

债券研究报告/可转债周报研究报告

质押回购提升大盘蓝筹转债的投资价值——可转债周报

1、沪深市场上周震荡下跌，截至5月11日沪深300指数收于2636.92点，周跌幅-2.91%，而中信标普转债指数收于2574.38点，周下跌-0.95%，跌幅小于市场，反映了可转债的抗跌性。转债市场上周成交金额为30.106亿元，相对于前周的24.73亿元有所增加，其中工行转债成交6.368亿元，中行转债为9.645亿元，石化转债成交8.301亿元，而燕京转债周成交额只有220.38万元，转债呈现价减量增的态势，各只转债平均成交1.672亿，交易相对平稳。

2、可转债上周3涨15跌，可转债平均下跌了-0.68%，而可转债正股平均下跌了-1.23%，可转债下跌幅度小于正股。其中，燕京转债、中鼎转债上涨，分别为1.1%、0.19%，而恒丰转债、美丰转债等偏股性转债下跌居前，分别为-1.72%、-1.58%。截止5月11日，转债平均价格为103.63元，相对于前周平均价格104.323元有所减少。

3、转债估值水平合理，截止5月11日，转债市场平均纯债溢价率为14.66%，比前周的15.45%有所减少，债性相对增加；平均转股溢价率为33.03%，比前周转股溢价率31.92%相对略微有所增加，股性稍微有所减弱，但总体有增强迹象。不考虑偏债的唐钢、博汇转债，转股溢价率平均为21.58%，转债市场价格相对于其理论价格折价，平均溢价折价比为-5.92%，基本呈价值低估，如恒丰转债、国投转债等，其中巨轮转2的折价率高达12.6%。

4、上海证券交易所和中国证券登记结算公司发布《可转换公司债券计入回购质押库的通知》，决定自2012年5月21日起对符合条件的可转债可计入回购质押库，包括新钢转债、海运转债、国投转债、中海转债、国电转债、工行转债、中行转债、石化转债和川投转债。质押回购一方面提升了转债市场的流动性，有利于转债价值的发现。另一方面，可质押的转债发行人大多为蓝筹股，监管层引导投资蓝筹股，在某种程度上利于转债的债转股热情，进而提升转债期权估值的水平。通过质押回购，转债收益率有望提高，可见目前的转债投资价值值得期待。

5、央行从5月18日起，下调存款类金融机构准备金率0.5个百分点，有望释放4000多亿元流动性，对于股市投资无疑是一个利好。经济超预期的下滑，不排除未来几个月内下调贷款基准利率的可能性，货币政策适度宽松可期。在经历了上周的调整以及周末降准利好的作用下，本周估计市场有上冲可能，但预计高度可能有限，股指呈震荡的概率较大。在转债质押回购的利好消息刺激下，转债结构性机会仍然可期，尤其是中大盘转债值得关注，本周我们建议投资者可关注偏股性的高弹性转债如工行转债、石化转债等大盘转债，以及即将上市的转债申购机会。

可转债价值评价

| 证券简称 | 转股溢价率   | 纯债溢价率  |
|------|---------|--------|
| 新钢转债 | 37.00%  | -0.27% |
| 博汇转债 | 76.99%  | 2.09%  |
| 歌华转债 | 68.93%  | 8.83%  |
| 海运转债 | 35.62%  | 10.38% |
| 国投转债 | 17.43%  | 12.98% |
| 石化转债 | 5.54%   | 18.37% |
| 川投转债 | 22.51%  | 9.98%  |
| 中海转债 | 37.75%  | 14.39% |
| 国电转债 | 9.69%   | 20.58% |
| 恒丰转债 | 6.36%   | 31.19% |
| 中行转债 | 13.86%  | 7.56%  |
| 工行转债 | 1.60%   | 27.69% |
| 深机转债 | 21.30%  | 11.29% |
| 唐钢转债 | 172.32% | -0.67% |
| 美丰转债 | 6.09%   | 21.94% |
| 中鼎转债 | 32.94%  | 20.33% |
| 燕京转债 | 10.41%  | 30.21% |
| 巨轮转2 | 18.21%  | 17.00% |

证券分析师：赵旭

执业证书编号：S0550511010005

TEL: (21)20361161 FAX: (21)20361138

证券分析师：

执业证书编号：

研究助理：

执业证书编号：

## 目 录

|                     |   |
|---------------------|---|
| 1. 上周可转债市场回顾 .....  | 3 |
| 2. 可转债价值评价 .....    | 6 |
| 3. 可转债投资策略与建议 ..... | 9 |

## 1. 上周可转债市场回顾

沪深市场上周在海外市场回落的背景下震荡下跌,截至 2012 年 5 月 11 日沪深 300 指数收于 2636.92 点,周跌幅-2.91%,相对而言,转债指数表现强于市场,截止 5 月 11 日,中信标普转债指数收于 2574.38 点,周下跌-0.95%,跌幅小于市场,反映了可转债的股债双重属性的抗跌性。

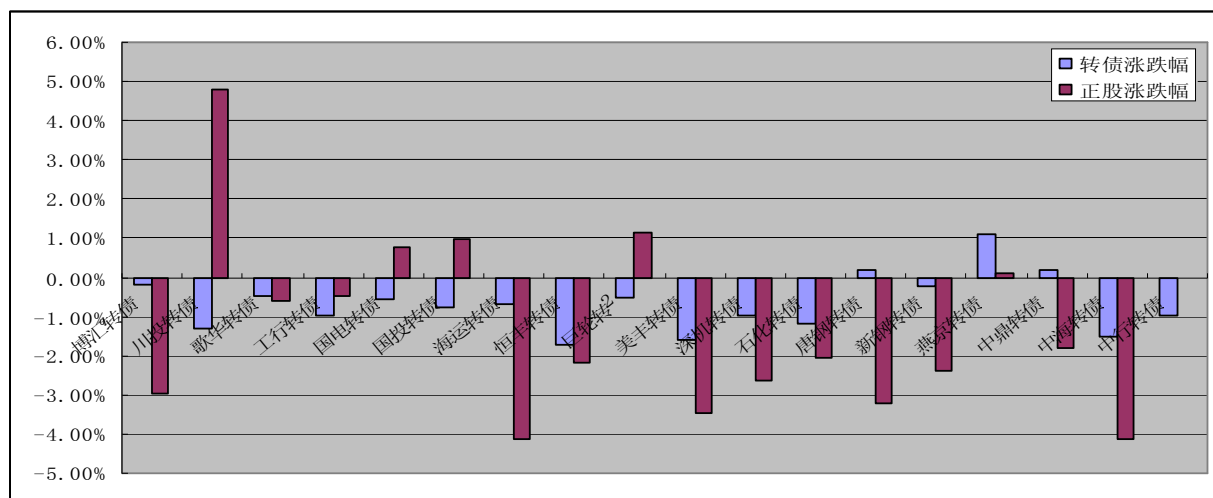
表 1 可转债市场交易统计 (2012 年 5 月 7 日 - 5 月 11 日)

| 代码        | 名称    | 收盘价<br>元 | 转债涨<br>跌幅 | 正股涨<br>跌幅 | 转债成交<br>量(手) | 转债成交<br>额(万元) | 正股成交<br>额(万元) |
|-----------|-------|----------|-----------|-----------|--------------|---------------|---------------|
| 110007.SH | 博汇转债  | 100.62   | -0.18%    | -2.99%    | 24,091.00    | 2,425.64      | 8,841.06      |
| 110016.SH | 川投转债  | 97.43    | -1.29%    | 4.79%     | 23,185.00    | 2,273.99      | 71,138.74     |
| 110011.SH | 歌华转债  | 94.44    | -0.50%    | -0.59%    | 25,183.00    | 2,381.80      | 36,471.79     |
| 113002.SH | 工行转债  | 111.58   | -0.98%    | -0.46%    | 568,186.00   | 63,679.04     | 123,172.66    |
| 110018.SH | 国电转债  | 106.4    | -0.56%    | 0.78%     | 190,957.00   | 20,365.40     | 66,152.64     |
| 110013.SH | 国投转债  | 100.94   | -0.78%    | 0.99%     | 29,203.00    | 2,949.59      | 11,168.74     |
| 110012.SH | 海运转债  | 97.38    | -0.68%    | -4.12%    | 12,849.00    | 1,255.66      | 4,467.28      |
| 110019.SH | 恒丰转债  | 111      | -1.72%    | -2.18%    | 16,719.00    | 1,868.07      | 4,348.67      |
| 129031.SZ | 巨轮转 2 | 103.45   | -0.53%    | 1.14%     | 24,288.10    | 2,512.81      | 6,817.10      |
| 125731.SZ | 美丰转债  | 113.98   | -1.58%    | -3.47%    | 17,125.50    | 1,979.11      | 53,164.07     |
| 125089.SZ | 深机转债  | 95.582   | -0.97%    | -2.62%    | 25,690.10    | 2,470.05      | 7,201.03      |
| 110015.SH | 石化转债  | 103.22   | -1.19%    | -2.06%    | 799,614.00   | 83,011.36     | 122,278.33    |
| 125709.SZ | 唐钢转债  | 109      | 0.18%     | -3.19%    | 45,461.40    | 4,949.99      | 50,189.32     |
| 110003.SH | 新钢转债  | 103.7    | -0.22%    | -2.38%    | 97,543.00    | 10,120.60     | 4,948.76      |
| 126729.SZ | 燕京转债  | 114.007  | 1.10%     | 0.13%     | 1,931.20     | 220.39        | 69,169.64     |
| 125887.SZ | 中鼎转债  | 109.521  | 0.19%     | -1.79%    | 4,259.60     | 465.80        | 17,276.98     |
| 110017.SH | 中海转债  | 95.95    | -1.51%    | -4.11%    | 17,465.00    | 1,687.01      | 15,426.46     |
| 113001.SH | 中行转债  | 97.05    | -0.97%    | 0.00%     | 990,765.00   | 96,447.01     | 38,705.04     |

数据来源: 东北证券,WIND

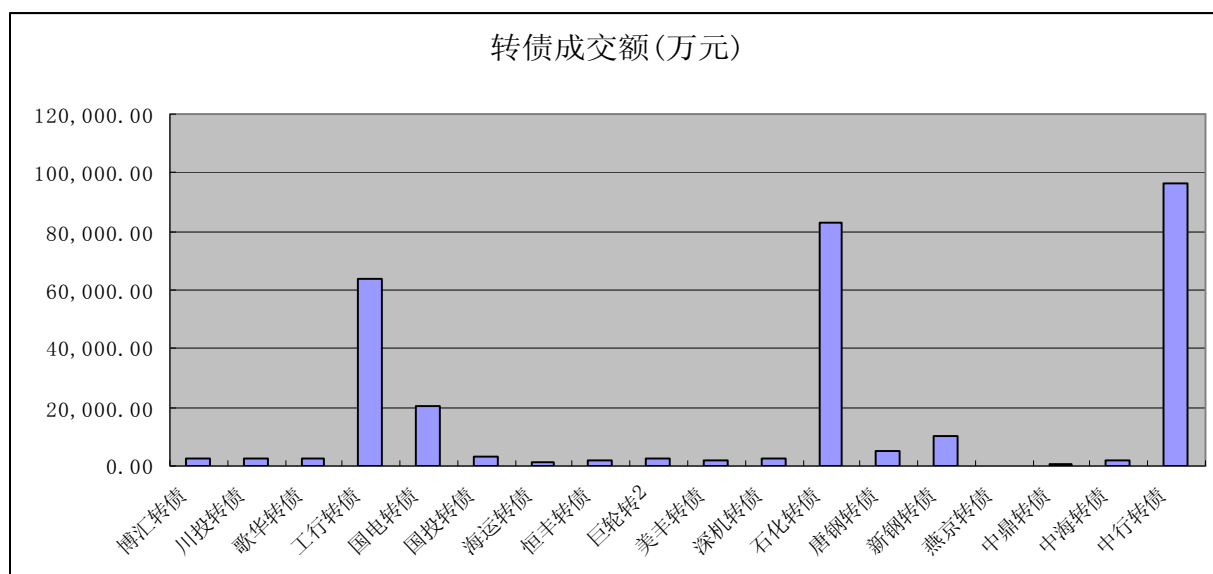
A 股市场上周震荡下跌,可转债 3 涨 15 跌,双良转债停牌,澄星转债结束交易,可转债平均下跌了-0.68%,而可转债正股平均下跌了-1.23%,可转债下跌幅度小于正股,预期投资者对后市持乐观看法,也反映了在市场反弹的中期阶段转债的表现。强者恒强,是可转债运行的一大特点。上周可转债整体表现相对于正股尚可,燕京转债、中鼎转债上涨,分别为 1.1%、0.19%,而燕京转债正股只上涨了 0.13%,其中唐钢转债表现不错,也上涨 0.18%,反映偏债性转债的抗跌性,而恒丰转债、美丰转债等偏股性转债下跌居前,分别为-1.72%、-1.58%,而美丰转债正股下跌-3.47%,中海转债也下跌-1.51%。在市场偏暖的环境下,转债跟随正股波动而波动,多只转债从跌破面值已经回升到面值以上,截止 5 月 11 日,转债平均价格为 103.63 元,相对于前周平均价格 104.323 元有所减少,平均值在面值以上维持了相当长时间,如果市场活跃,可能是常态。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,受正股影响比较大如美丰转债。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、恒丰转债,工行转债具有较强的弹性,长期投资价值突出,尽管目前转债经过估值泡沫挤压,风险得到释放,长期看投资回报可期,但短期风险投资者要谨慎。

图1 正股与可转债涨跌幅比较



数据来源：东北证券，Wind

图2 可转债成交金额比较 (万元)

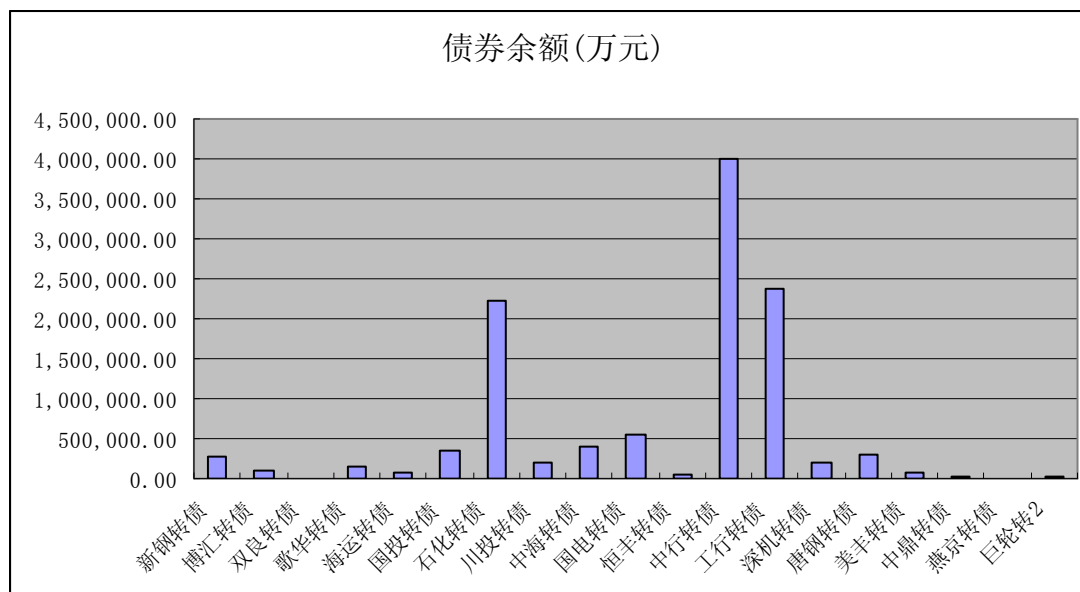


数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周总共成交 2914515.9 手转债，周成交金额为 30.106 亿元，相对于前周的 24.73 亿元有所增加，债券市场相对比较活跃，存款准备金率下调 0.5 个百分点，货币政策宽松，使得债市走强，转债市场也基本进入相对平稳发展阶段，估值修复阶段尽管已经结束，转债可能跟随正股进行波动，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，同时考虑行业景气程度的差异。目前股票市场进入震荡阶段，如果持有转债，等待获取收益，可见转债机会比较多。上周正股震荡下跌，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，但短期转债的震荡风险不容忽视，上周转债跌幅小于正股，反映了其股债双重的属性。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 6.368 亿元，中行转债的周成交额达到 9.645 亿元，石化转债成交 8.301 亿元，石化、中行和工行转债是转债市场的交易主力，中行转债成交额增加比较多，而新钢转债成交 1.012 亿元，国电转债成交 2.036 亿元，其他转债成交都比较少，而燕京转债周成交额只有 220.38942 万元，相对比较低迷。美丰、中行、石化转债换手率比较高，转债之间成交差异比较大，流动性也大不一样，值得关注。上周

转债呈现价减量增的态势，各只转债平均成交 1.672 亿，相对于前一周的 1.37 亿略微有所增加。

图 3 可转债余额比较（万元）



数据来源：东北证券，Wind

表 2 上周可转债转股情况

| 代码        | 名称   | 交易日期      | 转股数量<br>(万股) | 累计转股数量<br>(万股) | 累计转股比例(%)   |
|-----------|------|-----------|--------------|----------------|-------------|
| 113002.SH | 工行转债 | 2012-5-7  | 0.03         | 30,253.56      | 4.80        |
| 113002.SH | 工行转债 | 2012-5-10 | 5.31         | 30,258.88      | 4.81        |
| 110015.SH | 石化转债 | 2012-5-10 | 0.01         | 11,774.78      | 3.73        |
| 110016.SH | 川投转债 | 2012-5-10 | 0.11         | 0.13           | 0.00        |
| 110078.SH | 澄星转债 | 2012-5-7  | 0.23         | 2,270.81       | 54.47       |
| 110078.SH | 澄星转债 | 2012-5-8  | 4.04         | 2,274.84       | 54.57       |
| 110078.SH | 澄星转债 | 2012-5-10 | 0.05         | 2,274.89       | 54.57       |
| 代码        | 名称   | 变动日期      | 变动后(万元)      | 本次变动<br>(万元)   | 变动前<br>(万元) |
| 125731.SZ | 美丰转债 | 2012-5-8  | 63,170.78    | -0.01          | 63,170.79   |
| 125731.SZ | 美丰转债 | 2012-5-7  | 63,170.79    | -0.01          | 63,170.80   |
| 126729.SZ | 燕京转债 | 2012-5-10 | 8,342.51     | -2.52          | 8,345.03    |
| 126729.SZ | 燕京转债 | 2012-5-8  | 8,345.03     | -0.19          | 8,345.22    |
| 126729.SZ | 燕京转债 | 2012-5-7  | 8,345.22     | -1.23          | 8,346.45    |

数据来源：东北证券,WIND

上周转债市场交易相对比较平稳，投资者的转股热情并不高，工行转债于 5 月 10 日转股为 5.31 万股，截止 5 月 10 日，累计转股数量 30,258.88 万股，累计转股比例为 4.81%。石化转债于 5 月 10 日转股了 0.01 万股，截止 5 月 10 日，累计转股数量 11,774.78 万股，累计转股比例为 3.73%。中行转债于 4 月 12 日转股了 0.03 万股，截止 4 月 12 日，累计转股数量 17.42 万股，累计转股比例为 0.00%，上周没有转股。国电转债转股数量比较少，4 月 20 日转股 0.04 万股，累计转股数量为 23.70 万股，累计转股比例为 0.01%。深机转债已



转股 6.33 万元，债券余额为 199993.67 万元，余额占比 99.99%。美丰转债已转股 1829.22 万元，债券余额为 63170.78 万元，余额占比 97.185%。燕京转债已转股 78426.74 万元，回售 26226.81 万元，债券余额为 8,342.51 万元，余额占比 7.39%。除双良转债余额为 2590.59 万元，余额占比 3.6%，燕京转债余额为 8,342.51 万元外，转股比例超过 90%，余额不足 1 成，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，唐钢转债本年度已无回售权。国电电力 5 月 4 日公告，截至 5 月 4 日，中国国电已通过上海证券交易所出售其持有的国电转债 55 万手，占发行总量的 10%，现仍持有国电转债 110 万手，占发行总量的 20%。由于四川美丰在 2012 年 5 月 17 日实施 2011 年度分红派息方案，根据相关规定，“美丰转债”的初始转股价格将于 2012 年 5 月 18 日起由原来的每股人民币 7.26 元调整为每股人民币 7.06 元。

## 2. 可转债价值评价

表 3 可转债债券价值（5 月 11 日）

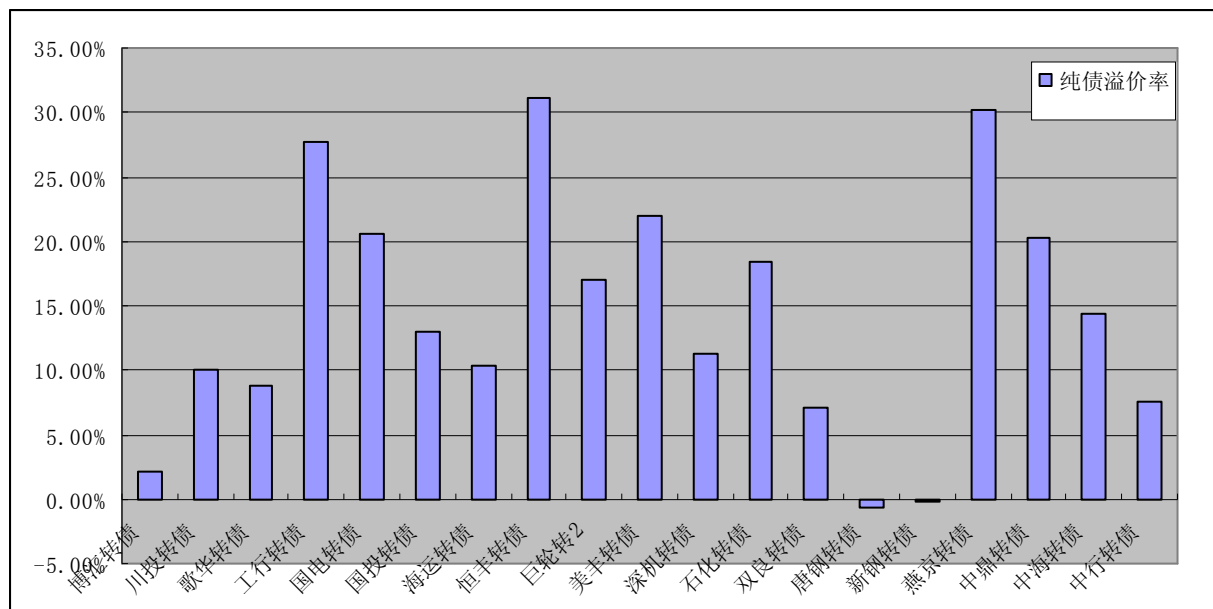
| 证券代码      | 证券简称  | 收盘价<br>元 | 纯债到期<br>收益率 | 纯债价<br>值元 | 纯债溢<br>价元 | 纯债溢<br>价率 | 应计利<br>息元 | 剩余期<br>限年 |
|-----------|-------|----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 110007.SH | 博汇转债  | 100.62   | 3.94%       | 98.56     | 2.06      | 2.09%     | 0.89      | 2.37      |
| 110016.SH | 川投转债  | 97.43    | 3.36%       | 88.59     | 8.84      | 9.98%     | 0.10      | 4.86      |
| 110011.SH | 歌华转债  | 94.44    | 3.43%       | 86.78     | 7.66      | 8.83%     | 0.37      | 4.55      |
| 113002.SH | 工行转债  | 111.58   | -0.53%      | 87.38     | 24.20     | 27.69%    | 0.49      | 4.31      |
| 110018.SH | 国电转债  | 106.4    | 1.69%       | 88.24     | 18.16     | 20.58%    | 0.36      | 5.28      |
| 110013.SH | 国投转债  | 100.94   | 2.68%       | 89.34     | 11.60     | 12.98%    | 0.21      | 4.71      |
| 110012.SH | 海运转债  | 97.38    | 2.46%       | 88.22     | 9.16      | 10.38%    | 0.31      | 3.66      |
| 110019.SH | 恒丰转债  | 111      | -0.38%      | 84.61     | 26.39     | 31.19%    | 0.10      | 4.87      |
| 129031.SZ | 巨轮转 2 | 103.45   | 1.42%       | 88.42     | 15.03     | 17.00%    | 0.65      | 4.19      |
| 125731.SZ | 美丰转债  | 113.98   | -1.57%      | 93.47     | 20.51     | 21.94%    | 0.94      | 3.06      |
| 125089.SZ | 深机转债  | 95.582   | 3.24%       | 85.89     | 9.69      | 11.29%    | 0.49      | 5.18      |
| 110015.SH | 石化转债  | 103.22   | 1.71%       | 87.20     | 16.02     | 18.37%    | 0.15      | 4.79      |
| 110009.SH | 双良转债  | 96.32    | 2.71%       | 89.91     | 6.41      | 7.13%     | 0.02      | 2.98      |
| 125709.SZ | 唐钢转债  | 109      | 4.67%       | 109.73    | -0.73     | -0.67%    | 0.82      | 0.59      |
| 110003.SH | 新钢转债  | 103.7    | 4.35%       | 103.98    | -0.28     | -0.27%    | 1.74      | 1.28      |
| 126729.SZ | 燕京转债  | 114.007  | -2.65%      | 87.55     | 26.45     | 30.21%    | 0.40      | 3.43      |
| 125887.SZ | 中鼎转债  | 109.521  | 0.17%       | 91.02     | 18.51     | 20.33%    | 0.27      | 3.76      |
| 110017.SH | 中海转债  | 95.95    | 2.71%       | 83.88     | 12.07     | 14.39%    | 0.39      | 5.23      |
| 113001.SH | 中行转债  | 97.05    | 3.45%       | 90.23     | 6.82      | 7.56%     | 0.75      | 4.06      |

数据来源：东北证券,WIND

由于市场震荡下跌，转债债性有所增强，截止 2012 年 5 月 11 日，转债市场平均纯债溢价率为 14.66%，比前周的 15.45%有所减少，债性相对增加，但仍比较强。目前转债市场债性相对仍比较高，除美丰转债、燕京转债、工行转债和刚上市的恒丰转债到期收益率为负值外，其余转债到期收益率为正值，其中唐钢转债的债性最强，属于偏债性，其到期收益率为 4.67%，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 4.35%，博汇转债到期收益率也为正，达到 3.94%，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.90%，相对于上周的 1.78%有所增加，隐含着债性增强。偏债性转债属收益率品种，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，为 3.45%，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，是平衡型转债配置的一个好品种，如果正股上涨，还可以获得转股收益。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，债券价格与

价值较为接近。唐钢等转债的债券溢价为负值，为-0.67%，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，可作为固定收益的替代品。可以说，目前转债的债券属性仍相对比较强，债性支撑保护作用不容忽视。整体看，唐钢、新钢转债收益率超过4%，可作为高收益率品种配置，唐钢、新钢的债券溢价低于1%，为负值，转债下跌空间小，且具有正向收益率，可作为低风险品种配置。

图4 可转债纯债溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

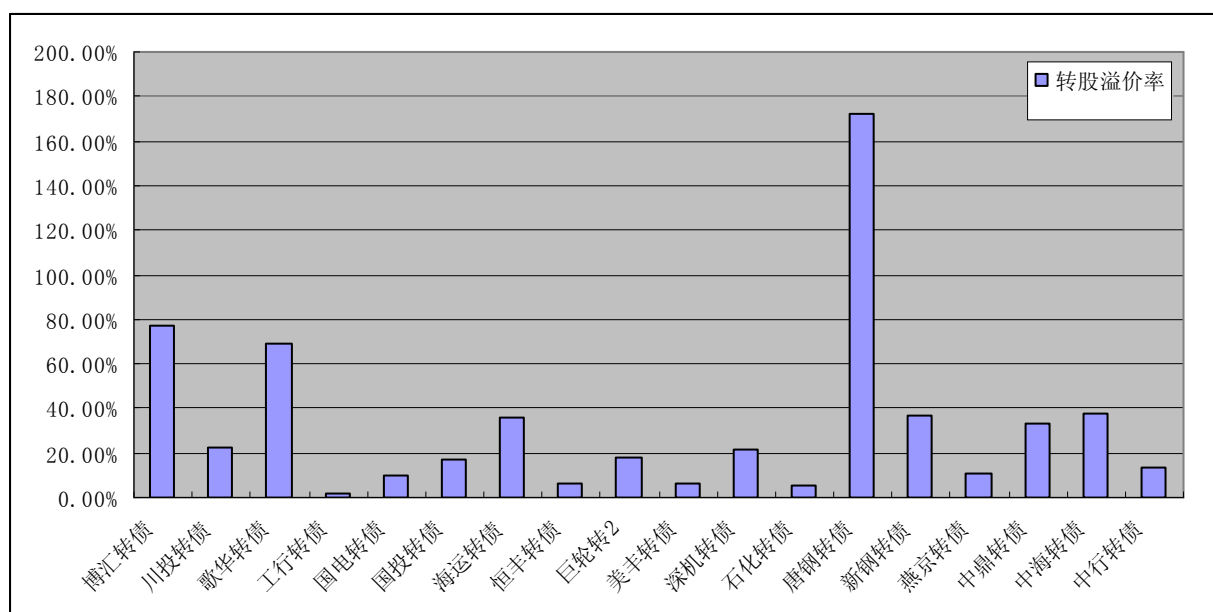
表4 可转债转股价值评价 (5月11日)

| 证券简称 | 收盘价<br>元 | 理论<br>价格 | 溢折价<br>比 | 转股<br>价元 | 转股<br>比例 | 转换<br>价值元 | 转股溢<br>价元 | 转股溢价<br>率 | 转股稀<br>释率 | 隐含波<br>动率 |
|------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 博汇转债 | 100.62   | 101.485  | -0.85%   | 10.29    | 9.72     | 56.85     | 43.77     | 76.99%    | 15.81%    | 31.79%    |
| 川投转债 | 97.43    | 110.074  | -11.49%  | 16.51    | 6.06     | 79.53     | 17.90     | 22.51%    | 10.40%    | 8.37%     |
| 歌华转债 | 94.44    | 97.232   | -2.87%   | 14.99    | 6.67     | 55.90     | 38.54     | 68.93%    | 9.15%     | 33.28%    |
| 工行转债 | 111.58   | 117.959  | -5.41%   | 3.97     | 25.19    | 109.82    | 1.76      | 1.60%     | 1.69%     | 15.91%    |
| 国电转债 | 106.4    | 116.409  | -8.60%   | 2.67     | 37.45    | 97.00     | 9.40      | 9.69%     | 11.80%    | 14.37%    |
| 国投转债 | 100.94   | 110.955  | -9.03%   | 7.12     | 14.04    | 85.95     | 14.99     | 17.43%    | 16.92%    | 4.03%     |
| 海运转债 | 97.38    | 102.254  | -4.77%   | 4.54     | 22.03    | 71.81     | 25.57     | 35.62%    | 15.40%    | 21.04%    |
| 恒丰转债 | 111      | 122.988  | -9.75%   | 6.88     | 14.53    | 104.36    | 6.64      | 6.36%     | 22.02%    | 19.12%    |
| 巨轮转2 | 103.45   | 118.367  | -12.60%  | 8.09     | 12.36    | 87.52     | 15.93     | 18.21%    | 9.49%     | 5.46%     |
| 美丰转债 | 113.98   | 128.903  | -11.58%  | 7.26     | 13.77    | 107.44    | 6.54      | 6.09%     | 14.76%    | 14.56%    |
| 深机转债 | 95.582   | 101.816  | -6.12%   | 5.66     | 17.67    | 78.80     | 16.78     | 21.30%    | 17.29%    | 22.67%    |
| 石化转债 | 103.22   | 111.369  | -7.32%   | 7.28     | 13.74    | 97.80     | 5.42      | 5.54%     | 3.38%     | 12.76%    |
| 唐钢转债 | 109      | 109.312  | -0.29%   | 7.57     | 13.21    | 40.03     | 68.97     | 172.32%   | 3.60%     | 35.10%    |
| 新钢转债 | 103.7    | 107.376  | -3.42%   | 6.5      | 15.38    | 75.69     | 28.01     | 37.00%    | 23.36%    | 5.42%     |
| 燕京转债 | 114.007  | 115.100  | -0.95%   | 15.37    | 6.51     | 103.25    | 10.75     | 10.41%    | 0.43%     | 17.72%    |
| 中鼎转债 | 109.521  | 115.100  | -4.85%   | 12.66    | 7.90     | 82.39     | 27.14     | 32.94%    | 3.83%     | 0.67%     |
| 中海转债 | 95.95    | 99.116   | -3.19%   | 8.7      | 11.49    | 69.66     | 26.29     | 37.75%    | 11.77%    | 19.44%    |
| 中行转债 | 97.05    | 100.507  | -3.44%   | 3.59     | 27.86    | 85.24     | 11.81     | 13.86%    | 3.84%     | 3.83%     |

数据来源：东北证券,WIND

偏股性转债受股票价格波动的影响比较显著，在市场震荡上升的大环境下，市场反弹，转债偏股的属性就有所增强，若转债涨幅大于正股，说明投资者预期看好后市，反之亦然。上周正股市场震荡下跌，转债市场平均转股溢价率为 33.03%，比前周转股溢价率 31.92% 相对略微有所增加，转债市场股性稍微有所减弱，总体来说股性相对有增强迹象。目前工行转债、石化转债、恒丰转债、国电转债属于偏股型，其中工行转债转股溢价率为 1.6%，石化转债转股溢价率为 5.54%，恒丰转债为 6.36%，这些转债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 9.69%，美丰转债为 6.09%，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，价格高于债券价值，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，适合作为纯债对待，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，要控制风险，根据正股的走势来确定。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，如果市场持续上涨，可能会呈现强股性、弱债性的格局，上周转债表现可圈可点，相对比较抗跌，但风险也要关注。

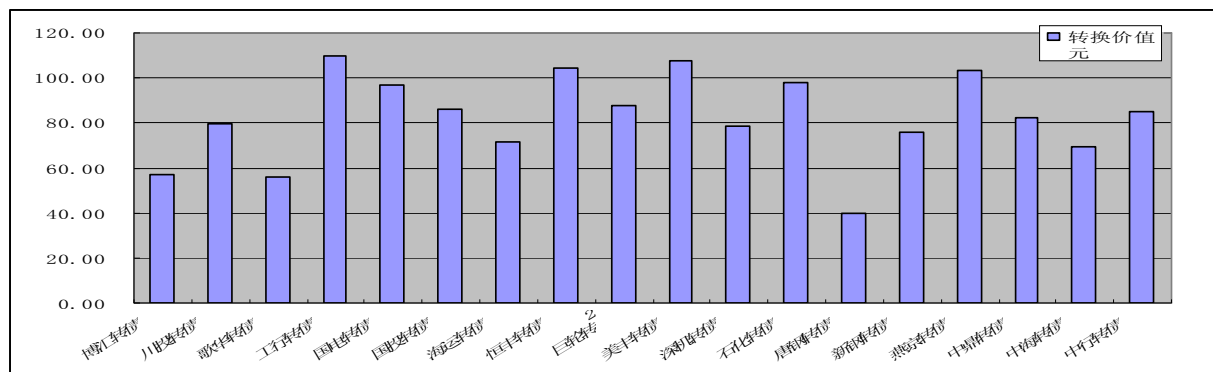
图 5 转股溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 82.72 元，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 23.1%，偏股性的转债转换价值在 100 元左右的转股溢价率平均为 8.82%，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。目前转债的估值水平略有上升。

图 6 可转债转换价值比较



数据来源：东北证券，Wind



目前转债平均隐含波动率在 15.86% 左右，估值相对有吸引力。唐钢转债的隐含波动率较高，国投转债的隐含波动率为 4.03%。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，但转债的超额收益关键在于预期正股的上涨和转股的收益。总体而言，工行、石化转债转股溢价较低，股性很强，属高报酬品种，其中石化转债债券溢价为 18.37%，下跌空间有限，具有正向收益率，风险相对较低。而国电、燕京、美丰、中行转债的转股溢价率低于 15%，其股性相对强一些，可作为潜力品种配置，其中中行转债债券溢价为 7.56%，抗跌风险较好。不考虑偏债的唐钢、博汇转债，转股溢价率平均为 21.58%，转债市场价格相对于其理论价格折价，平均溢折价比为 -5.92%，估值结构性高估与低估并存，基本呈价值低估，如恒丰转债、国投转债等，其中巨轮转 2 的折价率高达 12.6%。

上海证券交易所和中国证券登记结算公司发布《可转换公司债券计入回购质押库的通知》，决定自 2012 年 5 月 21 日起对符合条件的可转债可计入回购质押库，其中可计入回购质押库的可转债的资质标准比照公司债券。目前，由发行人提出申请并经上交所和中国结算认定可计入回购质押库的可转债具体名单和相应质押券申报代码有九只，分别为新钢转债、海运转债、国投转债、中海转债、国电转债、工行转债、中行转债、石化转债和川投转债。目前回购融资成本在 3% 附近，回购一方面提升了转债市场的流动性，也相当于给转债增加了一个期权，有利于转债价值的发现。由于目前转债品种的发行人大多为蓝筹股，若蓝筹股行情爆发，很大程度上利于转债的债转股热情，进而提升了转债期权估值的水平。可见，可转债质押的推出，机构投资者有望增加对可转债的投资，提升转债的流动性和收益率。可转债作为债券质押式回购交易的质押券需要满足三个条件中的任意一个：一是可转债发行人是中央直属国有独资企业；二是由工商银行等大行之一，提供全额无条件不可撤销连带责任担保；三是主体评级和债券评级均在 AA 级以上。推出可转债质押回购交易后，无需卖出可转债，选择可质押回购交易拿到资金，使转债市场相对比较平稳。目前投资可转债的年收益率在 4% 左右，通过质押回购交易，收益率可提高 2% 左右，可见目前的转债投资价值值得期待。

### 3. 可转债投资策略与建议

美国经济复苏进程相对比较稳健，但失业率居高不下，加重了人们的担忧，而欧洲经济走向也并不明朗，特别是希腊和西班牙的债务危机值得关注，这加大了欧洲经济复苏的进程，存在着很大的不确定性。央行从 5 月 18 日起，下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，这有望释放 4000 多亿元流动性，对于股市投资无疑是一个利好。目前市场的机会关键在于政策面的支持和预期，包括货币政策的预调微调、房地产政策的适度宽松以及对新股发行制度改革、金融制度的改革等政策面相对比较偏暖。4 月份经济数据超预期不理想，如果政策面的利好不能持续出台，市场对经济加速下行的担忧可能影响股票市场的走势。不排除未来几个月内下调贷款基准利率的可能性，货币政策适度宽松可期。在经历了上周的调整以及周末降准利好的作用下，本周估计市场有上冲可能，但预计高度可能有限，股指呈震荡的概率较大。目前政策的主流导向是重蓝筹，蓝筹股有望成为市场反弹主力军。支撑市场上涨的因素包括国内宏观经济筑底、流动性改善、政策红利等多重因素，蓝筹股有望替代题材股，在沪深交易所发布主板及中小板退市意见稿后缺乏业绩支撑的 ST 板块及绩差股可能被投资者抛弃，市场结构分化，投资风格转化。从资金供给的角度看，货币政策有望从紧缩转向适度宽松，结构性行情仍在，短线热点集中在消费、金融创新、券商、有色、煤炭等个股，投资者可关注，而风险偏好者可关注估值复苏主线，如信息电子、新能源、新材料等周期性个股的波段性机会，也可重点关注半年报预增股、含权滞涨股。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在，特别是主板和创业板退市制度的实施，加大了绩差股和小盘股的风险。可转债市场尽管上周震荡下跌，但转债跌幅小于正股，反映其抗跌性，表现尚可，如果股票市场能够持续反弹，转债结构性机会仍然可期，转债在上周调整之后，预计短线有望随正股走势而反弹，市场机会大于风险，不排除在短暂整理后存在第二波上行的可能。可见，二季度转债跟随正股上涨是大概率事件，可有 5% 至 10% 的上涨空间。风险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，巨轮转 2 弹性比较大，但其流动性不佳，可操作性不强，恒丰转债长期值得跟踪，投资者可精选个券，持有股性较强、且安全边际较高的大盘转债以及转股预期较强的小盘转债。上周燕京转债、偏债性的唐钢转债表现尚佳，本周我们建议投资者可关注偏股性的高弹性转债如工行转债、石化转债等大盘转债，以及即将上市的可转债申购机会。

表 5 可转债估值分析

| 证券代码      | 证券简称  | 转股溢价率   | 纯债溢价率  | 类型  |
|-----------|-------|---------|--------|-----|
| 110003.SH | 新钢转债  | 37.00%  | -0.27% | 偏债型 |
| 110007.SH | 博汇转债  | 76.99%  | 2.09%  | 偏债型 |
| 110011.SH | 歌华转债  | 68.93%  | 8.83%  | 偏债型 |
| 110012.SH | 海运转债  | 35.62%  | 10.38% | 平衡型 |
| 110013.SH | 国投转债  | 17.43%  | 12.98% | 平衡型 |
| 110015.SH | 石化转债  | 5.54%   | 18.37% | 平衡型 |
| 110016.SH | 川投转债  | 22.51%  | 9.98%  | 平衡型 |
| 110017.SH | 中海转债  | 37.75%  | 14.39% | 平衡型 |
| 110018.SH | 国电转债  | 9.69%   | 20.58% | 平衡型 |
| 110019.SH | 恒丰转债  | 6.36%   | 31.19% | 偏股型 |
| 113001.SH | 中行转债  | 13.86%  | 7.56%  | 平衡型 |
| 113002.SH | 工行转债  | 1.60%   | 27.69% | 偏股型 |
| 125089.SZ | 深机转债  | 21.30%  | 11.29% | 平衡型 |
| 125709.SZ | 唐钢转债  | 172.32% | -0.67% | 偏债型 |
| 125731.SZ | 美丰转债  | 6.09%   | 21.94% | 平衡型 |
| 125887.SZ | 中鼎转债  | 32.94%  | 20.33% | 平衡型 |
| 126729.SZ | 燕京转债  | 10.41%  | 30.21% | 平衡型 |
| 129031.SZ | 巨轮转 2 | 18.21%  | 17.00% | 平衡型 |

数据来源：东北证券, WIND

目前转债供给压力在于拟发行的可转债，转债大幅度供给因素是可转债市场的主要风险点，中国重工可转债已经获得证监会批准，估计近期就可发行。中国石化公告经证监会发审委审核公司发行可转换债券的申请获有条件通过。3月27日林州重机董事会预案拟发行6.5亿、5年期的可转债，2月16日泰尔重工董事会预案拟发行3.2亿可转债，桐昆股份董事会2月4日拟发行14.5亿元可转债，尽管发行量不大，可见转债确实受到了发债主体的青睐。2012年拟发行的可转债接近1000亿，如中国平的260亿、中国重工的80.5亿、南山铝业的60亿、民生银行200亿、石化转债2的300亿，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，但在市场转暖时可转债的发行对估值影响比较小。可转债投资一方面可获得债券的稳健收益，另一方面可分享股票市场上涨的成果。投资者投资可转债，是为了希望正股上涨而获得转股收益。如果市场持续反弹，转债有望上涨，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如工行、国电转债，同时关注新转债的上市申购机会。恒丰纸业转债申购收益高使得我们对即将发行的转债持乐观态度，投资者看关注中国重工的申购机会。

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<br>(亿元) | 预案公告日      | 股东大会公告日    | 证监会行业 |
|-----------|------|--------|--------------|------------|------------|-------|
| 601233.SH | 桐昆股份 | 股东大会通过 | 14.5         | 2012-2-4   |            | 制造业   |
| 000099.SZ | 中信海直 | 股东大会通过 | 6.5          | 2011-12-3  |            | 交通运输业 |
| 600269.SH | 赣粤高速 | 股东大会通过 | 23           | 2011-5-4   | 2011-5-19  | 交通运输业 |
| 600028.SH | 中国石化 | 证监会批准  | 300          | 2011-8-29  | 2011-10-13 | 采掘业   |
| 600219.SH | 南山铝业 | 股东大会通过 | 60           | 2011-12-10 | 2011-12-27 | 制造业   |
| 601318.SH | 中国平安 | 股东大会通过 | 260          | 2011-12-21 | 2012-2-9   | 金融业   |
| 002347.SZ | 泰尔重工 | 股东大会通过 | 3.2          | 2012-2-16  |            | 制造业   |

|           |      |        |         |            |            |     |
|-----------|------|--------|---------|------------|------------|-----|
| 600016.SH | 民生银行 | 股东大会通过 | 200     | 2011-2-26  | 2011-5-5   | 金融业 |
| 600085.SH | 同仁堂  | 股东大会通过 | 12.05   | 2011-11-15 | 2011-12-1  | 制造业 |
| 601989.SH | 中国重工 | 证监会批准  | 80.5015 | 2011-11-11 | 2011-11-29 | 制造业 |
| 002318.SZ | 久立特材 | 股东大会通过 | 5.2     | 2012-3-13  |            | 制造业 |
| 002535.SZ | 林州重机 | 股东大会通过 | 6.5     | 2012-3-27  |            | 制造业 |

数据来源：东北证券, WIND

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

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**东北证券股份有限公司**

中国吉林省长春市  
自由大路1138号  
邮编：130021  
电话：4006000686  
传真：(0431)5680032  
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区  
源深路305号  
邮编：200135  
电话：(021)20361000  
传真：(021)20361159

中国北京市西城区  
锦什坊街28号  
恒奥中心D座  
邮编：100033  
电话：(010)63210866  
传真：(010)63210867

**销售支持**

冯志远  
电话：(021)20361158  
手机：13301663766

周磊  
电话：(021)20361151  
手机：18616333251

凌云  
电话：(021) 20361152  
手机：18621755986

陈方立  
电话：(021) 20361153  
手机：18616824760