



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益研究

施同亮

证券投资咨询业务证书编号: S1300514040001
(8610) 6622 9079
tongliang.shi@bocichina.com

杭一君

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080003
(8621) 2032 8528
yijun.hang@bocichina.com

曹又丹

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080003
(8610) 6622 9390
youdan.cao@bocichina.com

超日太阳能重组方案公布， 超日债或全额偿付

事件：“11超日债”近日公告破产重整计划草案同时中国长城资产管理公司和上海九阳投资管理中心分别出具《保函》提供连带责任保证担保，核心内容包括：1) 超日太阳能以资本公积之股本溢价转增股本 16.8 亿股，该等股份由全体出资人无偿让渡；由江苏协鑫等 9 方组成的新投资人出资合计不低于 19.6 亿元用于支付重整费用、清偿债务、提存初步确认债权和预计债权以及作为超日太阳后续经营的流动资金。2) 职工债权和税款债权全额受偿；有财产担保债权按照担保物评估价值优先受偿，未能就担保物评估价值受偿的部分作为普通债权受偿；普通债权 20 万元以下部分（含 20 万元）全额受偿，超过 20 万元部分按照 20% 的比例受偿。3) “11超日债”作为有财产担保债权对于超日太阳提供的担保物评估价值 3,064.82 万元优先受偿，每张 11 超日债债权金额本息合计约 111.64 元，可以优先受偿约 3.06 元，剩余约 108.58 元作为普通债权受偿；未获清偿转为普通债权的部分，20 万元以下部分（含 20 万元）全额受偿、超过 20 万元部分按照 20% 的比例受偿。4) 根据中国长城资产管理公司和上海九阳投资管理中心分别出具的《保函》，如果重组方案通过，两家公司将分别为“11超日债”提供最高额 7.88 亿元和 0.92 亿元的连带责任保证担保，合计担保额 8.8 亿元。

点评：

1) 从重组方案来看，对于职工债权以及税款债权都实施全额偿付，同时对普通债权人 20 万以下的全额受偿，20 万以上部分按照 20% 的比例受偿，此比例对于普通债权人来说虽仍有较大损失，但远高于预估 3.95% 的破产清算赔偿率，由此大部分普通债权人都将乐于推动方案的实施，而更重要的是由于长城资产管理公司以及上海九阳投资管理中心都提供追加担保，如若重组方案成行超日债（本息共计约 11.16 亿）将有可能得到全额兑付，因此我们认为重组方案有较大的可能性获得债券持有人会议的通过。但另一方面我们也要强调，重组方案也存在一定阻力，比如按照方案，所有出资人将无偿让渡 16.8 亿股权，这给方案的通过带来了一定的不确定性。从债务清偿分级方案来看，中小债权人的利益得到最优先的保障，尽可能的减少社会舆论压力，同时公司债持有人的利益在债务清偿安排里也得到较多保障。

2) 江苏协鑫的母公司协鑫集团总部设在香港，是以清洁能源与传统能源为主业的能源集团公司，旗下拥有保利协鑫能源(3800.HK/港币 2.81, 买入)和协鑫新能源(0451.HK/港币 3.16, 未有评级)两大港股上市公司，江苏协鑫此次牵头重组超日有可能是看中其作为壳资源的价值并在此后通过资产注入等实现在 A 股融资。

3) 对于债市的影响：此事件有可能进一步推高市场的风险偏好；作为低迷行业中的民营企业，超日太阳能连续三年亏损，14 年半年报显示资不抵债，5 月 30 日超日债被终止上市，在此背景下市场普遍认为超日债全额偿付的可能性较低，而此重组方案的推出给出了一条债项可能全额兑付的出路；我们再回顾之前华通路桥、华锐风电和中钢等信用事件的处置：华通路桥安全渡过偿付危机，华锐打折回购方案遭到否决，中钢据传得到中央注资，国有背景主体其信用危局都得到各方帮扶或是投资者相信能有解决途径，此次超日债的拟重组方案又展现了民营企业渡过危机的途径，刚性兑付预期再次得到加强，市场风险偏好可能进一步上升，同时由于机构资金成本高企，短期内高收益债收益率有可能进一步下移。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371