多家券商都统计称,偏股型可交换债对应的上市公司正股,

明显二级市场走势好于A股整体。

证券时报记者梳理Wind数据发现,目前可以统计到市场上存续的公募、私募可交换债目前共有139只,换股标的涉及包括华夏幸福、神雾环保、奥瑞金等在内的124家上市公司,票面利率在0.1%~10%不等。目前有68个可交换债是市场认为的利率4%以下的偏股型债券。

综合多家券商研报,二级市场投资者可以通过寻找具有较大上涨潜力的正股投资收益,即找到那些目前市场价格低于换股价格、发行人减持意愿较强或正股本身具有高成长性的股票进行投资。Wind数据显示,目前这些偏股债券中,已经出现了奥瑞金、皖新传媒等已经进入换股期但不少换股价格和二级市场股价严重倒挂的股票。

不过,市场也曾经出现过亏损换股的“意外”。比如15大重债就是私募EB市场第一个亏损案例。大连重工的股价从未突破换股价格(10.14元/股,后调整为5.06元)。但投资者在浮亏10%的情况下,仍坚持换股。

288米高与每秒10米速度 折射国产电梯升级之路

证券时报记者 刘宝兴

9月26日,康力电梯(002367)位于江苏省汾湖高新技术产业开发区的288米电梯试验塔正式落成。同天,这个电梯试验塔对外展示了康力电梯研发的10米/秒超高速电梯等新产品。

288米,是目前全球最高的电梯试验塔;10米/秒,代表着国产电梯目前能达到的最快速度。

多位电梯业观察人士指出,国产电梯在高速、高参数电梯等高端产品方面,与国际电梯品牌相比仍存在差距,技术水平、品牌影响力等均有待升级。

差距

作为中国电梯行业的一家上市公司,康力电梯的发展历史,以及苏州电梯产业发展史,均可以作为中国电梯行业的发展样本。

苏州的电梯产业发展较早,在上世纪70年代末,苏州就有了自己的电梯厂。但在80年代后,外资电梯巨头迅速抢滩中国市场,抢走了电梯市场这块蛋糕中的绝大部分。”康力电梯董事长王友林回忆他创业之时苏州电梯产业的竞争格局。

中国电梯行业协会人士表示,

我国的电梯行业,在初期是以引进国外品牌、合资建厂为发展的。近年来,奥的斯电梯、迅达集团、通力集团、蒂森克虏伯电梯等国外品牌都在我国有了较好的发展,同时也带动了我国电梯行业的发展。

在王友林看来,康力电梯的发展可以分为四个阶段:1997年至2004年为开拓起步阶段。该公司当时从2万元起步,属于无资金、无技术、无设备、无业务的“四无”状态;2005年至2007年是迅速成长阶段。在此期间,该公司技术、营销、工程、管理、人才建设、企业文化等快速发展;2008年至2010年是改制上市阶段。2010年3月,康力电梯成功上市,成为中国电梯行业整机企业上市第一股;2011年至今则为第四个阶段。

资料显示,过去十多年里,受益于城镇化和房地产的繁荣,国内电梯的需求量与日俱增,从2005年开始进入爆发式增长。目前,中国已经成为全球最大的电梯制造国和消费国。自康力电梯上市以来,经过多年发展,目前完成上市的中国电梯整机企业已有多家。但是在电梯外资企业、本土企业及合资企业竞争日益激烈的背景下,国产电梯品牌

和国外电梯品牌之间,仍存在一定差距。

苏州市质监局人士表示,截至去年,苏州市共有82家电梯整机企业,全市去年电梯产量合计14.5万台。其中,去年产量排名中,通力电梯、康力电梯、江南嘉捷电梯、东南电梯、巨立电梯位居前五。值得说明的是,排名第一的通力电梯去年产量为7.5万台,但通力电梯为外资企业。

该人士还介绍称,苏州市82家电梯整机企业中,去年销售量超过3000台的企业仅7家。另外,2016年苏州地方品牌的电梯销量之和不及某外资品牌”。王友林也指出,对于国内电梯行业而言,今年是竞争最为激烈的一年,原材料价格大幅上涨,许多企业经营利润严重下跌,国内电梯行业必然进入新一轮竞争更为激烈的大洗牌。

中国电梯行业协会人士认为,中国电梯行业已经发展到了关键时期,已经全面进入了产业结构、产品结构的调整期。在这个调整期里,很多问题亟需解决,其中包括产能过剩、电梯后市场服务能力滞后、研发技术储备不够等问题。

在这种环境下,通过技术升级,进入高端产品领域,是国产电梯企业实现“突围”的关键。

就技术水平而言,目前国产电梯企业普遍缺乏核心技术的竞争,技术储备不足,在高速、高参数电梯方面,关键零部件还需要进口。以运营速度在10米每秒以上的超高速电梯为例,国产电梯此前在该领域一直没有突破。

据悉,康力电梯此次推出的10米/秒超高速电梯,填补了国内超高速电梯的技术空白。该公司同天推

出的20米无支撑自动扶梯以及50米超大高度自动扶梯,也填补了国内自动扶梯领域的技术空白。

值得一提的是,康力电梯此次落地的电梯试验塔,主体结构高度为288米,是全球最高的电梯试验塔,该试验塔共有9个井道,除了10米/秒的超高速电梯外,还可测试最高达21米/秒的超高速电梯、3.6吨8米/秒双轿厢电梯和42米大高度重载交通型自动扶梯等,为未来高端产品的研发预留了空间。

电梯试验塔主要用来做电梯整机、电梯安全部件和重要部件的型式试验。即在新产品推向市场之前测试其技术性能、安全性能,并从运行过程中找出其缺陷和隐患,从而为整梯和配件企业改进产品设计提供依据。一般来说,试验塔越高,电梯试验速度越快,技术要求越高,电梯试验塔也是衡量一家电梯厂家是否具备自主研发能力和知识产权的重要标志。

王友林认为,中国电梯市场仍在较大发展空间,新型城镇化、公共基础设施建设的拉动,老旧电梯更新改造等需求将逐步释放,随着“一带一路”国家战略的推进,康力电梯的出口量也会继续保持增长。他强调,康力电梯未来将在技术创新与智能制造、战略与营销等方面进行升级。