

南山铝业股东大会通过向下修正转股价点评

固定收益及衍生品小组：丁鲁明、周健
dinglm@htsec.com
zhouj@htsec.com
021-23219068、9444

事件：

公司于 2009 年 3 月 12 日召开 2009 年第二次临时股东大会，会议审议通过了《关于向下修正公司可转换公司债券转股价格的议案》。

本次股东大会召开前二十个交易日公司股票交易均价为 8.52 元/股，股东大会召开日前一个交易日公司股票交易均价为 7.80 元/股，二者均高于公司最近一期经审计的每股净资产和股票面值，故按照二者的高者作为修定后的转股价，因此确定修正后的转股价格为 8.52 元/股。

点评：

(1) 股东大会通过修正转股价议案，修正转股价基本符合市场预期，经测算南山转债理论价值上升 11.5 元。

(2) 综合考虑我们的理论定价模型和目前转债市场整体理论价值溢价率水平，并预期南山铝业正股在复牌后维持价格稳定甚至有小幅上涨，则南山转债的目标价确定在 110 元左右，目前 115 元以上的转债价格已经透支 20% 的正股上涨空间。

(3) 从前期转债品种修正转股价后走势表现分析，预计复牌后首日不会有良好表现，转债下跌正股上涨的概率较大，维持之前报告中给出的中性评级。

具体分析见下：

一、南山转债修正转股价基本符合预期，但市场价格已充分反映，合理价值为 110 元附近，维持短期中性评级

我们将转债理论价值分为纯债价值、回售价值和赎回价值，根据最新的转股价和 3 月 11 日收盘价重新计算转债理论价值（表 1），可以看出，市场 14 只转债的理论价值溢价率（剔除南山转债）在 5.31%，南山转债的溢价明显高于市场平均水平。模型测算出南山转债理论价值 104.42 元，较修正转股价之前的 92.92 元提升了 11.5 元，同 2 月 25 日我们出具的南山点评报告相比，修正后理论价值较之下降了 4 元左右，主要原因是正股在期间下跌超过 10%。截止 3 月 12 日南山转债市场价格 118.74 元，对应理论价值溢价率高达 13%，已经充分反映修正转股价的预期，我们认为其已经透支正股未来 20% 以上的上涨空间！权衡风险和收益，我们认为理性投资者会在接下来的时间中将对南山的配置逐渐从转债转向正股，从而拉低溢价率水平。截止 3 月 12 日，市场上除南山转债外其余品种中最高溢价率为锡业的 15.5%，但其已经包含锡业修正转股价的猜想，可比品种中可参考澄星转债溢价率 7.6% 的水平，相当于南山转债 112 元。

表 1 上市交易转债理论价值溢价率情况（2009 年 3 月 12 日）

转债名称	转债市价	正股收盘价	转股价	附属权价值	纯债价值	理论价值	理论价值溢价率
澄星转债	117.42	7.09	10.56	12.15	96.95	109.10	7.62%
赤化转债	131.73	8.30	6.94	27.44	94.74	122.18	7.81%
金鹰转债	133.14	4.69	3.57	34.69	99.16	133.86	-0.53%
五洲转债	127.39	5.58	4.73	35.23	89.17	124.40	2.40%
山鹰转债	113.31	3.80	7.31	10.69	94.20	104.89	8.02%
大荒转债	135.68	13.56	10.08	57.36	91.39	148.75	-8.79%
恒源转债	126.94	17.22	15.75	22.69	96.65	119.34	6.37%
柳工转债	131	13.72	11.58	32.51	89.08	121.59	7.74%
海马转债	128.03	4.29	3.60	33.72	91.94	125.66	1.89%
唐钢转债	105.9	5.11	13.00	5.86	95.29	101.14	4.70%
锡业转债	122.65	14.57	24.33	7.28	98.88	106.16	15.54%
巨轮转债	118.56	6.26	7.45	12.86	98.16	111.02	6.79%
南山转债	118.74	7.68	8.52	14.51	89.91	104.42	13.71%
新钢转债	109.03	5.60	8.22	8.98	90.44	99.42	9.66%

资料来源：海通证券研究所

综合考虑我们的理论定价模型和目前转债市场整体理论价值溢价率水平，并预期南山铝业正股在复牌后维持价格稳定甚至有小幅上涨，则南山转债的目标价可确定在 110 元左右。

需要注意的是，南山转债回售条款的激活还有 3 年时间，这期间回售价值部分将始终为 0，即南山转债的“保底”价格不是回售价格，而是纯债价值（我们测算为 90 元左右），这是导致我们对南山转债定价低于市场平均水平的主要原因。

表 2 南山转债理论价值对溢价率的敏感性分析（相对 2 月 24 日收盘价，单位：元）

南山铝业	7.68	8	9	10
理论价值	104.42	105.49	111.93	121.40

资料来源：海通证券研究所

二、已经实施向下修正的转债市场表现回顾及南山转债开盘首日走势预测

我们统计了自 08 年 9 月以来有海马转债、恒源转债、大荒转债、五洲转债、赤化转债、金鹰转债、澄星转债和柳工转债启动过向下修正转股价条款，我们对其市场表现做了跟踪，结果见表 3。

统计结果显示，董事会公布修正转股后转债平均当日涨幅在 0.76% 左右，股东大会通过后转债当日涨幅 0.83%，总体看来转债在修正转股价议案公布前一天开始出现上涨，消息公布后涨幅不大，但仍有一定上升空间。转债修正转股价经股东大会通过后，市场仍会有正面反应，但是这里股东大会通过后转债上涨一般伴随着正股的上涨。

参考部分转债品种的股东大会后首日走势，对比南山转债，从估值角度考虑，我们认为转债已大幅透支正股未来 20% 左右涨幅，持有风险大于收益，可能导致价值型投资者抛售转债购入正股实现“隐形套利”，预计除非正股出现大幅上涨，否则转债将面临巨大抛压。

表 3 向下修正转股价议案公布前后转债及正股的表现（截至 2009 年 3 月 12 日）

	董事会议案前日收盘	议案公布当日收盘	涨幅	股东大会前日收盘	股东大会公布后当日收盘	涨幅
海马转债（8 月）	107.98	108.8	0.76%	107.46	106.88	-0.54%
海马股份（8 月）	5.11	5.11	0.00%	3.88	3.87	-0.26%
恒源转债	106.78	112.56	5.41%	113.24	112.42	-0.72%
恒源煤电	15.22	15.88	4.34%	12.6	11.83	-6.11%
大荒转债	107.64	106.12	-1.41%	109.11	112.9	3.47%
北大荒	7.34	7.29	-0.68%	8.81	9.69	9.99%
赤化转债	107.62	108.95	1.24%	109.88	111.88	1.82%
赤天化	6.84	6.82	-0.29%	6.36	6.6	3.77%
五洲转债	106.23	104.3	-1.82%	104.65	104.41	-0.23%
五洲交通	3.58	3.7	3.35%	3.31	3.04	-8.16%
金鹰转债	109.13	110.16	0.94%	109.7	111.91	2.01%
金鹰股份	3.17	3.06	-3.47%	2.73	3	9.89%
海马转债（10 月）	107.02	107.52	0.47%	105.9	106.7	0.76%
海马股份（10 月）	2.98	2.98	0.00%	2.79	3.07	10.04%
柳工转债	109.91	109.99	0.07%	109.91	109.99	0.07%
柳工	7.91	7.94	0.38%	11.58	10.69	-7.69%

资料来源：海通证券研究所

附：上市转债各项条款的进度

以下是截至 12 日收盘各转债符合向下修正条款、赎回条款和回售条款的进度，投资者可关注新钢、澄星、山鹰、唐钢、巨轮的修正条款完成导致的可能向下修正转股价的预期。

表 4 转债三项条款的进度（符合条件天数 / 条件要求天数）

代码	名称	向下修正条款进度	赎回条款进度	回售条款进度
110002	南山转债	0/15	0/20	-
110003	新钢转债	10/10	0/30	-
110078	澄星转债	10/10	0/20	5/20
110227	赤化转债	0/20	15/30	0/30
110232	金鹰转债	0/10	11/30	0/30
110368	五洲转债	0/10	3/30	0/30
110567	山鹰转债	20/20	0/20	-
110598	大荒转债	0/20	-	0/20
110971	恒源转债	0/10	0/30	0/30
125528	柳工转债	0/10	0/20	0/30
125572	海马转债	0/10	9/30	0/30
125709	唐钢转债	20/20	0/30	-
125960	锡业转债	-	0/20	-
128031	巨轮转债	20/20	0/25	0/25

资料来源：海通证券研究所

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。