

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangweil@ccnew.com

平均转股溢价率创一年新高

——可转债双周刊(2012年7月2日-7月13日)

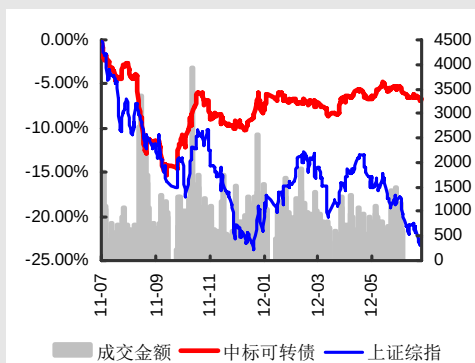
证券研究报告-债券研究

发布日期: 2012年7月17日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2570.02	(0.20)
上证综指	2185.90	(1.78)
深证成指	9792.49	3.08
上证国债	133.94	0.17
上证企债	156.07	0.37

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7月13日, 今年以来一级市场已发行可转债2只, 规模85亿元。待发行转债14只, 规模总计923.27亿元。
- 二级市场: 上证A股收至2185.90点, 期间下跌1.78%, 深证成指收至9792.49点, 期间下跌3.08%; 转债正股期间平均下跌2.98%; 所有转债均价105.574元, 平均下跌0.05%。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债成交83亿元, 成交较上期略有减少。剔除新上市的重工转债影响, 转债市场近期成交较为低迷。
- 估值: 平均转股溢价率51.53%, 平均纯债溢价率15.22%, 转债市场整体呈现股性下降、债性略有提升特征, 股性下降主要源自转债相对正股跌幅较小所致。

● 下一阶段投资策略

- 由于正股持续下跌所致, 转债平均转股溢价率已经创一年新高, 转债估值已经偏高。因可转债票面利率普遍较低, 因此对于转债市场投资者而言, 参与转债市场更主要目的还是分享正股市场收益, 但是在当前转股溢价率高企的背景下, 转债获取正股市场收益能力正在逐渐减小。无论正股市场下一阶段涨跌与否, 当前转债市场对一般投资者而言参与意义不大。建议投资者关注短期超调所致的交易性投资机会。

● 风险提示

- 可转债条款复杂, 投资可转债需要关注各项条款的触发情况, 否则可能会导致不必要的损失。

1 市场回顾

1.1 一级市场

截止2012年7月13日今年以来一级市场已发行可转债2只，规模85亿元。待发行转债14只，规模总计1003.77亿元。其中中国石化可转债发行申请已经获得证监会批准，规模总计300亿元。

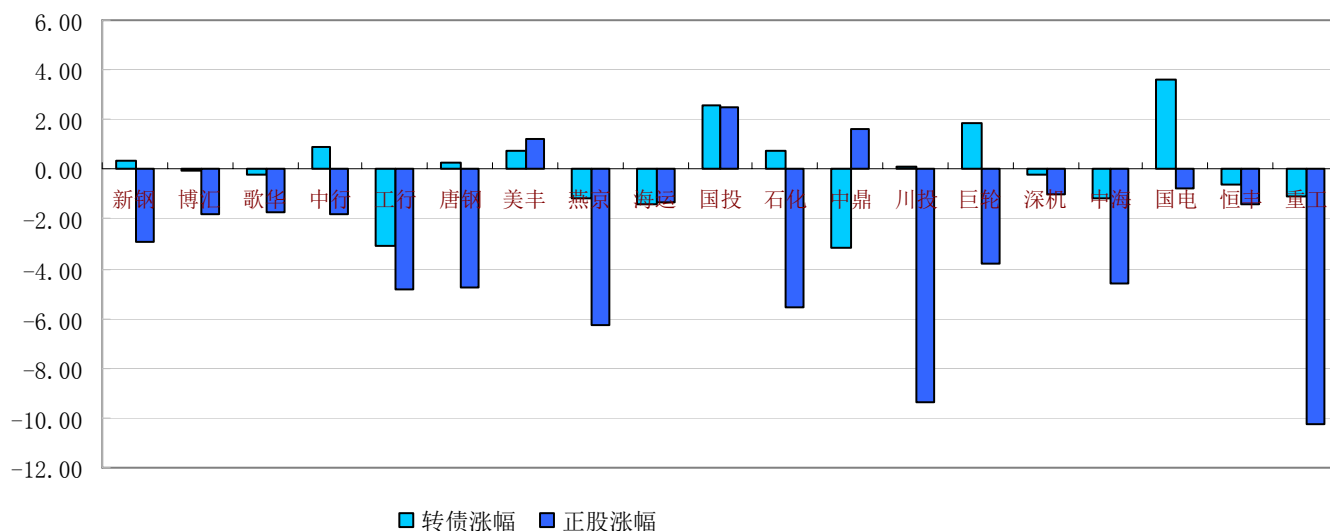
1.2 二级市场

截止7月13日，上证A股收至2185.90点，期间下跌1.78%，深证成指收至9792.49点，期间下跌3.08%；转债正股期间平均下跌2.98%；所有转债均价105.574元，平均下跌0.05%。

正股期间仅3只上涨，且涨幅较小。位于涨幅榜前三的品种分别为国投电力、中鼎股份和四川美丰，期间分别上涨2.53%、1.65%和1.2%；位于跌幅前三位的品种分别为中国重工、川投能源和燕京啤酒，期间分别下跌10.21%、9.39%和6.30%。

转债涨跌各半。位于涨幅榜前三的品种分别为国电转债、国投转债和巨轮转债，期间分别上涨3.64%、2.58%和1.84%；位于跌幅榜前三的品种分别为中鼎转债、工行转债和海运转债，期间分别下跌3.18%、3.05%、1.42%。

图表 1： 转债及正股双周表现



资料来源：中原证券，Wind

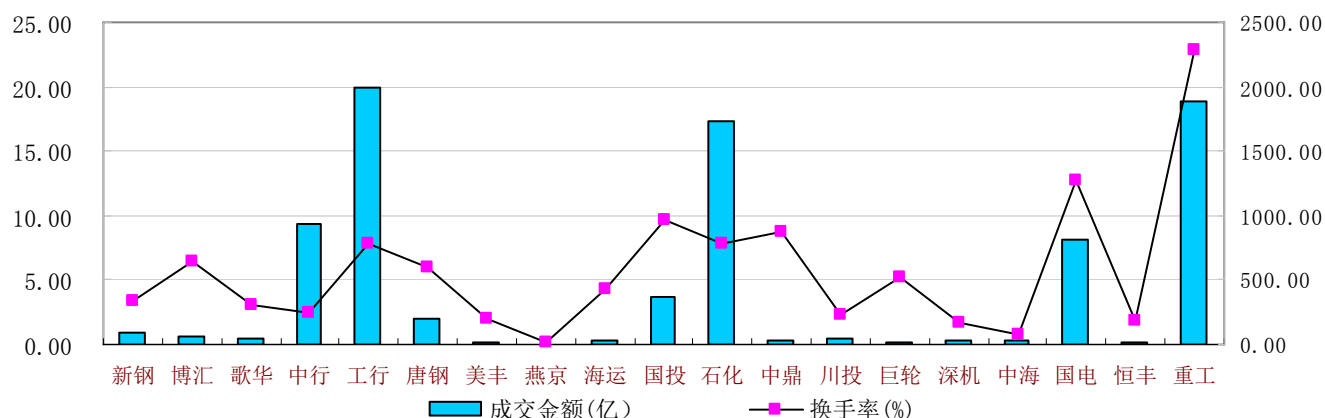
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

截止7月13日，现有转债规模121809万张，本期份额没有变动。

本期转债成交83亿元，成交较上期略有减少。剔除新上市的重工转债影响，转债市场近期成交较为低迷。大盘转债中的中行转债成交量下降较多，小盘品种中的燕京和恒丰日均成交金额不足100万元，尤其燕京转债日均成交金额仅1万元，流动性风险较为突出。

图表 2： 转债周成交金额及换手率



资料来源：中原证券，Wind

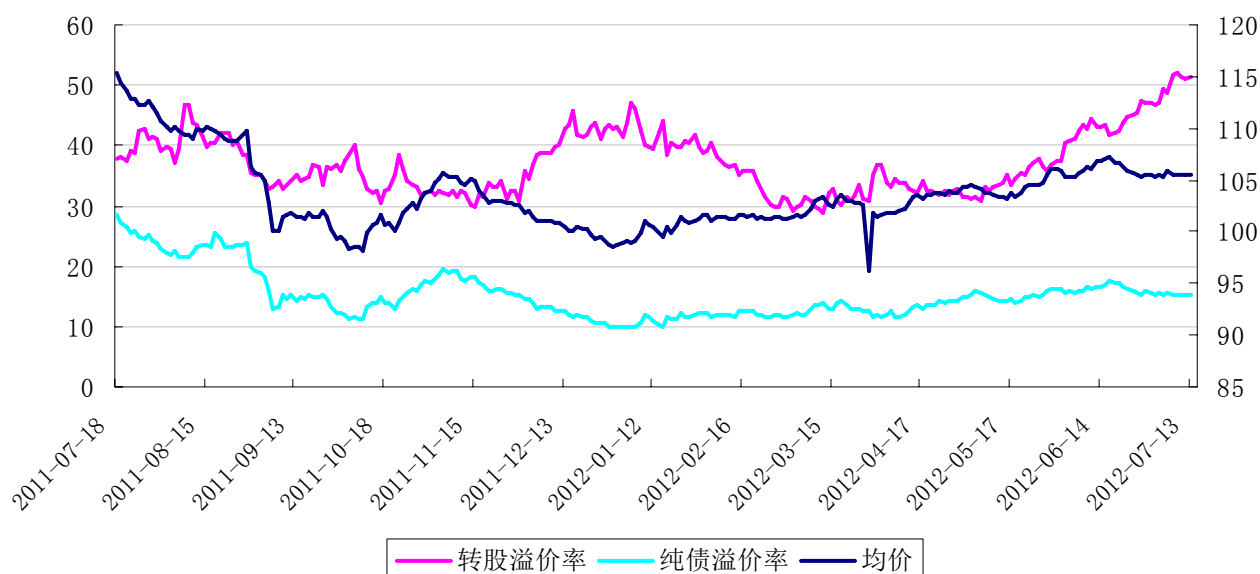
2.2 估值分析

平均转股溢价率51.53%，平均纯债溢价率15.22%，转债市场整体呈现股性下降、债性略有提升特征，股性下降主要源自转债相对正股跌幅较小所致。从股性角度看，目前转股溢价率低于10%的品种仅有工行转债；从债性角度看，债性较强的品种有唐钢转债、新钢转债和博汇转债。

从到期收益率角度看，全部品种平均到期收益率1.44%，到期收益率持续降低。负溢价率品种5只，分别为美丰、燕京、巨轮转二、国电转债、恒丰转债，防御属性欠佳。

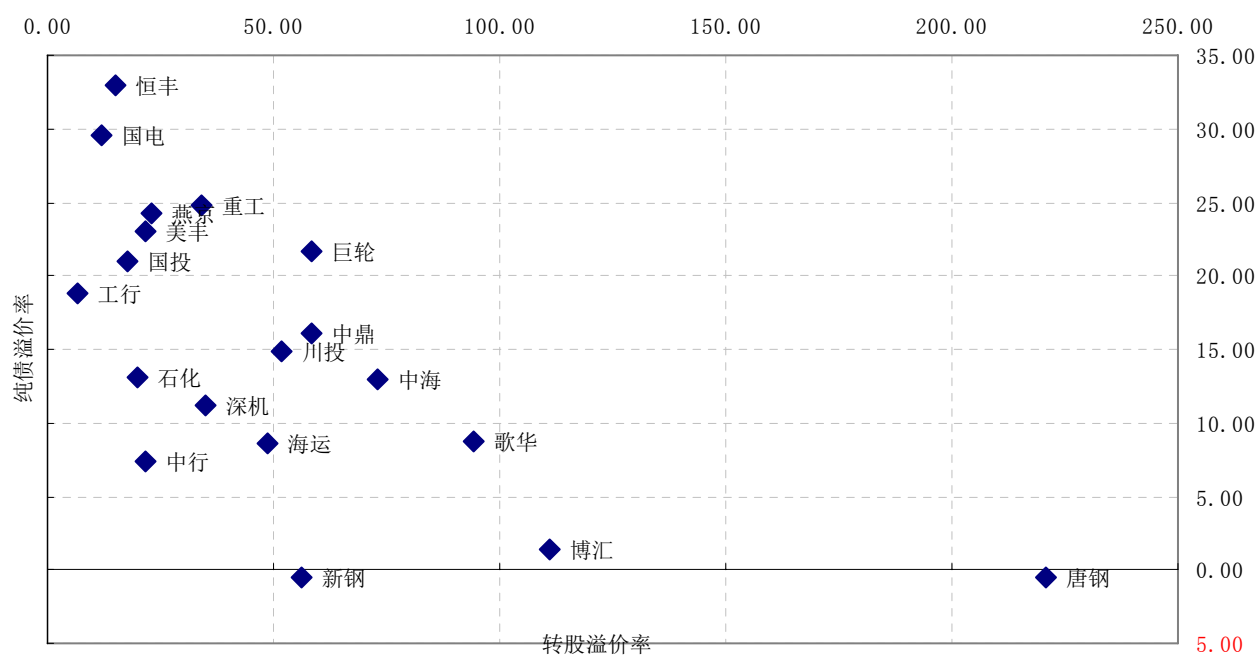
图表 3： 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位：%



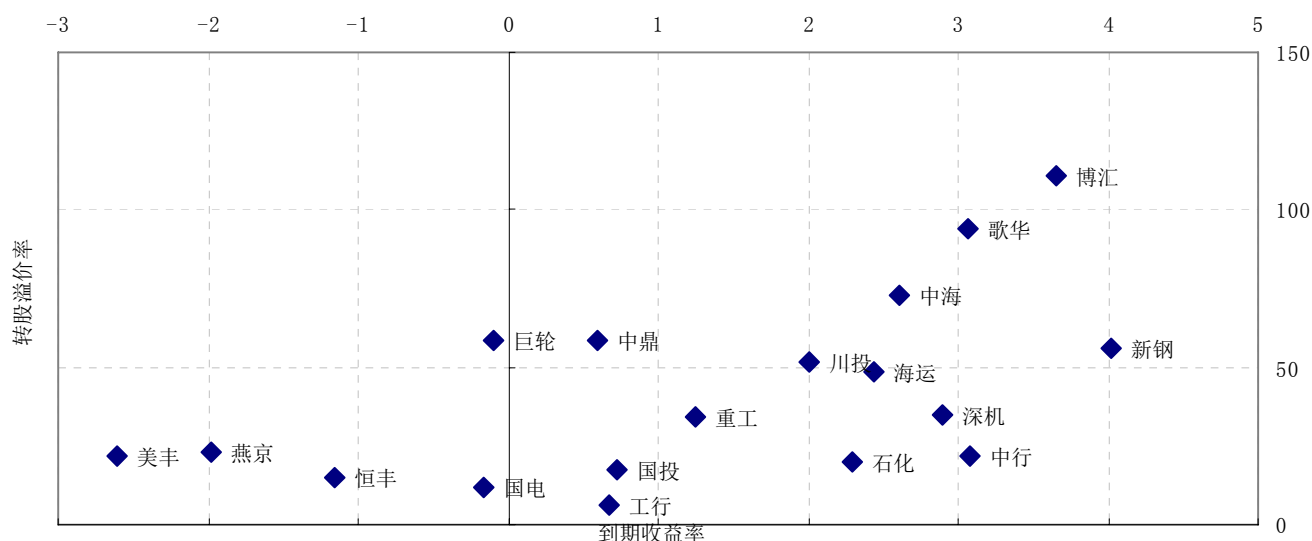
资料来源：中原证券，Wind

图表 4：纯债溢价率与转股溢价率分布



资料来源：中原证券，Wind

图表 5：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

由于正股持续下跌所致，转债平均转股溢价率已经创一年新高，转债估值已经偏高。因可转债票面利率普遍较低，因此对于转债市场投资者而言，参与转债市场更主要目的还是分享正股市场收益，但是在当前转股溢价率高企的背景下，转债获取正股市场收益能力正在逐渐减小。无论正股市场下一阶段涨跌与否，当前转债市场对一般投资者而言参与意义不大。建议投资者关注短期超调所致的交易性投资机会。

4 风险提示

投资可转债存在利息损失风险。当股价下跌到转换价格以下时，可转债投资者被迫转为债券投资者。因可转债利率一般低于同等级的普通债券利率，所以会给投资者带来利息损失。

投资可转债存在提前赎回的风险。许多可转债都规定了发行者可以在发行一段时间之后，以某一价格赎回债券。提前赎回限制了投资者的最高收益率。最后，强制转换了风险。

投资者在投资可转债必须认真阅读相关条款，特别是回售条款、赎回

条款和转股价修正条款，以免不必要的损失。

投资者购买了可转换债券之后，应特别关注发债公司的公告，如在正股持续上涨的时候，发债公司按规定要多次公告警示，并留有足够的时间给持有人转股或卖出转债。一旦忽视了这些警示，就会导致强制赎回，损失将会非常可观。

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	1.11	6.47	15.46	2008-08-21	2013-08-20
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	2.20	10.29	9.72	2009-09-23	2014-09-23
歌华转债	歌华有线	16	16.00	4.37	14.89	6.72	2010-11-25	2016-11-25
中行转债	中国银行	400	399.99	3.89	3.44	29.07	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	237.98	4.14	3.77	26.53	2010-08-31	2016-08-31
唐钢转债	河北钢铁	30	30.00	0.42	7.57	13.21	2007-12-14	2012-12-13
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	2.89	7.06	14.16	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	0.83	3.26	7.58	13.19	2010-10-15	2015-10-14
海运转债	宁波海运	7.2	7.20	3.49	4.51	22.17	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	34.00	4.54	4.74	21.10	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	221.43	4.62	7.08	14.12	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	3.58	12.66	7.90	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	4.69	9.15	10.93	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转2	巨轮股份	3.5	3.50	4.02	8.09	12.36	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	5.01	5.6	17.86	2011-07-15	2017-07-14
中海转债	中海发展	39.5	39.50	5.05	8.6	11.63	2011-08-01	2017-08-01
国电转债	国电电力	55	54.99	5.10	2.57	38.91	2011-08-19	2017-08-19
恒丰转债	恒丰纸业	4.5	4.50	4.70	6.88	14.53	2012-03-23	2017-03-23
重工转债	中国重工	80.5015	80.50	5.90	6.05	16.53	2012-06-04	2018-06-04

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	104.830	0.350	7.189	9,640.374	964.037	4.340	-2.908	0.647	0.065
博汇转债	101.900	-0.053	0.772	6,413.718	641.372	4.970	-1.779	0.755	0.075
歌华转债	96.430	-0.209	-4.076	4,783.254	478.325	7.400	-1.726	3.147	0.315
中行转债	98.140	0.935	-1.987	92,930.369	9,293.037	2.770	-1.773	3.704	0.370
工行转债	106.160	-3.047	5.552	199,593.580	19,959.358	3.760	-4.810	10.542	1.054
唐钢转债	110.235	0.239	7.508	19,561.384	1,956.138	2.600	-4.762	5.229	0.523

美丰转债	116.148	0.743	16.010	1,466.000	146.600	6.750	1.199	2.716	0.272
燕京转债	111.010	-1.196	10.488	11.619	1.162	6.840	-6.301	8.788	0.879
海运转债	97.880	-1.421	-2.584	2,991.000	299.100	2.970	-1.329	0.537	0.054
国投转债	110.500	2.582	10.174	36,269.184	3,626.918	4.450	2.535	5.945	0.594
石化转债	100.890	0.764	0.620	172,917.057	17,291.706	5.950	-5.556	20.564	2.056
中鼎转债	107.911	-3.182	7.450	2,905.154	290.515	8.630	1.649	1.894	0.189
川投转债	104.100	0.080	3.879	4,910.150	491.015	6.270	-9.393	5.080	0.508
巨轮转 2	110.000	1.836	9.211	1,952.313	195.231	5.620	-3.767	0.373	0.037
深机转债	97.664	-0.246	-2.934	3,165.177	316.518	4.050	-0.978	1.256	0.126
中海转债	96.880	-1.158	-3.595	2,990.765	299.076	4.820	-4.554	1.999	0.200
国电转债	116.930	3.640	16.479	81,247.417	8,124.742	2.680	-0.741	16.153	1.615
恒丰转债	115.000	-0.586	14.783	969.049	96.905	6.880	-1.433	0.242	0.024
重工转债	103.300	-1.101	3.245	188,410.255	18,841.025	4.660	-10.212	13.175	1.318

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	104.83	105.44	-0.58	4.01	67.08	56.28	偏债型	偏债型
博汇转债	101.90	100.45	1.44	3.66	48.30	110.98	偏债型	偏债型
歌华转债	96.43	88.70	8.72	3.06	49.70	94.03	偏债型	偏债型
中行转债	98.14	91.40	7.37	3.08	80.52	21.88	平衡型	平衡型
工行转债	106.16	89.34	18.83	0.68	99.73	6.44	偏股型	偏股型
唐钢转债	110.24	110.74	-0.45	3.84	34.35	220.95	偏债型	偏债型
美丰转债	116.15	94.40	23.03	-2.61	95.61	21.48	平衡型	平衡型
燕京转债	111.01	89.34	24.25	-1.98	90.24	23.02	平衡型	偏股型
海运转债	97.88	90.12	8.61	2.44	65.85	48.63	偏债型	偏债型
国投转债	110.50	91.38	20.93	0.72	93.88	17.70	平衡型	平衡型
石化转债	100.89	89.19	13.12	2.30	84.04	20.05	平衡型	平衡型
中鼎转债	107.91	92.99	16.05	0.60	68.17	58.30	偏债型	偏债型
川投转债	104.10	90.61	14.89	2.01	68.52	51.92	偏债型	偏债型
巨轮转 2	110.00	90.38	21.71	-0.09	69.47	58.35	偏债型	平衡型
深机转债	97.66	87.86	11.16	2.90	72.32	35.04	偏债型	偏债型
中海转债	96.88	85.79	12.93	2.60	56.05	72.86	偏债型	偏债型
国电转债	116.93	90.27	29.53	-0.16	104.28	12.13	偏股型	偏股型
恒丰转债	115.00	86.54	32.89	-1.15	100.00	15.00	偏股型	偏股型
重工转债	103.30	82.81	24.75	1.25	77.02	34.11	平衡型	偏股型
新钢转债	104.83	105.44	-0.58	4.01	67.08	56.28	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
600028.SH	中国石化	证监会批准	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
002535.SZ	林州重机	董事会预案	4.14	6.5	5	2012/3/27		机械设备
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

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大势：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。