

歌华有线可转债申购价值分析报告

可转债定价研究报告

发布时间：2010 年 11 月 24 日

投资要点：

1、歌华有线股份有限公司公开发行可转换公司债券 160000 万元，每张面值为 100 元人民币，共 1600 万张。可转债存续期 6 年，即自 2010 年 11 月 25 日至 2016 年 11 月 25 日。票面利率分别为 0.6%、0.8%、1.0%、1.3%、1.6%、1.9%。网上网下申购日为 11 月 25 日。

2、歌华转债没有担保，条款无显著吸引力，票面利率不高，补偿利率尚可，但发行人偿债能力较强，歌华转债属于有线电视行业的代表企业，随着三网融合的实施，歌华有线有着良好的发展契机，具有长期投资价值，因此其可转债值得关注。

3、歌华转债的信用评级为 AAA，无担保，债券价值为 80.79 元，相对比较低。若歌华有线股价在 14-16 元之间，所计算的期权价值在 40.85-50.82 元之间，转债的理论价格在 121.64-131.61 元之间。可见，歌华转债的期权价值比较高，如果转股溢价率在 35%-40%之间，则上市时其转债价格在 125.25-139.33 元之间的可能性很大。综合考虑，我们估计歌华有线转债上市时其价格在 129-134 元的概率比较高。

4、鉴于燕京转债的大股东配售比例高达 87.81%，我们估计歌华有线的大股东配售比例也不低，按 55%计算的话，则可供申购资金大概有 7.2 亿元，假设有 7 亿的资金可供申购，预计歌华转债网上和网下申购资金在 3000-4000 亿左右，估计申购中签率在 0.18%-0.23%左右，但考虑燕京转债的中签率只有 0.076%，我们估计此次中签率有可能达到 0.09%左右。假设歌华转债涨幅在 30%左右，则申购收益率在 0.054%-0.069%，由于机构投资者网下申购没有杠杆优势，短期看申购回报可能不如申购新股，网下申购收益率不高，但在目前剧烈震荡的市场环境下，申购歌华转债获得无风险收益也是一个不错的选择。

歌华有线可转债申购

发行规模	16.0 亿
存续期	6 年
转股价格	15.09 元
评级	AAA
定价	125.0-134
申购收益率	0.054%-0.069%

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

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

歌华有线可转债申购价值分析报告

一、歌华有线可转债条款分析

北京歌华有线股份有限公司公开发行可转换公司债券 160000 万元，每张面值为 100 元人民币，共 1600 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
歌华有线	600037	歌华转债	733037	AAA	中诚信证券评估有限公司	无	/
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
16.0 亿	6 年	2011 年 5 月 26 日至 2016 年 11 月 25 日	15.09 元 /股	5.5 年	11 月 24 日	11 月 25 日	2016 年 11 月 25 日

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

本次发行的歌华转债向发行人原 A 股股东优先配售，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 A 股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%。发行人和保荐人将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。值得注意的是，原 A 股股东可优先配售的可转债数量为其在股权登记日收市后登记在册的持有发行人 A 股股份数按每股配售 1.258 元可转债的比例，并按 1,000 元/手转换成手数，按本次发行优先配售比例计算，原 A 股股东约可优先认购 1,333,934 手，约占本次发行的可转债总规模的 83.37%。不容忽视的是，每个证券账户申购上限为 80000 万元(80 万手，即 800 万张)，机构投资者网下申购的下限为 5000 万元(50 万张)，申购上限为 80000 万元(800 万张)。可见，此次歌华转债发行方式为优先配售、网上定价发行、网下配售相结合，但不容忽视的是，公司原股东可优先配售的比例上限为 83%，相对比较高，网下配售没有定金比例，网下申购最大金额为 8 亿，和以往相比没有杠杆效应，这一点值得关注。

本次发行的歌华可转债期限为发行之日起六年，即自 2010 年 11 月 25 日至 2016 年 11 月 25 日。票面利率分别为第一年 0.6%、第二年 0.8%、第三年 1.0%、第四年 1.3%、第五年 1.6%、第六年 1.9%。本次可转债期满后 5 个交易日内按本次发行的可转债票面面值的 105%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债。歌华转债没有担保，条款无显著特点，票面利率不高，补偿利率还可以，总利息现金收入尚可。

总体而言，歌华转债发行条款一般，发行规模为 16.0 亿元，规模不大，可能保险等机构投资者未必偏好，尽管转债无担保，但可转债发行主体歌华转债盈利能力可以，属于有线电视行业的典型代表企业，发行人偿债能力较强，随着三网融合的实施，歌华有线有着良好的发展契机，具有长期投资价值，因此其可转债值得关注。

二、歌华可转债投资价值分析

（一）纯债价值

歌华转债的信用评级为 AAA，且无担保。参照银行间 AAA 级和交易所 AAA 级固定利率企业债的 6 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 5.45% 的到期收益率，进行纯债价值的计算，结果债券价值为 80.79 元，债券价值相对较低。

（二）可转债债券价值

1、理论价值

由于歌华转债接近于价平债券，是一个轻度价外期权，我们测算其期权价值。根据测算，歌华有线股票近一年的历史波动率在 45% 左右，若股价在 13.0-16.0 之间波动，所计算的期权价值在 36.07-50.82 元之间，以此计算的可转债理论价格在 116.86-131.6 元之间，但实际可转债的市场价格受多种因素的影响。

表 2 歌华有线可转债理论价值

	波动率 \股价	13	13.5	14	14.5	15	15.5	16	17	18
期权 价值	0.25	20.752	22.848	25.019	27.260	29.567	31.936	34.364	39.380	44.589
	0.3	24.727	26.892	29.118	31.401	33.739	36.128	38.565	43.574	48.744
	0.35	28.613	30.848	33.133	35.467	37.846	40.268	42.731	47.770	52.946
	0.4	32.399	34.702	37.049	39.436	41.862	44.325	46.823	51.916	57.127
	0.45	36.073	38.443	40.851	43.294	45.771	48.279	50.818	55.979	61.242
	0.5	39.625	42.061	44.530	47.029	49.557	52.113	54.695	59.933	65.260
	0.55	43.046	45.546	48.074	50.629	53.209	55.814	58.441	63.760	69.158
	0.6	46.330	48.890	51.476	54.086	56.718	59.371	62.044	67.446	72.919
	0.7	52.458	55.133	57.829	60.542	63.273	66.021	68.784	74.354	79.979
可转 债 价值	0.25	101.542	103.638	105.809	108.050	110.357	112.726	115.154	120.170	125.379
	0.3	105.517	107.682	109.908	112.191	114.529	116.918	119.355	124.364	129.534
	0.35	109.403	111.638	113.923	116.257	118.636	121.058	123.521	128.560	133.736
	0.4	113.189	115.492	117.839	120.226	122.652	125.115	127.613	132.706	137.917
	0.45	116.863	119.233	121.641	124.084	126.561	129.069	131.608	136.769	142.032
	0.5	120.415	122.851	125.320	127.819	130.347	132.903	135.485	140.723	146.050
	0.55	123.836	126.336	128.864	131.419	133.999	136.604	139.231	144.550	149.948
	0.6	127.120	129.680	132.266	134.876	137.508	140.161	142.834	148.236	153.709
	0.7	133.248	135.923	138.619	141.332	144.063	146.811	149.574	155.144	160.769

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值

目前市场的可转债的转股溢价率在-1.92%-168.29%之间，我们根据转股溢价率的定义模拟计算了歌华有线可转债的市场价格，结果见表 3。

表 3 基于转股溢价率的歌华有线转债价格模拟

转股溢价率/股价	13	13.5	14	14.5	15	15.5	16	17	18
15%	99.072	102.883	106.693	110.504	114.314	118.125	121.935	129.556	137.177
20%	103.380	107.356	111.332	115.308	119.284	123.260	127.237	135.189	143.141
25%	107.687	111.829	115.971	120.113	124.254	128.396	132.538	140.822	149.105
30%	111.995	116.302	120.610	124.917	129.225	133.532	137.840	146.455	155.070
35%	116.302	120.775	125.249	129.722	134.195	138.668	143.141	152.087	161.034
40%	120.610	125.249	129.887	134.526	139.165	143.804	148.443	157.720	166.998
45%	124.917	129.722	134.526	139.331	144.135	148.940	153.744	163.353	172.962
50%	129.225	134.195	139.165	144.135	149.105	154.076	159.046	168.986	178.926
60%	137.840	143.141	148.443	153.744	159.046	164.347	169.649	180.252	190.855

资料来源：根据相关数据进行模拟

若歌华有线股票在 14-14.5 元波动，按照与歌华有线转债相类似的博汇转债、燕京转债、澄星转债测算，平均转股溢价率为 45.66%，我们估计歌华有线转债转股溢价率在 35%-45%之间，则可转债的价格在 125.25-139.33 元之间。如果按 40%转股溢价率估计，则歌华有线可转债开盘价格有可能在 129 元左右，当正股价格在 15 元附近波动时，歌华有线转债的合理转股溢价率在 35%~40%之间波动，相应的转债合理市场价值在 134.2-139.2 元之间。

表 4 已上市可转债价值评价（11 月 24 日）

名称	最新	纯债价值	到期收益率	转股溢价率%	纯债溢价率	剩余期限	转股价值	主体评级	债券评级
新钢转债	115.2334	99.8908	-1.3983	55.01	0.1536	2.7425	74.6914		AA+
博汇转债	114.9962	94.5602	-0.9137	42.48	0.2161	3.8329	80.8511		AA-
双良转债	129.3605	87.0034	-4.6091	35.21	0.4868	4.4438	95.8787		AA
澄星转债	124.3323	104.3942	-8.8219	46.58	0.191	1.4603	85.6736		AAA
中行转债	108.7903	87.4163	0.4158	25.27	0.2445	5.526	87.037	AAA	AAA
工行转债	118.3836	84.8188	-1.37	12.6	0.3957	5.7726	105.2381		AAA
唐钢转债	110.1767	106.3955	1.5898	168.29	0.0355	2.0575	41.5598	AAA	AAA
美丰转债	123.6164	90.018	-2.7691	19.3	0.3732	4.5233	103.9402	AA-	AA
锡业转债	143.8844	103.9338	-18.0484	0.54	0.3844	1.4712	144.9649		AAA
铜陵转债	150.783	86.596	-5.4311	-1.92	0.7412	5.6438	153.9541	AA-	AA
燕京转债	131.1452	84.3287	-4.5879	47.91	0.5552	4.8932	88.7008		AA+
塔牌转债	137.4727	93.1017	-3.8547	23.31	0.4766	4.7562	111.6454		AA-

资料来源：根据 WIND 统计

综合考虑，我们认为若歌华有线股价在 14-16 元之间，歌华有线可转债的理论价格在 121.64-131.61 元之间，转股溢价率在 35%-40%之间，如此若歌华有线股票在 14 元左右，则上市时其转债价格在 125.25-129.89 元的可能性很大，即使歌华有线股票跌到 14 元以下如 13 元，在转股溢价率为 35%时，其价格为 116.302 元，若为 30%，则为 111.995 元。我们估计如果歌华有线股票在 15 元，歌华有线转债上市时其价格在 129-134

元的可能性比较大，我们估计至少也会达到 130 元左右，短期看跌破 120 元的可能性几乎没有。但如果市场向好，不排除可转债上冲 140 元以上的可能。

风险：如果市场下跌，歌华有线股票价格也长期低迷，则歌华有线可转债的期权价值也下降，不排除歌华有线转债在 110 元以下徘徊，这种风险不容忽视，但歌华有线可转债的期权价值相对比较高，值得期待。

三、歌华有线可转债申购价值及建议

尽管歌华有线转债发行规模不多、发行条款没有显著的亮点、票面利率不高，但最近转债市场比较火热，歌华有线转债上市定价不排除有可能偏高，由于有燕京转债作为参照物，因此其估值相对有一定的比较基础。歌华有线股票从长期看具有一定的投资价值，目前处于估值的低部。如果歌华有线可转债上市后价格在 125.0-134 元之间，其涨幅在 25%-34%之间。鉴于燕京转债的大股东配售比例高达 87.81%，我们估计歌华有线的大股东配售比例在 50-60%之间，按 55%计算的话，估计配售的资金可能在 8.8 亿元左右，则可供资金申购的大概有 7.2 亿元，假设有 7 亿的资金可供申购，尽管保险资金申购的概率不大，但由于转债市场比较火爆，估计申购资金比较多，预计歌华有线转债的网上有效申购资金量在 1000-1500 亿元左右，网下机构实际申购资金在 2000 亿到 2500 亿左右，则歌华转债网上和网下申购资金在 3000-4000 亿左右，估计歌华转债的网上网下申购中签率在 0.18%-0.23%左右，但考虑燕京转债的中签率只有 0.076%，我们估计此次中签率不排除比较低，有可能达到 0.09%左右，可见中签率可能相当低。

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%
歌华转债	2010-11-25	16	/	87.81%	0.076%	0.076%

资料来源：根据 WIND 统计

如果中签率在 0.18%-0.23%之间，假设歌华转债涨幅在 30%左右，则申购收益率在 0.054%-0.069%，由于网下申购没有杠杆优势，短期看申购回报可能不如申购小盘新股，网下申购收益率并不高，但在目前剧烈震荡的市场环境下，申购歌华转债获得无风险收益也是一个不错的选择，从长期看歌华转债值得关注。

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。