

唐钢转债（125709）修正前景分析：修正有难度，回售概率大

日期：2009 年 02 月 17 日 星期二

分析师：吴启权、田红勤 010—85130211

事件：

唐钢股份（000709）自去年 12 月 30 日复牌以来累计涨幅达到 38.24%，今年以来涨幅更高达 70.46%，但截止至 2009 年 2 月 17 日已经连续 28 个交易日收盘价低于最新转股价 13.00 元/股的 70%（即 9.1 元），触及其转债的提前回售条款已不可避免，届时，唐钢股份将面临抉择：回售还是向下修正转股价？而投资者也面临是否参与修正博弈的难题。

简评：

1、唐钢转债发行日期为 2007 年 12 月 14 日，期限为 5 年，剩余年限 3.83 年，发行规模 30 亿元，市场存量约为 30 亿元。该转债的转换期从 2008 年 6 月 14 日至 2012 年 12 月 13 日，最新转股价为 13.00 元，当前转债市场价格为 103.19 元。其赎回、回售、下调转股价的触发条件分别为：转股期内，“连续 30 个交易日不低于当期转股价格的 130%”、“股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%”和“30 个交易日中任意 20 个交易日股价收盘价低于当期转股价格的 85%”。

2、根据转债条款，唐钢转债赎回、回售和下调转股价的触发价格分别为 16.9 元、9.1 元和 11.05 元，2009 年 2 月 16 日唐钢股份（000709）收盘价为 6.01 元，2008 年 12 月 15 日至 2009 年 2 月 17 日连续 28 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%（即 9.1 元），满足回售及转股价调整条款中的条件已是不争的事实，因此在未来数个交易日内，唐钢股份将发布相关公告，决定提前回售或向下修正转股价以避免回售压力。

3、根据转债条款，公司董事会可以提议向下修正转股价格，但公司董事会提议的转股价格修正方案须提交公司股东大会表决，且须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。公司股东大会进行表决时，持有公司可转换债券的股东应当回避。

三季报显示，公司的货币资金约 67.28 亿元、流动性资产 249.47 亿元（包括 105.37 亿元存货、47.09 亿元应收票据及应收款项），流动比率及速动比率分别为 0.95 和 0.55，流动负债 261.84 亿元，短期偿债能力不容乐观。如若转债全部回售，上市公司将要支付 30.05 亿元现金（本计息年度利率为 1.1%，大股东持有 10.79%转债），在公司流动负债居高不下、货币资金有限的情况下，大量转债回售将会对公司的生产经营活动产生重大影响。因此，大股东必定会全力促进转股价修正议案的顺利通过。

但截止 2008 年 6 月 30 日，控股股东唐山钢铁集团有限公司持有唐钢股份（000709）51.11%的股份，其余 9 大股东除唐钢矿业有限公司和河北省信息产业投资有限公司外均为机构投资者，持有股份为 12.77%。转债 10 大持有人除唐山钢铁集团有限责任公司外，均为机构投资者，两者持有份额分别为 10.79%和 40.34%。

在 2008 年 8 月 26 日唐钢股份股东大会曾否决向下修正议案，其时出席会议占 64.91%的股份但只有约 17%的参与表决，大股东因持有转债不能参与投票是主要原因。如果大股东仍未全部售出手中的唐钢转债，如若召

开股东大会表决修正议案，被否决的可能性将非常大，因此，选择参与修正博弈的投资者将面临较大的风险。

4、鉴于唐钢股份大股东仍持有转债的假设，我们建议投资者回避该转债，如果修正议案不能获得通过，转债市场价格将跌至回售价 101.1 元（回售价为面值加当期利息）附近，如若唐钢转债市场价格低于回售价，将引发套利交易而出现大量回售。

5、投资机会：目前该转债的市场价格 103.19 元、正股价格为 6.01 元，转换价值 46.23 元，转股溢价率 123.2%，为当前转债市场中转股溢价率最高的转债，假设最终修正转股价，且股东大会前 20 个交易日平均股价在 5.5-6 元之间，修正后转股价 6.5 元左右，以 30%的转股溢价率计算，唐钢转债的理论价值在 110 元-120 元之间。但根据上述分析，修正方案实施的难度将很大。

唐钢转债的投资机会主要取决于大股东是否持有转债、是否拥有修正议案的表决权，如果在股东大会前大股东抛售手中的转债，修正议案获得通过的可能性就会变大；也不排除唐钢股份通过其他融资渠道募集资金以弥补大规模回售造成的资金空缺。

我们不排除唐钢股份再次进行赌博，任由转股价修正议案被否和提前回售的发生，届时，唐钢转债的投资者将面临两难境地：如果选择回售，持有收益将大大降低；如果不选择回售，后期该转债可能跌到回售价之下，带来更大损失。

因此，我们提醒投资者密切关注该转债的市场表现，在回售价格附近可以买入，参与修正博弈，其他时候以观望为主。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

吴启权，管理学博士，债券及金融衍生品分析师。田红勤，经济学博士，债券研究员。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010