

股东上海国有资产经营有限公司拟发行可交换公司债券点评

【事件】

1. 股东上海国有资产经营有限公司（下称“上海国资”）拟以所持中国太保部分 A 股股票为标发行可交换公司债券，期限不超过 5 年，募集资金规模不超过人民币 35 亿元。在满足换股条件下，债券持有人有权在发行日起一定时间之后（预计不超过 24 个月）将所持债券交换为中国太保 A 股股票。
2. 目前上海国资直接及通过全资子公司上海国鑫投资发展有限公司合计持有中国太保 4.57 亿股 A 股股份，约占已发行股本总数的 5.04%，按 19 日收盘价持有市值达 138.8 亿元。

【点评】

1. **为发行人提供低成本融资和溢价减持机会：**债券赋予持有人股票的看涨期权，因此发行利率一般都会大幅低于普通公司债券的利率或者同期银行贷款利率。通常可转换债券转股价高于当前市场价，实际为发行人提供溢价减持机会。可交换债券换股价不低于募集说明书公告日前三十个交易日上市公司股票交易价格平均值的百分之九十，如果按照 19 日收盘价计算，30 日均价的 90% 约为 27.57 元，对应 15 年 2 倍 PB 和 1.38 倍 P/EV。
2. **减持“公开化”和大非“小非化”影响有限：**可交换债券在减持股份方面的运用在海外已有大量实例，比如和记黄埔曾两度发行可交换债券以减持 Vodafone，大东电报发行可交换债券出售所持电讯盈科的股份。上海国资发行可交换债券明示其减持意图，但考虑到上海国资自身的财务状况，我们倾向于认为是在地方国资改革背景下正常的财务投资退出，此外，相对于通过大宗交易减持，由于转股是持续过程，减持成本相对较低，而且对正股价冲击较小且较缓，通常转股价高于正股价格也有助于稳定市场预期。
3. **后续部分细节尚需明确，尤其是转股价格和发行意图。**我们认为公司经营利润增速及财产险综合成本率恶化前期已经被市场提前消化，公司目前“融资余额/自由流通市值”为 3.0%，14 年 9 月份迄今该比例仅上升 1.9%，在证监会规范两融短期市场恐慌情绪影响下易被过度杀跌，基于对“新国十条”后续落地政策对公司业务的拉动及财产险综合成本率 15 年有望改善，预计 14-16 年归母净利分别为 104/140/175 亿元，增速为 13%/35%/25%。目前股价对应 15-16 年 EV 为 1.52 倍和 1.33 倍 P/EV，仍给予中国太保（601336）“推荐”评级，合理股价 40 元，对应 15 年 2 倍 P/EV。
4. **风险提示：**规范两融账户对股价冲击，资本市场波动，政策推动不及预期。

【附录】

1. **可交换债券**是一种内嵌期权的金融衍生品，是指上市公司股份的持有者通过抵押其持有的股票给托管机构进而发行的公司债券，该债券的持有人在将来的某个时期内，能按照债券发行时约定的条件用持有的债券换取发债人抵押的上市公司股权。发行可交换债券的**目的**具有特殊性，通常并不为具体的投资项目，其发债目的包括股权结构调整、投资退出、市值管理、资产流动性管理等；发行可转债用于特定的投资

■ 中国太保(601601)公司点评

项目。

2. **可交换债券与可转换公司债券异同:** 1) **【同】**要素类似,包括票面利率、期限、换股价格和换股比率、换股期等;对投资者来说,与持有标的上市公司的可转换债券相同,投资价值与上市公司业绩相关,且在约定期限内可以以约定的价格交换为标的股票。 2) **【异】**一是发债主体和偿债主体不同,前者是上市公司的股东,后者是上市公司本身;二是所换股份的来源不同,前者是发行人持有的其他公司的股份,后者是发行人本身未来发行的新股。再者可转换债券转股会使发行人的总股本扩大,摊薄每股收益;可交换公司债券换股不会导致标的公司的总股本发生变化,也无摊薄收益的影响。
3. **与股票质押等传统融资方式的比较:** 可交换债品种融资成本低,存续期长,上市公司股东可根据自身资金需求和财务状况进行个性化产品设计,合理安排股份交换计划。另一方面,可交换债作为股债结合品种,以上市公司股票质押为增信方式,偿债风险较小,另外还内嵌换股权利,投资者有机会享受更多收益,有利于满足市场不同的投资需求。
4. **13福星债和14海宁债的先例:** 1) 福星晓程第三大股东武汉福星生物药业有限公司以所持1000万股福星晓程股票及其孳息为债券持有人交换股份和债券本息偿付提供担保,于2013年10月14日发行中小企业可交换私募债券(简称“13福星债”),发行规模2.565亿元,票面利率6.7%,起始换股日期2014年4月14日起至2014年9月29日止。发行日前30日均价的90%为21.55元/股,标的股票初始换股价格为25.65元/股,溢价19%。2014年8月11日已全部换股完毕,并获得10.69%左右的平均换股收益率。2) 第二只私募可交换债“14海宁债”已完成发行,拟于近期在深交所综合协议交易平台转让。

非银行金融行业研究团队介绍

王松柏：方正证券副所长、非银行金融行业首席分析师。10年证券行业从业经验，曾先后从事证券行业战略研究、非银行金融行业研究、金融行业比较研究、策略研究等多个研究领域。2004年至2006年任职于招商证券，2007年至2012年6月任职于中金公司，2012年7月至2014年4月任职于信达证券，2014年5月至今任职于方正证券。曾获2008年和2009年两届新财富最佳分析师非银行金融行业第一名。

童楠：方正证券非银行金融行业高级分析师，北美准精算师，中国科学技术大学统计学硕士。4年保险精算从业经验，曾先后就职于中国再保险、友邦保险和中国平安，2012年4月至2014年6月任职于国金证券从事非银行金融行业研究，2014年6月至今任职于方正证券。

刘欣琦：方正证券非银行金融行业高级分析师，中国准精算师，南开大学精算学硕士。3年证券行业从业经验，曾先后就职于中银基金、平安证券从事非银金融行业研究工作，2014年8月至今任职于方正证券。

吕秀华：北京大学光华管理学院金融学博士，2013年进入方正证券研究所从事金融专题研究，2014年起从事非银行金融行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com