

融资受阻 业务受限 B股市场寂寞多年盼重生

证券时报记者 林晖

新城 B 是江苏省房企龙头，在日前公布的《2012 年中国房地产百强开发企业》榜单上，其控股股东新城控股集团位列第 19 位，尽管如此，但新城 B 在国内的知名度并不高。

2001 年，新城 B 借壳五菱 B 上市，与 A 股的金地集团同时踏入资本市场，彼时两家公司在资产规模和盈利水平上差距都不大。10 余年后，金地集团已经成为国内房企“四大天王”之一，楼盘遍布各地，总资产达到 905 亿元，较 10 年前增长了近 40 倍；而新城 B 如今还是一家区域性房企，影响力仅在江苏省周边，目前资产规模尚不及金地集团的三分之一。身处 B 股市场，或许是新城 B 发展滞后的原因之一。

在 B 股市场这个近乎被遗忘的角落，存在着 100 多家像新城 B 一样的上市公司。长久以来，B 股市场低迷，发展远落后于 A 股市场，纯 B 股公司甚至多年与再融资无缘，而且中外合资企业的尴尬身份，有时也影响到公司经营发展。

完成使命 马放南山

谈起 B 股，上海一些上市公司的高管充满了感情。氯碱化工董秘许沛文告诉记者，B 股市场起步相对早，当年这些 B 股公司大多是行业中的优质企业，很多公司的股本结构一度出现过“大 B 小 A”的情况。海立股份总经理郭竹萍特别肯定了公司 B 股股东的历史贡献，“集团总股本中，B 股占比最高曾达到 47%，B 股募集资金对公司发展起到了巨大的推动作用。”

记者采访中了解到，B 股市场起步于 1991 年，在当时人民币不能自由兑换、外资不能进入 A 股市场的情况下，B 股市场的开放甚至在一定程度上解决了我国外汇储备匮乏的问题。以上海为例，耀皮玻璃、陆家嘴、浦东金桥、外高桥等本土公司陆续登陆 B 股市场募集资金，为企业经营发展发挥了积极作用。

然而，尽管当时 B 股市场满足了国家经济宏观层面的需要，但随着国家外汇储备的增加，经济逐步开放，H 股的出现以及境外上市的兴起，企业通过 B 股市场吸引外资的意向越来越少。统计显示，B 股市场诞生后 10 年内累计筹资不过 43 亿美元，远远不如中国企业通过海外上市

所筹资金。

2001 年 2 月，B 股市场正式对境内居民开放，并迎来为期 68 天的井喷行情，但此后仍没有摆脱融资停滞、资源配置功能丧失的境地。由于定位出现真空，战略上的模糊使得监管部门在出台政策时缩手缩脚，甚至有些新政策与发展 B 股市场相冲突。2002 年 11 月，QFII（合格境外机构投资者）制度在中国内地的实施，对面向海外投资者的 B 股市场可谓雪上加霜，使得本来就不活跃的 B 股市场，更加无人问津。

由于市场多年低迷，统计显示，两市 84 家同时具有 A/B 股的上市公司，B 股股价相对 A 股的平均折价率在 50%左右。以鼎立股份为例，6 月 25 日 A 股收盘价为 15.41 元/股，B 股收盘价（折合人民币）为 4.48 元/股，折价率达到 29.07%。

业务受限 融资匮乏

除了满足特殊年代的融资需求外，部分上市公司高管告诉记者，当初公司选择发行 B 股，还考虑了税收因素。

政策规定，外资占比 25%以上的企业即为中外合资企业。在 2008 年以前，合资企业可享受 15%的企业所得税优惠，低于当时内资企业 25%的税率水平。然而，2008 年将内外资企业所得税率统一为 25%，此后 B 股公司不但失去原有优势，反而多了一层外商身份，成了限制。

上海某公共服务行业 B 股上市公司董秘就对记者表示，公司一度希望涉足拍卖、典当业务，但受合资企业身份所限，该项业务迟迟不能开展，影响了公司业务的拓展。根据相关规定，外资企业的投资方向被分为鼓励类、限制类和禁止类。对限制类，外资企业须得到当地商务委员会甚至商务部的审批。

除了业务拓展受限，长期以来 B 股公司还面临着融资难的问题。经过 8 年融资“空窗期”后，截至 2011 年末，B 股市场总市值只有 1465.11 亿，仅为 A 股市场总市值的 0.69%，市值规模基本和 2000 年持平。

记者了解到，2000 年之后，B 股市场基本停止了融资和再融资。相比 A+B 股公司尚可以通过 A 股平台融资，纯 B 股则只能通过其他渠道解决资金问题。

编者按：B 股即人民币特种股票，是指以人民币标明面值，以外币认购和买卖，在中国境内证券交易所上市交易的股票。2001 年前其投资者限制为境外人士，2001 年之后向境内个人居民开放。

自 2004 年京东方发行 B 股以后，B 股市场停止扩容，已上市 B 股公司再融资也暂停。不过，随着今年以来粤华包 B 公司债获批，伊泰 B 发行 H 股获证监会核准，以及证监会主席郭树清在今年广东调研时对 B 股的表态，纯 B 股公司期待多年的再融资窗口或将再度打开。

近日，记者采访了上海多家 B 股上市公司及券商研究所，以期对 B 股改革路径建言，并希望引导投资者发掘 B 股的投资价值。



B股上市公司盼改革重生

振华 B 股高管向记者透露，公司 A 股自上市以来已经进行了 3 次再融资，但 B 股 1 次也没有；新城 B 证券办人士告诉记者，由于纯 B 股公司融资渠道多年不畅，公司一直是以银行和信托方式融资，成本较高。

但较高的融资成本并不是任何行业都能承受。阳晨 B 股高管就无奈地告诉记者，由于向市场再融资受限，而其

他融资渠道成本较高，公司的污水处理业务多年未能扩张。

无疑，资本市场最重要也是最直接的功能之一就是筹集资金。在这里，上市公司广泛吸收社会资金进行自我发展，并通过分红等形式回报投资者。但 B 股市场的融资功能却日渐式微，对不少具备再融资条件的 B 股公司来说，摆在面前的选择颇为无奈，或因得不到

B股市场大事记

• 1992年2月，“真空B”、“深南玻B”分别登陆上交所和深交所；

• 1995年11月，B股第一法《国务院关于股份有限公司境内上市外资股的规定》出台；

• 1998年2月，《境内上市外资股(B股)公司增资发行B股暂行办法》出台。

• 2000年9月，中国证监会发布《关于境内上市外资股（B股）公司非上市外资股上市流通问题的通知》；

• 2001年2月，《关于境内居民个人投资境内上市外资股若干问题的通知》发布，B股市场对国内投资者开放，迎来68天上涨行情；

• 2001年10月，张裕B增发A股；

• 2003年11月，上工B股开启再融资闸门；

• 2008年9月，《上市公司回购股份补充规定》（征求意见稿）规定包括B股在内上市公司回购股份只需备案；

• 2008年4月，丽珠集团回购B股；次年长安B启动现金回购方案；

• 2012年4月，证监会主席郭树清4月在广东调研时表示，对B股公司发展等问题，证监会将认真研究提出解决措施；同月，伊泰B股发行H股获证监会核准；

• 2012年5月，鲁泰B公告筹划B股回购；粤华包B8元元公司债获批。

李娟/整理 吴比较/制图

市场的哺育而失去发展机遇，或为了发展而付出高昂的融资成本。

在 A 股股改基本完成的今天，解决 B 股顽疾的呼声也日益高涨。B 股市场因为规模小可能不至于关乎整个资本市场改革的成败，但终究是改革不能忽视的一部分。也许正如“木桶理论”所描述的，决定整体水平高低的是最短的那块木板。

向左走向右走？ 上市公司及券商建言助B股市场破局

证券时报记者 江成

曾经辉煌的 B 股，转眼间已落寞了多年。如今的 B 股被长期市场低迷、筹资功能失常、流动性差等历史症结缠绕，如何打破 B 股市场的僵局也成为讨论的焦点。

证券时报记者采访上海多家 B 股上市公司负责人及券商研究员时发现，目前业内对如何解决 B 股难题，大致形成两类解决问题的基本观点：一是放开限制，引入资金活水，激活 B 股市场；二是上市公司通过多渠道回购并注销 B 股。无论向左走还是向右走，大多数受访者认为，只要适度政策引导，B 股公司最终都将以不同方式实现价值回归。

向左:放开限制 激活市场

今年 4 月，一则有关“外汇强制结售汇终结”的新闻引发了 B 股公司不小震动。浦东某 B 股公司高管告诉记者，这则新闻也许没有引起投资者多少注意，但足够引起业内对 B 股外汇投资限制的讨论”。

这则新闻显示，“强制结售汇制度已退出历史舞台，企业和个人可自主保留外汇收入”。中国早已告别外汇储备短缺，既然外汇管理部门本着外汇管理应与时俱进的宗旨，废止强制结售汇制度，那么监管层是否也应适当放宽 B 股交易的限制。”浦东新区某 B 股公司高管针对这一新闻对记者如是解读。

打破限制，探讨引入资金的方式。”几乎所有受访者在接受证券时报记者采访时都提出了这样的建议，他们指出，在人民币国际化进程加快的背景下，可以采用市场化方式解决 B 股问题。但究竟是单纯放开还是以创新方式引资，各家有各家的看法。

相比同时具有 A、B 股的公司，纯 B 股公司因为长年融资难，更是面临发展受限的窘境，迫切需要放开投资限制。”中路股份董秘袁志坚告诉记者。

据了解，近年来国内机构产品的投资范围在不断扩大，但 B 股始终被排除在机构投资范围之外。海立股份总经理郭竹萍告诉记者，目前资本市场较为低迷，此时逐步放开对机构投资者的限制，冲击成本较小。

记者在长江证券上海营业部了解到，对机构投资者而言，目前投资 B 股须绕道境外进行。袁志坚告诉记者，没有成立境外子公司的 B 股上市公司，大股东必须成立境外子公司来增持，手续繁琐。

对普通投资者，目前境内居民新开 B 股账户，首先要将美元或港币开户费划转到营业部在中国银行的指定账户上，并且一般营业部对 B 股账户的三方存管银行也存在限制。以长江证券为例，目前其指定的三方存管银行只能是招行、工行和中国银行。

记者采访中了解到，要引入活水，首先要 B 股市场放开对投资主

体的限制；其次还需取消对 B 股投资方式的限制。更有券商提出“可考虑发行人民币计价的 B 股 ETF 基金”等创新方式。

多年关注 B 股市场的华宝证券研究所就提出，由于目前整体解决方案相对缺失，可考虑发行人民币计价的 B 股 ETF 基金放开对机构投资者的限制，以“微创手术”模式逐步激活场内交易。

据介绍，该方案核心是借鉴跨境基金的运作模式。一方面，投资者可以用人民币买卖 B 股 ETF 基金（不可以是港币或美元），另一方面，B 股持有者可以将 B 股申购赎回为对应份额的 ETF。通过 ETF 的天然连接机制，使 B 股美元资产同人民币资产达到联通。对于 B 股股东而言，一旦股价超过对应的 ETF 净值，可以将 B 股份额转化为 ETF，卖出获取人民币实现套利。”华宝证券研究员方奕逾解释称。

向右:多渠道回购

除了建议放开 B 股投资市场，部分受访者还认为，以吸引外资为出发点成立的 B 股市场已经边缘化，公司应通过多渠道回购 B 股。

方奕逾认为，从资金来源看，可以从四种途径回购 B 股，分别是自有资金、发债、增发 A 股和新发 A 股换股吸收合并 B 股等。

资料显示，目前已有丽珠集团和长安汽车通过自有资金或方式回购部分 B 股，近日鲁泰 B（200726）也发布了其现金回购部分 B 股的方案。另外，今

上市公司和券商提出的B股问题解决途径				
解决途径	适用于	实施主体	优点	缺点或面临的问题
现金回购	所有B股	B股公司	可操作性强	对现金要求高
发债回购	所有B股	B股公司	快速、发行费用较低	对偿付能力要求高
换股吸收合并	A/B股公司	B股公司	对公司基本面和市值行情要求不高	信息难保密，公平&效率平衡
增发A股回购	所有B股	B股公司	对公司基本面要求不高	费用高、信息难保密
人民币计价B股ETF基金	所有B股	机构投资者为主	市场化方式提升流动性	政策限制

李娟/制表 吴比较/制图

年 5 月，粤华包 B（200986）8 亿元人民币公司债获批，是 B 股市场再融资“停滞”8 年后的首单，也是纯 B 股公司第一次尝试债市融资。

方奕逾告诉记者，债券融资符合当前加快固定收益市场建设的背景，股权类并购重组流程长，但同样规模的债券融资项目申请难度小、审批进度快，且发行费用较低。有业内人士还认为，“粤华包公司债快速获批，或许表明监管层比较推崇这种回购方式。”

从已实施回购公司的实际情况看，大多现金流较好或负债较低、资信等级较高。然而以传统产业为主的 B 股公司，在经历多年融资难后，比较常见的状态是发展受限、资金短缺。此前就有 B 股公司发行公司债时，被卡在“资金评级”的门槛上。

有不愿具名的券商研究员告诉记者，基于上述原因，更多 B 股公司可尝试以一定折价率来换股吸收合并 B 股，简称“缩股”。“缩股”仅涉及财务顾

问费，不牵涉二级市场融资，因此市场低迷也可操作。对于 B 股股东，缩股后能获得溢价收益率，对于原 A 股股东而言，总股本减少后，公司每股净资产、市盈率等都会提升，理论上是双赢。

不过当记者就该方案咨询上市公司时，也有不少公司提出质疑。袁志坚认为，A、B 股股东早已同股同权，股份均在资本市场上流通，在 A、B 股间吸收转换合并，“转股比例”设定上易显失公平，法律和操作层面上存在弊端。

券商研究机构还提出了通过增发 A 股用于回购的方式。但该方案涉及二级市场融资，耗时较长且发行费用高。新城 B 证券办人士认为，目前环境下实施该方案的可能性不大。

与激活 B 股市场不同，回购 B 股理论上能让 B 股股份退出资本市场。不过袁志坚提出，B 股公司大都沉淀了一些不活跃账户，这可能无法参与回购，甚至有些股东也不愿意参与回购，所以“单一回购方案无法从根本上解决 B 股问题”。

发掘B股金矿 高管称须跨三道槛

证券时报记者 江成
董宇明 徐婧婧

B 股板块可视为中国制度红利的最终疆域，只要辅以政策，B 股问题可以通过市场化方式解决。”华宝证券研究所副所长赵珩恒在接受证券时报记者采访时表示。这一说法，在多数 B 股上市公司高管那里得到认同，在他们眼中，B 股市场有金矿，但要发现金矿“至少要经历三道槛的筛选”。

鲁泰 B（200726）5 月初宣布以自有资金回购 B 股后，随即迎来一波小行情。有分析人士认为，数量较大的回购能提振股价，且随着新资金进场，场内交易也将活跃。

浦东新区某 B 股上市公司董秘告诉记者，提出现金回购方案的公司，表明大股东和上市公司对企业价值和未来发展有信心，另外在股价低于净资产时回购，能提升未来公司的每股盈利。

显然类似鲁泰 B 这样抛出自有资金回购方案的公司，大多现金充足。正是现金流充沛与否，决定公司回购行为的概率大小。一季报显示，两市 106 只 B 股中，72 家公司的经营性现金流为正，其中纯 B 股 15 家，这在总共 21 家纯 B 股公司中占比很高。

在现金流充沛前提下，接着可以考虑安全边际较高的 B 股。记者在采访中了解到，一些 B 股企业本身就是行业佼佼者，且多年来总资产和盈利能力都在提升，但由于 B 股市场难流通，股价逐步脱离公司基本面。中路股份董秘袁志坚就认为，A、B 股价差（折价率）较高的公司，具有相对估值优势。

如果对上述 15 家纯 B 股公司以“股价低于每股净资产”的标准筛选，则东电 B 脱颖而出。如果对拥有 A/B 股的 67 家公司以“股价低于每股净资产”筛选，则粤电力 B、沪普天 B、振华 B、东电 B、大众 B、粤高速 B、上柴 B、深南电 B、长安 B、大冷 B 等 10 股入围；假如再考虑“A/B 股价差”，则沪普天 B、上柴 B、深南电 B 折价率较高，这就意味着上述 B 股相对 A 股的估值低，投资价值更大。

在现金流充足和股价相对低估两条标准的基础上，上述浦东新区某 B 股公司董秘认为，可以关注多年持续分红的 B 股，这类公司往往资产质量较好、盈利能力强。

实际上，在查询 108 家 B 股公司的历年分红后，记者发现陆家 B、金桥 B、粤照明 B 等公司 10 余年坚持分红，B 股公司大都不吝表现，极少有“铁公鸡”出现。上述 10 家筛选后留下的 B 股公司中，粤高速 B、大冷 B 是自登陆 B 股市场开始，年年保持分红，深南电 B、长安 B、上柴 B 也有 10 余年的分红历史。

当然，拂去珍珠上的浮尘，寻找有投资价值的 B 股并不是一个简单的过程。仅从现金流角度，就要要求公司有较高的每股现金流、正的自由现金流及健康的资产负债表等。所以仅以货币资金、分红历史、折价率等指标筛选有价值的 B 股还不够全面，投资者尚需对公司治理结构、所处行业等作出判断。

幸运的是在 B 股市场，这样的投资者不在少数。浦东金桥董秘代燕妮告诉记者，包括国外投资者在内的 B 股股东很多是资本市场的早期进入者，他们对所投资企业数年如一日的关心与负责，这不仅体现在对上市公司的持续调研上，也体现在每次股东大会的提案行使表决权上。

（朱家俊、黄婷、刘晓辉、蒋晖对本专题亦有重要贡献）