

审慎把握可转债的投资机会

—可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 11 月 14 日

投资要点：

1、上周沪深市场震荡回调，截至 11 月 11 日，沪深 300 指数收于 2695.01 点，跌幅为-2.49%。中信标普转债指数收于 2547.47 点，周下跌-1.67%。转债市场上周成交金额为 53.51 亿元，较前一交易周的 77.62 亿元有所萎缩，其中工行转债成交 10.92 亿元，中行为 15.88 亿元，石化转债成交 14.74 亿元，而双良转债只有 180.24 万元，显示转债的流动性差异比较大。上周转债呈现价跌量缩的态势，各只转债平均成交 2.82 亿。

2、上周可转债 1 涨 1 平 17 跌，可转债平均下跌了-1.139%，而可转债正股平均下跌了-1.419%，可转债下跌幅度小于正股。其中，唐钢转债上涨 0.60%，但其正股上涨了 3.07%，澄星转债持平，中行转债、燕京转债分别下跌-2.51%、-2.27%，为最大。上周转债回调比较合理，截止 11 月 11 日，转债平均价格为 104.45 元。

3、转债整体上呈弱股性、较强债性特点，截止 11 月 11 日转债市场平均纯债溢价率为 17.49%，比前周 19.38%有所减少，债性相对增强；平均转股溢价率为 32.17%，比前周转股溢价率 32.08%相对有所增加，转债股性并没有减弱，隐含投资者看好后市，工行转债、美丰转债属于偏股型，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、工行转债、美丰转债外其余转债到期收益率为正值，所有转债纯债到期收益率平均为 0.7%，转债估值相对合理。

4、10 月消费者物价指数(CPI)和(PPI)趋于下行，尽管通胀压力减缓，为货币政策的转向提供了宽松的外在环境。但整体宽松短期内也不大现实，如果货币政策转向，有利于 A 股市场的企稳回升。近期 A 股市场有望保持强势，震荡上行是主基调。11 月 11 日中国重工董事会通过预案拟发行 80.5 亿可转债，投资者可根据正股把握结构性转债的投资机会，特别是偏股性转债如工行、美丰转债、国电转债等。

可转债价值评价（11 月 11 日）

名称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	48.62%	1.45%	偏债型
博汇转债	56.97%	6.33%	偏债型
双良转债	37.07%	17.04%	平衡型
歌华转债	35.06%	15.99%	平衡型
海运转债	22.20%	20.90%	平衡型
国投转债	15.75%	18.17%	平衡型
石化转债	26.69%	18.03%	平衡型
川投转债	36.36%	15.91%	平衡型
中海转债	20.72%	22.78%	平衡型
国电转债	8.03%	25.31%	平衡型
澄星转债	18.68%	11.53%	平衡型
中行转债	15.65%	10.47%	平衡型
工行转债	1.79%	30.29%	偏股型
深机转债	15.43%	18.70%	平衡型
唐钢转债	151.18%	-0.60%	偏债型
美丰转债	11.97%	34.89%	偏股型
中鼎转债	26.37%	22.27%	平衡型
燕京转债	40.59%	22.24%	平衡型
巨轮转 2	22.13%	20.69%	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: Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

审慎把握可转债的投资机会——可转债周报

一、上周可转债市场回顾

上周沪深市场处于下跌状态，连续上涨后下跌是合理的回调，截至 2011 年 11 月 11 日，沪深 300 指数收于 2695.01 点，跌幅为-2.49%。转债指数走势可圈可点，转债市场下跌幅度小于市场，截止 11 月 11 日，中信标普转债指数收于 2547.47 点，周下跌-1.67%。

表 1 可转债市场交易情况（2011 年 11 月 7 日 - 11 月 11 日）

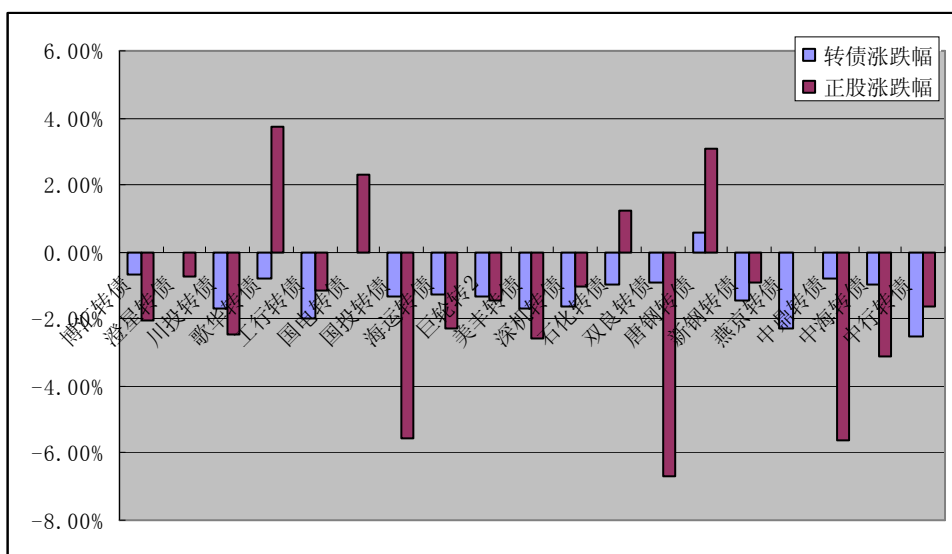
名称	收盘价 元	转债涨 跌幅	正股涨 跌幅	转债成交 量(手)	转债成交 额(万元)	正股成交 额(万元)
博汇转债	101.29	-0.70%	-2.06%	18,248.00	1,848.84	10,093.49
澄星转债	118	0.00%	-0.76%	7,647.00	919.51	209,682.95
川投转债	99.78	-1.67%	-2.47%	103,307.00	10,328.38	29,722.66
歌华转债	97.94	-0.80%	3.72%	77,370.00	7,595.00	125,438.20
工行转债	110	-1.96%	-1.15%	978,857.00	109,231.71	110,573.12
国电转债	106.82	-0.04%	2.33%	413,640.00	44,309.40	74,368.33
国投转债	102.58	-1.31%	-5.54%	37,808.00	3,896.68	6,586.00
海运转债	103.9	-1.27%	-2.28%	17,761.00	1,850.26	9,500.00
巨轮转 2	103.112	-1.33%	-1.44%	2,325.20	242.02	6,156.97
美丰转债	121.84	-1.70%	-2.59%	7,709.50	945.13	70,240.86
深机转债	98.5	-1.62%	-1.02%	49,535.70	4,919.16	8,065.70
石化转债	100.02	-0.98%	1.21%	1,457,887.00	147,412.12	173,106.99
双良转债	102.58	-0.90%	-6.68%	1,746.00	180.24	28,904.77
唐钢转债	108.146	0.60%	3.07%	124,438.90	13,459.96	160,908.59
新钢转债	102.41	-1.42%	-0.89%	219,505.00	22,551.11	16,844.59
燕京转债	103.4	-2.27%	0.00%	5,995.90	619.58	29,532.26
中鼎转债	108.5	-0.78%	-5.64%	8,937.50	971.89	11,700.96
中海转债	99.49	-0.99%	-3.11%	50,097.00	4,996.23	15,938.72
中行转债	96.32	-2.51%	-1.64%	1,624,267.00	158,842.44	19,053.36

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

上周 A 股市场震荡下跌，可转债 1 涨 1 平 17 跌，可转债平均下跌了-1.139%，而可转债正股平均下跌了-1.419%，可转债下跌幅度小于正股，可转债表现可圈可点，反映可转债的抗跌性。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，正股下跌而可转债下跌幅度相对比较小，其中，唐钢转债上涨 0.60%，但其正股上涨了 3.07%，澄星转债持平，中行转债、燕京转债分别下跌-2.51%、-2.27%，为最大。如果市场持续反弹，转债可能随之上涨。最近四周转债市场强势反弹，实际上是对 8 月底以来转债大幅度下跌的修正性恢复，特别是石化转债反弹力度比较大，上周转债回调非常合理。多只转债从跌破面值已经回升到面值以上，截止 11 月 11 日，转债平均价格为 104.45 元，相对于 9 月 30 日的平均价格 98.607 元大幅度反弹，相对于上周有所下降，但平均在面值以上。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，如工行转债，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

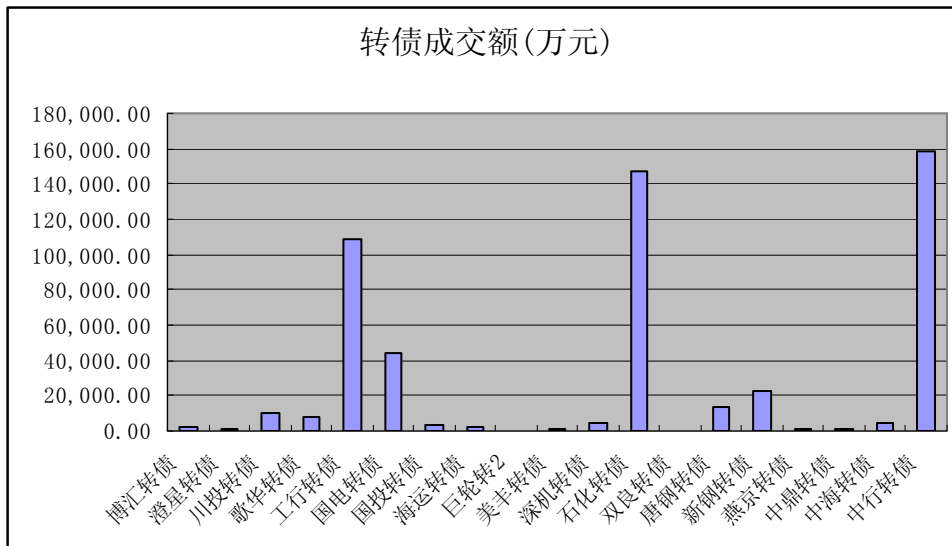
反弹后短期风险投资者要注意。

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

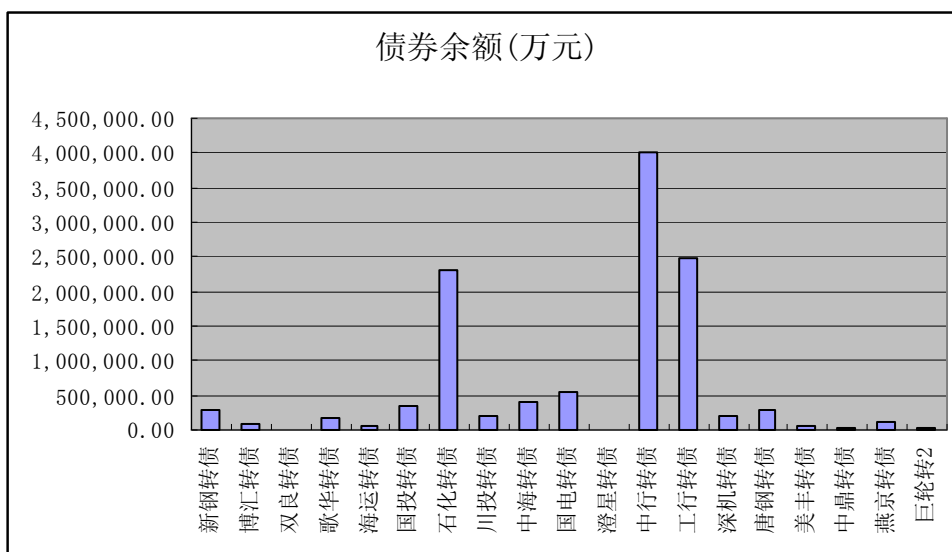


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 5207082.7 手转债，周成交金额为 53.51 亿元，较前一交易周的 77.62 亿元有所萎缩，可以说转债在连续反弹下回调是比较正常的，由于债券市场已经见底，可能会进入一波小牛市，转债市场也基本见底，后期可能跟随正股进行波动，转债交易是否持续活跃关键在于正股的走势以及投资者对转债市场的热情。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 10.92 亿元，中行转债的周成交额达到 15.88 亿元，石化转债成交 14.74 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 3896.68 万元，国电转债成交 4.43 亿，大部分转债成交都在 1 亿元以下，相对比较小，而双良转债周成交额只有 180.24 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。上周转债呈现价跌量缩的态势，各只转债平均成交 2.82 亿，短期风险不容忽视。

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	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	2011-11-7	0.01	2,268.69	54.42
代码	名称	变动日期	变动后	本次变动	变动前
125731.SZ	美丰转债	2011-11-7	63,172.59	-0.10	63,172.69

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

澄星转债于 11 月 7 日转股 0.01 万股，累计转股数量为 2,268.69 万股，累计转股比例为 54.42%。工行转债 11 月 4 日转股 2,015.26 万股，累计转股数量为 4,390.30 万股，累计转股比例为 0.70%，周转债没有转股发生。中行转债 10 月 26 日转股 0.0278 万股，累计转股数量为 16.4163 万股，累计转股比例为 0.00%。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%，上周转债没有转股发生。美丰转债已经转股 1827.41 万元，债券余额为 63172.59 万元，占比 97.19%。燕京转债上周转债余额为 112998.81 万元，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。澄星转债即将于 2012-05-10 日进入到期日。唐钢转债于 2011-11-04 符合回售条款，回售面值为 100.00%(加上当年利息)。除双良转债的余额仅为 7108.5 万元，其余所有转债的余额均在 1 亿元以上，尚存在较大规模余额。

二、可转债价值评价

表3 可转债债券价值（11月11日）

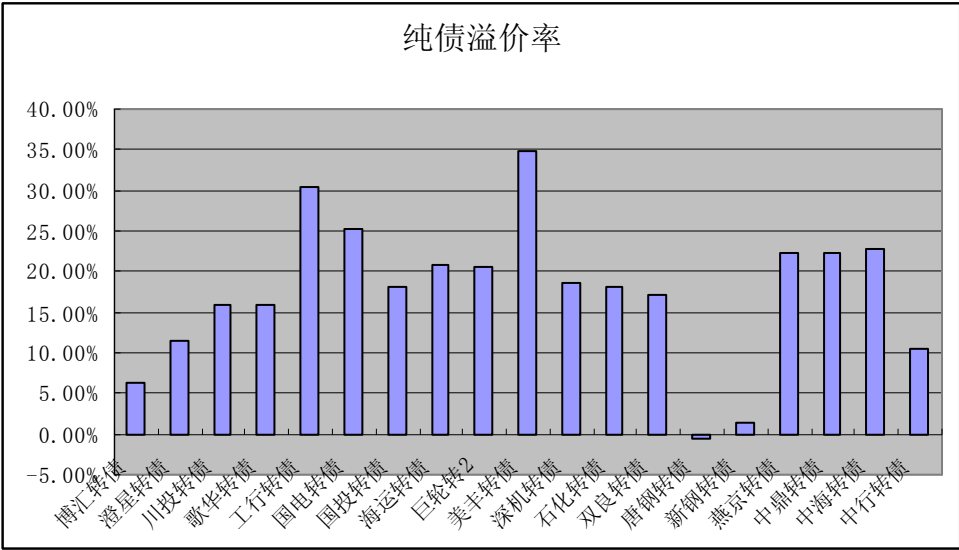
证券简称	收盘价 元	当期收 益率	纯债到期 收益率	纯债价 值元	纯债溢 价元	纯债溢 价率%	剩余期 限年
博汇转债	101.29	1.38%	2.99%	95.263	6.027	6.33%	2.869
澄星转债	118	2.29%	-16.82%	105.805	12.195	11.53%	0.496
川投转债	99.78	0.50%	2.67%	86.084	13.696	15.91%	5.362
歌华转债	97.94	0.61%	2.45%	84.438	13.502	15.99%	5.044
工行转债	110	0.64%	-0.17%	84.429	25.571	30.29%	4.808
国电转债	106.82	0.47%	1.47%	85.247	21.573	25.31%	5.775
国投转债	102.58	0.49%	2.19%	86.811	15.769	18.17%	5.211
海运转债	103.9	0.67%	0.72%	85.937	17.963	20.90%	4.159
巨轮转2	103.112	0.78%	1.34%	85.434	17.678	20.69%	4.690
美丰转债	121.84	0.82%	-3.21%	90.328	31.512	34.89%	3.559
深机转债	98.5	0.61%	2.39%	82.982	15.518	18.70%	5.680
石化转债	100.02	0.50%	2.26%	84.740	15.280	18.03%	5.290
双良转债	102.58	0.78%	0.68%	87.646	14.934	17.04%	3.480
唐钢转债	108.146	1.57%	4.76%	108.796	-0.650	-0.60%	1.093
新钢转债	102.41	2.34%	3.83%	100.944	1.466	1.45%	1.778
燕京转债	103.4	0.68%	0.17%	84.585	18.816	22.24%	3.929
中鼎转债	108.5	0.74%	0.55%	88.738	19.762	22.27%	4.255
中海转债	99.49	0.50%	1.81%	81.033	18.457	22.78%	5.726
中行转债	96.32	0.83%	3.23%	87.189	9.131	10.47%	4.562

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下降，由于市场震荡下跌，使得债性有所增强，但转债市场债性仍比较强；11月11日，转债市场平均纯债溢价率为17.49%，比前周的19.38%有所减少，债性相对增强。目前转债市场债性相对适中，除澄星转债、工行转债、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，唐钢转债到期收益率为4.76%，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，但即将到期，中行转债收益率也为正，为3.23%，相对上周有所增加，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0.7%，相比上周增加，这些转债属收益率品种，在多头市场可积极配置。工行转债、美丰转债属于偏股型。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。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-16.82%，但债券价格与价值较为接近，股性比较显著，目前转股比例比较高，超过50%，但由于剩余年限不长，仅在半年左右，建议投资者择机抛售或转股，不适宜长期持有。新钢等转债的债券溢价低于10%，为1.45%，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

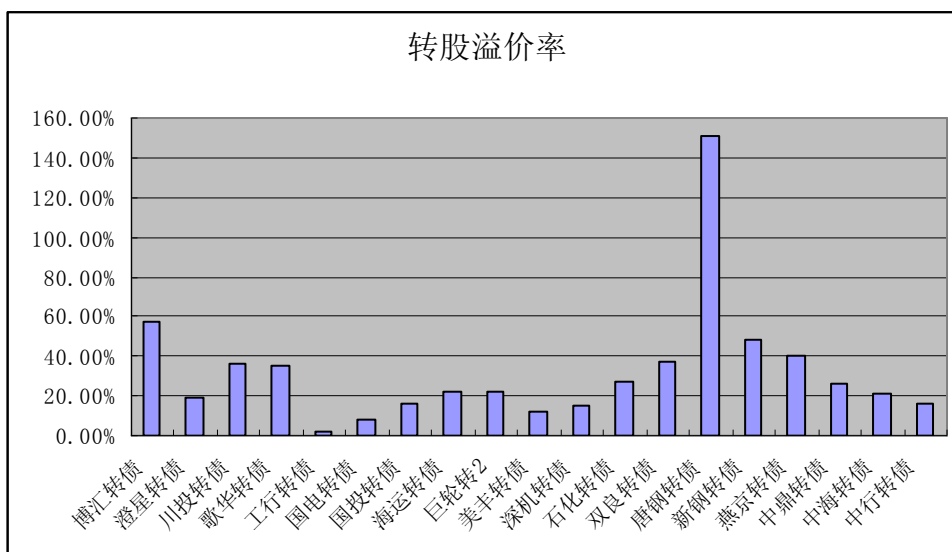
表 4 可转债转股价值评价（11 月 11 日）

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	101.29	10.29	9.72	64.53	36.76	56.97%	28.82
澄星转债	118	10.53	9.50	99.43	18.57	18.68%	193.54
川投转债	99.78	17.26	5.79	73.17	26.61	36.36%	43.52
歌华转债	97.94	14.99	6.67	72.51	25.43	35.06%	69.55
工行转债	110	3.97	25.19	108.06	1.94	1.79%	9.29
国电转债	106.82	2.67	37.45	98.88	7.94	8.03%	21.13
国投转债	102.58	7.12	14.04	88.62	13.96	15.75%	43.66
海运转债	103.9	4.54	22.03	85.02	18.88	22.20%	56.76
巨轮转 2	103.112	8.09	12.36	84.42	18.69	22.13%	41.71
美丰转债	121.84	7.26	13.77	108.82	13.02	11.97%	22.47
深机转债	98.5	5.66	17.67	85.34	13.16	15.43%	17.86
石化转债	100.02	9.5	10.53	78.95	21.07	26.69%	13.73
双良转债	102.58	13.63	7.34	74.84	27.74	37.07%	101.98
唐钢转债	108.146	9.36	10.68	43.06	65.09	151.18%	67.48
新钢转债	102.41	8.04	12.44	68.91	33.50	48.62%	37.43
燕京转债	103.4	21.66	4.62	73.55	29.85	40.59%	34.56
中鼎转债	108.5	12.66	7.90	85.86	22.64	26.37%	30.52
中海转债	99.49	8.7	11.49	82.41	17.08	20.72%	36.14
中行转债	96.32	3.59	27.86	83.29	13.03	15.65%	9.88

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，如果市场反弹，转债偏股的属性就有所增强，若转债涨幅比较大于正股，说明投资者预期看好后市。上周正股市场震荡下跌，转债市场平均转股溢价率为 32.17%，比前周转股溢价率 32.08% 相对有所增加，转债市场股性并没有减弱，反而有所增强，说明投资者看好后市，调整是短暂的。目前工行转债、美丰转债属于偏股型，其中工行转债转股溢价率为 1.79%，与标的股票有较强联动性，属于低风险高报酬品种，美丰转债、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、较强债性的特点，如果市场持续反弹，可能会呈现强股性、弱债性的格局。

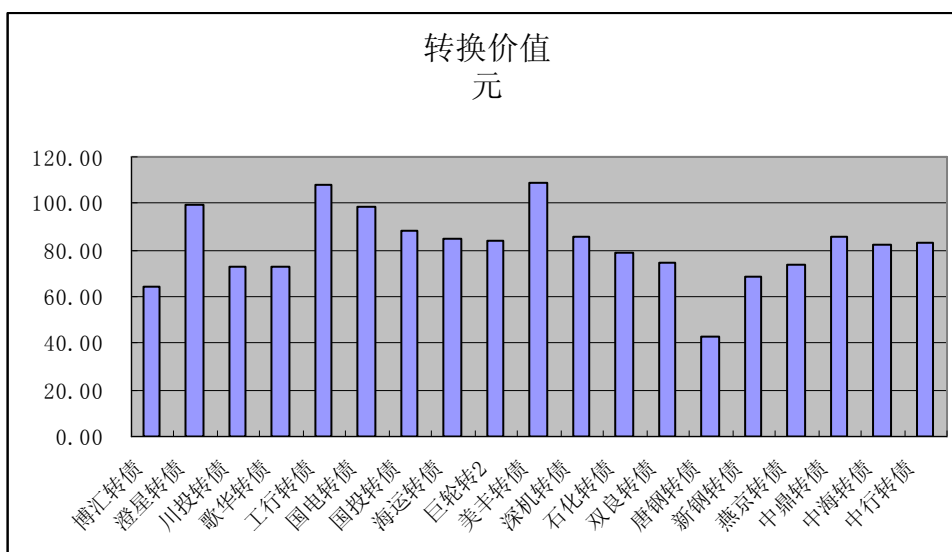
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

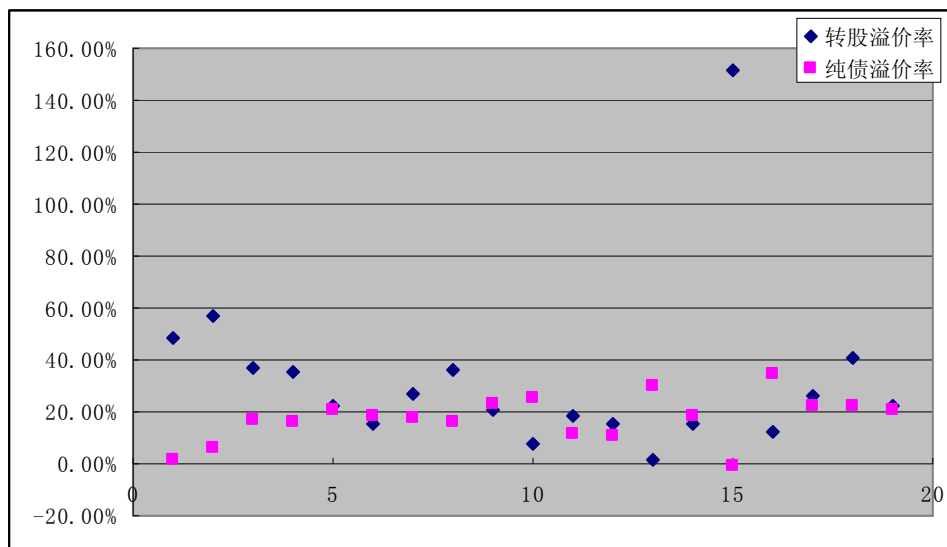
目前转换价值在 70 元左右的转债转股溢价率平均为 37.34%，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 18.18%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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

10 月消费者物价指数(CPI)趋于下行，生产者物价指数(PPI)也是持续回落，尽管通胀压力减缓，为货币政策的转向提供了宽松的环境。但整体宽松短期内也不大现实，结构性宽松可能成为预期，一旦货币政策转向，有利于 A 股市场的企稳回升。更主要的是，关于分红政策、创业板的小额融资制度等，也为市场提供了积极的信息。近期 A 股市场有望保持强势，震荡上行是主基调。海外方面，欧洲债务危机达成一致的解决方案，但能否持续出现根本性转机还有待观察。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。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在。可转债市场上周处于回调，这是连续四周反弹的回调很正常，如果股票市场能够持续反弹，结构性机会仍然可期。目前 A 股市场上有压力、下有支撑，估计这波反弹仍将持续，投资者可把握市场结构转换，在细分周期性行业挖掘个股价值重估机会，如新能源、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

名称	转股溢价率	纯债溢价率	类型	估值
新钢转债	48.62%	1.45%	偏债型	高估
博汇转债	56.97%	6.33%	偏债型	高估
双良转债	37.07%	17.04%	平衡型	高估

歌华转债	35.06%	15.99%	平衡型	高估
海运转债	22.20%	20.90%	平衡型	合理
国投转债	15.75%	18.17%	平衡型	合理
石化转债	26.69%	18.03%	平衡型	高估
川投转债	36.36%	15.91%	平衡型	高估
中海转债	20.72%	22.78%	平衡型	高估
国电转债	8.03%	25.31%	平衡型	合理
澄星转债	18.68%	11.53%	平衡型	合理
中行转债	15.65%	10.47%	平衡型	合理
工行转债	1.79%	30.29%	偏股型	低估
深机转债	15.43%	18.70%	平衡型	合理
唐钢转债	151.18%	-0.60%	偏债型	高估
美丰转债	11.97%	34.89%	偏股型	合理
中鼎转债	26.37%	22.27%	平衡型	高估
燕京转债	40.59%	22.24%	平衡型	高估
巨轮转 2	22.13%	20.69%	平衡型	高估

资料来源：东北证券和 WIND 系统

上周转债的回调是对连续四周可转债市场上涨的修正，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，11 月 11 日中国重工董事会通过预案拟发行 80.5 亿可转债，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。转债连续上涨以后，不排除短期的调整。投资者投资可转债，是为了希望正股上涨而获得转股收益，石化转债上周收盘回到面值以上，这为其石化转债 2 发行提供了可能，否则就要修正转股价。如果市场持续反弹，转债有望继续反弹，投资者可根据正股把握结构性转债的投资机会，特别是偏股性转债的投资价值，估计市场有望反弹，投资者可审慎把握其中的转债机会。

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
600356.SH	恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5.00	2010-12-11	2010-12-30	制造业
600269.SH	赣粤高速	股东大会通过	23	6.00	2011-5-4	2011-5-19	交通运输、仓储业
600016.SH	民生银行	股东大会通过	200	6.00	2011-2-26	2011-5-5	金融、保险业
600028.SH	中国石化	股东大会通过	300	6.00	2011-8-29	2011-10-13	采掘业
601989.SH	中国重工	董事会预案	80.5015	6.00	2011-11-11		制造业

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×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。