

燕京啤酒可转债申购价值分析报告

可转债定价研究报告

发布时间：2010 年 10 月 14 日

投资要点：

1、北京燕京啤酒股份有限公司公开发行可转换公司债券 113,000 万元，每张面值为 100 元人民币，共 1130 万张。可转债存续期 5 年，转股价格为 21.86 元/股，票面利率分别为 0.5%、0.7%、0.9%、1.1%、1.4%。网上网下申购日为 10 月 15 日。

2、燕京转债没有担保，条款也无显著亮点。尽管条款一般，票面利率比较低，但可转债发行主体燕京啤酒属于消费类行业，盈利能力可以，长期看具有投资价值，因此其可转债值得关注。

3、燕京转债的信用评级为 AA+，无担保，债券价值相对较低，达到 82.65 元。如果燕京啤酒股价在 18.0-23.0 之间波动，所计算的期权价值在 22.8-38.2 元之间。目前市场中小盘的转债平均转股溢价率在 43.7%左右，估计燕京转股溢价率在 30%-45%之间，则可转债的价格在 125.0-134.49 元之间。如果燕京股票在 20-22 元左右，按 40%转股溢价率估计，则燕京可转债开盘价格有可能在 128.0-137 元的可能性很大。最近转债市场比较火爆，上市定价有可能偏高，估计在 131 元以上。

4、假设有 4.5 亿的资金可供申购，预计燕京转债的网上有效申购资金量在 500-600 亿元左右，网下机构实际申购资金在 800 亿到 1000 亿左右，则估计整体申购资金在 2350 亿左右，则燕京转债的申购中签率在 0.19%左右，但考虑以往中小转债的中签率，我们估计此次中签率相对较低，估计在 0.13%-0.19%之间。假设燕京可转债涨幅在 30%左右，则网上申购收益率在 0.04%-0.06%，网下申购者有 2 倍的杠杆效应其收益率在 0.08%-0.12%，建议机构投资者积极参与网下申购。

燕京啤酒可转债申购

发行规模	11.3 亿
存续期	5 年
转股价格	21.86 元
评级	AA+
定价	128-137
申购收益率 (网下)	0.08%-0.12%

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

燕京啤酒可转债申购价值分析报告

一、燕京啤酒可转债条款分析

北京燕京啤酒股份有限公司公开发行可转换公司债券 113,000 万元，每张面值为 100 元人民币，共 1130 万张。

表 1 主要发行条款

股票简称	股票代码	转债简称	申购转债代码	评级结果	评级机构	担保人	担保方式
燕京啤酒	000729	燕京转债	080729	AA+	大公国际资信评估有限公司	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
11.3 亿	5 年	2011 年 4 月 15 日至 2015 年 10 月 14 日	21.86 元/股	4.5 年	10 月 14 日	10 月 15 日	2015 年 10 月 14 日

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

本次发行的燕京转债向发行人原股东优先配售，向原股东优先配售的比例不超过本次发行规模的100%，原股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用网下对机构投资者配售和通过深交所交易系统网上定价发行相结合的方式。原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 50%:50%。根据实际申购结果，最终按照网下配售比例和网上中签率趋于一致的原则，在初定的网下发行数量和网上发行数量之间进行适当回拨。可见，此次燕京转债发行方式为优先配售、网上申购、网下配售相结合，但不容忽视的是，公司原股东可优先配售的比例上限为100%，网下配售的定金比例只有50%，和以往相比杠杆偏小。

本此发行的可转债存续期 5 年，票面利率分别为 0.5%、0.7%、0.9%、1.1%、1.4%，到期偿还本金和最后一年利息。燕京转债没有担保,条款也无显著特点和亮点。到期赎回没有提供有效补偿，现金流仅 4.6 元，并不高，向下修正条款并没有多少效用，回售期和赎回期均与转股期一致，回售条件为“30/30,130%”，赎回条款为“30/20,130%”。

总体而言，燕京转债发行条款一般，发行规模为 11.3 亿元，规模不大，可能保险等机构投资者未必偏好，尽管条款没有显著亮点，转债无担保，但可转债发行主体燕京啤酒盈利能力可以，是消费行业的典型代表企业，具有长期投资价值，因此其可转债值得关注。

二、燕京可转债投资价值分析

（一）纯债价值

燕京转债的信用评级为 AA+，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 5 年期利差，结合同类性质的转债底价的到期收益率，我们给予其 4.75%的到期收益率，进行纯债价值的计算，结果债券价值 82.65 元，债券价值相对较低。

（二）可债券价值

1、理论价值

由于燕京转债接近于价平债券，故此我们测算其期权价值。根据测算，燕京啤酒股票近一年的历史波

动率在 34.5%左右，若股价在 18.0-23.0 之间波动，所计算的期权价值在 22.8-38.2 元之间，以此计算的可转债理论价格在 105.4-120.8 元之间，但实际可转债的市场价格受多种因素的影响。

表 2 燕京啤酒可转债理论价值

	波动率 \股价	18	18.5	19	20	20.5	21	21.5	22	23	24	25
期 权 价 值	0.2	11.93	13.14	14.40	17.09	18.50	19.97	21.48	23.03	26.25	29.63	33.14
	0.25	15.59	16.87	18.20	20.99	22.44	23.93	25.45	27.01	30.23	33.56	37.01
	0.3	19.20	20.56	21.95	24.83	26.32	27.84	29.39	30.97	34.21	37.54	40.97
	0.35	22.76	24.18	25.63	28.61	30.14	31.69	33.27	34.88	38.15	41.52	44.96
	0.4	26.25	27.72	29.22	32.30	33.87	35.46	37.08	38.71	42.04	45.44	48.91
	0.45	29.65	31.18	32.73	35.90	37.51	39.14	40.79	42.46	45.85	49.29	52.80
	0.5	32.97	34.55	36.15	39.40	41.05	42.72	44.41	46.11	49.56	53.06	56.61
	0.6	39.28	40.96	42.65	46.07	47.81	49.55	51.31	53.08	56.65	60.27	63.92
可 转 债 价 值	0.2	94.58	95.79	97.05	99.74	101.15	102.62	104.13	105.68	108.90	112.28	115.79
	0.25	98.24	99.52	100.85	103.64	105.09	106.58	108.10	109.66	112.88	116.21	119.66
	0.3	101.85	103.21	104.60	107.48	108.97	110.49	112.04	113.62	116.86	120.19	123.62
	0.35	105.41	106.83	108.28	111.26	112.79	114.34	115.92	117.53	120.80	124.17	127.61
	0.4	108.90	110.37	111.87	114.95	116.52	118.11	119.73	121.36	124.69	128.09	131.56
	0.45	112.30	113.83	115.38	118.55	120.16	121.79	123.44	125.11	128.50	131.94	135.45
	0.5	115.62	117.20	118.80	122.05	123.70	125.37	127.06	128.76	132.21	135.71	139.26
	0.6	121.93	123.61	125.30	128.72	130.46	132.20	133.96	135.73	139.30	142.92	146.57

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 3.0%-158.67%之间，我们根据转股溢价率的定义模拟计算了燕京可转债的市场价格，结果见表 3。

表 3 基于转股溢价率的燕京转债价格模拟

转股溢价 率/股价	18	18.5	19	20	20.5	21	21.5	22	23	24	25
0.15	94.69	97.32	99.95	105.22	107.85	110.48	113.11	115.74	121.00	126.26	131.52
0.2	98.81	101.56	104.30	109.79	112.53	115.28	118.02	120.77	126.26	131.75	137.24
0.25	102.93	105.79	108.65	114.36	117.22	120.08	122.94	125.80	131.52	137.24	142.96
0.3	107.04	110.02	112.99	118.94	121.91	124.89	127.86	130.83	136.78	142.73	148.67
0.35	111.16	114.25	117.34	123.51	126.60	129.69	132.78	135.86	142.04	148.22	154.39
0.4	115.28	118.48	121.68	128.09	131.29	134.49	137.69	140.90	147.30	153.71	160.11
0.45	119.40	122.71	126.03	132.66	135.98	139.30	142.61	145.93	152.56	159.19	165.83
0.5	123.51	126.94	130.38	137.24	140.67	144.10	147.53	150.96	157.82	164.68	171.55
0.6	131.75	135.41	139.07	146.39	150.05	153.71	157.37	161.02	168.34	175.66	182.98

资料来源：根据相关数据进行模拟

若燕京啤酒股票在 21 元波动，按照与燕京转债相类似的博汇转债、塔牌转债、美丰转债测算，平均转股溢价率为 43.7%，我们估计转股溢价率在 30%-45%之间，则可转债的价格在 125.0-134.49 元之间。如果按 40%转股溢价率估计，则燕京可转债开盘价格有可能在 132 元左右，当正股价格在 21 元附近波动时，燕京转债的合理转股溢价率在 35%~40%之间波动，相应的转债合理市场价值在 126.6-131.29 元之间。

表 4 已上市可转债价值评价（10 月 14 日）

名称	最新	纯债价值	到期收益率	转股溢价率%	纯债溢价率	转股价值
新钢转债	123.989	99.919	-3.8193	54.19	0.241	80.617
博汇转债	131.031	94.371	-4.143	50.62	0.389	87.041
王府转债	134.407	92.021	-3.2055	2.06	0.461	132.171
双良转债	130.677	86.647	-4.7021	73.14	0.508	75.604
澄星转债	134.591	104.919	-12.6403	49.01	0.283	90.987
中行转债	112.356	87.010	-0.1686	24.76	0.291	90.206
工行转债	121.290	84.412	-1.7486	16.36	0.437	104.286
唐钢转债	113.244	106.782	0.2817	158.67	0.061	44.231
美丰转债	131.286	89.699	-3.9633	38.94	0.464	94.701
锡业转债	182.329	104.460	-28.3923	0.03	0.745	183.747
塔牌转债	143.893	92.725	-4.666	41.55	0.552	101.728

资料来源：根据 WIND 统计

综合考虑，我们认为若燕京股价在 20.5-22 元之间，燕京可转债的理论价格在 113.2-118.5 元之间，转股溢价率在 35%-40%之间，如此若燕京股票在 20-22 元左右，则上市时其转债价格在 128.0-137 元的可能性很大，即使燕京股票跌到 19 元以下如 18 元，在转股溢价率为 35%时，其价格为 111.16 元，若为 30%，则为 107.04 元。我们估计如果燕京股票在 21 元，燕京转债上市时其价格在 128-137 元的可能性比较大，我们估计至少也会达到 130 元左右，短期看跌破 110 元的可能性几乎没有。但如果市场向好，不排除可转债上冲 140 元以上的可能。

风险：如果市场下跌，燕京股票价格也长期低迷，则燕京可转债的期权价值也下降，不排除燕京转债在 110 元以下徘徊，这种风险不容忽视。

三、燕京可转债申购价值及建议

尽管燕京转债发行规模不大、发行条款一般、票面利率比较低，但最近转债市场比较火热，上市定价有可能偏高，由于有塔牌转债作为参照物，因此其估值相对有一定的比较基础。燕京股票从长期看具有一定的投资价值，目前处于估值的低部。如果燕京可转债上市后价格在 128.0-137 元之间，其涨幅在 28%-37%之间。如果大股东配售比例如果在 50-60%之间，估计配售的资金可能在 5.6-6.8 亿元左右，则可供资金申购的大概有 4.5-5.7 亿元，假设有 4.5 亿的资金可供申购，尽管保险资金申购的概率比较小，但由于转债市场比较火爆，估计申购资金比较多，预计燕京转债的网上有效申购资金量在 500-600 亿元左右，网下机构实际申购资金在 800 亿到 1000 亿左右，则燕京转债网上和网下分别实际冻结资金 550 亿和 1800 亿，估计整体申购资金在 2350 亿左右，则燕京转债的网上网下申购中签率在 0.19%左右，但考虑以往中小转债的中签率，我们估计此次中签率不排除更低，有可能达到 0.11%左右，我们估计在 0.13%-0.19%之间。

表 5 部分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

如果中签率在 0.13%-0.19%之间，假设燕京可转债涨幅在 30%左右，则网上申购收益率在 0.04%-0.06%，网下申购者有 2 倍的杠杆效应其收益率在 0.08%-0.12%，建议机构投资者积极参与网下申购，定会得到良好的收益率。

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。