

宁波海运可转债上市定价分析报告

金融工程研究报告

发布时间：2011 年 1 月 19 日

投资要点：

1、宁波海运转债发行 7.2 亿元，募集资金净额 7.0094 亿元，其中原股东优先配售 476,685 手，占本次发行总量的 66.21%。网上发行数量为 167881 手，即 16788.1 万元，占发行总量的 23.32%，网上发行中签率为 0.21219168%。次网下实际发行 7543.4 万元，占发行总量的 10.48%，配售比例为 0.21219128%。中签率和我们估计基本一致，发行的可转债 1 月 20 日上市。

2、海运转债的条款一般，回售保护期较长，信用评级为 AA，无担保，债券价值不高，但公司偿还能力强，违约风险低。宁波海运股价在 1 月 18 日收盘 4.26 元，如果宁波海运可转债的转股溢价率在 25%-40%，合理价格在 114-126 元之间，价值中枢在 120 元，估计海运转债开牌价格在 119-120 元的概率比较高。由于最近股市大跌，导致宁波海运股票下跌比较多，与申购时的价值大不相同，投资者要谨慎。

3、海运转债的中签率为 0.212%，新发行的可转债上市首日涨幅统计平均达到 25%左右，如果海运可转债首日涨幅在 20%左右，其申购收益在 0.042%，尽管比较小，但在震荡的市场环境下也算可以。如果宁波海运可转债价格在 120 元以下，投资者可谨慎增持，安全边际比较高；如果超过 130 元，可适当减持。由于海运转债接近价内，期权价值比较高，如果正股上涨，转债的市场价值将会得到体现，建议投资者在转债达到合理安全边际价格，谨慎把握配置机会。

海运转债上市定价

发行规模	7.2 亿
存续期	5 年
转股价格	4.58 元
评级	AA
定价	119-126 元
申购收益率	0.042%

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

宁波海运可转债上市定价分析报告

一、 宁波海运可转债发行情况

宁波海运公司于 2011 年 1 月 7 日公开发行了 72 万手可转换公司债券，每张面值 100 元，发行总额 72000 万元。7.2 亿元可转换公司债券将于 2011 年 1 月 20 日起在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“海运转债”。本次可转换公司债券发行总额为 72,000 万元，原股东优先配售 476,685 手，占本次发行总量的 66.21%。本次最终确定的网上发行数量为 167,881 手，即 16,788.1 万元，占本次发行总量的 23.32%。网上一般社会公众投资者的有效申购数量为 79,117,616 手，即 7,911,761.6 万元，网上发行中签率为 0.21219168%。本次网下实际发行数量为 75,434 手，即 7,543.4 万元，占本次发行总量的 10.48%。网下认购部分有效申购数量为 35,550,000 手，即 3,555,000 万元，配售数量为 75,342 手。最终向网下配售海运转债总计 75,434 手，配售比例为 0.21219128%。中签率和我们估计基本一致。

宁波海运转债存续期 5 年，自从 2011 年 1 月 7 日至 2016 年 1 月 7 日止，票面利率分别为第一年到第五年分别为：第一年 0.7%、第二年 0.9%、第三年 1.1%、第四年 1.3%、第五年 1.6%。初始转股价格为 4.58 元/股，信用评级为 AA，本次发行未设担保。发行的可转债 1 月 20 日上市。本次发行可转债的转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止（即 2011 年 7 月 8 日至 2016 年 1 月 7 日）。

本次发行可转换公司债券募集资金总额为 72,000 万元（含发行费用），募集资金净额 70,094.50 万元。募集资金用途为用于建造 1 艘 5.7 万吨级散货轮和建造 3 艘大灵便型散货轮，用于扩张公司运力规模，满足客户新增的电煤运输需求，增强公司的核心竞争力。

可转债信用评级“AA”级，反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。而宁波海运主体信用等级为“AA”级，反映了公司偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。如本可转换公司债券全部转股，按初始转股价格 4.58 元/股计算，则公司股东权益增加约 7.2 亿元，总股本增加约 157,205,240 股。

表 1 海运转债基本情况

可转换债券简称	海运转债
可转换债券代码	110012
可转换债券发行量	72,000 万元（72 万手）
可转换债券上市量	72,000 万元（72 万手）
可转换债券上市地点	上海证券交易所
可转换债券上市时间	2011 年 1 月 20 日
可转换债券存续的起止日期	2011 年 1 月 7 日至 2016 年 1 月 7 日
可转换债券登记机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司
保荐机构（主承销商）	招商证券股份有限公司
可转换债券的担保情况	可转债未设担保
可转换债券信用级别	AA
资信评估机构	中诚信证券评估有限公司
面值	人民币 100 元/张

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

表 2 前十大可转换公司债券持有人及其持有量

序号	持有人名称	持有数量（元）	比例
1	宁波海运集团有限公司	299,351,000	41.58%
2	浙江省电力燃料有限公司	86,351,000	11.99%
3	中信证券股份有限公司	21,220,000	2.95%
4	浙江省兴合集团公司	6,109,000	0.85%
5	DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT	5,576,000	0.77%
6	周雪钦	5,254,000	0.73%
7	周桂月	4,735,000	0.66%
8	宁波江北富搏企业管理咨询咨询公司	4,674,000	0.65%
9	中国建设银行股份有限公司企业年金计划-工行	4,524,000	0.63%
10	长江证券股份有限公司	3,055,000	0.42%

资料来源：根据 WIND 统计和宁波海运转债上市公告书

前 10 大转债持有者主要是公司控股股东和部分机构投资者，其中还有个人投资者，本次中签率为 0.212%，与我们预期一致。

二、宁波海运可转债投资价值及定价评价

宁波海运公司目前的主营业务为从事海上国内国际干散货运输业务，尤其是国内沿海电力煤炭的运输业务。目前宁波海运已形成以电煤运输为主的专业化散货运输经营格局，并发展成为浙江省骨干海运企业，在国内具有一定知名度和影响力。水运业务是公司目前最重要的业务和主要的利润来源。

（一）纯债价值

宁波海运转债的信用评级为 AA，且无担保。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 4.75% 的到期收益率，进行纯债价值的计算，结果债券价值为 83.5 元，债券价值相对并不高，但不容忽视。可见，纯债价值和票面利息均不高，票面利率较低，补偿利率还可以。

（二）可转债债券价值

1、理论价值

由于最近股市大跌，导致宁波海运股票下跌比较多，致使宁波海运转债是一个轻度价外期权，我们测算其期权价值很有意义。根据测算，宁波海运股票近一年的历史波动率在 29% 左右，若股价在 4.0-4.5 之间波动，所计算的期权价值在 19.298-34.085 元之间，以此计算的可转债理论价格在 102.798-117.585 元之间，但实际可转债的市场价格受多种因素的影响，特别是正股走势的影响。

表2 宁波海运可转债理论价值

	波动率 \股价	3.8	3.9	4	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5	4.8	5	5.2
期 权 价 值	0.2	13.048	14.264	15.528	16.841	18.199	19.600	21.044	22.528	27.202	30.487	33.892
	0.25	16.704	17.982	19.298	20.652	22.041	23.466	24.923	26.413	31.060	34.296	37.630
	0.3	20.310	21.644	23.009	24.406	25.831	27.285	28.767	30.275	34.946	38.174	41.484
	0.35	23.852	25.239	26.652	28.091	29.554	31.042	32.553	34.085	38.808	42.054	45.370
	0.4	27.319	28.756	30.215	31.697	33.199	34.722	36.265	37.826	42.618	45.896	49.235
	0.5	33.993	35.523	37.070	38.634	40.214	41.810	43.420	45.045	50.001	53.368	56.781
	0.6	40.265	41.881	43.510	45.153	46.808	48.475	50.153	51.843	56.976	60.447	63.955
	0.7	46.085	47.780	49.485	51.201	52.927	54.662	56.406	58.159	63.468	67.047	70.655
可 转 债 价 值	0.2	96.548	97.764	99.028	100.341	101.699	103.100	104.544	106.028	110.702	113.987	117.392
	0.25	100.204	101.482	102.798	104.152	105.541	106.966	108.423	109.913	114.560	117.796	121.130
	0.3	103.810	105.144	106.509	107.906	109.331	110.785	112.267	113.775	118.446	121.674	124.984
	0.35	107.352	108.739	110.152	111.591	113.054	114.542	116.053	117.585	122.308	125.554	128.870
	0.4	110.819	112.256	113.715	115.197	116.699	118.222	119.765	121.326	126.118	129.396	132.735
	0.5	117.493	119.023	120.570	122.134	123.714	125.310	126.920	128.545	133.501	136.868	140.281
	0.6	123.765	125.381	127.010	128.653	130.308	131.975	133.653	135.343	140.476	143.947	147.455
	0.7	129.585	131.280	132.985	134.701	136.427	138.162	139.906	141.659	146.968	150.547	154.155

资料来源：根据相关数据进行模拟

2、市场估值——基于转股溢价率的市场价格模拟

目前市场的可转债的转股溢价率在-1.44%-177.32%之间，我们根据转股溢价率的定义模拟计算了宁波海运可转债的市场价格，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海运可转债的价格变化态势。

表3 基于转股溢价率的宁波海运转债价格模拟

股价/转股 溢价率	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
3.8	95.415	99.563	103.712	107.860	112.009	116.157	120.306	124.454
3.9	97.926	102.183	106.441	110.699	114.956	119.214	123.472	127.729
4	100.437	104.803	109.170	113.537	117.904	122.271	126.638	131.004
4.1	102.948	107.424	111.900	116.376	120.852	125.328	129.803	134.279
4.2	105.459	110.044	114.629	119.214	123.799	128.384	132.969	137.555
4.3	107.969	112.664	117.358	122.052	126.747	131.441	136.135	140.830
4.4	110.480	115.284	120.087	124.891	129.694	134.498	139.301	144.105
4.5	112.991	117.904	122.817	127.729	132.642	137.555	142.467	147.380
4.8	120.524	125.764	131.004	136.245	141.485	146.725	151.965	157.205
5	125.546	131.004	136.463	141.921	147.380	152.838	158.297	163.755
5.2	130.568	136.245	141.921	147.598	153.275	158.952	164.629	170.306

资料来源：根据相关数据模拟计算

由于宁波海运转债的转股价格是 4.58 元，1 月 18 日宁波海运股票的收盘价为 4.26 元，因此其属于价外债券期权，转股溢价率可能比较高，铜陵转债转股溢价率为-1.44%，按照与宁波海运转债相类似的美丰转债、铜陵转债、双良转债测算，平均转股溢价率为 41.41%，我们估计宁波海运转债转股溢价率在估计在 25%~40% 左右，假设宁波海运股票价格为 4.2 元，则可转债的价格在 114.629-128.384 元之间。如果按 30% 转股溢价率估计，则宁波海运可转债开盘价格有可能在 119.2 元左右，当正股价格在 3.9-5 元附近波动时，宁波海运转债的合理转股溢价率在 20%~35% 之间波动，相应的转债合理市场价值在 102.183-147.38 元之间。

表 4 已上市可转债价值评价（1 月 18 日）

名称	最新	转股价格	转股比例	转换价值	转股溢价率%	剩余期限	债券评级
新钢转债	114.337	8.1	12.3457	70.9877	62.28	2.5918	AA+
博汇转债	117.5253	10.34	9.6712	72.824	61.91	3.6822	AA-
双良转债	122.9652	21.11	4.7371	67.1246	83.72	4.2931	AA
歌华转债	120.8812	15.09	6.6269	80.8482	49.63	5.8575	AAA
澄星转债	122.4557	10.54	9.4877	70.1139	76.93	1.3096	AAA
中行转债	107.8849	3.74	26.738	85.5615	26.46	5.3753	AAA
工行转债	116.8982	4.15	24.0964	102.6506	14.07	5.6219	AAA
唐钢转债	108.867	9.36	10.6838	39.3162	177.32	1.9068	AAA
美丰转债	118.6959	7.36	13.587	83.9674	41.96	4.3726	AA
铜陵转债	176.7026	15.68	6.3776	179.5918	-1.44	5.4931	AA
燕京转债	128.3699	21.86	4.5746	88.7008	44.87	4.7425	AA+
塔牌转债	133.2822	13.31	7.5131	108.6401	22.97	4.6055	AA-

资料来源：根据 WIND 统计

综合考虑，我们认为宁波海运股价在 1 月 18 日收盘 4.26 元，宁波海运可转债的合理价格在 114-126 元之间，价值中枢在 121 元，转股溢价率在 25%-40%，估计宁波海运转债挂牌价格在 119-120 元的可能性比较大，即使宁波海运股票跌到 3.8 元以下，在转股溢价率为 25% 时，其价格为 103.7 元，短期看跌破面值的可能性几乎没有。但如果市场向好，正股大幅度上涨，不排除可转债上冲 125-130 元以上的可能。

三、宁波海运可转债上市投资策略建议

根据 2010 年发行的可转债上市首日涨幅统计，平均达到 25.38%，但这些可转债上市的市场环境可能与宁波海运目前所处的氛围不具有可比性。宁波海运可转债的中签率为 0.21%，和我们预期基本一致，如果宁波海运可转债首日涨幅在 20%，其申购收益在 0.042%。如果宁波海运可转债价格在 120 元以下，投资者可谨慎增持，安全边际比较高；如果超过 130 元，可适当减持。如果是转债长期持有者，可适时分批吸纳。由于宁波海运转债具有长期价值，正股下跌对转债的影响相对比较小，而正股反弹中转债表现可能更为出色，建议投资者在转债下跌到合理安全边际的价格，可把握配置的机会。由于宁波海运转债的期权价值比较高，正股宁波海运属于具有长期投资价值，宁波海运转债值得长期关注。

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%
128233	塔牌转债	2010-08-26	2010-09-16	3.95%	34%
126729	燕京转债	2010-10-25	2010-11-3	0.88%	40%
110011	歌华转债	2010-11-26	2010-12-10	-3.88%	26.98%

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

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。