

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangwei1@ccnew.com

防御属性缺失

——可转债双周刊(2013年1月21日-2013年2月1日)

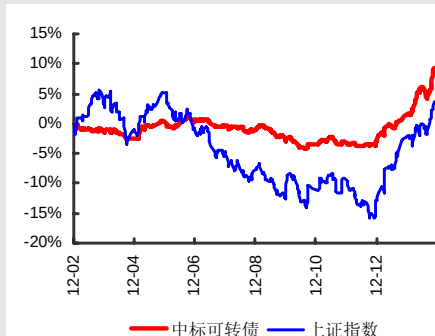
证券研究报告-债券研究

发布日期: 2013年2月4日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2826.04	3.27
上证综指	2419.02	4.40
深证成指	9820.29	4.11
上证国债	136.15	0.12
上证企债	160.80	0.37

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: 今年以来待发行转债1只, 规模总计3.2亿元。待发行规模919亿元。
- 二级市场: 截止2月1日上证A股收至2419点, 期间上涨4.4%, 深证成指收至9820点, 期间上涨4.11%; 转债正股平均上涨1.38%; 所有转债均价113.5元, 平均上涨1.71%。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债成交256亿元, 日均成交金额较上期继续有所提升, 转债二级市场成交保持活跃。
- 估值: 平均转股溢价率24.44%, 平均纯债溢价率24.2%, 转债市场整体呈现股性基本持平而债性大幅下降特征。

● 下一阶段投资策略

- 我们维持前期观点, 即基于当前转债市场的估值水平, 对于可以投资正股市场的投资者, 我们不建议参与转债市场投资。但仍可继续关注新券发行进展, 及时参与新券的配售和认购。

● 风险揭示

- 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

长园集团（600525）可转债发行申请获证监会审核通过。长园集团拟发行可转债7.8339亿元，期限5年。公司隶属于电子元器件制造业，转债市场正股行业覆盖呈现多元化趋势，这将有利于转债市场资产配置价值提升。

截止2013年2月1日，今年以来待发行转债1只，规模总计3.2亿元。待发行规模919亿元，其中中国石化、民生银行、长园集团可转债发行申请已经获得证监会批准，规模总计507.8339亿元。

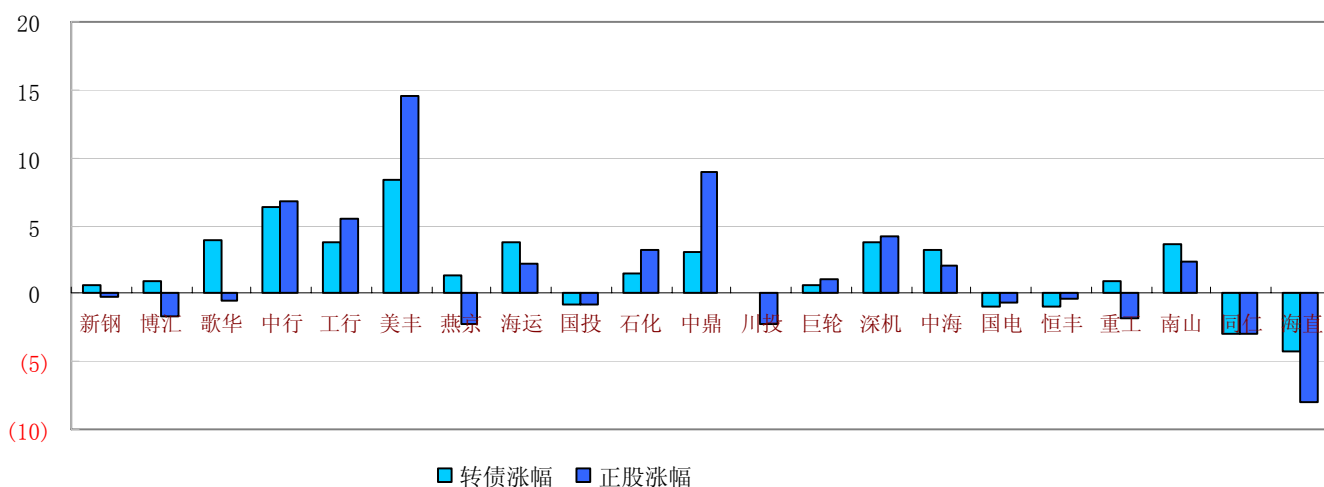
1.2 二级市场

本期A股市场震荡收阳，但是结构分化突出，大盘指数表现远强于中小盘指数，行业角度看仅金融行业表现特别突出。截止2月1日上证A股收至2419点，期间上涨4.4%，深证成指收至9820点，期间上涨4.11%；转债正股平均上涨1.38%，表现不及正股市场；所有转债均价113.5元，平均上涨1.71%。

转债正股涨跌互现。位于涨幅榜前三的个股分别为四川美丰、中鼎股份和中国银行，分别上涨14.59%、8.9%和6.73%；位于跌幅榜前三的个股分别为中信海直、同仁堂和燕京啤酒，分别下跌7.99%、2.96%、2.27%。

转债涨多跌少，5只下跌15只上涨，表现强于正股。位于涨幅榜前三的品种分别为美丰转债、中行转债和歌华转债，期间分别上涨8.42%、6.43%和3.95%；位于跌幅榜前三的品种分别为海直转债、同仁转债和国电转债，分别下跌4.28%、3.02%和0.96%。

图表 1： 转债及正股双周表现



资料来源：中原证券，Wind

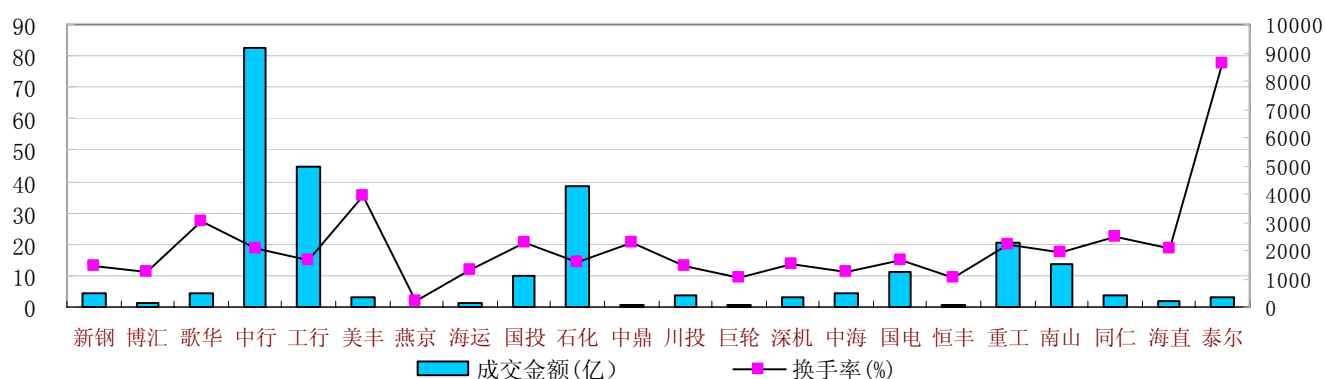
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

现有转债规模125836万张。相较上期新增320万张，为泰尔转债上市所致。

本期转债成交256亿元，日均成交金额较上期继续有所提升，转债二级市场成交保持活跃。三只大盘转债成交延续活跃态势，日均成交金额均超过4亿元。

图表 2： 转债双周成交金额及换手率



资料来源：中原证券，Wind

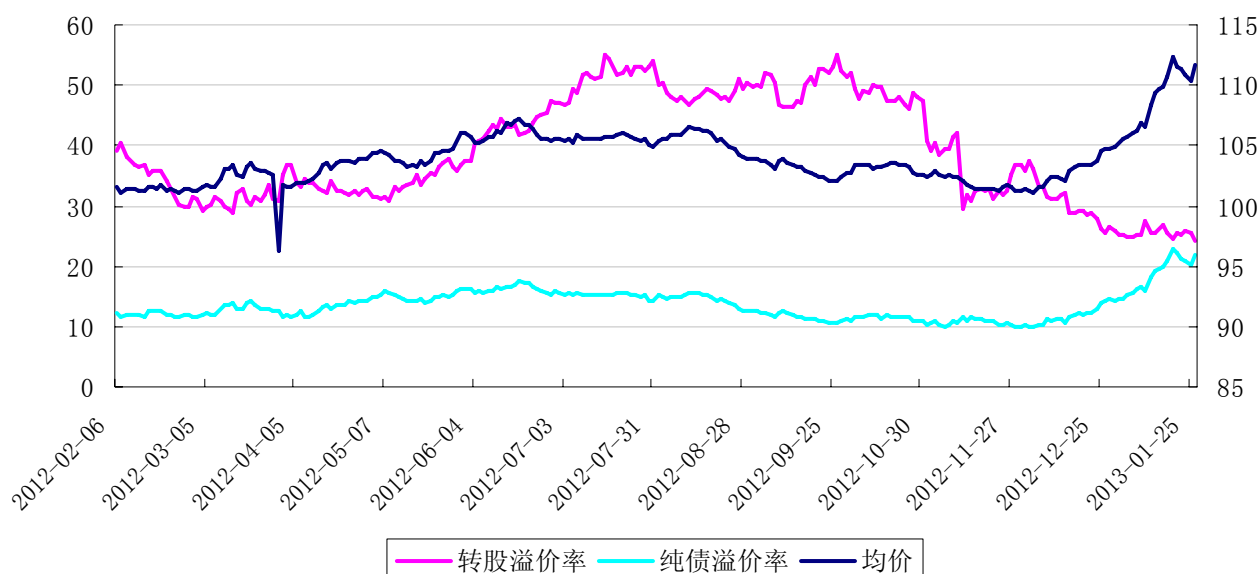
2.2 估值分析

平均转股溢价率24.44%，平均纯债溢价率24.2%，转债市场整体呈现股性基本持平而债性大幅下降特征。强股性品种有所增加，转股溢价率低于10%的品种有工行转债、美丰转债、国投转债、巨轮转二、海直转债、石化转债；债性较强的品种有新钢转债和博汇转债，但二者纯债溢价率已经转为正值。

从到期收益率角度看，全部品种平均到期收益率-0.43%，且负溢价品种已达14只，转债市场整体防御属性较低。

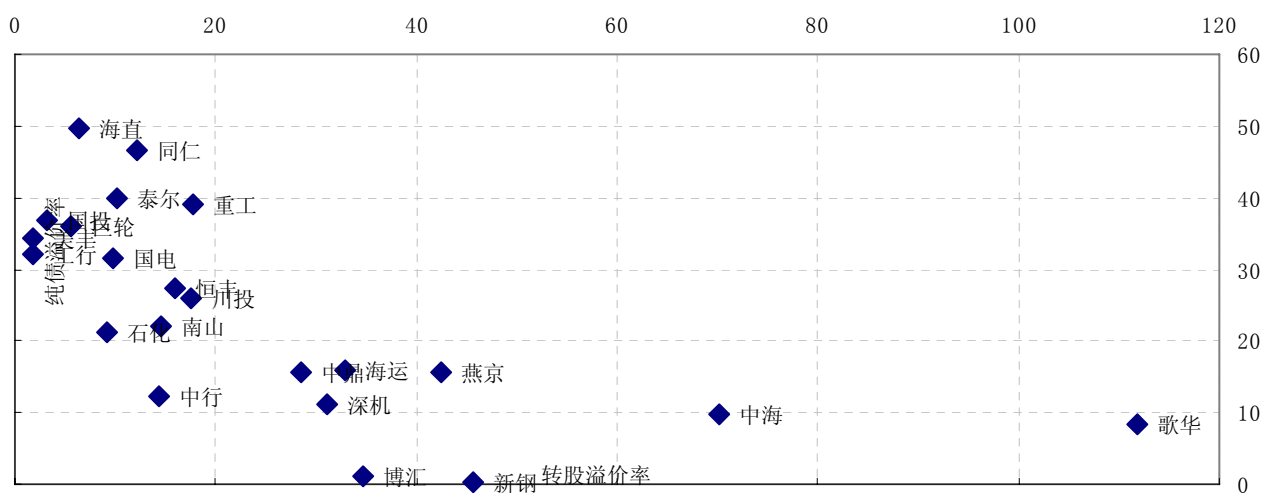
图表 3： 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位：%



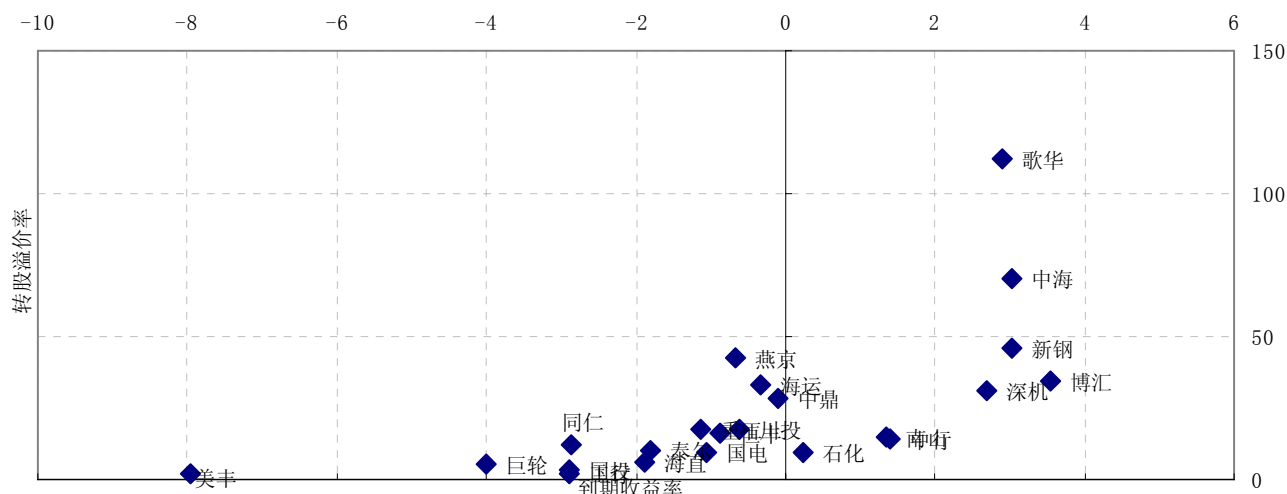
资料来源：中原证券，Wind

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

从近期公布的经济数据显示，我国经济企稳的基础进一步显现。银行间同业拆借利率维持低位，体现资金依然宽松。随着市场的逐步回暖，赚钱效应开始显现，市场风险偏好提升。综合各方因素，我们认为A股市场下一阶段仍有望向纵深方向发展。

对于转债市场我们维持前期观点，即基于当前转债市场的估值水平，对于可以投资正股市场的投资者，我们不建议参与转债市场投资。但仍可继续关注新券发行进展，及时参与新券的配售和认购。

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	0.55	5.88	17.01	2008-08-21	2013-08-20
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	1.64	6.16	16.23	2009-09-23	2014-09-23
歌华转债	歌华有线	16	16.00	3.82	14.89	6.72	2010-11-25	2016-11-25
中行转债	中国银行	400	399.99	3.33	3.44	29.07	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	226.77	3.58	3.77	26.53	2010-08-31	2016-08-31
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	2.33	7.06	14.16	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	0.83	2.70	7.58	13.19	2010-10-15	2015-10-14
海运转债	宁波海运	7.2	7.20	2.93	4.51	22.17	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	33.87	3.98	4.74	21.10	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	221.43	4.06	6.98	14.33	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	3.03	12.66	7.90	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	4.13	9.15	10.93	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转2	巨轮股份	3.5	3.37	3.46	5.47	18.28	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	4.45	5.6	17.86	2011-07-15	2017-07-14
中海转债	中海发展	39.5	39.50	4.50	8.6	11.63	2011-08-01	2017-08-01
国电转债	国电电力	55	54.99	4.55	2.53	39.53	2011-08-19	2017-08-19
恒丰转债	恒丰纸业	4.5	4.50	4.14	6.88	14.53	2012-03-23	2017-03-23
重工转债	中国重工	80.5015	80.50	5.34	4.93	20.28	2012-06-04	2018-06-04
南山转债	南山铝业	60	60.00	5.71	6.92	14.45	2012-10-16	2018-10-16
同仁转债	同仁堂	12.05	12.05	4.84	17.72	5.64	2012-12-04	2017-12-04
海直转债	中信海直	6.5	6.50	5.88	7.1	14.08	2012-12-19	2018-12-18
泰尔转债	泰尔重工	3.2	3.20	4.94	15.34	6.52	2013-01-09	2018-01-08

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	105.250	0.641	8.551	41,064.944	4,106.494	4.250	-0.235	0.748	0.075
博汇转债	102.730	0.914	2.115	12,663.158	1,266.316	4.700	-1.674	1.694	0.169
歌华转债	97.880	3.949	-2.309	45,702.365	4,570.236	6.880	-0.578	5.840	0.584
中行转债	105.300	6.431	4.562	827,570.236	82,757.024	3.170	6.734	29.048	2.905
工行转债	120.180	3.764	19.798	447,810.346	44,781.035	4.450	5.450	65.740	6.574
美丰转债	130.300	8.418	29.495	31,436.032	3,143.603	9.030	14.594	16.462	1.646

燕京转债	105.292	1.358	5.021	166.866	16.687	5.600	-2.269	10.311	1.031
海运转债	106.400	3.765	6.322	10,103.279	1,010.328	3.610	2.266	3.198	0.320
国投转债	127.310	-0.788	27.290	96,278.989	9,627.899	5.850	-0.847	14.208	1.421
石化转债	110.800	1.496	10.140	386,435.683	38,643.568	7.080	3.207	32.486	3.249
中鼎转债	110.510	3.016	9.437	7,445.723	744.572	10.890	8.900	7.094	0.709
川投转债	117.030	0.003	16.420	35,902.994	3,590.299	9.110	-2.253	15.655	1.565
巨轮转 2	125.000	0.552	24.458	4,299.969	429.997	6.470	1.094	2.140	0.214
深机转债	99.531	3.803	-0.912	29,874.321	2,987.432	4.250	4.167	2.842	0.284
中海转债	96.020	3.274	-4.335	46,315.579	4,631.558	4.850	2.105	3.410	0.341
国电转债	121.050	-0.958	20.821	111,825.511	11,182.551	2.790	-0.712	25.790	2.579
恒丰转债	113.000	-0.905	12.394	5,231.784	523.178	6.700	-0.446	1.156	0.116
重工转债	117.900	0.911	17.567	204,443.621	20,444.362	4.940	-1.789	28.726	2.873
南山转债	118.400	3.635	17.355	136,081.569	13,608.157	7.150	2.289	10.206	1.021
同仁转债	126.520	-3.021	26.438	37,978.695	3,797.870	20.000	-2.960	21.529	2.153
海直转债	126.000	-4.279	25.938	16,995.787	1,699.579	8.410	-7.987	9.940	0.994
泰尔转债	116.100	16.061	16.061	30,915.542	3,091.554	16.170	2.019	2.419	0.242

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	105.25	105.01	0.23	3.04	72.28	45.62	偏债型	偏债型
博汇转债	102.73	101.59	1.12	3.54	76.30	34.64	偏债型	偏债型
歌华转债	97.88	90.23	8.48	2.89	46.21	111.84	偏债型	偏债型
中行转债	105.30	93.87	12.18	1.40	92.15	14.27	平衡型	平衡型
工行转债	120.18	90.95	32.14	-2.88	118.04	1.82	偏股型	偏股型
美丰转债	130.30	97.00	34.33	-7.96	127.90	1.87	偏股型	偏股型
燕京转债	105.29	91.10	15.58	-0.68	73.88	42.52	偏债型	偏债型
海运转债	106.40	91.69	16.05	-0.33	80.04	32.93	平衡型	平衡型
国投转债	127.31	93.03	36.85	-2.90	123.42	3.15	偏股型	偏股型
石化转债	110.80	91.47	21.13	0.23	101.43	9.24	偏股型	平衡型
中鼎转债	110.51	95.52	15.69	-0.10	86.02	28.47	平衡型	偏债型
川投转债	117.03	92.97	25.88	-0.62	99.56	17.54	平衡型	偏股型
巨轮转 2	125.00	91.92	35.99	-4.00	118.28	5.68	偏股型	偏股型
深机转债	99.53	89.47	11.25	2.68	75.89	31.15	偏债型	偏债型
中海转债	96.02	87.47	9.77	3.03	56.40	70.26	偏债型	偏债型
国电转债	121.05	92.07	31.47	-1.05	110.28	9.77	偏股型	偏股型
恒丰转债	113.00	88.79	27.26	-0.88	97.38	16.04	平衡型	平衡型
重工转债	117.90	84.83	38.98	-1.14	100.20	17.66	平衡型	偏股型
南山转债	118.40	97.12	21.91	1.34	103.32	14.59	偏股型	偏股型
同仁转债	126.52	86.36	46.51	-2.86	112.87	12.10	偏股型	偏股型
海直转债	126.00	84.19	49.67	-1.88	118.45	6.37	偏股型	偏股型

泰尔转债 116.10 82.92 40.02 -1.80 105.41 10.14 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	证监会批准	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	董事会预案	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
601233.SH	桐昆股份	董事会预案	9.6	14.5	6	2012/2/4		纺织业
600525.SH	长园集团	证监会批准	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。