

中鼎股份可转债申购价值分析报告

可转债定价研究报告

发布时间：2011 年 2 月 10 日

投资要点：

1、安徽中鼎密封件股份有限公司发行 30000 万元可转债，共计 300 万张。中鼎可转债存续期限为 5 年，即自 2011 年 2 月 11 日至 2016 年 2 月 11 日，票面利率分别为第一年 0.8%、第二年 1.1%、第三年 1.4%、第四年 1.7%、第五年 2.0%，初始转股价格为 25.31 元/股，网上申购日期为 2 月 11 日，2 月 17 日解冻未中签的网上申购资金，建议投资者关注。

2、中鼎可转债信用评级为 AA，安徽中鼎控股（集团）股份有限公司提供全额连带责任担保。该转债条款相对还算可以，特别是回售条款，但在目前持续的加息环境下，其票面利率相对并不高，但转债对正股的稀释率不高。转债发行主体安徽中鼎密封件股份有限公司主营业务为密封件、特种橡胶制品等，属于橡胶制品行业橡胶零件子行业，前景可期，基本面较好，转债的投资价值在于期权价值。

3、中鼎转债的债券价值尚可，按照 5.80% 的到期收益率，纯债价值为 83.48 元，但相对于加息环境，并不算高。但可转债属于价内，期权价值突出，波动率比较高，根据测算，若中鼎股份股价在 25-28 元之间波动，中鼎股份可转债的理论价格在 119.62-128.47 元之间。如果转股溢价率在 25%-35% 之间，如果中鼎股份股票在 26 元，中鼎股份转债上市时其价格在 127-131 元的概率比较高，估计至少也会达到 125 元左右，转债上市定价比较高。

4、原股东配售比例影响着可转债网上可供申购的资金，如果按照 50% 的原股东配售比例来计算的话，估计可供网上资金申购的大概有 1.5-2 亿元左右，预计中鼎转债的网上有效申购资金量在 500-600 亿元左右，则网上申购中签率在 0.25%-0.40% 左右。假设中鼎股份转债涨幅在 25% 左右，则网上申购收益率在 0.0625%-0.1%，如果转债涨幅在 30% 左右，则网上申购收益率在 0.075%-0.12%，基本可以补偿回购资金成本。由于没有网下申购，建议投资者可用自有资金进行申购，如果是拆借资金，要权衡资金成本。申购回报尚可，建议有条件机构投资者可按上限申购。在目前弱市震荡的市场环境下，相对于申购新股，申购中鼎股份转债也是一个选择之一。但该转债的缺陷是规模过小，只有 3 个亿，上市后流动性值得怀疑，这一点风险要关注。

中鼎股份可转债申购

发行规模	3 亿
存续期	5 年
转股价格	25.31 元
评级	AA
定价	127.0-131
网上申购收益率	0.0625%-0.1%或 0.075%-0.12%

东北证券金融工程研究小组：

分析师：赵旭

执业证书号码：S0550511010005

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaox@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

中鼎股份可转债申购价值分析报告

一、中鼎股份可转债条款分析

安徽中鼎密封件股份有限公司发行 30000 万元可转债，每张面值为人民币 100 元，共计 300 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
中鼎股份	000887	中鼎股份转债	070887	AA	鹏元资信评估有限公司	安徽中鼎控股（集团）公司	连带责任担保
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
3 亿	5 年	2011-8-12 至 2016-2-11	25.31 元/股	4.5 年	2 月 10 日	2 月 11 日	2016 年 2 月 11 日

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

本次发行的可转债向公司原 A 股股东优先配售,原股东优先配售后余额及原股东放弃的优先配售部分采用深交所交易系统网上定价发行的方式进行。公司原 A 股股东可优先认购的可转债数量为其在股权登记日收市后登记在册的公司股份数乘以 0.35248 元，再按每 1 张 100 元转换为张数，如此原 A 股股东可优先认购的可转债上限总额为 150 万张，占本次债券发行数量的 50%。一般社会公众投资者通过深交所交易系统参加网上申购，网上向社会公众投资者发售部分每个账户最小申购数量为 10 张，即 1000 元，每 10 张为一个申购单位，申购上限是 300 万张。按照以往原大股东优先配售的比例，我们估计中鼎股份原股东配售的比例可能没有以前的高，有可能在 50%以下。值得注意的是，本次申购对于机构投资者没有网下杠杆优势，加之该转债信用评级不高，可供申购的数量比较少，保险等大型机构投资者可能并不青睐。网上申购日期为 2 月 11 日，2 月 17 日解冻未中签的网上申购资金。

中鼎可转债存续期限为 5 年，即自 2011 年 2 月 11 日至 2016 年 2 月 11 日，票面利率分别为第一年 0.8%、第二年 1.1%、第三年 1.4%、第四年 1.7%、第五年 2.0%。该可转债到期日之后的 5 个工作日内，公司将以前次可转债票面面值的 106%（含最后一期利息）向投资者赎回全部未转股的可转债。其中初始转股价格为 25.31 元/股，信用评级为 AA，资信评估机构为鹏元资信评估有限公司，安徽中鼎控股（集团）股份有限公司为本次发行的 3 亿元可转债提供全额担保，担保方式为连带责任担保。该转债转股价格修正条款、回售条款以及赎回条款相对还算可以，回售条款相对于前几个可以，在目前持续的加息环境下，其票面利率相对并不高，可看的亮点并不多，但其正股基本面较好，转债的投资价值在于期权价值。

总体而言中鼎可转债发行 3 亿元，属于小盘转债，信用评级一般，保险等机构投资者并不会参与，但可转债发行主体安徽中鼎密封件股份有限公司主营业务为密封件、特种橡胶制品(汽车、摩托车、电器、工程机械，矿山、铁道、石化、航空航天等行业基础元件)的研发、生产、销售与服务，属于橡胶制品行业橡胶零件子行业，该行业发展前景可期，随着经济的复苏，中鼎股份有着良好的发展契机，具有未来的投资价值，因此其可转债的长期投资价值不容忽视。本次募集资金将用于安徽中鼎密封件股份有限公司橡胶制品生产线扩建项目、安徽中鼎减震橡胶技术有限公司减震橡胶制品生产线扩建项目和安徽中鼎精工技术有限公司汽车金属零部件生产线扩建项目，这些项目的投产将为公司未来的发展打下长远的基础。

二、中鼎股份可转债投资价值分析

中鼎股份可转债属于价内，如果正股上涨，期权价值突出，弹性比较大，从长周期看，可转债值得关注。

（一）纯债价值

中鼎转债的信用评级为 AA，有担保。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 5.80% 的到期收益率，进行纯债价值的计算，累计现金为 11 元，债券价值为 83.48 元，债券价值尚可，但相对于加息环境，并不算高。

（二）可转债债券价值

1、理论价值

由于中鼎股份转债是一个价内债券，是一个轻度价内期权，我们测算其期权价值很有意义。根据测算，中鼎股份股票近一年的历史波动率在 42% 左右，若股价在 25-27 之间波动，所计算的期权价值在 42.25-48.19 元之间，以此计算的可转债理论价格在 115.90-132.824 元之间，但实际可转债的市场价格受多种因素的影响，特别是正股走势的影响。

表 2 中鼎股份转债理论价值

	波动率 \\股价	23	24	25	25.5	26	27	28	29	30
期权 价值	0.3	25.715	28.374	31.120	32.524	33.948	36.851	39.824	42.863	45.962
	0.35	29.397	32.112	34.901	36.321	37.758	40.679	43.661	46.698	49.787
	0.4	33.001	35.777	38.616	40.058	41.514	44.467	47.471	50.524	53.621
	0.45	36.519	39.357	42.251	43.717	45.195	48.187	51.224	54.304	57.423
	0.5	39.940	42.842	45.792	47.284	48.787	51.824	54.900	58.013	61.161
	0.55	43.256	46.222	49.230	50.749	52.277	55.361	58.480	61.632	64.814
	0.6	46.462	49.490	52.555	54.101	55.656	58.789	61.953	65.145	68.366
	0.7	52.514	55.663	58.842	60.441	62.048	65.279	68.536	71.815	75.116
可转 债 价值	0.3	106.715	109.374	112.120	113.524	114.948	117.851	120.824	123.863	126.962
	0.35	110.397	113.112	115.901	117.321	118.758	121.679	124.661	127.698	130.787
	0.4	114.001	116.777	119.616	121.058	122.514	125.467	128.471	131.524	134.621
	0.45	117.519	120.357	123.251	124.717	126.195	129.187	132.224	135.304	138.423
	0.5	120.940	123.842	126.792	128.284	129.787	132.824	135.900	139.013	142.161
	0.55	124.256	127.222	130.230	131.749	133.277	136.361	139.480	142.632	145.814
	0.6	127.462	130.490	133.555	135.101	136.656	139.789	142.953	146.145	149.366
	0.7	133.514	136.663	139.842	141.441	143.048	146.279	149.536	152.815	156.116

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格模拟

目前市场的可转债的转股溢价率在-1.39%-170.89%之间，我们根据转股溢价率的定义模拟计算了中鼎股份可转债的市场价格，结果见表 3，根据二级市场可转债的转股溢价率的走势来判断中鼎股份可转债的价格变化态势。

表 3 基于转股溢价率的中鼎股份转债价格模拟

股价/转股溢价率	23	24	25	25.5	26	27	28	29	30
20%	109.048	113.789	118.530	120.901	123.271	128.013	132.754	137.495	142.236
25%	113.591	118.530	123.469	125.938	128.408	133.347	138.285	143.224	148.163
30%	118.135	123.271	128.408	130.976	133.544	138.680	143.817	148.953	154.089
35%	122.679	128.013	133.347	136.013	138.680	144.014	149.348	154.682	160.016
40%	127.222	132.754	138.285	141.051	143.817	149.348	154.879	160.411	165.942
45%	131.766	137.495	143.224	146.089	148.953	154.682	160.411	166.140	171.869
50%	136.310	142.236	148.163	151.126	154.089	160.016	165.942	171.869	177.795
60%	145.397	151.719	158.040	161.201	164.362	170.684	177.005	183.327	189.648

资料来源：根据相关数据模拟计算

由于中鼎股份转债的转股价格是 25.31 元，2 月 9 日中鼎股份股票的收盘价是 25.85 元，因此其属于价内债券期权，转股溢价率可能并不高，铜陵转债转股溢价率为-1.39%，按照与中鼎股份转债评级相类似的双良转债、海运转债、美丰转债测算，平均转股溢价率为 42.87%，我们估计中鼎股份转债转股溢价率估计在 25%-35%左右，假设中鼎股份股票价格为 26 元，则可转债的价格在 128.41-138.68 元之间。如果按 25%转股溢价率估计，则中鼎股份可转债开盘价格有可能在 128.41 元左右，当正股价格在 23-27 元附近波动时，中鼎股份转债的合理转股溢价率在 25%~35%之间波动，相应的转债合理市场价值在 113.59-144.01 元之间。

表 4 已上市可转债价值评价（2 月 9 日）

名称	最新	转股价格	转股比例	转换价值	转股溢价率	到期收益率	纯债溢价率	剩余期限	债券评级
新钢转债	113.970	8.1	12.346	74.321	54.68%	-1.23%	13.38%	2.5315	AA+
博汇转债	116.923	10.34	9.671	71.373	64.46%	-1.49%	23.01%	3.6219	AA-
双良转债	117.615	21.11	4.737	68.309	72.74%	-2.66%	34.61%	4.2329	AA
歌华转债	116.765	15.09	6.627	79.390	47.23%	-1.02%	38.10%	5.7973	AAA
海运转债	116.417	4.58	21.834	94.760	22.92%	-1.74%	35.94%	4.9123	AA
澄星转债	116.367	10.54	9.488	71.252	65.75%	-5.65%	10.71%	1.2493	AAA
中行转债	105.935	3.74	26.738	86.096	23.44%	0.93%	20.92%	5.3151	AAA
工行转债	116.678	4.15	24.096	102.169	14.42%	-1.18%	37.35%	5.5616	AAA
唐钢转债	107.975	9.36	10.684	39.957	170.89%	2.73%	2.10%	1.8466	AAA
美丰转债	117.948	7.36	13.587	89.130	32.95%	-1.86%	30.49%	4.3123	AA
铜陵转债	173.736	15.68	6.378	176.531	-1.39%	-8.13%	100.24%	5.4329	AA
燕京转债	123.880	21.86	4.575	87.969	41.00%	-3.63%	46.40%	4.6822	AA+
塔牌转债	135.634	13.31	7.513	105.259	29.20%	-3.77%	45.08%	4.5452	AA-

资料来源：根据 WIND 统计

综合考虑，我们认为若中鼎股份股价在 25-28 元之间波动，中鼎股份可转债的理论价格在 119.62-128.47 元之间。如果转股溢价率在 25%-35%之间，若中鼎股份股票在 26 元左右，则上市时其转债价格在 123.0-133.09 元的可能性很大，即使中鼎股份股票跌到 25 元以下，在转股溢价率为 20%时，其价格为 113.8 元，若为 25%，则为 118.5 元。我们估计如果中鼎股份股票在 26 元，中鼎股份转债上市时其价格在 126-131 元的概率比较高，我们估计至少也会达到 125 元左右，短期看跌破 115 元的可能性比较小。但如果市场向

好，不排除可转债上冲 130-140 元以上的可能。如果市场环境转好，可转债定价可能比较高，达到 130 元以上。

风险：如果市场下跌，中鼎股份股票价格也长期低迷，则中鼎股份可转债的期权价值也下降，成为价外期权债券，不排除中鼎股份转债在 110 元以下徘徊，这种风险不容忽视，但目前中鼎股份可转债的期权价值相对比较高，值得期待。

三、中鼎股份转债申购价值及建议

尽管中鼎股份转债发行规模比较小，只有 3 亿元，评级只有 AA，但有担保，利率补偿尚可，估计不会吸引保险等机构投资者的参与，近期可转债市场受股票市场的影响估值重心下移，相对比较低迷，尽管目前市场震荡比较厉害，转债估值不高，但估计中鼎股份转债上市定价估计也不会偏低，原因在于其期权价值比较高，价内，由于有海运转债作为参照物，因此其估值相对有一定的比较基础。中鼎股份股票从长期看具有一定的投资价值，目前估值可能还有一定的上升空间。值得注意的是，中鼎股份转债发行时属于价内债券，未来随着中鼎股份股票价格的上涨，期权价值逐渐凸显，转股价值显现。

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%
工行转债	2010-8-31	250	/	14.08%	0.82%	0.82%
塔牌转债	2010-8-26	6.3	/	6.18%	0.22%	0.22%
燕京转债	2010-10-15	11.3	/	87.81%	0.076%	0.076%
歌华转债	2010-11-25	16	/	57.19%	0.476%	0.476%
海运转债	2011-1-7	7.2	/	66.2%	0.212%	0.212%
国投转债	2011-1-25	34	/	100%	0.239%	0.239%

资料来源：根据 WIND 统计

如果中鼎股份可转债上市后价格在 127.0-131 元之间，其涨幅在 27%-31%之间。鉴于燕京转债的原股东配售比例高达 87.81%，歌华有线的原股东配售比例在 57.19%，海运转债的原股东配售比例在 66.2%，国投电力配售比例都比较高，如果我们按照 50%的原股东配售比例来计算的话，估计配售的资金可能在 1-1.5 亿元左右，则可供网上资金申购的大概有 1.5-2 亿元左右，由于本期转债信用评级不高，保险资金等大型机构投资者可能未必偏好，因此网上申购资金可能并不会很多，预计中鼎股份转债的网上有效申购资金量在 500-600 亿元左右，则中鼎股份的网上申购中签率在 0.25%-0.40%左右，燕京转债的中签率只有 0.076%，歌华转债的中签率为 0.476%，海运转债的中签率在 0.21%，我们估计此次中签率也不会很高，估计在 0.2%左右，当然原股东配售的比例存在一定的不确定性，这使得中签率预测难度加大。

如果中签率在 0.25%-0.40%之间，假设中鼎股份转债涨幅在 25%左右，则网上申购收益率在

0.0625%-0.1%，如果转债涨幅在 30%左右，则网上申购收益率在 0.075%-0.12%，基本可以补偿回购资金成本。由于没有网下申购，建议投资者可用自有资金进行申购，如果是拆借资金，要权衡资金成本。申购回报尚可，建议有条件机构投资者可按上限申购。在目前弱市震荡的市场环境下，相对于申购新股，申购中鼎股份转债也是一个选择之一，更为主要的是，中鼎股份转债是价内，正股基本面尚可，如果股价上涨，则可转债涨幅可观，弹性比较大，从长期看中鼎股份转债值得关注，不容忽视。缺陷是中鼎股份转债规模过小，上市后流动性值得怀疑，这一点风险要关注。

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。