

正股下跌而转债上涨，初显探底企稳迹象 ——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 10 月 24 日

投资要点：

1、上周沪深 300 指数收于 2507.88 点，大幅度下跌，跌幅为-5.5%，但转债市场并未下跌，截止 10 月 21 日中信标普转债指数收于 2452.42 点，周上涨 1.00%。转债市场上周成交金额为 42.27 亿元，较前一交易周的 42.738 亿元略微有所减少，基本持平，其中工行转债成交 9.27 亿元，中行成交 9.62 亿元，石化转债成交 17.02 亿元，而双良转债周成交额只有 567.64 万元，比较低迷，反映转债之间的流动性差异比较大。上周转债呈现价升量平的态势，转债有所反弹，各只转债平均成交 2.225 亿。

2、上周 A 股市场大幅度下跌，但可转债 12 涨 7 跌，可转债平均上涨了 0.20%，而可转债正股平均下跌了 5.77%，可转债上涨，而正股下跌，可转债表现可圈可点。其中石化转债、川投转债分别上涨 3.24%、2.07%；而澄星转债、中鼎转债分别下跌了-6.35%、-1.08%，但其正股分别下跌了-16.41%、-10.96%。截止 10 月 21 日，转债平均价格为 100.88 元，相对于 9 月 30 日的平均价格 98.607 元有所反弹。

3、转债整体上呈弱股性、强债性特点，截止 10 月 21 日转债市场平均纯债溢价率为 14.09%，比前周的 14.02%有所增加；平均转股溢价率为 38.35%，比前周转股溢价率 32.49%相对有所增加，工行转债属于偏股型，是低风险高回报品种，而唐钢转债属于偏债性，大部分转债属于平衡性。除澄星转债、美丰转债外其余转债到期收益率为正值，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.68%，转债处于底部估值水平，长期投资机会已经若隐若现。

4、目前股票市场仍然是弱势调整，货币政策短期内很难放宽，投资者期待着超跌反弹。政策底、市场底、估值底是否重叠，决定着市场能否反弹以及力度大小。目前转债供给压力在于拟发行的可转债，使得转债市场估值压力比较大。从长期看转债的配置机会似乎来临，从上周转债表现看，转债基本探底企稳，有望迎来一波反弹，投资者可根据正股走势和转债的估值来把握转债的结构性投资机会。

可转债价值评价（10 月 21 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	56.60%	2.79%	偏债型
博汇转债	61.48%	5.21%	偏债型
双良转债	45.18%	17.57%	平衡型
歌华转债	56.57%	10.03%	偏债型
海运转债	29.58%	19.72%	平衡型
国投转债	17.06%	11.61%	平衡型
石化转债	28.36%	10.51%	平衡型
川投转债	38.05%	9.54%	偏债型
中海转债	21.05%	18.39%	平衡型
国电转债	15.30%	16.42%	平衡型
澄星转债	24.17%	9.91%	平衡型
中行转债	14.25%	8.69%	平衡型
工行转债	1.88%	26.83%	偏股型
深机转债	18.04%	14.78%	平衡型
唐钢转债	179.25%	0.47%	偏债型
美丰转债	17.34%	26.31%	平衡型
中鼎转债	31.65%	18.88%	平衡型
燕京转债	45.14%	21.12%	平衡型
巨轮转 2	27.67%	18.90%	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)6336 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

正股下跌而转债上涨，初显探底企稳迹象——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 2011 年 10 月 21 日，沪深 300 指数收于 2507.88 点，跌幅为-5.5%。转债指数走势可圈可点，尽管上周市场大幅度下跌，但转债市场并未下跌，而是有所反弹，截止 10 月 21 日，中信标普转债指数收于 2452.42 点，周上涨 1.00%。

表 1 可转债市场交易情况（2011 年 10 月 17 日 - 10 月 21 日）

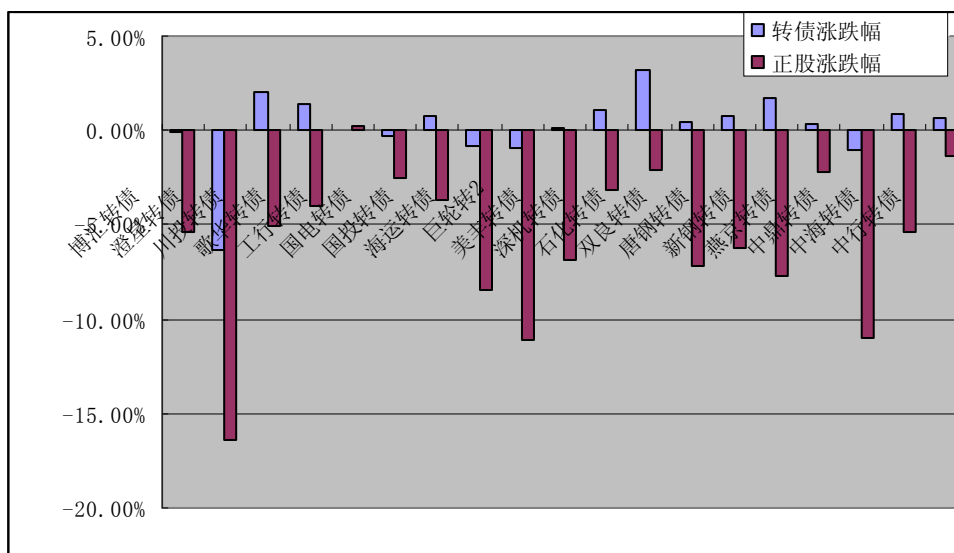
名称	收盘价 元	转债涨 跌幅	正股涨 跌幅	转债成交 量(手)	转债成交 额(万元)	正股成交 量(手)	正股成交 额(万元)
博汇转债	99.18	-0.12%	-5.39%	8843	876.54	66799.93	4322.29
澄星转债	115.33	-6.35%	-16.41%	16512	1982.89	1504840.13	166557.10
川投转债	93.9	2.07%	-5.02%	80267	7446.22	76137.21	9166.56
歌华转债	92.44	1.43%	-4.01%	48001	4413.40	310507.06	28603.29
工行转债	106.5	-0.01%	0.24%	869869	92730.89	1991601.26	82867.93
国电转债	98.89	-0.33%	-2.55%	72873	7185.67	1698866.09	39131.68
国投转债	96.45	0.78%	-3.70%	115193	11139.70	34778.39	2117.97
海运转债	102.18	-0.78%	-8.44%	20609	2113.71	90605.46	3406.10
巨轮转 2	101	-0.96%	-11.11%	13137.2	1329.94	104425.74	7133.77
美丰转债	113.14	0.14%	-6.91%	10465.5	1181.66	874791.09	64594.89
深机转债	94.89	1.12%	-3.19%	39008.6	3689.70	119148.41	5502.38
石化转债	93.23	3.24%	-2.13%	1856562	170231.17	1024148.13	71513.47
双良转债	102.15	0.39%	-7.16%	5541	567.64	106713.19	10662.51
唐钢转债	108	0.75%	-6.22%	98951.4	10625.40	1115242.48	41673.74
新钢转债	102.45	1.68%	-7.72%	49783	5046.12	103217.79	5700.26
燕京转债	101.651	0.33%	-2.19%	10810.1	1099.59	260489.45	40198.00
中鼎转债	105.55	-1.08%	-10.96%	9189.3	973.04	173286.25	19571.91
中海转债	95.59	0.89%	-5.37%	40486	3879.73	192652.83	13552.73
中行转债	94.2	0.65%	-1.33%	1022682	96216.16	1482136.07	44273.29

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

上周 A 股市场大幅度下跌，但可转债 12 涨 7 跌，可转债平均上涨了 0.20%，而可转债正股平均下跌了 5.77%，可转债上涨，而正股下跌，可转债表现可圈可点。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，正股下跌而可转债有所上涨，其中石化转债、川投转债分别上涨 3.24%、2.07%，尽管正股下跌，这可能是由于其债性的支持的缘故。而澄星转债、中鼎转债下跌，分别为-6.35%、-1.08%，但其正股分别下跌了 16.41%、10.96%。如果市场持续反弹，转债可能随之上涨，也许投资机会正在来临。值得注意的是，新钢转债、国投转债、川投转债、工行转债、燕京转债本周与其标的股票的 5 日联动性强，唐钢转债、美丰转债、石化转债、深机转债的与其标的股票 5 日联动性较强，其余转债的 5 日联动性弱。8 月底以来转债大幅度下跌的原因，可能是由于存款准备金基数扩大导致市场资金面紧张，引发债券市场的新一轮下跌，加之海外市场的疲软，导致投资者对经济发展前景看空。多只转债跌破面值，可以说和 2003-2005 年的市场一样，鉴于目前转债估值下移幅度比较大，截止 10 月 21 日，转债平均价格为 100.88

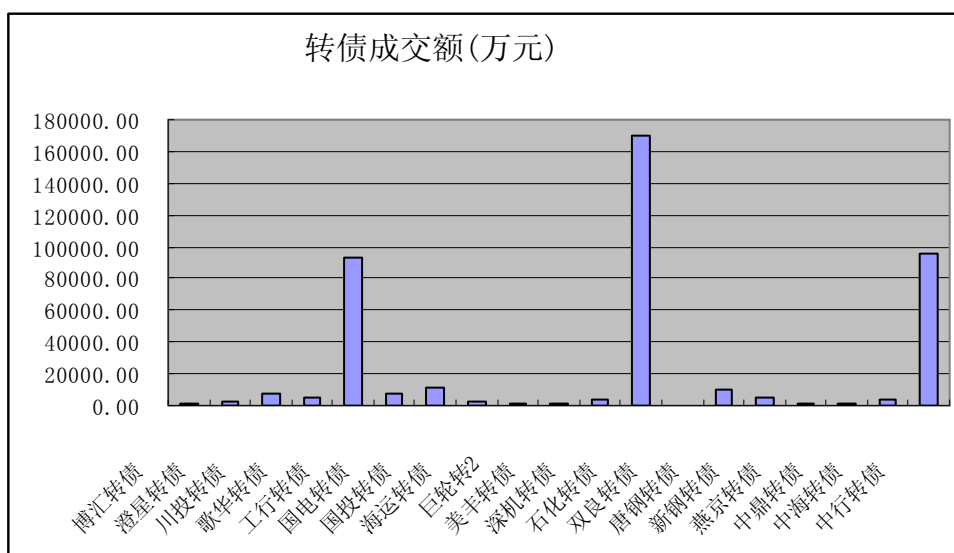
元，相对于 9 月 30 日的平均价格 98.607 元有所反弹，重回面值以上。债性比较强的转债受正股影响不大，部分股性比较强的转债，受正股上涨影响的而上涨幅度比较大。从长远看收益率比较高、溢价不高的可转债是长期投资关注的焦点，尽管目前转债经过估值泡沫挤压，风险得到释放，长期看已具备投资价值，但短期风险投资者要注意。转债市场是否转势，仍值得观察，但现在已经转至底部估值水平了。

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

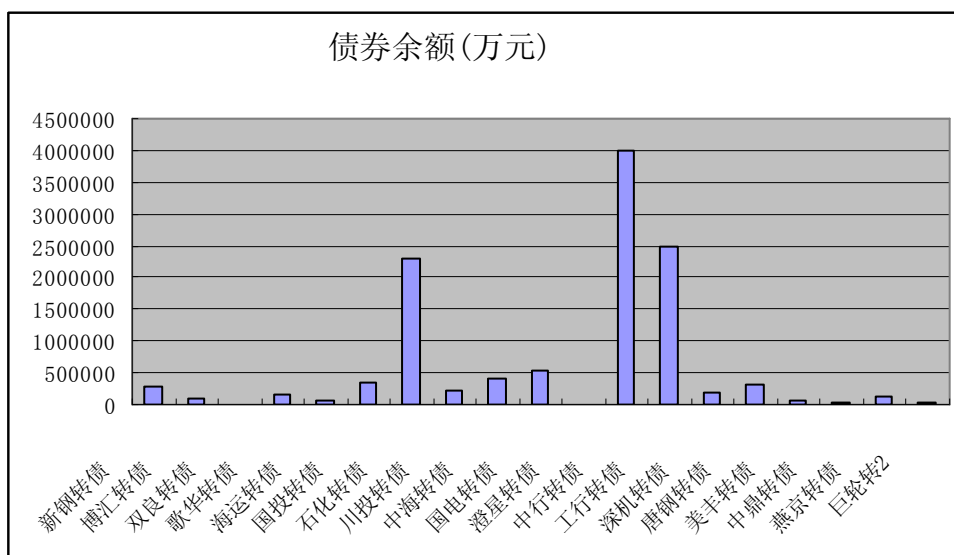


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 4388783.1 手转债，周成交金额为 42.27 亿元，较前一交易周的 42.738 亿元略微有所减少，基本持平，可以说在正股市场下跌的市场环境下，转债市场交易相对比较平稳，转债见底的可能性比较大，是否隐含着投资者对转债市场态度已经发生变化。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，其中工行转债成交额达到 9.27 亿元，中行转债的周成交额达到 9.62 亿元，石化转债成交 17.02 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；而国投转债成交 1.11 亿，唐钢转债成交 1.06 亿，其他转债成交都在 1 亿元以下，相对比较小，而双良转债周成交额只有 567.64 万元，比较低迷。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平的态势，转债有所反弹，在面值以上，成交量相对比较低迷，各只转债平均成交 2.225 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	交易日期	转股价格(元)	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	2011-10-20	10.53	28.49	2268.683	54.42
113002.SH	工行转债	2011-10-19	3.97	0.3778	106.6443	0.02
113002.SH	工行转债	2011-10-21	3.97	0.0503	106.6946	0.02
110015.SH	石化转债	2011-10-19	9.5	0.4842	2.9965	0

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

工行转债于 10 月 21 日转股 0.0503 万股，累计转股数量为 106.6946 万股，累计转股比例为 0.02%。石化转债于 10 月 19 日转股 0.4842 万股，累计转股数量为 2.9965 万股，累计转股比例为 0.00%。澄星转债于 10 月 20 日转股 28.49 万股，累计转股数量为 2268.683 万股，累计转股比例为 54.42%。中行转债 10 月 11 日转股 0.3064 万股，累计转股数量为 16.3885 万股，累计转股比例为 0.00%，上周没有转债没有转股发生。值得注意的是，双良转债创回售新纪录，回吐九成募集资金，面对持续低迷的市场环境，双良转债持有人最终采取了大规模回售的方式来锁定投资风险，逾 90%的回售比例也创下可转债回售的新纪录。双良转债的转股价格发生修正，修正前转股价格为 20.81 元/股，修正后转股价格为 13.63 元/股，修正后的转股价格生效日为 2011 年 10 月 10 日。新钢转债收盘价 102.45、债券价值 103.37(以风险折现率 3.19%计算)，债券溢价-0.89%。歌华转债即将于 2011-11-24 付息 0.60%。巨轮转 2 再 3 日收盘价低于 6.88 即符合修正条

款。海运转债再 14 日收盘价低于 3.63 即符合修正条款，中行转债再 10 日收盘价低于 2.87 即符合修正条款。新钢转债再连续 26 日收盘价低于 5.63 即回售条款，回售面值为 104.00%(包含利息)。唐钢转债于 2011-10-21 符合回售条款，回售面值为 100.00%(加上当年利息)。

二、可转债价值评价

表 3 可转债债券价值（10 月 21 日）

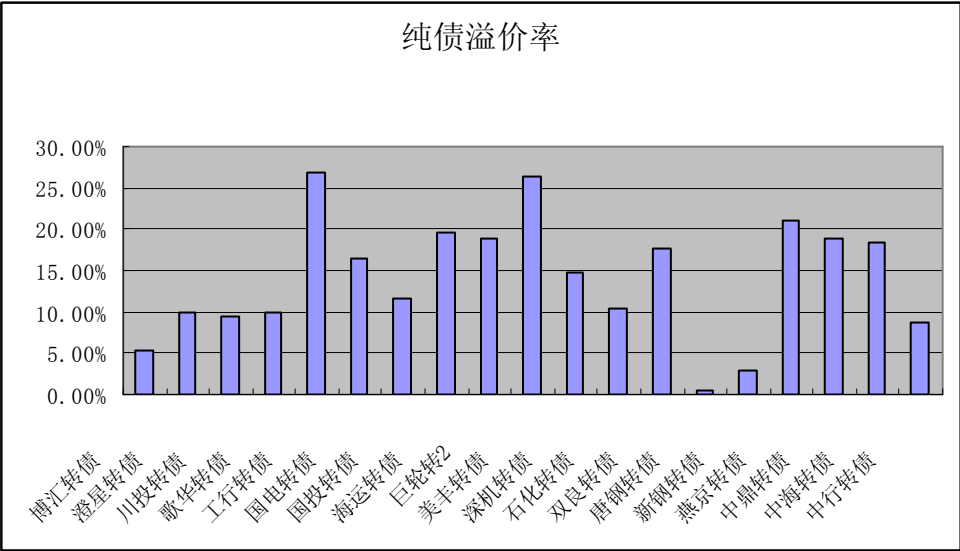
证券简称	收盘价 元	当期收 益率	纯债到 期收益率	纯债 价值元	纯债溢 价元	纯债溢价 率%	剩余期 限年
博汇转债	99.18	1.41%	3.69%	94.27	4.91	5.21%	2.93
澄星转债	115.33	2.34%	-11.63%	104.93	10.40	9.91%	0.55
川投转债	93.9	0.53%	3.82%	85.72	8.18	9.54%	5.42
歌华转债	92.44	0.65%	3.62%	84.01	8.43	10.03%	5.10
工行转债	106.5	0.66%	0.51%	83.97	22.53	26.83%	4.87
国电转债	98.89	0.51%	2.83%	84.94	13.95	16.42%	5.83
国投转债	96.45	0.52%	3.40%	86.42	10.03	11.61%	5.27
海运转债	102.18	0.69%	1.12%	85.35	16.83	19.72%	4.22
巨轮转 2	101	0.79%	1.77%	84.95	16.05	18.90%	4.75
美丰转债	113.14	0.88%	-1.12%	89.57	23.57	26.31%	3.62
深机转债	94.89	0.63%	3.05%	82.67	12.22	14.78%	5.74
石化转债	93.23	0.54%	3.62%	84.36	8.87	10.51%	5.35
双良转债	102.15	0.78%	0.79%	86.89	15.26	17.57%	3.54
唐钢转债	108	1.57%	4.63%	107.49	0.51	0.47%	1.15
新钢转债	102.45	2.34%	3.69%	99.67	2.78	2.79%	1.84
燕京转债	101.651	0.69%	0.61%	83.92	17.73	21.12%	3.99
中鼎转债	105.55	0.76%	1.38%	88.78	16.77	18.88%	4.31
中海转债	95.59	0.52%	2.51%	80.74	14.85	18.39%	5.78
中行转债	94.2	0.85%	3.70%	86.67	7.53	8.69%	4.62

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，由于市场震荡下跌，但转债市场债性仍比较强；10 月 14 日，转债市场平均纯债溢价率为 14.09%，比前周的 14.02%有所增加，债性相对增强，但比较平稳。目前转债市场债性相对适中，除澄星转债、美丰转债外其余转债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 4.63%，为最高，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 3.70%，中鼎转债、新钢转债、国投转债、歌华转债、川投转债、博汇转债、石化转债、中海转债、深机转债等到期收益率为正值，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.68%，这些转债属收益率品种，在多头市场可积极配置。工行转债属于偏股型。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。值得注意的是，大部分转债的转股价值低于或接近于其债券价值，下跌空间均有限，澄星转债的收益率水平最低，为 -11.63%，但债券价格与价值较为接近，已经股性非常显著，受正股上涨的影响，转债以强上涨幅度比较大，目前转股比例比较高，超过 50%，其与标的股票显现强联动性，最近有所下跌。新钢等转债的债券溢价低于 10%，为 2.79%，价格接近债券价值，下跌空间有限，属于低风险投资品种。此外，工行转债的转换溢价低于 10%，为 1.88%，价格接近债券价值，下跌空间有限，属于潜力报酬投资品种，适合投资者参与配置，投资者可关注。



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

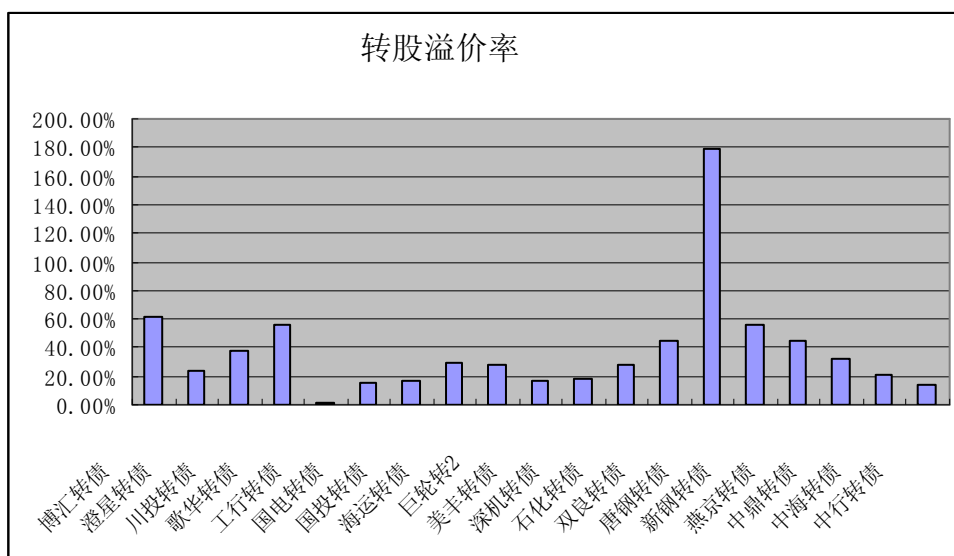
表 4 可转债转股价值评价（10 月 21 日）

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	99.18	10.29	9.72	61.42	37.76	61.48%	41.22
澄星转债	115.33	10.53	9.50	92.88	22.45	24.17%	244.84
川投转债	93.9	17.26	5.79	68.02	25.88	38.05%	40.96
歌华转债	92.44	14.99	6.67	59.04	33.40	56.57%	121.34
工行转债	106.5	3.97	25.19	104.53	1.97	1.88%	13.64
国电转债	98.89	2.67	37.45	85.77	13.12	15.30%	35.68
国投转债	96.45	7.27	13.76	82.39	14.06	17.06%	114.95
海运转债	102.18	4.54	22.03	78.85	23.33	29.58%	61.44
巨轮转 2	101	8.09	12.36	79.11	21.89	27.67%	62.66
美丰转债	113.14	7.26	13.77	96.42	16.72	17.34%	39.70
深机转债	94.89	5.66	17.67	80.39	14.50	18.04%	25.80
石化转债	93.23	9.5	10.53	72.63	20.60	28.36%	19.09
双良转债	102.15	13.63	7.34	70.36	31.79	45.18%	163.22
唐钢转债	108	9.36	10.68	38.68	69.32	179.25%	84.24
新钢转债	102.45	8.04	12.44	65.42	37.03	56.60%	51.48
燕京转债	101.651	21.66	4.62	70.04	31.61	45.14%	33.98
中鼎转债	105.55	12.66	7.90	80.17	25.38	31.65%	43.11
中海转债	95.59	8.7	11.49	78.97	16.62	21.05%	41.37
中行转债	94.2	3.59	27.86	82.45	11.75	14.25%	14.09

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 38.35%，比前周转股溢价率 32.49% 相对有所增加，转债市场股性相对有所增强。目前工行转债属于偏股型，其中工行转债转股溢价率为 1.88%，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，也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，这类转债不宜作为安全配置的考虑。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、强债性的特点，如果市场持续反弹，系统性的投资机会可能来临，投资者可积极关注。

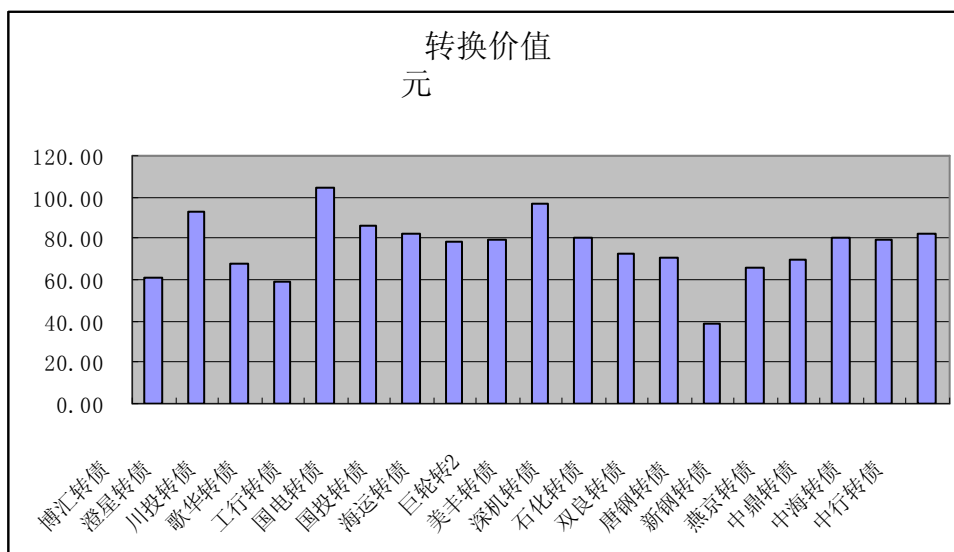
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

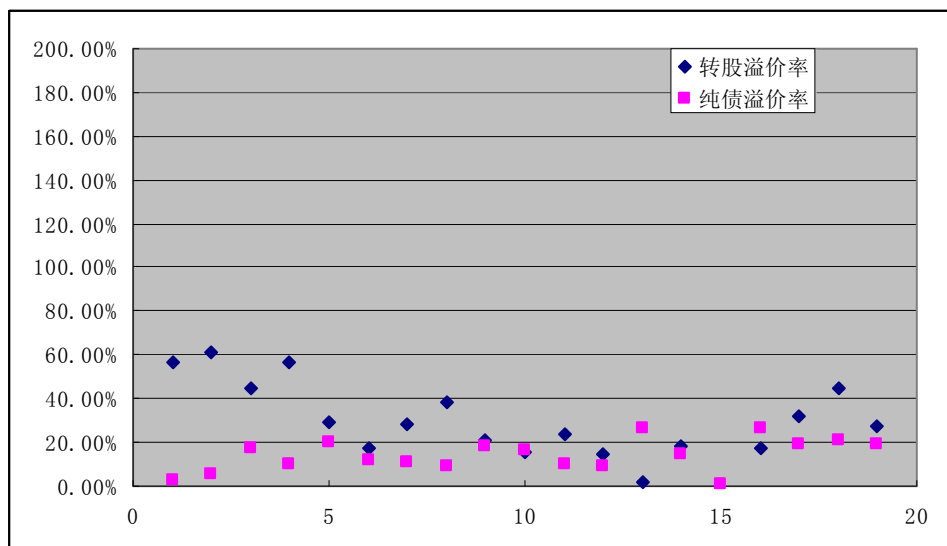
目前转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 20.76%，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 21.73%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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

上周市场大幅度下挫，连创新低，见于通货膨胀仍在高位，短期内货币政策放宽比较奢望，市场能否超跌反弹，值得期待。可以说，目前市场已经是估值底，但市场底、政策底能否重合，是一个疑问。一旦海外形势趋稳，投资者对经济担忧情绪减缓，加之货币政策放松，市场估值压力有望出现阶段性缓解。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，更为重要的是，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，这是最为关键的。尽管目前是经济平稳下滑，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。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。可转债市场上周处于下跌，但可转债市场初步探底企稳，反而上涨，可以说目前是一个长期投资可转债的机会，估值吸引力上升，如果股票市场能够持续反弹，结构性机会仍然可期，以大消费、新兴产业为代表的成长股可作为考虑的重点，如新能源、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，同时关注区域题材品种。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	56.60%	2.79%	偏债型	高估
博汇转债	61.48%	5.21%	偏债型	高估

双良转债	45.18%	17.57%	平衡型	高估
歌华转债	56.57%	10.03%	偏债型	高估
海运转债	29.58%	19.72%	平衡型	合理
国投转债	17.06%	11.61%	平衡型	合理
石化转债	28.36%	10.51%	平衡型	高估
川投转债	38.05%	9.54%	偏债型	高估
中海转债	21.05%	18.39%	平衡型	高估
国电转债	15.30%	16.42%	平衡型	合理
澄星转债	24.17%	9.91%	平衡型	合理
中行转债	14.25%	8.69%	平衡型	合理
工行转债	1.88%	26.83%	偏股型	低估
深机转债	18.04%	14.78%	平衡型	合理
唐钢转债	179.25%	0.47%	偏债型	高估
美丰转债	17.34%	26.31%	平衡型	合理
中鼎转债	31.65%	18.88%	平衡型	高估
燕京转债	45.14%	21.12%	平衡型	高估
巨轮转 2	27.67%	18.90%	平衡型	高估

资料来源：东北证券和 WIND 系统

目前转债供给压力在于拟发行的可转债，市场担忧的是民生银行转债，达到 200 亿，而石化转债 2 又要发行 300 亿，10 月 13 日中国石化公告股东大会通过了发行 300 亿转债的计划，这加剧了市场担忧情绪，使得可转债市场供给明显加大，对转债市场估值压力比较大。尽管转债估值相对处于低位，但由于债券市场相对企稳，使得转债再度大幅度下跌的可能性比较小，长期投资机会凸显，但短期风险不容忽视。投资者投资可转债，是为了希望正股上涨而获得转股收益，但股票市场持续低迷，导致转债的转股预期收益下降，自然可转债低迷也是所在情理之中。可以说转债市场大幅度下跌，股票市场持续低迷是基础原因，宏观紧缩导致债券市场下跌以及资金紧张是外在原因，而石化转债 2 的发行导致转债估值水平下降和投资观念的变化是催化剂。转债市场的低迷，估值水平处于底部，但从长期看转债的配置机会似乎来临，如果市场持续反弹，投资者可根据正股把握结构性转债的投资机会，转债基本探底企稳。

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	证监会行业
首创股份	股东大会通过	18	6	2010-3-20	2010-4-16	电力、煤气及水的生产和供应业
恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5	2010-12-11	2010-12-30	造纸、印刷
健康元	股东大会通过	7	6	2009-7-13	2009-7-30	医药、生物制品
赣粤高速	股东大会通过	23	6	2011-5-4	2011-5-19	交通运输、仓储业
民生银行	股东大会通过	200	6	2011-2-26	2011-5-5	金融、保险业
中国石化	股东大会通过	300	6	2011-8-29	2011-10-13	采掘业

资料来源：根据 WIND 系统



本报告部分指标注释：

- (1)、转股价值=股票价格 $\times$ 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。