

把握新上市转债的配置机会——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 4 月 11 日

投资要点：

1、上周沪深市场震荡上涨，截至 4 月 8 日，沪深 300 指数收于 3353.36 点，涨幅为 2.46%。中信标普转债指数收于 2822.73 点，涨幅为 0.75%，转债市场不及股票市场。由于上周只有三个交易日，周成交金额为 29.598 亿元，但各品种的交易额有增加态势，如石化转债成交 8.293 亿元，川投转债成交 1.82 亿元。投资者在投资转债时，要考虑不同品种的流动性风险。

2、上周可转债 14 涨 2 跌，可转债平均上涨了 1.26%，而可转债正股平均上涨了 3.09%，可转债表现不及正股，转债上涨幅度相对比较小。其中澄星转债上涨了 4.84%，塔牌转债上涨 4.24%，但其正股分别上涨了 13.76%、3.53%。中鼎转债下跌 -0.6%，唐钢转债下跌 -0.08%，风险不容忽视。塔牌转债面临着赎回风险，塔牌转债截止 4 月 8 日已转股 16145.26 万元，余额占比 74.37%。

3、目前转债整体上呈弱股性、弱债性的特点，但转债估值相对合理，接近其内在价值，截止 4 月 8 日转债市场平均纯债溢价率为 33.9%，比前周的 31.84% 有所增加；平均转股溢价率为 33.8%，比前周 36.27% 有所减少。工行转债、塔牌转债、海运转债属于偏股型，具有潜在投资价值，随着市场的上涨，转债的投资价值凸显，投资者可多加关注。

4、央行加息隐含着货币政策的紧缩，同时也反映了宏观经济的相对乐观。市场在加息的靴子落地后，市场有望维持强势，继续走高的可能性比较大，资源类、银行、房地产、化工等板块可关注，稳健投资者可关注新上市的石化转债、川投转债的配置机会，而对短线投资者可关注正股上涨的转债投资机会如钢铁转债。

可转债价值评价（4 月 8 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	28.04%	15.95%	平衡型
博汇转债	40.88%	23.45%	平衡型
双良转债	64.40%	36.46%	平衡型
歌华转债	40.17%	39.92%	平衡型
海运转债	9.26%	46.20%	偏股型
国投转债	14.88%	41.27%	偏股型
石化转债	20.23%	28.89%	平衡型
川投转债	26.51%	39.33%	平衡型
澄星转债	13.35%	19.00%	平衡型
中行转债	19.05%	23.96%	平衡型
工行转债	10.82%	43.45%	偏股型
唐钢转债	143.72%	1.83%	偏债型
美丰转债	20.88%	35.45%	平衡型
中鼎转债	49.23%	45.37%	平衡型
燕京转债	38.99%	42.85%	平衡型
塔牌转债	0.42%	58.97%	偏股型

东北证券金融工程研究小组

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550511010005

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

把握新上市转债的配置机会——可转债周报

一、上周可转债市场回顾

上周沪深市场处于震荡上涨状态,截至 2011 年 4 月 8 日,沪深 300 指数收于 3353.36 点,涨幅为 2.46%。转债指数走势弱于市场,相对涨幅比较小,反映了转债的防御性特点,截至 4 月 8 日,中信标普转债指数收于 2822.73 点,比前周 2801.58 点上涨 21.15 点,涨幅为 0.75%。

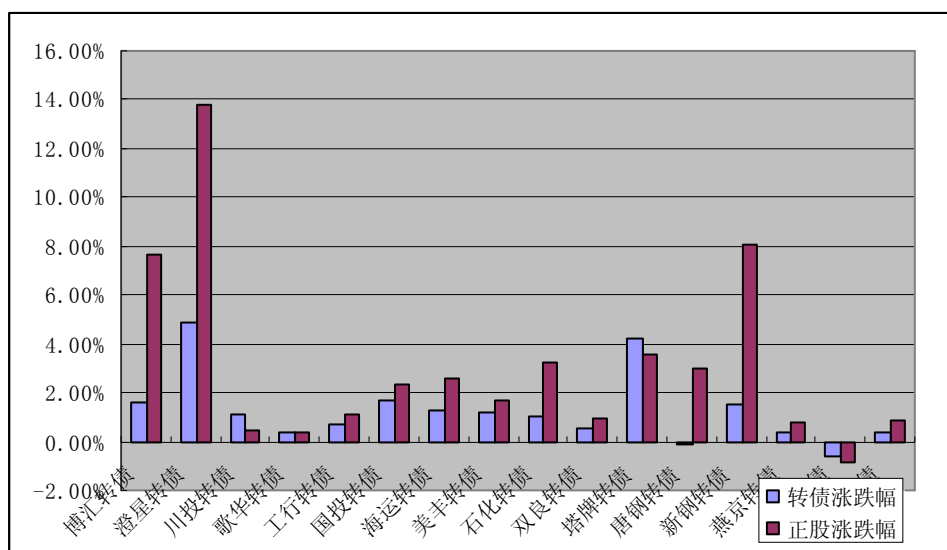
表 1: 可转债市场交易情况(2011 年 4 月 6 日 - 4 月 8 日)

名称	收盘价元	转债涨跌幅	正股涨跌幅	转债成交量(手)	转债成交额(万元)	正股成交额(万元)
博汇转债	117.04	1.61%	7.64%	7534	873.9855	42854.36
澄星转债	125.4	4.84%	13.76%	45827	5686.933	253947.9
川投转债	120	1.12%	0.49%	152427	18169.52	36918.33
歌华转债	117.97	0.34%	0.40%	34392	4040.228	35373.19
工行转债	121.5	0.74%	1.11%	394490	47798.29	74576.53
国投转债	122.6	1.67%	2.37%	176968	21603.06	18457.72
海运转债	124.77	1.28%	2.55%	12801	1588.687	15625.72
美丰转债	122.03	1.20%	1.64%	1414.2	172.4737	18881.01
石化转债	109.23	1.05%	3.27%	761491	82930.1	222984.6
双良转债	118.84	0.53%	0.93%	9966	1178.754	19638.99
塔牌转债	148.1	4.24%	3.53%	159282	23216.16	40775.31
唐钢转债	107.8	-0.08%	2.99%	51840.9	5591.92	117515.7
新钢转债	116.5	1.48%	8.06%	104191	12083.11	51533.81
燕京转债	120.488	0.41%	0.74%	6116.9	734.2394	24581.21
中鼎转债	129.12	-0.60%	-0.86%	19694.4	2542.877	23455.84
中行转债	108.23	0.41%	0.89%	627221	67770.83	64249.69

资料来源: 根据 WIND 统计和东北证券

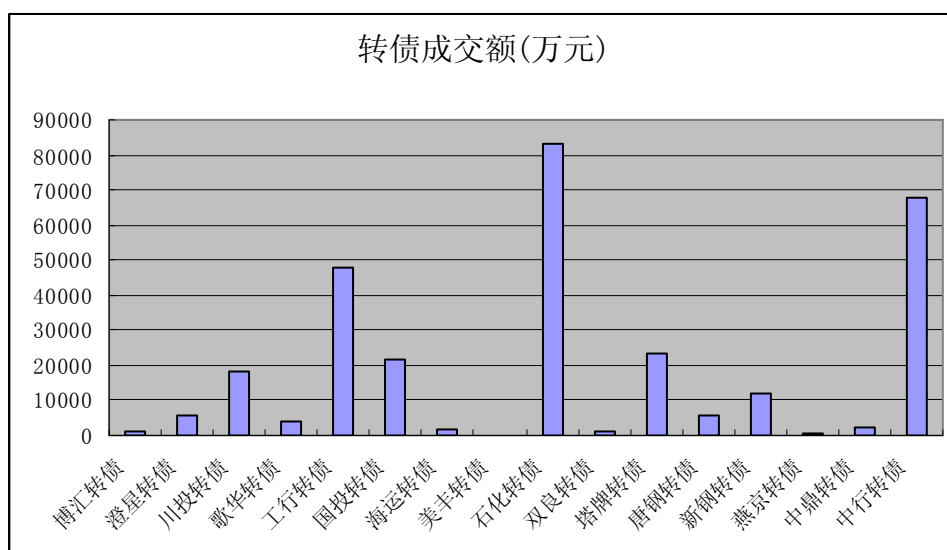
上周 A 股市场震荡上涨,可转债 14 涨 2 跌,可转债平均上涨了 1.26%,而可转债正股平均上涨了 3.09%,可转债表现不及正股,转债上涨幅度相对比较小,反映可转债的债券性特点。强者恒强,是可转债运行的一大特点。上周澄星转债上涨了 4.84%,塔牌转债上涨 4.24%,但其正股上涨了 13.76%、3.53%。博汇转债正股上涨了 7.64%,但转债仅上涨了 1.61%。中鼎转债下跌-0.6%,唐钢转债下跌-0.08%,投资者要注意风险。塔牌转债面临着赎回风险,川投转债上市表现可圈可点。总体来说在震荡上涨市场环境下转债相对比较滞涨,但这一阶段反弹转债反而表现不佳。上周转债表现不如人意,相对不及市场,反映了可转债在震荡环境下的防御性特点。但我们看好后期转债的表现,值得关注。其中,双良转债、海运转债与标的股票的联动性较强。从换手率看,新钢转债比较高,开始位居前列,美丰转债、燕京转债换手率也比较高,相比之下,其它转债的换手率就比较低了。特别是塔牌转债其正股比较看好,转债也受到投资者的追捧,但其赎回的可能性在大增,投资者要注意风险。

图 1 正股与可转债涨跌幅比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

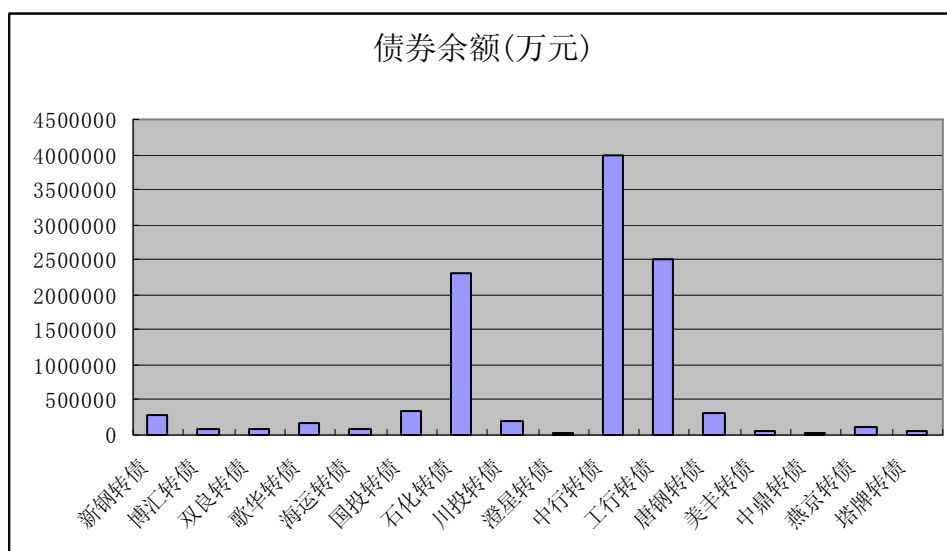
图 2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 2565656.4 手转债，周成交金额为 29.598 亿元，较前一交易周的 51.377 亿元有所减少，主要原因是由于假期的缘故上周只有三个交易日。其中工行转债成交额达到 4.78 亿元，中行转债的周成交额达到 6.78 亿元，石化转债成交 8.293 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；川投转债成交 1.82 亿元，新钢转债成交 1.208 亿，国投转债成交 2.16 亿，其余转债成交都比较小，在 1 亿元以下，其中美丰转债的周成交额只有 172.47 万元，比较低迷。可见转债之间的成交差异比较大，流动性也大不一样，值得关注。

图3 可转债余额比较



资料来源: 根据 WIND 统计和东北证券

表2 上周可转债转股情况

代码	名称	交易日期	当日转股数量(万股)	累计转股数量(万股)	累计转股比例(%)
110078.SH	澄星转债	2011-04-07	0.0284	1241.299	29.84
113001.SH	中行转债	2011-04-08	0.5079	8.6392	0
113002.SH	工行转债	2011-04-06	0.7705	63.5398	0.01
113002.SH	工行转债	2011-04-07	0.9872	64.527	0.01
113002.SH	工行转债	2011-04-08	1.2516	65.7786	0.01
代码	名称	变动日期	变动后	本次变动	变动前
128233.SZ	塔牌转债	2011-04-08	46854.74	-5909.91	52764.65
128233.SZ	塔牌转债	2011-04-07	52764.65	-3275.53	56040.18
128233.SZ	塔牌转债	2011-04-06	56040.18	-33.55	56073.73

资料来源: 根据 WIND 统计和东北证券

工行转债于4月8日转股1.2516万股, 累计转股数量为65.7786万股, 累计转股比例为0.01%。中行转债于4月8日转股0.5079万股, 累计转股数量为8.6392万股, 累计转股比例为0.0001%。澄星转债于4月7日转股0.0284万股, 累计转股数量为1241.299万股, 累计转股比例为29.84%。唐钢转债转股7.58万元, 唐钢转债满足回售条款, 实际回售面额为0.24万元, 但本年度已无回售权。塔牌转债截止4月8日已转股16145.26万元, 余额占比74.37%, 塔牌转债很快就满足赎回条款, 赎回面值为105.00%(包含利息), 值得投资者关注, 赎回风险在逐步增加。美丰转债已转股1826.75万, 余额占比97.1896%。

二、可转债价值评价

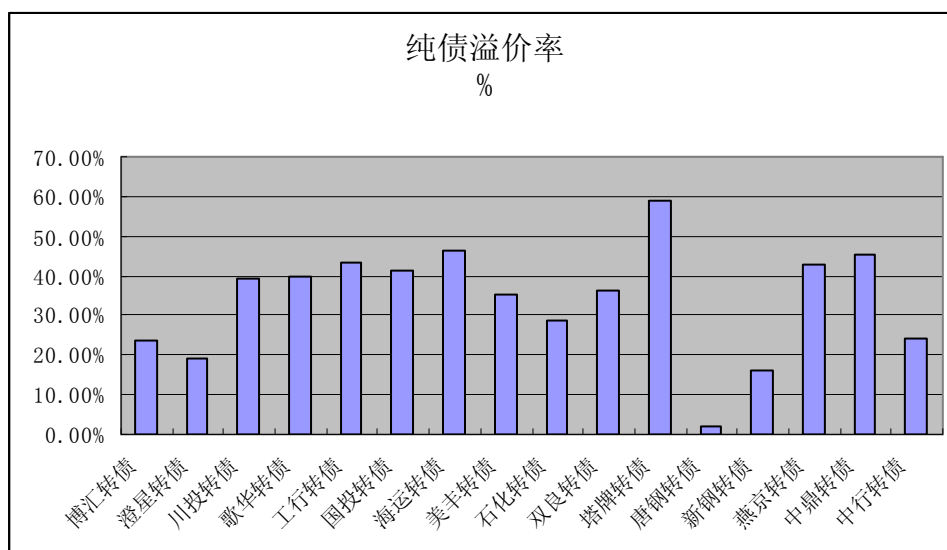
表3 可转债债券价值（4月8日）

证券简称	收盘价元	当期收益率%	纯债到期收益率%	纯债价值元	纯债溢价元	纯债溢价率%	剩余期限年
博汇转债	117.04	1.025	-1.472	94.806	22.235	23.453	3.463
澄星转债	125.4	1.834	-11.519	105.378	20.022	19.000	1.090
川投转债	120	0.417	-0.784	86.129	33.871	39.326	5.956
歌华转债	117.97	0.509	-1.211	84.315	33.655	39.916	5.638
工行转债	121.5	0.412	-1.926	84.699	36.801	43.449	5.403
国投转债	122.6	0.408	-1.176	86.783	35.817	41.271	5.806
海运转债	124.77	0.561	-3.235	85.340	39.431	46.204	4.753
美丰转债	122.03	0.656	-2.630	90.092	31.938	35.450	4.153
石化转债	109.23	0.458	0.482	84.745	24.485	28.892	5.885
双良转债	118.84	0.421	-2.932	87.085	31.755	36.464	4.074
塔牌转债	148.1	0.540	-5.784	93.163	54.937	58.969	4.386
唐钢转债	107.8	1.577	3.237	105.862	1.938	1.831	1.688
新钢转债	116.5	1.803	-1.878	100.473	16.027	15.952	2.373
燕京转债	120.488	0.415	-3.122	84.347	36.141	42.848	4.523
中鼎转债	129.12	0.620	-2.984	88.824	40.296	45.366	4.849
中行转债	108.23	0.462	0.593	87.310	20.920	23.961	5.156

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场平均纯债溢价率有所增加，由于市场上涨，转债市场债性有所增强；4月8日，转债市场平均纯债溢价率为33.9%，比前周的31.84%有所增加。目前转债市场债性相对适中，唐钢转债的债性较强，属于偏债性，其中唐钢转债的到期收益率为3.237%，债性比较强，转债价格与其债券价值较为接近，下跌空间有限，中行转债收益率也为正，为0.593%，石化转债为0.482%，这三个转债属收益率品种，在多头市场可积极配置；澄星转债、美丰转债、燕京转债、博汇转债的到期收益率为负数，债性相对比较弱，属于平衡型，而工行转债、塔牌转债、海运转债属于偏股型。可见，从到期收益率来看，唐钢转债到期收益率为正，现价买入该债均可获得正的持有期收益，而唐钢转债剩余期限在1年多左右，其债性投资吸引力可能更为突出。新钢转债的债券溢价相对比较小，可作为相对保险的低风险品种持有，但其收益率为负，在钢铁板块相对比较活跃的背景下，值得关注。博汇转债的债券溢价相对比较小，可作为相对保险的低风险品种持有，但其收益率为负，价值略为差一些，但也不容忽视，上周博汇转债表现不错，本周有望继续活跃。

图 4 可转债纯债溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

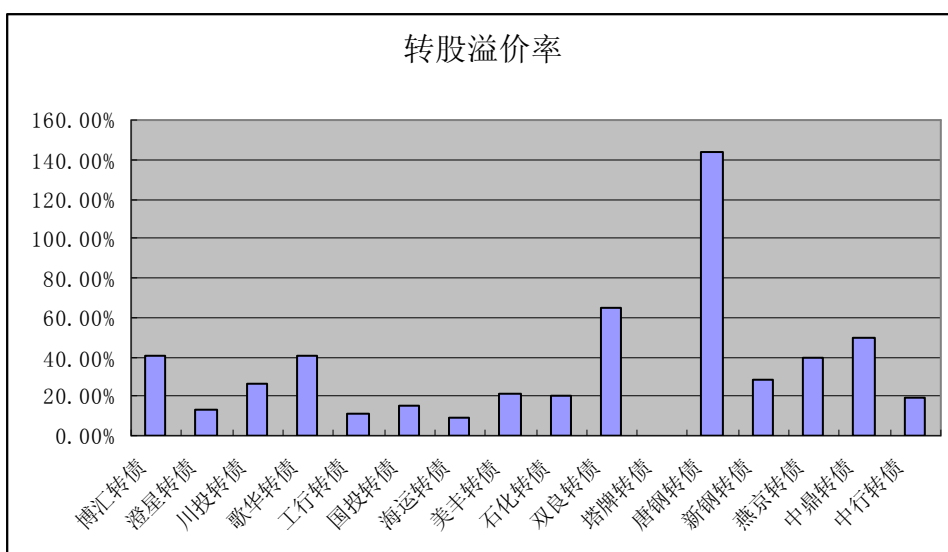
表 4 可转债转股价值评价（4 月 8 日）

证券简称	收盘价元	转股价元	转股比例	转换价值元	转股溢价元	转股溢价率	转股市盈率
博汇转债	117.04	10.34	9.67	83.08	33.96	40.88%	45.82
澄星转债	125.4	10.54	9.49	110.63	14.77	13.35%	178.61
川投转债	120	17.3	5.78	94.85	25.15	26.51%	58.84
歌华转债	117.97	15.09	6.63	84.16	33.81	40.17%	60.53
工行转债	121.5	4.15	24.10	109.64	11.86	10.82%	10.50
国投转债	122.6	7.29	13.72	106.72	15.88	14.88%	40.11
海运转债	124.77	4.58	21.83	114.19	10.58	9.26%	90.13
美丰转债	122.03	7.36	13.59	100.95	21.08	20.88%	44.62
石化转债	109.23	9.73	10.28	90.85	18.38	20.23%	13.02
双良转债	118.84	21.11	4.74	72.29	46.55	64.40%	87.87
塔牌转债	148.1	13.31	7.51	147.48	0.62	0.42%	42.85
唐钢转债	107.8	9.36	10.68	44.23	63.57	143.72%	67.27
新钢转债	116.5	8.1	12.35	90.99	25.51	28.04%	44.94
燕京转债	120.488	21.86	4.57	86.69	33.80	38.99%	41.41
中鼎转债	129.12	25.31	3.95	86.53	42.59	49.23%	56.74
中行转债	108.23	3.74	26.74	90.91	17.32	19.05%	10.38

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

鉴于转债受股票价格波动的影响比较显著，在市场震荡的大环境下，转债偏股的属性就有所增强，若转债涨幅比较小不如正股，说明投资者预期不看好后市。上周正股市场震荡上涨，转债市场平均转股溢价率为 33.8%，比前周 36.27% 有所减少，转债市场股性相对有所增强。目前工行转债、塔牌转债属于偏股型，大部分转债属于平衡型。值得注意的是，塔牌转债的赎回风险在加大，即将满足赎回条款；海运转债、塔牌转债的转股溢价率较低，是具有潜在投资价值的品种；其余转债的转股溢价率都比较高，同时债券溢价也比较高，加之收益率都为负值，这类转债不宜作为安全配置的考虑。整体来说，在目前的大环境下，上周转债市场表现为弱股性、弱债性的特点。

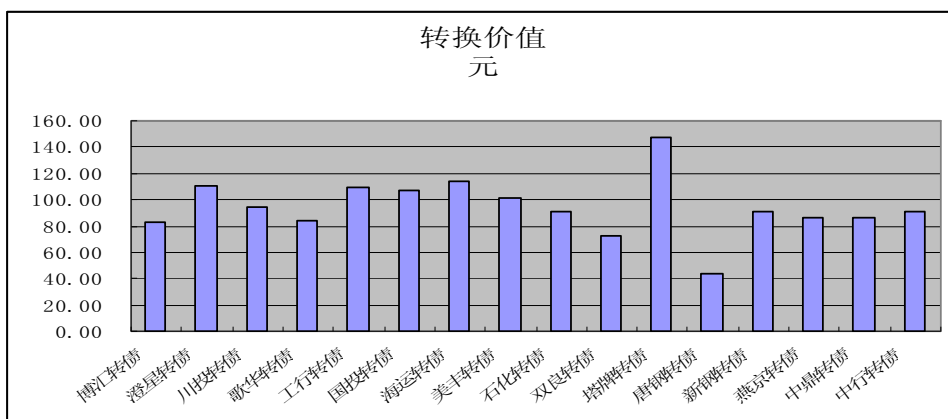
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

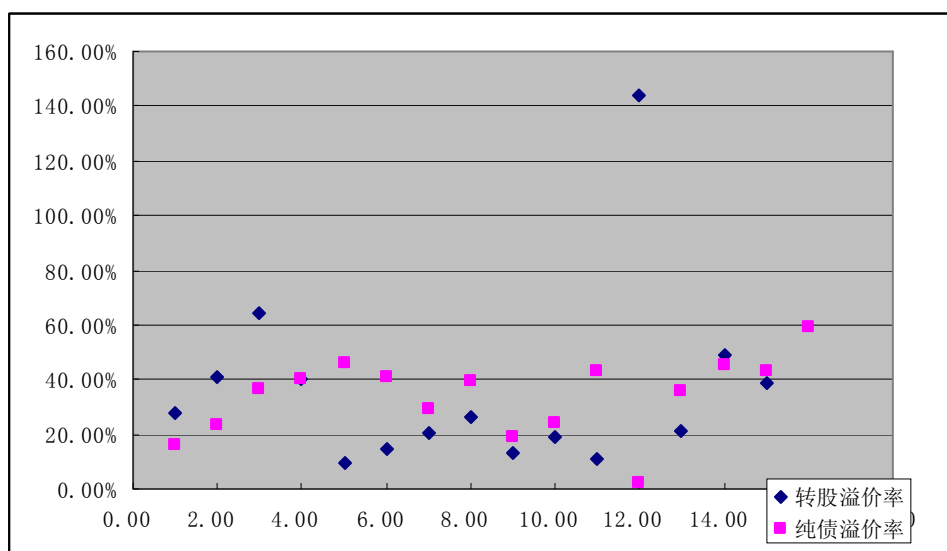
目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 17.88%，转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 23.46%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

图 6 可转债转换价值比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

图 7 可转债债性股性分析



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

值得注意的是，燕京转债即将于 2011-04-15 日进入转股期，双良转债即将于 2011-05-03 付息 0.50%，澄星转债即将于 2011-05-09 付息 2.30%。中鼎转债再 4 日收盘价低于 22.78 即符合修正条款，燕京转债再 18 日收盘价低于 18.58 即符合修正条款。唐钢转债于 2011-04-07 符合回售条款，回售面值为 100.00%(加上当年利息)。

三、可转债投资建议

央行加息隐含着货币政策已进入到紧缩的后期阶段，同时也反映了宏观经济的相对乐观。尽管欧洲债务危机还没有完全退出，经济复苏的道路仍然压力很大，风险不容忽视。我们认为，市场在加息的靴子落地后，市场有望维持强势，继续走高的可能性比较大，投资者可关注资源类、银行、房地产、化工等板块的股票。如果市场继续震荡上冲，投资者可审慎评价投资决策。目前的 A 股市场上有压力、下有支撑，维持箱体震荡是近期市场的主基调，3100 点上方压力比较大，而把握市场结构转换才是关键，在细分周期性行业挖掘个股价值重估机会，投资者可关注通胀、重组、新兴产业等主题，有业绩支撑的股票是投资者资产配置的选择，风险偏好投资者可在目前均衡格局中把握结构性投资机会。

表 5 可转债估值分析

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型	估值
新钢转债	28.04%	15.95%	平衡型	高估
博汇转债	40.88%	23.45%	平衡型	高估
双良转债	64.40%	36.46%	平衡型	高估
歌华转债	40.17%	39.92%	平衡型	高估
海运转债	9.26%	46.20%	偏股型	低估

国投转债	14.88%	41.27%	偏股型	合理
石化转债	20.23%	28.89%	平衡型	合理
川投转债	26.51%	39.33%	平衡型	高估
澄星转债	13.35%	19.00%	平衡型	合理
中行转债	19.05%	23.96%	平衡型	合理
工行转债	10.82%	43.45%	偏股型	合理
唐钢转债	143.72%	1.83%	偏债型	高估
美丰转债	20.88%	35.45%	平衡型	高估
中鼎转债	49.23%	45.37%	平衡型	高估
燕京转债	38.99%	42.85%	平衡型	高估
塔牌转债	0.42%	58.97%	偏股型	低估

资料来源：东北证券

目前转债市场高速扩容时期已经过去，伴随着川投转债的上市，转债供给压力已经减小，供求相对平衡。目前转债市场的风险属于相对比较合理水平，下跌的空间不大，转债估值相对合理，在2月份市场反弹之际，转债上涨相对比较小，使得其估值更为接近其内在价值。建议配置型投资者，可重点关注基本面相对比较好的转债，关注转债申购的价值以及新上市的可转债的配置机会如石化转债，而对交易型及短线投资者而言，可重点关注正股快速上涨的转债投资机会，把握转债的结构性投资机会，审慎评价可转债的价值，本周可关注周期性类股转债的机会如钢铁转债以及新上市的川投转债的投资机会。

表6 可转债发行预案统计

公司名称	方案进度	发行规模 (亿元)	发行期限(年)	预案公告日	股东大会 公告日
首创股份	股东大会通过	18	6	2010-3-20	2010-4-16
中海发展	董事会预案	39.5	6	2011-2-1	
恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5	2010-12-11	2010-12-30
新和成	董事会预案	7.32	5	2009-3-23	
健康元	股东大会通过	7	6	2009-7-13	2009-7-30
川投能源	证监会批准	21	6	2010-5-24	2010-6-24
赣粤高速	股东大会通过	23	6	2010-4-23	2010-5-14
嘉宝集团	股东大会通过	6	5	2010-8-12	2010-9-1
深圳机场	股东大会通过	20	6	2010-11-27	2010-12-14
巨轮股份	股东大会通过	3.5	5	2010-11-11	2010-11-27
民生银行	董事会预案	200	6	2011-2-26	

资料来源：根据 WIND 统计

本报告部分指标注释：

- (1)、转股价值=股票价格×转换比例，转换比例=100/转股价格
- (2)、转股溢价率=(转债价格-转股价值)/转股价值，套利空间=转股价值-转债价格
- (3)、溢折价比=(转债价格-理论价格)/理论价格
- (4)、债券溢价率=(转债价格-债券价值)/债券价值

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。