

审慎评价可转债的收益与风险——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2010 年 11 月 15 日

投资要点：

1、上周沪深市场处于震荡下跌状态，截至 11 月 12 日，沪深 300 指数收于 3291.83 点，周跌幅为-6.5%，创近期反弹以来的最大一轮调整。转债指数走势强于市场，反映在震荡环境下转债的抗跌性和防御性特点，中信标普转债指数收于 2920.42 点，跌幅只有-2.83%。转债市场上周成交金额为 67.94 亿元，其中工行转债的周成交额最大，为 27.23 亿元，中行转债也达到 20.01 亿元，可见转债成交相对比较活跃。

2、上周转债全线下跌，可转债平均下跌了-4.54%，而可转债正股平均下跌了-5.12%，可转债表现好于正股，反映了可转债的抗跌性。受周五市场大幅度下跌的影响，转债全线表现不好，锡业转债下跌达到-10.57%，燕京转债也下跌达到-5.69%，跌幅最小的中行转债下跌达到-1.58%。

3、从转债估值看，上周转债市场平均纯债溢价率为 44.498%，比前周的 49.28%有所减少，而转债市场平均转股溢价率为 42.24%，比前周 44.3%有所减少，转债估值结构性高估和低估，目前转债市场唐钢转债的债性较强，属于偏债性，而工行转债、铜陵转债、锡业转债属于偏股型，其余属于平衡型。

4、在量化宽松货币政策的大背景下，新兴市场股市维持上涨格局的动力仍然存在，短期的大幅度震荡基本不影响股市上行趋势，投资者可根据正股走势把握转债的结构性投资机会，但也要控制风险。

可转债价值评价（11 月 12 日）

名称	纯债溢价率	转股溢价率
新钢转债	22.54%	54.21%
博汇转债	32.09%	44.13%
双良转债	46.01%	58.13%
澄星转债	23.45%	44.55%
中行转债	28.72%	29.39%
工行转债	46.04%	11.27%
唐钢转债	5.49%	157.23%
美丰转债	44.05%	27.57%
锡业转债	64.81%	0.61%
铜陵转债	114.78%	-2.12%
燕京转债	55.85%	49.64%
塔牌转债	50.15%	32.25%

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

审慎评价可转债的收益与风险——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下跌状态，截至 11 月 12 日，沪深 300 指数收于 3291.83 点，周跌幅为-6.5%，创近期反弹以来的最大一轮调整。转债指数走势强于市场，反映在震荡环境下转债的抗跌性和防御性特点，截至 11 月 12 日，中信标普转债指数收于 2920.42 点，比前周 3005.58 点下跌 85.16 点，跌幅为-2.83%。

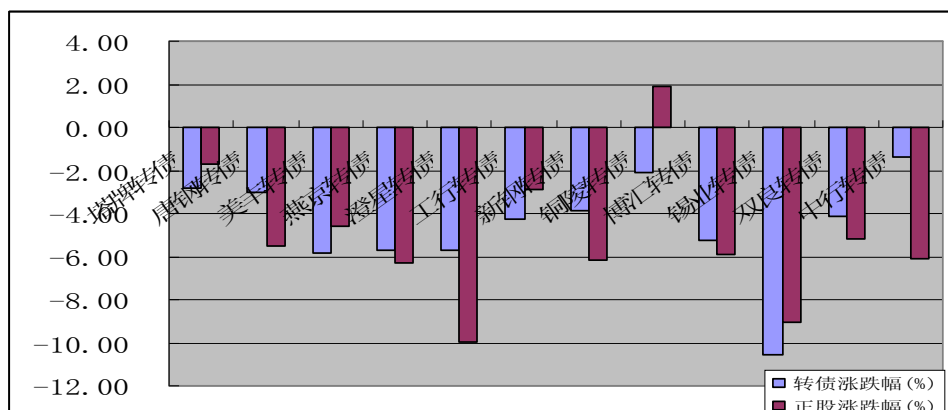
表 1：可转债市场交易情况（2010 年 11 月 8 日 - 2010 年 11 月 12 日）

名称	转债涨跌	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)
塔牌转债	-4.04	-2.80	-1.67	43,347.80	6,199.89	67,009.77
唐钢转债	-3.50	-2.99	-5.50	59,714.50	6,847.04	225,385.85
美丰转债	-8.02	-5.81	-4.58	58,031.80	7,782.61	95,197.74
燕京转债	-7.93	-5.69	-6.29	130,939.70	17,792.71	279,887.35
澄星转债	-7.84	-5.69	-9.97	12,866.00	1,746.64	192,587.88
工行转债	-5.49	-4.24	-2.90	2,157,706.00	272,338.92	496,037.56
新钢转债	-4.90	-3.84	-6.20	93,151.00	11,762.38	54,455.23
铜陵转债	-3.96	-2.08	1.88	531,600.50	100,981.04	807,265.02
博汇转债	-6.89	-5.22	-5.88	47,994.00	6,226.76	114,182.10
锡业转债	-20.44	-10.57	-9.02	229,106.30	43,654.51	618,148.85
双良转债	-5.52	-4.16	-5.19	29,839.00	3,922.67	188,194.98
中行转债	-1.58	-1.38	-6.11	1,740,732.00	200,127.41	61,579.46

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

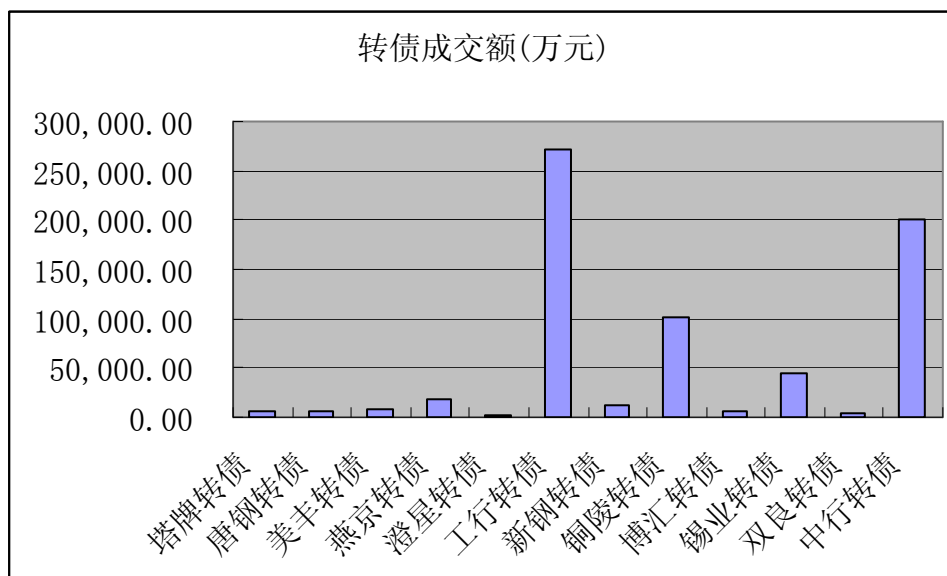
上周 A 股市场震荡下跌，转债全线下跌，可转债平均下跌了-4.54%，而可转债正股平均下跌了-5.12%，可转债表现好于正股。受周五市场大幅度下跌的影响，转债全线表现不好，锡业转债下跌达到-10.57%，燕京转债也下跌达到-5.69%，跌幅最小的中行转债下跌达到-1.58%。总体而言，上周转债表现可圈可点，反映了可转债的抗跌性。

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

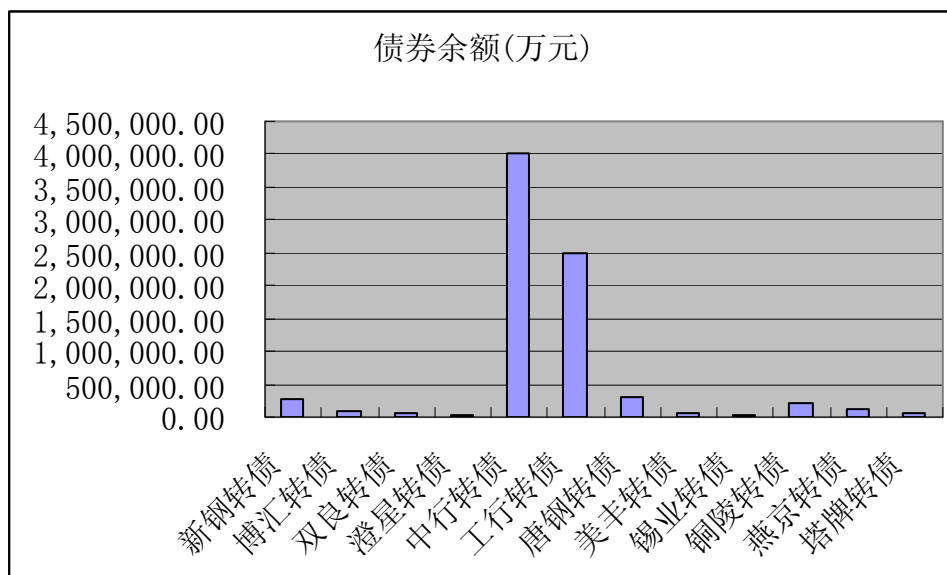
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 5135028.6 手转债，周成交金额为 67.94 亿元，较前一交易周的 45.69 亿元有所增加。其中工行转债的周成交额最大，为 27.23 亿元，中行转债达到 20.01 亿元，而澄星转债的周成交额只有 1746.64 万元。

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

名称	转股价格(元)	当日转股户数(户)	当日转股数量(万股)	累计转股数量(万股)	累计转股比例(%)	交易日期
双良转债	21.11	1	0.00	0.61	0.02	2010-11-10

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

上周双良转债已于 2010-11-04 日进入转股期，而双良转债的累计转股比例 0.02%，累计转股数量 0.61 万股。值得一提的是，中行转债即将于 2010-12-02 日进入转股期，美丰转债即将于 2010-12-02 日进入转股期。唐钢转债即将于 2010-12-13 付息 1.40%，双良转债再连续 19 日收盘价低于 17.94 即符合修正条款，澄星转债再 6 日收盘价低于 9.49 即符合修正条款。

二、可转债价值评价

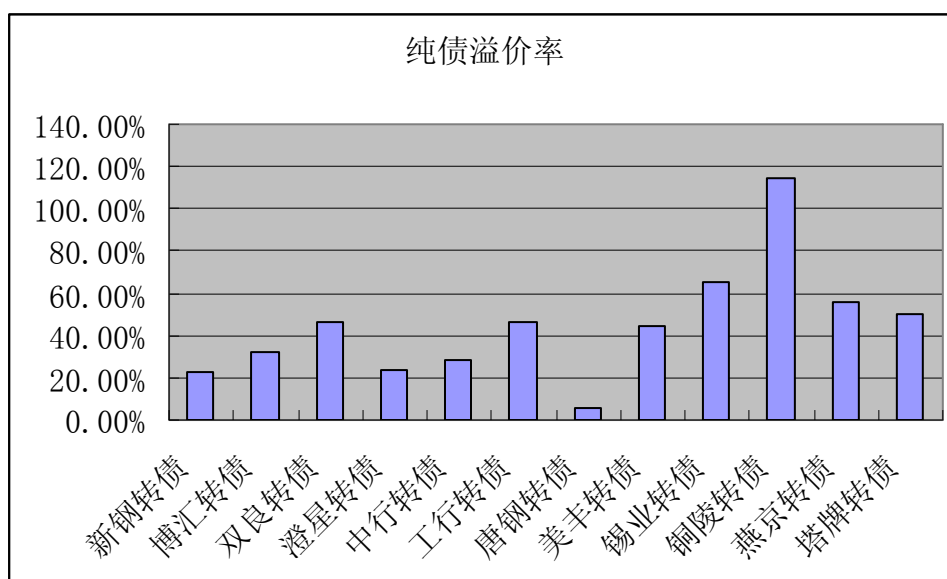
表 3 可转债债券价值（11 月 12 日）

名称	类型	最新	纯债价值	到期收益率	纯债溢价率	平价底价溢价率	债券余额(万元)
新钢转债	平衡型	122.3225	99.8207	-3.5084	0.2254	-19.49%	276000
博汇转债	平衡型	124.8656	94.5293	-3.0291	0.3209	-8.23%	97500
双良转债	平衡型	127.007	86.9841	-4.1804	0.4601	-7.47%	71985.6
澄星转债	平衡型	128.8379	104.3663	-10.8084	0.2345	-13.82%	22030.9
中行转债	平衡型	112.4967	87.3981	-0.201	0.2872	2.31%	4000000
工行转债	偏股型	123.89	84.831	-2.1455	0.4604	31.35%	2500000
唐钢转债	偏债型	112.2227	106.3872	0.6835	0.0549	-58.63%	299992.66
美丰转债	平衡型	129.6427	89.998	-3.7778	0.4405	13.23%	65000
锡业转债	偏股型	171.2498	103.9062	-26.8122	0.6481	65.48%	41414.74
铜陵转债	偏股型	185.9527	86.5776	-8.9027	1.1478	119.66%	200000
燕京转债	平衡型	131.4616	84.3506	-4.6079	0.5585	4.18%	113000
塔牌转债	平衡型	139.829	93.1248	-4.1762	0.5015	13.68%	63000

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

由于转债价格的下跌，转债市场平均纯债溢价率有所下降，转债市场债性有所增强；11 月 12 日，转债市场平均纯债溢价率为 44.498%，比前周的 49.28%有所减少。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 0.6835%，债性比较强；澄星转债、锡业转债、美丰转债、中行转债、塔牌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、铜陵转债、锡业转债属于偏股型。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 2 年左右，其债性投资吸引力可能更为突出。

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

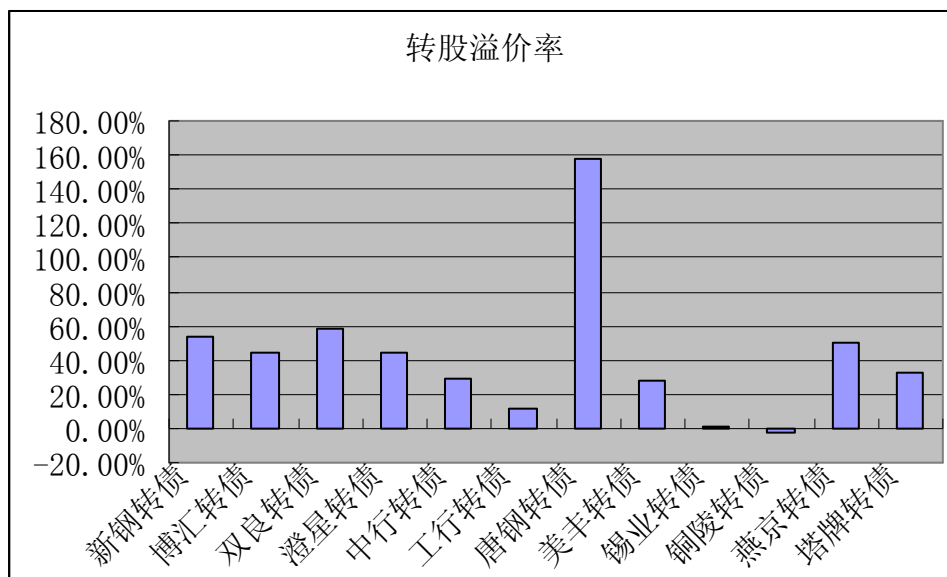
表4 可转债转股价值评价

名称	类型	最新	转股价值	转股溢价率	套利空间	平价底价溢价率	剩余期限
新钢转债	平衡型	122.32	79.63	54.21	-43.17	-19.49%	2.78
博汇转债	平衡型	124.87	86.75	44.13	-38.28	-8.23%	3.87
双良转债	平衡型	127.01	80.48	58.13	-46.79	-7.47%	4.48
澄星转债	平衡型	128.84	89.94	44.55	-40.07	-13.82%	1.49
中行转债	平衡型	112.50	87.11	29.39	-25.61	2.31%	5.56
工行转债	偏股型	123.89	111.43	11.27	-12.56	31.35%	5.81
唐钢转债	偏债型	112.22	44.12	157.23	-69.38	-58.63%	2.09
美丰转债	平衡型	129.64	101.90	27.57	-28.10	13.23%	4.56
锡业转债	偏股型	171.25	171.94	0.61	-1.06	65.48%	1.50
铜陵转债	偏股型	185.95	190.18	-2.12	4.03	119.66%	5.68
燕京转债	平衡型	131.46	87.88	49.64	-43.62	4.18%	4.93
塔牌转债	平衡型	139.83	105.86	32.25	-34.14	13.68%	4.79

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，在市场震荡上涨的大环境下，转债偏股的属性非常明显。上周正股市场震荡下跌，转债市场平均转股溢价率为 42.24%，比前周 44.3% 有所减少，转债市场股性相对较强。目前工行转债、铜陵转债、锡业转债属于偏股型，大部分转债属于平衡型。随着正股价格不断上涨以及转股价值突破提前赎回价格，澄星转债已经进入转股环节，澄星转债的转股溢价率为 44.55%。

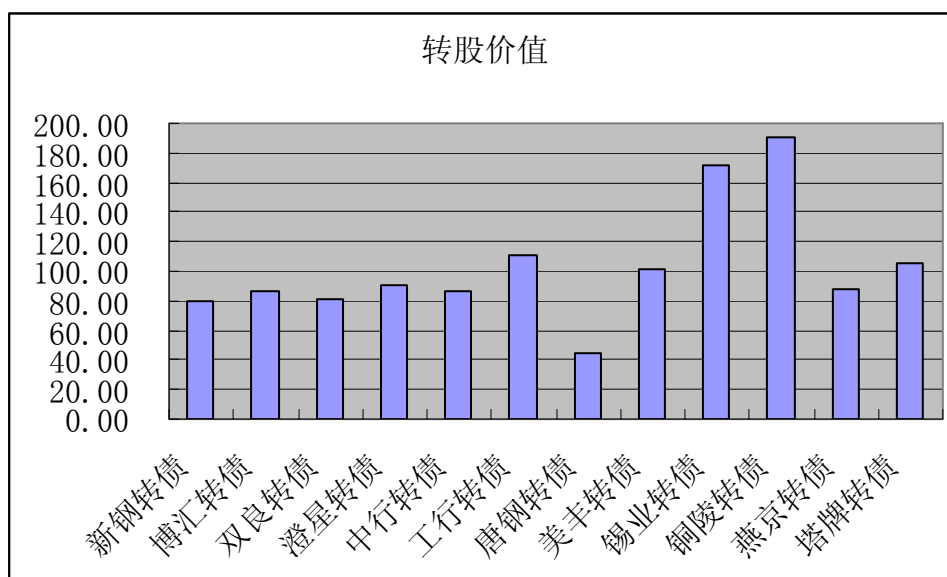
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

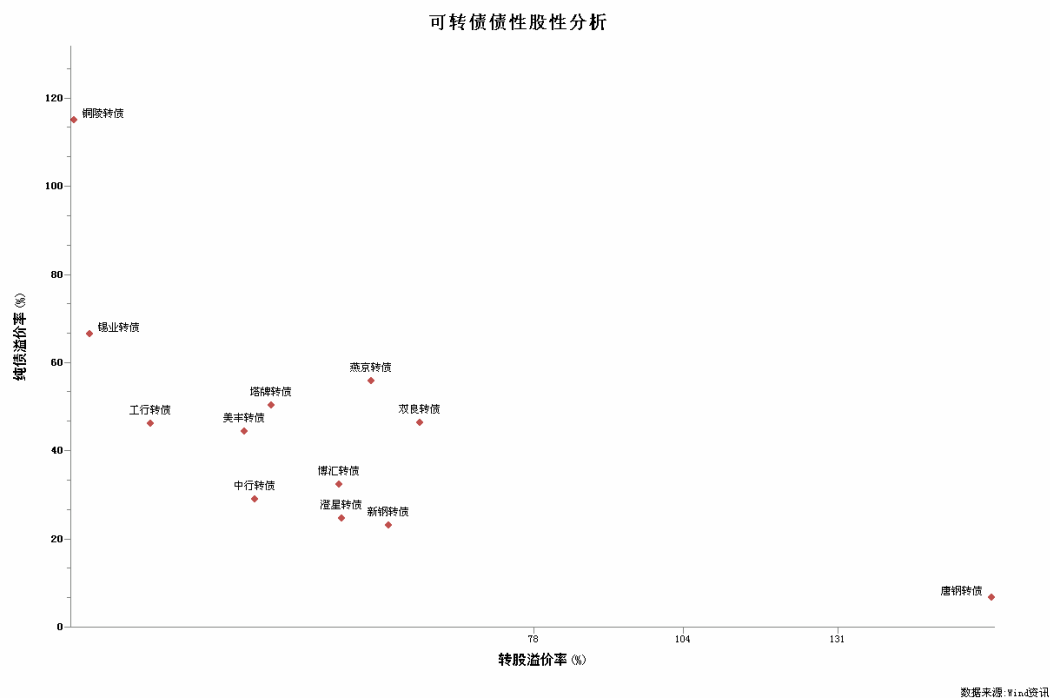
目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 29.916%，转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 41.19%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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

三、可转债投资建议

鉴于美国实施第二轮量化宽松货币政策, 美联储启动 6000 亿元定量宽松计划, 欧、英、日央行维持低利率, 这可能导致大量资金涌入新兴市场, 加之由于新兴经济体如中国、印度等存在加息预期, 激发了市场做多氛围, 进而推动股市震荡走高。在这种流动性泛滥的大环境下, 在经济复苏和通胀预期增强的背景下, 在国家“十二五”规划制定的引导下, 股市维持上涨格局的动力存在, 尽管上周震荡大幅度调整, 但短期调整不改中期上涨态势, 投资者可关注通胀、重组、以及新兴产业等主题, 有业绩支撑的股票是投资者资产配置的选择。前期的加息反映了经济向好, 在股市估值还较低时, 加息不影响股市上行趋势, 同样加息对于股市流动性的影响不显著。

在目前经济趋稳的大背景下, 股票市场处于震荡上涨状态, 全球经济也处于稳定复苏时期。目前转债市场进入了高速扩容时期, 随着正股的上扬, 转债整体表现可圈可点, 建议配置型投资者, 可重点关注基本面相对比较好的转债, 关注大盘转债申购的价值以及新上市的可转债, 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。目前转债市场的风险属于相对比较合理水平, 但估值相对较高, 投资者可把握转债的结构性投资机会, 特别是要关注未上市转债的投资价值和机会。我们估计市场可能仍震荡上涨, 投资者可把握正股走强带来的转债投资机会, 特别是周期类股票的转债机会, 审慎把握和评价可转债的价值, 在市场震荡之时, 体现了可转债的防御性和抗跌性。

表 5 可转债发行预案统计

公司名称	方案进度	发行方式	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	N/A	18.0000	6	2010-3-20	2010-4-16
歌华有线	证监会批准	N/A	16.0000	6	2010-3-20	2010-4-22
川投能源	股东大会通过	N/A	21.0000	6	2010-5-24	2010-6-24
中鼎股份	股东大会通过	优先配售, 网上、定价和网下配售	3.0000	5	2010-3-24	2010-4-13
赣粤高速	股东大会通过	N/A	23.0000	6	2010-4-23	2010-5-14
宁波海运	证监会批准	N/A	7.2000	5	2010-3-30	2010-4-21
嘉宝集团	股东大会通过	N/A	6.0000	5	2010-8-12	2010-9-1
深圳机场	股东大会通过	N/A	20.0000	6	2009-11-14	2009-12-31
巨轮股份	董事会预案	优先配售, 网上定价和网下配售	3.5000	5	2010-11-11	/
中国石化	股东大会通过	优先配售, 定向配售和网上定价	230.0000	6	2010-3-29	2010-5-19
国投电力	股东大会通过	N/A	34.0000	6	2010-5-8	2010-6-9

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。