

2020年03月22日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

定增战略投资者门槛提升，放宽保险权益投资

——证监会《问答》及保险业股权投资放宽简评

相关报告

《国务院下放用地审批权点评：建设用地总供给仍有约束，项目审批效率提升》——2020-03-16

《1-2月宏观经济数据点评：疫情冲击之下的经济有多糟？》——2020-03-16

《人民银行定向降准点评：抗疫情、稳就业新举措》——2020-03-15

《总理国常会讲话点评：稳就业取代稳增长，下调GDP预测》——2020-03-12

《创投基金减持新规落地点评：有利于初创企业融资，减持对市场冲击有限》——2020-03-09

事件：

3月20日，证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》（以下简称《问答》），对近期发布的再融资新规中有关战略投资者的具体含义做出说明。我们认为《问答》提升了战略投资者的门槛要求，未来向战略投资者进行的定价定增项目将切实利于公司发展，利于协同效应发挥。当然，这也意味着定增中的套利行为会大幅减少，定向增发的规模也会受到影响。

3月22日，银保监会副主席周亮在国新办新闻发布会上表示，将允许偿付能力充足率比较高、资产匹配状况比较好的保险公司，在现有权益投资30%上限的基础上，适度提高权益类资产的投资比重。我们认为长期来看，保险行业或将加大对股市的资金注入，利于直接融资与资本市场发展，但短期影响或相对较小。

投资要点：

- 《问答》对再融资《新规》中战略投资者的条件做了澄清，有助于减少纯粹出于套利的定向增发。根据2月14日证监会发布的再融资《新规》，上市公司非公开发行股票的价格下限由定价基准日前20个交易日均价的9折降为8折。如果上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且发行对象为（1）上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人；（2）通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者；（3）董事会拟引入的境内外战略投资者，可以采用定价发行且锁定期由原本的36个月降低至18个月。这意味着经过董事会批准，上述投资者可以在锁定18个月的条件下以8折市场价入股上市公司。

考虑到发行方案常常选择以董事会决议日为定价基准日，而真实缴款之际股价可能因公司融资成功等利好消息上涨，以战略投资者身份入股的投资者实际享受的折扣可能还超过20%。这不仅仅鼓励了各类投资者出于套利的考虑入股造成融资乱象，而且也是对于普通二级市场投资者利益的损害。

本次《问答》对战略投资者含义进行明确，需满足以下几方面条件（1）具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源，与上市公司谋求双方协调互补的长期共同战略利益；（2）愿意长期持有上市

公司较大比例股份；（3）愿意并且有能力认真履行相应职责，委派董事实际参与公司治理，提升上市公司治理水平，帮助上市公司显著提高公司质量和内在价值；（4）具有良好诚信记录，最近三年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任。

除此之外，战略投资者还应满足以下两条之一（1）能够给上市公司带来国际国内领先的核心技术资源，显著增强上市公司的核心竞争力和创新能力，带动上市公司的产业技术升级，显著提升上市公司的盈利能力；（2）能够给上市公司带来国际国内领先的市场、渠道、品牌等战略性资源，大幅促进上市公司市场拓展，推动实现上市公司销售业绩大幅提升。

上述新要求意味着战略投资者的门槛大大提高。除非该投资者确实能对上市公司发展起到战略性的帮助作用，否则难以以定价的方式享受以较大折价率入股的優惠。

- **定增项目或更多的采用竞价发行。**按照再融资新规的规定，定增发行对象不全部是控股股东、即将成为控股股东的投资者和战略投资者的，需要采用竞价发行——就是市场化竞争定价的方式——以确定发行对象和价格。当然，锁定期也由 12 个月降至 6 个月。在以战略投资者身份入股门槛大幅提高之后，我们认为未来上市公司定向增发可能更多的会以竞价发行为主。而套利定增受限之后，上市公司整体再融资、定向增发的规模也会受到相当冲击。

实际上，按照证监会最新的《问答》，尚未提交再融资申请的上市公司，应当按新要求办理。这意味着大量刚刚依据《新规》被董事会决议通过引入战略投资者，但是还没有提交证监会的定增项目可能无法获得证监会的批准，相关融资方案也需要重新设计——除非这些战略投资者满足证监会的新要求。

- **放宽部分保险公司股权投资比例上限短期影响较小。**本周末银保监会副主席周超在国新办举行的应对国际疫情影响维护金融市场稳定发布会上表示，为扩大我国直接融资规模，发展资本市场，将考虑提高部分资产状况健康的保险公司 30% 的股权投资比重上限。

银保监会的数据显示，2019 年末保险资金运用余额的 18.53 万亿元中，银行存款占 13.62%；债券占 34.56%；股票和证券投资基金占 13.15%。而按照周主席最新披露的数据，当前保险公司投资股票和基金的规模仅为 2 万亿元左右，占到保险资金运用余额的 10.8%，股权投资比重还远未达到 30% 上限。

我们认为尽管长期而言，保险公司将持续为股市提供大量增量资金，但是短期保险公司股权投资比例上限提高影响有限。

风险提示：经济低于预期，疫情超预期

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6375

