

转债平均价格回归面值以上，需关注短线风险
——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2012 年 1 月 30 日

投资要点：

1、春节前一周沪深市场持续反弹，截至 1 月 20 日沪深 300 指数收于 2504.09 点，周涨幅为 4.58%。中信标普转债指数收于 2585.75 点，周上涨 1.78%。转债市场上周成交金额为 52.65 亿元，较前一交易周的 67.798 亿元有所萎缩，其中工行转债成交 10.51 亿元，中行转债成交 8.837 亿元，石化转债成交 18.79 亿元，而中鼎转债周成交额只有 378.326 万元，隐含转债流动性的差异。上周转债呈价增量减的态势，各只转债平均成交 2.92 亿。

2、上周除新钢转债持平外其余可转债全线上涨，可转债平均上涨了 1.55%，而可转债正股平均上涨了 2.86%，可转债表现可圈可点，其中海运转债、中海转债分别上涨 3.70%、3.38%，中海转债正股上涨了 8.05%，唐钢转债由于偏债的缘故只上涨了 0.05%，博汇转债上涨 0.11%，转债平均价格为 101.40 元，平均值又回到面值以上，转债的春天似乎又来临。

3、转债整体上呈弱股性、较强债性特点，截止 1 月 20 日平均纯债溢价率为 12.1%，比前周的 10.08% 有所增加，但债性仍比较强；平均转股溢价率为 42.19%，比前周转股溢价率 44.44% 相对有所减少，但股性仍比较弱，工行转债、石化转债、国电转债属于偏股型，其中工行转债转股溢价率为 0.71%，石化转债转股溢价率为 0.77%，与标的股票有较强联动性，属于低风险高报酬品种。而唐钢转债、博汇转债、新钢转债等属于偏债性，大部分转债属于平衡性。转债纯债到期收益率平均为 2.65%，相比上周 2.96% 略微减少，大部分转债市场价格低于理论价格，具备投资价值。

4、目前对经济的担忧主要源于欧债问题相对复杂性和不确定性，伊朗问题的加剧有可能导致油价上涨，使得世界经济 2012 年更加扑朔迷离。春节后的一周市场可能调整，投资者要谨慎。转债大幅供给是目前可转债市场的主要风险点，投资者可把握股市走势的拐点，关注偏股性转债的投资价值和大盘转债的申购机会。

可转债价值评价(1 月 20 日)

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	估值
新钢转债	30.78%	-1.33%	高估
博汇转债	79.10%	-0.28%	高估
歌华转债	75.57%	11.06%	高估
海运转债	39.29%	10.62%	合理
国投转债	16.33%	13.56%	合理
石化转债	0.77%	24.05%	低估
川投转债	40.35%	8.70%	高估
中海转债	31.55%	15.48%	高估
国电转债	4.11%	25.62%	合理
澄星转债	50.42%	-0.36%	合理
中行转债	15.86%	10.10%	合理
工行转债	0.71%	28.56%	低估
深机转债	23.60%	13.83%	合理
唐钢转债	164.08%	-1.43%	高估
美丰转债	11.61%	16.39%	合理
中鼎转债	32.69%	17.95%	高估
燕京转债	64.15%	18.35%	高估
巨轮转 2	35.94%	10.23%	高估

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)20361161

FAX: (8621)63373209

E-mail: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市浦东新区源深路 305 号 4 楼

邮编 200135

转债平均价格回归面值以上，需关注短线风险——可转债周报

一、上周可转债市场回顾

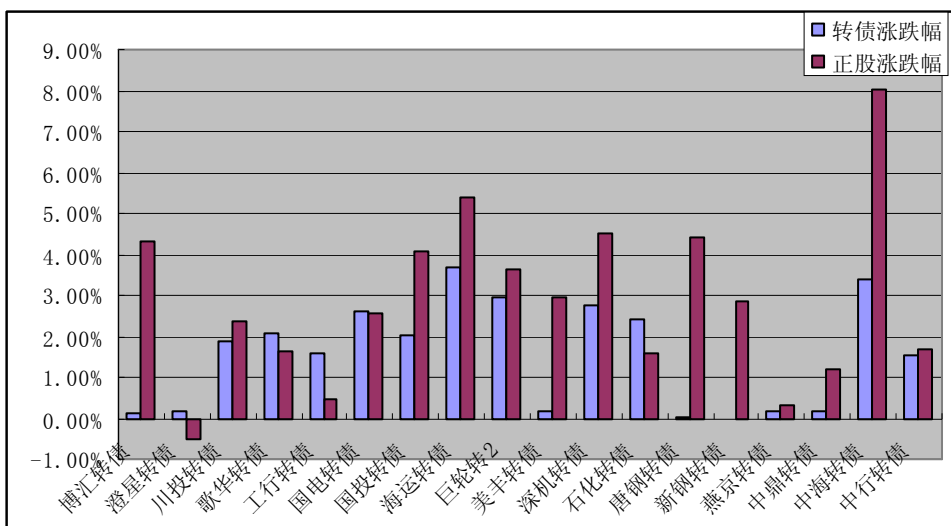
春节前一周沪深市场大幅度震荡反弹，截至 2012 年 1 月 20 日沪深 300 指数收于 2504.09 点，周涨幅为 4.58%。相对而言，转债指数涨幅比较小，截止 1 月 20 日，中信标普转债指数收于 2585.75 点，周上涨 1.78%。

表 1 可转债市场交易情况（2012 年 1 月 16 日 - 1 月 20 日）

代码	名称	收盘价	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)
110007.SH	博汇转债	96.60	0.11%	4.32%	51,849.00	5,002.48	59,577.23
110078.SH	澄星转债	106.28	0.17%	-0.53%	4,224.00	448.15	36,351.76
110016.SH	川投转债	95.38	1.90%	2.36%	79,340.00	7,452.69	33,726.57
110011.SH	歌华转债	94.87	2.07%	1.63%	44,600.00	4,174.96	73,194.79
113002.SH	工行转债	110.60	1.56%	0.46%	964,610.00	105,147.53	128,817.93
110018.SH	国电转债	109.18	2.61%	2.56%	316,530.00	34,094.62	7,819.27
110013.SH	国投转债	100.48	2.01%	4.06%	134,947.00	13,433.44	25,458.68
110012.SH	海运转债	96.03	3.70%	5.39%	92,835.00	8,724.33	26,054.62
129031.SZ	巨轮转 2	95.95	2.97%	3.63%	10,291.50	969.39	11,044.87
125731.SZ	美丰转债	107.00	0.19%	2.96%	14,666.10	1,560.97	74,602.43
125089.SZ	深机转债	96.30	2.77%	4.50%	23,896.30	2,272.00	7,572.48
110015.SH	石化转债	107.14	2.43%	1.57%	1,781,713.00	187,963.09	9,099.18
110009.SH	双良转债	97.12	0.00%	2.58%	0.00	0.00	5,055.97
125709.SZ	唐钢转债	106.75	0.05%	4.44%	176,035.20	18,763.89	2,590.79
110003.SH	新钢转债	101.00	0.00%	2.87%	158,538.00	15,997.35	7,248.28
126729.SZ	燕京转债	101.93	0.18%	0.30%	218,540.80	22,212.80	158,479.18
125887.SZ	中鼎转债	106.59	0.18%	1.19%	3,550.60	378.33	12,541.99
110017.SH	中海转债	95.41	3.38%	8.05%	101,625.00	9,475.77	36,920.16
113001.SH	中行转债	97.79	1.54%	1.68%	914,816.00	88,379.43	40,808.37

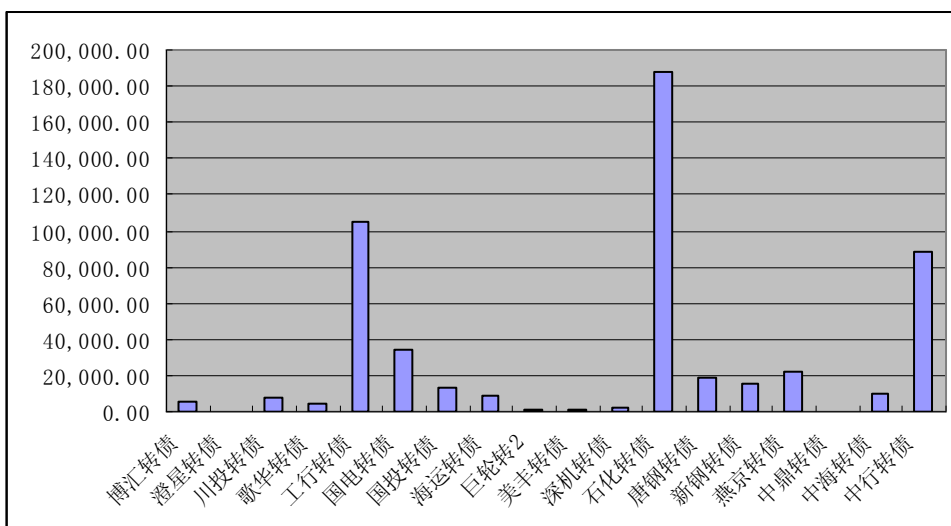
资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

上周 A 股市场连续 2 周大幅度反弹，受其影响，除新钢转债持平外其余可转债全线上涨，双良转债停牌，可转债平均上涨了 1.55%，而可转债正股平均上涨了 2.86%，可转债上涨不及正股，但可转债表现可圈可点，连续两周上涨，反映在市场反弹阶段可转债的特点，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，尽管可转债上涨不如正股，其中，海运转债、中海转债分别上涨 3.70%、3.38%，中海转债正股上涨了 8.05%，唐钢转债由于偏债的缘故只上涨了 0.05%，博汇转债上涨 0.11%，转债跟随正股的上涨而终于反弹，多只转债从跌破面值已经回升到面值以上，截止 1 月 20 日，转债平均价格为 101.40 元，相对于上周平均价格 99.90 元有所增加，平均值又回到面值以上。债性比较强的转债受正股影响不大，如唐钢转债，部分股性比较强的转债，受正股上涨影响的而反弹幅度比较大。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、石化转债，尽管目前转债经过估值泡沫挤压，风险得到释放，长期看具备投资价值，但短期风险投资者不可忽视。



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

图1 正股与可转债涨跌幅比较

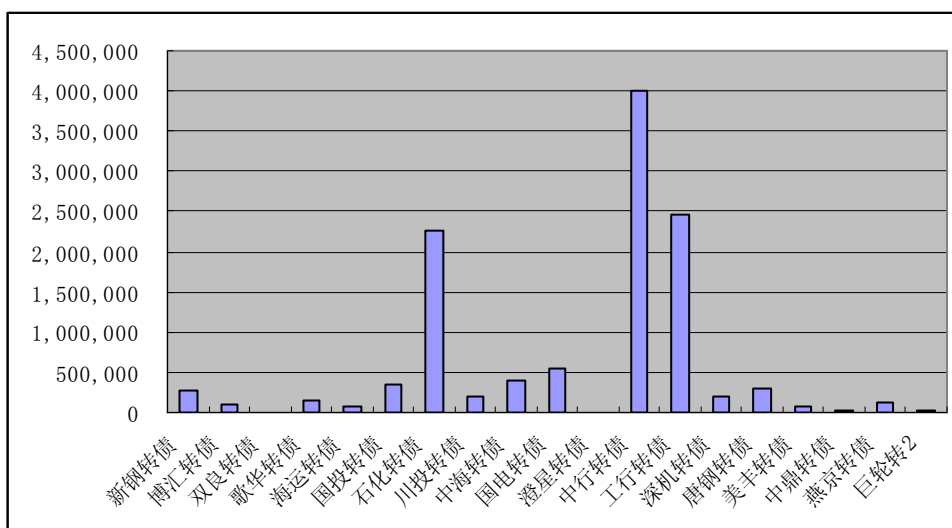


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

图2 可转债成交金额比较 (万元)

转债市场上周总共成交 5092607.5 手转债，周成交金额为 52.65 亿元，较前一交易周的 67.798 亿元有所下降，转债在市场连续调整下回调基本到位，成交量有所反弹，鉴于债券市场已经见底，存款准备金率下调，债市可能会进入一波小牛市，转债市场也基本进入牛市的概率比较大，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，投资转债的机会成本在于把握股市上涨的时间点和克服不确定性。上周正股反弹，但转债指数整体表现尚可，反映投资者对后市预期的相对乐观，但短期转债的风险值得关注。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 10.51 亿元，中行转债的周成交额达到 8.837 亿元，石化转债成交 18.79 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；而国电转债成交 3.409 亿，国投转债成交 1.3437 亿，新钢转债成交 1.599 亿，唐钢转债成交 1.7876 亿，其他转债成交都在 1 亿元以下，相对比较小，而中鼎转债周成交额只有可怜的 378.326 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。上周转债呈现价增量减的态势，各只转债平均成交 2.92 亿，相对于前

一周的 3.76 亿有所萎缩。



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

图 3 可转债余额比较 (万元)

表 2 上周可转债转股情况

代码	名称	交易日期	累计转股数量(万股)	当日转股数量(万股)	累计转股比例(%)
113002.SH	工行转债	2012-1-16	7,934.32	1,250.17	1.26
113002.SH	工行转债	2012-1-17	11,105.02	3,170.70	1.76
113002.SH	工行转债	2012-1-18	12,085.50	980.48	1.92
113002.SH	工行转债	2012-1-19	12,191.54	106.05	1.94
110015.SH	石化转债	2012-1-16	4,420.23	143.12	1.40
110015.SH	石化转债	2012-1-17	5,706.11	1,285.88	1.81
110015.SH	石化转债	2012-1-18	5,857.44	151.33	1.85
110015.SH	石化转债	2012-1-19	5,857.45	0.01	1.85
110009.SH	双良转债	2012-1-20	0.97	0.15	0.02
代码	名称	变动日期	变动后	本次变动	变动前
125089.SZ	深机转债	2012-1-20	199,995.52	-4.00	199,999.52
125089.SZ	深机转债	2012-1-18	199,999.52	-0.36	199,999.88
125089.SZ	深机转债	2012-1-17	199,999.88	-0.12	200,000.00
126729.SZ	燕京转债	2012-1-20	112,998.69	-0.12	112,998.81

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

工行转债1月19日转股106.05万股，累计转股数量为12,191.54万股，累计转股比例为1.94%；石化转债于1月17日转股1285.88万股，截止1月19日，累计转股数量为5857.45万股，累计转股比例为1.85%。深机转债已转股4.48万元，债券余额为199995.52万元，余额占比99.99%。燕京转债已转股1.31万元，债券余额为112998.69万元，余额占比99.99%。澄星转债即将于2012-05-10日进入到到期日，除双良转债的余额仅为2605万元，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。

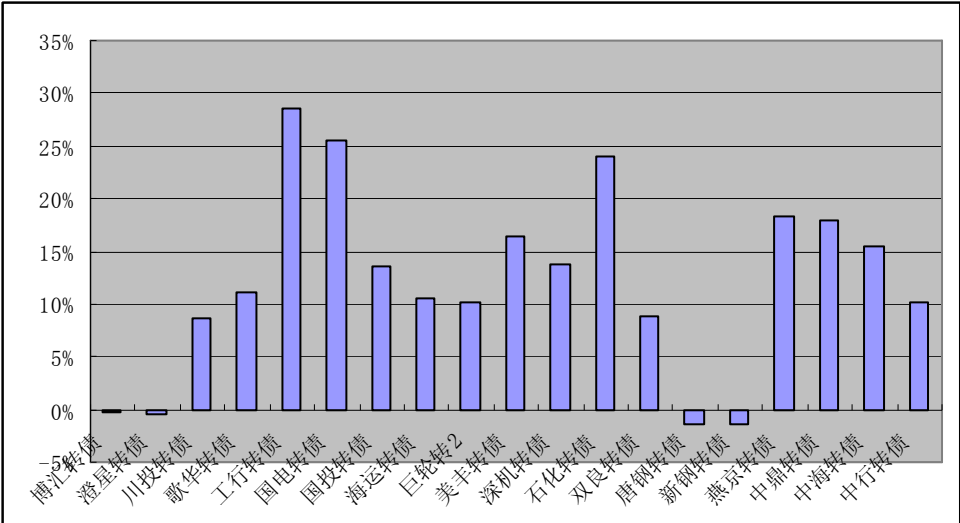
二、可转债价值评价

表 3 可转债债券价值（1 月 20 日）

名称	收盘价	当期收益率	纯债到期收益率	纯债价值	纯债溢价	纯债溢价率	剩余期限(年)
博汇转债	96.60	1.45%	5.09%	96.87	-0.27	-0.28%	2.68
澄星转债	106.28	2.54%	4.46%	106.66	-0.38	-0.36%	0.30
川投转债	95.38	0.52%	3.69%	87.74	7.64	8.70%	5.17
歌华转债	94.87	0.84%	3.10%	85.42	9.45	11.06%	4.85
工行转债	110.60	0.63%	-0.30%	86.03	24.57	28.56%	4.62
国电转债	109.18	0.46%	1.11%	86.92	22.26	25.62%	5.58
国投转债	100.48	0.50%	2.71%	88.48	12.00	13.56%	5.02
海运转债	96.03	0.94%	2.63%	86.81	9.22	10.62%	3.97
巨轮转 2	95.95	0.83%	3.07%	87.04	8.91	10.23%	4.50
美丰转债	107.00	0.93%	0.48%	91.93	15.07	16.39%	3.37
深机转债	96.30	0.62%	2.91%	84.60	11.70	13.83%	5.49
石化转债	107.14	0.47%	0.95%	86.37	20.77	24.05%	5.10
双良转债	97.12	0.82%	2.45%	89.19	7.93	8.89%	3.29
唐钢转债	106.75	1.87%	5.47%	108.30	-1.55	-1.43%	0.90
新钢转债	101.00	2.38%	5.24%	102.36	-1.36	-1.33%	1.59
燕京转债	101.93	0.69%	0.57%	86.13	15.80	18.35%	3.74
中鼎转债	106.59	0.75%	1.03%	90.37	16.22	17.95%	4.06
中海转债	95.41	0.52%	2.66%	82.62	12.79	15.48%	5.53
中行转债	97.79	0.82%	3.01%	88.82	8.97	10.10%	4.37

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，由于市场震荡反弹，转债债性并没有减弱，2012 年 1 月 20 日，转债市场平均纯债溢价率为 12.1%，比前周的 10.08% 有所增加，但债性仍比较强。目前转债市场债性相对比较高，除工行转债的到期收益率为负值即 -0.3% 外，其余转债到期收益率成为正值，其中唐钢转债的债性最强，属于偏债性，其到期收益率为 5.47%，为最高，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，新钢转债到期收益率为 5.24%，中行转债收益率也为正，为 3.01%，所有转债的纯债到期收益率平均为 2.65%，相比上周 2.96% 略微减少，这些转债属收益率品种，在多头市场可积极配置。工行转债、石化、国电转债属于偏股型。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，几乎所有转债价格均略高于或大幅低于其债券价值，下跌空间均不大，属于低风险及收益率品种，工行转债的收益率水平为负值，债券价格与价值较为接近，而澄星转债由于剩余年限不长，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、唐钢等转债的债券溢价为负值，分别为 -1.33%、-1.43%，转债价格接近债券价值，下跌空间有限，属于低风险投资品种。可以说，目前转债的债券属性相对比较强，债性支撑保护作用比较大，风险比较小。



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

图 4 可转债纯债溢价率比较

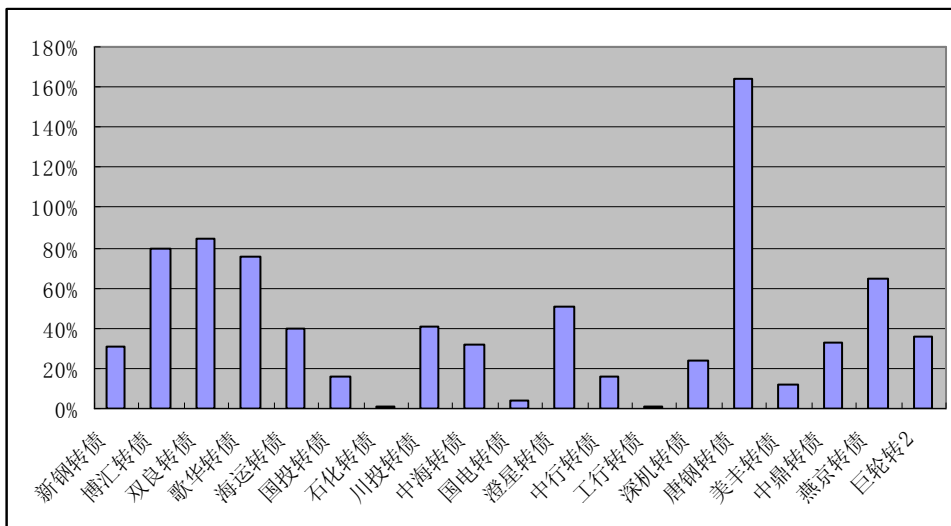
表 4 可转债转股价值评价（2012 年 1 月 20 日）

名称	收盘价	转股价格	转股比例	转换价值	转股溢价	转股溢价率	转股市盈率
新钢转债	101.00	6.50	15.38	77.23	23.77	30.78%	29.84
博汇转债	96.60	10.29	9.72	53.94	42.66	79.10%	27.48
双良转债	97.12	13.63	7.34	52.60	44.52	84.62%	96.55
歌华转债	94.87	14.99	6.67	54.04	40.83	75.57%	67.37
海运转债	96.03	4.54	22.03	68.94	27.09	39.29%	52.46
国投转债	100.48	7.12	14.04	86.38	14.10	16.33%	42.76
石化转债	107.14	7.28	13.74	106.32	0.82	0.77%	11.27
川投转债	95.38	17.26	5.79	67.96	27.42	40.35%	41.60
中海转债	95.41	8.70	11.49	72.53	22.88	31.55%	34.66
国电转债	109.18	2.67	37.45	104.87	4.31	4.11%	21.59
澄星转债	106.28	10.53	9.50	70.66	35.62	50.42%	174.32
中行转债	97.79	3.59	27.86	84.40	13.39	15.86%	10.03
工行转债	110.60	3.97	25.19	109.82	0.78	0.71%	9.34
深机转债	96.30	5.66	17.67	77.92	18.39	23.60%	17.46
唐钢转债	106.75	7.57	13.21	40.42	66.33	164.08%	53.87
美丰转债	107.00	7.26	13.77	95.87	11.13	11.61%	19.73
中鼎转债	106.59	12.66	7.90	80.33	26.26	32.69%	29.99
燕京转债	101.93	21.66	4.62	62.10	39.83	64.15%	34.07
巨轮转 2	95.95	8.09	12.36	70.58	25.37	35.94%	38.81

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。上周正股市场震荡反弹，转债市场平均转股溢价率为 42.19%，比前周转股溢价率 44.44% 相对有所减少，转债市场股性仍比较弱。目前工行转

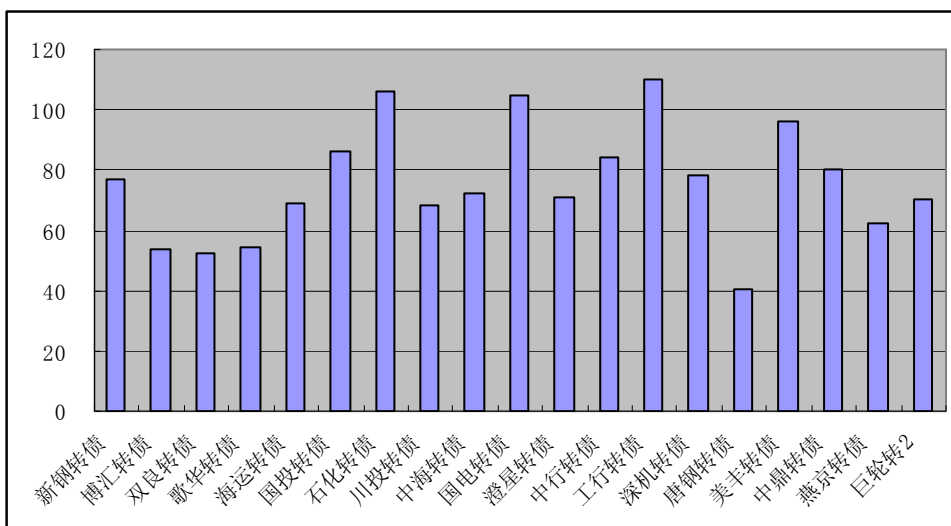
债、石化转债属于偏股型，其中工行转债转股溢价率为 0.71%，石化转债转股溢价率为 0.77%，与标的股票有较强联动性，属于低风险高报酬品种。国电转债的转股溢价率较低，为 4.11%，总体来说，工行转债、石化转债、国电转债的转换溢价均比较低，价格接近债券价值，下跌空间有限，且其股性较强，属于潜力报酬投资品种，如果市场上涨，回报可观，适合投资者参与配置。唐钢转债、博汇转债、新钢转债属于偏债性，大部分转债属于平衡型，其余转债的转股溢价都比较高，同时债券溢价也比较高，这类转债不宜作为安全配置的考虑。整体来说，在目前震荡的大环境下，上周转债市场表现为弱股性、较强债性的特点，如果市场上涨，可能会呈现强股性、弱债性的格局。



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

图 5 转股溢价率比较

目前转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 21.63%，转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 1.86%，投资价值突出。如果转债估值进一步下降，则债性增强，股性减弱。若市场上涨，预期看好，则转债估值结构是股性增强、债性减弱。



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

图 6 可转债转换价值比较

目前转债平均隐含波动率在 18.61%左右，估值相对有吸引力。双良转债和澄星转债的隐含波动率较高，分别为 41.93%、44.62%。可以说，转债市场估值已处于相对历史低位，隐含波动率比较低，债性比较强，

纯债价值对转债支撑保护功能比较强，风险相对比较小。

三、可转债投资策略与建议

沪深股市春节前 2 周连续上涨，目前市场对经济的担忧主要源于欧债问题相对复杂性和不确定性，伊朗问题有可能导致油价上涨，在某种程度上打击国际经济。这使得世界经济 2012 年更加艰难，前途迷茫，各家投行都普遍下调了经济增长预期。2012 年中国宏观经济有可能处于调整期，央行实施稳健的货币政策，不排除存准率下调，货币政策有可能结构性放松，稳增长将成为宏观政策主要任务。上周股指的大幅度反弹在某种程度上扭转了市场的颓势，但春节后的一周市场可能调整，投资者要谨慎，可适当关注新兴产业等题材以及高分红和年报预增以及大盘蓝筹的个股投资机会。在政策面相对偏好的背景下，股指再度向下调整的空间有限，维持底部区域箱体震荡的概率较大。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在。可转债市场上周表现不及正股，转债上涨幅度小于正股，但整体尚可，如果股票市场能够再度反弹，结构性机会仍然可期。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，如工行、石化和国电转债，但也要控制风险。

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	30.78%	-1.33%	偏债型	高估
博汇转债	79.10%	-0.28%	偏债型	高估
双良转债	84.62%	8.89%	偏债型	/
歌华转债	75.57%	11.06%	偏债型	高估
海运转债	39.29%	10.62%	偏债型	合理
国投转债	16.33%	13.56%	平衡型	合理
石化转债	0.77%	24.05%	偏股型	低估
川投转债	40.35%	8.70%	偏债型	高估
中海转债	31.55%	15.48%	平衡型	高估
国电转债	4.11%	25.62%	偏股型	合理
澄星转债	50.42%	-0.36%	偏债型	合理
中行转债	15.86%	10.10%	平衡型	合理
工行转债	0.71%	28.56%	偏股型	低估
深机转债	23.60%	13.83%	平衡型	合理
唐钢转债	164.08%	-1.43%	偏债型	高估
美丰转债	11.61%	16.39%	平衡型	合理
中鼎转债	32.69%	17.95%	平衡型	高估
燕京转债	64.15%	18.35%	偏债型	高估
巨轮转 2	35.94%	10.23%	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，股市走势的不确定和转债大幅度供给等因素是可转债市场的主要风险点，2011 年 12 月 21 日中国平安董事会预案拟发行 260 亿可转债，12 月 3 日中信海直董事会预案拟发行 6.5 亿、6 年期限的可转债；中国重工公司发行可转换公司债券总额不超过人民币 80.5 亿元，期限为 6 年，票面利率不超过 3.0%。同仁堂董事会 11 月 15 日通过预案拟发行 12.05 亿转债，12 月 10 日南山铝业董事会预案拟发行 6 年期 60 亿元可转债，但市场担忧的是民生银行 200 亿转债，石化转债 2 发行 300

亿，累计达到 946 亿，接近 1000 亿元，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。但由于债券市场已经见底，如果市场反弹，转债投资机会凸显。投资者投资可转债，是为了希望正股上涨而获得转股收益，石化转债修正了转股价格，转股价格为 7.28 元，使得石化转债具备了投资价值，石化转债 2 发行有了可能。如果市场反弹，转债有望上涨，关键在于股市的拐点，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，目前投资者关键在于控制风险，中期可审慎把握转债结构性机会，同时关注大盘转债的上市申购机会。

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)	预案公告日	股东大会公告日
600219.SH	南山铝业	董事会预案	60	2011-12-10	
600356.SH	恒丰纸业	股东大会通过	4.5	2010-12-11	2010-12-30
000099.SZ	中信海直	董事会预案	6.5	2011-12-3	
600269.SH	赣粤高速	股东大会通过	23	2011-5-4	2011-5-19
600085.SH	同仁堂	股东大会通过	12.05	2011-11-15	2011-12-1
600016.SH	民生银行	股东大会通过	200	2011-2-26	2011-5-5
600028.SH	中国石化	股东大会通过	300	2011-8-29	2011-10-13
601989.SH	中国重工	股东大会通过	80.5015	2011-11-11	2011-11-29
601318.SH	中国平安	董事会预案	260	2011-12-21	

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

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。