

分析师:

张忆东 S0190510110012

李彦霖 S0190510110015

吴峰 蒋仕卿

翁湑 周琳

021-38565943

liylin@xyzq.com.cn

优先股,新“股改”重器

——香港、美国优先股实践及A股借鉴

2013年11月15日

报告关键点

相关报告

投资要点

● 美国优先股实践及案例

——美国优先股市场2012年末3782亿美元,优先股余额金融业占比高达88%。

——美国标普优先股指数前十大权重股,其前十大股东均为机构投资者,包括投资顾问、对冲基金、保险公司等。美国市场优先股的平均股息率约7%,优先股分红率依次大于公司债收益率、十年国债收益率和普通股股息率。

——案例:巴菲特投资高盛优先股

● 香港优先股实践及案例

——香港发行优先股的上市公司分布在各个行业。

——发行目的多元化,包括并购重组、改善债务结构、扩大经营等,因而优先股的条款相当灵活,约50%的优先股发行与并购重组有关。

——案例:卜峰莲花发行优先股收购集团资产;中国铁联传媒发行优先股收购资产;华侨城(亚洲)优先股融资结合期权协议。

● 优先股对A股市场将产生深刻影响

——谁发行优先股?

(1) 需要补充资本金的金融类公司发行优先股的动力较强。根据巴塞尔协议3,不可累计股利的永久性优先股可以被计入银行其他一级资本;

(2) ROE稳定,资产负债率高的企业。A股市场上建筑、地产、电力等行业龙头公司发行优先股的概率相对大,发行优先股融资可以获得比纯负债融资更高的资产信用等级,通过发行优先股偿还银行贷款等,降低公司的杠杆率。

(3) 若证监会在优先股条款上可以允许无固定股息、可转换为普通股等,优先股可以为A股众多新兴行业上市公司提供并购重组的融资工具。

——谁投资优先股? (1) 首先,优先股投资期限往往较长,股价波动性小,回报稳定,可以吸引保险机构和养老金机构,以及追求长期稳定回报的个人投资者。(2) 为投资者多样化资产配置提供了新的投资工具。

——发行优先股对于普通股投资者是利是弊? 与普通股融资相比,若ROE超过优先股股息率,则对普通股EPS有正面影响;若 $(ROE \times \text{分红比例})$ 超过优先股股息率,则对普通股的分红有正面影响。

——倘若能够以先回购部分国有股注销,然后定向发行优先股的方式来实现存量股权性质的转换,将成为国有企业改革的突破口。

目 录

什么是优先股	- 4 -
优先股的定义	- 4 -
优先股与普通股、债券的比较	- 4 -
优先股的分类	- 4 -
美国优先股实践及案例	- 5 -
美国优先股市场的规模	- 5 -
美国优先股的行业分布	- 6 -
美国优先股的投资主体	- 6 -
美国优先股的交易	- 7 -
美国优先股的投资收益	- 7 -
美国优先股发行及投资案例: 巴菲特投资高盛优先股	- 9 -
香港优先股实践及案例	- 11 -
香港优先股市场的规模	- 11 -
香港优先股的行业分布	- 11 -
香港优先股的发行目的	- 12 -
香港优先股发行案例: 卜峰莲花收购集团资产	- 13 -
香港优先股发行案例: 中国铁联传媒进行重大资产收购	- 15 -
香港优先股发行案例: 华侨城(亚洲)融资	- 17 -
优先股对 A 股市场将产生深刻影响	- 18 -
谁发行优先股?	- 18 -
谁投资优先股?	- 19 -
发行优先股对于普通股投资者是利是弊?	- 20 -
图表 1: 优先股与普通股、债券的优劣势对比	- 4 -
图表 2: 优先股按照不同标准进行分类	- 5 -
图表 3: 美国优先股市场迅速扩大	- 5 -
图表 4: 优先股发行融资占股票融资的比例	- 5 -
图表 5: 优先股发行融资占企业债券融资的比例	- 6 -
图表 6: 优先股一级行业分布	- 6 -
图表 7: 标普优先股指数十大权重股的前十大股东分布	- 7 -
图表 8: 标普优先股&标普 500 指数及其全收益指数	- 8 -
图表 9: 标普优先股的分红收益率远大于标普 500	- 8 -
图表 10: 优先股、普通股分红率和公司债、国债收益率对比	- 8 -
图表 11: 富国银行发行优先股一览	- 8 -
图表 12: 富国银行发行债券一览	- 9 -
图表 13: 2008 年伯克希尔公司购买高盛优先股条款	- 10 -
图表 14: 2008 年伯克希尔公司购买高盛认股权证条款	- 10 -
图表 15: 香港上市公司优先股占已发行普通股比例	- 11 -
图表 16: 香港优先股的行业分布(以公司数量计算)	- 12 -
图表 17: 香港优先股的发行目的(以公司数量计算)	- 13 -
图表 18: 收购前股权架构	- 14 -
图表 19: 收购完成时股权架构	- 14 -
图表 20: 卜峰莲花 D 系列可转换优先股条款	- 15 -
图表 21: 中国铁联传媒不同情景下股权结构变化	- 16 -
图表 22: 中国铁联传媒可换股优先股条款	- 16 -

图表 23: 华侨城（亚洲）可换股优先股条款.....	- 17 -
图表 24: 过渡期内分年度资本充足率要求.....	- 18 -
图表 25: A 股分行业 ROE 和资产负债率.....	- 18 -
图表 26: 现行股息和企业债券利息所得税政策.....	- 20 -
图表 27: 优先股发行对普通股 ESP 影响.....	- 21 -

什么是优先股

优先股的定义

优先股是指相对于普通股而言，在利润分配及剩余财产分配方面享有优先权的股份。因此，优先股的投资风险小于普通股，与此相对应，某些方面的股东权利也弱于普通股，比如优先股股东对公司通常没有表决权，不具有对公司的控制能力。

优先股的主要特征是：

- 股息分派优先于普通股股东。优先股股息率可以是事先约定的固定股息率，也可以是浮动股息率。
- 剩余财产分配权优先。公司进行清算时，优先股剩余财产分配权劣后于债券，优先于普通股。
- 优先股表决权往往受到限制，绝大多数优先股无投票权，但是当不能支付股利时，优先股股东可以获得投票权。

优先股与普通股、债券的比较

相对于债券而言，优先股的优势在于可以降低公司的杠杆率，债券被视为负债，而优先股融资属于权益资本融资，发行优先股融资的公司可以获得比纯负债融资更高的资产信用等级；优先股的劣势在于，发行债券融资的成本（利息支出）在税前扣除，而发行优先股的股利支出在税后。

相对于普通股而言，优先股的优势在于，可以保证公司的控制权不被分散；劣势在于优先股的发行成本比普通股高。

图表 1：优先股与普通股、债券的优劣势对比

	融资成本	资本属性	经营控制权
优先股	固定或浮动股息 (税后列支)	权益资本	弱
普通股	无固定股息	权益资本	强
债券	固定利息 (税前列支)	负债	无

资料来源：兴业证券研究所

优先股的分类

根据优先股的不同特征，一般习惯将优先股进行以下简单的分类，具体如图表 2。

图表 2：优先股按照不同标准进行分类

优先股分类标准	是	否
能否补发之前因故未能按期发放的优先股股利	累积优先股	非累积优先股
能否转换为普通股	可转换优先股	不可转换优先股
能否被公司赎回	可收回优先股	不可收回优先股
能否与普通股参与剩余利润的分配	参与优先股	不可参与优先股
是否在公司管理上是否有投票权	有投票权优先股	无投票权优先股
股息率是否固定	固定股息优先股	可变股息优先股
存续日是否永续	非永续优先股	永续优先股

美国优先股实践及案例

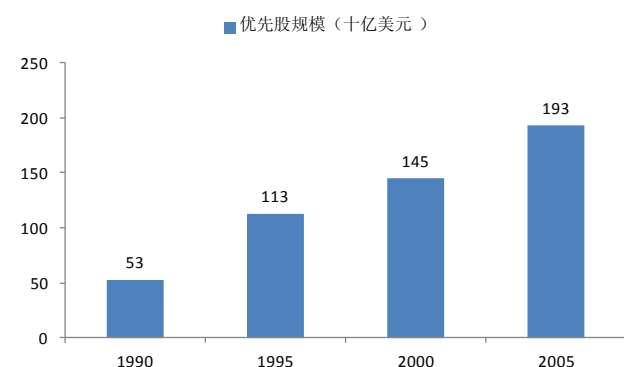
美国优先股市场的规模

90 年代以后，美国优先股市场快速发展。根据标普统计，美国优先股市场从 1990 年的 530 亿美元增长到了 2005 年的 1930 亿美元。以 2012 年末上市流通的优先股的清算值结算，优先股规模达到 3782 亿美元，与股票市值的比例为 1.8%，与企业债券市值的比例为 4.2%。

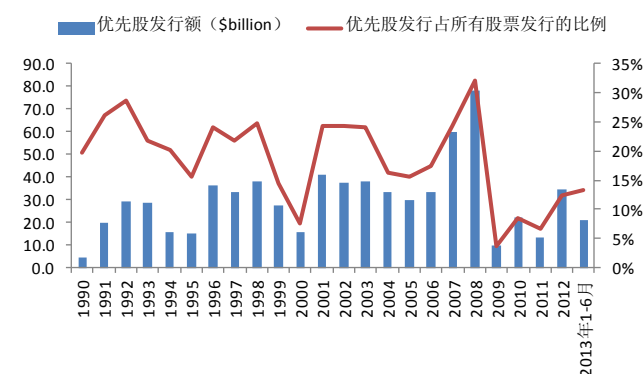
从 1990 年至 2013 年上半年，优先股融资金额占股票融资金额的比重在 20% 左右。2008 年金融危机期间，优先股作为一种特殊的注资方式，成为美国政府实施金融救援计划的主要金融工具，2008 年优先股融资金额占当年股票融资金额的比重高达 32%。2008 年之后，优先股融资金额快速下降，2013 年上半年，优先股发行融资 344 亿美元，占股票融资的比重为 13%。

从 1990 年至 2013 年上半年，优先股融资金额与企业债券融资金额的平均比例为 3.3%。2013 年上半年，优先股融资金额与企业债券融资金额的比例为 2.42%。

图表 3：美国优先股市场规模迅速扩大

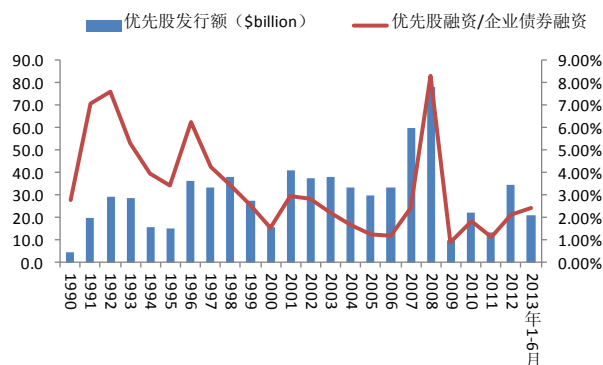


图表 4：优先股发行融资占股票融资的比例



数据来源：Standard & Poor's, 兴业证券研究所整理

图表 5: 优先股发行融资占企业债券融资的比例

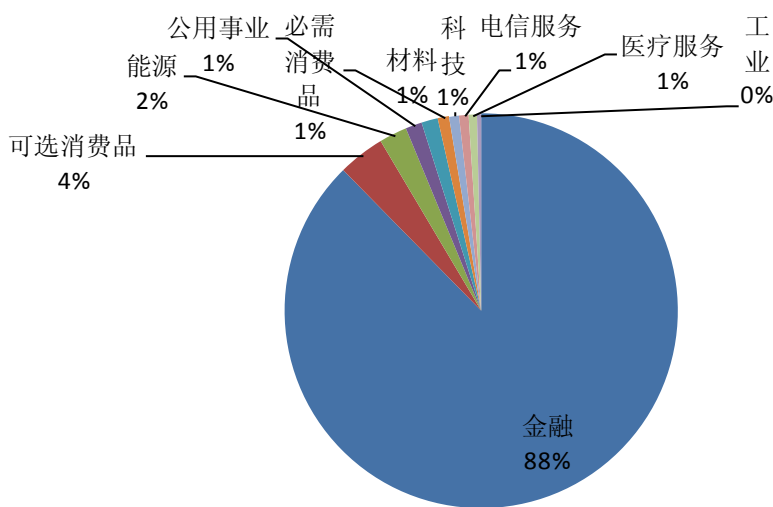


数据来源: Standard & Poor's, 兴业证券研究所整理

美国优先股的行业分布

发行优先股的公司主要存在于银行及相关金融机构, 金融行业优先股余额占总体的比例高达 88%。其中, 银行优先股余额占总体的比例为 69%, 综合金融占比 13%, 房地产占比 4%。

图表 6: 优先股一级行业分布



数据来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

注: 按公司财务报告披露优先股清算值计算占比

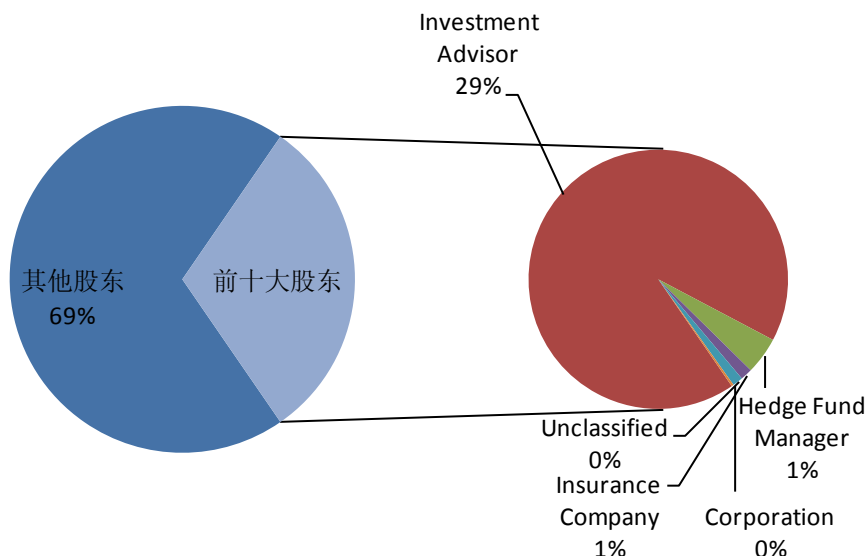
美国优先股的投资主体

优先股既可以公开发售, 也可以向特定投资者定向发行。例如 2008 年 10 月, 美国财政部要求美国主要金融机构对其发行优先股, 作为 CCP 计划的一部分, 这部分优先股的特定发行对象就是美国财政部。

我们考察了美国标普优先股指数前十大权重股, 其前十大股东均为机构投资者, 占优先股总股本的比重约 30%。其中, investment advisor (指提供投资咨询与资

金管理服务的综合金融服务机构) 占比约 28%，对冲基金 1.4%，保险公司 0.46%，其他机构 0.47%。

图表 7：标普优先股指数十大权重股的前十大股东分布



数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

美国优先股的交易

优先股可以在证券交易所挂牌交易，也可以在场外市场挂牌交易。美国上市公司发行优先股，一般选择与普通股在同一证交所挂牌交易，优先股名称一般会后缀“pfd”（表示 preferred）。

相对于普通股，优先股的流动性较差。以标普优先股指数的前十大权重股来看，最近 100 天日均交易量仅 25 万股，日均换手率 0.27%；而这 10 只优先股对应的普通股日均交易量为 1849 万股，日均换手率 0.4%。

进一步，我们考察投资于优先股的基金的换手率。iShares U.S. Preferred Stock ETF 是全球规模最大 ETF 基金旗下产品，专门跟踪标普优先股指数，其最近 5 年的平均年换手率仅 27%。

美国优先股的投资收益

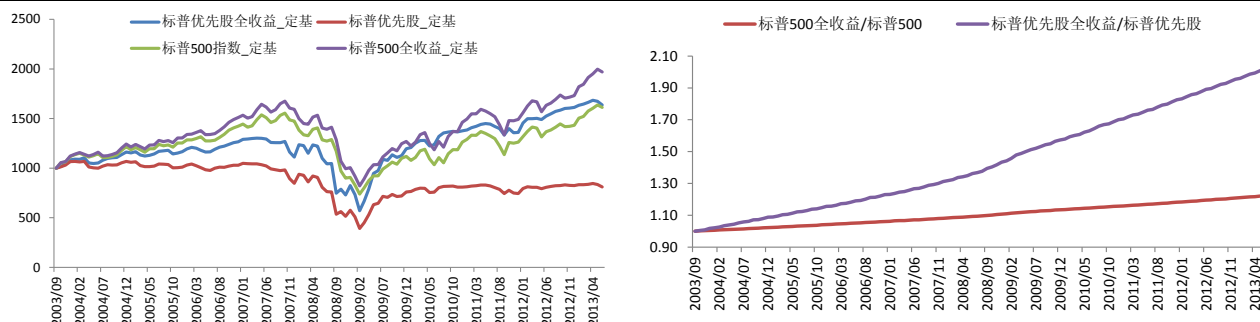
优先股投资者的收益主要来源于分红。标普优先股全收益指数和基准指数的差异反映了这一点，从 2004 年到 2012 年，标普优先股全收益指数上涨了 49%，而标普优先股基准指数下跌了 23%，说明投资者的收益完全来自于分红。

美国优先股的股息率在 7% 左右。我们以美国标普 500 和标普优先股指数分别代表美国普通股和优先股。标普优先股指数的波动远低于标普 500，表现弱于标普 500，但两者的全收益指数表现相差却并不大，表明优先股的股息收益远远高于普通股。

我们从全收益和基准指数的涨跌幅之差推算出两指数的年化股息收益率分别为 7.48% 和 2.08%。进一步,我们考察投资于优先股的基金的收益,同样以 iShares U.S. Preferred Stock ETF 为例,其最近 5 年平均年回报率为 7.1%。

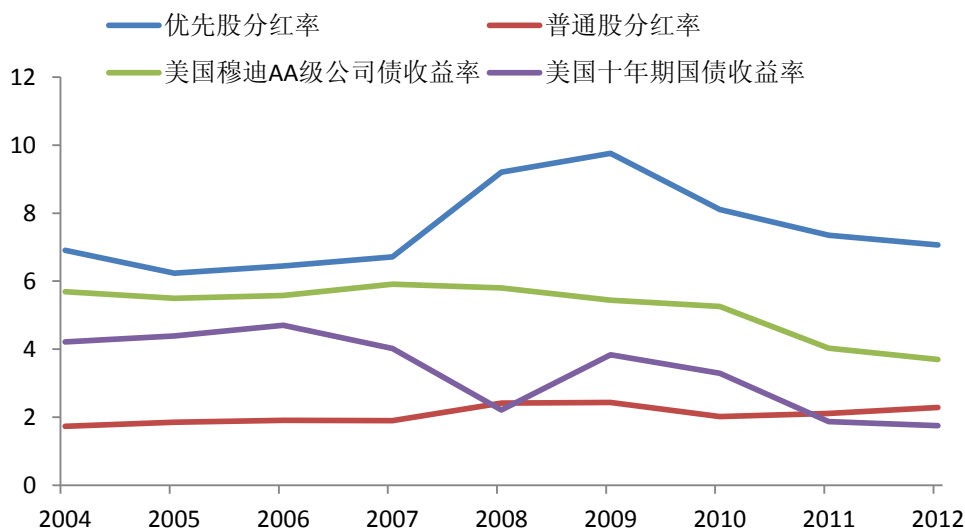
美国优先股股息率依次大于公司债收益率、十年国债收益率和普通股分红率。以标普优先股指数计算的股息率与 AA 级公司债收益率对比,优先股股息率平均高出 2.3 个百分点;以富国银行的优先股为例,优先股股息率比同时期发行的债券利率平均高出约 2 个百分点。

图表 8: 标普优先股&标普 500 指数及其全收益指数 图表 9: 标普优先股的分红收益率远大于标普 500



数据来源: Wind, 兴业证券研究所

图表 10: 优先股、普通股分红率和公司债、国债收益率对比



数据来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

图表 11: 富国银行发行优先股一览

发行人名称	股利	到期	发行日期	面值	赎回价格	穆迪	标普
富国银行	8	PERPETUAL	12/21/2007	25	25	Baa3	BBB+
富国银行	7.5	PERPETUAL	04/17/2008	1000	1000	Baa3	BBB+
富国银行	5.2	PERPETUAL	08/16/2012	25	25	Baa3	BBB+
富国银行	5.125	PERPETUAL	11/20/2012	25	25	Baa3	NA
富国银行	5.25	PERPETUAL	03/22/2013	25	25	Baa3	BBB+

图表 12: 富国银行发行债券一览

发行人名称	息票	到期	发行日期	到期类型	息票类型	穆迪	标普
富国银行	5.625	2017-12-11	2007-12-10	AT ATURITY	FIXED	A2 /*-	A+
富国银行	3.6	2032-8-9	2012-8-9	CALLABLE	FIXED		
富国银行	2.625	2022-8-16	2012-8-16	AT ATURITY	FIXED	A2 /*-	A+
富国银行	3.25	2027-11-15	2012-11-15	CALLABLE	FIXED	A2 /*-	A+
富国银行	3.25	2028-3-20	2013-3-20	CALLABLE	FIXED	A2 /*-	A+

美国优先股发行及投资案例: 巴菲特投资高盛优先股

2008 年 9 月 23 日, 巴菲特对高盛注资 50 亿美元, 购买 50 亿美元的高盛优先股, 同时获得普通股认股权证, 可以 115 美元/股的价格收购高盛另外价值 50 亿美元的普通股。具体条款如图表 13 所示。

2011 年 3 月 18 日, 高盛宣布将于 4 月 18 日全部赎回优先股, 赎回价格为清算价值的 110%, 即共计 55 亿美元。

2013 年 3 月 26 日高盛宣布修改权证交易条款。2008 年的条款中, 权证赋予伯克希尔-哈撒韦公司在 2013 年 10 月 1 日以前, 以每股 115 美元价格购买高盛 43478260 股的权利。在 2013 年 3 月的修正条款中, 高盛将给予伯克希尔公司相当于这些权证账面利润的股票, 即按照 2013 年 10 月 1 日前 10 个交易日的收盘价平均值与权证执行价每股 115 美元之差, 乘以权证代表的 43478260 股, 给予伯克希尔等值股票。

2013 年 10 月 1 日, 高盛宣布权证行使, 高盛将于 10 月 4 日给予伯克希尔公司 13062594 股普通股。

● 优先股投资者损益

伯克希尔-哈撒韦公司于 2008 年 10 月 1 日以 50 亿美元投资高盛优先股和认股权证, 2011 年 4 月 18 日优先股被赎回, 2013 年 10 月 4 日认股权证行使。

——优先股持有期间, 获得累计分配利息 12.74 亿美元;

——优先股被赎回获得 5 亿美元溢价;

——认股权证转换为 13062594 股普通股, 按 10 月 28 日高盛收盘价 161.45 美元计算价值 21 亿美元;

——总计获利 38.74 亿美元, 3 年收益率高达 77%, 年均复合收益率 21%。

● 普通股股东损益

此次优先股发行的背景是次贷危机愈演愈烈, 问题资产按市价计提损失, 使得高盛急需补充核心资本。此次优先股发行为高盛筹集了 50 亿美元的核心资本, 缓解了高盛的资金问题; 9 月 23 日公布此次投资协议, 帮助市场重建信心, 9 月 24 日高盛成功公开发行人股募集资金 57.5 亿美元。相应普通股股东付出的代价是:

——每年 5 亿美元的利息, 2010 年减少普通股每股收益约 0.85 美元。

——2011 年 55 亿美元赎回优先股，由于发行优先股和认股权证时高盛将优先股的帐面价值确认为 38.6 亿美元，因此赎回优先股将造成损失 16.4 亿美元，影响 2011 年一季度普通股每股收益约 2.8 美元。

图表 13：2008 年伯克希尔公司购买高盛优先股条款

	条款
优先股数量	50000 股
优先股每股清算价值	10 万美元
优先股股息率	10%，未支付利息按同样按 10% 计息
优先股期限	永续
股利是否可累积	可累积（如果股利未支付，公司不能向其他优先股股东及普通股股东分配股息或者回购）
是否可赎回	可赎回，赎回价格为清算价值的 110%（公司可以随时要求赎回）
优先股级别	分配及清算权利优先股与普通股，与其他优先股同级
优先股表决权	在发行更高级别的优先股，公司合并，类似的优先股股权被修改等事件上享有表决权
优先股交易	5 年内不可转让

图表 14：2008 年伯克希尔公司购买高盛认股权证条款

	条款
权证类型	认购权证
权证数量	43,478,260
权证面值	0.01 美元
认购价格	115 美元
认购日期	随时，可多次
权证有效期	5 年
权证交易	5 年内不可转让
权证认购的普通股交易	权证认购的普通股可以随时转让，但是转让给单一投资者的数量不可超过公司普通股股本的 3.5%
其他承诺	投资者承诺其持有的公司普通股股本不会超过普通股本的 14.9%

香港优先股实践及案例

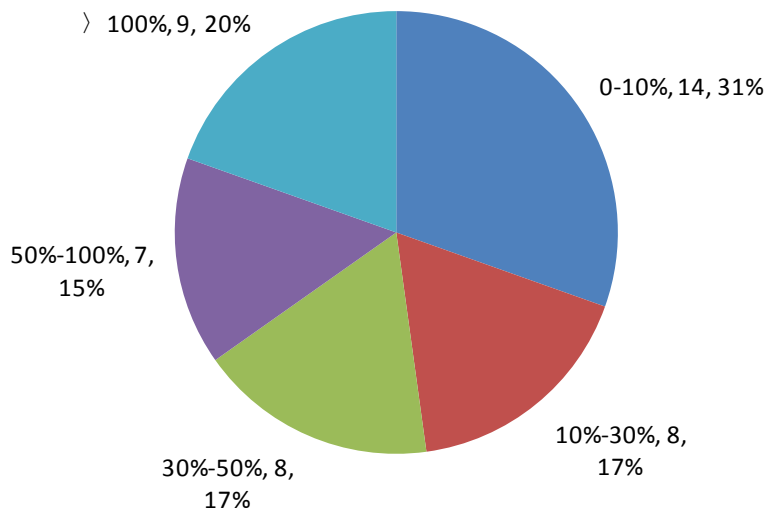
香港优先股市场规模并不大，但其特征、用途、分布等与美国优先股市场呈现出很大的差异，其中，优先股在并购市场上的活跃应用可以为 A 股上市公司提供极有意义的借鉴。

香港优先股市场的规模

从香港上市公司的股权结构看，截至 2013 年 11 月 11 日，拥有优先股股本的公司仅 46 家，合计约 563 亿股，与 46 家公司普通股股本的比值为 33%，占同期所有上市公司已发行普通股股本的比值为 0.89%。

不少公司以优先股融资为主，优先股/普通股股本超过 100% 的公司有 9 家，占发行优先股公司家数的 20%，比如长虹佳华优先股股本是普通股的 4 倍，卜蜂莲花、绿地香港等优先股股本都超过了普通股股本。

图表 15：香港上市公司优先股占已发行普通股比例

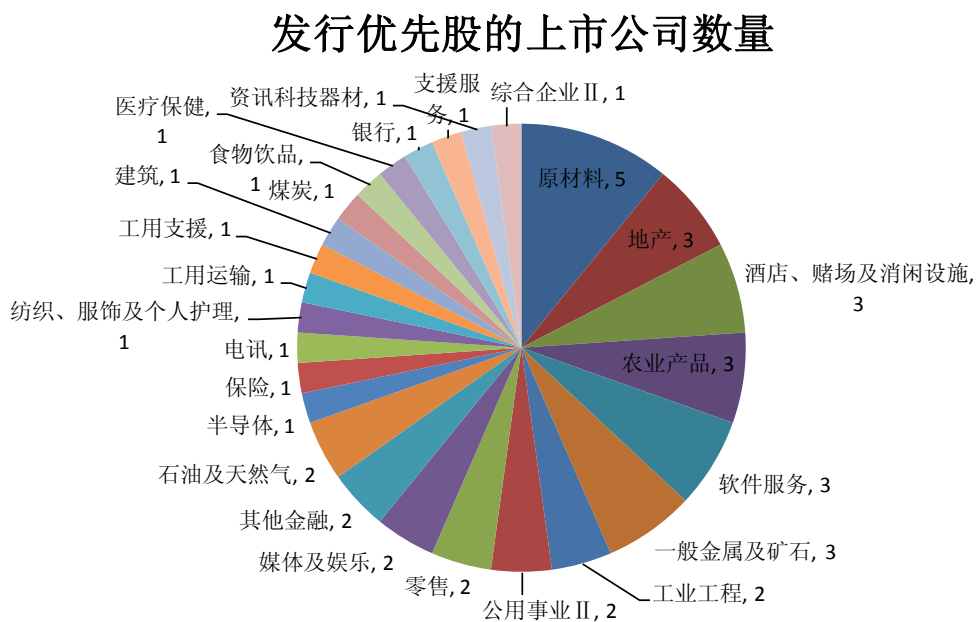


数据来源：WIND，兴业证券研究所

香港优先股的行业分布

香港优先股的行业分布呈现出与美国截然不同的特征，发行优先股的上市公司几乎平均分布在各个行业，金融类公司并非优先股的主要发行人。

图表 16: 香港优先股的行业分布 (以公司数量计算)



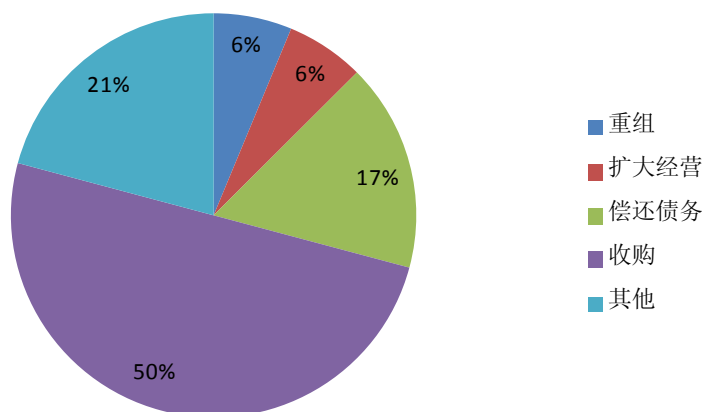
数据来源: WIND, 兴业证券研究所

香港优先股的发行目的

这些不同的特征与优先股的发行目的紧密相关。我们可以看到, 香港上市公司发行优先股的目的相当多元化, 因而优先股的条款也相当灵活。

- **并购及重组。**在上市公司购买资产时, 可以通过向资产卖方发行优先股来支付代价。香港约 50% 的优先股发行与并购有关, 这些优先股往往没有固定股息, 可转换为普通股, 可以在收购资产时发行, 也可以在收购资产完成后业绩达到约定目标时发行。
- **改善债务结构。**通过发行优先股募集资金偿还银行贷款、股东贷款转换为优先股等也较为常见, 可以改善资本结构及减少融资成本。这类优先股往往也可以转换为普通股, 可以有固定股息也可以没有, 可以定向发行也可以公开配售。在定向发行中, 有时还会配合期权协议, 帮助投资者规避股价波动的风险。
- **扩大经营。**公司通过发行优先股募集资金以扩大经营, 这类优先股往往有固定股息。

图表 17: 香港优先股的发行目的 (以公司数量计算)



数据来源: 公司公告, 兴业证券研究所

香港优先股发行案例: 卜峰莲花收购集团资产

卜峰莲花(0121.HK)2011年10月14日发布公告,向Whole Sino¹收购Excel Worth²全部已发行股本,收购完成后,Excel Worth将100%控股目标企业,目标企业在中国江苏、安徽及湖南三省经营合共四家大型超市(股权结构变化见图表18、19)。

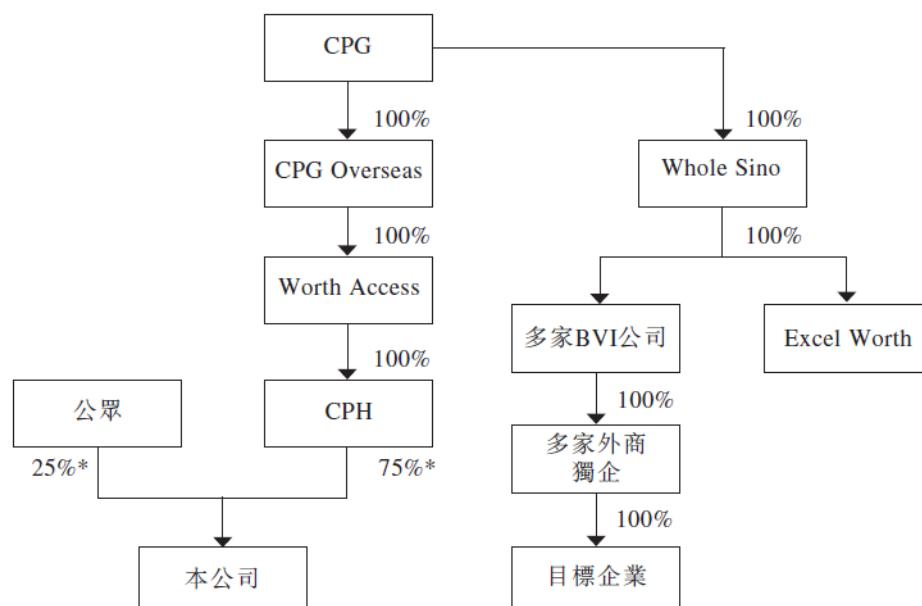
收购总价为50860万港元,由卜峰莲花发行221138万股D系列可换股优先股予Whole Sino的方式支付,每股价格0.23港元,股息政策按兑换基准享受与普通股相同之权利,可以按0.23港元的价格兑换普通股。换股价较最近六十个交易日平均收盘价折让约4.5%。利用定向发行优先股收购集团资产的好处在于:

- 与债务融资相比,由于没有固定股息,可以节省利息开支,且不会增加资产负债率;
- 与公开发行普通股相比,节约发行费用,且大股东注入资产的回报将来自股价与转股价的差异,可以增强普通股投资者对于收购的信心;
- 与向大股东定向发行普通股相比,不会造成普通股股权进一步向大股东集中。在收购前大股东持有普通股股本比例已经达到75%,若进一步集中,将造成公众持股比例低于25%,从而不满足联交所上市条件。

¹ Whole Sino 是一家投资控股公司,并无从事任何业务,其附属公司于中国主要经营大型超市。Whole Sino 由卜峰莲花实际控股股东 CPG 集团 100%控股。

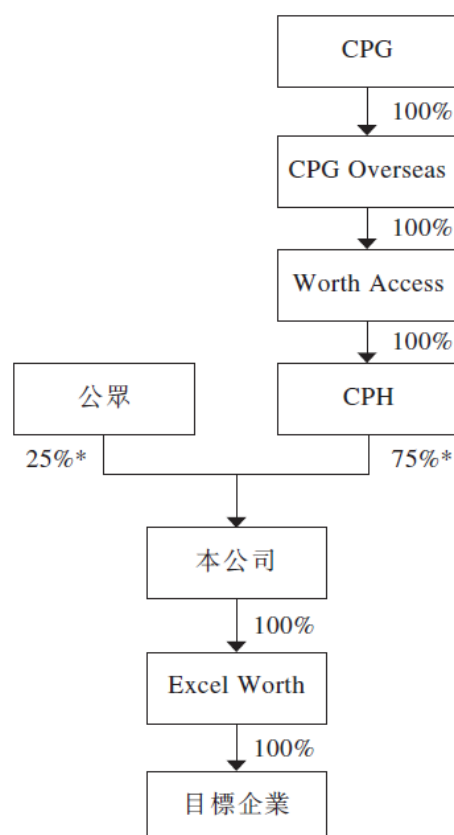
² Excel Worth 是一家投资控股公司,旨在持有目标企业之权益,自其注册成立以来并无从事任何业务。Whole Sino 会完成重组,使 Excel Worth 成为目标企业全部股本权益之直接股东。

图表 18: 收购前股权架构



数据来源: 公司公告

图表 19: 收购完成时股权架构



(* 指持有已發行普通股)

数据来源: 公司公告

图表 20: 卜蜂莲花 D 系列可转换优先股条款

	相关条款
发行价	0.23 港元（较普通股 60 个交易日均价溢价约 1%）
地位	本公司不可增设或发行在清算以及其他情况下在分配利润和资产的次序上高于及优先于 D 系列可换股优先股之股份，本公司可发行与 D 系列可换股优先股具有相同地位之股份，而无须取得 D 系列可换股优先股持有人之同意
股息	按兑换基准，享受与普通股相同之权利
换股权	可于任何时间按兑换价将任何 D 系列可换股优先股兑换为新普通股。倘若因发行该等新普通股导致未能符合上市规则所设定之公众持股量之情况，本公司将不可因行使 D 系列可换股优先股之兑换权而发行新普通股予优先股持有人。
兑换价	0.23 港元/股
投票权	D 系列可转换优先股持有人不得出席本公司会议或于会上投票，除非决议案将更改优先股股东权利或将本公司清算
可转让性	D 系列可转换优先股可由持有人无限制的系数或部分转让

资料来源：公司公告

香港优先股发行案例：中国铁联传媒进行重大资产收购

中国铁联传媒（0745.HK）于 2012 年 3 月 13 日公告称，将以代价 6.9 亿港元收购 Huge Leader Development Limited 全部已发行股本，借该项收购取得 HugeLeader Development Limited 的全资附属公司 FingerAd。此项收购将集团广告业务的媒体渠道扩展至流动平台以及零售连锁店网络之平板屏幕数码媒体网络。

6.9 亿港元的代价以以下方式支付：1）本公司向卖方或其代名人发行可转换优先股，支付 4.9 亿港元；2）向卖方及其代名人发行承兑票据，支付 2 亿港元。利用发行优先股收购资产的好处在于：

——收购前总资产仅 1.2 亿港元，市值仅 1.3 亿港元的中国铁联传媒完成了价值 6.9 亿港元的收购，且没有增加债务和利息负担，没有增加现金开支。

——控股股东仍保持控股地位。可换股优先股若全部兑换，相当于公司现有已发行股本的 375.57%，相当于扩大已发行股本³的 78.97%。由于优先股兑换限制，卖方的持股比例被控制 29.9% 以下，大股东及其一致行动人持股比例不低于 32.57%，保持了控股地位。

³ 包含可转换优先股全部兑换时发行的股本

图表 21: 中国铁联传媒不同情景下股权结构变化

股东	于最后可行使 日期股份数目	%	紧随收购完成后及 假设可换股优先股 按初步换股价系数 兑换	%	紧随收购完成后及假设可换 股优先股在兑换限制之规限 下按初步换股价系数兑换	%
荣康信托	743918560	39.91	743918560	8.39	743918560	27.98
United Centuru Limited	121978000	6.54	121978000	1.38	121978000	4.59
公众股东	997933440	53.54	997933440	11.26	997933440	37.53
卖方	0	0.00	7000000000	78.97	794985977	29.90
总计	1863830000	100.00	8863830000	100.00	2658815977	100.00

资料来源: 公司公告

图表 22: 中国铁联传媒可换股优先股条款

	相关条款
发行人	本公司
发行数量	70 亿股
发行价	0.07 港元
换股价	金额相等于 0.07 港元之可换股优先股可初步兑换为 1 股股份
股息	按兑换基准, 享受与普通股相同之权利
换股权	可于发行时间后随时兑换 若出现下列情形, 不得兑换: 1) 兑换导致以低于面值之价格发行股份 2) 可转换优先股之相关持有人及与其一致行动人将共同直接或间接控制本公司全部已发行股本 30%或以上之权益, 或以其它方式触发强制性收购要约责任 3) 兑换后, 普通股之公众持股量低于上市规则订明或联交所之规定
赎回	无权赎回
地位	于资本退还方面较股份享有优先地位 与股息方面与股份享有同等地位
表决权	可转换优先股持有人不得出席本公司会议或于会上投票, 除非决议案将更改优先股股东权利或将本公司清盘
上市	不可上市
可转让性	可自由转让, 若有意转让予本公司关联人士, 则有关转让须遵守上市规则及联交所施加之规定

资料来源: 公司公告

香港优先股发行案例：华侨城（亚洲）融资

华侨城（亚洲）向新华人寿保险、中再资产管理公司、Integrated Asset 发行 9600 万股可转换优先股，股息 5%，融资 38880 万元用于投资，若无法确定投资机会，将 80% 所得款项用于偿还贷款，其余用于营运资金。

同时，香港华侨城⁴分别与上述三家公司订立认购期权和认沽契约。通过期权契约，优先股股东可以随时要求香港华侨城以认购价格收购优先股，从而规避股价波动的风险，锁定 5% 的年收益；香港华侨城也可以随时要求购买优先股。

图表 23：华侨城（亚洲）可换股优先股条款

	相关条款
面值	0.1 港元
认购价格	4.05 港元，以现金支付（较普通股 60 个交易日均价溢价约 1%）
换股价	4.05 港元
股息	5%，不可累计
换股权	可于任何时间转换（2000 股的整数倍，总金额不得少于 1000 万港元）
强制兑换	第 1 年内，若市价相当于或高于换股价的 148%，可向优先股股东发出通知要求其强制兑换其初始认购的可转换优先股的 30%； 第 2 年内，若市价相当于或高于换股价的 148%，可向优先股股东发出通知要求其强制兑换其初始认购的可转换优先股的 30%； 第 3 年内，若市价相当于或高于换股价的 148%，可向优先股股东发出通知要求其强制兑换其初始认购的可转换优先股的 30%； 让若任何日期可转换优先股股东持有的优先股总金额少于 1000 万元，可要求其强制兑换。
兑换限制	倘若出现下列情形，将不以兑换 兑换导致以低于面值之价格发行股份 可转换优先股之相关持有人及与其一致行动人将共同直接或间接控制本公司全部已发行股本 30% 或以上之权益，或以其它方式触发强制性收购要约责任 兑换后，普通股之公众持股量低于上市规则订明或联交所之规定
资本	在清盘时或其他情况下退还资本而言，优先于本公司股本中任何其他类别股份
购买	本公司或其附属公司可能按与优先股股东之协定价格购买任何可转换优先股，且购买后不可转售；若由本公司购买，则该可转换优先股将予以注销。
投票	可转换优先股持有人不得出席本公司会议或于会上投票，除非决议案将更改优先股股东权利或将本公司清盘
上市	不可在联交所或其他任何交易所上市
可转让性	不可转让，除非取得本公司之事先书面批准
附属协议	香港华侨城分别与新华人寿保险、中再资产管理公司及 Integrated Asset 订立期权契约。 香港华侨城向上述三家公司授出认沽期权，优先股持有人可要求香港华侨城根据期权契约

⁴ 香港华侨城 100% 控股华侨城（亚洲）的控股股东 Pacific Climax.

条款及条件于期权期间任何时间按每股 4.05 港元向优先股持有人购买全部可转换优先股。上述三家公司向香港华侨城授出认购期权，香港华侨城可根据期权契约条款及条件于期权期间任何时间按每股 4.05 港元向优先股持有人购买全部可转换优先股。

资料来源：公司公告

优先股对 A 股市场将产生深刻影响

谁发行优先股？

根据上文的分析，优先股的股息率高于债券利率。若进一步考虑税收影响，债券利息支出在税前扣除，而发行优先股的股利支出在税后，以债券利率 5%，优先股股息率 7%，所得税率 25% 计算，优先股融资成本较债券将高出 3.25 个百分点。那么，哪些公司会发行优先股？

- 首先，需要补充资本金的金融类公司发行优先股的动力较强。根据巴塞尔协议 3，不可累计股利的永久性优先股可以被计入银行其他一级资本。

图表 24：过渡期内分年度资本充足率要求

银行类别	项目	2013 年底	2014 年底	2015 年底	2016 年底	2017 年底	2018 年底
系统重要性银行	核心一级资本充足率	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%	8.1%	8.5%
	一级资本充足率	7.5%	7.9%	8.3%	8.7%	9.1%	9.5%
	资本充足率	9.5%	9.9%	10.3%	10.7%	11.1%	11.5%
其他银行	核心一级资本充足率	5.5%	5.9%	6.3%	6.7%	7.1%	7.5%
	一级资本充足率	6.5%	6.9%	7.3%	7.7%	8.1%	8.5%
	资本充足率	8.5%	8.9%	9.3%	9.7%	10.1%	10.5%

资料来源：兴业证券研究所

- 第二，优先股融资属于权益资本融资，发行优先股融资的公司可以获得比纯负债融资更高的资产信用等级。因此资产负债率高的企业，可以通过发行优先股偿还银行贷款等，降低公司的杠杆率。A 股市场上建筑、地产、电力等行业 ROE 较高且较为稳定，资产负债率偏高，发行优先股的概率相对大。

图表 25：A 股分行业 ROE 和资产负债率

	2010ROE %	2011ROE %	2012ROE %	最近三年平均 ROE %	2012 资产负债率 %
建筑施工	13.06	13.76	10.99	12.60	80.30
房地产开发管理	14.18	14.57	14.78	14.51	73.34
发电及电网	8.47	6.24	10.84	8.52	72.29
航空机场	29.87	17.17	10.51	19.18	69.77

黑色家电	7.73	9.84	8.15	8.57	67.96
公交物流	14.51	14.96	13.62	14.36	65.44
白色家电	28.75	24.84	23.72	25.77	65.28
贸易	9.66	10.94	6.94	9.18	64.14
运输设备	13.23	13.84	8.59	11.89	60.98
零售	14.76	15.58	11.46	13.93	60.47
商用车	22.48	16.74	11.82	17.01	60.40
建筑装饰	17.58	15.06	16.00	16.21	60.04

资料来源：兴业证券研究所

● **第三，优先股并非大蓝筹的特权，若证监会在优先股条款上可以允许无固定股息、可转换为普通股等，优先股可以为 A 股众多新兴行业上市公司提供并购重组的融资工具。**

——由于并购交易所涉及金额往往较大，相对于债权融资，利用可转换优先股可以避免提高公司的债务和现金支出，可以降低整合后公司的财务风险；

——对公司控股股东而言，可以通过优先股转换条件的限制，保护大股东对于公司的控制权不被稀释，甚至可以借此实现“小公司”收购“大资产”；

——若是控股股东资产注入，可以利用优先股避免普通股股权进一步向控股股东集中，这在国企的整体上市中有极大意义；

——对于普通投资者而言，可以避免每股收益被过度稀释，并且由于资产卖方的收益将来自于股价的上涨，可以加强对普通股投资者的保护。

● **第四，危机时的融资工具。**一是在公司处于困难时期，可以通过发行优先股吸引投资，加强市场信心，比如高盛 2008 年向巴菲特的伯克希尔公司发行条件非常优厚的优先股，以及通用在 2010 年 IPO 同时发行优先股。在危机过去之后，公司融资成本下降时，往往会赎回优先股以降低股息负担。二是政府救助的特殊金融工具，可以注资的同时避免控制权的转移。

谁投资优先股？

● **首先，优先股投资期限往往较长，股价波动性小，回报稳定，可以吸引保险机构和养老金机构，以及追求长期稳定回报的个人投资者。**

——优先股的股息率高于国债收益率、企业债收益率、货币市场收益率和普通股分红收益率。

——可以通过期权等工具，规避股价波动风险，稳定投资收益。

——在符合条件的情况下，享有比债券利息更优惠的税率以及税收减免政策。若优先股股息税收政策与普通股相同，那么对个人投资者而言，持股超过 1 年的，应交税额为 5%，而企业债券利息需交纳 25% 的所得税，因此，1% 股息率的优先股与 1.1875% 的债券获得的收益相同；对机构投资者而言，获得优先股股利免交所得税，企业债券利息交纳 25% 所得税，意味着 1% 股息率的优先股与 1.33% 收益率的债券获得的收益相同。

- 第二，优先股的收益和波动性与债券和普通股相关度较低，为投资者多样化资产配置提供了新的投资工具；可转换为普通股的优先股可以作为套利工具。

图表 26：现行股息和企业债券利息所得税政策

	企业债券利息	股息
个人 (含证券投资基金)	20%	<ul style="list-style-type: none"> ● 持股期限在 1 个月以内(含 1 个月)的，其股息红利所得全额计入应纳税所得额，实际税负为 20%； ● 持股期限在 1 个月以上至 1 年(含 1 年)的，暂减按 50% 计入应纳税所得额，实际税负为 10%； ● 持股期限超过 1 年的，暂减按 25% 计入应纳税所得额，实际税负为 5%。
机构	25%	无

资料来源：兴业证券研究所

发行优先股对于普通股投资者是利是弊？

- 从 EPS 的角度看，若 ROE 超过优先股股息率，那么与普通股融资相比，优先股融资对于普通股 EPS 有正面影响。

——优先股支付固定股息，扣除固定股息后的收益归普通股股东所有。虽然在报表上不会改变资产负债率，但是对于普通股股东而言，相当于以一定的利息借入优先股股东的资金，只要资金的回报率超过股息率，那么就可以增加普通股股东的收益。

——在某些情况下，优先股也会损害普通股股东的利益。比如经营环境发生变化，资本回报率下降，不足以弥补股息率时，普通股股东的收益会下降得更快。

——从图表 27 可以清楚地看到，在 ROE=10%，1 倍 PB 的情景下，若采用优先股方式融资，若股息率低于 10%，则每股 EPS 上升；若股息率高于 10%，则每股 EPS 会下降。

图表 27：优先股发行对普通股 ESP 影响

ROE=10% EPS 增 长		优先股股息率				
		6%	8%	10%	12%	14%
新发行优先股股本	20%	8.00%	4.00%	0.00%	-4.00%	-8.00%
	40%	16.00%	8.00%	0.00%	-8.00%	-16.00%
	60%	24.00%	12.00%	0.00%	-12.00%	-24.00%
	80%	32.00%	16.00%	0.00%	-16.00%	-32.00%
	100%	40.00%	20.00%	0.00%	-20.00%	-40.00%

资料来源：兴业证券研究所

- 从普通股分红收益的角度看，若公司维持一定的股利分配政策，如每年将一定比例的税后利润用于分红（假设分红比例为 b ），则只有当 $ROE*b$ 超过优先股股息率，优先股融资对于普通股的分红收益才有正面影响。

——假设某公司原净资产为 B ，税后利润用于分红的比例为 b ，则普通股分红收益为， $B*ROE*b$ 。

——该公司发行优先股 Y ，股息率 i ，税后利润用于分红的总金额为 $(B+Y)*ROE*b$ ，优先股分红 $Y*i$ ，则普通股分红收益为 $(B+Y)*ROE*b-Y*i=B*ROE*b+Y*(ROE*b-i)$

——因此，只有 $ROE*b>i$ ，优先股融资对于普通股的分红收益才有正面影响。

- 倘若能够以先回购部分国有股注销，然后定向发行优先股的方式来实现存量股权性质的转换，将成为国有企业改革的突破口。

——一方面，优先股能够体现国家的资金投入成本和股权，国家获得丰厚的现金股息收入；另一方面，优先股可以减少国家对公司日常经营的干预，落实公司的自主经营权，推动国有企业的市场化进程。

——但是，国有股转换为优先股，需要配套的制度设计来解决同时产生的问题。例如，在优先股拥有优先获利权的条件下如何保证中小股东的利益；优先股的表决权受到限制，如何保证国有股东对战略性行业的控制能力和支配能力不受到影响。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn	冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元戣	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

