

债券分析师

杨国萍 李栓牢

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

转债市场扩容带来新的投资机会

投资要点：

- 2006 年 5 月 8 日，中国证监会正式发布实施《上市公司证券发行管理办法》。新《管理办法》的出台，一方面意味着停止一年多的再融资开闸，另一方面新发布的《管理办法》增加了“上市公司可以公开发行认股权和债券可分离交易的可转换公司债券”，这一创新产品的推出极大的丰富了可转换债券市场的投资品种。
- 分离交易的可转债捆绑发行、分离交易，这就决定了上市之后公司债券部分和权证部分没有必然的关系，由于两者在各自的二级市场均有相应的替代品，因此，分离交易可转债在二级市场仅仅可以作为一个投资组合，其投资价值主要在一二级市场申购。
- 目前新发的可转债一级市场收益率都很可观，但是从新债发行方式来看，获取这种收益并不是容易的事情，随着市场环境的改变，网上、网下中签率有逐步走低趋势。因此，我们建议，投资者可对拟发行可转债的公司进行重点跟踪，对相应的股票进行分析，选择适当的时机买入看好的股票获得优先配售权。
- 除了一二级市场可观的收益之外，新券的二级市场也有相当的收益。随着股票市场的活跃，可转债市场今年整体上涨，但从券种来看，新券涨幅更为可观。部分老的转债品种由于前期相应的正股股票价格大幅下跌，在股票恢复上涨的过程中并没有太大的表现，这类转债市场价格与债券价值接近，即债券溢价率低的品种，下跌空间非常有限，这类转债品种对保守的投资者来说是一种较好的选择。
- 随着股票市场的走强，预计 2007 年可转债市场也将活跃起来。普通可转债和分离交易的可转债发行量将迅速扩大，一、二级市场可观的收益率短期内仍将维持，建议投资者积极关注新券发行。
- 需要注意的是，尽管转债市场整体规模在恢复，市场逐渐活跃，但可转债的流动性风险依然存在。目前的可转债除个别品种外，大部分转债的规模仍然偏小，一旦有机构重仓持有，其成交量就会迅速缩减。

目 录

一、 一级市场热情不减	3
1. 转债市场进入快速扩容期	3
2. 分离交易可转债为债券市场注入新的活力	5
3. 新发转债一级市场热情不减	6
二、 二级市场走势分化明显	8
1. 可转债市场整体上涨	8
2. 市场表现明显分化	10
3. 股性特征差异较大	11
三、 2007 年投资机会与策略	12

图 表

图 1：可转债市场月度可成交金额	3
表 2：新发转债基本情况表	4
表 3：2006 年 11 月可转债市场可成交金额具体情况	4
表 4：拟发行分离交易可转债情况	6
表 5：今年新发可转债上市首日表现	6
表 6：新发转债发行市场原股东优先认购情况	7
表 7：新发转债配售与中签情况	7
表 8：可转债指数与上证综合指数走势	9
图 9：可转债成交量与市场容量	9
图 10：原有转债区间涨跌幅（年初至今）	10
表 11：新发转债区间涨跌幅（上市至今）	10
表 12：2006 年 11 月 13 日可转债市场指标	11

一、一级市场热情不减

1. 转债市场进入快速扩容期

2006年5月8日，中国证监会正式发布实施《上市公司证券发行管理办法》，同时废止《可转换公司债券管理暂行办法》，新《管理办法》的出台，一方面意味着停止一年多的再融资开闸，另一方面新发布的《管理办法》增加了“上市公司可以公开发行认股权和债券可分离交易的可转换公司债券”，这一创新产品的推出极大的丰富了可转换债券市场的投资品种。

从2005年初至2006年上半年，可转债市场容量不断萎缩。为让路股权分置改革，再融资停止，在此期间没有一只可转债发行，距离股改前最近发行的转债是2004年11月发行的招行转债，由于股改等因素的影响，部分可转债的集中转股和自然退市。2005年初，可转债市场可成交的金额为334.88亿元，随后逐渐下降，至2005年年末，转债市场可成交金额为248.24亿元，下降幅度为25.87%。进入2006年后，这种萎缩明显加速，至2006年上半年末，市场可成交金额仅100.24亿元，比05年末减少了60%，今年8月份，可转债市场可成交金额下降至历史低位，市场成交的可转债品种市场可成交金额仅89.78亿元。

随着再融资的启动，自今年7月27日股改后第一只可转债品种华发转债发行，截止11月13日，已经有6只转债发行，发行规模合计33.87亿元。可转债市场容量也逐渐恢复，在8月份创新历史低量后，可转债的市场容量到9月底为103.78亿元，10月为103.27亿元，11月¹为107.17亿元（见图1）。

图 1：可转债市场月度可成交金额

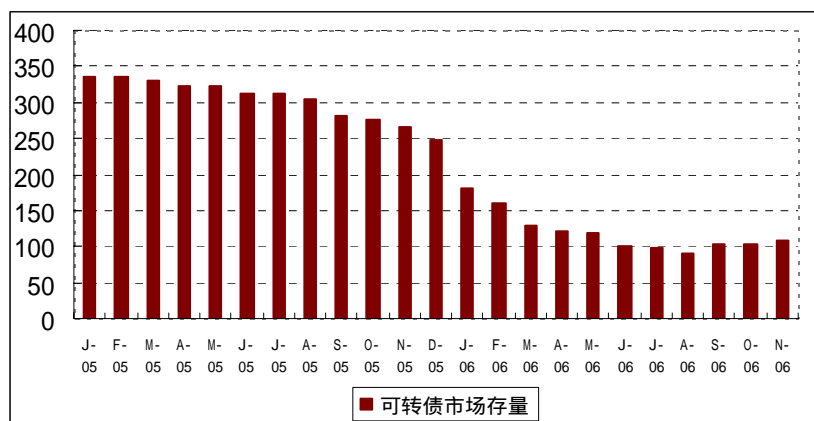


表 2 新发转债基本情况表

名称	发行额(亿元)	期限(年)	第一年票面利率	初始转股价格	评级	发行日期
华发转债	4.3	5	1.30%	7.68	AAA	7月27日
柳化转债	3.07	5	1.50%	9.86	AAA	7月28日
凯诺转债	4.3	5	1.40%	4.96	AA+	8月15日
招商转债	15.1	5	1.00%	13.09	AAA	8月30日
天药转债	3.9	6	1.52%	4.35	AA	10月25日
金鹰转债	3.9	4	1.00%	6.28	AAA	11月20日

数据来源：上市公司公告、中投证券研究所

表 3：2006 年 11 月可转债市场可成交金额具体情况

名称	余额(亿元)	发行量(亿元)	期限(年)	到期回售价(元)	初始转股价格(元)
招商转债	15.10	15.1	5	105	13.09
营港转债	6.47	7	5	105	10.35
西钢转债	2.34	4.9	5	108	5.34
天药转债	3.90	3.9	6	103	4.35
水运转债	0.97	3.2	5	102	12.09
首钢转债	19.98	20	5	107	5.76
柳化转债	3.07	3.07	5	105	9.86
凯诺转债	4.30	4.3	5	105	4.96
华菱转债	0.94	20	5	107	5.01
华发转债	4.30	4.3	5	103	7.68
华电转债	1.00	8	5	108	7.43
邯钢转债	0.91	20	5	105	5.34
海化转债	7.25	10	5	103	7.15
国电转债	7.33	20	5	102	10.55
桂冠转债	6.84	8	5	106	12.88
创业转债	3.72	12	5	105	7.7
山鹰转债	18.74	2.5	5	105	8.41

数据来源：WIND、中投证券研究所

从目前上市公司融资的方式来看，可转债已经成为除定向增发外的主要融资渠道之一，短短的 2 个多月时间共融资 33.87 亿元，这种发行势头在未来一个时期有快速扩大之势。

表 4：拟发行可转债公司一览表

名称	方案进度	发行规模(亿元)	期限(年)
中海发展	董事会预案	20	5
巨轮股份	股东大会通过	2	5
锡业股份	股东大会通过	6.5	5
澄星股份	股东大会通过	4.4	5
韶钢松山	股东大会通过	15.38	5
上海电力	证监会批准	10	5
合计	-	58.28 亿元	-

数据来源：WIND 咨询、中投证券研究所

2. 分离交易可转债为债券市场注入新的活力

《上市公司证券发行管理办法》规定，分离交易的可转债是指认股权和债券分离交易的可转换公司债券，权证持有人享有在一定期间内按约定价格（行权价格）认购公司股票的权利，债券一般到期还本付息，简单地说，分离交易的可转债就是公司债加上认股权证的产品组合，本质是附认股权公司债。

从分离交易可转债价值构成来看，新券价值非常明显。购买分离交易的可转债，投资者不但可以得到稳定的利息收入，而且可以享受公司股票价格上涨带来的收益。其次，分离交易可转债的发行由于免费派发了大量的认股权证，债券部分票面利率比相同期限、相同信用级别的普通公司债券低，上市后会跌破面值，但是，派送的权证有较高的投资价值。从权证市场当前交易的情况看，当前权证炒作热情还未消退，投机气氛浓，权证价格溢价率相当高，权证持有人可以获得较高的收益。

分离交易的可转债捆绑发行、分离交易，这就决定了上市之后公司债券部分和权证部分没有必然的关系，由于两者在各自的二级市场均有相应的替代品，因此，分离交易可转债在二级市场仅仅可以看作为一个投资组合，分离交易的可转债投资价值主要在一二级市场申购。

分离交易可转债发行规模远大于普通可转债。根据 7 家拟发行分离交易可转债公司公布的方案，分离交易可转债发行规模都比较大，其中最小的也有 9 亿元，最大的武钢股份达到 80 亿元，普遍比普通可转债发行规模大。可转债发行规模最大的为招行转债 65 亿元，其次民生转债 40 亿元，其余可转债发行规模都没有超过 20 亿元，最小的只有 3、4 亿元左右（柳化转债 3.07 亿元，金鹰转债 3.2 亿元），平均发行规模 14 亿元。分离交易可转债的发行无疑为可转债市场注入了新鲜

的血液，使可转债市场容量迅速恢复。

表 5：发行分离交易可转债情况

公司	发行规模（亿元）	存续期（债券，权证）	每张债券附带权证数
马钢股份	55	5 年；24 个月	不超过 23 份
新钢钒	32	6 年，24 个月	不超过 25 份
中化国际	12	6 年，12 个月	不超过 15 份
唐钢股份	30	6 年；24 个月	不超过 15 份
武钢股份	80	5 年，24 个月	不超过 19 份
云天化	9	6 年，24 个月	不超过 9 份
深高速	15	6 年，24 个月	不超过 22 份

数据来源：上市公司公告

3. 新发转债一级市场热情不减

再融资启动后，截止 11 月 15 日已先后发行了 5 只可转债，金鹰股份 3.2 亿元可转债也将于 11 月 20 日发行。由于当前可转债品种发行规模总体偏小，发行期均为 5 年，计息方式基本上采取为递进方式，除天药转债外，其余 4 只转债品种上市后的价格都大大高出票面价格，平均溢价幅度 9.51%，高于 2005 年之前发行的转债品种上市溢价幅度，新发转债一级市场收益相当可观。

表 6：今年新发可转债上市首日表现

名称	发行规模（亿元）	上市日期	上市首日开盘价	首日隐含波动率	当前价格(11月13日)	当前隐含波动率
华发股份	4.3	8.11	107.53	16.25	142.78	42
招商转债	15.1	9.11	117	27.21	138	25.23
柳化转债	3.07	8.10	108.5	14.5	120.8	48.18
凯诺转债	4.3	8.30	109	14.22	112.76	21.98
天药转债	3.9	11.10	105.51	15.15	106.7	17.45
金鹰转债	3.2	-	-	-	-	-

数据来源：证券交易所、北方之星转债分析系统

但是，从目前可转债的发行方式来看，要想获取这种可观的收益并不是一件容易的事情。新发的转债品种基本上都采取优先配售、网上定价以及网下配售的发行方式，分离交易可转债也基本上向原股东优先配售，剩余部分在网上或者网下发行。

从新发转债的认购情况来看，大部分被原有股东（包括无限售条件和有限售条件）优先认购，

如招商转债原股东配售量比例高达 86%，柳化转债为 56.79%，华发转债为 48.39%，5 只新发转债原股东优先认购量占转债发行总量的 62.67%，即大部分转债被原股东优先购买，尤其是市场预期收益较高的品种，如招商转债等。从这个角度也可以反映出转债的投资价值来，新发可转债原股东认购量占发行总量的比例在 2002 年平均为 10.79% 2003 年为 14.91% 2004 年为 46.90%，随着市场环境的变化，有逐年增高的趋势。

表 7：新发转债发行市场原股东优先认购情况

名称	发行方式	发行规模 (亿元)	原股东配 售(亿元)	原股东认购占总量比 例
华发转债	优先配售、网上	4.3	2.0809	48.39%
柳化转债	优先配售、网上、网下	3.07	1.74348	56.79%
凯诺转债	优先配售、网上、网下	4.3	0.9529	22.16%
招商转债	优先配售、网下	15.1	13.0538	86.45%
天药转债	优先配售、网下	3.9	1.39	35.64%
合计	-	30.67	19.22	62.67%

数据来源：北方之星、中投证券研究所

另一方面，新发转债网上、网下中签率都很低，并且随着市场环境的变化和对这种高额收益的认识，网上、网下申购中签率呈下降趋势，这也增加了获取一级市场超额收益的难度，从下表可以看出。

表 8：新发转债配售与中签情况

名称	发行方式	网上 中签 率	网下中 签率	发行日 期	公告日股 票收盘价	每股配售 债券面值	优先股东 配售比例
华发转债	优先配售、网下	-	3.05%	7-27	8.04	1.65 元	20.57%
柳化转债	优先配售、网上	-	3.99%	7-28	10.24	2.9 元	28.32%
凯诺转债	优先配售、网下、网上	-	1.04%	8-15	4.69	1 元	21.32%
招商转债	优先配售、网上、网下	0.61%	0.61%	8-30	13.67	3.83 元	28.02%
天药转债	优先配售、网上	-	0.74%	10-25	4.24	0.5 元	11.79%
金鹰转债	优先配售、网上	-	-	11-20	5.73	1 元	17.45%

数据来源：上市公司公告、中投证券研究所

因此,如果想要配置可转债品种,获取一级市场可观的收益,投资者可对拟发行可转债的公司进行重点跟踪,对相应的股票进行分析,选择适当的时机买入看好的股票获得优先配售权。

对于新发转债,值得一提的是新《上市公司证券发行管理办法》中关于转股价的修正条款的规定。新《办法》规定,转股价格修正方案须提交股东大会表决,且须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过,另外,修正后的转股价格不低于此次股东大会召开日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价。此前,修正转股价时,必须明确修订底线,修整幅度超过底线的,应当由股东大会进行表决,如果不超过该底线,由董事会即可决定修正。新办法显然加大了修正转股价格的难度,约束了上市公司随意调整转股价的行为,促使发行人通过做好公司业绩、提升公司股票投资价值,而不是无限制的向下修正转股价使转债持有人转股,对可转债持有人和原有股东的利益从制度上得到了保证。

此外,新发转债都固定了有吸引力的赎回条款,投资者除了获得票面利息外,即使发生赎回,还可以获得相当高的收益。如柳化转债和华发转债赎回价格均为106元/张,招商转债为107元/张,凯诺转债赎回价格略低为105元/张,也就是说,如果投资者不转股,其纯债收益率也相当可观。

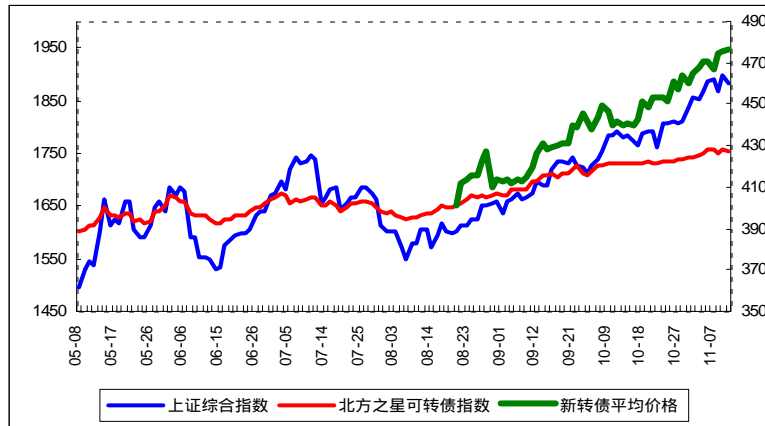
二、 二级市场走势分化明显

1. 可转债市场整体上涨

股票价格的变动直接影响转债价格的走势。随着今年股票市场的大幅上涨,可转债价格也明显上升,但是,由于7月份以前没有新发转债,而老的转债市场表现欠佳,因此,总体来看,可转债市场表现比上证综合指数更平稳。7月份以后,由于新发可转债的带动,转债指数上升幅度较上半年明显加快,但另一方面,新发转债规模有限,相对于老转债市场存量来说,所占比重仍比较小。

我们计算新发转债的加权平均价格,以发行量为权重,算出8月11日以来的新转债平均价格,然后以8月11日北方之星可转债指数为基准日和基准值,可以算出新发可转债的市场价格指数。新发转债价格走势、北方之星可转债指数走势和上证综合指数走势图如下。从8月11日至11月13日,新转债价格指数整体上涨18.03%,上证综合指数上涨17.27%。

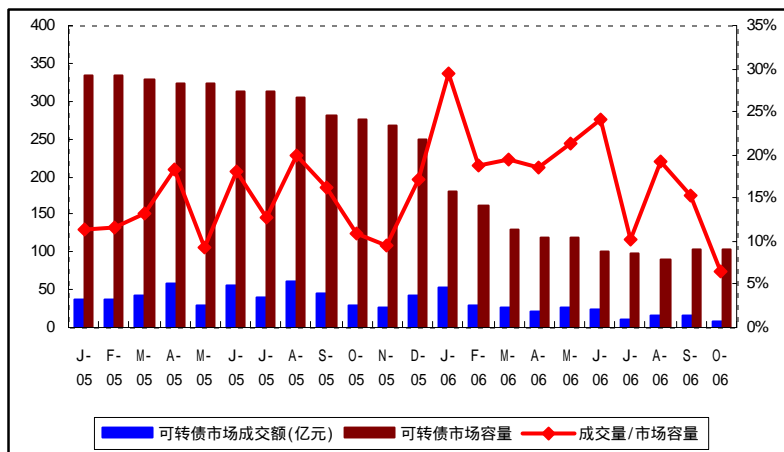
图 9：可转债指数与上证综合指数走势



数据来源：北方之星、中投证券研究所

尽管可转债市场价格整体上涨，但成交仍不够活跃，流动性风险依然存在。可转债的总规模正在逐渐恢复，但除个别品种外，单只转债的规模仍然偏小，一旦有机构重仓持有，其成交量就会迅速缩减。大多数的可转债在上市初期会有较大的换手率，之后的成交就变得十分清淡，因此，如果投资规模稍大一些，就常常会感到想买的时候看不到卖盘，在想卖的时候卖不出去。由于可转债的发行量受到较多条件的限制，因此未来大多数的可转债在成交活跃性方面仍会存在问题。作为一种重要的资产组合品种，其流动性风险有可能会在较长一段时期内存在。相比于可转债的流动性风险，大规模的发行和分离交易将使得分离交易可转债在流动性方面将会明显改善。

图 10：可转债成交量与市场容量



数据来源：北方之星、中投证券研究所

2. 市场表现明显分化

从二级市场来看，新老转债市场表现分化明显。今年新发的可转债除了在一级市场受到追捧外，二级市场收益也相当可观。从下表可以看出，今年新发的转债从上市至今，区间涨幅最大的为华发转债，涨幅达到 32.78%，其次招商转债，涨幅 17.95%，最低的天药转债也有 1.13% 的涨幅，但天药转债至今仅成交 3 个交易日。

相比之下，股改前上市的老转债品种表现则逊色很多，从年初至今，区间涨幅最大的是邯钢转债，涨幅 15.13%，其次，创业转债、桂冠转债和水运转债涨幅不从超过 10%，华菱转债则下跌了 3.48%，从年初至今，老转债平均涨幅仅为 5.76%。

仅仅考虑涨跌幅度的绝对值，老转债表现远远次于新发的可转债，如果考虑到时间的差异，这种两极分化的特征更加明显。

表 11：原有转债区间涨跌幅（年初至今）

名称	1月4日全价收盘	11月10日全价收盘	区间涨跌幅
西钢转债	100.880	106.590	5.66%
水运转债	98.270	104.560	6.40%
华菱转债	111.090	107.220	-3.48%
华电转债	107.370	111.000	3.38%
邯钢转债	105.100	121.000	15.13%
国电转债	110.000	114.400	4.00%
桂冠转债	105.040	112.120	6.74%
创业转债	103.020	111.800	8.52%
晨鸣转债	102.470	108.100	5.49%

数据来源：证券交易所、中投证券研究所

表 12：新发转债区间涨跌幅度（上市至今）

名称	上市日期	上市首日 收盘价格	11月10日全价收盘	区间涨跌幅
华发转债	8.11	107.53	142.780	32.78%
招商转债	9.11	117	138.000	17.95%
柳化转债	8.10	108.5	120.800	11.34%
凯诺转债	8.30	109	112.760	3.45%
天药转债	11.10	105.51	106.700	1.13%

数据来源：证券交易所、中投证券研究所

3. 股性特征差异较大

除了在二级市场表现的差异外，可转债市场的股性也出现了明显的两极分化。转换溢价率超过 30% 的都是老品种，主要是钢铁和电力类的品种，如西钢转债当前转换溢价率已经超过了 50%，其次是国电转债、桂冠转债和晨鸣转债转换溢价率分别为 40.64%、39.75% 和 30.79%，高溢价率意味着转债的市场价格对股价的变动敏感性小，即使品种相应的股票价格有大幅上涨，这些转债价格也不一定有会随即上涨，相应的，西钢、国电、桂冠和晨鸣转债的债券溢价率很低，都不超过 10%，这些品种的市场价格下跌空间非常小，相应的市场风险也较小。

在今年新发的可转债中，尤其是市场热点房地产板块的招商转债和华发转债，表现了非常强的股性，其价格随着股票上涨而上涨的特性充分的表现得淋漓尽致。华发转债目前的转换溢价率甚至小于零，为 -2.18%，招商转债转换溢价率也仅为 2.29%，相应的，招商转债和华发转债的债券溢价率非常高，分别为 46.67% 和 51.25%。这两只转债品种价格主要随着股票价格的上涨而上涨，股价上涨是其价格的主要支撑力量。

表 13：2006 年 11 月 13 日可转债市场指标

名称	全价收盘	转换价值	转换溢价率	债券价值	债券溢价率(%)
西钢转债	106.000	69.485	52.55%	101.305	4.63%
国电转债	113.960	81.032	40.64%	107.278	6.23%
桂冠转债	112.120	80.231	39.75%	105.615	6.16%
晨鸣转债	107.010	81.818	30.79%	97.998	9.20%
华电转债	110.010	85.161	29.18%	96.880	13.55%
水运转债	103.720	81.516	27.24%	97.948	5.89%
柳化转债	120.800	95.030	27.12%	96.309	25.43%
华菱转债	106.830	84.651	26.20%	99.112	7.79%
海化转债	114.000	90.435	26.06%	98.719	15.48%
天药转债	106.700	85.057	25.44%	90.610	17.76%
创业转债	110.890	89.637	23.71%	101.879	8.84%
凯诺转债	112.760	94.556	19.25%	91.619	23.07%
首钢转债	111.550	95.960	16.25%	96.318	15.81%
营港转债	123.100	112.160	9.75%	103.483	18.96%
邯钢转债	121.000	111.607	8.42%	98.603	22.71%
招商转债	138.000	134.912	2.29%	94.086	46.67%
华发转债	142.780	145.964	-2.18%	94.401	51.25%

数据来源：北方之星、中投证券研究所

三、 2007 年投资机会与策略

随着股票市场的大幅上涨以及普遍看好 2007 年的股票市场，预计可转债市场在 2007 年也将随之活跃与繁荣，一级市场规模将迅速扩大，二级市场也趋于活跃，对投资者来说，我们认为，在明年的转债市场投资中，有以下几点值得关注。

首先，关注一级市场申购收益。由于新发转债上市首日都有较大的溢价，相应的一级市场收益可观，因此，我们建议投资者关注即将发行的品种（包括可转债和分离交易的可转债），考虑到发行方式均包括原股东优先配售的程序，从上述分析中可以看出，原股东认购比例都比较高，并且网上、网下中签率也呈逐渐下降的趋势。我们认为，投资者可以重点关注将要发行可转债的公司，分析公司基本情况和相应的股票走势，选择合适的时机购买有投资价值的公司股票，获取优先配售权，分享转债一级市场可观的收益，同时可以避免在可转债发行后股票价格下跌的风险。

其次，选择价格接近纯债券价值的转债品种，即债券溢价率低的品种。纯债券价值是一只转债价格的理论底线，这种转债下跌空间非常有限。正常情况下，可转债的价格应高于纯债券价格一定幅度，这中间的差价就是可转债的期权价值。如果可转债的市价接近其纯债券价值，表明该转债的期权价格较便宜。期权价格便宜，有可能是市场认为该转债未来的升值空间较小，即股价远低于转股价（转换溢价率很高，如西钢转债），这种转债一方面转换溢价率大，另一方面债券溢价率低，即使正股价格大幅上涨，转债价格未必有所反应，这样的可转债品种适合作为债券持有。另一种情况可能是优于市场低估了转债价值（由于过分悲观或资金面紧张），这种转债在市场环境改善的情况下，一般会有不俗的表现。当然，投资期权价值较低的可转债，转债价格下跌的风险较小，相应的风险较小。

目前市场上债券溢价率低于 10% 的品种有 7 只，分别为西钢转债、水运转债、桂冠转债、国电转债、华菱转债、创业转债和晨鸣转债，其中债券溢价率最小的是西钢转债为 4.63%，最大的是晨鸣转债为 9.20%，投资这些转债风险相对较小，也意味着收益预期较低，对稳健的投资者来说，可以作为较好的投资对象。

根据我们的行业研究报告，明年电力行业回暖，蓄势待发，并对国电电力、桂冠电力等股票进行推荐。而目前电力类转债国电电力、桂冠电力等债券溢价率非常低，下跌空间非常有限，如果在 2007 年相应的正股股票上涨，预计可转债在逐步降低转换溢价率后也将有所表现，投资这类转债的特点是风险极小，同时又可以享受股票上涨带来的收益。

关注转换溢价率较低的可转债品种，分享股票上涨带来的收益。正常情况下，转债市价对转

股平价会有一个溢价，否则就会存在转换套利机会（华发转债目前转换溢价率小于零，但华发转债尚未进入转股期，不能实现套利收益）。如果股票价格持续下跌，转股价没有向下调整，那么转换溢价率就可能会很高，如西钢转债，当前西宁特钢股票价格为 3.37 元，转股价为 4.85 元。转换溢价率过高，意味着即使股票价格大幅上涨，转债价格未必会有相应涨幅，这也是今年股票市场大幅上涨，而老的转债没有相应的表现的主要原因之一。反之，如果转换溢价率较低，那么股票价格上涨时，对应转债的价格就会迅速上涨，并且上涨幅度与股票价格上涨的幅度基本能保持一致，否则转债价格就会低于转股平价从而出现套利空间，同时，由于转债涨跌幅小于股票涨跌幅度并且滞后于股票波动的特性，使转债投资决策相对于股票投资来说更容易做出、也更容易操作。

基于这种判断，我们认为，如果判断目前公司股票市场已处于底部或者即将反弹，这样，低转换溢价率的转债品种就应予以优先考虑和重点关注。一旦正股股票出现反弹或者反转，转换溢价率低的转债品种的上涨速度和幅度都会明显优于转换溢价率高的品种，可以考虑邯钢转债和营港转债，这两只转债转换溢价率目前低于 10%，债券溢价率也处于适中位置，风险也适中。此外，需要注意的是，市场热点华发转债和招商转债转换溢价率非常低，但转债价格也处于绝对高位，债券溢价率也很高，风险也相对较大，但是，如果对公司股票长期有良好的预期，我们仍认为，这种转债可以作为股票良好的替代品种，享受股票价格上涨带来的收益。

免责条款

本报告旨在发给中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）的特定客户及其他专业人士，未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。

本报告所载资料均来自中投证券认为可靠的来源资料，但中投证券不能保证任何资料或数据的准确性、完整性和正确性。中投证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定，客户并不能尽依赖此报告而取代行使独立判断。

本报告仅作提供资料之用，其所包含或表达的一切资料或意见，如有任何变更恕不预先通知。就本报告内容及其中可能出现的任何错误、疏忽、误解或其他不确之处，中投证券不承担任何法律责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

深圳

地址：深圳福田区福华三路国际商会中心49楼

主页：<http://www.cjis.cn>

传真：(0755) 82026711

北京

地址：北京西城区闹市口大街1号长安兴融中心2号楼

邮编：100031