

南山铝业（600219）公告简评：天上掉下的大馅饼？

日期：2009 年 02 月 25 日 星期三

分析师：吴启权、田红勤 010—85130211

事件：

南山铝业（600219）于 2 月 25 日发布公告，将于 2009 年 3 月 12 日举行股东大会，通过上海证券交易所系统进行网络投票表决《关于向下修正公司可转换公司债券转股价格的议案》，修正后的转股价格应不低于审议该事项的股东大会召开日前 20 个交易日本公司 A 股股票交易均价和前一交易日的均价。

简评：

1、南山转债发行日期为 2008 年 4 月 18 日，期限为 5 年，剩余年限 4.15 年，发行规模 28 亿元，市场存量约为 28 亿元。该转债的转换期从 2008 年 10 月 20 日至 2013 年 4 月 17 日，最新转股价为 16.89 元，当前转债市场价格为 115.75 元。其赎回、回售、下调转股价的触发条件分别为：“转股期内连续 20 个交易日不低于当期转股价格的 130%”、“到期日前一年内，收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%”和“转股期内 15 个交易日股价收盘价低于当期转股价格的 85%”。

2、根据转债条款，南山转债赎回、回售和下调转股价的触发价格分别为 21.96 元、11.82 元和 14.36 元，2009 年 2 月 25 日南山铝业（600219）收盘价为 9.00 元，自进入转换期以来，南山铝业收盘价一直低于修正触发价，早已满足转股价调整条款中的条件，只因未进入回售有效期，上市公司没有动力和压力下调转股价。

此次公布修正方案，完全出乎市场的预料，从转债市场表现也可窥其一斑，公告公布当天转债市场价格由前一交易日的 107.3 元涨至 115.75 元，涨幅高达 7.88%，为当天表现最强的转债。

3、根据转债条款，公司董事会可以提议向下修正转股价格，但公司董事会提议的转股价格修正方案须提交公司股东大会表决，且须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。公司股东大会进行表决时，持有公司可转换债券的股东应当回避。

三季报显示，公司的货币资金约 20.91 亿元、流动性资产 50.29 亿元（包括 15.45 亿元存货、13.39 亿元应收票据及应收款项等），资产负债率仅为 34.15%，流动比率及速动比率分别为 2.62 和 1.81，流动负债 19.22 亿元，短期偿债能力尚可，但仍不足以应付全部转债的回售。由于本次修正是上市公司在没有市场压力情况下主动提出的，因此，大股东必定会全力促进转股价修正议案的顺利通过。

截止 2008 年 6 月 30 日，控股股东南山集团公司占总股本 51.11%的股份，其余股份较为分散，前 9 大股东股份仅占 4.99%。转债 10 大持有人除南山集团公司外，均为机构投资者，两者持有份额分别为 9.64%和 35.37%。如果大股东仍持有南山转债，则不能参与修正议案的投票，届时议案被否的可能性较大。但在毫无回售压力情况下主动提出修正议案，表明大股东有可能已经将所持有的南山转债抛空，完全有可能决定修正议案的表决结果。

4、投资机会：今年以来，南山铝业涨幅已经超过 45.63%，2 月 25 日收盘价为 9.00 元，虽然离 16.89 元的转股价仍有较大差距，随着各产业振兴规划纲要和细则的出台，南山铝业股票价格仍有可能有所表现，但仍具有较大的不确定性。

目前该转债的市场价格 115.75 元、正股价格为 9.00 元，转换价值 53.29 元，转股溢价率 117.2%，假设最终修正转股价，且股东大会前 20 个交易日平均股价在 8-9 元之间，修正后转股价 9 元左右，以 30%的转股溢价率计算，股价在 8-9 元之间时南山转债的理论价值在 115 元-130 元之间。

在这样一个时机中，上市公司选择主动修正转股价也传递出积极的信号，表明上市公司看好股票的短期表现，通过向下修正转股价，降低提前赎回门槛，在反弹行情中，更容易满足提前赎回条款，从而减轻或消除未来的回售压力。另一方面也透露出公司对前景尤其是未来 3 年信心不足，否则也不会主动修正转股价。

但反弹行情还能持续多久？如果反弹在满足提前赎回条款前结束，在未来 3-4 年上市公司仍有可能面临巨大的回售压力。

无论如何，如果修正能通过，对南山转债的持有者来说是非常有利的，基于对南山铝业大股东抛空南山转债的假设，我们建议投资者参与该转债的修正博弈。

建议投资者也同时关注其他相似处境的转债，如锡业转债、山鹰转债和新钢转债。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

吴启权，管理学博士，债券及金融衍生品分析师。田红勤，经济学博士，债券研究员。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010