

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangwei1@ccnew.com

转债相对抗跌

——可转债双周刊（2012 年 3 月 12 日-3 月 23 日）

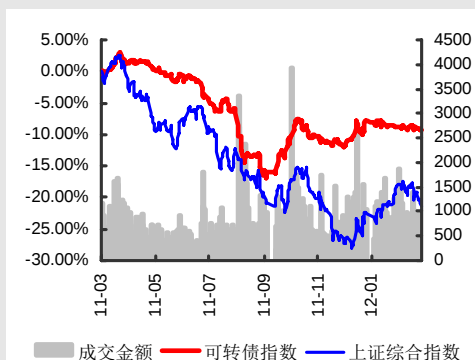
研究报告-债券研究

发布日期: 2012 年 3 月 27 日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2543.92	(0.71)
上证综指	2349.54	(3.69)
深证成指	9885.25	(4.35)
上证国债	132.33	0.15
上证企债	150.41	0.25

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: 恒丰纸业可转债发行, 久立特材董事会预案拟发行可转债。
- 二级市场: 上证 A 股收至 2349.54 点, 下跌 3.69%, 深证成指收至 9885.25 点, 期间下跌 4.35%; 转债正股期间平均下跌 2.75%; 所有转债均价 102.72 元, 平均微幅下跌 0.26%。在正股市场下跌过程中, 可转债市场体现了较好的防御属性。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债成交 76.58 亿元, 较上期略有萎缩。成交萎缩主要源于三只大盘品种以及国电转债本期成交金额大幅下降所致, 因几只品种规模较大, 尽管成交萎缩, 但对流动性影响较小。
- 估值: 全部转债平均转股溢价率 33.32%, 较上期上升 3 个百分点; 平均纯债溢价率 12.79%, 较上期下降近一个百分点。整体债性有所增强。

● 下一阶段投资策略

- 从管理层的政策导向看, 体现了坚定的引导价值投资的思路。尽管从近期的市场表现看, 投资者理念的引导不会一蹴而就, 但是从较长的时期看, 价值投资仍将有望成为主流。因此, 对于转债市场我们依然坚持既有的投资思路, 优选正股具有业绩支撑、估值处于底部的券种。
- 建议关注顺序依次为国投转债、国电转债、工行转债、石化转债。另外, 价格低于面值的品种风险较小, 也值得重点关注, 但目前跌破面值的品种普遍距离回售期较远, 持有机会成本偏高。

1 市场回顾

1.1 一级市场

恒丰纸业(600365)可转债于3月23日发行,本次可转债发行规模为4.5亿元,转股价为6.88元。相对24收盘价计算,转换价值在面值附近,参考转债二级市场规模以及平价水平相对的品种,预计转债转股溢价率区间介于5%至8%之间。因本期可转债回售条款较为优厚,发行后一年即进入回售期,且回售价达105元(含当期利息),因此转债上市后价格将会受到回售价的支撑,预计将在105元以上波动。

久立特材(002318)公布董事会预案,拟发行可转债5.2亿元,发行期限6年。议案规定,转股期为自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。在可转债存续期间,当公司股票在任意连续20个交易日中有10个交易日的收盘价不高于当期转股价格的85%时,公司董事会有权提出转股价格向下修正方案。在可转债转股期内,如果公司股票任意连续30个交易日中至少有20个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%(含130%),公司有权按照债券面值的103%(含当期计息年度利息)的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债。并且在可转债转股期内,当本可转债未转股的票面金额少于3000万元(含3000万元)时,公司有权按可转换公司债券面值的103%(含当期计息年度利息)的赎回价格赎回全部或部分未转股的可转债。

截止2012年3月24日,一级市场已发行可转债一只,规模4.5亿元,待发行转债14只,规模总计997.27亿元。

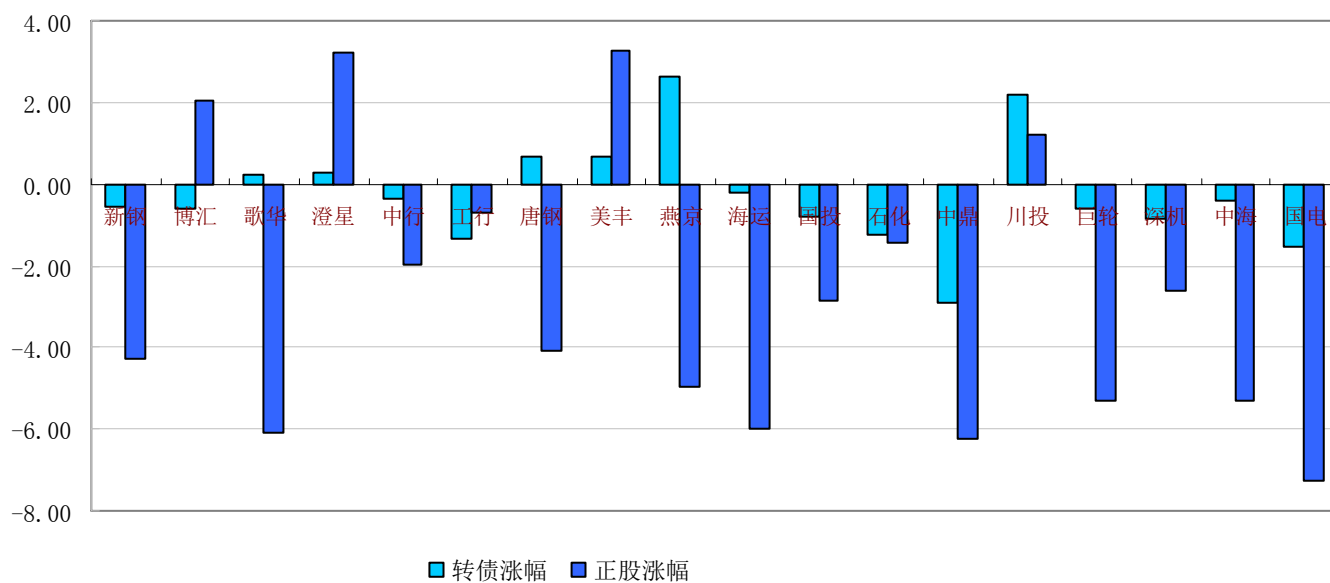
1.2 二级市场

受发改委上调成品油价格致通胀反弹预期再现和3月汇丰PMI初值大幅回落等利空消息的影响,本期A股市场遭遇较大幅度调整。截止3月24日,上证A股收至2349.54点,下跌3.69%,深证成指收至9885.25点,期间下跌4.35%;转债正股期间平均下跌2.75%;所有转债均价102.72元,平均微幅下跌0.26%,在正股市场下跌过程中,可转债市场体现了较好的防御属性。

转债正股期间4只上涨,14只下跌。位于涨幅榜前三的品种分别为四川美丰、澄星股份、博汇纸业,期间分别上涨3.36%、3.23%和2.02%;位于跌幅前三位的品种分别为国电电力、中鼎股份和歌华有线,期间分别下跌7.27%、6.25%和6.09%。

相较正股,转债涨幅跌幅均有所收窄,期间6只上涨,12只下跌。位于涨幅榜前三的品种分别为燕京转债、川投转债和唐钢转债,分别上涨2.61%、2.21%和0.67%。位于跌幅榜前三的品种分别为中鼎转债、国电转债和工行转债,分别下跌2.89%、1.53%和1.32%。

图表 1: 转债及正股双周表现



资料来源: 中原证券, Wind

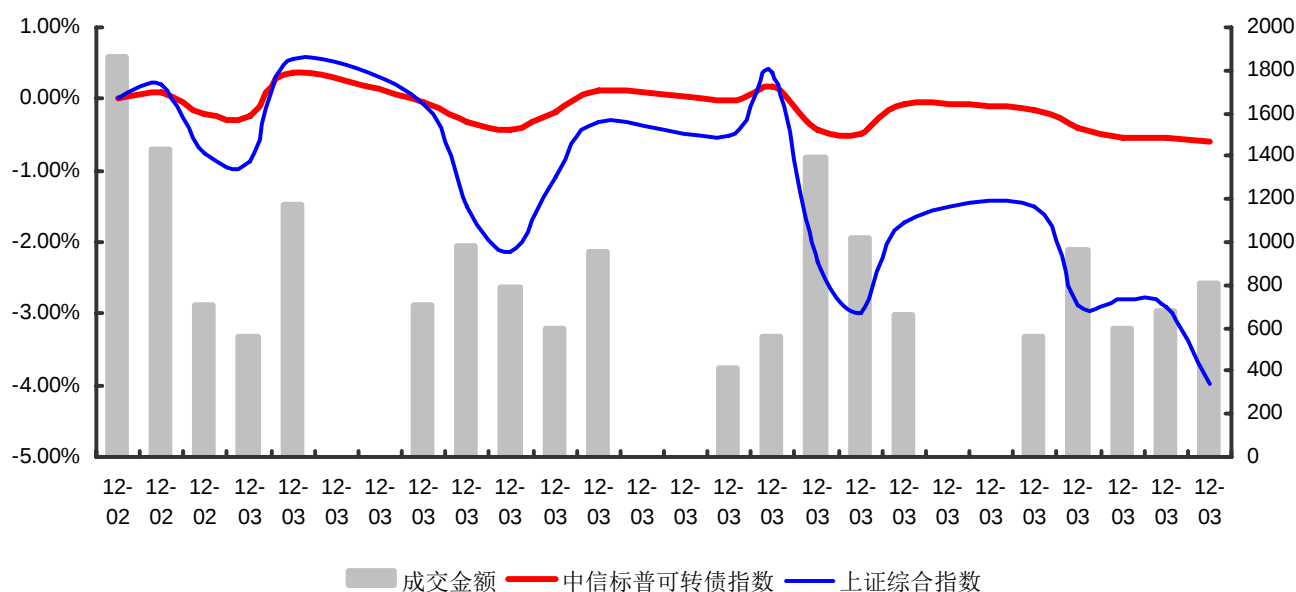
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

截止3月24日, 现有转债规模115154万张, 本期没有发生转股和回售。

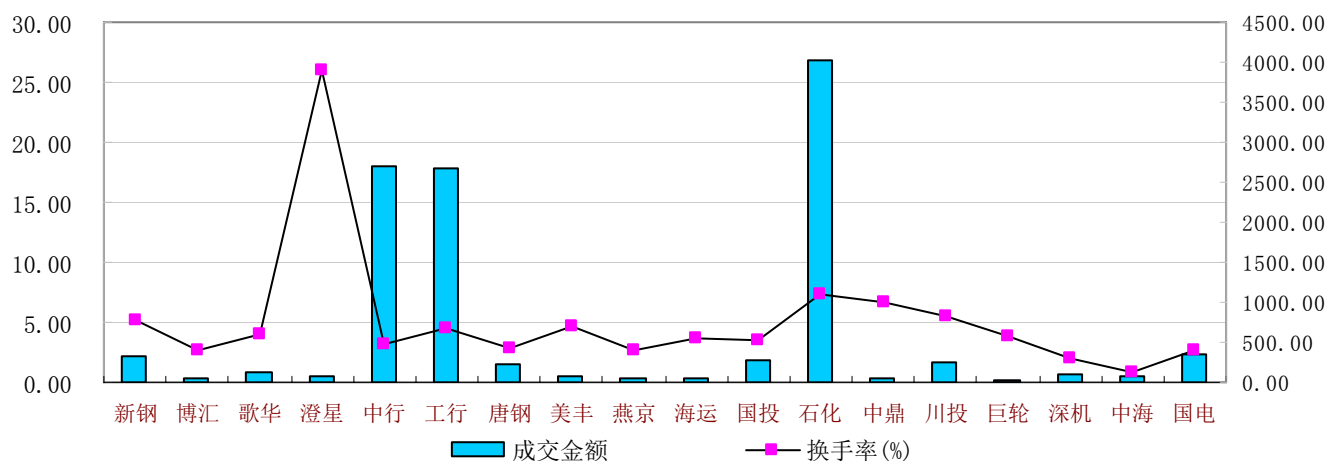
本期转债成交76.58亿元, 较上期略有萎缩。成交萎缩主要源于三只大盘品种以及国电转债本期成交金额大幅下降所致, 因几只品种规模较大, 尽管成交萎缩, 但对流动性影响较小。全部品种双周成交金额均高于2000万元, 体现当前中小盘品种流动性尚可。

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

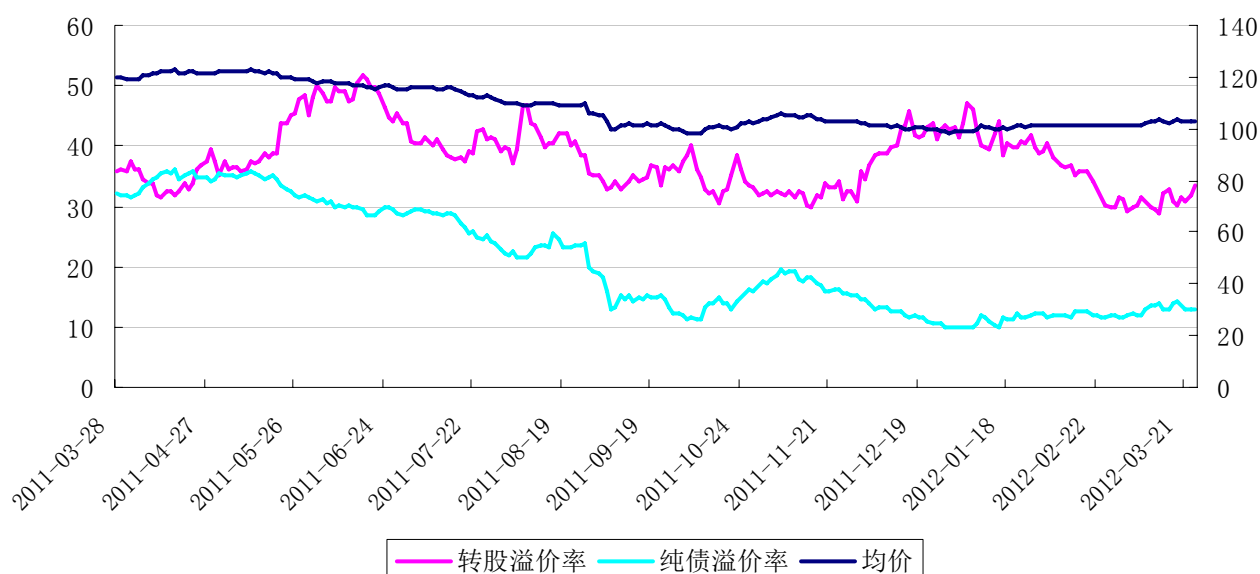
2.2 估值分析

全部转债平均转股溢价率33.32%，较上期上升3个百分点；平均纯债溢价率12.79%，较上期下降近一个百分点，主要由于近期企业债市场表现较好，整体收益率下降，从而导致转债纯债价值提升所致。

从到期收益率角度看，中鼎、美丰、燕京、澄星、工行到期收益率依旧为负，工行转债到期收益率已接近零值，安全边界有所提高，总体看，当前转债市场防御特征依旧突出。

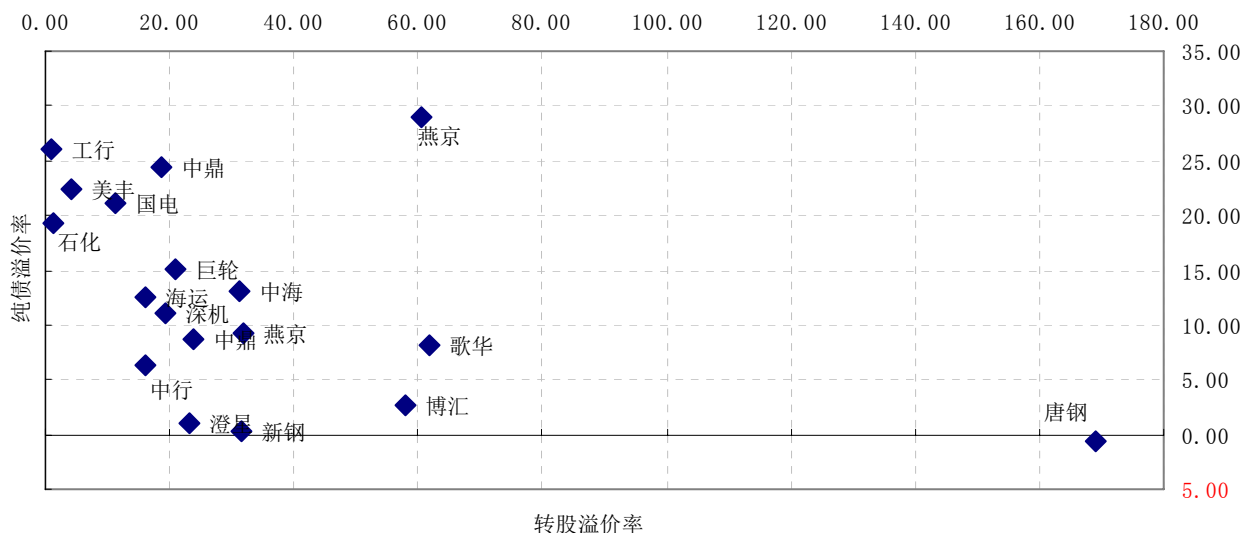
图表 4： 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位：%



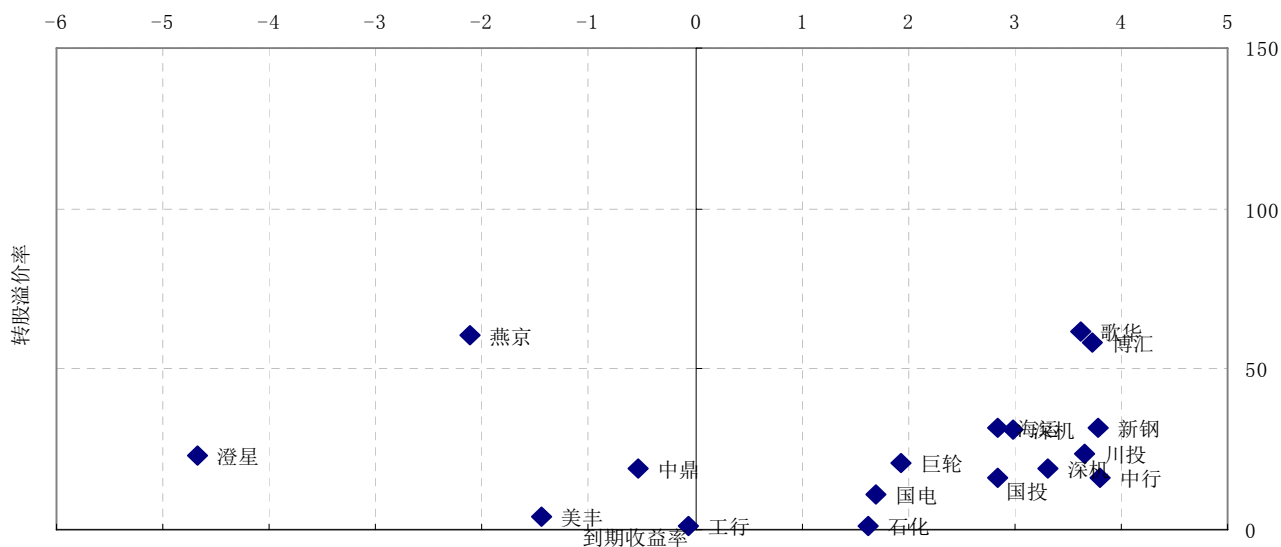
资料来源：中原证券，Wind

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

在两会下调今年经济增速至7.5%的背景下，市场对于中国经济增速下滑的担忧再起，尤其是3月份汇丰PMI初值回落至四个月新低加重了这种担忧情绪。2月信贷同比再次多增，信贷增速、M1和M2出现反弹，银行间同业拆借利率重心逐渐下移，表明流动性有所改善，货币政策宽松正逐步

展开。在经济回落但政策和流动性改善的预期下，预计短期内大盘仍将维持震荡格局。

从管理层的政策导向看，体现了坚定的引导价值投资的思路。尽管从近期的市场表现看，投资者理念的引导不会一蹴而就，但是从较长的时期看，价值投资仍将有望成为主流。因此，对于转债市场我们依然坚持既有的投资思路，优选正股具有业绩支撑、估值处于底部的券种。

建议关注顺序依次为工行转债、石化转债、国投转债、国电转债。另外，价格低于面值的品种风险较小，也值得重点关注，但目前跌破面值的品种普遍距离回售期较远，持有机会成本偏高。

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	1.41	6.5	15.38	2008-08-21	2013-08-20
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	2.50	10.29	9.72	2009-09-23	2014-09-23
歌华转债	歌华有线	16	16.00	4.68	14.99	6.67	2010-11-25	2016-11-25
澄星转债	澄星股份	4.4	1.04	0.13	10.53	9.50	2007-05-10	2012-05-10
中行转债	中国银行	400	399.99	4.20	3.59	27.86	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	238.98	4.44	3.97	25.19	2010-08-31	2016-08-31
唐钢转债	河北钢铁	30	30.00	0.73	7.57	13.21	2007-12-14	2012-12-13
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	3.19	7.26	13.77	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	8.68	3.56	21.66	4.62	2010-10-15	2015-10-14
海运转债	宁波海运	7.2	7.20	3.79	4.54	22.03	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	34.00	4.85	7.12	14.04	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	230.00	4.93	7.28	13.74	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	3.89	12.66	7.90	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	5.00	16.51	6.06	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转 2	巨轮股份	3.5	3.50	4.33	8.09	12.36	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	5.32	5.66	17.67	2011-07-15	2017-07-14
中海转债	中海发展	39.5	39.50	5.36	8.7	11.49	2011-08-01	2017-08-01
国电转债	国电电力	55	55.00	5.41	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	103.900	-0.545	6.987	2.211	0.221	5.130	-4.291	2.071	0.207

博汇转债	100.630	-0.620	-0.068	0.387	0.039	6.550	2.025	8.175	0.818
歌华转债	93.210	0.215	-7.051	0.884	0.088	8.640	-6.087	13.134	1.313
澄星转债	108.380	0.261	-0.078	0.445	0.045	9.260	3.233	52.489	5.249
中行转债	95.300	-0.380	-5.347	17.954	1.795	2.950	-1.993	11.873	1.187
工行转债	109.400	-1.319	9.007	17.800	1.780	4.300	-0.693	20.532	2.053
唐钢转债	108.700	0.671	6.600	1.417	0.142	3.060	-4.075	11.071	1.107
美丰转债	113.788	0.668	12.980	0.505	0.051	7.920	3.259	12.468	1.385
燕京转债	112.200	2.607	11.893	0.382	0.038	15.130	-4.962	8.240	0.916
海运转债	95.750	-0.203	-4.437	0.380	0.038	3.300	-5.983	1.174	0.117
国投转债	99.840	-0.793	-0.271	1.782	0.178	6.130	-2.853	6.284	0.628
石化转债	103.390	-1.221	3.334	26.794	2.679	7.430	-1.459	31.378	3.138
中鼎转债	112.510	-2.888	12.386	0.339	0.034	11.990	-6.255	2.369	0.237
川投转债	95.650	2.211	-4.356	1.649	0.165	12.760	1.190	16.829	2.404
巨轮转 2	101.081	-0.583	0.537	0.205	0.021	6.760	-5.322	2.384	0.238
深机转债	94.800	-0.843	-5.614	0.589	0.059	4.500	-2.597	2.147	0.215
中海转债	94.240	-0.413	-6.082	0.480	0.048	6.240	-5.311	2.891	0.289
国电转债	106.140	-1.534	5.843	2.375	0.237	2.550	-7.273	16.445	1.645

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	103.90	103.51	0.38	3.78	78.92	31.65	偏债型	偏债型
博汇转债	100.63	98.02	2.67	3.72	63.65	58.09	偏债型	偏债型
歌华转债	93.21	86.17	8.17	3.62	57.64	61.72	偏债型	偏债型
澄星转债	108.38	107.32	0.99	-4.67	87.94	23.24	偏债型	偏债型
中行转债	95.30	89.65	6.30	3.80	82.17	15.98	平衡型	平衡型
工行转债	109.40	86.82	26.01	-0.06	108.31	1.00	偏股型	偏股型
唐钢转债	108.70	109.30	-0.55	4.19	40.42	168.91	偏债型	偏债型
美丰转债	113.79	92.92	22.46	-1.45	109.09	4.31	偏股型	偏股型
燕京转债	112.20	86.95	29.04	-2.11	69.85	60.62	偏债型	偏债型
海运转债	95.75	87.67	9.21	2.84	72.69	31.73	偏债型	偏债型
国投转债	99.84	88.74	12.50	2.84	86.10	15.96	平衡型	平衡型
石化转债	103.39	86.61	19.38	1.63	102.06	1.30	偏股型	偏股型
中鼎转债	112.51	90.45	24.39	-0.54	94.71	18.80	平衡型	平衡型
川投转债	95.65	87.98	8.71	3.66	77.29	23.76	偏债型	偏债型
巨轮转 2	101.08	87.85	15.06	1.93	83.56	20.97	偏债型	偏债型
深机转债	94.80	85.29	11.15	3.32	79.51	19.24	偏债型	偏债型
中海转债	94.24	83.28	13.17	2.99	71.72	31.39	偏债型	偏债型
国电转债	106.14	87.61	21.14	1.69	95.51	11.13	偏股型	偏股型
新钢转债	103.90	103.51	0.38	3.78	78.92	31.65	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	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
002318.SZ	久立特材	董事会预案	2.08	5.2	6	2012/3/13		特钢
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
601318.SH	中国平安	股东大会通过	79.16	260	6	2011/12/21	2012/2/9	金融、保险业
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	股东大会通过	19.3	60	6	2011/12/10	2011/12/27	金属非金属与采矿
601233.SH	桐昆股份	董事会预案	9.6	14.5	6	2012/2/4		纺织业
002347.SZ	泰尔重工	董事会预案	1.04	3.2	5	2012/1/16		普通机械制造业

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。

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。