

转债探底企稳，估值处于低位——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011年8月15日

投资要点：

1、最近两周沪深市场受欧债危机以及美国信用评级下调的影响，大幅度波动，截至8月12日，沪深300指数收于2875.36点，周跌幅为-0.76%。转债指数走势相对强于市场，正股下跌而转债探底反弹，截至8月12日，中信标普转债指数收于2671.28点，涨幅为1.39%，连续四周的转债阴线后终于反弹。转债市场成交相对有所活跃，上周成交金额为53.316亿元，较前一交易周的26.45亿元有所增加，其中工行转债达到11.759亿元，中行转债为12.286亿元，石化转债为5.969亿元，刚上市的深机转债成交10.907亿，中海转债成交7.315亿，其他转债成交都几乎在1亿元以下，中鼎转债周成交额只有可怜的540.4万元，比较低迷。上周转债呈现价升量增的态势，转债探底回升，每个转债平均成交2.96亿。

2、上周可转债表现可圈可点，转债14涨4跌，可转债平均上涨了1.0%，而可转债正股平均下跌了-2.4%，可转债上涨而正股下跌。刚上市的中海转债、深机转债分别上涨了4.01%、3.07%，在市场低迷时可转债上市定价都比较低，转股溢价率在15%-25%左右，上市开盘价只有103-104元左右，比我们预期的低。上周燕京转债上涨了2.52%，歌华转债上涨了1.92%，但其正股却下跌了-5.44%。海运转债、澄星转债下跌幅度最大，分别下跌了-1.61%、-1.06%，而澄星转债正股却上涨了0.28%。截止上周末，转债平均价格只有109.8元。

3、截止8月12日转债市场平均纯债溢价率为23.6%，比前周的21.72%有所增加，债性减弱，平均转股溢价率为41.33%，比前周转股溢价率39.48%相对有所增加。其中工行转债属于偏股型，具有潜在投资价值，属于低风险高回报品种，唐钢转债属于偏债性，大部分转债属于平衡性。由于转债市场大幅度下跌，导致多只转债的到期收益率由负变正，如中鼎转债为0.37%，新钢转债为0.11%，川投转债为1.62%，博汇转债为0.96%等。值得注意的是，唐钢转债、博汇转债、川投转债、石化转债、中行转债及歌华转债、中鼎转债、新钢转债等转债转股价值低于其债券价值。上周转债整体上呈弱股性、弱债性特点，目前系统性投资机会比较少，但长期结构性隐含投资机会显现。

4、欧美经济体的债务问题还没有完全解决，仍存在高度不确定性，7月CPI涨幅再创新高，不排除央行可能加息或上调存款准备金率。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在，一旦市场反弹，以大消费、新兴产业为代表的成长股可作为考虑的重点。转债市场目前尽管缺乏系统性投资机会，但长期战略布局机会显现，投资者可重点关注。

可转债价值评价（8月12日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	33.71%	9.93%	平衡型
博汇转债	57.33%	13.41%	偏债型
双良转债	88.54%	26.51%	偏债型
歌华转债	64.20%	24.06%	偏债型
海运转债	17.84%	35.57%	平衡型
国投转债	25.44%	27.14%	平衡型
石化转债	38.22%	21.56%	平衡型
川投转债	42.12%	21.72%	平衡型
中海转债	23.96%	28.06%	平衡型
澄星转债	16.67%	12.52%	平衡型
中行转债	23.84%	18.17%	平衡型
工行转债	10.28%	35.57%	偏股型
深机转债	15.94%	26.36%	平衡型
唐钢转债	141.69%	3.06%	偏债型
美丰转债	23.09%	30.50%	平衡型
中鼎转债	63.46%	23.54%	偏债型
燕京转债	38.79%	34.52%	平衡型
巨轮转2	18.86%	32.64%	平衡型

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

转债探底企稳，估值处于低位—可转债周报

一、上周可转债市场回顾

上周沪深市场受欧债危机以及美国信用评级下调的影响，大幅度波动，处于震荡下跌状态，截至 2011 年 8 月 12 日，沪深 300 指数收于 2875.36 点，跌幅为-0.76%。转债指数走势相对强于市场，正股下跌而转债探底反弹，截至 8 月 12 日，中信标普转债指数收于 2671.28 点，比前周 2634.63 点上涨 36.65 点，涨幅为 1.39%。连续四周的转债阴线后终于反弹，这是否隐含着市场短线触底呢？

表 1：可转债市场交易情况（2011 年 8 月 8 日 - 8 月 12 日）

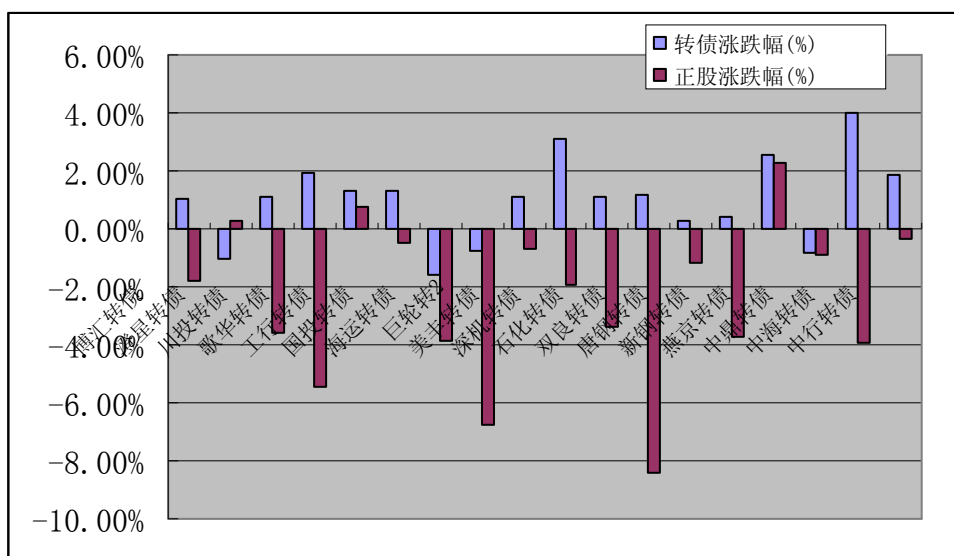
名称	收盘价 元	转债涨跌幅 (%)	正股涨跌幅 (%)	转债成交量 (手)	转债成交额 (万元)
博汇转债	108.1	1.03%	-1.81%	10365	1111.0
澄星转债	117.11	-1.06%	0.28%	8630	1007.0
川投转债	104.9	1.11%	-3.56%	95493	9962.1
歌华转债	104.72	1.92%	-5.44%	91934	9515.7
工行转债	115	1.33%	0.73%	1032673	117595.2
国投转债	110.43	1.31%	-0.47%	88601	9592.7
海运转债	116.02	-1.61%	-3.87%	6480	746.1
巨轮转 2	113.13	-0.77%	-6.78%	44147.9	4962.4
美丰转债	116.99	1.07%	-0.72%	10717.6	1225.0
深机转债	105.08	3.07%	-1.91%	1054419	109073.5
石化转债	103.09	1.12%	-3.37%	582276	59692.7
双良转债	109.99	1.15%	-8.45%	9970	1084.0
唐钢转债	109.999	0.31%	-1.16%	31956.4	3503.4
新钢转债	111.26	0.41%	-3.74%	41316	4565.5
燕京转债	113.8	2.52%	2.30%	26457.8	2966.4
中鼎转债	110	-0.81%	-0.90%	4910.2	540.4
中海转债	104.01	4.01%	-3.95%	706458	73149.8
中行转债	102.8	1.87%	-0.33%	1208681	122868.3

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

上周 A 股市场震荡下跌，上市的两个转债涨幅都比较小，可转债 14 涨 4 跌，可转债平均上涨了 1.0%，而可转债正股平均下跌了-2.4%，可转债上涨而正股下跌，可转债表现尚可。如果不考虑刚上市的中海转债、深机转债，可转债平均上涨 0.68%，而可转债正股却下跌了 2.33%。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上周可转债整体表现尚可，正股下跌而可转债上涨，这隐含着可转债可能探明了底部，相对来说，刚上市的中海转债、深机转债分别上涨了 4.01%、3.07%，在市场低迷时可转债上市定价都比较低，燕京转债上涨了 2.52%，歌华转债上涨了 1.92%，但其正股却下跌了-5.44%。海运转债、澄星转债下跌幅度最大，分别下跌了-1.61%、-1.06%，而澄星转债正股却上涨了 0.28%，值得思考，主要原因在于转债估值下移幅度比较大。近期由于正股市场大幅度波动下降，导致转债市场也下跌，估值重心下移，截止上周末，转债平均价格只有 109.8 元，债性比较强的转债受正股影响不大，部分股性比较强的转债，受正股下跌影响的而

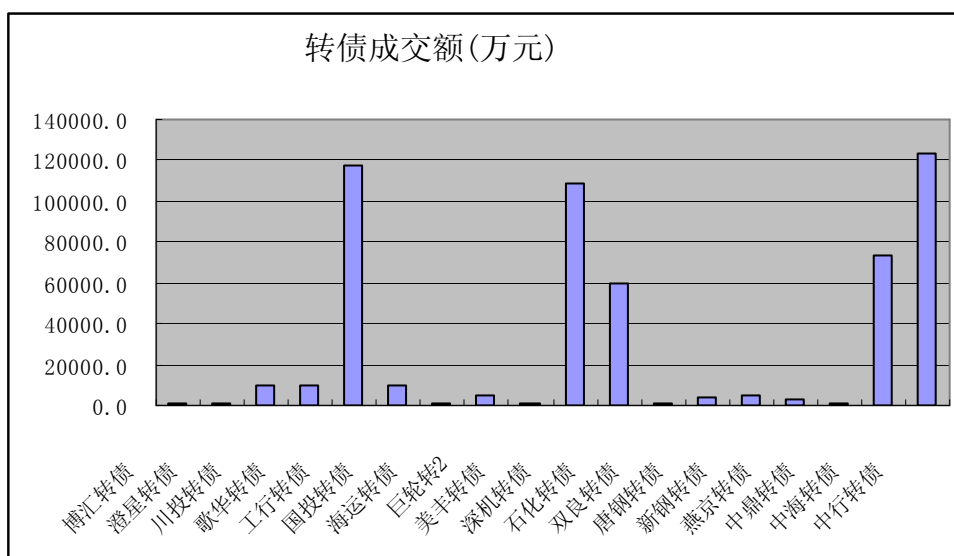
下跌幅度比较大。但总体来说在震荡市场环境下转债相对比较抗跌，对大资金来说是一个比较好的配置机会，从长期看转债有一定的投资价值，但在市场大幅度下跌之际转债表现可能和正股一样难以如意，如果市场反弹，转债的投资价值值得期待。上周转债表现可以，但仍值得关注，在大幅度下跌之后，我们看好后期转债的表现。其中，新钢、国投、川投、工行、海运等转债与其标的股票的联动性比较强，其余转债的5日联动性相对比较弱。换手率方面，转债市场整体交易较上周活跃，原因在于新上市转债相对比较活跃，参与者较为积极，加之转债基本探明底部，在反弹环境下交易也比较活跃，显示市场交易者谨慎，参与意愿和动力在逐步增强。

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

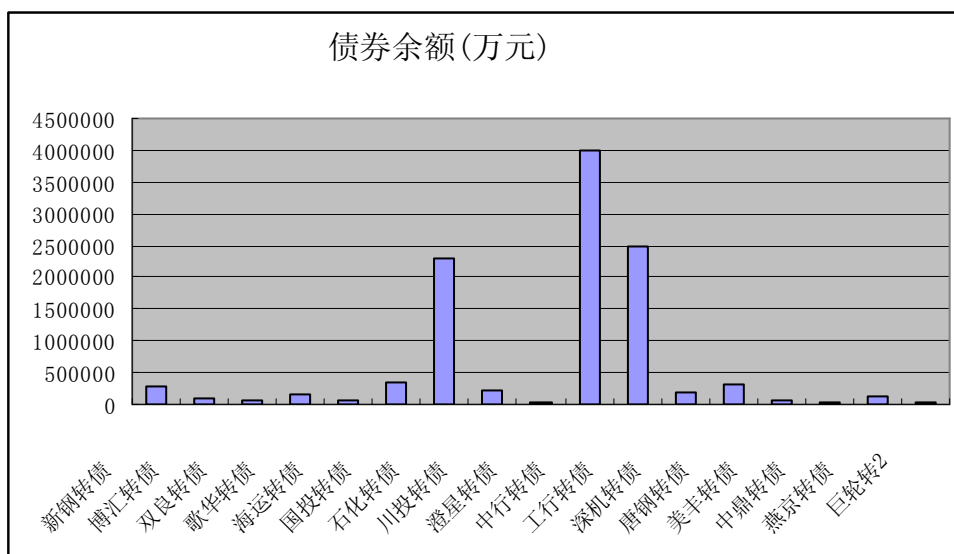
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 5055486 手转债，周成交金额为 53.316 亿元，较前一交易周的 26.45 亿元有所增加，可以说转债探底企稳，反弹的环境下成交放大也就很容易理解了，从成交量看，处于市场成交量第一梯队的转债有中行转债、工行转债、石化转债等发行规模较大的转债，而川投转债、国投转债、唐钢转债等处于第二梯队。其中工行转债成交额达到 11.759 亿元，中行转债的周成交额达到 12.286 亿元，石化转债成交 5.969 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；刚上市的深机转债成交 10.907 亿，中海转债成交 7.315 亿，其他转债成交都相对比较小，几乎在 1 亿元以下，相对来说，川投转债成交 9962.08 万元，国投转债成交 9592.7 万元，而其中鼎转债周成交额只有可怜的 540.4 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。上周转债呈现价升量增的态势，转债探底回升，转债平均成交 2.96 亿。

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	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
113002.SH	工行转债	3.97	3	0.302	98.837	0.02	2011-8-12

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

工行转债于 8 月 12 日转股 0.302 万股，累计转股数量为 98.837 万股，累计转股比例为 0.02%。中行转债上周没有转股情况。澄星转债于 7 月 27 日转股 0.5318 万股，累计转股数量为 1241.953 万股，累计转股比例为 29.85%，上周没有。新钢转债于 7 月 1 日转股 0.0124 万股，累计转股数量为 0.1224 万股，累计转股比例为 0.0001%，上周没有。博汇转债余额为 97500 万元，双良转债余额为 71987 万元，歌华转债 7 月 22 日转股 0.0133 万股，累计转股数量 0.4438 万股，累计转股比例为 0.0001%，上周没有。美丰转债上周转股 0.13 万元，余额为 63172.69 万元，燕京转债已转股 0.35 万元，余额为 112999.65 万元，海运转债 8 月 4 日转股数量为 0.022 万股，累计转股数量为 2.5318 万股，累计转股比例为 0.02%，余额为 71985.6 万元，上周没有。值得注意的是，中鼎转债即将于 2011-08-11 日进入转股期；国投转债已于 2011-07-25 日进入转股期。

二、可转债价值评价

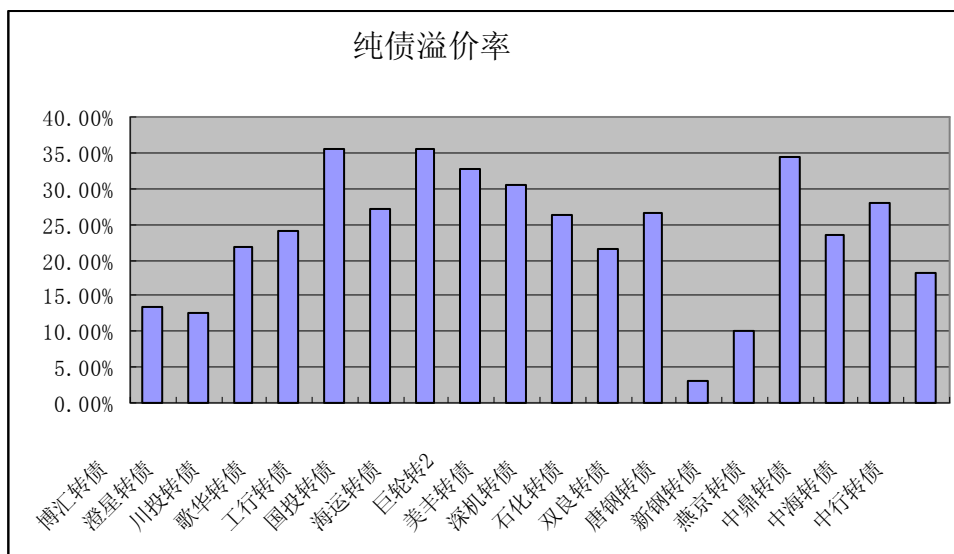
表3 可转债债券价值（8月12日）

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	108.1	1.11%	0.96%	95.32	12.78	13.41%	3.12
澄星转债	117.11	2.31%	-10.63%	104.08	13.03	12.52%	0.75
川投转债	104.9	0.48%	1.62%	86.18	18.72	21.72%	5.61
歌华转债	104.72	0.57%	1.01%	84.41	20.31	24.06%	5.29
工行转债	115	0.43%	-0.97%	84.83	30.17	35.57%	5.06
国投转债	110.43	0.45%	0.69%	86.85	23.58	27.14%	5.46
海运转债	116.02	0.60%	-1.85%	85.58	30.44	35.57%	4.41
巨轮转2	113.13	0.71%	-0.65%	85.29	27.84	32.64%	4.94
美丰转债	116.99	0.85%	-1.94%	89.65	27.34	30.50%	3.81
深机转债	105.08	0.57%	1.15%	83.16	21.92	26.36%	5.93
石化转债	103.09	0.49%	1.59%	84.81	18.28	21.56%	5.54
双良转债	109.99	0.73%	-1.26%	86.94	23.05	26.51%	3.73
唐钢转债	109.999	1.55%	2.52%	106.73	3.26	3.06%	1.34
新钢转债	111.26	1.89%	0.11%	101.21	10.05	9.93%	2.03
燕京转债	113.8	0.44%	-2.03%	84.60	29.20	34.52%	4.18
中鼎转债	110	0.73%	0.37%	89.04	20.96	23.54%	4.50
中海转债	104.01	0.48%	0.96%	81.22	22.79	28.06%	5.98
中行转债	102.8	0.78%	1.64%	86.99	15.81	18.17%	4.81

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，由于市场震荡，转债市场债性减弱；8月12日，转债市场平均纯债溢价率为23.6%，比前周的21.72%有所增加，债性减弱。目前转债市场债性相对适中，由于转债市场大幅度下跌，导致诸多转债的到期收益率成为正值，其中唐钢转债的债性较强，属于偏债性，唐钢转债的到期收益率为2.52%，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1.64%，中鼎转债为0.37%，新钢转债为0.11%，国投转债为0.69%，歌华转债为1.01%，川投转债为1.62%，博汇转债为0.96%，石化转债为1.59%，刚上市的中海转债为0.96%，深机转债1.15%，这些转债属收益率品种，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、国投转债、海运转债属于偏股型。可见，从到期收益率来看，中行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，而中行转债剩余期限在4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。唐钢转债、博汇转债、川投转债、石化转债、中行转债及歌华转债、中鼎转债、新钢转债等转债低于其债券价值，澄星转债的收益率水平最低，但债券价格与价值较为接近，下跌空间有限，不建议作为多头配置。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。新钢等转债的债券溢价低于10%，价格接近债券价值，下跌空间有限，属于低风险投资品种。

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

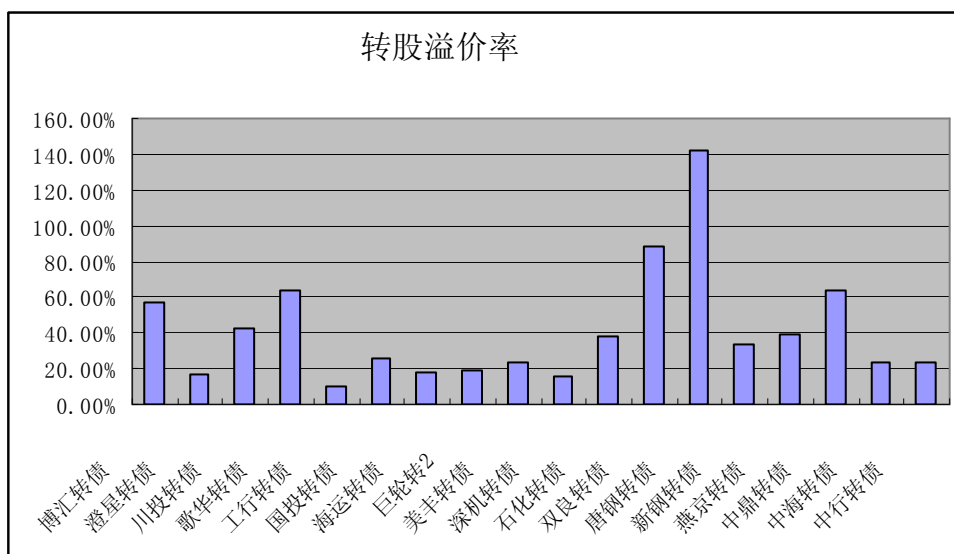
表4 可转债转股价值评价 (8月12日)

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	108.1	10.29	9.72	68.71	39.39	57.33%	95.32
澄星转债	117.11	10.53	9.50	100.38	16.73	16.67%	248.62
川投转债	104.9	17.26	5.79	73.81	31.09	42.12%	217.36
歌华转债	104.72	14.99	6.67	63.78	40.94	64.20%	519.79
工行转债	115	3.97	25.19	104.28	10.72	10.28%	30.44
国投转债	110.43	7.27	13.76	88.03	22.40	25.44%	131.61
海运转债	116.02	4.54	22.03	98.46	17.56	17.84%	90.19
巨轮转2	113.13	8.09	12.36	95.18	17.95	18.86%	114.40
美丰转债	116.99	7.26	13.77	95.04	21.95	23.09%	41.05
深机转债	105.08	5.66	17.67	90.64	14.44	15.94%	28.57
石化转债	103.09	9.6	10.42	74.58	28.51	38.22%	41.93
双良转债	109.99	20.81	4.81	58.34	51.65	88.54%	268.33
唐钢转债	109.999	9.36	10.68	45.51	64.49	141.69%	171.60
新钢转债	111.26	8.04	12.44	83.21	28.05	33.71%	89.45
燕京转债	113.8	21.66	4.62	81.99	31.81	38.79%	800.30
中鼎转债	110	18.04	5.54	67.29	42.71	63.46%	93.16
中海转债	104.01	8.7	11.49	83.91	20.10	23.96%	80.65
中行转债	102.8	3.59	27.86	83.01	19.79	23.84%	30.75

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,在市场震荡下跌的大环境下,转债偏股的属性就有所减弱,若转债涨幅比较小不如正股,说明投资者预期不看好后市。上周正股市场震荡下跌,转债市场平均转股溢价率为 41.33%,比前周转股溢价率 39.48% 相对有所增加,转债市场股性相对有所增强。目前工行转债、海运转债、国投转债属于偏股型,其中工行转债的转股溢价率最低,为 10.28%,与标的股票有较强联动性,属于低风险高报酬品种,海运转债、国投转债的转股溢价率较低,是具有潜在投资价值的品种;大部分转债属于平衡型,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。但投资者可关注正股快速上涨的转债短期投资机会,但风险比较大。整体来说,在目前震荡的大环境下,上周转债市场表现为弱股性、弱债性的特点,缺乏系统性的投资机会,风险不容忽视。

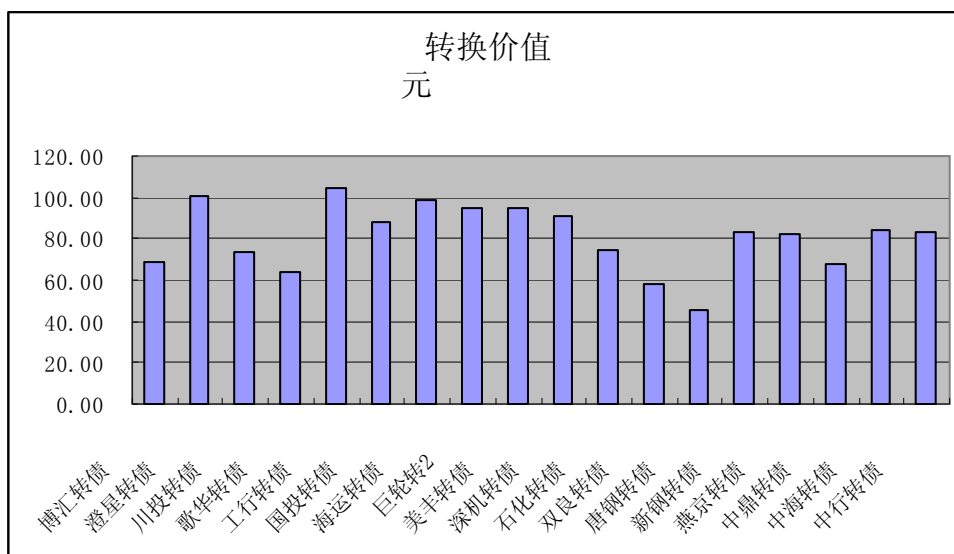
图 5 转股溢价率比较



资料来源:根据 WIND 统计和东北证券

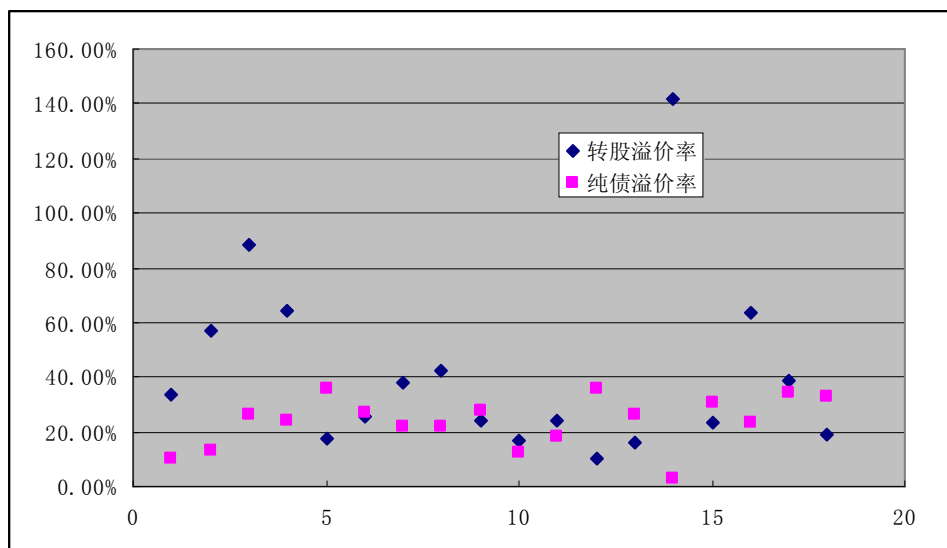
目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 14.93%,转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 30.075%。如果转债估值下降,则债性增强,股性减弱。

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

三、可转债投资建议

近两周受欧洲债务危机和美国债务违约风险的影响，全球股市均出现大幅波动，A股市场也不列外。值得注意的是，欧美经济体的债务问题还没有完全解决，仍存在高度不确定性，当前全球经济缺乏新的经济增长引擎，市场对全球经济的二次探底担忧。但国内A股走势主要取决于国内宏观经济及企业盈利的影响，7月CPI涨幅再创新高，不排除央行可能加息或上调存款准备金率，但从中期看，通胀有望逐步回落、紧缩政策接近阶段性尾声可能是主基调，A股市场有望反弹和估值修复。若中国经济持续复苏，PMI下半年见底反弹的概率比较大。可以说，尽管目前是经济平稳下滑，但也有逐渐企稳迹象，加之通胀即将见顶的概率比较大，使得证券市场估值水平相对具有一定的安全性。未来提升存款准备金率的可能性依然存在，如果通胀一旦得以缓解，市场可能出现拐点。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在，中小盘股部分相对高估。市场有可能维持震荡态势，难以有趋势性机会，但结构性机会仍然可期，一旦市场反弹，以大消费、新兴产业为代表的成长股可作为考虑的重点，投资者可关注新能源、建材、机械、通信、电子元器件以及中小板品种，挖掘具备安全边际的品种。目前A股市场上有压力、下有支撑，维持震荡是近期市场的主基调，把握市场结构转换是关键，在细分周期性行业挖掘个股价值重估机会，通胀、重组、新兴产业等主题不容忽视，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	33.71%	9.93%	平衡型	高估
博汇转债	57.33%	13.41%	偏债型	高估

双良转债	88.54%	26.51%	偏债型	高估
歌华转债	64.20%	24.06%	偏债型	高估
海运转债	17.84%	35.57%	平衡型	合理
国投转债	25.44%	27.14%	平衡型	合理
石化转债	38.22%	21.56%	平衡型	高估
川投转债	42.12%	21.72%	平衡型	高估
中海转债	23.96%	28.06%	平衡型	合理
澄星转债	16.67%	12.52%	平衡型	合理
中行转债	23.84%	18.17%	平衡型	合理
工行转债	10.28%	35.57%	偏股型	合理
深机转债	15.94%	26.36%	平衡型	合理
唐钢转债	141.69%	3.06%	偏债型	高估
美丰转债	23.09%	30.50%	平衡型	高估
中鼎转债	63.46%	23.54%	偏债型	高估
燕京转债	38.79%	34.52%	平衡型	高估
巨轮转 2	18.86%	32.64%	平衡型	合理

资料来源：东北证券和 WIND 系统

最近连续发行三个可转债，转债供给压力已经减小，供求相对平衡，但上市表现并不如意。目前转债市场的风险属于相对比较合理水平，转债估值相对合理，其估值更为接近其内在价值，但投资机会并不明显。上周转债市场表现尽管可以，如果市场反弹，转债投资机会凸显。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可转债的配置机会，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。

中海转债、深机转债上市定价相对较低，转股溢价率只有 15%-25% 左右，可以说相当低，上市开盘价只有 103-104 元左右，比我们预期的低，原因在于整个债券市场比较低迷，网下申购回报也只有千分之 1 左右。国电电力 8 月 4 日公告其公开发行 55 亿可转换公司债券申请获得中国证监会发审会审核通过。

表 6 可转债发行预案统计

公司代码	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
600008.SH	首创股份	股东大会通过	优先配售，网上定价和网下配售	18	6	2010-3-20	2010-4-16
600356.SH	恒丰纸业	股东大会通过	优先配售，网上定价和网下配售	4.5	5	2010-12-11	2010-12-30
002001.SZ	新和成	董事会预案	优先配售，网上定价和网下配售	7.32	5	2009-3-23	
600380.SH	健康元	股东大会通过	N/A	7	6	2009-7-13	2009-7-30
600795.SH	国电电力	证监会批准	优先配售，网上定价和网下配售	55	6	2011-4-11	2011-5-6
600269.SH	赣粤高速	股东大会通过	优先配售，网上定价和网下配售	23	6	2011-5-4	2011-5-19



600016.SH	民生银行	股东大会通过	N/A	200	6	2011-2-26	2011-5-5
-----------	------	--------	-----	-----	---	-----------	----------

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



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。