



2011年7月29日

中海转债发行报告

- 转债条款概况。**中海发展(600026)将于2011年8月1日发行39.5亿可转债。存续期6年，票面利率分别为0.5%，0.7%，0.9%，1.3%，1.6%，2.0%，到期偿还还可转债票面面值的105%（含最后一期利息）。本期转债初始转股价8.70元。发行公告当日(2011-7-28)中海发展收盘价8.33元，期权处于4.25%左右的价外状态。
- 发行人概况。**发行人主要业务为原油以及干散货运输。2010年油运业务收入占比53.4%，干散货运输占比46.5%。发行人的流动比率和速动比率在2010年度出现了较大幅度的下降，但整体资产负债率仍然较为健康。利息保障倍数在2008年出现较大下降，但2010年略有回升，体现经济危机后公司经营状况有所好转，但同时也反映了公司业务受经济周期影响较大。虽然中诚信给予发行人AAA评级。考虑到公司业务受整体经济影响较大，我们认为投资者应该对公司的信用风险给予一定的关注。
- 转债价值分析。**参考银行间6年左右AAA无担保企业债收益率曲线，以5.90%为基准，计算得到本期债底理论价值约为78.53元。债底价值较低。以35%的隐含波动率和当前正股收盘价计，本期转债理论价值约115.55元。综合考虑此期转债债底价值、期权价值及市场情绪预计转债上市定位在110-115附近。
- 申购建议一**中签率预计在**0.40%-0.79%**附近，网下申购杠杆优势有限。近期银行间资金面缓解不大，以7天回购成本5.0%，中签率0.4%，上市初期涨幅10%计，扣除回购成本之后的绝对回报在0.10%左右，以融资3.95亿申购19.75亿计算，绝对收益约为41万，融资申购价值一般，但考虑到上市回报约10%，建议原A股股东积极参加优先认购。

*所有交易数据截止2011-7-28

中海转债条款概况

条款分析

中海发展(600026)将于2011年8月1日发行39.5亿可转债。存续期6年，票面利率分别为0.5%，0.7%，0.9%，1.3%，1.6%，2.0%到期偿还可转债票面面值的105%（含最后一期利息）。

本期转债不设担保，债项评级中诚信AAA。图表1为中海转债的条款概述。

图表 1. 中海转债条款概述

发行人	中海发展(600026)	担保人	无担保	信用评级	AAA(中诚信)
发行规模	39.5亿元	债券期限	6年	票面利率	0.5%，0.7%，0.9%，1.3%，1.6%，2.0%
发行时间	2011-8-1	到期时间	2017-8-1	到期偿还	105(含当期利息)
转股期限	发行6个月后第一个交易日至到期日	初始转股价	8.7元/股	转股修正	任意连续30个交易日中有10个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会方案提交股东大会
赎回期限	转股期内	赎回价格	105(含当期利息)	赎回条件	任意连续30个交易日中有至少15个交易日不低于当期转股价格的130%
回售期限	最后两个计息年度	回售价格	100+当期利息	回售条件	股价连续30个交易日低于转股价格的70%。

数据来源：中海转债募集说明书

初始转股价8.7元，期权公告当日处于4.25%价外状态：初始转股价8.7元（以募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票均价之间较高者为基础）。发行公告当日（2011-7-28）中海发展收盘价8.33元，期权处于4.25%左右的价外状态。

债底价值呈中性：本期转债票面利率分别为0.5%，0.7%，0.9%，1.3%，1.6%，2.0%，到期偿还105(含当期利息)。参考银行间6年左右AAA无担保企业债收益率曲线，以5.90%为基准，计算得到本期债底理论价值约为78.53元。债底价值较低。

转股价格修正条款非常宽松，但实际作用有限：正股价格在连续30个交易日中有至少10个交易日收盘价低于当期转股价格的90%，发行人董事会有权提出转股价格向下修正方案。此修正条款和前几期转债相比相当宽松，显示发行人希望投资者最终将转债转股的意愿。但在实际操作中，只有在回售条件达到，并且转债市场价格低于回售价格时，发行人才有动力将转股价向下修正，所以此条款在转债未到期之前对转债的估值影

响较小。

赎回条款也较为宽松，显示发行人对融资成本控制较为关心：发行人可以在连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价的130%的情况下赎回全部或部分未转股的可转债，赎回价格为105%（含当期利息）。宽松的赎回条款说明发行人比较在意融资成本的控制，将可能出现的价内期权的转股价值控制在低位。

回售条款对发行人保护性较强：在本可转债最后两个计息年度，如果发行人股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值的103%（含当期利息）回售给发行人。回售条款体现发行人对资金有较长规划，不希望持有者过早回售。

发行人概况

经营范围和主营业务：募集说明书介绍发行人主要业务为原油以及干散货运输。其中原油运输主要包括进口原油的远洋运输、进口原油的国内沿海二程转运、国内管道油运输和国内海洋油的运输和二程转运；干散货运输以煤炭运输为主，并以国内沿海的电煤运输为主。

油品运输是公司的支柱业务。2010 年公司油运业务占公司总运输量的 49.3%，较 2009 年同期增长 14.7%。同时油运业务占公司营业总收入的 53.4%，比 2009 年同期增长 22.2%，在公司营业总额中占据的比例日益增强。干散货运输是公司的另一主要业务。其中煤炭运输业务所占比重最高。2010 年包括煤炭运输在内的干散货运输占据公司营业总收入的 46.5%。

发行人所属行业性质及偿债能力：发行人是国内最大的原油内贸运输企业，与主要炼化企业建立了长期运输合作关系，也是国内主要炼化企业的最大沿海原油运输供应商。在煤炭内贸运输市场，公司也处于主导地位。发行人披露的数据显示其在国内原油内贸运输市场的份额长期高于 60%，在煤炭内贸运输市场的份额也长期高于 20%；这些数据显示发行人在这两个市场的主导地位。

发行人通过 COA (Contract of Affreightment, 包运合同) 减少业务波动。与客户的 COA 合同一旦签订，就可以保持稳定的收益，增强了发行人在经济下滑期的抗风险能力。在原油运输业务中，发行人 COA 合同收入占原油运输总收入的 79.83%；在干散货方面，COA 合同收入占干散货总收入的 70.98%。

发行人的流动比率和速动比率在 2010 年度出现了较大幅度的下降，主要是因为其短期借款及应付税费增加所致。近 3 年来随业务规模的不断扩张，发行人加大了债务融资规模，但整体资产负债率仍然较为健康。利息保障倍数在 2008 年出现较大下降，但 2010 年略有回升，体现经济危机后公司经营状况有所好转，但同时也反映了公司业务受经济周期影响较大。考虑到公司业务受整体经济影响较大，我们认为投资者应该对公司的信用风险给予一定的关注。中诚信给予发行人 AAA 评级。

转债募集资金用途：本次转债募集资金主要用于油轮和货轮的建造。

中海转债价值分析

本期转债债底价值约为 78.53 元，债底价值较差：本期转债不设有担保，中诚信评级 AAA。存续期 6 年，票面利率分别为 0.5%，0.7%，0.9%，1.3%，1.6%，2.0%；参考银行间 6 年左右 AAA 无担保企业债收益率曲线，以 5.90% 为基准，计算得到本期债底理论价值约为 78.53 元。债底价值较低。

初始转股价 8.7 元，公告当日处于 4.25% 的价外状态：初始转股价 8.7 元（以募集说明书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间较高者为基础）。发行公告当日（2011-7-28）中海发展收盘价 8.33 元，处于约 4.25% 价外状态。

以 35% 的隐含波动率和当前正股收盘价计，本期转债理论价值约 115.55 元：从历史数据来看发行人股价波动率较高，2005 年以来的平均波动率在 50% 左右，但近期则有所下行，考虑到经济整体处于转型期，发行人股价波动率将有所减小，因此我们主要参考近期历史波动率，以 35% 作为隐含波动率，计算本期转债理论价值约为 115.55 元。正股收盘价波动区间 7.50 到 9.16（当前股价上下波动 10%）所对应的转债理论价值区间在 108.72 到 122.74 元之间。

图表 2. 二级市场可比券种价格情况

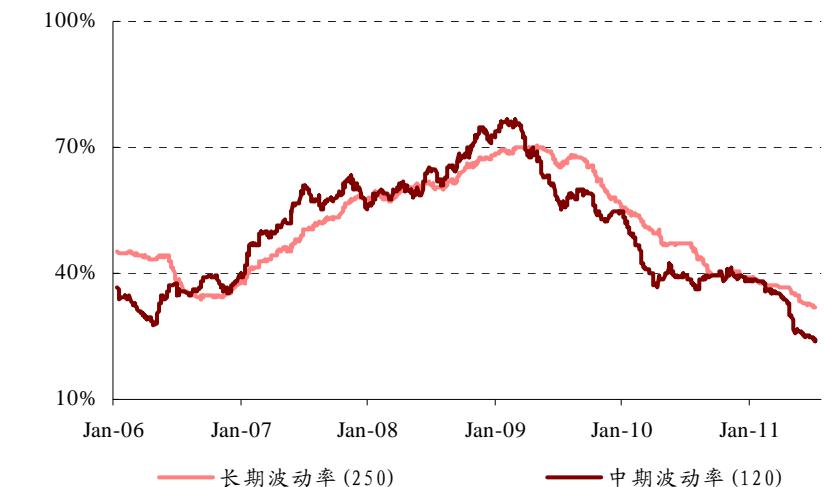
	歌华转债	海运转债	国投转债	川投转债	中海转债
转股平价	67.31	105.07	91.20	79.14	95.74
当前市价	107.60	118.50	113.28	106.87	-

数据来源：Wind，中银国际

注：当前市价为 2011-7-28 日市场价格

上市定位预计在 110-115 元附近：最近转债市场较为低迷，基金对转债抛盘较重致使转债市场向下调整幅度较大。并且从刚发行的巨轮转债及深机转债的中签率也可以看出市场对转债的热情较低。综合考虑这些因素，我们认为转债上市定位在 110-115 元附近。

图表 3. 中海发展股价历史波动率走势



数据来源: Wind, 中银国际

申购策略一中签率预计在 0.40%-0.79%附近，融资申购具有杠杆效应

中海转债的发行方式：1) 本期转债向发行人原 A 股股东优先配售，配售比例最高为 99.98%；原 A 股股东可优先配售的中海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股份数每股配售 1.873 元可转债。2) 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发行数量比例为 50%:50%，发行人将根据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。3) 机构投资者网下申购上限为 19.75 亿；4) 机构投资者网下申购按照 20% 的比例缴纳定金，具杠杆申购优势。

预计中签率在 0.40%-0.79%附近：根据发行公告，发行人原 A 股股东可以优先认购的总额约占发行量的 99.98%。前十大股东除去 H 股股东，均为企业或机构投资者，占 A 股比例 76%。预计控股股东及机构投资者将会积极认购。假设 80% 的转债份额被优先认购，剩下约 7.9 亿供网上、网下申购，综合考虑资金面及转债市场，以网上网下申购资金 1000-2000 亿计算，预计中签率在 0.40%-0.79% 附近。

图表 4. 近期可转债发行认购情况

	发行量 (亿)	中签率	网上发 行比例	网下发 行比例	网上申 购资金 (亿)	网下申 购数量 (亿)	原股东 优先认 购比例
龙盛转债	12.5	0.1726%	9.19%	47.18%	665	3,416	43.63%
安泰转债	7.5	0.1762%	-	23.69%	-	1,008	76.31%
博汇转债	9.75	0.1059%	4.57%	27.16%	421	2,500	43.34%
王府转债	8.21	0.1372%	21.39%	-	1,280	-	78.61%
双良转债	7.20	0.3867%	41.90%	-	780	-	58.81%
美丰转债	6.5	1.17%	88.20%	-	490	-	11.8%
中行转债	400	1.89%	1.72%	80.30%	364	16,983	17.97%
铜陵转债	20	0.58%	59.22%	32.02%	2,058	1,113	8.76%
工行转债	250	0.82%	1.65%	84.26%	503	25,952	14.08%
塔牌转债	6.3	0.22%	15.49%	78.34%	440	2,227	6.17%
燕京转债	11.3	0.08%	0.02%	0.10%	291.39	1516.65	87.81%
歌华转债	16	0.48%	27.41%	15.40%	920.80	517.50	57.19%
海运转债	7.2	0.21%	23.32%	10.46%	791.18	355.50	66.21%
国投转债	34	0.24%	1.23%	46.11%	174.41	6549.84	52.67%
中鼎转债	2.83	0.22%	55.11%	-	739.31	-	44.89%
石化转债	230	0.59%	0.45%	72.40%	174.95	28,150	27.15%
川投转债	21	0.56%	40.32%	21.53%	1510.05	806.15	38.10%
深机转债	20	1.34%	18.56%	8.83%	276.84	131.80	72.61%

巨轮转债	3.5	0.42%	4.27%	20.45%	35.46	169.87	75.28%
------	-----	-------	-------	--------	-------	--------	--------

数据来源：上市公司公告，中银国际

申购收益分析：近期银行间资金面缓解不大，以 7 天回购成本 5.0%，中签率 0.4%，上市初期涨幅 10% 计，扣除回购成本之后的绝对回报在 0.1041% 左右，以融资 3.95 亿申购 19.75 亿计算，绝对收益约为 41 万。

申购建议：本期转债申购中签率预计在 **0.40%-0.79%** 左右，以融资 **3.95** 亿申购 **19.75** 亿，中签率 **0.4%**，上市回报 **10%** 计算，绝对收益约为 **41** 万，融资申购价值一般，但考虑到上市回报约 **10%**，建议原 A 股股东积极参加优先认购。

图表 5. 本期转债发行相关时间安排

日期 发行安排

**T-2
11-7-28** 刊登募集说明书摘要、发行公告、网上路演公告

**T-1
11-7-29** 网上路演、原 A 股股东优先配售股权登记日

**T
11-8-1** 刊登发行提示性公告，原 A 股股东优先认购日，网上、网下申购日

**T+1
11-8-2** 网下机构投资者申购资金验资

**T+2
11-8-3** 网上申购资金验资；确定网下、网上发行数量及对应的网下配售比例及网上中签率；网上申购配号

**T+3
11-8-4** 刊登网上中签率及网下发行结果公告；进行网上申购的摇号抽签；根据中签结果网上清算交割和债权登记；退还未获配售的网下申购定金，网下申购定金如有不足，不足部分需于该日补足

**T+4
11-8-5** 刊登网上申购的摇号抽签结果公告，投资者根据中签号码确认认购数量；解冻未中签的网上申购资金

数据来源：中海转债募集说明书

免责声明

此报告并非针对或意图派发给或为任何就派发、发布、可得到或使用此报告而使中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(合称“中银国际”)违反当地注册或牌照规定的法律或规例或可致使中银国际受制于当地注册或牌照规定的法律或规则的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有于此报告中的材料的版权均属中银国际。未经中银国际事先书面明文批准下，不得更改或以任何方式传送、覆印或派发此报告的材料、内容或其覆印本予任何其他人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中银国际的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中银国际可未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中银国际不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中银国际认为可靠，但中银国际不能担保其准确性或完整性，而中银国际不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非该等损失因明确的法规或规例而引致。并不能尽依靠此报告以取代行使独立判断。中银国际可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际控股有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中银国际在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际于法律容许下可于发报材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中银国际于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应谘询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人谘询建议。

此报告旨为派发给中银国际的市场专业及机构投资客户。如接收人非中银国际的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前谘询独立财务顾问。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 8291

中国北京市
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950