

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangwei1@ccnew.com

底价修复空间有限

——可转债双周刊（2011年10月17日-10月28日）

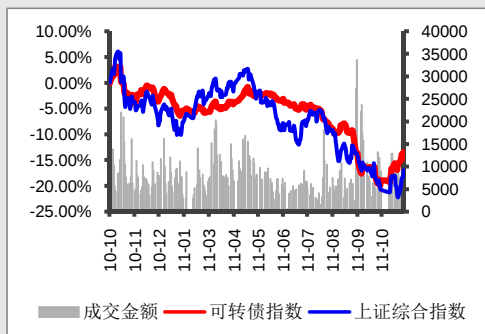
研究报告-债券研究

发布日期: 2011年11月1日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2521.14	3.83
上证综指	2473.41	1.73
深证成指	10561.99	1.19
上证国债	130.21	0.08
上证企债	145.40	0.60

转债指数相对上证综指走势



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

● 市场回顾

- 一级市场: 截止10月31日, 2011年度已累计9家公司发行可转债, 规模总计413.2亿元。
- 二级市场: 上证A股收至2473.41点, 期间下跌1.73%; 转债正股期间平均上涨0.85%; 所有转债均价103.12元, 平均上涨2.46%, 表现强于正股。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债成交量持续放大, 区间成交127.96亿元, 较上期放大近4成。过半个券成交均有所放大。
- 估值: 平均转股溢价率小幅下降, 平均纯债溢价率持续回升, 平均纯债溢价率自9月29日达到11.14%的低点以来, 已持续反弹近6个百分点。

● 下一阶段投资策略

- 尽管影响近期转债市场走势的石化转二发行阴霾已经散去, 但是现阶段转债市场底价修复空间有限。一方面, 经历前期的反弹后, 目前转债价格已经回归至面值附近, 整体债性在减弱。另一方面, 从同业拆借利率走势看, 目前市场资金面仍然偏紧。再者, 石化转债向下修正转股价, 也意味着石化转二的发行也渐行渐近, 加之民生转债也是箭在弦上, 在资金面偏紧的格局下, 500亿的发行压力预计将会制约转债二级市场表现。
- 个券方面, 建议投资者重点关注股债适宜的平衡型品种。而两只低纯债溢价率的券种——唐钢转债、新钢转债, 仍然具备替代企业债价值, 兼具条款博弈机会。

1 市场回顾

1.1 一级市场

截止10月31日，2011年度已累计9家公司发行可转债，规模总计413.2亿元。另有7家上市公司公布可转债发行预案，规模总计622.82亿元。有5家已经获股东大会通过，规模总计259.82亿元。另外仍有2家处于董事会预案阶段。

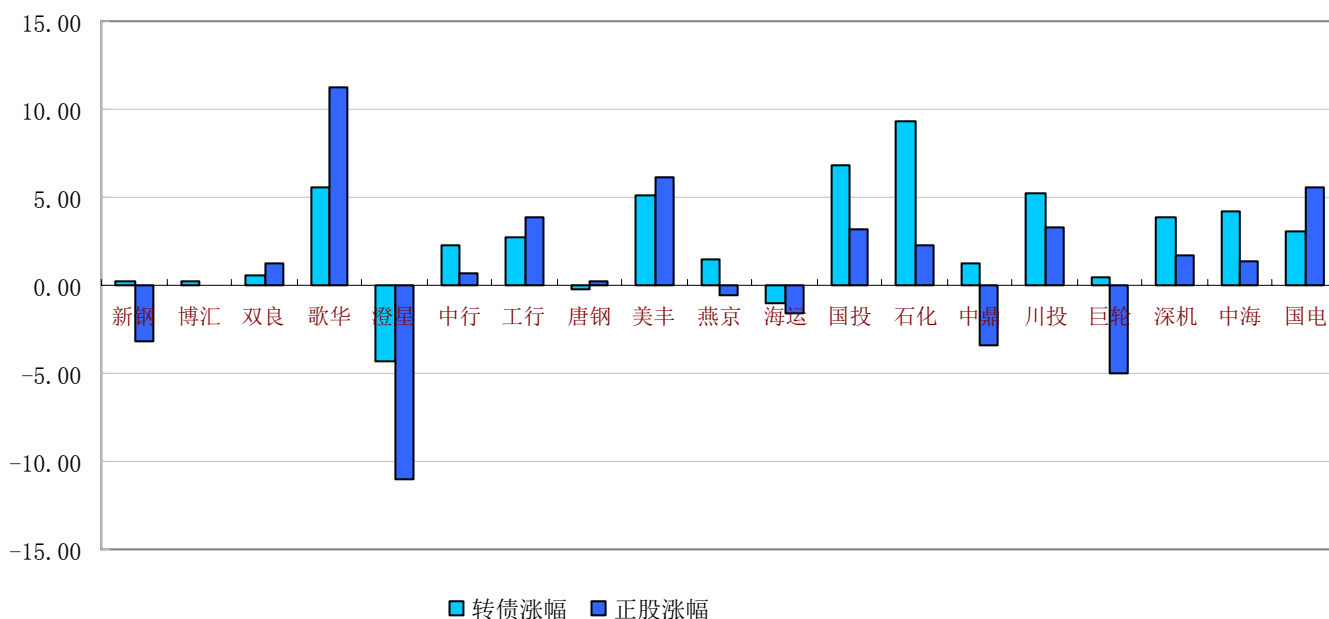
1.2 二级市场

本期A股市场先抑后扬，截止10月28日，上证A股收至2473.41点，期间下跌1.73%；转债正股期间平均上涨0.85%；所有转债均价103.12元，平均上涨2.46%，表现强于正股。

转债正股涨跌多少，期间13只上涨6只下跌。位于涨幅榜前三的品种分别为歌华有线、四川美丰和国电电力，期间分别上涨11.28%、6.12%和5.53%；位于跌幅榜前三的品种分别为澄星股份、巨轮股份和中鼎股份，期间分别下跌11.03%、5%和3.42%。

个券表现强于正股，期间3只品种下跌。位于涨幅榜前三的品种分别为石化转债、国投转债和川投转债，期间分别上涨9.31%、6.78%、5.23%；位于跌幅榜前三的品种分别为澄星转债、海运转债和唐钢转债，期间分别下跌4.31%、1.03%和0.25%。

图表 1： 转债及正股双周表现



资料来源：中原证券，Wind

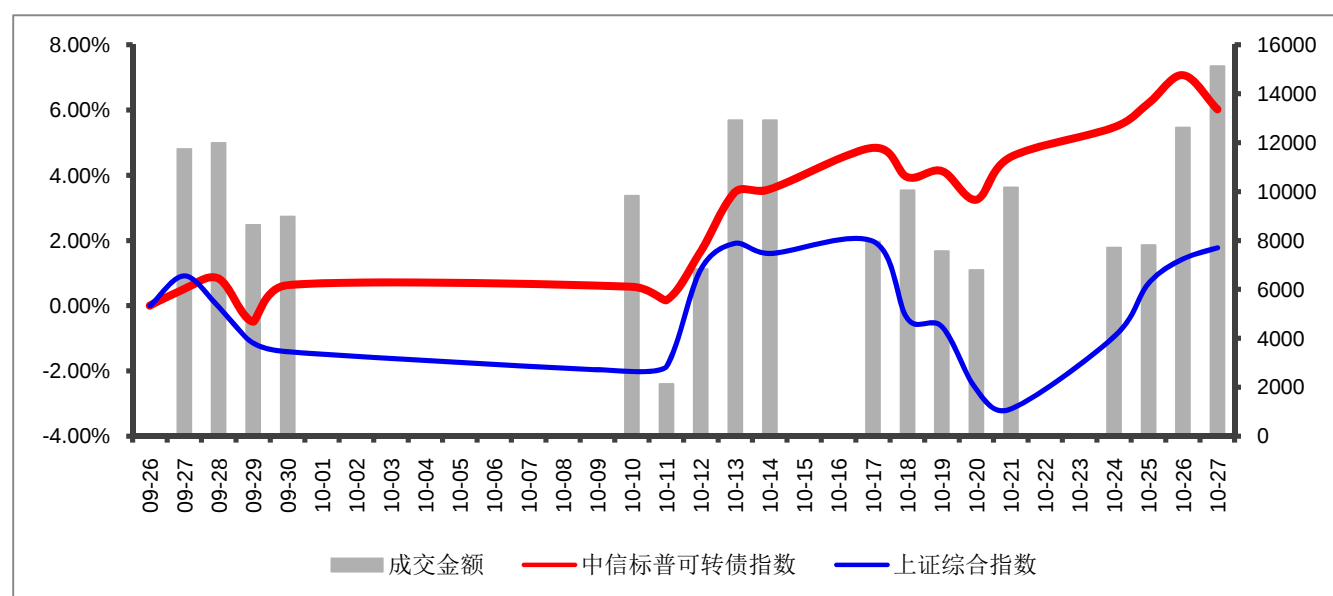
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

截止10月28日，现有转债规模116690万张。本期未发生转股和回售。

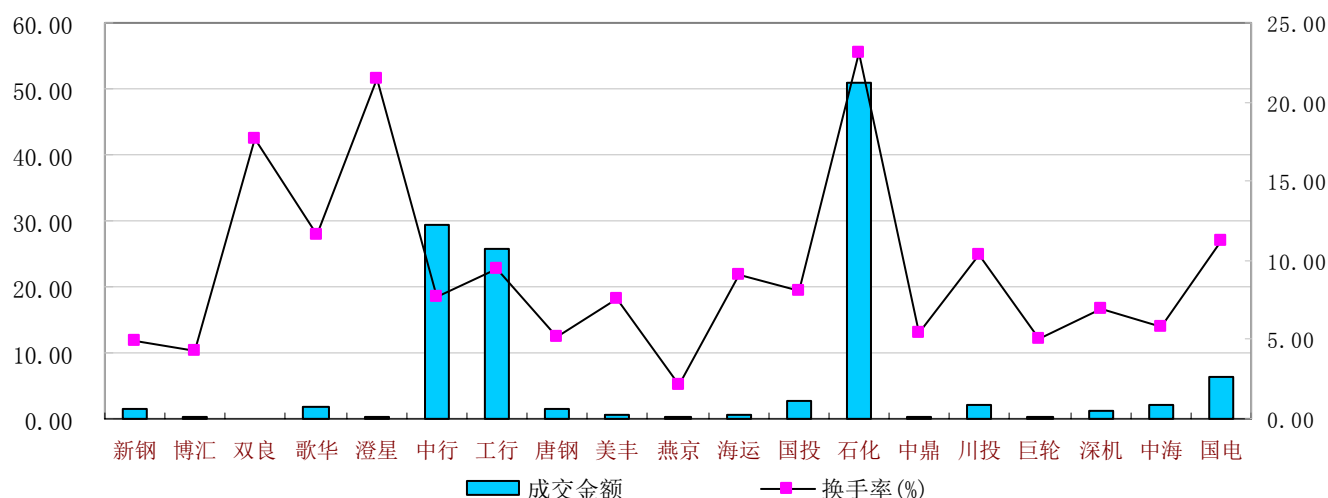
本期转债成交量持续放大，区间成交127.96亿元，较上期放大近4成。过半个券成交均有所放大，其中石化转债成交放量最大，三只大盘转债区间成交105亿元，占市场总体成交量的8成。

图表 2： 转债成交金额变动



资料来源：中原证券，Wind

图表 3: 转债周成交金额及换手率



资料来源: 中原证券, Wind

2.2 估值分析

平均转股溢价率小幅下降, 平均纯债溢价率持续回升。截止10月28日, 全部转债平均转股溢价率31.79%, 较上期下降近1个百分点。平均纯债溢价率16.99%, 较上期回升近3个百分点。平均纯债溢价率自9月29日达到11.14%的低点以来, 已持续反弹近6个百分点。

从纯债溢价率角度看, 目前小于10%的品种仅余三家——新钢转债、博汇转债和唐钢转债, 显示转债市场经历近期的持续反弹行情后, 作为债券持有的吸引力正在逐步降低。

目前仍是多数品种到期收益率大于零, 显示当前转债市场整体风险依旧较低。

热点评述:

中国石化董事会于10月27日通过了向下修正“石化转债”转股价格的预案, 并将于12月15日召开临时股东大会审议《关于向下修正“石化转债”转股价格的议案》。

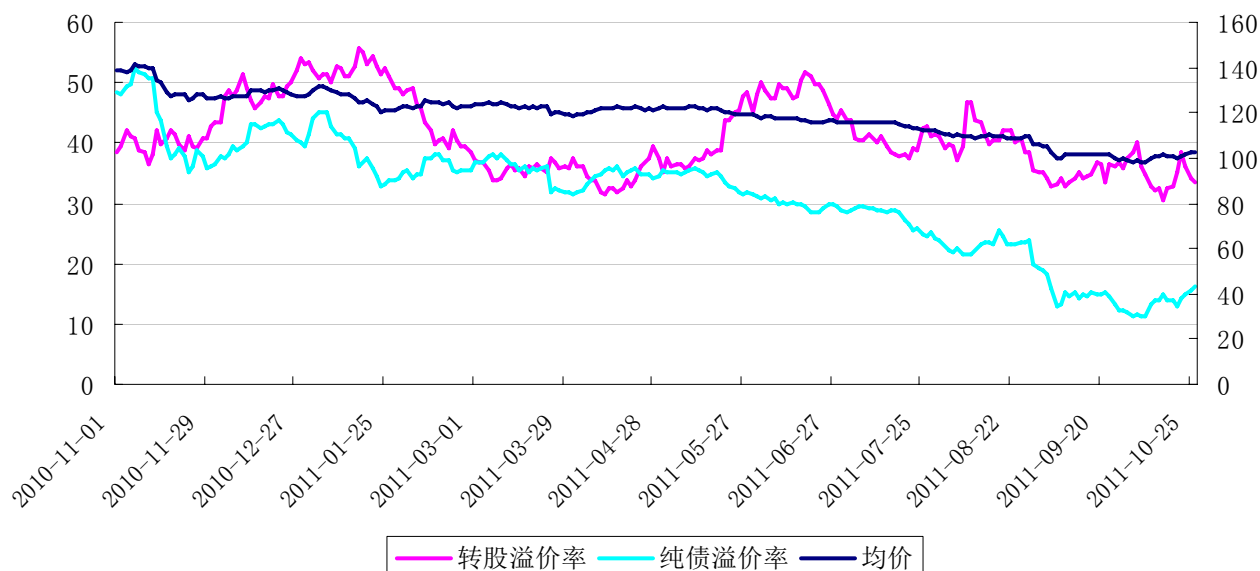
石化转债向下修正转股价与中鼎转债和双良转债出发点有所不同, 很显然, 向下修正转股价是为了新债发行保驾护航。在上期报告中我们就曾指出从中国石化通过转2的股东大会后转债的表现看, 投资者已经从乐观的角度解读石化转2的发行。现在看来, 对现有石化转债的持有人而言无疑是利好。否则, 在没有回售压力下, 在转债发行不足一年内, 向下修正转股价的几率是微乎其微的。

在多重利好作用下, 转债市场本期整体表现超越A股指数和正股市场也是意料之中。而从本期转债市场表现看, 涨幅居前的品种均为前期二级

市场价格大幅低于面值的品种，显示本轮转债市场上涨仍是源于估值修复行情。

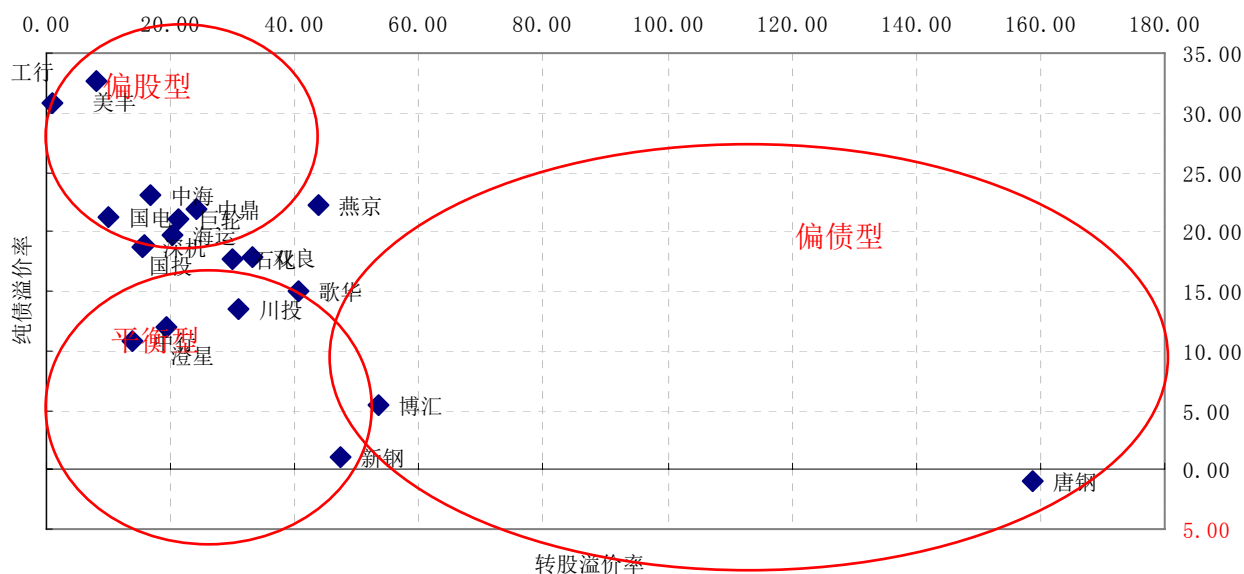
图表 4： 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位：%



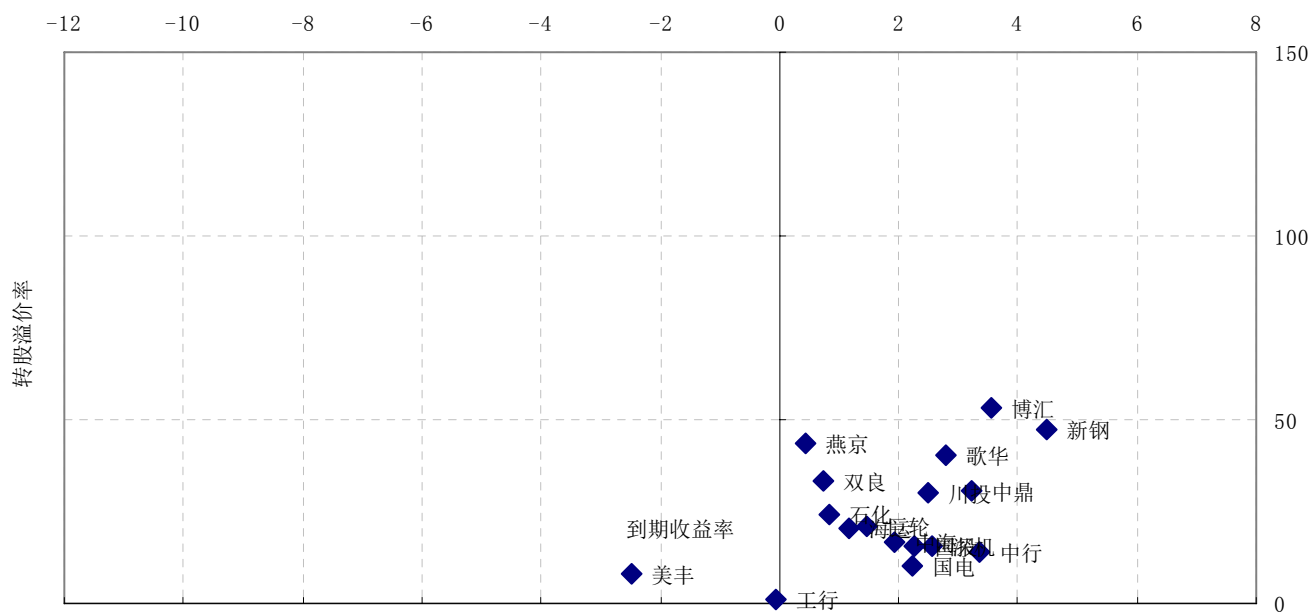
资料来源：中原证券，Wind

图表 5： 纯债溢价率与转股溢价率分布



资料来源：中原证券，Wind

图表 6：到期收益率与转股溢价率分布



资料来源：中原证券，Wind

3 下一阶段投资策略

尽管影响近期转债市场走势的石化转二发行阴霾已经散去，但是现阶段转债市场底价修复空间有限。一方面，经历前期的反弹后，目前转债价格已经回归至面值附近，整体债性在减弱。另一方面，从同业拆借利率走势看，目前市场资金面仍然偏紧。再者，石化转债向下修正转股价，也意味着石化转二的发行也渐行渐近，加之民生转债也是箭在弦上，在资金面偏紧的格局下，500亿的发行压力预计将会制约转债二级市场表现。

个券方面，建议投资者重点关注股债适宜的平衡型品种。而两只低纯债溢价率的券种——唐钢转债、新钢转债，仍然具备替代企业债价值，兼具条款博弈机会。

4 下一阶段信息提示

- 11月14日，中国石化临时股东大会股权登记入，审议《关于向下修正“石化转债”转股价格的议案》

附表1：现存可转债基本信息

债券简称	正股简称	发行规模 (亿元)	市场存量 (亿元)	剩余期限	转股价	转股比 例	发行日期	到期日
新钢转债	新钢股份	27.6	27.60	1.85	8.04	12.44	2008-08-21	2013-08-20
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	2.95	10.29	9.72	2009-09-23	2014-09-23
双良转债	双良节能	7.2	0.71	3.56	13.63	7.34	2010-05-04	2015-05-04
歌华转债	歌华有线	16	16.00	5.12	14.99	6.67	2010-11-25	2016-11-25
澄星转债	澄星股份	4.4	1.07	0.57	10.53	9.50	2007-05-10	2012-05-10
中行转债	中国银行	400	399.99	4.64	3.59	27.86	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	249.96	4.88	3.97	25.19	2010-08-31	2016-08-31
唐钢转债	河北钢铁	30	30.00	1.17	9.36	10.68	2007-12-14	2012-12-13
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	3.64	7.26	13.77	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	11.30	4.01	21.66	4.62	2010-10-15	2015-10-14
海运转债	宁波海运	7.2	7.20	4.24	4.54	22.03	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	34.00	5.29	7.27	13.76	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	230.00	5.37	9.5	10.53	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	4.33	18.04	5.54	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	5.44	17.26	5.79	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转 2	巨轮股份	3.5	3.50	4.77	8.09	12.36	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	5.76	5.66	17.67	2011-07-15	2017-07-14

中海转债	中海发展	39.5	39.50	5.80	8.7	11.49	2011-08-01	2017-08-01
国电转债	国电电力	55	55.00	5.85	2.67	37.45	2011-08-19	2017-08-19

资料来源：中原证券，Wind

附表2：可转债市场信息

转债	收盘价	周涨幅	年涨幅	成交金额 (亿)	周日均 (亿元)	正股 当前价	正股 周涨幅	正股 成交金额	正股日均 成交额
新钢转债	101.100	0.247	5.066	1.377	0.138	5.520	-3.158	1.241	0.124
博汇转债	99.580	0.228	-0.558	0.416	0.042	6.680	0.000	1.420	0.142
双良转债	102.310	0.522	1.920	0.129	0.013	10.460	1.258	3.048	0.305
歌华转债	96.180	5.537	-4.376	1.749	0.175	10.260	11.280	15.758	1.576
澄星转债	118.000	-4.307	10.005	0.274	0.027	10.410	-11.026	32.458	3.246
中行转债	95.720	2.250	-4.607	29.447	2.945	3.020	0.667	8.085	0.808
工行转债	109.390	2.681	9.277	25.758	2.576	4.300	3.865	17.875	1.788
唐钢转债	107.001	-0.250	4.001	1.649	0.165	3.870	0.259	12.420	1.242
美丰转债	118.800	5.136	18.392	0.552	0.055	7.980	6.117	20.415	2.041
燕京转债	102.373	1.513	2.346	0.243	0.024	15.420	-0.580	7.416	0.742
海运转债	101.950	-1.032	1.384	0.667	0.067	3.850	-1.535	0.983	0.098
国投转债	102.180	6.777	1.801	2.708	0.271	6.420	3.215	1.035	0.103
石化转债	98.700	9.314	-1.640	50.759	5.076	7.210	2.270	17.555	1.756
中鼎转债	107.999	1.194	7.429	0.173	0.017	11.010	-3.421	3.438	0.344
川投转债	96.820	5.234	-3.484	2.053	0.205	12.770	3.317	3.852	0.385
巨轮转2	102.499	0.480	2.275	0.181	0.018	6.840	-5.000	1.245	0.125
深机转债	97.500	3.882	-2.674	1.349	0.135	4.780	1.702	1.626	0.163
中海转债	98.800	4.259	-1.322	2.235	0.223	7.360	1.377	3.895	0.389
国电转债	102.300	3.087	2.203	6.238	0.624	2.480	5.532	13.365	1.337

资料来源：中原证券，Wind

附表3：可转债价值指标

转债	收盘价	纯债价值	纯债溢价率	到期收益率	转换价值	转股溢 价率	类型	类型(上期)
新钢转债	101.10	100.09	1.01	4.50	68.66	47.25	偏债型	偏债型
博汇转债	99.58	94.40	5.48	3.57	64.92	53.39	偏债型	偏债型
双良转债	102.31	86.85	17.81	0.75	76.74	33.32	偏债型	偏债型
歌华转债	96.18	83.62	15.02	2.80	68.45	40.52	偏债型	偏债型

澄星转债	118.00	105.32	12.04	-15.71	98.86	19.36	平衡型	偏股型
中行转债	95.72	86.37	10.82	3.35	84.12	13.79	平衡型	平衡型
工行转债	109.39	83.63	30.81	-0.06	108.31	1.00	偏股型	偏股型
唐钢转债	107.00	108.04	-0.96	5.59	41.35	158.79	偏债型	偏债型
美丰转债	118.80	89.51	32.73	-2.48	109.92	8.08	平衡型	平衡型
燕京转债	102.37	83.77	22.21	0.43	71.19	43.80	偏债型	偏债型
海运转债	101.95	85.15	19.74	1.18	84.80	20.22	平衡型	平衡型
国投转债	102.18	85.98	18.85	2.26	88.31	15.71	平衡型	平衡型
石化转债	98.70	83.92	17.61	2.51	75.89	30.05	偏债型	偏债型
中鼎转债	108.00	88.55	21.97	0.83	86.97	24.18	平衡型	偏债型
川投转债	96.82	85.26	13.57	3.24	73.99	30.86	偏债型	偏债型
巨轮转2	102.50	84.63	21.12	1.46	84.55	21.23	平衡型	平衡型
深机转债	97.50	82.17	18.66	2.56	84.45	15.45	平衡型	平衡型
中海转债	98.80	80.24	23.13	1.92	84.60	16.79	平衡型	平衡型
国电转债	102.30	84.41	21.19	2.23	92.88	10.14	平衡型	平衡型

资料来源：中原证券，Wind

附表4：可转债发行预案

公司代码	公司名称	方案进度	A 股合计 (亿股)	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
600008.SH	首创股份	股东大会通过	220.00	18	6	2010/3/20	2010/4/16	社会服务业
600016.SH	民生银行	股东大会通过	2,671.47	200	6	2011/2/26	2011/5/5	金融、保险业
600356.SH	恒丰纸业	股东大会通过	23.16	4.5	5	2010/12/11	2010/12/30	造纸、印刷
600269.SH	赣粤高速	股东大会通过	233.54	23	6	2011/5/4	2011/5/19	交通运输、仓储业
600380.SH	健康元	股东大会通过	131.74	7	6	2009/7/13	2009/7/30	医药、生物制品
600028.SH	中国石化	股东大会通过	1,539.46	300	6	2011/8/29		石油和天然气开采业
002001.SZ	新和成	董事会预案	72.59	7.32	5	2009/3/23		石油、化学、塑胶、塑料

资料来源：中原证券，Wind

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。