

债券研究报告

2015年6月12日

研究员：徐虹

执业证书编号：S0170511040007

电 话：0411-39673225

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：xuhong@daton.com

航天信息与上证指数走势



资料来源：wind

航信转债申购策略分析

1. 事件

航天信息将发行24亿元可转债，网上网下申购日期2015年6月12日，本期转债期限6年，信用等级AAA级，航天科工集团提供全额、不可撤销的连带责任保证担保。

2. 可转债估值分析

转债理论价值分析：航信转债的纯债价值为86.49元，正股航天信息6月11日收盘价为94.89元，转股价为86.61元，航信转债发行规模24亿元，规模与歌尔转债接近，属于市场中下游，歌尔转债目前隐含波动率均值为55.86%，航天信息最近24个月历史波动率为50.37%，使用二叉树模型计算转债理论价值见表2。

上市价格分析：我们考虑距离本次发行最近的电气转债和格力转债上市首日转股溢价率分别为47.48%和43.83%，将航信转债转股溢价率设置为40-45%，则转债市场价格区间[153, 159]。综合航信转债的理论定价与市场价格区间，我们认为，该转债上市合理区间在[144, 153]。

3. 投资建议以及风险

由于目前转债市场标的稀缺同时A股市场走牛，我们预计大股东将全额参与配售。参考歌尔转债发行时原股东配售情况（原股东配售比例为71.5%），比照这一比例则可供网上网下申购的转债额只有6.84亿元。网下发行和网上发行预设的发行数量比例为75%:25%，航信转债中签率可能创出历史新高。假设上市首日区间为[144, 153]，中签率0.07-0.08%，则网上申购收益率预计为0.03%-0.04%，7天年化收益率在1.1%-1.5%之间。考虑到网下申购定金数量为其全部申购金额的20%，则网下申购收益率预计为0.15%-0.21%，年化收益率在5.5%-7.6%之间，可以覆盖融资成本（6月11日收盘7天质押式回购利率为2%），建议机构投资者积极参与网下申购。

风险：转债待上市期间大盘出现暴跌、突发事件导致正股价格暴跌

1. 航信转债发行要点

表 1：航信转债发行要点

发行规模	24 亿元。
债券期限	本次发行的可转债期限为发行之日起六年。
发行时间	刊登发行提示性公告，原股东优先配售日，网上、网下申购日 2015 年 6 月 12 日。
发行对象	(1) 向原 A 股股东优先配售：本发行公告公布的股权登记日（即 2015 年 6 月 11 日，T-1 日）收市后登记在册的发行人所有股东。 (2) 网下发行：根据《中华人民共和国证券投资基金法》批准设立的证券投资基金和法律法规允许申购的法人，以及符合法律法规规定的其他机构投资者。 (3) 网上发行：中华人民共和国境内持有上交所证券账户的自然人、法人、证券投资基金等（法律法规禁止购买者除外）。
发行方式	本次发行的航信转债向发行人在股权登记日收市后登记在册的原A股股东实行优先配售，原A股股东优先配售后余额部分（含原A股股东放弃优先配售部分）采用网下对机构投资者配售和通过上海证券交易所（以下简称“上交所”）交易系统网上定价发行相结合的方式进行，认购不足24亿元的部分由主承销商包销。 向原 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 75%:25%。根据实际申购结果，最终按照网下配售比例和网上中签率趋于一致的原则确定最终网上和网下发行数量。
优先配售数量	原A股股东可优先配售的航信转债数量为其在股权登记日（2015年6月11日）收市后登记在册的持有航天信息股份数量按每股配售2.599元面值可转债的比例计算可配售可转债金额，再按1,000元/手的比例转换为手数，每1手为一个申购单位。原无限售A股股东的优先配售通过上交所交易系统进行，配售简称为“航信配债”，配售代码为“704271”，网上优先配售不足1手的部分按照精确算法（参见释义）取整。原股东除可参加优先配售外，还可参加优先配售后余额的申购。 航天信息现有总股本 923,400,000 股，按本次发行优先配售比例计算，原 A 股股东可优先认购可转债上限总额为 2,399,917 手，约占本次发行的可转债总额的 99.9965%。
债券利率	第一年到第六年的利率分别为：第一年 0.20%，第二年 0.50%，第三年 1.00%，第四年 1.50%，第五年 1.50%，第六年 1.60%。
初始转股价格	86.61 元/股
转股起止时期	本次发行可转债转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
评级与担保	AAA，航天科工集团承诺对本公司本次发行可转换公司债券的到期兑付提供全额、不可撤销的连带责任保证担保。
转股价格向下修正条款	在本可转债存续期间，当本公司股票在任意连续 20 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，公司董事会将有权提出转股价格向下修正方案并提交本公司股东大会表决。该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。

到期赎回条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值的 107%（含最后一期利息）向投资者赎回全部未转股的可转债。
有条件赎回条款	转股期内，当下列两种情形的任意一种出现时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债： A、在转股期内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日中至少 20 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）； B、当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。
有条件回售条款	公司股票在最后两个计息年度任何连续 30 个交易日的收盘价格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债券面值加当期应计利息的价格回售给发行人。
附加回售条款	在本期可转债存续期间内，如果本次发行所募集资金的使用与本公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定可被视作改变募集资金用途或者被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人有权将持有的可转债全部或者部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

资料来源：公司公告

2、可转债估值分析

2.1 纯债价值分析

本转债信用级别为 AAA，有担保，交易所市场中上市交易的 6 年期 AAA 等级有担保企业债 4.43%，我们以其作为航信转债到期收益率的参考。根据募集说明书中的各年债券票面利率一年 0.20%，第二年 0.50%，第三年 1.00%，第四年 1.50%，第五年 1.50%，第六年 1.60%，持有到期赎回价格 107 元/张（含最后一期利息），我们测算出纯债价值：86.49 元。

转债条款方面，转债向下修正条款门槛较低，相对容易触发。提前赎回条款设置一般。需要注意的是，回售条款仅在转债最后两年的存续期方能使用，对债券持有人来说，较为不利，但目前转债市场标的稀缺，预计严苛的回售条款对转债定价影响不大。假使转债全部转股，对正股股权稀释率只有 3%，稀释程度较低，结合下修条款来看，预计大股东促进转股意愿较足。

2.2 理论价值分析

航信转债的纯债价值为 86.49 元，正股航天信息 6 月 11 日收盘价为 94.89 元，转股价为 86.61 元，航信转债发行规模 24 亿元，规模与歌尔转债接近，属于市场中下游，歌尔转债目前隐含波动率均值为 55.86%，航天信息最近 24 个月

历史波动率为 50.37%，使用二叉树模型计算转债理论价值见表 2。

表 2：不同股价及波动率下航信转债的理论定价

股价	波动率 50%		波动率 55%	
	期权价	转债价格	期权价	转债价格
105	58.7171109	154.28768	62.03724518	158.1211
102	56.2655028	151.45705	59.55852241	155.2592
100	54.6417573	149.58227	57.91542223	153.362
97	52.2228729	146.78943	55.46548434	150.5333
94.89	50.5341235	144.83959	53.75337055	148.5565
93	49.0306068	143.10363	52.22780628	146.7951
90	46.6625929	140.36952	49.82251986	144.018
88	45.0970781	138.56198	48.23053116	142.1799

资料来源：wind，大通证券研究发展部

2.3 上市价格分析

我们再根据转股溢价率计算转债的市场价格。6月11日，航天信息收盘价为94.89元/股，对应转债的转换价值为109.71元，市场中转债稀缺，难以找到与航信转债转换价值近似的转债，因此，我们考虑距离本次发行最近的电气转债和格力转债上市首日转股溢价率分别为47.48%和43.83%，将航信转债转股溢价率设置为40-45%，则转债市场价格区间[153, 159]。综合航信转债的理论定价与市场价格区间，我们认为，该转债上市合理区间在[144, 153]。

3、投资建议以及风险

本可转债发行规模24亿元，向公司原股东优先配售，配售余额部分由网下、网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销团包销。股权登记日6月11日；本次发行的原股东优先配售日和网上、网下申购日为2015年6月12日(T日)。

原A股股东可优先配售的航信转债数量为其在股权登记日(2015年6月11日)收市后登记在册的持有航天信息股份数量按每股配售2.599元面值可转债的比例计算可配售可转债金额，再按1,000元/手的比例转换为手数，每1手为一个申购单位。原无限售A股股东的优先配售通过上交所交易系统进行，配售简称为“航信配债”，配售代码为“704271”，网上优先配售不足1手的部分按照精确算法(参见释义)取整。原股东除可参加优先配售外，还可参加优先配售后余额

的申购。

航天信息现有总股本 923,400,000 股，按本次发行优先配售比例计算，原 A 股股东可优先认购可转债上限总额为 2,399,917 手，约占本次发行的可转债总额的 99.9965%。

由于目前转债市场标的稀缺同时 A 股市场走牛，我们预计大股东将全额参与配售。参考歌尔转债发行时原股东配售情况（原股东配售比例为 71.5%），比照这一比例则可供网上网下申购的转债额只有 6.84 亿元。网下发行和网上发行预设的发行数量比例为 75%:25%，航信转债中签率可能创出历史新高。假设上市首日区间为 [144, 153]，中签率 0.07-0.08%，则网上申购收益率预计为 0.03%-0.04%，7 天年化收益率在 1.1%-1.5% 之间。考虑到网下申购定金数量为其全部申购金额的 20%，则网下申购收益率预计为 0.15%-0.21%，年化收益率在 5.5%-7.6% 之间，可以覆盖融资成本（6 月 11 日收盘 7 天质押式回购利率为 2%），建议机构投资者积极参与网下申购。

风险：转债待上市期间大盘出现暴跌、突发事件导致正股价格暴跌

—正文完毕—

● 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

● 重要声明

未经授权刊载或者转发证券研究报告的媒体，应承担相应的法律责任；研究报告只是投资决策的参考依据。

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司