

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangweil@ccnew.com

关注条款博弈以及超跌低吸机会

——可转债双周刊(2012年9月10日-9月21日)

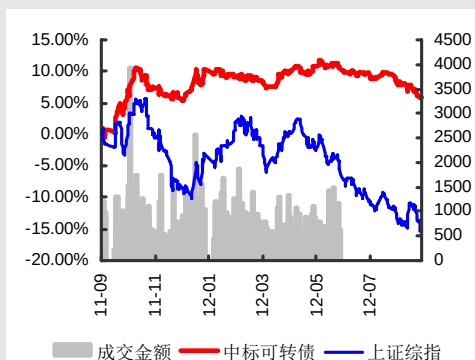
证券研究报告-债券研究

发布日期: 2012年9月25日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2482.62	(1.63)
上证综指	2026.69	(4.75)
深证成指	8201.53	(5.83)
上证国债	134.65	0.04
上证企债	156.93	0.12

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: 隧道股份(600820)拟发行可转债26亿元, 广汽集团(601238)拟发行可转债20亿元。截止2012年9月21, 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17只, 规模总计1057.6039亿元。
- 二级市场: 上证A股收至2026.69点, 期间下跌4.75%, 深证成指收至8201.53点, 期间下跌5.83%; 转债正股期间平均下跌5.02%; 所有转债均价102.39元, 平均下跌1.32%。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债市场成交有所活跃, 总成交金额较上期放大三成。成交放量主要源自两只大盘品种中行转债和石化转债贡献。
- 估值: 平均转股溢价率52.67%, 平均纯债溢价率10.83%, 转债市场呈现股性下降债性提升特征。受益于转债市场当前整体债性较高, 市场防御性相对较强。

● 下一阶段投资策略

- 从把握反弹行情的角度, 建议积极关注强股性品种;
- 从条款博弈角度, 建议关注新钢转换和博汇转债;
- 把握低价品种超跌的交易性投资机会。

● 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

隧道股份（600820）拟发行可转债26亿元，发行期限6年，方案已获股东大会通过。

广汽集团（601238）公布董事会预案，拟发行可转债20亿元，发行期限6年。

截止2012年9月21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17只，规模总计1057.6039亿元。其中中国石化、民生银行、南山铝业、同仁堂可转债发行申请已经获得证监会批准，规模总计572.05亿元。

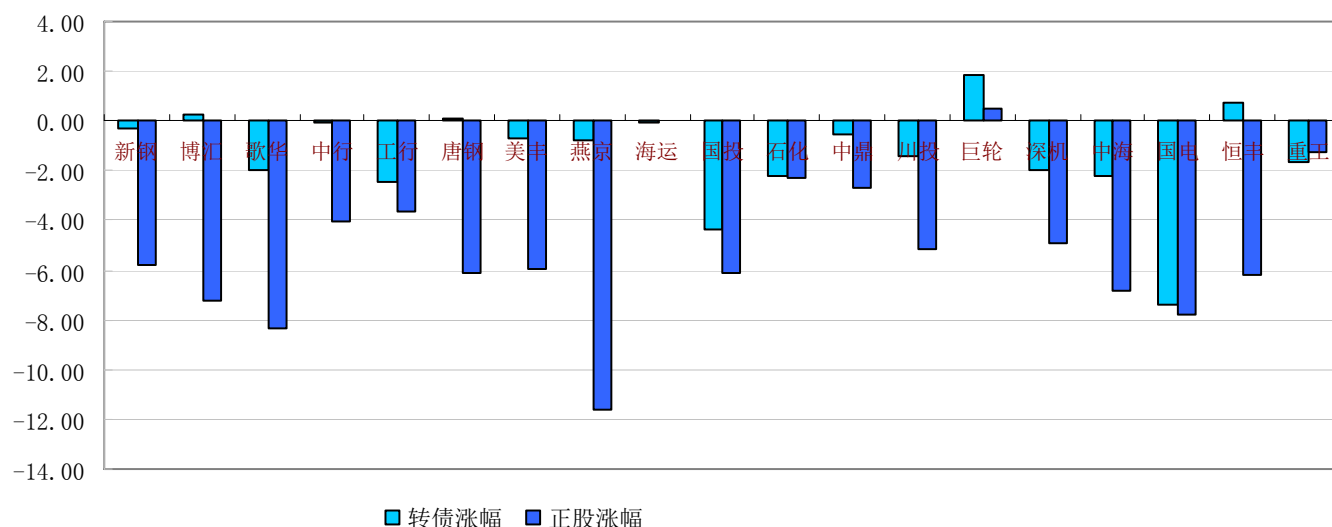
1.2 二级市场

本期A股市场遭遇大幅下挫。汇丰制造业PMI指数连续11个月位于荣枯线下，显示当前我国经济仍未走出谷底；钓鱼岛争端持续升级，导致投资者避险情绪上升。截止9月21日，上证A股收至2026.69点，期间下跌4.75%，深证成指收至8201.53点，期间下跌5.83%；转债正股期间平均下跌5.02%；所有转债均价102.39元，平均下跌1.32%。

受正股市场系统性风险影响，转债正股期间遭遇了较大幅度调整，仅1只正股期间微幅上涨。巨轮股份期间微幅上涨0.51%；位于跌幅榜前三的品种分别为燕京啤酒、歌华有线和国电电力，期间分别下跌11.58%、8.33%和7.78%。

个券亦未能幸免，期间4只品种小幅上涨，除巨轮转2受益于正股的良好表现外，其余三只上涨品种均为强债性品种。位于涨幅榜前三的品种分别为巨轮转2、恒丰转债、博汇转债，期间分别上涨1.84%、0.76%、0.24%；位于跌幅榜前三的品种分别为国电转债、国投转债和工行转债，期间分别下跌7.36%、4.37%、2.44%。

图表 1: 转债及正股双周表现



资料来源: 中原证券, Wind

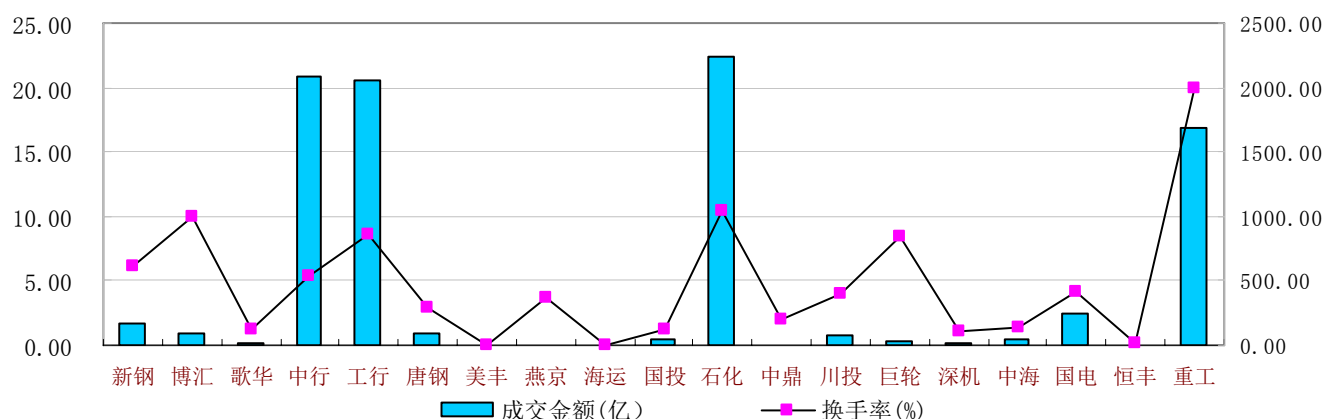
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

截止9月7日, 现有转债规模121809万张, 本期份额没有变动。

本期转债市场成交有所活跃, 总成交金额较上期放大三成。成交放量主要源自两只大盘品种中行转债和石化转债贡献, 其余品种则表现不佳。日均成交金额低于100万元的品种依然有4家, 分别为美丰转债、燕京转债、恒丰转债和中鼎转债。

图表 2: 转债周成交金额及换手率



资料来源：中原证券，Wind

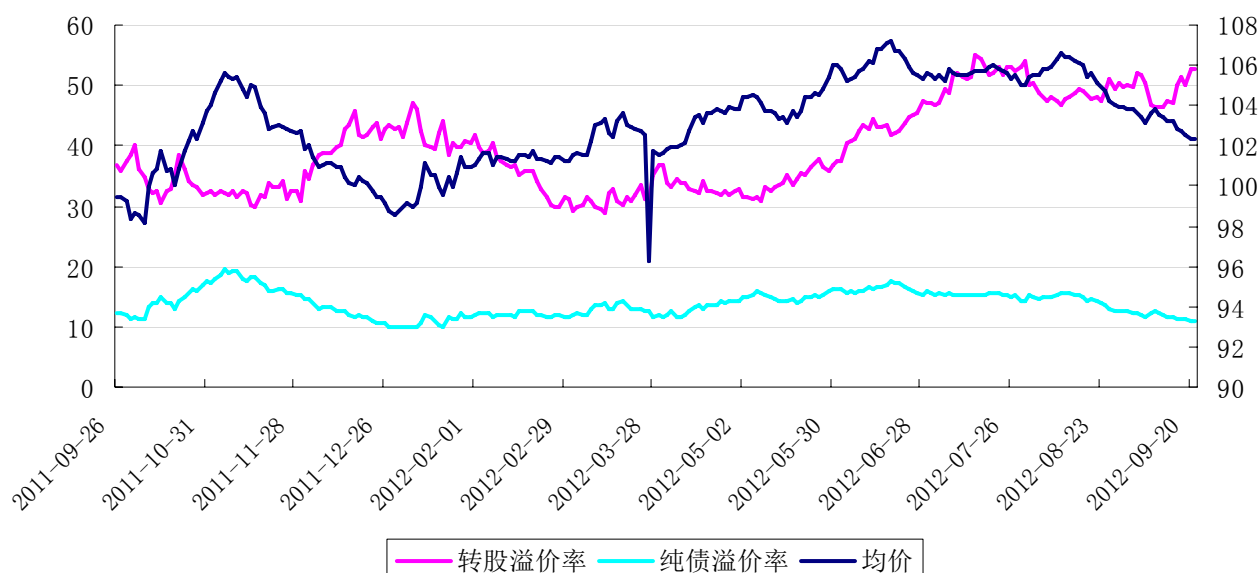
2.2 估值分析

平均转股溢价率52.67%，平均纯债溢价率10.83%，转债市场呈现股性下降债性提升特征。股性下降主要源于本期转债跌幅小于正股跌幅所致，主要受益于转债市场当前整体债性较高，防御性较强。从股性角度看，目前转股溢价率低于10%的品种有工行转债、巨轮转二和重工转债；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2.38%，转债市场整体安全边界持续提升。负溢价率品种3只，分别为美丰转债、巨轮转债和恒丰转债，防御属性相对欠佳。

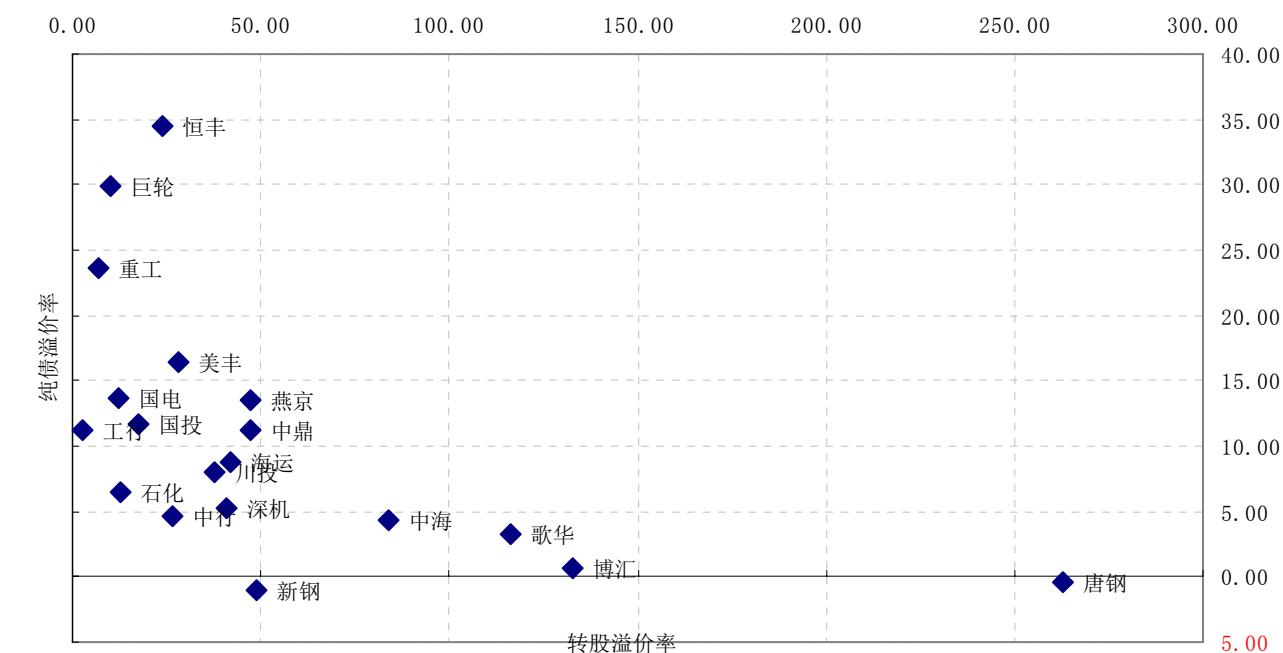
图表 3： 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位：%



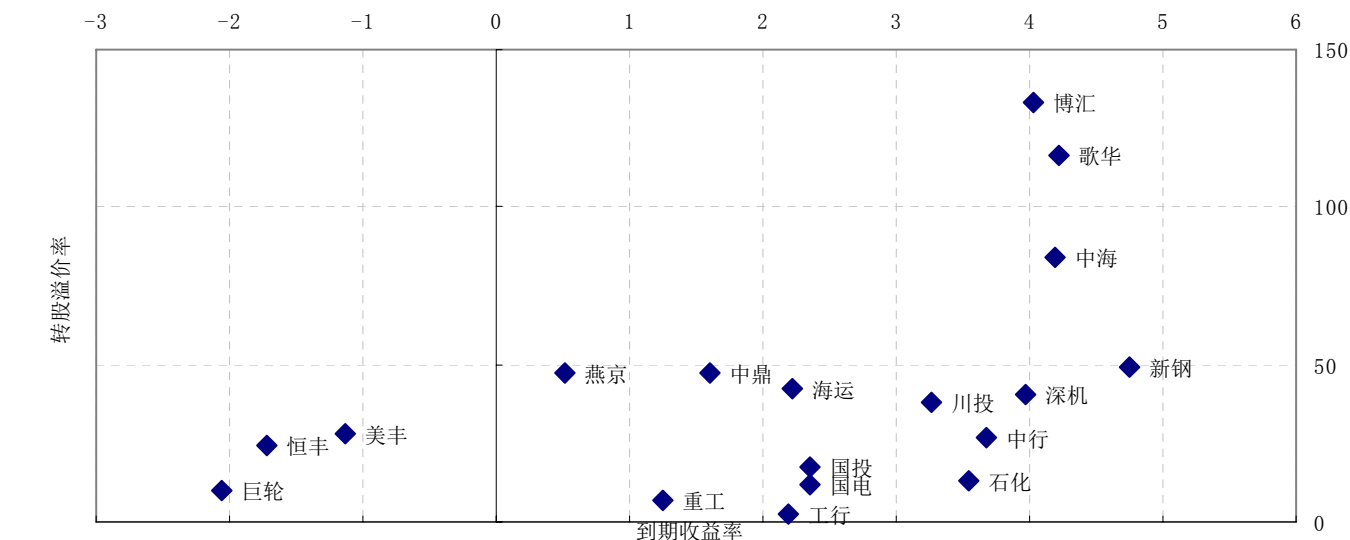
资料来源：中原证券，Wind

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

就A股市场而言，在当前经济基本面未见好转迹象、投资者情绪悲观、以及资金面依然偏紧的情况下，除非有强有力的政策提振，否则市场短期内难以走出像样的反弹行情，A股市场本期或将继续寻底。

正股市场的欠佳表现，必然影响转债市场的收益水平。但另一方面，当前转债市场相对防御属性较高，仍然存在者一定的交易性投资机会，本期我们维持上期建议，投资者可以从以下三条路径关注转债市场投资机会：

- 1、从把握反弹行情的角度，建议积极关注强股性品种。分别为工行转债、重工转债和巨轮转债。中小盘个股因其弹性较大，在反弹行情有望受益明显。
- 2、从条款博弈角度，建议关注新钢转换和博汇转债。新钢转债已经进入新的计息年度，回售条款倒计时也已经开始。考虑到新钢转债现存规模较大、以及新钢股份现金流并不充裕，我们预计新钢股份向下修正转股价是大概率事件。新钢股份大股东近期发布了控股股东增持公告，彰显了控股股东维护股价、力促转股的意图。同样，博汇转债已于24日开始回售计数，以博汇纸业24的收盘价计算，若转债如期回售，扣税投资者将有望每张获得1.8元的收益，如若博汇纸业修正转股价而避免回售，因博汇转债当前到期收益率水平4.03%，转债价格下行空间将较为有限，而转债的股性将有望大幅提升。
- 3、把握低价品种超跌的交易性投资机会，建议关注中海转债，其当前价格水平安全边界较高，在价格跌破90元后可积极参与。

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。提前赎回限定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	0.92	5.88	17.01	2008-08-21	2013-08-20
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	2.01	10.29	9.72	2009-09-23	2014-09-23
歌华转债	歌华有线	16	16.00	4.18	14.89	6.72	2010-11-25	2016-11-25
中行转债	中国银行	400	399.99	3.70	3.44	29.07	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	237.98	3.95	3.77	26.53	2010-08-31	2016-08-31
唐钢转债	河北钢铁	30	30.00	0.23	7.57	13.21	2007-12-14	2012-12-13
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	2.70	7.06	14.16	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	0.83	3.07	7.58	13.19	2010-10-15	2015-10-14
海运转债	宁波海运	7.2	7.20	3.30	4.51	22.17	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	34.00	4.35	4.74	21.10	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	221.43	4.43	6.98	14.33	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	3.39	12.66	7.90	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	4.50	9.15	10.93	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转2	巨轮股份	3.5	3.50	3.83	5.47	18.28	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	4.82	5.6	17.86	2011-07-15	2017-07-14
中海转债	中海发展	39.5	39.50	4.86	8.6	11.63	2011-08-01	2017-08-01
国电转债	国电电力	55	54.99	4.91	2.57	38.91	2011-08-19	2017-08-19
恒丰转债	恒丰纸业	4.5	4.50	4.50	6.88	14.53	2012-03-23	2017-03-23
重工转债	中国重工	80.5015	80.50	5.70	4.93	20.28	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	102.550	-0.300	6.797	17,175.050	1,717.505	4.050	-5.814	0.783	0.078
博汇转债	101.890	0.236	0.494	9,924.225	992.422	4.500	-7.216	0.679	0.068
歌华转债	92.650	-1.951	-8.010	1,718.363	171.836	6.380	-8.333	3.049	0.305
中行转债	96.700	-0.075	-3.638	208,273.293	20,827.329	2.630	-4.015	7.038	0.704
工行转债	99.640	-2.444	-0.414	205,553.279	20,555.328	3.660	-3.684	9.945	0.995
唐钢转债	110.782	0.132	7.669	9,899.994	989.999	2.310	-6.098	5.327	0.533
美丰转债	110.999	-0.672	10.631	50.373	5.037	6.120	-5.991	1.694	0.169
燕京转债	102.500	-0.757	1.844	310.803	31.080	5.270	-11.577	5.823	0.582

海运转债	99.000	-0.035	-1.636	0.000	0.000	3.140	0.000	0.000	0.000
国投转债	103.300	-4.368	2.840	4,542.427	454.243	4.170	-6.081	2.016	0.202
石化转债	96.130	-2.243	-4.275	223,670.669	22,367.067	5.940	-2.292	11.088	1.109
中鼎转债	104.510	-0.509	3.838	634.583	63.458	9.000	-2.703	3.983	0.398
川投转债	99.000	-1.455	-1.355	8,354.605	835.461	6.570	-5.195	4.079	0.408
巨轮转 2	117.664	1.843	17.486	3,460.710	346.071	5.860	0.515	1.050	0.105
深机转债	92.950	-1.946	-7.201	2,128.974	212.897	3.700	-4.884	0.718	0.072
中海转债	90.000	-2.194	-10.100	5,097.608	509.761	4.210	-6.858	1.282	0.128
国电转债	103.300	-7.365	3.253	24,417.195	2,441.719	2.370	-7.782	6.669	0.667
恒丰转债	117.730	0.758	17.379	67.712	6.771	6.530	-6.178	0.422	0.042
重工转债	103.560	-1.663	3.409	169,102.665	16,910.267	4.770	-1.242	42.344	4.234

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	102.55	103.57	-0.98	4.75	68.88	48.89	偏债型	偏债型
博汇转债	101.89	101.23	0.65	4.03	43.73	132.99	偏债型	偏债型
歌华转债	92.65	89.72	3.27	4.23	42.85	116.23	偏债型	偏债型
中行转债	96.70	92.41	4.64	3.67	76.45	26.48	平衡型	平衡型
工行转债	99.64	89.64	11.15	2.19	97.08	2.63	偏股型	偏股型
唐钢转债	110.78	111.24	-0.41	4.87	30.52	263.04	偏债型	偏债型
美丰转债	111.00	95.31	16.46	-1.13	86.69	28.05	平衡型	平衡型
燕京转债	102.50	90.26	13.56	0.51	69.53	47.43	平衡型	平衡型
海运转债	99.00	91.07	8.71	2.22	69.62	42.19	偏债型	偏债型
国投转债	103.30	92.44	11.75	2.36	87.97	17.42	平衡型	平衡型
石化转债	96.13	90.23	6.54	3.55	85.10	12.96	平衡型	平衡型
中鼎转债	104.51	93.98	11.21	1.61	71.09	47.01	偏债型	偏债型
川投转债	99.00	91.68	7.99	3.27	71.80	37.88	偏债型	偏债型
巨轮转 2	117.66	90.58	29.91	-2.06	107.13	9.83	偏股型	偏股型
深机转债	92.95	88.30	5.26	3.97	66.07	40.68	偏债型	偏债型
中海转债	90.00	86.31	4.27	4.20	48.95	83.85	偏债型	偏债型
国电转债	103.30	90.85	13.70	2.35	92.22	12.02	偏股型	偏股型
恒丰转债	117.73	87.56	34.46	-1.73	94.91	24.04	平衡型	平衡型
重工转债	103.56	83.81	23.56	1.25	96.75	7.03	偏股型	偏股型

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	发行 期限	预案公告日	股东大会公 告日	证监会行业
------	------	------	---------------	------------	----------	-------	-------------	-------

(亿 (年)
元)

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	证监会批准	79.16	260	6	2011/12/21	2012/2/9	金融、保险业
600085.SH	同仁堂	证监会批准	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
600525.SH	长园集团	董事会预案	8.6	7.8339	5	2012/9/7		电子元件制造
600820.SH	隧道股份	股东大会通过	12.99	26	6	2012/8/29		土木工程建筑业
601238.SH	广汽集团	董事会预案	61.48	20	6	2012/9/11		汽车制造

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。