

## 转债定价报告

2015年1月11日

## 格力转债（110030）上市定价分析

## 公司资料：

	净利润 (亿元)	每股收益	市盈率
2013A	457	0.61	32.2
2014E	539	0.79	24.8
2015E	457	0.93	21.1

## 转债条款：

发行日	到期日	期限	转股期限	起始转股日	发行规模
2014-12-25	2019-12-24	5年	4.5年	2015-6-25	9.8亿
票面利率		利息补偿	初始转股价格	修正条件	修正幅度
0.6%, 0.8%, 1.0%, 1.5%, 2.0%		4元	20.9元	存续期内 30(15) < 90%	不低前20个交易日均价 和前1日均价
有条件回售期限	有条件回售触发条件	有条件回售价格	有条件赎回触发条件	有条件赎回价格	
第三个计息年度起	连续30 < 70%	103元(含当期应计利息)	30(15) ≥ 130%	面值+当期应计利息	

## 相关研究

## 专题研究：

《境来不拒——2015年转债市场展望》

朱岚、徐溪 2014年11月25日

《我虽姗姗来迟，亦想翩翩起舞——可交转债专题研究之一》

朱岚、徐溪 2014年8月26日

《精耕细作、把握结构——2014年四季转债市场展望》

徐溪、朱岚 2014年8月26日

## 证券分析师

朱岚 A0230511040062  
(8621)23297354  
zhulan@swsresearch.com徐溪 A0230512070010  
(8621)23297392  
xuxi@swsresearch.com

## 联系人

徐溪  
(8621)23297392

xuxi@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

http://www.swsresearch.com

- **结论或投资建议：**当格力地产的股价为19.75元时，以目前的市场环境来看，格力转债的合理定位在136.7元~139.6元之间，我们建议投资者在136.7元以下买入，在136.7元~139.6元之间增持，在139.6元~143元之间观望。超过143元时，转股溢价率超过51.32%，而且纯债溢价率超过69.6%，建议在143元以上卖出。（不同正股对应价格请参考正文）
- **原因及逻辑：**1、当格力地产的股价为19.75元时，对应的转债价格在136.7元~139.6元。当格力地产在17.25元至22.75元之间波动时，格力转债的市场合理定位约在127.4元~148.5元之间。2、可按5.6%的贴现率计算，则纯债部分价值为84.3元。3、**转股价有下修空间、回售条款中规中矩、摊薄压力处于略低水平** 格力转债转股价与2014年三季报每股净资产的比值约为4.14倍，转股价理论上具有充足的下修空间。我们预期上市公司有非常强烈的促转股意愿，如必要会积极使用下修权。格力转债的回售保护期有2年，略短于近期新发可转债的平均水平。格力转债全部转股对A股总股本的摊薄压力约为8.11%，摊薄压力在现有转债中处于较低水平。4、格力以珠海本地为主，开发的主要项目有格力香樟、格力广场、格力海岸。业务板块可分为三大产业格局：房地产、特色口岸经济、海洋经济。未来港珠澳大桥和粤港澳自贸区获批都将对珠海发展带来重大契机。在售房地产项目中，以格力海岸贡献收入为主。口岸经济方面，公司作为港珠澳大桥人工岛的代建方，全方位参与人工岛规划建设，并将在未来争取岛上项目机会。海洋经济方面，公司开发项目还包括香洲码头商业改造、歌剧院建设、洪湾渔港建设、格力万山静云山庄以及游艇产业等。地产行业处于降息周期、销售恢复期和政策边界突破期的三期叠加阶段，配置优势凸显。珠海作为口岸城市区位优势，未来还将进一步受益于粤港澳自贸区的开放和港珠澳大桥通车带来的经济发展机遇。公司围绕珠海本地开发地产业务和特色口岸经济、海洋经济，看好公司地产等业务区域升级。
- **有别于大众的认识：**格力转债的上市时期正值转债市场供需矛盾突出且股票市场情绪依然高涨之时，转债容易受到热炒导致估值偏高。在上市首日，由于交易所熔断交易机制，格力转债有可能被停牌2次。客观来说，转债市场整体估值已高，性价比较低，除刚需型资金外，若看好格力地产又喜欢转债的风险收益特征，可考虑以股票和债券的组合来复制转债。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

## 1. 发行情况

格力地产于2014年12月25日发行9.8亿元可转债。其中，原股东优先配售2.1225亿元（21.225万手），占本次发行总量的21.66%。

网上向一般社会公众投资者发行数量为961.1万元（9611手），占本次发行总量的0.98%。网上有效申购数量为33.75424亿元（337.5424万手），中签率为0.2847346%。

本次网下发行有效申购数量为2662.79亿元（2.66279亿手），最终网下向机构投资者配售的长期转债总计为7.58139亿元（75.8139万手），占本次发行总量的77.36%，配售比例为0.28471603%。

## 2. 格力转债发行条款分析

### 2.1 条款分析

格力地产可转债的条款设计如下：

表1：格力地产可转债的基本要素和条款

发行日	到期日	期限	转股期限	起始转股日期	保荐人	评级机构	信用评级	担保机构	发行规模
2014-12-25	2019-12-24	5年	4.5年	2015-6-25	新时代	联合信用	AA	无担保	9.8亿元

利息		转股价格		转股价格调整		转股价格修正	
票面利率	利息补偿	初始溢价幅度	初始转股价格	派息	送股、转增、增发、配股	修正条件	修正幅度
0.6%，0.8%，1.0%，1.5%，2.0%	4元	0%	20.9元	调整	调整	存续期内 20(10) < 90%	不低于前20个交易日股票交易均价和前一交易日均价之间较高者；不低于股票面值和最近一期经审计每股净资产值

回售条款			赎回条款		
有条件回售期限	触发条件	有条件回售价格	有条件赎回期限	触发条件	有条件赎回价格
第三个计息年度起	连续30<70%	103元（含当期应计利息）	转股期内	30(15) ≥130%	面值+当期应计利息

资料来源：申万研究

1、票面较低，补偿利息一般、纯债价值不高 格力转债的累计现金为9.9元，与一般的可转债相近。参考与格力转债评级、期限相近的交易所债券，纯债价值可按5.6%的贴现率计算，则纯债部分价值为84.3元，纯债价值在目前的转债市场处于中等的水平。

表2：格力转债与近期发行的转债的利息和补偿收益总和比较（银行存款按6年计算）

转债简称	格力	歌尔	洛钼	浙能	齐峰	吉视	通鼎	冠城	东方	长青	国金	齐翔	久立	深燃	平安	徐工	隧道	华天	东华	银行存款
利息收入	5.9	7	9.2	9.2	6.2	7.5	9.2	16	7.5	8.8	6	8.5	7.3	8	9.6	11.1	8.7	6	7.4	28.5
补偿收入	4	6.4	4.5	4.5	6	3	7.5	8	3	0	3.5	10.5	5.9	3	5.4	5.5	6	6.5	3	
合计	9.9	13.4	13.7	13.7	12.2	10.5	16.7	24	10.5	8.8	9.5	19	13.2	11	15	16.6	14.7	12.5	10.4	28.5

数据来源：申万研究

表 3：不同到期收益率假设下格力转债的纯债价值

到期收益率	5.35%	5.40%	5.45%	5.50%	5.55%	5.60%	5.65%	5.70%
纯债价值（元）	85.28	85.08	84.89	84.69	84.50	84.30	84.11	83.91

资料来源：申万研究

**2、转股价有下修空间** 格力转债转股价与 2014 年三季度报每股净资产的比值约为 4.14 倍，转股价理论上有着充足的下修空间。我们预期上市公司有着非常强烈的促转股意愿，如必要会积极使用下修权。

**3、回售条款中规中矩** 格力转债的回售保护期有 2 年，略短于近期新发可转债的平均水平。

**4、摊薄压力处于略低水平** 格力转债全部转股对 A 股总股本的摊薄压力约为 8.11%，摊薄压力在现有转债中处于较低水平。

表 4：历史转债按初始转股价格转股后对股本的摊薄影响一览（自 2010 四季度开始）

	重工	南山	同仁	海直	泰尔	民生	东华	华天	隧道	徐工	平安	深燃
总股本增幅	9.07%	44.83%	5.22%	17.83%	20.06%	8.66%	6.12%	7.25%	20.61%	14.33%	13.14%	9.55%
非限售流通股本增幅	32.72%	44.83%	5.22%	17.83%	63.92%	8.66%	7.14%	7.25%	30.23%	14.38%	13.14%	9.93%

	久立	齐翔	国金	长青	东方	冠城	通鼎	吉视	齐峰	浙能	歌尔	洛钼
总股本增幅	7.82%	15.42%	9.67%	14.86%	16.63%	24.38%	9.58%	9.59%	17.72%	14.93%	6.20%	14.82%
非限售流通股本增幅	8.22%	15.76%	9.67%	30.64%	16.63%	24.38%	10.36%	16.25%	24.22%	223.36%	7.82%	28.35%

	格力
总股本增幅	8.11%
非限售流通股本增幅	8.11%

数据来源：申万研究

## 3. 公司基本面分析

### 3.1 公司基本面

公司主营业务为房地产的开发与经营，房地产业务以珠海本地为主，开发的主要项目有格力香樟、格力广场、格力海岸。公司坚持“专注城市、专筑生活”理念，致力于打造精品工程。

今年 9 月，根据珠海市国资委安排，将格力集团持有的 51.94% 公司股份无偿划转至珠海市国资委新设立的珠海投资控股有限公司，公司实际控制人为珠海市国资委不变。公司新控股股东珠海投资控股有限公司由珠海市国资委 100% 控股，旗下除了公司 51.94% 股权之外，还包括珠海格力港珠澳大桥珠海口岸建设管理公司 100% 股权等。股权划转之后，格力地产政府地产业务运作平台的优势将更加突出。

公司业务板块可分为三大产业格局：房地产、特色口岸经济、海洋经济。

1) 公司房地产业务坚持“立足珠海、重点布局”的发展战略，在港珠澳大桥通车渐近、粤港澳自贸区预期下，珠海区域优势显著。珠海位于珠江口西岸，东与香港隔海相望，南与澳门相连，区位优势；依山临海，生态环境宜人。未来，港珠澳大桥和粤港澳自贸区获批都将对珠海发展带来重大契机。在售房地产项目中，以格力海岸贡献收入为主。

图 1：房地产项目土地情况（万平方米）

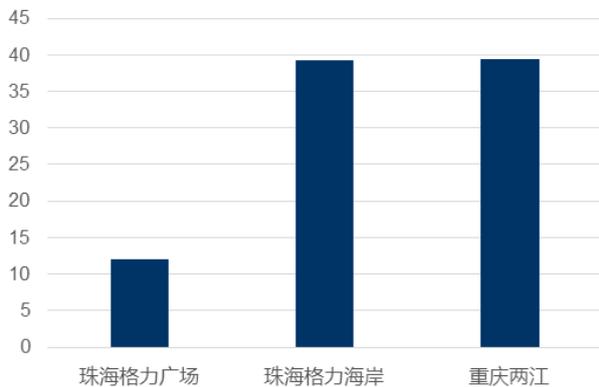
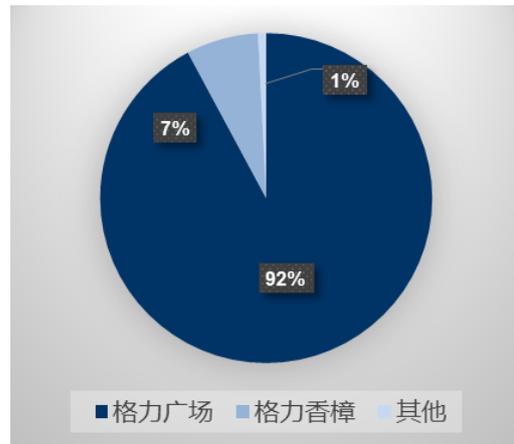


图 2：销售结算收入比（2013 年）



资料来源：申万研究

2) 口岸经济。正在建设的港珠澳大桥将珠海与香港大屿山直接相连，把珠三角的货物通过香港机场连到全世界，珠海作为口岸的优势进一步突出。大桥预计 17 年通车，全程仅 30 分钟车程，而人工岛是大桥在粤港澳三地交汇点，面积共 208 万平方公里，其中珠海部分约 107 万。岛上建设除了旅检楼、货检区、非现场办公楼这三部分政府投资项目之外，还包括总面积 25 万平米的社会投资项目，如五星级酒店、写字楼、商业购物等。人工岛由政府委托格力集团建设，用地完成、土地手续办完后，将按照土地+一系列成本的价格挂牌招标社会投资项目，公司作为港珠澳大桥人工岛的代建方，全方位参与人工岛规划建设，并将在未来争取岛上项目机会。

图 3：港珠澳大桥



图 4：港珠澳大桥人工岛规划图



资料来源：申万研究

3) 海洋经济。除地产主业之外，公司开发项目还包括香洲码头商业改造、歌剧院建设、洪湾渔港建设、格力万山静云山庄以及游艇产业等。珠海拥有大小岛屿 218 个，其中，面积大于 500 平方米的有 148 个，素有“百岛之市”的美誉。公司规划通过格力海岸（唐家湾）、香洲码头、格力人工岛、洪湾码头（在横琴对面）、万山岛，营造 88 海里环岛生活，用游艇、低空飞行方式把海岸连起来，营造全方位的海洋经济产业。

房地产行业处于降息周期、销售恢复期和政策边界突破期的三期叠加阶段，配置优势凸显，申万地产给予行业看好评级。珠海作为口岸城市区位优势，未来还将进一步受益于粤港澳自贸区的开放和港珠澳大桥通车带来的经济发展机遇。公司围绕珠海本地开发地产业务和特色口岸经济、海洋经济，看好公司地产等业务区域升级。根据 wind 一致预期，预计 14-15 年 EPS 为 0.79、0.93 元，对应 PE 分别为 24、20 倍。

表 5：格力地产盈利预测

年度	营业收入(百万)	增长率 (%)	归属母公司股东净利润(百万)	增长率 (%)	EPS(摊薄)	ROE(摊薄)(%)	PE
2012A	1624	21.61	321	27.2	0.56	12.6	35.0
2013A	2164	33.25	353	9.77	0.61	11.9	32.2
2014E	2561	18.37	457	29.55	0.79	15.2	24.8
2015E	3402	32.84	539	17.87	0.93	15.1	21.1
2016E	4070	19.64	678	25.87	1.17	14.8	16.8

资料来源：申万研究，wind

### 3.2 募集资金投向

本次发行可转债的募集资金总额为 9.8 亿元，募集资金用于公司房地产业务格力海岸 S3、S4 项目。转债募集资金具体投向如下：

表 6：转债募投项目

项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金(亿元)	项目总用地面积(m <sup>2</sup> )	项目总建筑面积(m <sup>2</sup> )
格力海岸 S3	12.85	4.6	38,419	135,075
格力海岸 S4	18.76	5.2	58,472	146,425
合计	31.61	9.8	96,891	281,500

资料来源：申万研究

S3、S4 项目预计将分别于 2015 年中、2016 年中竣工，建设周期分别为 2.5 年、3 年。项目均位于珠海高新产业开发区唐家湾情侣北路（南段），东南临南中国海，北靠石坑山城市森林公园。唐家湾具有优越的地理环境优势和自然资源优势，根据珠海市规划，唐家湾地区被定位为集总部经济、商务办公、会议会展、旅游度假和高尚居住区为一体的海滨新城区。

图 5：格力海岸



资料来源：申万研究

### 3. 格力地产转债投资价值分析

#### 隐含波动率法定价：

格力地产目前的年化历史波动率约为 52%，在转债股中波动性处于偏高水平，20 日年化波动率为 78%，处于历史较高水平。

比格力转债转换价值略高的吉视的隐含波动率分别为 53.2%和，转换价值更高的歌尔和深燃的隐含波动率分别约为 53%和 45%。

格力地产所处行业是目前市场偏好度较高的行业，基本面和政策面均有支撑，转债规模不大，摊薄压力不高。我们估计其隐含波动率估值能处

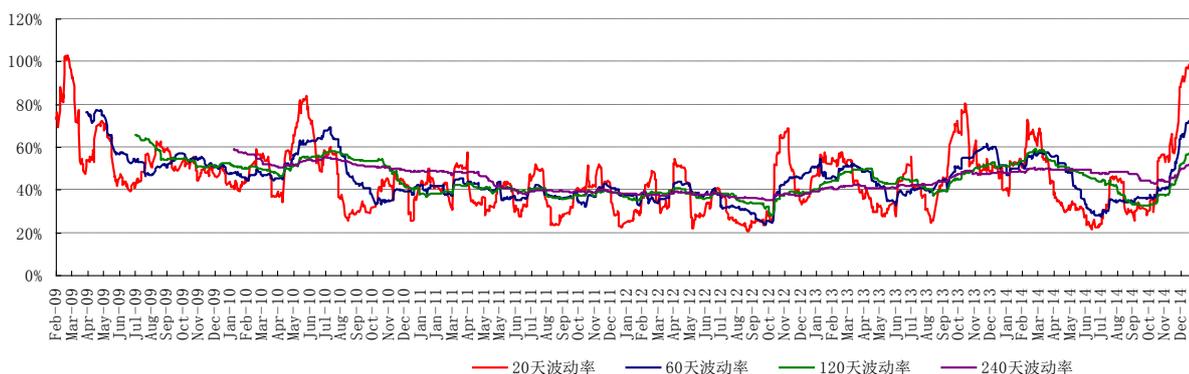
于中等偏高水平，市场抢筹现象可能较为明显。以5年期国债利率作为无风险收益率，在不同股价和波动率条件下，格力转债理论价值如下表。

**表 7：不同股价和波动率下格力转债的理论价值（横轴为股价、纵轴为隐含波动率）**
**单位：元**

	17.25	17.75	18.25	18.75	19.25	19.75	20.25	20.75	21.25	21.75	22.25	22.75
<b>40%</b>	118.18	119.72	121.34	122.96	124.58	126.2	127.92	129.65	131.38	133.1	134.85	136.67
<b>42%</b>	119.53	121.12	122.75	124.38	126.01	127.66	129.4	131.14	132.87	134.61	136.36	138.2
<b>44%</b>	120.86	122.5	124.14	125.78	127.43	129.11	130.86	132.61	134.35	136.1	137.87	139.71
<b>46%</b>	122.21	123.87	125.52	127.17	128.83	130.55	132.31	134.06	135.82	137.58	139.36	141.21
<b>48%</b>	123.55	125.21	126.88	128.54	130.21	131.97	133.74	135.5	137.27	139.04	140.83	142.7
<b>50%</b>	124.86	126.54	128.22	129.9	131.58	133.37	135.15	136.93	138.71	140.49	142.29	144.17
<b>52%</b>	126.16	127.85	129.54	131.23	132.96	134.75	136.54	138.34	140.13	141.92	143.73	145.62
<b>54%</b>	127.43	129.14	130.84	132.55	134.31	136.11	137.92	139.72	141.53	143.34	145.16	147.06

数据来源：申万研究

当格力地产的股价为 19.75 元时，按 50%-54% 的波动率估计格力转债的市场合理定位约在 133.37 元-136.11 元之间。

**图 6：2009 年以来格力地产不同期限股票波动率走势**


资料来源：申万研究

**表 8：格力地产自 2009 年以来的波动率表现**

波动率统计表	波动率参数			
	20	60	120	240
<b>600185</b>	<b>20</b>	<b>60</b>	<b>120</b>	<b>240</b>
最大值	102.77%	77.45%	65.83%	58.97%
最小值	20.56%	23.26%	28.11%	34.93%
平均值	44.99%	44.99%	44.75%	44.64%
当前值	77.91%	74.67%	58.59%	51.92%

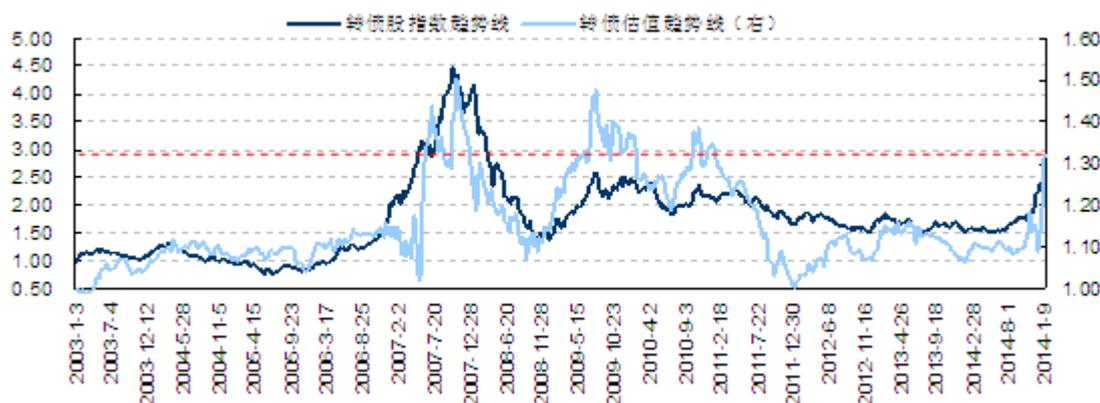
资料来源：申万研究

当格力地产在 17.25 元至 22.75 元之间波动时，格力的市场合理定位约在 124.86 至 147.06 元之间。

**转股溢价率法定价：**

自12月下旬以来，转债市场中小盘转债的估值经历飙升的过程，伴随着大盘转债的逐步转股，市场存量跳跃式下降，低价中小盘转债的稀缺性显著上升，且市场对新上市转债尤其关注。

图7：03年以来中小盘转债转股溢价率估值与转债股指数走势的关系



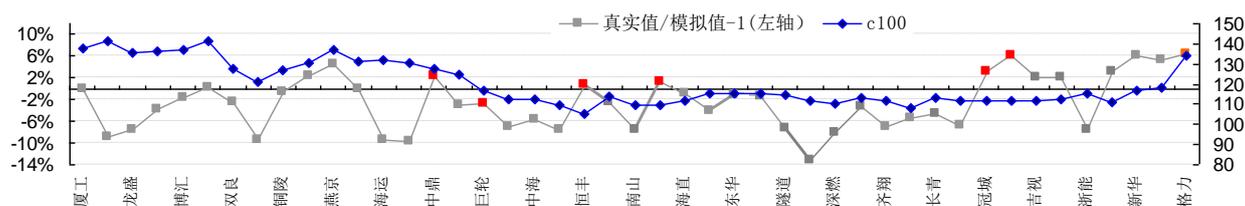
资料来源：申万研究

注：上图中的新华是虚拟的（虚拟指和新华可交换债纯债价值和条款一样的可转债）

格力转债属于小盘、高波动性、兼具成长性与题材的热点品种，上市初期将受到热捧。

当格力地产股价为19.75元时，转股溢价率在48.15%-51.32%之间较为合理，对应的转债价格在140元~143元之间。当格力地产在17.25元至22.75元之间波动时，格力转债的市场合理定位约在130元-150元之间。

图8：09年以来转债上市折溢价率与转债市场估值的关系



资料来源：申万研究

注：上图中的新华是虚拟的（虚拟指和新华可交换债纯债价值和条款一样的可转债）

表9：历史上部分转债的上市表现

简称	上市日价格	发行日	纯债价值	上市日股价	转股价	转股溢价	纯债溢价	总股本增加
泰尔转债	122.37	2013-1-9	77.06	15.87	15.34	8.62%	45.8%	20.06%
民生转债	105.94	2013-3-15	82.82	9.64	10.23	12.42%	27.91%	8.78%
东华转债	126.31	2013-7-26	77.32	30.35	23.7	-1.37%	63.4%	6.12%
华天转债	108.91	2013-8-28	74.95	8.76	9.79	21.72%	45.3%	7.25%

隧道转债	101.81	2013-9-13	81.8	8.80	9.71	12.34%	24.5%	20.62%
徐工转债	94.92	2013-10-25	84.28	7.73	8.46	3.88%	12.62%	14.33%
平安转债	106.92	2013-11-22	81.4	42.91	41.33	2.98%	31.35%	13.14%
深燃转债	99.08	2013-12-13	73.89	7.96	8.46	5.3%	34.1%	9.51%
久立转债	103.02	2014-2-25	73.07	17.8	19.96	15.52%	41.0%	7.82%
齐翔转债	103.12	2014-4-18	82.98	14.31	14.34	3.34%	24.3%	15.42%
国金转债	107.57	2014-6-3	76.89	19.28	19.97	11.42%	39.9%	9.67%
东方转债	106.35	2014-7-10	78.92	12.45	12	2.51%	34.76%	16.63%
冠城转债	118.01	2014-7-18	80.98	6.24	6.2	14.5%	45.73%	24.39%
通鼎转债	122.5	2014-8-15	73.22	18.5	17.5	9.58%	15.88%	67.29%
吉视转债	121.6	2014-9-5	77.24	13.32	12.08	10.28%	57.4%	9.59%
齐峰转债	120.10	2014-9-15	78.3	11.04	10.2	10.96%	53.4%	17.72%
浙能转债	107.38	2014-10-13	82.35	5.77	5.66	5.33%	30.4%	14.93%
洛钼转债	119.19	2014-12-9	82.26	9.3	8.78	12.53%	44.9%	14.82%
歌尔转债	120.5	2014-12-12	81.15	24.97	26.43	27.55%	48.5%	6.2%

数据来源：申万研究

表 10: 上市转债部分指标 (2015年1月9日)

简称	收盘价 (元)	转股溢价 率	纯债溢价 率	YTM	转换价值	回售起始日	赎回起始日	应计利息	摊薄压力 <sup>1</sup>	信用评级
歌华转债	146.96	31.72%	50.74%	-15.81%	111.57	2015-11-25	2011-5-26	0.19	9.92%	AAA
海运转债	140.00	19.54%	44.38%	-26.43%	117.11	2013-7-7	2011-7-7	0.01	18.19%	AA
石化转债	148.11	7.62%	48.59%	-13.23%	137.63		2011-8-24	1.14	3.02%	AAA
中海转债	146.31	-0.11%	53.63%	-11.36%	146.47	2015-8-1	2012-2-2	0.57	25.45%	AAA
国电转债	190.34	-0.90%	89.59%	-18.11%	192.07	2012-8-19	2012-2-20	0.78	4.45%	AAA
恒丰转债	136.50	13.24%	44.44%	-10.45%	120.54	2013-3-23	2012-9-23	0.88	18.26%	AA
南山转债	153.00	0.84%	62.48%	-6.55%	151.73	2016-10-16	2013-4-17	0.92	44.37%	AA
同仁转债	158.14	15.77%	68.05%	-12.17%	136.60	2015-12-4	2013-6-4	0.12	4.61%	AAA
民生转债	139.05	10.49%	60.43%	-5.50%	125.85		2013-9-15	0.49	8.64%	AA+
东方转债	194.12	5.88%	134.75%	-9.90%	183.33	2018-7-10	2015-1-10	0.25	20.03%	AAA
冠城转债	148.86	23.88%	74.34%	-3.39%	120.16	2016-7-18	2015-1-18	0.57	24.33%	AA
浙能转债	149.25	18.81%	78.06%	-4.71%	125.62	2018-10-13	2015-4-13	0.12	14.93%	AAA
中行转债	169.18	-0.84%	67.43%	-27.85%	170.61		2010-12-2	1.02	3.00%	AAA
工行转债	150.12	0.53%	52.22%	-19.02%	149.33		2011-3-1	0.50	1.29%	AAA
平安转债	167.57	-5.17%	88.06%	-7.73%	176.71		2014-5-23	0.13	5.06%	AAA
深燃转债	135.02	31.23%	65.41%	-4.09%	102.88	2017-12-13	2014-6-14	0.06	9.70%	AA+
吉视转债	138.79	42.93%	75.21%	-4.03%	97.10	2018-9-5	2015-3-6	0.17	9.59%	AA+
洛钼转债	146.66	30.07%	77.07%	-4.38%	112.76	2016-12-2	2015-6-2	0.05	14.82%	AA+
深机转债	139.10	28.44%	43.93%	-9.07%	108.30	2015-7-14	2012-1-16	0.63	21.25%	AAA
燕京转债	139.09	20.70%	42.90%	-27.10%	115.24	2011-4-18	2011-4-18	0.33	0.33%	AA+
徐工转债	164.68	-0.31%	81.79%	-7.26%	165.19	2017-10-25	2014-4-25	0.27	6.83%	AAA
东华转债	170.11	7.48%	107.27%	-9.34%	158.27	2017-7-26	2014-2-3	0.37	0.46%	AA
久立转债	144.40	18.73%	62.38%	-4.54%	121.62	2018-2-24	2014-9-4	0.58	15.42%	AA

<sup>1</sup> 这里计算的是对 A 股总股本的摊薄压力

齐翔转债	145.50	17.03%	92.58%	-5.32%	124.33	2017-4-18	2014-10-27	0.33	14.86%	AA
长青转债	140.90	21.87%	84.98%	-3.39%	115.62	2018-6-20	2014-12-29	0.32	9.41%	AA-
通鼎转债	144.00	28.17%	78.62%	-5.27%	112.35	2018-8-15	2015-2-23	0.16	17.72%	AA
齐峰转债	144.00	42.44%	77.07%	-4.02%	101.10	2017-9-15	2015-3-20	0.04	6.20%	AA+

数据来源：申万研究

综合我们对市场的判断及理论测算参考值，我们认为，当格力地产的股价为 19.75 元时，对应的转债价格在 136.7 元~139.6 元。当格力地产在 17.25 元至 22.75 元之间波动时，格力转债的市场合理定位约在 127.4 元-148.5 元之间。

## 5. 上市投资建议

当格力地产的股价为 19.75 元时，以目前的市场环境来看，格力转债的合理定位在 136.7 元~139.6 元之间，我们建议投资者在 136.7 元以下买入，在 136.7 元~139.6 元之间增持，在 139.6 元-143 元之间观望。超过 143 元时，转股溢价率超过 51.32%，而且纯债溢价率超过 69.6%，建议在 143 元以上卖出。

格力转债的中签率约为 0.28%，假设资金成本为 4.5%，粗略计算格力转债上涨至 106.4 元即能覆盖成本。

格力转债的上市时期正值转债市场供需矛盾突出且股票市场情绪依然高涨之时，转债容易受到热炒导致估值偏高。在上市首日，由于交易所熔断交易机制，格力转债有可能被停牌 2 次。客观来说，转债市场整体估值已高，性价比较低，除刚需型资金外，若看好格力地产喜欢转债的风险收益特征，可考虑以股票和债券的组合来复制转债。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

