

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangweil@ccnew.com

关注蓝筹品种

——可转债双周刊(2012年1月9日-1月20日)

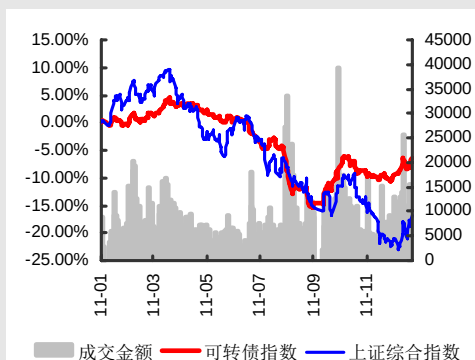
研究报告-债券研究

发布日期: 2012年1月31日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2585.75	2.65
上证综指	2319.12	7.20
深证成指	9466.14	9.63
上证国债	131.68	0.16
上证企债	148.72	0.28

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2012年1月20日, 一级市场待发行转债11只, 规模总计718.87亿元。
- 二级市场: 截止1月20日, 上证A股收至2319.12点, 期间大涨7.2%, 深证成指收至9466.14点, 期间上涨9.63%; 转债正股期间平均上涨6.39%; 所有转债均价101.4元, 平均上涨2.18%, 在反弹行情中, 转债表现弱于正股。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债成交120.44亿元, 成交延续放大态势。
- 估值: 全部转债平均转股溢价率39.83%, 较上期下降6个百分点, 平均纯债溢价率12.28%, 较上期回升3个百分点。从到期收益率角度看, 目前仅有工行转债到期收益率为-0.31%, 其余品种到期收益率均大于零。

● 下一阶段投资策略

- 本期A股市场能否延续反弹仍然存在较大的不确定性。市场普遍预期的春节期间降准并未如期兑现, 以及关于养老金入市的争论, 对资金面以及情绪面均构成负面影响。
- 因此, 对于转债的投资思路我们建议投资者采取稳健的策略。
- 具体品种选择方面, 建议投资者优选正股估值低, 且业绩有保障的品种, 同时转债具有转股溢价率偏低的特点, 建议关注工行转债、中海转债、石化转债、国电转债以及国投转债。
- 纯债溢价率小于零的品种, 仍可作为债券持有, 建议关注顺序为新钢转债、唐钢转债、博汇转债。

1 市场回顾

1.1 一级市场

截止2012年1月20日,一级市场待发行转债11只,规模总计718.87亿元。其中8只已获股东大会通过,规模总计645.05亿元。在上半年可能对转债二级市场构成冲击的主要为两只大盘品种——民生转债和石化转二。

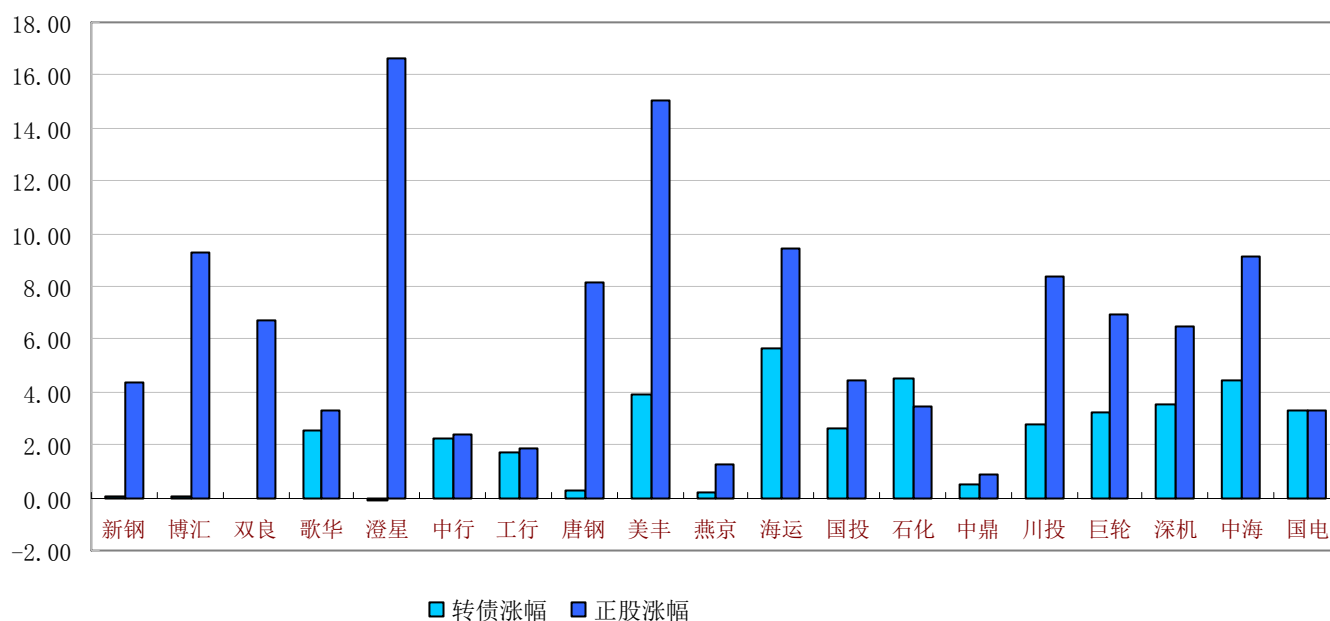
1.2 二级市场

本期A股市场强势反弹,截止1月20日,上证A股收至2319.12点,期间大涨7.2%,深证成指收至9466.14点,期间上涨9.63%;转债正股期间平均上涨6.39%;所有转债均价101.4元,平均上涨2.18%,在反弹行情中,转债表现弱于正股。

转债正股期间全面上涨。位于涨幅榜前三的品种分别为澄星股份、四川美丰、宁波海运,期间分别上涨16.61%、15.04%和9.44%;另外博汇纸业、川投能源、河北钢铁、中海发展几只个股期间表现也较好,涨幅均超过了8%;而前期表现较好的工商银行、中国银行和中国石化,本期则位于涨幅榜的末端,主要由于三只个股均为大盘蓝筹股,在反弹行情中因规模所限,弹性相对较小。

个券本期亦实现全线上涨,但是涨幅要弱于正股。位于涨幅榜前三的品种分别为海运转债、石化转债和中行转债,分别上涨5.62%、4.54%和4.47%。

图表 1: 转债及正股双周表现



资料来源: 中原证券, Wind

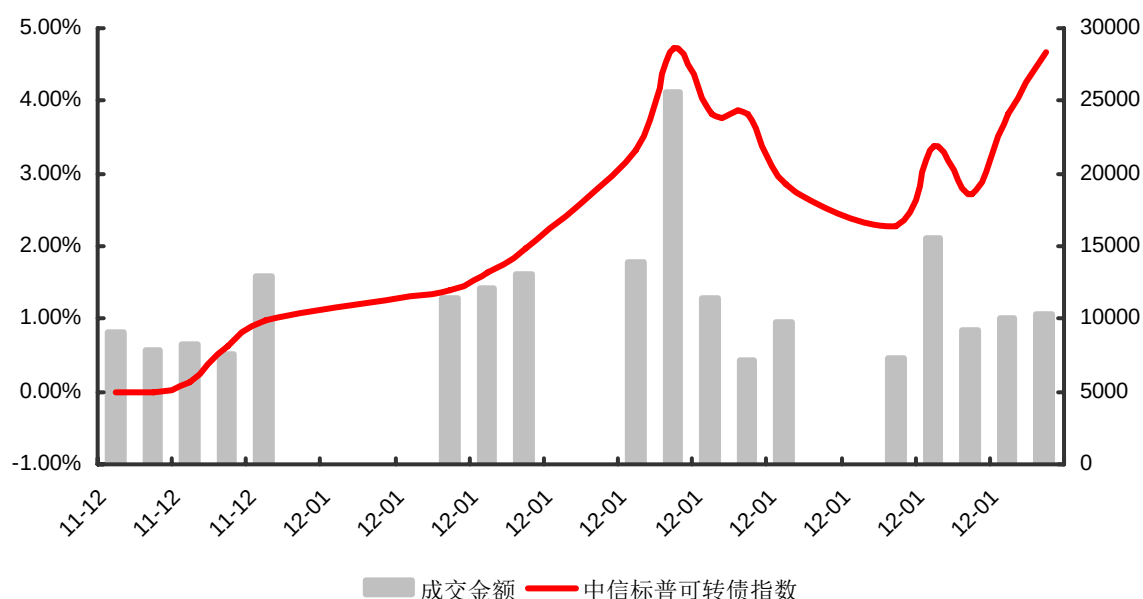
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

截止1月20日, 现有转债规模116262万张, 本期没有发生转股和回售。

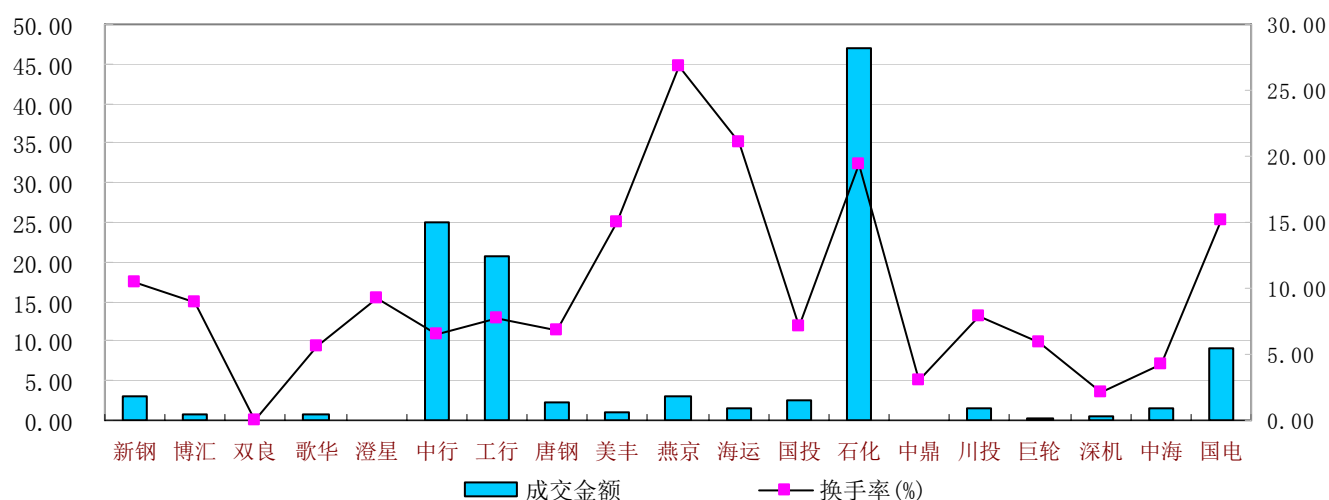
本期转债成交120.44亿元, 成交延续放大态势。过半品种成交均有所放量, 其中石化转债放量最为明显。石化转债期间转股溢价率曾一度达到了负值, 提升了转债的吸引力, 从而导致成交量大幅提升。

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

全部转债平均转股溢价率39.83%，较上期下降6个百分点，平均纯债溢价率12.28%，较上期回升3个百分点。可见，本期转债市场股性有所提升而债性有所减弱。从转债近一年平价溢价率和底价溢价率变动图看出，

纯债溢价率仍处于底部区域，转债市场整体债性比较强，平均转股溢价率处于中部区域，造成转股溢价率持续偏高的主要原因为偏债型品种占比较高，且部分品种已经完全丧失股性所致，而从偏股型品种看，目前的转股溢价率处于合理位置。

从到期收益率角度看，目前仅有工行转债到期收益率为-0.31%，其余品种到期收益率均大于零，显示转债市场整体仍处于低风险区域。

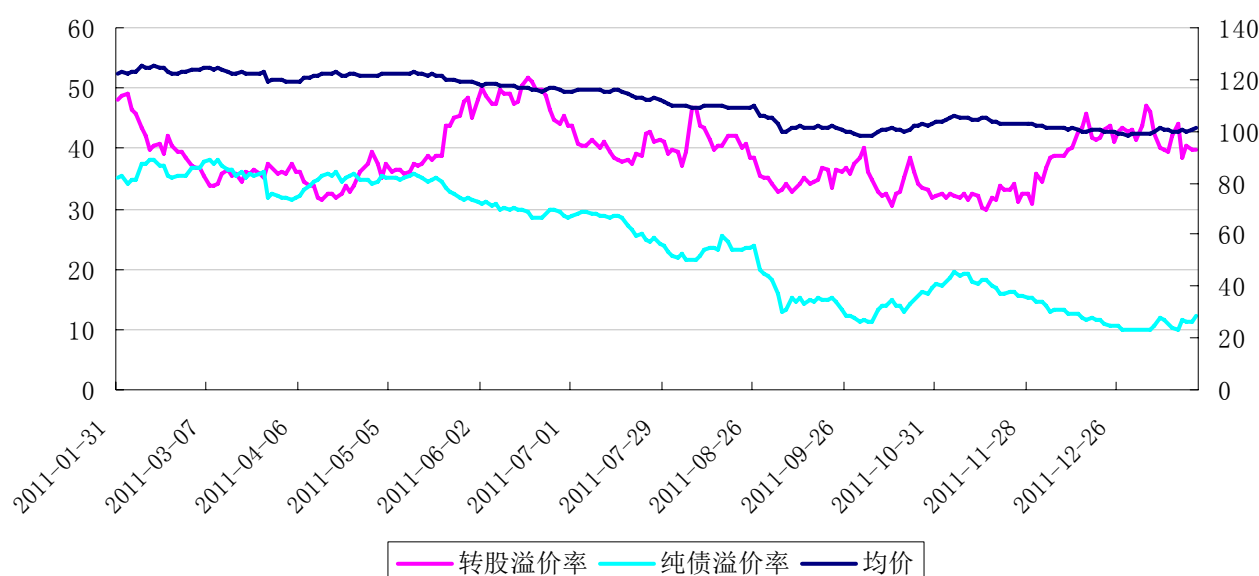
热点评述：

本期澄星股份位列正股涨幅榜第一，而澄星转债确成为表现最差品种，不涨反而微跌，形成了强烈反差。究其原因，转股溢价率高企是主因，前期澄星转债已经进入回售计数，尽管二级市场价格不断下跌，但回售价对转债二级市场价格构成支撑，使转股溢价率不断提升以致完全丧失股性，在本期澄星股份大幅反弹后，股价已经脱离回售触发价，显然短期内修正转股价已经不可能，回售价支撑作用不再，而尽管正股大幅反弹，转股溢价率仍高达50%以上，仍处于股性完全缺失状态，支撑转债价格的主导因素仍是债券价格。

从而可见，基于转债条款博弈也是存在一定风险的，而在当前转债市场整体债性较强的格局下，转债市场整体风险较低，参与条款博弈的意义就更小。我们近期也是一直建议投资者关注平衡型和偏股型品种。

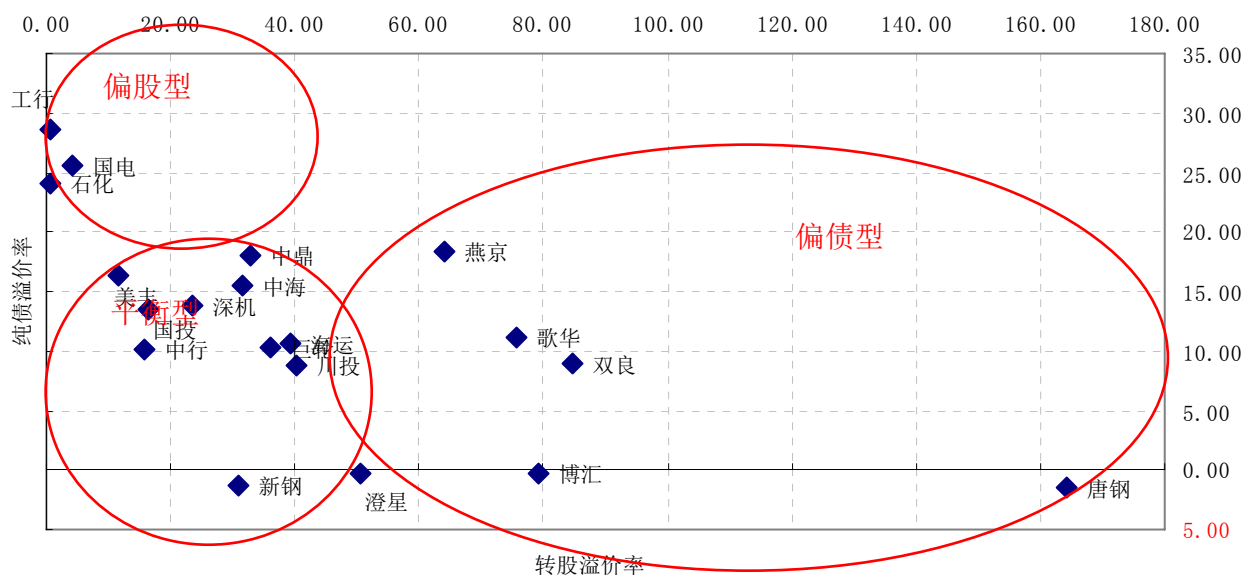
图表 4： 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位：%



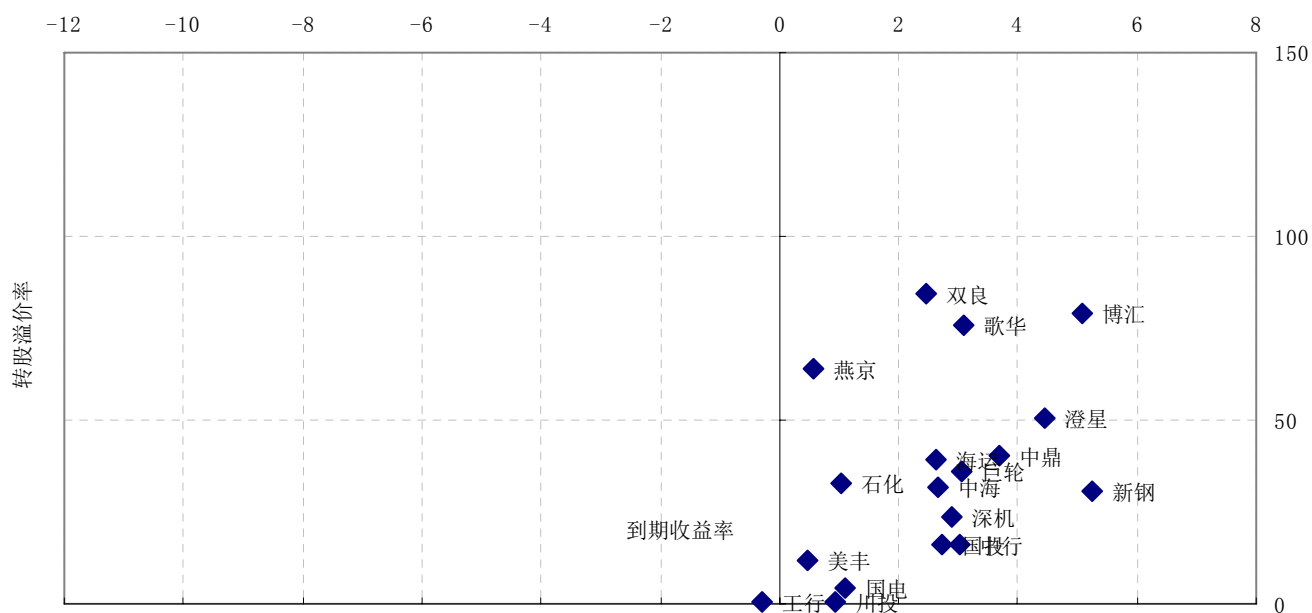
资料来源：中原证券，Wind

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

本期A股市场能否延续反弹仍然存在较大的不确定性。市场普遍预期的春节期间降准并未如期兑现，以及关于养老金入市的争论，对资金面和情绪面均构成负面影响。

因此，对于转债的投资思路我们建议投资者采取稳健的策略。

具体品种选择方面，建议投资者优选正股估值低，且业绩有保障的品种，同时转债具有转股溢价率偏低的特点，建议关注工行转债、中海转债、石化转债、国电转债以及国投转债。

纯债溢价率小于零的品种，仍可作为债券持有，建议关注顺序为新钢转债、唐钢转债、博汇转债。

3 下一阶段信息提示

- “燕京转债”的回售条款生效。回售价格：102元/张（含当期利息、税）；回售申报期：2012年1月30日至2012年2月3日；回售资金到账日：2012年2月10日。

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	1.59	6.5	15.38	2008-08-21	2013-08-20
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	2.68	10.29	9.72	2009-09-23	2014-09-23
双良转债	双良节能	7.2	0.26	3.29	13.63	7.34	2010-05-04	2015-05-04
歌华转债	歌华有线	16	16.00	4.85	14.99	6.67	2010-11-25	2016-11-25
澄星转债	澄星股份	4.4	1.04	0.30	10.53	9.50	2007-05-10	2012-05-10
中行转债	中国银行	400	399.99	4.37	3.59	27.86	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	247.43	4.62	3.97	25.19	2010-08-31	2016-08-31
唐钢转债	河北钢铁	30	30.00	0.90	7.57	13.21	2007-12-14	2012-12-13
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	3.37	7.26	13.77	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	11.30	3.74	21.66	4.62	2010-10-15	2015-10-14

海运转债	宁波海运	7.2	7.20	3.97	4.54	22.03	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	34.00	5.02	7.12	14.04	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	230.00	5.10	7.28	13.74	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	4.06	12.66	7.90	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	5.17	17.26	5.79	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转 2	巨轮股份	3.5	3.50	4.50	8.09	12.36	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	5.49	5.66	17.67	2011-07-15	2017-07-14
中海转债	中海发展	39.5	39.50	5.53	8.7	11.49	2011-08-01	2017-08-01

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	101.000	0.048	4.385	2.934	0.293	5.020	4.366	1.723	0.172
博汇转债	96.600	0.038	-3.860	0.844	0.084	5.550	9.252	1.699	0.170
双良转债	97.120	-0.032	-3.454	0.000	0.000	7.170	6.696	3.606	0.361
歌华转债	94.870	2.543	-5.255	0.838	0.084	8.100	3.316	6.469	0.647
澄星转债	106.280	-0.070	-1.625	0.103	0.010	7.440	16.614	15.948	1.595
中行转债	97.790	2.227	-2.721	25.116	2.512	3.030	2.365	11.702	1.170
工行转债	110.600	1.737	10.326	20.804	2.080	4.360	1.869	24.888	2.489
唐钢转债	106.750	0.246	5.013	2.174	0.217	3.060	8.127	13.576	1.358
美丰转债	106.998	3.877	6.360	1.006	0.101	6.960	15.041	7.777	0.778
燕京转债	101.930	0.216	1.742	3.088	0.309	13.450	1.280	8.365	0.837
海运转债	96.030	5.617	-4.005	1.413	0.141	3.130	9.441	1.349	0.135
国投转债	100.480	2.629	-0.015	2.409	0.241	6.150	4.414	6.094	0.609
石化转债	107.140	4.538	6.685	46.953	4.695	7.740	3.476	34.991	3.499
中鼎转债	106.590	0.532	5.836	0.097	0.010	10.170	0.893	1.469	0.147
川投转债	95.380	2.760	-5.039	1.552	0.155	11.730	8.410	3.466	0.347
巨轮转 2	95.950	3.264	-4.458	0.197	0.020	5.710	6.929	0.615	0.062
深机转债	96.300	3.535	-4.012	0.392	0.039	4.410	6.522	1.130	0.113

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	101.00	102.36	-1.33	5.24	77.23	30.78	偏债型	偏债型
博汇转债	96.60	96.87	-0.28	5.09	53.94	79.10	偏债型	偏债型
双良转债	97.12	89.19	8.89	2.45	52.60	84.62	偏债型	偏债型
歌华转债	94.87	85.42	11.06	3.10	54.04	75.57	偏债型	偏债型
澄星转债	106.28	106.66	-0.36	4.46	70.66	50.42	偏债型	偏债型

中行转债	97.79	88.82	10.10	3.01	84.40	15.86	偏债型	偏债型
工行转债	110.60	86.03	28.56	-0.30	109.82	0.71	偏股型	偏股型
唐钢转债	106.75	108.30	-1.43	5.47	40.42	164.08	偏债型	偏债型
美丰转债	107.00	91.93	16.39	0.48	95.87	11.61	平衡型	平衡型
燕京转债	101.93	86.13	18.35	0.57	62.10	64.15	偏债型	偏债型
海运转债	96.03	86.81	10.62	2.63	68.94	39.29	偏债型	偏债型
国投转债	100.48	88.48	13.56	2.71	86.38	16.33	平衡型	平衡型
石化转债	107.14	86.37	24.05	0.95	106.32	0.77	偏股型	偏股型
中鼎转债	106.59	90.37	17.95	1.03	80.33	32.69	平衡型	平衡型
川投转债	95.38	87.74	8.70	3.69	67.96	40.35	偏债型	偏债型
巨轮转 2	95.95	87.04	10.23	3.07	70.58	35.94	偏债型	偏债型
深机转债	96.30	84.60	13.83	2.91	77.92	23.60	偏债型	偏债型
中海转债	95.41	82.62	15.48	2.66	72.53	31.55	偏债型	偏债型

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
601989.SH	中国重工	股东大会通过	146.67	80.5	6	2011/11/11	2011/11/29	机械
600028.SH	中国石化	股东大会通过	1,539.46	300	6	2011/8/29	2011/11/13	石油和天然气开采业
600085.SH	同仁堂	股东大会通过	13.02	12.05	5	2011/11/15	2011/12/1	医药制造业
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
000099.SH	中信海直	董事会预案	5.13	6.5	6	2011/12/3		航空运输业
002001.SZ	南山铝业	董事会预案	19.3	60	6	2011/12/10		金属非金属与采矿

资料来源：中原证券，Wind

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师资格。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。

免责条款

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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。