

塔牌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 9 月 15 日

投资要点：

1、本次塔牌转债发行可转换公司债券数量为 630 万张，募集资金总额为 63000 万元，募集资金净额 60686.66 万元。如可转换公司债券全部转股，按初始转股价格计算，则公司股东权益增加约 6.3 亿元，总股本增加约 47332832 股。中签率为 0.22%，可转债期限为 5 年，即 2010 年 8 月 26 日至 2015 年 8 月 25 日，初始转股价格为 13.31 元/股，发行的可转债 9 月 16 日上市。

2、塔牌转债的信用评级为 AA-，且无担保，纯债价值并不高。若塔牌股价在 14.5 元波动，转股溢价率在 20%-30%，其可转债的合理价格在 130.7-141.6 元之间，价值中枢在 135 元，估计塔牌转债开盘价格在 131-132 元的可能性比较大，即使塔牌股票跌到 12.0 元以下，在转股溢价率为 10%时，其价格为 108.0 元。但如果市场向好，不排除可转债上冲 140 元以上的可能。

3、如果塔牌可转债首日涨幅在 30%，则网下申购者收益率在 0.33%。如果塔牌可转债涨幅在 125 元以下，投资者可谨慎增持，安全边际比较高；如果超过 135 甚至 140 元，可适当减持。如果是转债长期持有者，可适时分批吸纳，建议投资者谨慎把握塔牌转债的机会。

塔牌可转债上市定价

发行规模	6.3 亿
存续期	5 年
转股价格	13.31 元
评级	AA-
定价	128-135 元
申购收益率 (网下)	0.33%

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhouli@dbzq.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20

邮编 200002

塔牌可转债上市定价分析报告

一、塔牌可转债发行情况

塔牌集团本次可转换公司债券发行总额为 63000 万元，原股东优先配售 389182 张，占本次发行总量的 6.18%。网上发行数量为 975550 张，即 9755.5 万元，占本次发行总量的 15.48%；网上一般社会公众投资者的有效申购数量为 440371530 张，即 4403715.3 万元，中签率为 0.221529%。本次网下实际发行数量为 4935268 张，即 49352.68 万元，占本次发行总量的 78.34%，机构投资者的有效申购数量为 2227822500 张，即 22278225 万元，网下实际配售比例为 0.221529%。其中有 8 张债券由保荐人第一创业证券有限责任公司包销。

塔牌可转债存续期限为 5 年，自 2010 年 8 月 26 日至 2015 年 8 月 25 日，票面利率第一年到第五年的利率分别为 0.8%、1%、1.2%、1.6%、2.0%。初始转股价格为 13.31 元/股，信用评级为 AA-，本次发行未设担保。发行的可转债 9 月 16 日上市。

本次塔牌转债发行可转换公司债券数量为 630 万张，募集资金总额为 63000 万元，募集资金净额 60686.66 万元，其中发行费用总额为 2313.34 万元。如本可转换公司债券全部转股，按初始转股价格计算，则公司股东权益增加约 6.3 亿元，总股本增加约 47332832 股。

本次发行的可转债募集资金用途，主要用做投资于 12 个混凝土搅拌站项目，其中塔牌集团全资子公司塔牌混凝土以 100%控股的方式投资于 4 座混凝土搅拌站项目，以合营投资的方式投资于 8 座混凝土搅拌站项目。

表 1 塔牌转债基本情况

可转债代码	128233
可转债发行量	63000 万元（630 万张）
可转债上市量：	63000 万元（630 万张）
上市地点	深圳证券交易所
上市时间	2010 年 9 月 16 日
存续的起止日期	2010 年 8 月 26 日至 2015 年 8 月 25 日
初始转股价格	13.31 元/股
可转换公司债券登记机构	中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司
保荐人	第一创业证券
担保情况	/
信用评级	AA- 级
面值	人民币 100 元/张

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

表 2 前十大可转换公司债券持有人及其持有量

序	持有人名称	持有数量（张）	比例（%）
1	中信证券股份有限公司	223,340	3.55
2	彭倩	112,219	1.78
3	广发证券股份有限公司	65,350	1.04
4	中国工商银行股份有限公司企业年金计划-中国建设银行	53,020	0.84

5	长江金色晚晴（集合型）企业年金计划-浦发银行	52,410	0.83
6	广州铁路（集团）公司企业年金计划-中国建设银行	46,560	0.74
7	长江金色交响（集合型）企业年金计划-交通银行	26,480	0.42
8	沈阳铁路局企业年金计划-中国建设银行	23,640	0.38
9	中国建设银行股份有限公司企业年金计划-中国工商银行	23,380	0.37
10	西安铁路局企业年金计划-中国工商银行	23,150	0.37

资料来源：根据 WIND 统计和塔牌转债上市公告书

前 10 大转债持有者合计占比 10.32%，主要是企业年金和证券公司，受到机构投资者青睐。塔牌集团本次转债网下发行 4.93 亿元，机构有效申购数量为 2227.8 亿，获得机构 451 倍的超额认购，配售比例仅为 0.22%，可见，基金参与可转债的热情非常高。

二、塔牌可转债上市价值分析

（一）纯债价值

塔牌转债的信用评级为 AA-，且无担保，目前交易所 5 年期企业债的平均到期收益率在 5.6%-6.0% 之间，如果我们按 5.85% 计算，则纯债价值在 86.5 元，纯债价值并不高。

（二）可债券价值

1、理论价值

根据测算，塔牌股票近一年的历史波动率在 30%-50% 之间，无风险利率 2.25%，若股价在 13.5-15.00 之间波动，所计算的期权价值在 28.93-55.3 元之间，以此计算的可转债理论价格在 128.28-141.8 元之间（0.4-0.5），但实际可转债的市场价格受多种因素的影响。

表 3 塔牌可转债理论价值

	波动率\股价	11.5	12	12.5	13	13.5	14	15
期权价值	0.3	21.63	23.98	26.41	28.93	31.52	34.19	39.74
	0.35	25.30	27.73	30.23	32.80	35.44	38.13	43.73
	0.4	28.88	31.39	33.96	36.59	39.28	42.02	47.63
	0.45	32.38	34.97	37.61	40.30	43.04	45.82	51.54
	0.5	35.78	38.44	41.15	43.91	46.70	49.53	55.30
可转债价值	0.3	110.63	112.98	115.41	117.93	120.52	123.19	126.24
	0.35	114.30	116.73	119.23	121.80	124.44	127.13	130.23
	0.4	117.88	120.39	122.96	125.59	128.28	131.02	134.13
	0.45	121.38	123.97	126.61	129.30	132.04	134.82	138.04
	0.5	124.78	127.44	130.15	132.91	135.70	138.53	141.80
转股价值		86.401	90.158	93.914	97.671	101.427	105.184	112.697

资料来源：根据相关数据进行计算

2、市场价值

转债的市场价格不同于理论价格，与塔牌可转债具有可比性的是锡业转债、铜陵转债，其转股价值与塔牌比较接近，其中铜陵转债上市时转股溢价率在 21.99%，我们估计塔牌可转债转股溢价率大致在 20-25% 之间。目前市场的可转债的转股溢价率在-0.28%-165.73%之间，我们模拟计算了塔牌可转债在不同转股溢价率情况下的市场价格，结果见表 4。

表 4 基于转股溢价率的塔牌转债价格模拟

转股溢价率\市价	12	12.5	13	13.5	14	14.5	15
0.15	103.681	108.002	112.322	116.642	120.962	125.282	129.602
0.2	108.189	112.697	117.205	121.713	126.221	130.729	135.237
0.25	112.697	117.393	122.089	126.784	131.480	136.176	140.872
0.3	117.205	122.089	126.972	131.856	136.739	141.623	146.506
0.4	126.221	131.480	136.739	141.998	147.258	152.517	157.776

资料来源：根据相关数据进行计算

若塔牌股票在 14-15 元波动，如果转股溢价率在 20%-30%之间，则可转债的价格在 126.22-146.51 元之间。如果按 20%转股溢价率估计，则塔牌可转债开盘价格有可能在 130.73 元，如果按 25%转股溢价率估计，则塔牌可转债开盘价格有可能在 136.2 元。目前铜陵转债的转股溢价率在 23.96%。我们认为，当正股价格在 14.5 元附近波动时，塔牌转债的合理转股溢价率在 20%~25%之间波动，相应的转债合理市场价值在 126.22-136.2 元之间。

表 5 已上市可转债价值评价（9 月 15 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	套利空间	剩余期限
新钢转债	116.236	8.1	12.3457	79.6296	46.15	-1.483	-36.7504	2.9343
厦工转债	144.086	7.45	13.4228	144.5638	-0.28	-6.0234	0.4038	3.9534
博汇转债	123.522	10.34	9.6712	90.7157	37.24	-2.6003	-33.7843	4.0247
王府转债	145.647	33.26	3.0066	141.3109	3.39	-4.6919	-4.7891	5.0959
双良转债	125.546	21.11	4.7371	80.1042	56.96	-3.7759	-45.6258	4.6356
澄星转债	125.093	10.54	9.4877	92.0304	36.8	-7.9682	-33.8696	1.6521
中行转债	104.356	3.88	25.7732	85.3093	22.5	1.1672	-19.1907	5.7178
工行转债	111.089	4.2	23.8095	95.9524	15.8	-0.2338	-15.1576	5.9644
唐钢转债	111.935	9.36	10.6838	42.5214	165.73	0.8413	-70.4686	2.2493
美丰转债	126.01	7.36	13.587	98.2337	28.51	-3.032	-28.0063	4.7151
锡业转债	134.958	21.35	4.6838	111.3349	22.29	-12.5266	-24.8151	1.663
铜陵转债	133.898	15.68	6.3776	108.0995	23.96	-3.2506	-25.9005	5.8356

资料来源：根据 WIND 统计

综合考虑，我们认为塔牌股票股价在 14.5 元，其可转债的合理价格在 130.7-141.6 元之间，价值中枢在 135 元，转股溢价率在 20%-30%，估计塔牌转债开牌价格在 131-132 元的可能性比较大，即使塔牌股票跌到 12.0 元以下，在转股溢价率为 10% 时，其价格为 108.0 元，短期看跌破 120 元的可能性比较小。但如果市场向好，不排除可转债上冲 140 元以上的可能。

三、塔牌可转债上市投资策略建议

塔牌可转债的中签率在 0.22%，相对较低，如果塔牌可转债首日涨幅在 30%，则申购收益率在 0.066%，网下申购者有 5 倍的杠杆效应其收益率在 0.33%。如果塔牌可转债涨幅在 125 元以下，投资者可谨慎增持，安全边际比较高；如果超过 135 甚至 140 元，可适当减持。如果是转债长期持有者，可适时分批吸纳。建议投资者谨慎把握塔牌转债的机会。

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%

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券研究所

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。