

恒丰纸业可转债申购价值分析报告

可转债申购研究报告

发布时间：2012 年 3 月 22 日

投资要点：

1、牡丹江恒丰纸业股份有限公司发行 4.5 亿元可转债，共计 450 万张。恒丰转债存续期为五年，即自 2012 年 3 月 23 日至 2017 年 3 月 23 日，票面利率分别为 0.7%、0.9%、1.1%、1.3%、1.5%，初始转股价格为 6.88 元/股，申购日期为 2012 年 3 月 23 日。

2、恒丰转债信用评级为 AA，牡丹江市国有资产投资控股有限公司提供连带责任保证。该转债流动性差，票面利率不高，信用评级一般，转股价格修正条款相对比较宽松，但亮点是回售条款保护比较好，回售期较长，转债发行一年后即进入回售期，对投资者的保护比较充分。可转债发行主体恒丰纸业公司作为造纸行业中的特种纸生产企业，发展前景可期，尽管信用等级不高，但经营稳健，债券违约风险低且可控。

3、恒丰转债的债券价值不高，参照银行间 AA 级和交易所 AA 级固定利率企业债的 5 年期利差，给予其 6.27%的到期收益率，债券价值为 80.86 元，债券价值不高。该转债为价内期权，若恒丰纸业股价在 6.8-7.5 元之间，恒丰纸业转债的理论价格在 108-121 元之间。如果转股溢价率在 5%-10%之间，若恒丰纸业股票在 7 元左右，则上市时其转债价格在 107.0-111.0 元的概率比较高。估计恒丰转债上市时其价格在 105-109 元的可能性比较大，价值中枢在 107 元，不排除可转债上冲 110 元以上的可能。但可转债若全部转股，对股本稀释比较大，业绩摊薄压力较大，这种风险不容忽视。

4、恒丰纸业转债发行规模比较小，流动性比较差，但作为小盘转债，估值可能比较高。如果按照 50-60%的原股东配售比例来计算的话，则可供资金申购的大概有 2.25-1.8 亿元左右。预计恒丰转债网上和网下申购资金在 700-1000 亿左右，中签率在 0.23%-0.32%左右。原股东应参与优先配售，配售收益率为 1.95%左右。假设恒丰转债涨幅在 7-10%左右，则网上申购收益率在 0.016%-0.032%，申购回报一般，网下由于有 5 倍的杠杆，则收益率达到 0.08%-0.16%，建议机构投资者积极申购。

恒丰转债申购

发行规模	4.5 亿
存续期	5 年
转股价格	6.88 元
评级	AA
定价	105-111 元
中签率	0.23%-0.32%
网上申购收益率	0.016%-0.032%
网下申购收益率	0.08%-0.16%

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)20361161

FAX: (8621)20361138

E-mail: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市浦东新区源深路 305 号 4 楼

邮编 200135

恒丰纸业可转债申购价值分析报告

一、恒丰纸业可转债条款分析

牡丹江恒丰纸业股份有限公司发行 4.5 亿元可转债，每张面值为人民币 100 元，共计 450 万张。申购日期为 2012 年 3 月 23 日。

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
恒丰纸业	600356	恒丰转债	733356	AA	鹏元资信评估有限公司	牡丹江市国有资产投资控股有限公司	连带责任保证
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
4.5 亿	5 年	2012 年 9 月 23 日-2017 年 3 月 23 日	6.88 元/股	4.5 年	3 月 22 日	3 月 23 日	2017 年 3 月 23 日

资料来源：WIND，东北证券

本次发行的恒丰转债向发行人原股东优先配售，原股东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。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%。根据优先配售后余额和网上、网下实际申购情况，按照网下配售比例和网上定价发行中签率趋于一致的原则确定最终的网上和网下发行数量。值得一提的是，原股东可优先配售的恒丰转债数量为其在 3 月 22 日收市后登记在册的持有恒丰纸业股份数量按每股配售 1.943 元比例，再按 1000 元/手的换成手数。目前发行人现有总股本 231,600,000 股，按本次发行优先配售比例计算，原股东可优先认购可转债约 449,999 手，占本次发行的可转债总额的 99.9997%。鉴于发行人都是流通股股东，大股东牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司持有 31.09% 的股份，我们估计原股东配售的积极性相对较高，但大部分流通股股东持股比例比较小，估计配售的概率不高，我们估计原股东配售比例在 50-60% 左右，以 50% 概率更大。

不容忽视的是，本次恒丰转债发行网下机构投资者申购有 5 倍的杠杆，即定金数量为其全部申购金额的 20%，机构投资者网下申购的下限为 1000 万元（10 万张），超过 1000 万元（10 万张）的必须是 500 万元（5 万张）的整数倍；机构投资者网下申购的上限为 22500 万元（225 万张）。

恒丰转债存续期为发行之日起五年，即自 2012 年 3 月 23 日至 2017 年 3 月 23 日，票面利率分别为第一年为 0.7%，第二年为 0.9%，第三年为 1.1%，第四年为 1.3%，第五年为 1.5%，初始转股价格为 6.88 元/股，可转债期满后 5 个交易日内按面值的 105%（含最后一期利息）向投资者赎回全部未转股的可转债。信用评级为 AA，资信评估机构为鹏元资信评估有限公司，牡丹江市国有资产投资控股有限公司提供连带责任保证。该转债规模比较小，流动性一般，但条款和前期转债相比并未有一定的比较优势，票面利率不高，信用评级一般，转股价格修正条款相对比较宽松，赎回条款相对一般，但亮点是回售条款保护比较好，回售期较长，转债发行一年后即进入回售期，对投资者的保护比较充分。

总体而言，恒丰转债发行 4.5 亿元，转债规模比较小，信用评级一般，保险等机构投资者不会参与。本次可转债募集资金用于年产 6000 吨高透气度滤嘴棒成型纸建设工程、年产 1.7 万吨圣经纸工程项目和年产 6 万吨特种涂布纸工程项目。这些项目进一步优化了公司业务结构，有利于公司业务的持续发展和核心竞争力的提升。可以说，可转债发行主体恒丰纸业是造纸行业，尽管主体信用等级一般，但公司经营稳健，债券违约风险不高且可控。从长期看，公司发展前景广阔，有着良好的发展契机，目前股价估值相对

处于底部，投资价值可期，投资者可关注其可转债。

二、恒丰转债投资价值分析评价

（一）纯债价值

恒丰转债的信用评级为 AA，有连带责任保证。参照银行间 AA 级和交易所 AA 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 6.27% 的到期收益率，进行纯债价值的计算，结果债券价值为 80.86 元，债券价值不高。

（二）可转债期权及理论价值

1、理论价值

由于恒丰转债是一个轻微价内债券，即是一个轻度价内期权，我们测算其期权价值。根据测算，恒丰纸业股票近一年的历史波动率在 30.0% 左右，由于属于纸业行业，股票波动性比较小，相对稳定，若股价在 6.5-7.0 之间波动，所计算的期权价值在 29.05-34.24 元之间，以此计算的可转债理论价格在 109.91-115.10 元之间，但实际可转债的市场价格受多种因素的影响，特别是正股走势以及市场变化的影响，目前转债市场并不活跃，平均价格在 103 元左右，这在某种程度上影响恒丰转债的定价，值得投资者关注。

表 2 恒丰纸业可转债理论价值

	波动率 \ 股价	6	6.2	6.4	6.5	6.7	6.8	6.9	7	7.2	7.5	8
期权 价值	0.6	44.236	46.450	48.685	49.810	52.076	53.216	54.361	55.510	57.822	61.321	67.231
	0.5	37.923	40.040	42.185	43.267	45.451	46.552	47.659	48.772	51.015	54.419	60.192
	0.4	31.205	33.224	35.278	36.319	38.425	39.490	40.563	41.644	43.828	47.155	52.831
	0.35	27.714	29.684	31.696	32.718	34.790	35.840	36.899	37.968	40.130	43.434	49.091
	0.3	24.147	26.070	28.044	29.049	31.094	32.133	33.183	34.243	36.394	39.692	45.363
	0.25	20.514	22.395	24.337	25.330	27.359	28.393	29.441	30.501	32.657	35.977	41.714
	0.2	16.828	18.674	20.599	21.588	23.621	24.662	25.719	26.792	28.982	32.370	38.261
可转债 价值	0.6	125.096	127.310	129.545	130.670	132.936	134.076	135.221	136.370	138.682	142.181	148.091
	0.5	118.783	120.900	123.045	124.127	126.311	127.412	128.519	129.632	131.875	135.279	141.052
	0.4	112.065	114.084	116.138	117.179	119.285	120.350	121.423	122.504	124.688	128.015	133.691
	0.35	108.574	110.544	112.556	113.578	115.650	116.700	117.759	118.828	120.990	124.294	129.951
	0.3	105.007	106.930	108.904	109.909	111.954	112.993	114.043	115.103	117.254	120.552	126.223
	0.25	101.374	103.255	105.197	106.190	108.219	109.253	110.301	111.361	113.517	116.837	122.574
	0.2	97.688	99.534	101.459	102.448	104.481	105.522	106.579	107.652	109.842	113.230	119.121

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

目前市场的可转债转股溢价率在 0.9%-163.97% 之间，我们根据转股溢价率的定义模拟计算了恒丰纸业可转债的市场价格，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恒丰纸业可转债的价格变化态势。

表 3 基于转股溢价率的恒丰纸业转债价格模拟

	6	6.2	6.4	6.5	6.7	6.8	6.9	7	7.2	7.5
60%	139.535	144.186	148.837	151.163	155.814	158.140	160.465	162.791	167.442	174.419
50%	130.814	135.174	139.535	141.715	146.076	148.256	150.436	152.616	156.977	163.517
40%	122.093	126.163	130.233	132.267	136.337	138.372	140.407	142.442	146.512	152.616
30%	113.372	117.151	120.930	122.820	126.599	128.488	130.378	132.267	136.047	141.715
25%	109.012	112.645	116.279	118.096	121.730	123.547	125.363	127.180	130.814	136.265
20%	104.651	108.140	111.628	113.372	116.860	118.605	120.349	122.093	125.581	130.814
15%	100.291	103.634	106.977	108.648	111.991	113.663	115.334	117.006	120.349	125.363
10%	95.930	99.128	102.326	103.924	107.122	108.721	110.320	111.919	115.116	119.913
5%	91.570	94.622	97.674	99.201	102.253	103.779	105.305	106.831	109.884	114.462

资料来源：根据相关数据模拟计算

由于恒丰纸业转债的转股价格是 6.88 元，3 月 21 日恒丰纸业股票的收盘价为 6.98 元，因此其属于价内债券期权，属于偏股性转债，转股溢价率可能比较适中，但也不会太高，其与工行、石化、国电转债等有一定的可比性，这些转债转股溢价率平均在 3.6% 左右，其中国电转债的转股溢价率为 9.06%，二者可比性比较高，如此我们估计恒丰纸业转债转股溢价率在 5%-10% 的概率比较高，假设恒丰纸业股票价格为 7.0 元，则可转债的价格在 106.83-111.92 之间。如果按 5% 转股溢价率估计，则恒丰纸业转债开盘价格有可能在 106.8 元左右，按照 10% 估计，则在 111 元左右，当正股价格在 6.8-7.5 元附近波动时，恒丰纸业转债的合理转股溢价率在 5%~15% 之间波动，相应的转债合理市场价值在 103.779-125.363 元之间。

表 4 已上市可转债价值评价（3 月 21 日）

证券简称	收盘价 元	转股溢 价率	隐含波 动率	转股 价	纯债溢 价率	转换 价值	信用 等级
新钢转债	104.1	30.13%	12.02%	6.5	0.88%	80.00	AA+
博汇转债	100.6	50.68%	23.62%	10.29	2.88%	66.76	AA-
双良转债	97.12	55.00%	30.91%	13.63	7.87%	62.66	AA
歌华转债	93.33	55.62%	28.60%	14.99	8.30%	59.97	AAA
海运转债	96.06	28.65%	17.27%	4.54	9.65%	74.67	AA
国投转债	100.25	13.66%	21.07%	7.12	12.98%	88.20	AAA
石化转债	104.23	0.90%	97.59%	7.28	20.33%	103.30	AAA
川投转债	95.44	22.15%	9.17%	16.51	8.45%	78.13	AA+
中海转债	94.55	29.13%	31.34%	8.7	13.49%	73.22	AAA
国电转债	105.8	9.07%	14.40%	2.67	20.70%	97.00	AAA
澄星转债	109.36	14.93%	44.07%	10.53	1.97%	95.16	AAA
中行转债	94.97	14.41%	5.53%	3.59	5.97%	83.01	AAA
工行转债	109.31	0.69%	4.60%	3.97	25.93%	108.56	AAA
深机转债	95.031	19.53%	22.67%	5.66	11.38%	79.51	AAA
唐钢转债	108.449	163.97%	38.64%	7.57	-0.54%	41.08	AA+
美丰转债	114.48	3.76%	13.78%	7.26	23.38%	110.33	AA
中鼎转债	112.51	19.39%	35.46%	12.66	24.48%	94.23	AA
燕京转债	112	59.50%	31.12%	21.66	28.93%	70.22	AA+
巨轮转 2	101.7	18.90%	4.68%	8.09	15.80%	85.54	AA-

资料来源：WIND

综合考虑，我们认为若恒丰纸业股价在 6.8-7.5 元之间，恒丰纸业转债的理论价格在 108-121 元之间。如果转股溢价率在 5%-10% 之间，若恒丰纸业股票在 7 元左右，则上市时其转债价格在 107.0-111.0 元的概率比较高，即使恒丰纸业股票跌到 6.2 元以下，如 6 元，在转股溢价率为 15% 时，其价格为 100.291 元，若为 10%，则为 95.9 元，有一定风险，也可能跌破面值。我们估计如果恒丰纸业股票在 7 元，恒丰纸业转债上市时其价格在 105-109 元的可能性比较大，价值中枢在 107 元，我们估计至少也会达到 105 元左右，短期看跌破 100 元面值的可能性比较小。但如果市场向好，正股反弹，不排除可转债上冲 110 元以上的可能。

风险提示：如果市场下跌，恒丰纸业股票价格也长期低迷，转债由价内变为价外，则恒丰纸业可转债的期权价值也下降，期权价外程度加深，不排除恒丰纸业转债在 100 元以下徘徊，这种风险不容忽视，但如果正股上涨，则可转债的期权价值相对比较高，值得期待和关注。但投资者也要认识到可转债转股后每股收益、净资产收益率摊薄的风险以及可转债到期未能转股的风险、可转债价格波动的风险，特别是如果 4.5 亿元的可转债全部转股，将增加恒丰纸业 6541 万股，对股本稀释能力比较大，致使业绩摊薄压力比较大。

三、恒丰纸业转债申购价值及建议

恒丰纸业转债发行规模比较小，流动性比较差，发行 4.5 亿元，转债有担保但评级不高，票面利率较低，债券价值一般，保险等机构投资者不参与。在经历了可转债市场大起大落之后，近期可转债市场企稳，受到资金的关注，但由于转债在半年之后再度发行，机构投资者申购是否活跃值得观察，尽管目前市场处于震荡状态，考虑到最近转债估值重心上移，这有利于小盘转债恒丰转债的上市定价，如果市场持续反弹，转债反弹的概率比较大，转债估值重心有望进一步上移，但恒丰纸业由于正股波动性比较小，相对稳定，加之盘子比较小，估计恒丰转债上市定价相对比较适中，由于有博汇转债作为参照物，因此其估值定价比较合理。当然，目前恒丰纸业股价处于相对底部，但其业绩爆发性增长的可能性不大，从长期看，恒丰纸业作为造纸行业中的特种纸生产企业，其发展前景可期。更为主要的是，恒丰纸业股票波动性比较小，弹性不足，导致其期权价值相对于其他小盘转债（如巨轮、中鼎等）可能并不高。从长期看恒丰纸业投资价值突出，目前估值相对较低。值得注意的是，恒丰纸业转债发行时属于价内期权，未来随着恒丰纸业股票价格的上涨，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)	原股东实际配售比例	网上中签率	网下中签率
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%
中鼎转债	2011-2-11	3	89.78%	0.2236%	/
石化转债	2011-02-23	230	27.1496%	0.591544%	0.591542%
川投转债	2011-03-21	21	38.15%	0.5608%	0.5608%
深机转债	2011-7-15	20	72.61%	1.3405%	1.34048%
巨轮转债	2011-7-19	3.5	75.28%	0.4214%	0.4214%
中海转债	2011-8-1	39.5	51.94%	0.3278%	0.32775%
国电转债	2011-8-19	55	40.15%	1.0888%	1.0888%

资料来源：WIND

如果恒丰转债上市后价格在 106-110 元之间，其涨幅在 6%-10% 之间。鉴于以前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%，川投转债的配售比例为 38.15%，中海转债原股东配售比例在 52% 左右，国电转债的配售比例在 40.15%，都比较高，这次大股东未必全额参与配售，若原股东配售的比例在 50-60% 左右，如果我们按照 50-60% 的原股东

配售比例来计算的话，估计配售的资金可能在 2.25-2.7 亿元左右，则可供资金申购的大概有 2.25-1.8 亿元左右，假设有 2.25 亿的资金可供申购，目前转债需求相对比较旺盛，但这次保险等资金不能申购，估计资金也不会偏少，加之半年也没有发行转债，可能部分投资者都淡忘了转债，预计恒丰转债的网上有效申购资金量在 300 亿元左右，网下有 5 倍的杠杆效应，估计按照上限申购的帐户有限，但申购户数比较多，预计网下机构申购资金在 400 亿到 700 亿之间，则恒丰纸业转债网上和网下申购资金在 700-1000 亿左右，估计恒丰转债的网上网下申购中签率在 0.23%-0.32% 左右。中海转债的中签率为 0.328%，巨轮转债的中签率在 0.421%，我们估计此次中签率大小取决于大股东配售的意愿，如果大股东全部配售，则中签率大幅度降低，二股东由于是外资不能配售，加之最近新股申购尚可，可能分流一部分资金，转债上市定价适中，我们估计此次中签率可能比较低，在 0.2%-0.3% 左右，这其中大股东配售的比例存在一定的不确定性，值得关注。估计中签率在 0.3% 的概率比较高，不排除会超过 0.4% 的可能。

表 6 部分历史可转债发行申购资金统计

名称	网上有效 申购金额 (亿元)	网上获配 金额(亿 元)	网上中签 率(%)	网下有效 申购户数 (户)	网下有效申购 金额(亿元)	网下获配 金额(亿 元)	网下中签 率(%)	发行日期
海运转债	791.17616	1.67881	0.2122	140	355.5	0.75342	0.2122	2011-1-7
国投转债	174.405	0.41742	0.239339	1606	6549.84	15.67616	0.239337	2011-1-25
中鼎转债	739.31125	0.0165322	0.2236					2011-2-11
石化转债	174.96		0.5915442		28150.3		0.59154215	2011-2-23
川投转债	1510.05	8.4679	0.5608	174	806.15	4.5206	0.5608	2011-3-21
深机转债	276.8396	3.71104	1.340502	34	131.8	1.766762	1.340487	2011-7-15
巨轮转债	35.4569	0.14942	0.421413	158	169.87	0.715875	0.42142	2011-7-19
中海发展	86.49	0.28347	0.32775285	1386	5706.07	18.7017	0.32775097	2011-8-1
国电转债	92.04043	1.0021	1.0888	727	2,931.30	31.9149	1.09	2011-8-19

资料来源：WIND

如果中签率在 0.23%-0.32% 左之间，假设恒丰纸业转债涨幅在 7-10% 左右，则网上申购收益率为 0.016%-0.032%，申购回报一般，网下由于有 5 倍的杠杆，则收益率达到 0.08%-0.16%，回购融资基本可以覆盖成本，建议机构投资者积极申购，在条件许可时可回购融资申购。在目前震荡的市场环境下，申购恒丰转债获得无风险收益是一个不错的选择，更为主要的是，恒丰转债轻微价内，如果股价上涨，则可转债期权价值突出，涨幅可观，有一定的弹性，从长期看恒丰转债值得关注。如果恒丰转债上市定价在 107 元，网下申购收益为 0.08%-0.11%。另外，网上申购者要考虑回购成本，如果回购利率大幅度上升，要谨慎考虑申购风险，目前回购利率有所下降，本次申购回报如果上市定价低于 105 元，可能难以弥补回购成本，要控制风险。原股东应参与优先配售，有确定性的回报机会，建议参与优先配售，恒丰纸业转债优先配售比率为 1.943 元，如果转债上市涨幅 7%，则其配售收益为 1.95% 左右，并不高。恒丰纸业最近股票的上涨反映了含权预期，不排除转债发行后正股又可能下跌的缘故，因此买入正股获配转债的思路应谨慎，要考虑风险。

本报告部分指标注释：

- (1)、转股价值=股票价格×转换比例，转换比例=100/转股价格
- (2)、转股溢价率=(转债价格-转股价值)/转股价值，套利空间=转股价值-转债价格
- (3)、溢折价比=(转债价格-理论价格)/理论价格
- (4)、债券溢价率=(转债价格-债券价值)/债券价值

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。