

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangweil@ccnew.com

工行转债表现体现投资者对后市乐观预期

——可转债双周刊（2012 年 11 月 26 日-12 月 7 日）

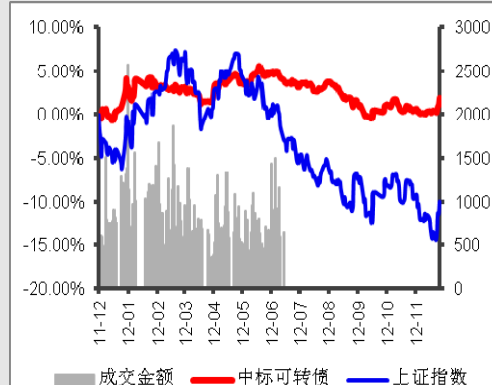
证券研究报告-债券研究

发布日期: 2012 年 12 月 10 日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2493.55	(0.20)
上证综指	2027.38	(2.01)
深证成指	8114.74	(2.90)
上证国债	135.47	0.13
上证企债	158.82	0.26

转债指数相对上证综指走势



联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

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 12 月 7 日, 今年以来一级市场已发行可转债 4 只, 规模 157.05 亿元。
- 二级市场: 上证 A 股收至 2061.7 点, 期间上涨 1.7%, 深证成指收至 8189 点, 期间上涨 0.92%; 转债正股平均上涨 0.89%, 表现弱于市场; 所有转债均价 102.03 元, 平均上涨 0.44%。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债成交 95 亿元, 较上期增加近 40 亿元。平衡型和偏股型品种成交量大幅提升。
- 估值: 平均转股溢价率 31.47%, 平均纯债溢价率 11.15%, 转债市场整体呈现债性有所下降股性与上期基本持平特征。

● 下一阶段投资策略

- 本期转债市场表现分化较为突出, 几只强债型品种表现较差, 而强股型品种中工行转债跑赢正股, 在价格上涨同时转股溢价率反而提升。我们认为市场的这种反应, 潜在显示偏债型机构投资者对未来市场的乐观预期。
- 无论是从机构视角还是投资者情绪角度看, 对下一阶段 A 股市场的表现均较为乐观, 预计反弹有望延续。在此背景下, 建议投资者积极关注平衡性品种。
- 随着正股市场的活跃, 前期已经过会的几只大盘品种很可能会陆续发行, 建议投资者积极关注转债一级市场投资机会。
- 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

同仁堂(600085)可转债已发行,发行规模12.05亿元。同仁转债存续期限5年,票面利率:第一年0.50%,第二年0.70%,第三年1.30%,第四年1.70%,第五年2.00%,到期补偿利息106元(含最后一期利息),转股价17.72元/股。对应12月7日收盘价的转换价值为97.68元,转换价值接近债券平价水平,参考目前转债二级市场估值情况,预计同仁转债转股溢价率有望在8%至12%间波动。

截止2012年12月7日,今年以来一级市场已发行可转债4只,规模157.05亿元。待发行转债17只,规模总计928.95亿元。其中中国石化、民生银行、中信海可转债发行申请已经获得证监会批准,规模总计509.7亿元。

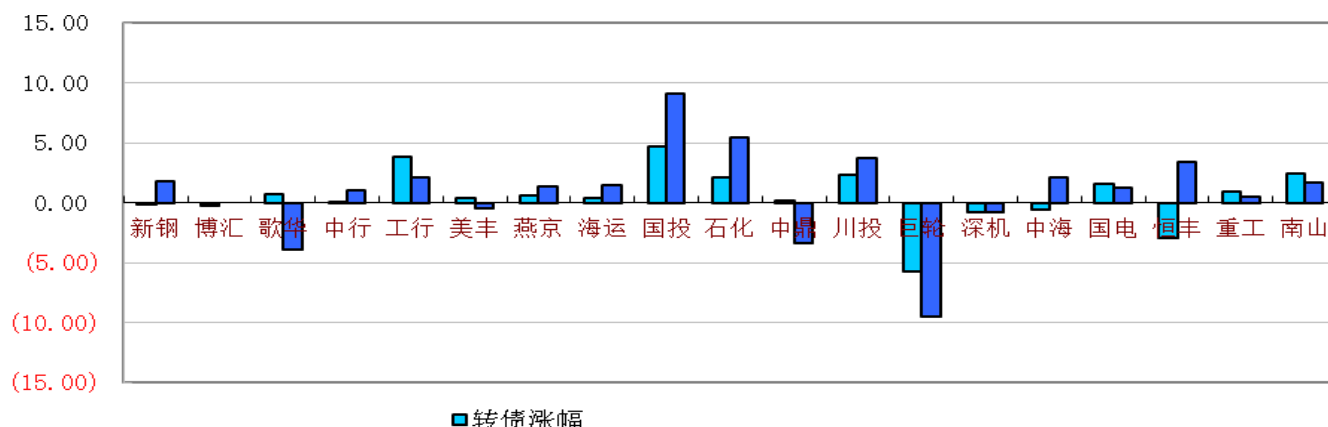
1.2 二级市场

截止12月7日上证A股收至2061.7点,期间上涨1.7%,深证成指收至8189点,期间上涨0.92%;转债正股平均上涨0.89%,表现弱于市场;所有转债均价102.03元,平均上涨0.44%。

正股涨多跌少,但幅度普遍较小,期间14只上涨5只下跌。位于涨幅榜前三的个股分别为国投电力、中国石化和川投能源,分别上涨9.09%、5.45%和3.76%;位于跌幅榜前三的个股分别巨轮股份、歌华有线和中鼎股份,分别下跌9.54%、3.93%和3.34%。

转债市场整体表现弱于A股市场以及正股市场,强债型品种表现普遍较差,19只个券6只只下跌13只上涨。位于涨幅榜前三的品种分别为国投转债、工行转债和南山转债,期间分别上涨4.65%、3.86%和2.49%;位于跌幅榜前三的品种分别巨轮转债、恒丰转债和深机转债,期间分别下跌5.78%、2.78%和0.81%。

图表 1: 转债及正股双周表现



资料来源: 中原证券, Wind

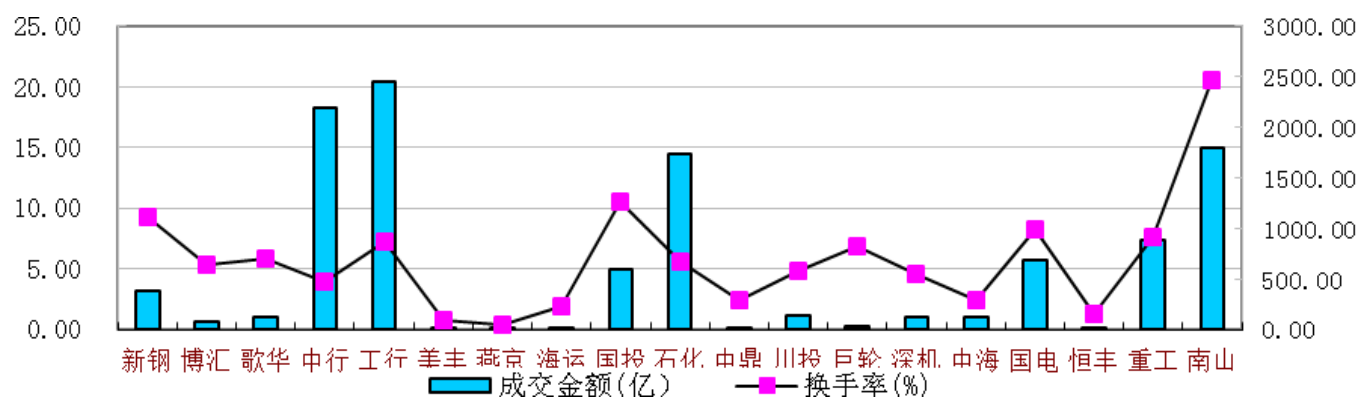
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

截止12月7日, 现有转债规模120698万张 (剔除唐钢转债), 本期减少945万张, 全部为工行转债转股所致。工行转债现市场存量仍有22700万张。

本期转债成交95亿元, 较上期增加近40亿元。伴随正股市场的成交活跃, 转债市场本期活跃度也大幅提升, 尤其平衡型和偏股型品种期间成交额大幅提升。期间成交金额低于100万元的品种仅余燕京转债一只。

图表 2: 转债双周成交金额及换手率



资料来源: 中原证券, Wind

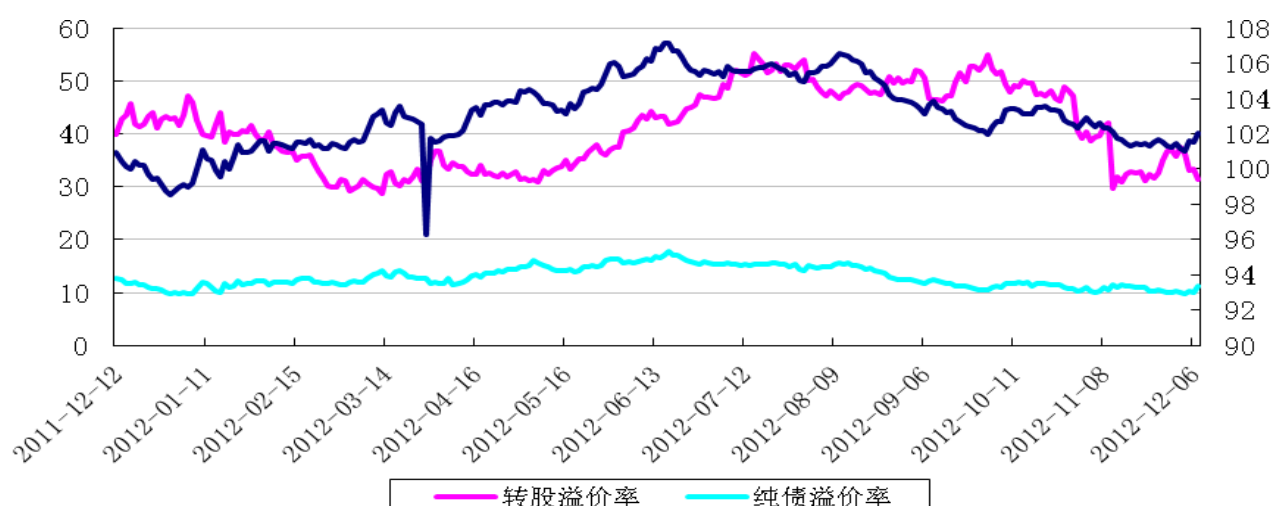
2.2 估值分析

平均转股溢价率31.47%，平均纯债溢价率11.15%，转债市场整体呈现债性有所下降股性与上期基本持平特征。从股性角度看，转股溢价率低于10%的品种有国投转债、工行转债和巨轮转债，另有石化转债和南山转债低于15%；从债性角度看，当前转债市场整体债性较强，债性较强的品种有新钢转债、博汇转债、中海转债和深机转债。

从到期收益率角度看，全部品种平均到期收益率2.39%，与上期基本持平，转债市场整体期安全边界较高。负溢价率品种2只，分别为国投转债和巨轮转二，防御属性相对欠佳。

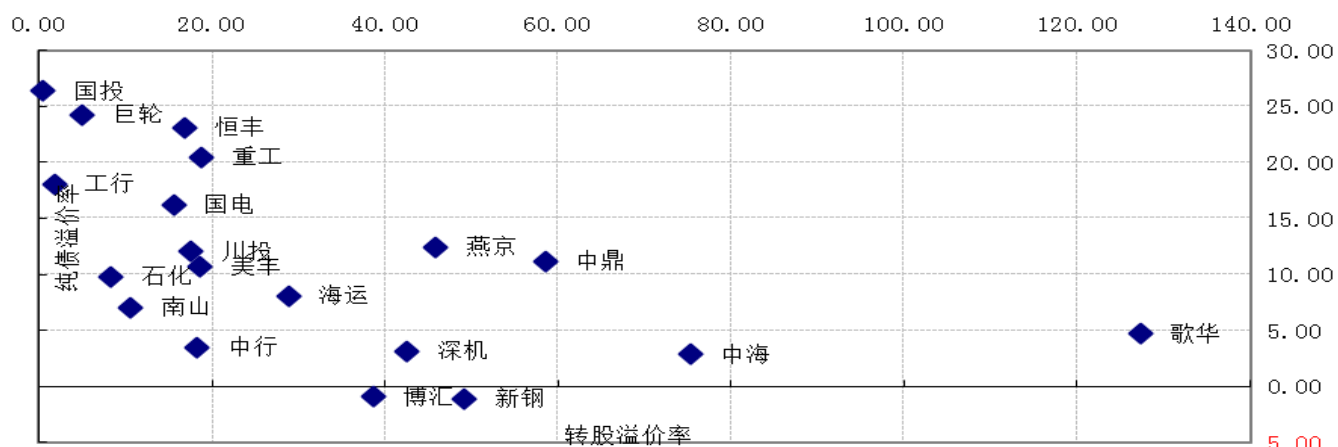
图表 3： 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位：%



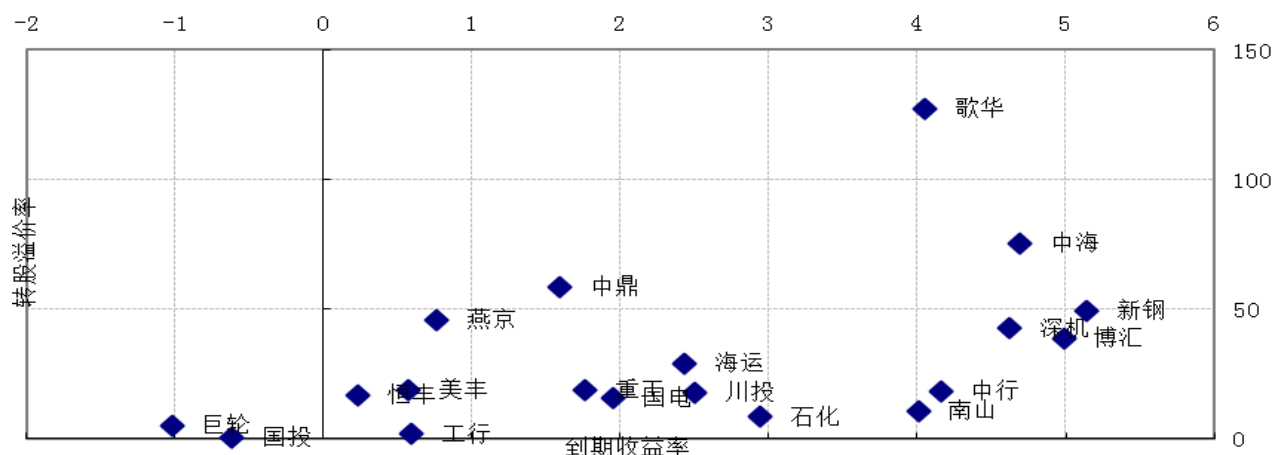
资料来源：中原证券，Wind

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

本期转债市场表现分化较为突出，几只强债型品种表现较差，而强股型品种中工行转债跑赢正股，在价格上涨同时转股溢价率反而提升。我们认为市场的这种反应，潜在显示偏债型机构投资者对未来市场的乐观预期。

对于强债型品种而言，其最大的优势体现在较好的防御特性，但是引起股性价差，故而二级市场上弹性较差，支撑期二级市场表现的主要源动力来自于其债券价值，而在市场向好投资者风险偏好提升时，部分积极的资金会转向更具弹性品种，从而导致本期强债型品种表现普遍较差。

工行转债本期表现则体现了债券类机构持有者对市场未来走势的乐观预期。一般而言，转债市场的运行规律为随着转换价值的提升，转股溢价率呈现下降趋势，本期工行转债的二级市场反应恰恰相反。首先从转债的持有者结构看，主要有机构投资者为主，其中有一部分为不能投资正股市场债券型基金，在这部分机构对正股市场走势乐观时，只能通过持有股性较强的转债分享正股市场收益。另外，工行转债规模较大，且前期转股溢价率接近零值，对于部分不能投资于正股的机构投资者而言，持有工行转债可以近乎获得和工行同样的收益率水平，又因其规模较大，流动性限制小，使得机构较容易实现资产配置转换。

目前阶段，无论是从机构视角还是投资者情绪角度看，对下一阶段A股市场的表现均较为乐观，预计反弹有望延续。在此背景下，建议投资者积极关注平衡性品种。

随着正股市场的活跃，前期已经过会的几只大盘品种很可能会陆续发行，建议投资者积极关注转债一级市场投资机会。

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	0.70	5.88	17.01	2008-08-21	2013-08-20
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	1.79	6.16	16.23	2009-09-23	2014-09-23
歌华转债	歌华有线	16	16.00	3.97	14.89	6.72	2010-11-25	2016-11-25

中行转债	中国银行	400	399.99	3.49	3.44	29.07	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	227.01	3.73	3.77	26.53	2010-08-31	2016-08-31
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	2.48	7.06	14.16	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	0.83	2.85	7.58	13.19	2010-10-15	2015-10-14
海运转债	宁波海运	7.2	7.20	3.08	4.51	22.17	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	34.00	4.14	4.74	21.10	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	221.43	4.22	6.98	14.33	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	3.18	12.66	7.90	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	4.29	9.15	10.93	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转 2	巨轮股份	3.5	3.37	3.62	5.47	18.28	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	4.61	5.6	17.86	2011-07-15	2017-07-14
中海转债	中海发展	39.5	39.50	4.65	8.6	11.63	2011-08-01	2017-08-01
国电转债	国电电力	55	54.99	4.70	2.57	38.91	2011-08-19	2017-08-19
恒丰转债	恒丰纸业	4.5	4.50	4.29	6.88	14.53	2012-03-23	2017-03-23
重工转债	中国重工	80.5015	80.50	5.49	4.93	20.28	2012-06-04	2018-06-04
南山转债	南山铝业	60	60.00	5.86	6.92	14.45	2012-10-16	2018-10-16

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	103.290	-0.075	6.953	31,827.065	3,182.707	4.070	1.750	2.218	0.222
博汇转债	99.690	-0.296	-0.664	6,326.629	632.663	4.430	0.000	1.064	0.106
歌华转债	93.270	0.715	-6.766	10,503.599	1,050.360	6.110	-3.931	3.051	0.305
中行转债	95.900	0.061	-4.670	183,259.636	18,325.964	2.790	1.087	9.694	0.969
工行转债	106.070	3.862	5.826	204,224.836	20,422.484	3.930	2.078	19.555	1.955
美丰转债	106.195	0.379	5.574	619.222	61.922	6.320	-0.472	2.578	0.258
燕京转债	101.190	0.573	1.057	44.688	4.469	5.260	1.349	3.992	0.399
海运转债	98.840	0.364	-1.986	1,618.674	161.867	3.460	1.466	1.151	0.115
国投转债	117.000	4.651	16.392	49,436.071	4,943.607	5.520	9.091	9.689	0.969
石化转债	99.200	2.147	-1.352	145,114.852	14,511.485	6.390	5.446	15.163	1.516
中鼎转债	104.920	0.171	4.016	925.270	92.527	8.380	-3.345	3.644	0.364
川投转债	102.830	2.313	2.328	12,259.757	1,225.976	8.000	3.761	8.902	0.890
巨轮转 2	112.831	-5.780	12.442	3,144.837	314.484	5.880	-9.538	1.730	0.173
深机转债	91.130	-0.808	-9.190	10,088.262	1,008.826	3.580	-0.831	1.038	0.104
中海转债	88.840	-0.580	-11.407	10,058.904	1,005.890	4.360	2.108	1.178	0.118
国电转债	105.680	1.609	5.528	56,998.027	5,699.803	2.350	1.293	12.520	1.252
恒丰转债	107.950	-2.977	7.451	765.671	76.567	6.360	3.415	0.602	0.060
重工转债	101.010	0.943	0.754	73,932.921	7,393.292	4.190	0.480	13.467	1.347
南山转债	102.750	2.492	2.242	150,129.798	15,012.980	6.430	1.741	2.851	0.285

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	103.29	104.43	-1.09	5.14	69.22	49.22	偏债型	偏债型
博汇转债	99.69	100.62	-0.93	4.99	71.92	38.62	偏债型	偏债型
歌华转债	93.27	89.09	4.69	4.05	41.03	127.30	偏债型	偏债型
中行转债	95.90	92.69	3.46	4.16	81.10	18.24	平衡型	平衡型
工行转债	106.07	89.86	18.04	0.59	104.24	1.75	偏股型	偏股型
美丰转债	106.20	95.90	10.73	0.58	89.52	18.63	平衡型	平衡型
燕京转债	101.19	90.00	12.43	0.77	69.39	45.82	偏债型	偏债型
海运转债	98.84	91.46	8.07	2.43	76.72	28.84	偏债型	偏债型
国投转债	117.00	92.59	26.37	-0.62	116.46	0.47	偏股型	偏股型
石化转债	99.20	90.36	9.78	2.94	91.55	8.36	偏股型	平衡性
中鼎转债	104.92	94.35	11.21	1.59	66.19	58.51	偏债型	偏债型
川投转债	102.83	91.80	12.02	2.51	87.43	17.61	平衡型	偏债型
巨轮转 2	112.83	90.82	24.23	-1.02	107.50	4.96	偏股型	偏股型
深机转债	91.13	88.38	3.12	4.62	63.93	42.55	偏债型	偏债型
中海转债	88.84	86.38	2.84	4.69	50.70	75.24	偏债型	偏债型
国电转债	105.68	90.92	16.24	1.95	91.44	15.57	平衡型	平衡型
恒丰转债	107.95	87.67	23.13	0.23	92.44	16.78	平衡型	平衡型
重工转债	101.01	83.83	20.50	1.77	84.99	18.85	平衡型	平衡型
南山转债	102.75	96.03	6.99	4.01	92.92	10.58	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 (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	证监会批准	79.16	260	6	2011/12/21	2012/2/9	金融、保险业
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	证监会批准	5.13	6.5	6	2011/12/3	2012/5/11	航空运输业
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	证监会批准	1.04	3.2	5	2012/1/16	2012/3/11	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
002585.SZ	双星新材	董事会预案	4.16	14	6	2012/10/29		基础化工
002065.SZ	东华软件	董事会预案	6.89	10	6	2012/11/20		计算机应用服务业

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。