

把握市场反弹带来的可转债投资机会——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2010 年 12 月 13 日

投资要点：

1、沪深市场上周处于震荡状态，截至 12 月 10 日，沪深 300 指数收于 3161.98 点，周涨幅为 0.12%，转债指数走势强于市场，中信标普转债指数收于 2857.56 点，涨幅为 0.34%。转债市场上周总成交金额为 43.41 亿元，较前一交易周的 35.68 亿元有所增加。其中工行转债成交额达到 11.97 亿元，中行转债的周成交额达到 14.14 亿元，刚上市的歌华转债成交 7.68 亿，可见转债有活跃迹象。

2、不考虑刚上市的歌华转债，转债 8 涨 3 跌，可转债平均上涨了 0.77%，而可转债正股平均下跌了 -0.76%，可转债表现好于正股。其中铜陵转债上涨 4.3%，塔牌转债上涨 2.18%，而燕京转债下跌达到 -1.169%，新钢转债下跌 -0.85%。刚上市的歌华转债表现与我们预期基本相符合，开盘 127 元，收盘 126.98 元，上涨 26.98%。

3、从转债估值看，上周转债市场平均纯债溢价率为 40.12%，比前周的 37.62%有所增加，而转债市场平均转股溢价率为 49.2%，比前周 43.47%有所增加，转债估值结构性高估，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、铜陵转债属于偏股型，其余大部分属于平衡型。

4、锡业转债于 12 月 14 日摘牌，由于触发提前赎回条款，锡业股份公司按 104.51 元/张的价格赎回在 2010 年 12 月 2 日收市后未转股的 56032 张锡业转债，公司共计支付赎回款 5858,918.12 元，占锡业转债发行总额 6.5 亿元的 0.86%，锡业公司总股本增至 824109447 股。锡业转债退出了交易领域，完成了历史使命。

5、上周五央行上调准备金率 0.5%，30 天内央行 3 度上调存款准备金率，反映了通货膨胀已超出了管理层的预期。但估计市场仍处于震荡时期，可转债的扩容为投资者在震荡环境下提供了投资机会，投资者可根据正股走势把握转债的结构性投资机会，留意宁波海运转债的申购机会，审慎评价可转债的价值，关注铜陵转债，歌华转债在合适的时候把握其配置机会。

可转债价值评价（12 月 10 日）

证券简称	转股溢价率(%)	纯债溢价率(%)
新钢转债	58.45%	15.93%
博汇转债	54.20%	26.66%
双良转债	53.06%	48.88%
歌华转债	40.69%	50.60%
澄星转债	62.63%	20.58%
中行转债	28.92%	27.79%
工行转债	19.14%	43.02%
唐钢转债	169.40%	4.53%
美丰转债	32.61%	38.50%
铜陵转债	-6.17%	96.65%
燕京转债	54.80%	54.51%
塔牌转债	22.68%	53.80%

东北证券金融工程研究小组

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

把握市场反弹带来的可转债投资机会——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 12 月 10 日，沪深 300 指数收于 3161.98 点，周涨幅为 0.12%。转债指数走势强于市场，反映了震荡环境下转债的抗跌性和防御性特点，截至 12 月 10 日，中信标普转债指数收于 2857.56 点，比前周 2847.99 点上涨 9.57 点，涨幅为 0.34%。

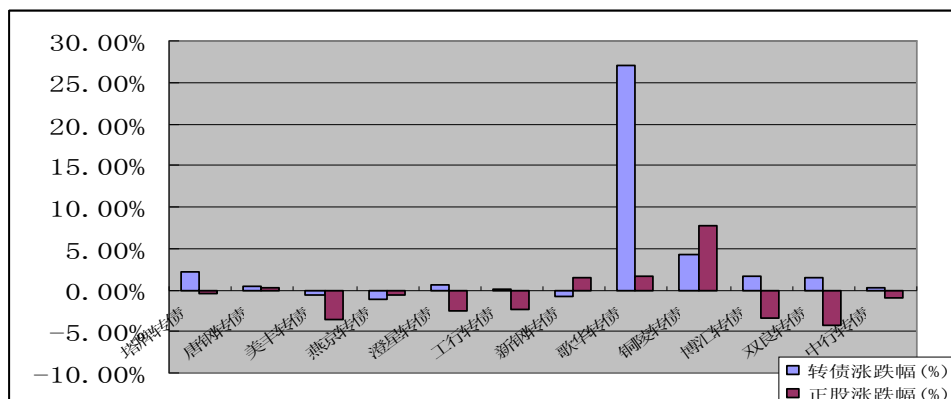
表 1：可转债市场交易情况（2010 年 12 月 6 日 - 12 月 10 日）

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)	证监会行业
塔牌转债	3.05	2.178571	-0.38511	43576.3	6212.651	38256.71	金属、非金属
唐钢转债	0.57	0.515697	0.25974	17347.9	1919.186	56758.12	金属、非金属
美丰转债	-0.68	-0.54322	-3.62622	41119.1	5110.396	17184.03	石油、化学、塑胶、塑料
燕京转债	-1.54	-1.16932	-0.64865	15187.5	1996.26	93143.5	食品、饮料
澄星转债	0.74	0.591953	-2.51196	3440	430.1016	26464.97	石油、化学、塑胶、塑料
工行转债	0.12	0.099157	-2.30947	984283	119675.4	98516.78	金融、保险业
新钢转债	-0.99	-0.84906	1.546392	116159	13522.05	12212.4	金属、非金属
歌华转债	26.98	26.98	1.565996	602571	76831.62	64456.94	传播与文化产业
铜陵转债	7.01	4.300613	7.817837	357008.1	60661.52	529322.8	金属、非金属
博汇转债	1.88	1.59701	-3.37349	36228	4296.355	20983.24	造纸、印刷
双良转债	1.85	1.45098	-4.24047	16465	2103.063	66921.53	机械、设备、仪表
中行转债	0.28	0.251685	-0.90909	1270610	141375.9	38451.78	金融、保险业

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

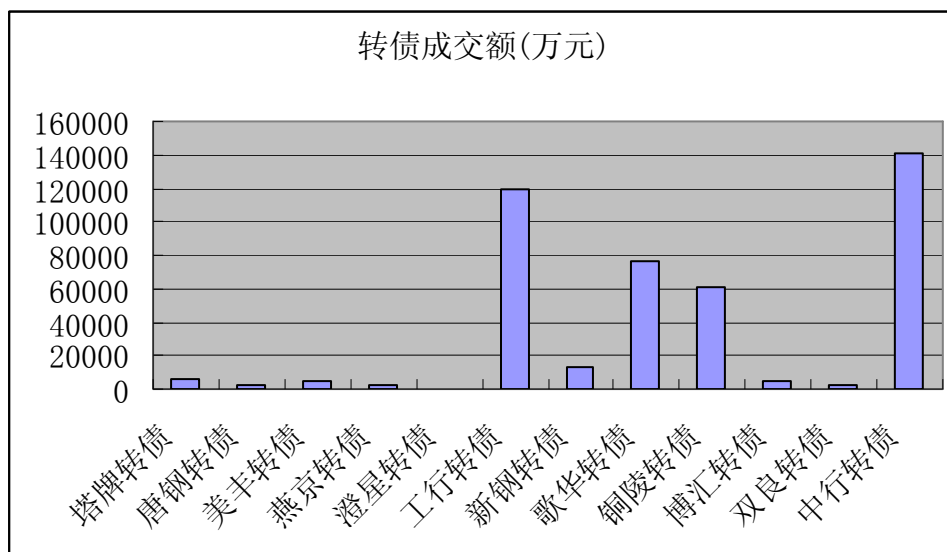
上周 A 股市场震荡小幅上涨，不考虑刚上市的歌华转债，转债 8 涨 3 跌，可转债平均上涨了 0.77%，而可转债正股平均下跌了 -0.76%，可转债表现好于正股。其中铜陵转债上涨 4.3%，塔牌转债上涨 2.18%，而燕京转债下跌达到 -1.169%，新钢转债下跌 -0.85%，下跌居于前列。刚上市的歌华转债表现与我们预期基本相符合，开盘 127 元，收盘 126.98 元，上涨 26.98%。总体而言，上周转债表现可圈可点，反映了可转债的抗跌性。

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

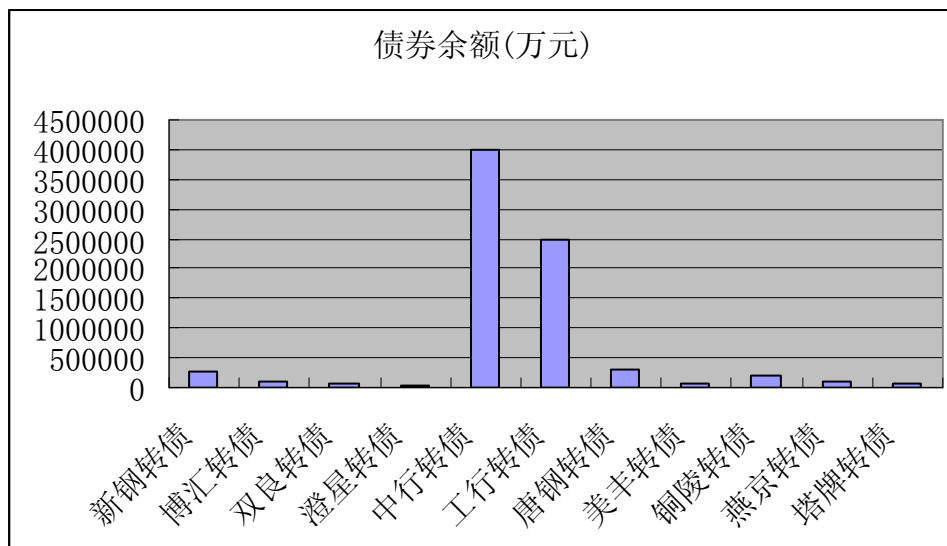
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 3503994.9 手转债，周成交金额为 43.41 亿元，较前一交易周的 35.68 亿元有所增加。其中工行转债成交额达到 11.97 亿元，中行转债的周成交额达到 14.14 亿元，刚上市的歌华转债成交 7.68 亿，而澄星转债的周成交额只有 430.1 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
中行转债	3.78	4	0.5025	1.7452	0	2010-12-06
中行转债	3.78	2	0.1587	1.9039	0	2010-12-09

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

上周中行转债的累计转股比例 0.0001%，累计转股数量 1.9039 万股。值得一提的是，美丰转债已于 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 18 日收盘价低于 17.94 即符合修正条款。燕京转债再 15 日收盘价低于 18.58 即符合修正条款，唐钢转债于 2010-12-10 符合回售条款，回售面值为 100.00%(加上当年利息)。

值得注意的是，锡业转债于 12 月 14 日摘牌，将没有“锡业转债”继续流通或交易。由于锡业公司股票自 2010 年 9 月 29 日至 2010 年 11 月 2 日连续 20 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130%(含 130%)，触发可转债的提前赎回条款。“锡业转债”自赎回日（即 2010 年 12 月 3 日）起停止交易和转股，公司按 104.51 元/张（含当期利息）的价格赎回在 2010 年 12 月 2 日收市后未转股的全部“锡业转债”。截至 2010 年 12 月 2 日，尚有 5,603,200 元的“锡业转债”未转股，本次赎回数量为 56032 张，公司共计支付赎回款 5,858,918.12 元。本次赎回的“锡业转债” 5,603,200 元，仅占“锡业转债”发行总额 6.5 亿元的 0.86%， “锡业转债”的赎回影响公司筹资活动现金流出 5,858,918.12 元，未对公司资金使用造成重大影响。受“锡业转债”转股，以及转增股本的影响，公司总股本由 2007 年 11 月 14 日的 536,856,000 股增至 824,109,447 股。

二、可转债价值评价

表 3 可转债债券价值（12 月 10 日）

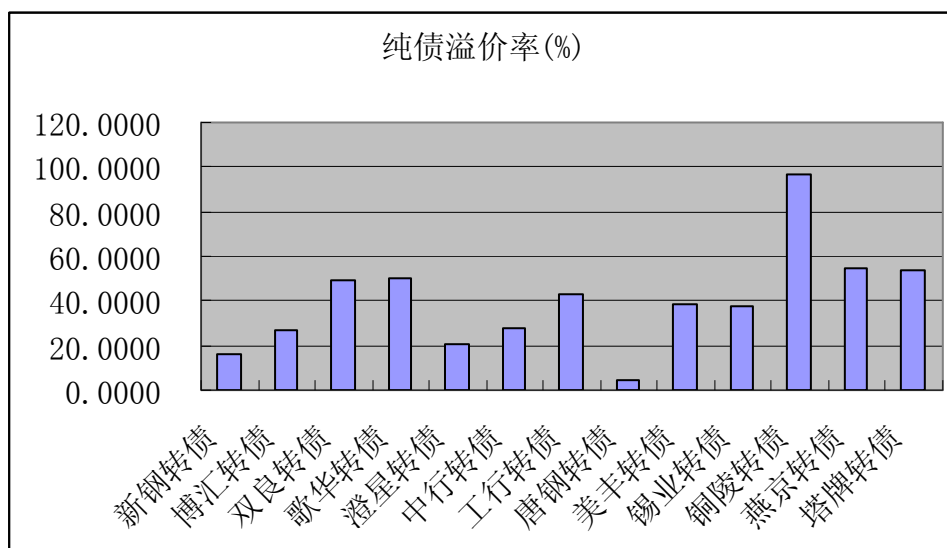
证券简称	收盘价	理论 价格	当期收 益率%	纯债到期 收益率%	纯债价值 元	纯债溢 价元	纯债溢 价率%
新钢转债	115.61	114.65	1.82	-1.36	99.73	15.89	15.93
博汇转债	119.6	112.83	1.00	-1.92	94.43	25.17	26.66
双良转债	129.35	131.36	0.39	-4.60	86.88	42.47	48.88
歌华转债	126.98	—	0.47	-2.38	84.32	42.66	50.60
澄星转债	125.75	124.5	1.83	-9.14	104.29	21.46	20.58
中行转债	111.53	113.71	0.45	-0.01	87.28	24.25	27.79
工行转债	121.14	118.53	0.41	-1.76	84.70	36.44	43.02
唐钢转债	111.1	112.75	1.26	1.81	106.29	4.81	4.53
美丰转债	124.5	125.04	0.64	-2.88	89.89	34.61	38.50
铜陵转债	170.01	181.34	0.35	-7.49	86.45	83.56	96.65
燕京转债	130.16	129.49	0.38	-4.46	84.24	45.92	54.51
塔牌转债	143.05	—	0.56	-4.68	93.01	50.04	53.80

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

由于转债价格的上升，转债市场平均纯债溢价率有所增加，转债市场债性有所减弱；12

月 10 日，转债市场平均纯债溢价率为 40.12%，比前周的 37.62% 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 1.81%，债性比较强；澄星转债、美丰转债、燕京转债、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。

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

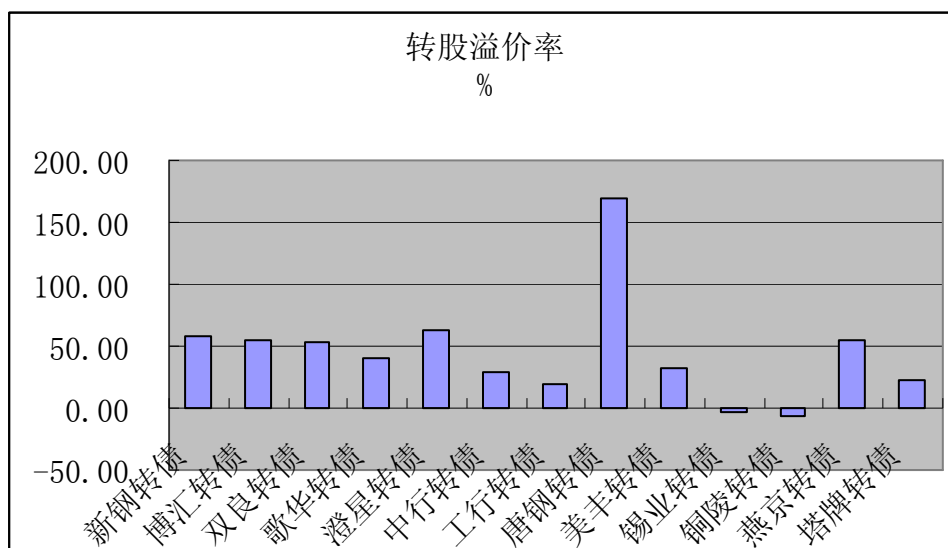
表 4 可转债转股价值评价

证券简称	收盘价 元	理论价格	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
新钢转债	115.61	114.65	8.1	12.35	72.96	42.65	58.45	44.59
博汇转债	119.6	112.83	10.34	9.67	77.56	42.04	54.20	46.83
双良转债	129.35	131.36	21.11	4.74	84.51	44.84	53.06	211.84
歌华转债	126.98	—	15.09	6.63	90.26	36.72	40.69	65.15
澄星转债	125.75	124.5	10.54	9.49	77.32	48.43	62.63	159.69
中行转债	111.53	113.71	3.78	26.46	86.51	25.02	28.92	13.60
工行转债	121.14	118.53	4.16	24.04	101.68	19.46	19.14	13.26
唐钢转债	111.1	112.75	9.36	10.68	41.24	69.86	169.40	69.33
美丰转债	124.5	125.04	7.36	13.59	93.89	30.61	32.61	57.99
锡业转债	143	147.4	21.35	4.68	147.40	-4.40	-2.98	86.69
铜陵转债	170.01	181.34	15.68	6.38	181.19	-11.18	-6.17	57.95
燕京转债	130.16	129.49	21.86	4.57	84.08	46.08	54.80	48.40
塔牌转债	143.05	—	13.31	7.51	116.60	26.45	22.68	41.39

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。上周正股市场震荡反弹，转债市场平均转股溢价率为 49.2%，比前周 43.47% 有所增加，转债市场股性相对比较强。目前工行转债、铜陵转债属于偏股型，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 62.63%，美丰转债已于 2010-12-02 日进入转股期，值得关注。

图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

表 5 可转债修正条款比较

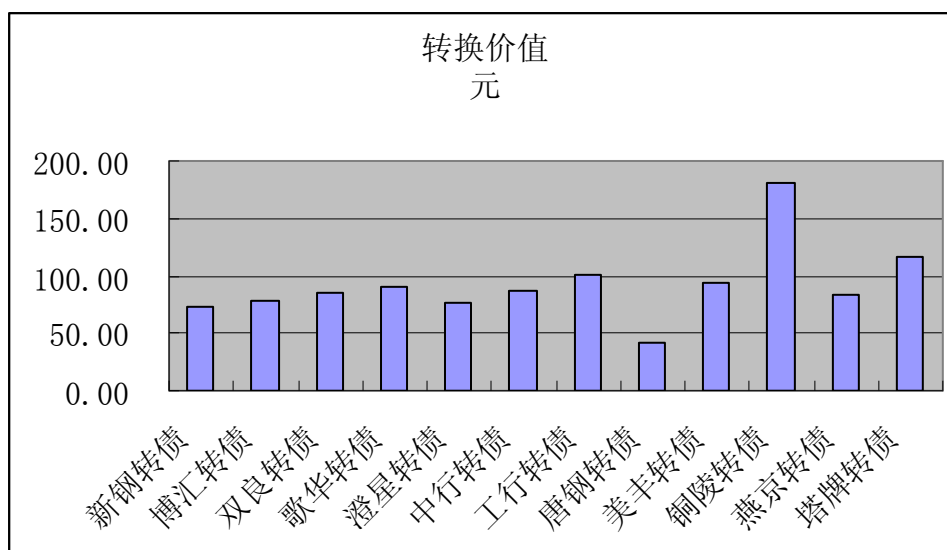
证券简称	收盘价元	理论价格	股票价格	转股价格	转股价值	修正价格	赎回价格	回售价格
新钢转债	115.61	114.65	5.91	8.1	72.96	—	10.53	—
博汇转债	119.6	112.83	8.02	10.34	77.56	—	13.44	—
双良转债	129.35	131.36	17.84	21.11	84.51	17.94	27.44	14.78
歌华转债	126.98	—	13.62	—	—	—	—	—
澄星转债	125.75	124.5	8.15	10.54	77.32	—	13.7	7.38
中行转债	111.53	113.71	3.27	3.78	86.51	3.02	4.91	—
工行转债	121.14	118.53	4.23	4.16	101.68	3.33	—	—
唐钢转债	111.1	112.75	3.86	9.36	41.24	—	12.17	6.55
美丰转债	124.5	125.04	6.91	7.36	93.89	6.26	9.57	—
锡业转债	143	147.4	31.47	21.35	147.4	—	27.76	14.95
铜陵转债	170.01	181.34	28.41	15.68	181.19	14.11	—	10.98
燕京转债	130.16	129.49	18.38	21.86	84.08	18.58	—	—
塔牌转债	143.05	—	15.52	13.31	116.6	11.31	—	—

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 19.14%，转换价值在 90 元左右的转债转股溢价

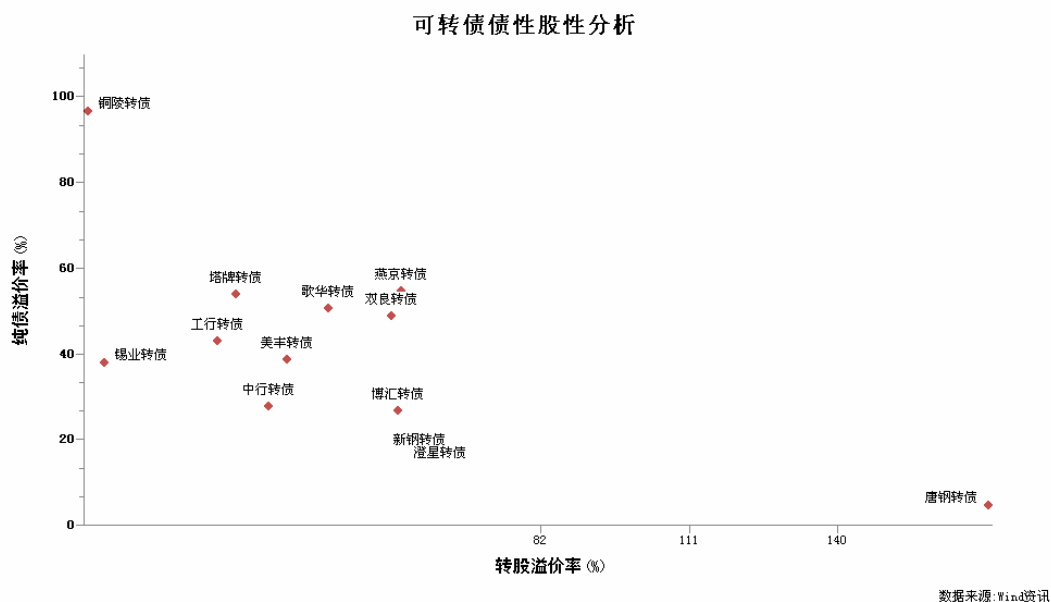
率平均为 33.67%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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

上周五央行上调准备金率 0.5%，30 天内央行 3 度上调存款准备金率，这反映了通货膨胀已超出了管理层的预期。11 月 CPI 同比上涨 5.1%，人民币贷款增加 5640 亿元，这些都表明中国经济复苏的态势不错，

但通胀加重的迹象仍然不减。由于国内货币政策转变为稳健的货币政策，可以说目前处于紧缩周期，导致市场比较犹豫。但估计市场仍处于震荡时期，不排除会震荡上涨，投资者可关注通胀、重组、以及新兴产业等主题，战略新兴产业等中小市值板块可能成为市场的主流热点。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是大方向，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，可把握宁波海运转债的申购机会。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，如铜陵转债值得关注，歌华转债在合适的时候把握其配置机会。

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	2010-03-20	2010-04-16
新和成	董事会预案	7.32	5	2009-03-23	
健康元	股东大会通过	7	6	2009-07-13	2009-07-30
川投能源	股东大会通过	21	6	2010-05-24	2010-06-24
中鼎股份	股东大会通过	3	5	2010-03-24	2010-04-13
赣粤高速	股东大会通过	23	6	2010-04-23	2010-05-14
宁波海运	证监会批准	7.2	5	2010-03-30	2010-04-21
嘉宝集团	股东大会通过	6	5	2010-08-12	2010-09-01
深圳机场	董事会预案	20	6	2010-11-27	
巨轮股份	股东大会通过	3.5	5	2010-11-11	2010-11-27
中国石化	股东大会通过	230	6	2010-03-29	2010-05-19
国投电力	股东大会通过	34	6	2010-05-08	2010-06-09

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。