

工商银行可转债申购价值分析报告

金融工程研究报告

发布时间：2010 年 8 月 27 日

投资要点：

1、中国工商银行股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券 250 亿元，每张面值为人民币 100 元，共计 250000,000 张。6 年期，转股价格为 4.20 元/股，债券票面利率分别为第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 0.9%、第四年 1.1%、第五年 1.4%、第六年 1.8%。网上网下申购日为 8 月 31 日。

2、工行可转债发行条款与中行基本相似，流动性比较好，尽管条款一般，票面利率比较低，转债无担保，但可转债发行主体工商银行信用质量较好，盈利能力突出，号称最能赚钱的公司，因此其可转债值得关注。

3、工行转债的信用评级为 AAA，且无担保，结合相同性质的中行转债的底价到期收益率，估计债券价值 87.58 元，债券价值尚可。若股价在 4.0-4.20 之间波动，所计算的期权价值在 23.14-26.36 元之间，以此计算的可转债理论价格在 110.72-113.94 元之间。从转股溢价率看，如果工行股票在 4.1-4.2 元左右，则上市时其转债价格在 105.43-110 元的可能性很大。综合考虑，我们估计工行转债上市时其价格在 104-107 元的可能性比较大。

4、估计网下资金申购资金在 2500-3000 亿元，则有 12500 亿-15000 亿之间，考虑网上申购资金可能有 300-400 亿元，如此我们估计有 12800-15400 亿的申购资金，中签率估计在 1.43%-1.78%，比中行的 1.89%略低。如果工行可转债涨幅在 5%，则申购收益率在 0.0714%-0.0891%之间，网下申购者有 5 倍的杠杆效应其收益率在 0.357%-0.445%，建议机构投资者积极参与网下申购。

工行可转债申购

发行规模	250 亿
存续期	6 年
转股价格	4.20 元
评级	AAA
定价	104-107
申购收益率 (网下)	0.357%-0.445%

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编 200002

工商银行可转债申购价值分析报告

一、工行可转债条款分析

中国工商银行股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券 250 亿元，每张面值为人民币 100 元，共计 250000,000 张。

表 1 主要发行条款

股票简称	股票代码	转债简称	转债代码	评级结果	评级机构	担保人	担保方式
工商银行	601398	工行转债	113002	AAA	中诚信证券评估有限公司	无	/
募集资金总额	期限	转股期限	转股价格	初始转股日	股权登记日	发行日	到期日
250 亿	6 年	2011 年 3 月 1 日至 2016 年 8 月 31 日	4.20 元/股	5.5 年	8 月 30 日	8 月 31 日	2016 年 8 月 31 日

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

发行方式：本次发行的工行转债采用优先配售和网上、网下申购结合进行，向发行人除控股股东中华人民共和国财政部与中央汇金投资有限责任公司以外的原 A 股股东优先配售，优先配售后余额部分采用网下对机构投资者配售和通过上交所交易系统网上定价发行相结合的方式进行。除控股股东以外的原 A 股股东优先配售后余额部分网下发行和网上发行预设的发行数量比例为 70%：30%。

本次发行的可转债期票面利率：第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 0.9%、第四年 1.1%、第五年 1.4%、第六年 1.8%。本次可转债期满后 5 个交易日内按本次发行的可转债票面面值的 105%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债。采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日，即 2010 年 8 月 31 日。

从赎回条款看，如果发行人 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），发行人有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。可见，赎回条款易于触发，与中行转债一样，而以往的大部分转债都要求至少有 20 个交易日满足这一条件。转债没有担保，票面利率也不高，但信用评级尚可。从向下修正条款看，与中行转债一样，当发行人 A 股股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%时，方可提出转股价向下修正方案，很显然这一触发期比较长，估计很难达到，可以说使持有者缺乏主动权。

总体而言，工行可转债发行条款与中行基本相似，发行规模为 250 亿元，流动性比较好，尽管条款一般，转债无担保，但可转债发行主体工商银行信用质量较好，盈利能力突出，号称最能赚钱的公司，因此其可转债值得关注。

二、工行可转债投资价值分析

（一）纯债价值

工行转债的信用评级为 AAA，且无担保。参照银行间 AAA 级和交易所 AAA 级固定利率企业债的 6 年期利差，结合相同性质的中行转债的底价到期收益率，我们给予其 3.85% 的到期收益率，进行纯债价值的计算，结果债券价值 87.58 元，债券价值尚可。但从债券票面利率看，6 年支付的票面利率为 6.4 元，最后一年补偿利息为 3.2 元，总支付利息为 9.6 元，远小于中行转债的票面利率 7.5 元和补偿利息 4 元，6 年总支付利息 11.5 元。这说明工行转债的纯债价值低于中行转债，中行转债债券价值是 88 元。

（二）可债券价值

1、理论价值

由于工商银行转债是价平债券，故此我们测算其期权价值。根据测算，工商银行股票近一年的历史波动率在 22.5% 左右，若股价在 4.0-4.20 之间波动，所计算的期权价值在 23.14-26.36 元之间，以此计算的可转债理论价格在 110.72-113.94 元之间。但实际可转债的市场价格受多种因素的影响，往往低于理论价值。

表 2 工行可转债理论价值

	波动率 \ 股价	3.9	4	4.05	4.1	4.15	4.2	4.25	4.3
期权 价值	0.15	15.02	16.54	17.33	18.12	18.94	19.77	20.61	21.46
	0.2	19.14	20.67	21.46	22.25	23.06	23.88	24.70	25.54
	0.23	21.59	23.14	23.93	24.73	25.54	26.36	27.18	28.02
	0.25	23.22	24.78	25.57	26.37	27.18	28.01	28.83	29.67
	0.28	25.63	27.21	28.01	28.82	29.64	30.47	31.30	32.15
	0.3	27.23	28.82	29.63	30.45	31.27	32.10	32.94	33.79
可转债 价值	0.15	102.604	104.123	104.906	105.705	106.518	107.346	108.187	109.042
	0.2	106.722	108.254	109.037	109.832	110.638	111.456	112.283	113.122
	0.23	109.173	110.720	111.509	112.308	113.117	113.935	114.763	115.599
	0.25	110.795	112.356	113.150	113.953	114.765	115.585	116.415	117.252
	0.28	113.210	114.791	115.594	116.405	117.223	118.050	118.884	119.725
	0.3	114.806	116.401	117.211	118.027	118.851	119.683	120.521	121.366

资料来源：根据相关数据进行模拟

2、基于转股溢价率的市场价值

目前市场的可转债的转股溢价率在 0.09%-162.74% 之间，我们根据转股溢价率的定义模拟计算了工行可转债的市场价格，结果见表 3。

表 3 基于转股溢价率的工行转债价格模拟

转股溢价率/股价	3.9	4	4.05	4.1	4.15	4.2	4.25	4.3
5%	97.5	100	101.25	102.5	103.75	105	106.25	107.5
8%	100.29	102.86	104.14	105.43	106.71	108.00	109.29	110.57
10%	102.14	104.76	106.07	107.38	108.69	110.00	111.31	112.62
15%	106.79	109.52	110.89	112.26	113.63	115.00	116.37	117.74
18%	109.57	112.38	113.79	115.19	116.60	118.00	119.40	120.81
20%	111.43	114.29	115.71	117.14	118.57	120.00	121.43	122.86

资料来源：根据相关数据进行模拟

若工行股票在 4.1 元波动，如果转股溢价率在 8%-15% 之间，则可转债的价格在 105.43-112.26 元之间。中行转债上市当日转股溢价率在 11%，如果按 10% 转股溢价率估计，则工行可转债开盘价格有可能在 107.38 元，目前与工行可转债相近的中行可转债市场价格在 104 元，其开盘时为 101 元，一度跌破 100 元达到 99.9 元。目前中行可转债的转股溢价率在 18%，这与市场整体走势有关。当正股价格在 4.1 元附近波动时，工行转债的合理转股溢价率在 8%~10% 之间波动，相应的转债合理市场价值在 105.43-107.38 元之间。

表 4 已上市可转债价值评价（8 月 27 日）

名称	最新	纯债价值	转股溢价率%	纯债溢价率	平价底价溢价率	转股价值
新钢转债	114.7797	99.7067	46.46	0.1512	-21.25%	78.3951
厦工转债	148.39	96.4672	-0.14	0.5382	55.28%	149.7987
博汇转债	114.9712	95.0467	54.63	0.2096	-20.43%	74.9516
王府转债	141.3712	92.2471	10.71	0.5325	38.29%	128.0818
双良转债	116.3411	86.4044	76.04	0.3465	-23.41%	66.1772
澄星转债	116.9368	104.7884	51.57	0.1159	-25.94%	77.6091
中行转债	104.0508	86.6742	19.58	0.2005	0.51%	87.1134
唐钢转债	109.7143	106.6005	162.98	0.0292	-60.51%	42.094
美丰转债	121.8093	89.3824	25.94	0.3628	8.38%	96.875
锡业转债	129.2107	104.3323	34.97	0.2385	-7.52%	96.4871
铜陵转债	131.4777	85.8571	27.64	0.5314	20.04%	103.0612

资料来源：根据 WIND 统计

综合考虑，我们认为若工行股价在 4.1-4.2 元之间，工行可转债的理论价格在 109.8-111.5 元之间，转股溢价率在 8%-10% 之间，如此若工行股票在 4.1-4.2 元左右，则上市时其转债价格在 105.43-110 元的可能性很大，即使工行股票跌到 4.0 元以下如 3.9 元，在转股溢价率为 8% 时，其价格为 100.29 元，若为 10%，则为 102.14 元。我们估计如果工行股票在 4.10 元，工行转债上市时其价格在 104-107 元的可能性比较大，我们估计至少也会达到 103 元左右，短期看跌破 100 元的可能性几乎没有。但如果市场向好，不排除可转债上冲 110 元以上的可能。

风险：如果市场持续下跌，工行股票价格也长期低迷，则工行可转债的期权价值也下降，不排除工

行转债在 100 元以下徘徊，这种风险不容忽视。

三、工行可转债申购建议

尽管工行转债可能由于规模比较大、发行条款一般、票面利率比较低等缘故，在二级市场上定价偏低可能是一个事实，由于有中行转债作为参照物，因此其估值相对有一定的比较基础。工行股票从长期看具有一定的投资价值，目前处于估值的低部。如果工行可转债上市后价格在 104.0-107 元之间，其涨幅在 4%-7% 之间。汇金不参与配售，大股东配售比例如果在 20-30% 之间，估计配售的资金可能在 22-30 亿元左右，则可供资金申购的大概有 220-228 亿元，由于保险资金可以申购，估计申购资金比较多，但可能比中行可转债偏小。中行转债网上和网下分别实际冻结资金 363.58 亿和 3396.65 亿，考虑网下申购杠杆，名义冻结资金为 1.73 万亿，网上、网下申购资金比率为 1:9.3。

表 5 历史可转债发行申购统计

名称	发行日	发行量(亿)	向原股东发行比例	原股东实际配售比例	网上中签率	网下中签率
厦工转债	2009-8-28	6	99.06%	73.16%	0.1283%	—
西洋转债	2009-9-3	2.65	49.81%	5.35%	0.1605%	0.1605%
龙盛转债	2009-9-14	12.5	100.00%	43.63%	0.1726%	0.1726%
安泰转债	2009-9-16	7.5	99.96%	76.31%	0.1762%	—
博汇转债	2009-9-23	9.75	93.15%	68.27%	0.1059%	0.1059%
王府转债	2009-10-19	8.21	95.73%	78.61%	0.1400%	—
双良转债	2010-05-04	7.2	99.01%	58.10%	0.3900%	—
中行转债	2010-6-2	400	60.06%	17.97%	1.8915%	1.8915%
美丰转债	2010-6-2	6.5	49.99%	11.80%	1.1667%	-
铜陵转债	2010-7-15	20	80.00%	8.76	0.5755%	0.5755%

资料来源：根据 WIND 统计

估计网下资金申购资金在 2500-3000 亿元，则有 12500 亿-15000 亿之间，考虑网上申购资金可能有 300-400 亿元，如此我们估计有 12800-15400 亿的申购资金，中签率估计在 1.43%-1.78%，比中行的 1.89% 略低。如果工行可转债涨幅在 5%，则申购收益率在 0.0714%-0.0891% 之间，网下申购者有 5 倍的杠杆效应其收益率在 0.357%-0.445%，建议机构投资者积极参与网下申购。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归我公司所有。