

姗姗来迟还是情非得已？

——南山转债拟修正转股价点评

固定收益研究小组

王昌俊 固定收益分析师

010-66581632 wangcj@essences.com.cn

报告关键点：

- 南山铝业董事会通过《关于向下修正公司可转换公司债券转股价格的议案》
- 我们认为股东大会通过的可能性还是比较大的，但修正的幅度还是存在一定的不确定性
- 保守估计议案公布后转债价格在113元附近，乐观估计将达到118元

前期研究成果

可转债市场周报 (02.16-02.20)

2009-02-23

报告摘要：

- 南山铝业12月24日晚发布公告称：公司董事会审议通过了《关于向下修正公司可转换公司债券转股价格的议案》。
- 公司董事会提出转股价格向下修正方案为：(1) 修正后的转股价格应不低于审议该事项的股东大会召开日前20个交易日公司A股股票交易均价和前一交易日的均价；(2) 修正后的转股价格不低于公司最近一期经审计的每股净资产和股票面值。
- 实际上，南山转债满足修正条款已久，自2008年6月3日以来，南山转债的转换价值始终低于85元（修正条款的临界价格），而发行人迟迟不修正转股价则主要是由于并不存在较为明显的回售压力，因为回售条款要在2012年才生效。
- 本次董事会宣布修正转股价实属有些突然，但是市场还是表现出一定的修正转股价的预期，尽管这种预期并没有达到08年转债市场修正较为频繁时的修正预期那样强烈。从隐含波动率上看，近期南山转债的隐含波动率从无正实数解变为2月24日收盘时的0.451，这一方面是由于近期股票市场的上涨使得投资者对于正股的预期发生了一定的向乐观方面的转变，另一方面和投资者产生一定程度的修正预期也是不无关系的，不过这样一个水平的隐含波动率相对于08年时强烈修正预期下1以上的隐含波动率水平还有着较大的差距，也反映了市场的修正预期还并不是那么的强烈。
- 对于股东大会能否通过修正议案，我们认为这种可能性还是比较大的，毕竟经历了较长时间转换价值处于较低的水平后，很多转债持有人对修正转股价还是抱有迫切的期望的，从对转债持有人负责的角度出发，通过应当是合情合理的，不过考虑修正后，转债全部转股对总股本的增加比例将从原来的13%变化到25%左右，这也对股东大会的结果产生了一定的不确定性，特别是修正的幅度存在较大的不确定性。如果修正后上述增加比例在20%左右，那么对应的转股价为10.60元。
- 从此次修正对转债价格的影响上来看，从董事会通过修正议案到股东大会审议修正议案前，转债的隐含波动率会产生较为大幅度的上升，根据历史经验，发行人宣布董事会通过修正议案后，隐含波动率大多上升至1.3-1.5附近，那么在这样隐含波动率水平下，以2月24日正股收盘价计算，南山转债的价格大致在112元-113元附近；另外，如果股东大会将会通过修正转股价的议案，假设修正后的转换价值在90-100之间，隐含波动率保持在目前转债市场的平均水平0.3附近，那么股东大会后转债价格大致在115-118元之间。
- 综合来看，董事会宣布修正议案后，转债价格将出现较大幅度的上升，保守的估计将在113元附近，如果市场对修正后的转换价值抱以较为乐观的估计，那么转债价格将可达到118元，甚至更高。

作者简介

王昌俊，固定收益分析师，清华大学数学科学系理学硕士，2007 年 3 月加入安信证券

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

评级体系

公司收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

行业收益评级：

- 领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；
- 同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；
- 落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68763872	ligr@essence.com.cn	010-66581689	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034