

歌华有线可转债上市定价分析报告

金融工程研究报告

发布时间：2010 年 12 月 9 日

投资要点：

1、歌华转债发行 16 亿元，募集资金净额约 15.6 亿元，其中原 A 股股东优先配售 91507.6 万元，占本次发行总量的 57.19%。网上向一般社会公众投资者发售的歌华转债为 43848.9 万元，占本次发行总量的 27.41%。中签率为 0.476%，比我们预测的 0.23% 中签率要偏高。歌华转债存续期 6 年，自 2010 年 11 月 25 日至 2016 年 11 月 25 日，初始转股价格为 15.09 元/股，发行的可转债 12 月 10 日上市。

2、歌华转债的信用评级为 AAA，无担保，债券价值并不高。歌华有线股价在 12 月 8 日 收盘 13.39 元，如果歌华可转债的转股溢价率在 35%-45%，合理价格在 122-128 元之间，价值中枢在 125 元，估计歌华转债开牌价格在 125 元的可能性比较大，如果正股上涨，不排除可转债上冲 130 元以上的可能。

3、歌华转债的中签率为 0.476%，2010 年发行的可转债上市首日涨幅统计，平均达到 25.26%，如果歌华可转债首日涨幅在 25% 左右，其申购收益在 0.119%，还算可以。如果歌华可转债价格在 124 元以下，投资者可谨慎增持，安全边际比较高；如果超过 130 元，可适当减持。由于歌华转债的期权价值比较高，正股歌华有线属于三网融合概念，具有长期投资价值，建议投资者在转债达到合理安全边际的价格，把握配置的机会。

歌华转债上市定价

发行规模	16 亿
存续期	6 年
转股价格	15.09 元
评级	AAA
定价	122-128 元
申购收益率	0.119%

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

歌华有线可转债上市定价分析报告

一、歌华可转债发行情况

歌华转债发行 160,000 万元（160 万手），发行价格每张 100 元，发行日期为 2010 年 11 月 25 日。最终的发行结果为，原 A 股股东优先配售 91,507.6 万元（915,076 手），占本次发行总量的 57.19%。网上向一般社会公众投资者发售的歌华转债为 43,848.9 万元（438,489 手），占本次发行总量的 27.41%。网上一般社会公众投资者的有效申购数量为 9,208,001.6 万元（92,080,016 手），中签率为 0.47620430%，比我们预测的 0.23% 中签率要偏高。网下向机构投资者配售的歌华转债为 24,643.5 万元（246,435 手），占本次发行总量的 15.40%，网下有效申购数量为 5,175,000 万元（51,750,000 手），配售比例实际为 0.4762028986%。

歌华转债存续期 6 年，自 2010 年 11 月 25 日至 2016 年 11 月 25 日，票面利率分别为第一年 0.6%、第二年 0.8%、第三年 1.0%、第四年 1.3%、第五年 1.6%、第六年 1.9%。初始转股价格为 15.09 元/股，信用评级为 AAA，本次发行未设担保。发行的可转债 12 月 10 日上市。

本次发行可转换公司债券募集资金总额为 160,000 万元，募集资金净额约 156,082.50 万元。募集资金用途用于高清交互数字电视基础应用工程项目。

表 1 歌华转债基本情况

可转债简称	歌华转债
可转债代码	110011
可转债发行量	160,000 万元（160 万手）
可转债上市量	160,000 万元（160 万手）
可转债上市地点	上海证券交易所
可转债上市时间	2010 年 12 月 10 日
可转债存续的起止日期	2010 年 11 月 25 日至 2016 年 11 月 25 日
可转债登记机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司
保荐人（主承销商）	瑞银证券有限责任公司
担保情况	/
信用评级	AAA
面值	人民币 100 元/张

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

表 2 前十大可转换公司债券持有人及其持有量

序号	债券持有人名称	持有数量（元）
1	北京北广传媒投资发展中心	599,965,000
2	中信证券股份有限公司	40,002,000
3	中国工商银行—诺安平衡证券投资基金	24,246,000
4	中国石油天然气集团公司企业年金计划—中国工商银行	13,908,000
5	北京北青文化艺术公司	12,773,000
6	中国建设银行—上投摩根阿尔法股票型证券投资基金	11,951,000

7	上海浦东发展银行—长信金利趋势股票型证券投资基金	9,057,000
8	北京有线全天电视购物有限责任公司	8,772,000
9	张伟	8,579,00013
10	长江证券股份有限公司	8,571,000

资料来源：根据 WIND 统计和歌华转债上市公告书

前 10 大转债持有者主要是机构投资者，本次中签率为 0.476%，比我们预期的要高。

二、歌华可转债投资价值分析

（一）纯债价值

歌华转债的信用评级为 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，结合同类性质的转债底价的到期收益率，我们给予其 5.55% 的到期收益率，进行纯债价值的计算，结果债券价值为 81.7 元，债券价值相对并不高。

（二）可转债债券价值

1、理论价值

由于歌华转债接近于价平债券，是一个轻度价外期权，我们测算其期权价值。根据测算，歌华有线股票近一年的历史波动率在 45% 左右，若股价在 13.0-15.0 之间波动，所计算的期权价值在 326.4-49.6 元之间，以此计算的可转债理论价格在 113.2-130.3 元之间，但实际可转债的市场价格受多种因素的影响。

表 3 歌华有线可转债理论价值

	波动率 \股价	13	13.5	14	14.5	15	15.5	16
期权 价值	0.25	20.752	22.848	25.019	27.260	29.567	31.936	34.364
	0.3	24.727	26.892	29.118	31.401	33.739	36.128	38.565
	0.35	28.613	30.848	33.133	35.467	37.846	40.268	42.731
	0.4	32.399	34.702	37.049	39.436	41.862	44.325	46.823
	0.45	36.073	38.443	40.851	43.294	45.771	48.279	50.818
	0.5	39.625	42.061	44.530	47.029	49.557	52.113	54.695
	0.55	43.046	45.546	48.074	50.629	53.209	55.814	58.441
	0.6	46.330	48.890	51.476	54.086	56.718	59.371	62.044
可转 债 价值	0.25	101.542	103.638	105.809	108.050	110.357	112.726	115.154
	0.3	105.517	107.682	109.908	112.191	114.529	116.918	119.355
	0.35	109.403	111.638	113.923	116.257	118.636	121.058	123.521
	0.4	113.189	115.492	117.839	120.226	122.652	125.115	127.613
	0.45	116.863	119.233	121.641	124.084	126.561	129.069	131.608
	0.5	120.415	122.851	125.320	127.819	130.347	132.903	135.485
	0.55	123.836	126.336	128.864	131.419	133.999	136.604	139.231
	0.6	127.120	129.680	132.266	134.876	137.508	140.161	142.834

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-2.58%-169.53%之间，我们根据转股溢价率的定义模拟计算了歌华有线可转债的市场价格，结果见表4。

表4 基于转股溢价率的歌华有线转债价格模拟

转股溢价率/股价	13	13.5	14	14.5	15	15.5	16
15%	99.072	102.883	106.693	110.504	114.314	118.125	121.935
20%	103.380	107.356	111.332	115.308	119.284	123.260	127.237
25%	107.687	111.829	115.971	120.113	124.254	128.396	132.538
30%	111.995	116.302	120.610	124.917	129.225	133.532	137.840
35%	116.302	120.775	125.249	129.722	134.195	138.668	143.141
40%	120.610	125.249	129.887	134.526	139.165	143.804	148.443
45%	124.917	129.722	134.526	139.331	144.135	148.940	153.744
50%	129.225	134.195	139.165	144.135	149.105	154.076	159.046
60%	137.840	143.141	148.443	153.744	159.046	164.347	169.649

资料来源：根据相关数据进行模拟

若歌华有线股票在13-14.0元波动，按照与歌华有线转债相类似的博汇转债、燕京转债、澄星转债测算，平均转股溢价率为51.0%左右，我们估计歌华有线转债转股溢价率在35%-45%之间，则可转债的价格在116.3-134.5元之间。如果按40%转股溢价率估计，则歌华有线可转债开盘价格有可能在125元左右，当正股价格在13.5元附近波动时，歌华有线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121.0-125.2元之间。

表5 已上市可转债价值评价（12月8日）

名称	最新	转股价格	转股比例	转换价值	转股溢价率 %	套利空间	剩余期限	债券评级
新钢转债	115.87	8.10	12.35	72.96	59.67	-43.54	2.70	AA+
博汇转债	118.26	10.34	9.67	78.53	50.91	-39.98	3.79	AA-
双良转债	128.70	21.11	4.74	86.55	49.05	-42.45	4.41	AA
澄星转债	124.14	10.54	9.49	79.41	58.01	-46.07	1.42	AAA
中行转债	110.61	3.78	26.46	86.51	28.16	-24.36	5.49	
工行转债	121.35	4.16	24.04	102.16	18.92	-19.33	5.73	AAA
唐钢转债	108.62	9.36	10.68	40.81	169.53	-69.19	2.02	AAA
美丰转债	123.49	7.36	13.59	95.65	29.53	-28.25	4.48	AA
铜陵转债	168.76	15.68	6.38	173.47	-2.58	4.47	5.61	AA
燕京转债	133.12	21.86	4.57	86.14	54.62	-47.05	4.85	AA+
塔牌转债	141.77	13.31	7.51	117.58	20.77	-24.42	4.72	AA-

资料来源：根据 WIND 统计

综合考虑，我们认为歌华有线股价在12月8日收盘13.39元，歌华可转债的合理价格在122-128元之间，价值中枢在125元，转股溢价率在35%-45%，估计歌华转债开牌价格在125元的可能性比较大，即

使歌华股票跌到 13.0 元以下，在转股溢价率为 30% 时，其价格为 111.0 元，短期看跌破面值的可能性几乎没有。但如果市场向好，正股大幅度上涨，不排除可转债上冲 130 元以上的可能。

三、歌华可转债上市投资策略建议

根据 2010 年发行的可转债上市首日涨幅统计，平均达到 25.26%，但这些可转债上市的市场环境可能与歌华目前所处的氛围不具有可比性。歌华可转债的中签率为 0.476%，比我们预期高，如果歌华可转债首日涨幅在 25%，其申购收益在 0.119%。如果歌华可转债价格在 124 元以下，投资者可谨慎增持，安全边际比较高；如果超过 130 元，可适当减持。如果是转债长期持有者，可适时分批吸纳。由于歌华转债具有长期价值，正股下跌对转债的影响相对比较小，而正股反弹中转债表现可能更为出色，建议投资者在转债下跌到合理安全边际的价格，可把握配置的机会。由于歌华转债的期权价值比较高，正股歌华有线属于三网融合概念，具有长期投资价值，歌华转债值得长期关注。

表 6 近期可转债上市首日涨幅统计

代码	名称	发行日期	上市日期	股票报酬	转债报酬
110004	厦工转债	2009-8-28	2009-9-11	0.59%	29.95%
110005	西洋转债	2009-9-3	2009-9-21	4.46%	32.40%
110006	龙盛转债	2009-9-14	2009-9-25	-1.51%	22.30%
125969	安泰转债	2009-9-16	2009-10-12	4.19%	36.60%
110007	博汇转债	2009-9-23	2009-10-16	1.22%	27.11%
110008	王府转债	2009-10-19	2009-10-30	3.44%	41.52%
110009	双良转债	2010-05-04	2009-05-14	1.04%	18.06%
113001	中行转债	2010-06-02	2010-06-18	-1.97%	-0.08%
125731	美丰转债	2010-06-02	2010-06-25	-2.59%	7.15%
126630	铜陵转债	2010-07-15	2010-08-06	2.37%	27.75%
113002	工行转债	2010-08-31	2010-09-10	0.25%	11.60%
128233	塔牌转债	2010-08-26	2010-09-16	3.95%	34%
126729	燕京转债	2010-10-25	2010-11-3	0.88%	40%

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

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。