

谨防赎回风险，耐心静待扩容

—2009 年下半年可转债投资策略报告

核心观点：

➤ 上半年市场运行回顾：

转债市场收益空间的提升主要受益于 A 股市场复苏。2009 上半年，转债指数与上证指数的相关度高达 96%；转债指数平均上涨 26.85%，接近大盘涨幅的一半，恒源转债涨幅高达 75.4%；正股的表现远超于转债，平均涨幅高达 75%。转债指数的日波动率为 0.88%，较 A 股市场稳定。

赎回压力导致转债市场不断缩容。目前转债市场的品种仅余 11 只，剩余存量仅为 112.3 亿元，比 08 年末缩减了约 20%。缩容原因主要是转债面临大规模的赎回压力，进而被公司提前赎回，或被持有人实施了转股。新品种迟迟未能发行也使得转债市场青黄不接。

成交活跃度明显提升。上半年转债市场的日均成交额为 2.83 亿元，占 A 股市场的 0.16%，日均换手率为 1.76%；春节后的交易状况最为火爆。

➤ 各品种估值及动态：

转债的股性特征愈趋明显，风险逐渐趋高。上半年，转债市场的平价溢价率均值一路下降至 28.65%，底价溢价率均值则上升至 44.74%。目前唐钢转债是债性最强的品种，其平价溢价率最高(107.35%)，底价溢价率最低(18.22%)。新钢和唐钢转债的到期收益率相对最高，分别为 -2.54% 和 -3.16%。恒源转债的股性最强，到期收益率也最低(-17.35%)。

转股价的修正事件助推转债的转股价值。上半年共有十只转债向下修正了转股价，其中只有南山和山鹰转债是主动修正，澄星和新钢转债则已再次触发向下修正转股价条款；发布主动修正转股价预案的事件，有助于提升转债的转股价值，并在短期内刺激该品种价格上涨。

多只转债仍面临赎回压力。上半年有七只转债触发提前赎回条款，其中 5 家已公告或完成赎回，南山和巨轮转债较有可能在下半年首次触发。提前赎回预案的公布会使得转债存量迅速减少，并在赎回登记日临近之前显现出较强的流动性。因此对于有提前赎回预期的转债，应以风险防范为主。

➤ 下半年转债市场展望及投资策略：

一级市场的发行有望破冰。但即使转债发行重启，市场供求关系的矛盾也仍难以在短期内缓解。

二级市场：宜配置风险相对较低的品种。

- 1) 优选债性相对较强、到期收益率较高的品种作为防御型资产，如唐钢和新钢转债。
- 2) 对已再次触发向下修正转股价的澄星转债暂时保持观望；
- 3) 逢高减持股性较强且前期累积涨幅较高的品种，如大荒和恒源转债；
- 4) 防范面临具有赎回预期的转债风险，如柳工、五洲和巨轮转债，适当关注南山转债；
- 5) 对于平衡型的转债可暂时观望，如锡业和山鹰转债。

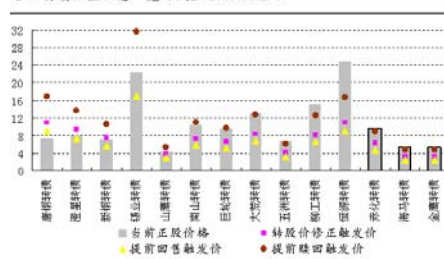
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

可转债类型分布（截至 2009.06.19）

转债类型	名称	平价底价 溢价率	平价溢 价率	底价溢 价率	到期收 益率
偏债型	唐钢转债	-43.13%	107.35%	17.92%	-3.16%
	澄星转债	-24.62%	62.89%	22.79%	-4.77%
	新钢转债	-11.59%	39.55%	23.37%	-2.54%
平衡型	锡业转债	-9.13%	46.78%	33.38%	-7.60%
	山鹰转债	2.52%	25.79%	28.97%	-5.11%
偏股型	巨轮转债	26.80%	7.98%	36.92%	-10.40%
	南山转债	31.24%	13.46%	48.89%	-6.61%
	大荒转债	38.28%	12.13%	55.06%	-8.85%
	五洲转债	53.39%	0.56%	54.25%	-8.14%
	柳工转债	72.74%	-4.79%	64.47%	-6.59%
	恒源转债	88.98%	3.45%	95.49%	-17.35%

资料来源：国都证券研究所

各只转债估值状态一览（截至 2009.06.19）



数据来源：国都证券研究所

研究员：陈 薇

电话：010—84183269

E-mail: chenwei@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

目 录

1	09 上半年可转债市场运行回顾	4
1.1	转债收益空间上升源于A股市场的复苏.....	4
1.2	赎回压力导致转债市场不断缩容.....	6
1.3	市场整体成交活跃度上升.....	7
2	当前转债品种估值及动态.....	8
2.1	转债的股性特征愈趋明显.....	8
2.2	转股价的修正事件助推转债的转股价值.....	10
2.3	多只转债仍面临赎回压力.....	11
2.4	提前赎回预期托高个别券种流动性.....	11
3	09 下半年可转债市场展望及投资策略	13
3.1	一级市场：有望增容.....	13
3.2	二级市场：宜配置风险相对较低的品种.....	14
	附录.....	16

图目录

图 1: 转债市场 09 上半年收益率比较 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	4
图 2: 转债指数与其他指数上半年的相关度走势 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	4
图 3: 各指数波动性及与转债指数的相关性比较 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	5
图 4: 09 上半年转债 vs. 正股涨跌幅 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	5
图 5: 转债市场存量规模变化 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	6
图 6: 各只转债余额及变动情况 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	7
图 7: 转债市场成交额走势 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	7
图 8: 各只转债流动性比较 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	8
图 9: 转债市场上半年估值指标走势 (截至 2009.06.19)	8
图 10: 转债市场平价溢价率和底价溢价率分布图 (截至 2009.06.19)	9
图 11: 流通转债的到期收益率比较 (截至 2009.06.19)	9
图 12: 各只转债估值状态一览 (截至 2009.06.19)	10
图 13: 各只转债日均换手率比较 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	12
图 14: 面临提前赎回风险的转债日均换手率较高 (2009.01.05 ~ 2009.06.19)	12

表目录

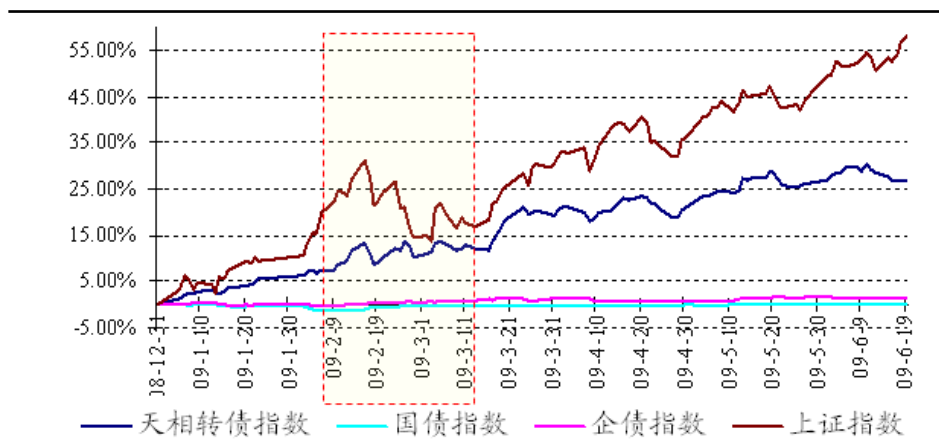
表 1: 转债品种触发修正及回售条款的可行性 (截至 2009.06.19)	10
表 2: 转债品种触发提前赎回条款的可行性 (截至 2009.06.19)	11
表 3: 已公告的可转债发行预案 (截至 2009.06.19)	13
表 4: 可转债类型分布 (截至 2009.06.19)	14
表 5: 可转债基本数据 (截至 2009.06.19)	16

1 09 上半年可转债市场运行回顾

1.1 转债收益空间上升源于 A 股市场的复苏

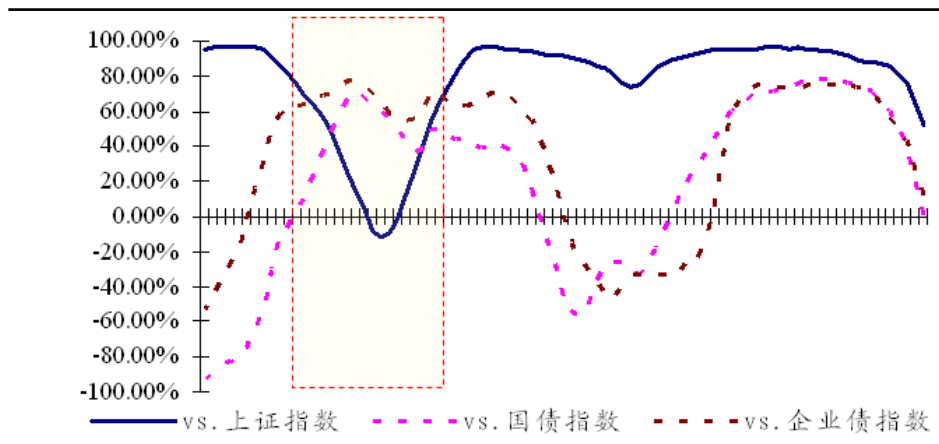
2009 上半年，A 股市场一路震荡上行。截至 2009 年 6 月 19 日，上证指数收于 2880.49 点，半年涨幅达 58.20%，天相转债指数收于 3550.41 点，上涨了 26.85%，接近大盘涨幅的一半。在翘翘板效应下，债券市场呈现出熊市特征，国债指数和企业债指数半年间涨幅仅分别为 0.16% 和 1.19%。

图 1：转债市场 09 上半年收益率比较（2009.01.05 ~ 2009.06.19）



数据来源：天相投顾，国都证券研究所

图 2：转债指数与其他指数上半年的相关度走势（2009.01.05 ~ 2009.06.19）



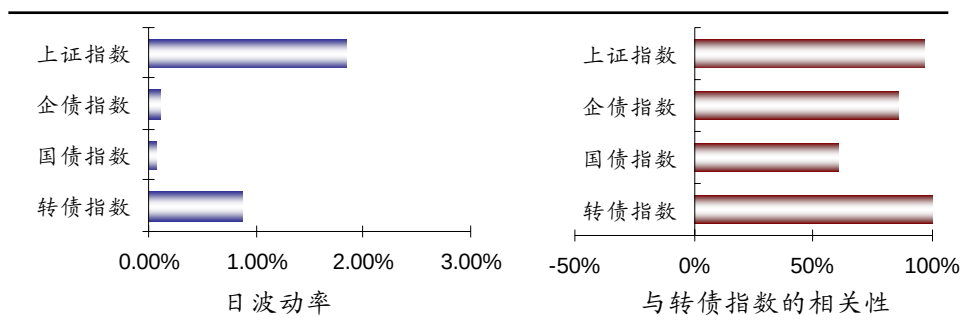
数据来源：天相投顾，国都证券研究所

用相关度来衡量转债市场与其他市场的趋同性，发现：转债指数在 09 上半年与上证指数的相关度高达 96%；取分段数据来看，这个指标在上半年的绝大多数时候也都保持 80% 以上的较高水平，而且相关度较低的时段对应的正是 A 股市场走势方向最不明朗的时段。转债指数与债券市场的相关度则并不稳定，忽高忽低、忽正忽反，目前转债指数与国债指数和企业债指数的相关度分别变为 61%

和 86%。这反映出上半年转债市场收益空间的提升主要受益于 A 股市场复苏的大背景。

从波动性来看，上证指数的日波动率为 1.84%，为转债指数的 2 倍，后者的日波动率为 0.88%；国债指数和企业债指数的日波动率仍然很小，分别只有 0.08% 和 0.10%。与 A 股市场相比，转债市场的波动幅度相对较小，也相对稳定。

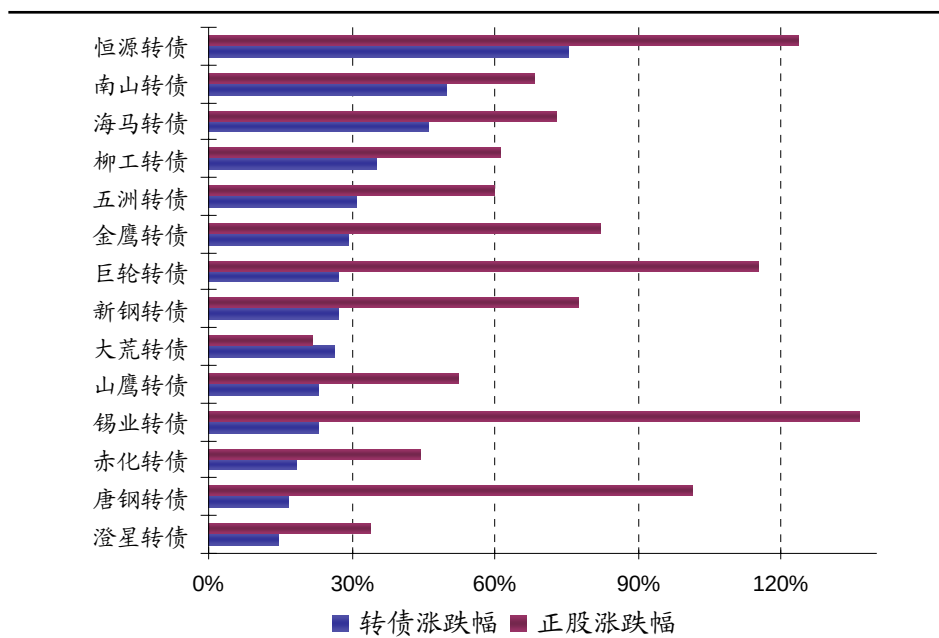
图 3：各指数波动性及与转债指数的相关性比较（2009.01.05 ~ 2009.06.19）



数据来源：国都证券研究所

从单只品种来看，09 上半年涨幅最高的是煤电板块的恒源转债，涨幅高达 75.4%；其次是在今年度首次修正转股价的南山转债和已完成提前赎回的海马转债，涨幅分别为 49.8%和 46.2%；涨幅最小的是澄星转债，也涨了近 15%。但转债正股的表现更是远远超越转债，平均涨幅高达 75%，优于大盘，锡业、恒源和巨轮几只转债正股的涨幅均已超越 100%。

图 4：09 上半年转债 vs.正股涨跌幅（2009.01.05 ~ 2009.06.19）

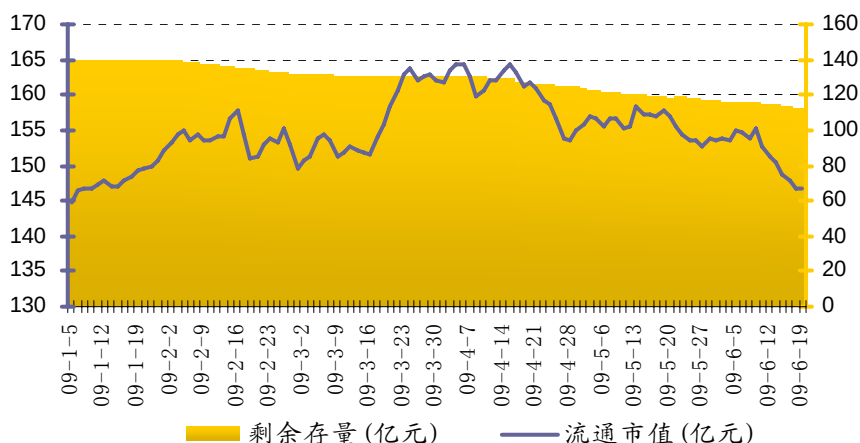


数据来源：国都证券研究所

1.2 赎回压力导致转债市场不断缩容

上半年可转债市场不仅没有新品种发行，而且市场规模还在不断缩容。目前转债市场的品种仅余 11 只，剩余存量仅为 112.3 亿元，比 08 年末时的 139.14 亿元缩减了约 20%。但流通市值因转债价格的上涨而保持在 146.75 亿元的高位，与 08 年末相差无几。

图 5：转债市场存量规模变化（2009.01.05 ~ 2009.06.19）



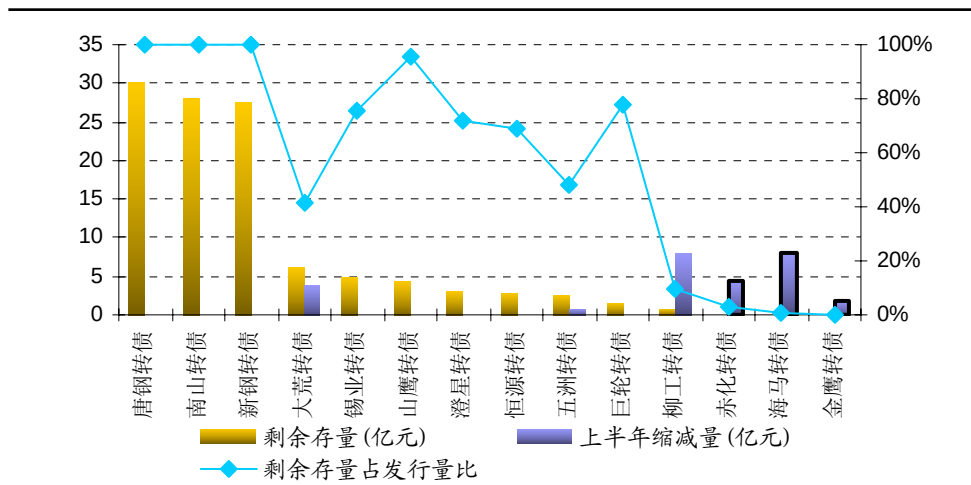
数据来源：国都证券研究所

缩容原因主要是由于转债面临大规模的赎回压力，进而被公司提前赎回，或被持有人实施了转股。

09 上半年期间，由于 A 股市场回暖，可转债的正股表现强劲，价格平均上涨了 75%，这使得多只转债面临着赎回压力，因而转股行为络绎不绝，触发提前赎回条款的现象也屡屡发生。目前，金鹰、赤化和海马转债均已相继被提前赎回；大荒、恒源、五洲和柳工转债也已经触发提前赎回条款，其中大荒和恒源转债的所属公司已公告放弃赎回行使权，五洲和柳工转债已经发布公告。南山转债的正股价也开始逐渐逼近赎回价格。

截至 6 月 19 日，除唐钢、新钢和南山转债的转股量几乎为零外，其他转债品种都出现过程度不一的转股。其中，柳工、大荒和五洲转债是上半年转股比例最高的品种，它们的剩余存量均已不足各自发行初期的 50%。存量最大的前三只仍然是唐钢转债、南山转债和新钢转债，分别为 30 亿、28 亿和 27.6 亿。尤其柳工转债，剩余存量已不足初始发行量的 10%。

图 6：各只转债余额及变动情况（2009.01.05 ~ 2009.06.19）

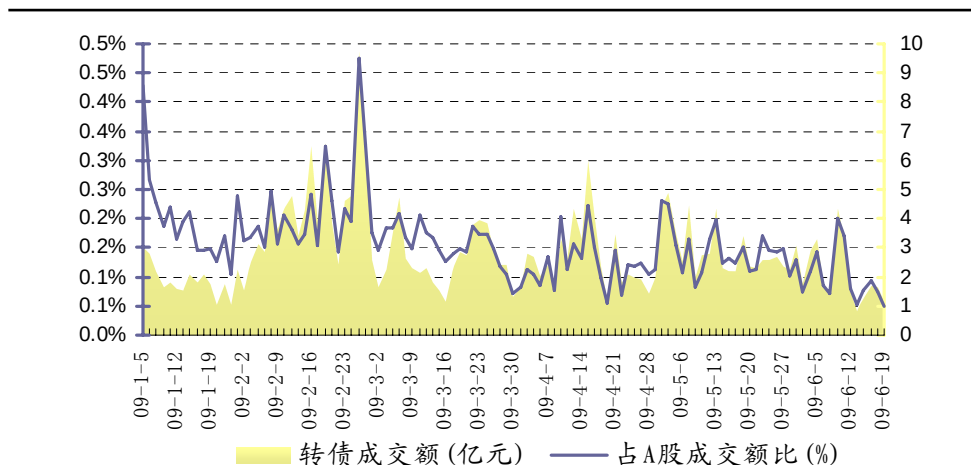


数据来源：国都证券研究所

1.3 市场整体成交活跃度上升

从成交状况来看，上半年转债市场的总成交量为 2.5 亿份，总成交额为 313.58 亿元，日均成交额为 2.83 亿元，占 A 股市场日均成交额的 0.16%，日均换手率为 1.76%。春节后 2 月期间的转债市场最为火爆，日均成交额达到 4.32 亿元，占当月 A 股市场日均成交额的 0.21%，日均换手率为 2.68%。从这些数据来看，转债市场在 09 上半年的成交活跃度都远胜于 08 年全年。

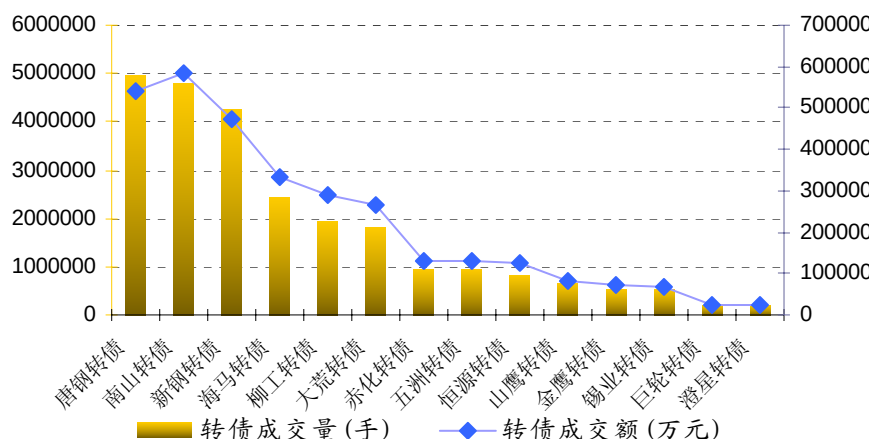
图 7：转债市场成交额走势（2009.01.05 ~ 2009.06.19）



数据来源：国都证券研究所

单就各只品种的成交规模而言，唐钢和南山转债的成交量和成交额都最大，而澄星和巨轮转债最小。但是这两个指标值在很大程度上取决于各只品种的存量规模。

图 8：各只转债流动性比较（2009.01.05 ~ 2009.06.19）



数据来源：wind，国都证券研究所

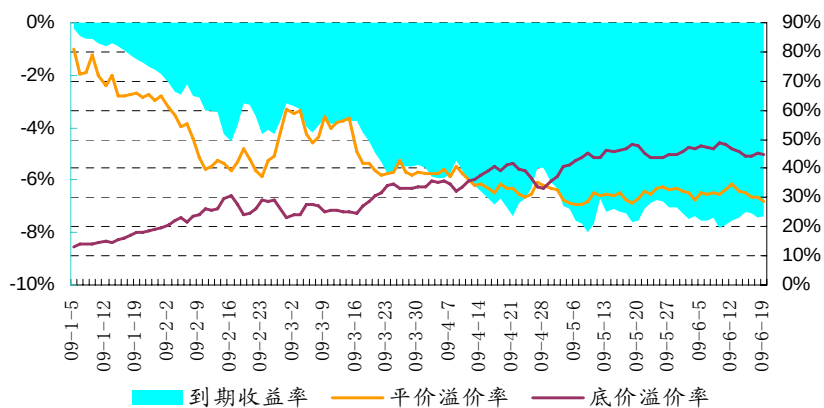
2 当前转债品种估值及动态

2.1 转债的股性特征愈趋明显

上半年期间，各只转债虽然跟随正股一路上扬，但表现与正股相较毕竟逊色得多，因此平价溢价率不断下降；但另一方面，由于债券市场的走势与 A 股市场的震荡上行走势形成了明显反差，表现相对疲软，因此正处于上涨过程中的转债的底价溢价率便一路攀升。目前转债市场的平价溢价率均值已从去年底的 89% 下降到了 28.65%，而底价溢价率均值则从去年底的 12% 上升到了 44.74%。

转债的到期收益率均值也在不断下降，目前仅为 -7.38%，而且无一品种的到其收益率为正值。转债的风险逐渐趋高。

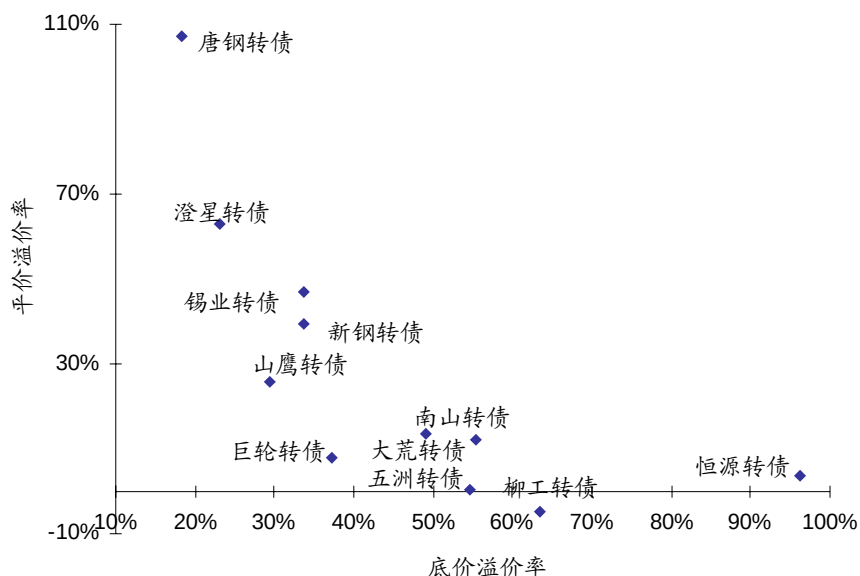
图 9：转债市场上半年估值指标走势（截至 2009.06.19）



数据来源：国都证券研究所

就具体品种而言，目前唐钢的平价溢价率最高，为 107.35%，底价溢价率最低，为 18.22%，是债性最强的品种。澄星转债的平价溢价率次高，为 62.89%。柳工转债的平价溢价率呈现负值，为-4.79%。五洲、恒源和巨轮等转债的平价溢价率也较低，不足 10%；其中，恒源转债的底价溢价率最高，达 96.09%。

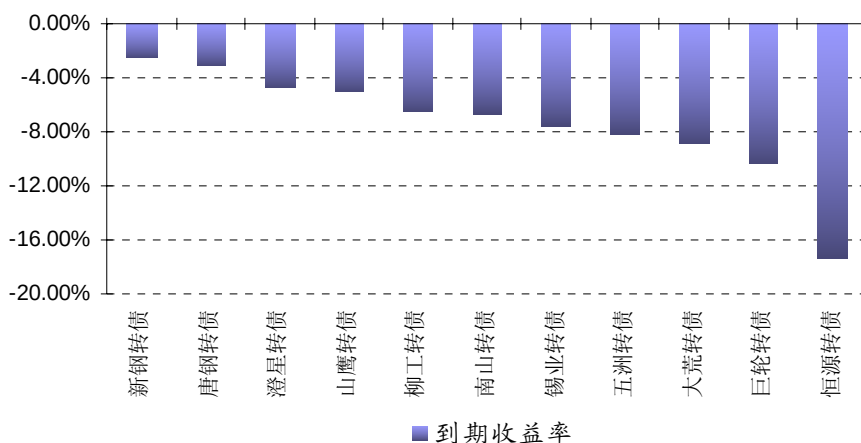
图 10：转债市场平价溢价率和底价溢价率分布图（截至 2009.06.19）



数据来源：国都证券研究所

由于转债市场的债性不断下降，各只品种的到期收益率也逐渐深入负值区间。目前到期收益率相对较高的转债品种是新钢和唐钢转债，分别为-2.54%和-3.16%。恒源转债最低，为-17.35%。

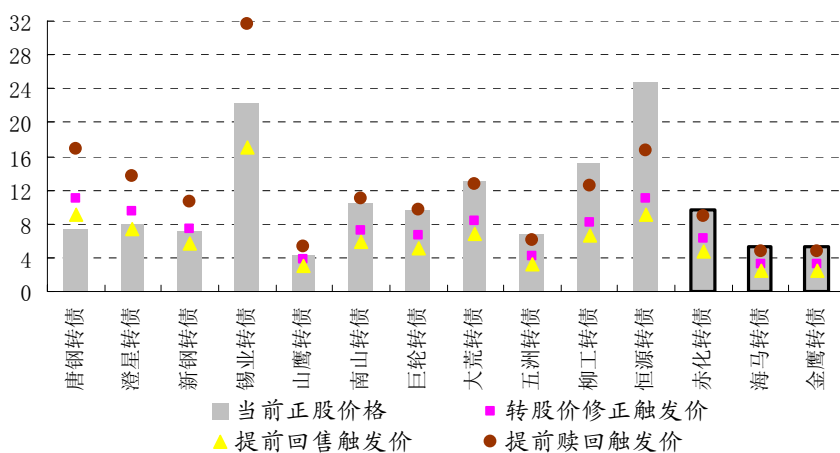
图 11：流通转债的到期收益率比较（截至 2009.06.19）



数据来源：国都证券研究所

2.2 转股价的修正事件助推转债的转股价值

图 12: 各只转债估值状态一览 (截至 2009.06.19)



数据来源：国都证券研究所

上半年，共有十只转债向下修正了转股价，其中，南山和山鹰转债的修正原因是由于触发了向下修正转股价条款，其它品种皆是由于正股分红派息而修正。我们注意到，发布修正转股价预案公告的事件，有助于提升转债的转股价值，并会在短期内拉升转债的价格，对于主动修正转股价的两只品种尤其如此。

目前仅有唐钢转债一只品种同时触发了向下修正转股价条款和提前回售条款，但下一步的具体方案还得视公司的整合方案而定，如果“三合一”的整合方案通过，则向下修正转股价的可能性较大。澄星和新钢转债都已第二次触发了向下修正转股价条款，这两只品种都最有可能向下修正转股价，其中澄星转债触发提前回售条款的可能性也较大。山鹰转债的正股价比修正触发价高出 13%，下半年也面临着再次被向下修正的可能。

表 1: 转债品种触发修正及回售条款的可行性 (截至 2009.06.19)

转债简称	09 年已向下修正转股价次数	修正原因	转股价修正触发价	修正转股价可能性	提前回售触发价	提前回售可能性
唐钢转债	-	-	11.05	较大	9.1	较大
澄星转债	一次 (09.06.04)	正股分红派息	9.495	已再次触发	7.385	较大
新钢转债	一次 (09.06.04)	正股分红派息	7.344	已再次触发	5.712	小
锡业转债	一次 (09.06.23)	正股分红派息	-	-	17.031	小
山鹰转债	一次 (09.04.22)	触发向下修正转股价条款	3.816	较小	2.968	小
南山转债	两次 (09.06.04 & 09.03.16)	正股分红派息; 触发向下修正转股价条款	7.157	小	5.894	未到回售期

巨轮转债	一次 (09. 06. 12)	正股分红派息	6. 633	小	5. 159	未到回售期
大荒转债	一次 (09. 06. 12)	正股分红派息	8. 3385	小	6. 867	小
柳工转债	已修正一次 (09. 06. 03)	正股分红派息	8. 1345	小	6. 699	小
恒源转债	一次 (09. 04. 21)	正股分红派息	10. 948	小	9. 016	小
赤化转债	一次 (09. 04. 13)					已退市

数据来源：天相投顾、国都证券研究所

2.3 多只转债仍面临赎回压力

上半年随着大盘一路上行，已经有越来越多的转债品种面临赎回的风险。半年期间共有七只转债触发了提前赎回条款。其中，赤化、海马和金鹰三只品种已赎回，五洲和柳工两只已发布提前赎回公告，大荒和恒源两只则已放弃。

除上述转债外，南山和巨轮转债也是较有可能触发提前赎回条款的品种；正股价格与提前赎回触发价较为接近的山鹰转债，也具备一定的提前回售可能性。与发布向下修正转股价预案公告的影响相反，发布提前赎回公告对转债的影响多为负面，因此对于有提前赎回预期的转债，应以风险防范为主。

表 2：转债品种触发提前赎回条款的可行性（截至 2009.06.19）

转债简称	上半年触发情况	赎回日	提前赎回触 发价	与提前赎回 价触发价的 差距	提前赎回可 能性
唐钢转债			16. 9	-56. 04%	小
澄星转债			13. 715	-41. 96%	小
新钢转债			10. 608	-32. 41%	小
锡业转债			31. 629	-29. 53%	小
山鹰转债			5. 3	-18. 68%	较小
南山转债			10. 946	-5. 08%	较大
巨轮转债			9. 581	-0. 01%	较大
大荒转债	已公告放弃		12. 753	2. 49%	无
五洲转债	已公告提前赎回	090701	6. 149	10. 91%	大
柳工转债	已公告提前赎回	090622	12. 441	22. 42%	大
恒源转债	已默认放弃	-	16. 744	48. 05%	无
赤化转债	已提前赎回	090522			
海马转债	已提前赎回	090601			
金鹰转债	已提前赎回	090512			

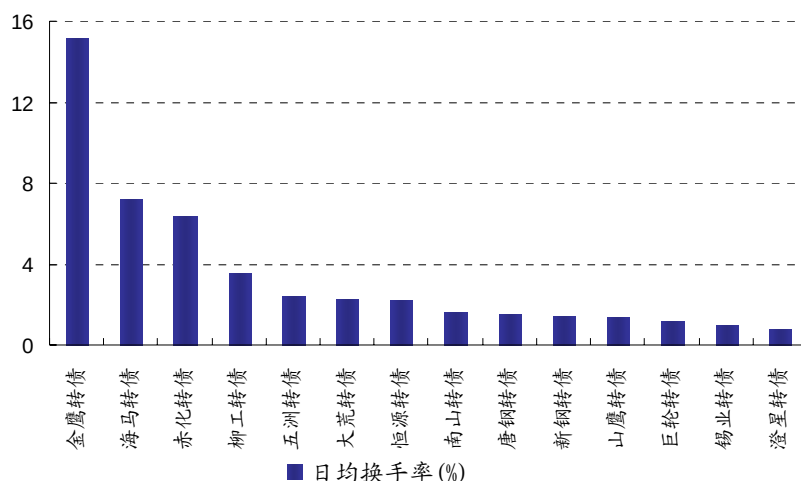
数据来源：天相投顾、国都证券研究所

2.4 提前赎回预期托高个别券种流动性

从具体品种来看，已被提前赎回的三只转债（金鹰、海马和赤化）流动性最

好。以日均换手率来衡量，金鹰转债最高，达15%，最高日甚至达百分之数百；其次是海马和赤化转债，日均换手率分别为7.2%和6.4%；澄星转债的流动性则最小，最高日也仅4.4%。

图 13：各只转债日均换手率比较（2009.01.05 ~ 2009.06.19）

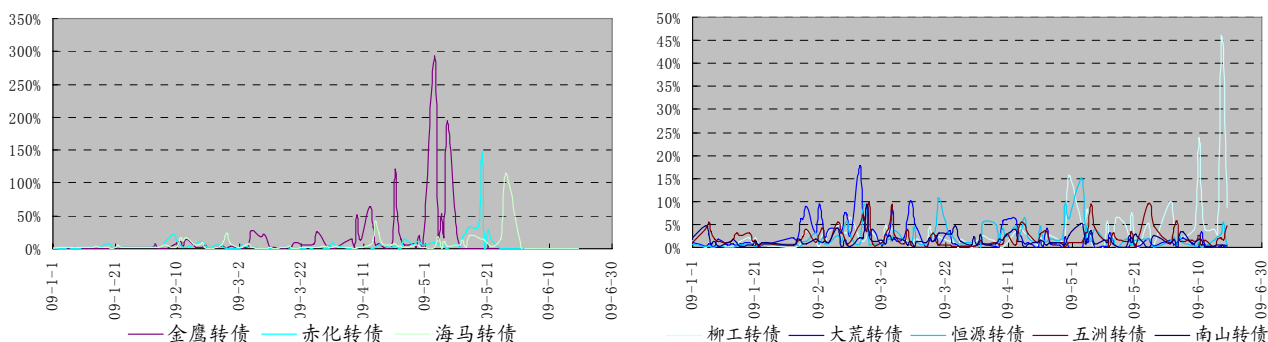


数据来源：国都证券研究所

值得注意的是，上述流动性最好的三只转债，均在已公告提前赎回之后、临近赎回登记日之前，显示出与权证的“末日轮”效应极为相似的频繁换手的特征。其他已经触发或即将触发赎回条款的品种也显示出较强的流动性。如柳工、大荒、恒源、五洲和南山转债，均在面临提前赎回风险之时表现出较高的换手率。

这说明转债的提前赎回预期会给转债带来两个影响：一是存量因大批量的“债转股”而减少，二是易遭遇频繁换手。这是值得我们今后在转债交易操作中借鉴的。

图 14：面临提前赎回风险的转债日均换手率较高（2009.01.05 ~ 2009.06.19）



数据来源：国都证券研究所

3 09 下半年可转债市场展望及投资策略

3.1 一级市场：有望增容

目前已公告发行的普通可转债共有 14 只，预发行总额已达 141.23 亿元。

表 3：已公告的可转债发行预案（截至 2009.06.19）

公司代码	公司名称	方案进度	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	公告日期	证监会行业
600333	长春燃气	股东大会通过	5	5	20070927	煤气生产和供应业
000755	山西三维	股东大会通过	9	5	20080802	石油、化学、塑胶、塑料
600815	厦工股份	股东大会通过	6	5	20080923	机械、设备、仪表
600584	长电科技	股东大会通过	6.3	6	20081114	电子
600558	大西洋	股东大会通过	2.65	5	20090221	金属、非金属
000969	安泰科技	股东大会通过	7.5	6	20090321	其他制造业
002001	新和成	董事会预案	7.32	5	20090323	石油、化学、塑胶、塑料
600022	济南钢铁	股东大会通过	29	5	20090328	金属、非金属
600966	博汇纸业	股东大会通过	9.75	5	20090404	造纸、印刷
600352	浙江龙盛	股东大会通过	12.5	5	20090421	石油、化学、塑胶、塑料
600859	王府井	股东大会通过	8.21	6	20090425	零售业
000600	建投能源	股东大会通过	11	6	20090509	电力、蒸汽、热水的生产和供应业
002233	塔牌集团	股东大会通过	7	5	20090604	金属、非金属
000059	辽通化工	董事会预案	20	6	20090611	石油、化学、塑胶、塑料

资料来源：国都证券研究所

前文提到转债市场在上半年大幅缩容的原因，主要是由于转债频频触发提前赎回条款并面临赎回压力，进而被公司提前赎回，或被持有人实施了转股。

事实上，缺乏后续新增规模也是导致转债市场青黄不接的重要原因。09 上半年虽然又有 10 只转债加入了等待过会的行列，使得目前已公告发行预案或发行预案已在股东大会上通过的准新转债已达到 14 只，但证监会至今仍未批准任何一个预案，这使得转债市场面临“只出不进”的尴尬境地。

但我们预计下半年这种局面有望得到改善。这是因为一方面，作为企业融资的几个可选途径，在现有的股票衍生产品中，可分离转债和权证的发展已近乎停滞，只剩运作相对成熟、历史相对长远的可转债还在勉力维持。如果下半年股指期货仍不推出，则转债无疑将成为企业融资的转战焦点，监管层应会适当加大发展力度。目前有 4 家企业已将融资方案从发行可分离转债转至发行普通可转债，这可反映出企业对如上猜测所包含的一种预期。此外，从近几年的发行数据来看，只有 2005 年有过全年未发行一只新增转债的例子，2009 年再次出现这种情况的可能性不大。作为企业再融资的一种有效手段，转债的新券发行在下半年有望启动。但对转债市场的扩容速度不宜乐观，初期转债供求关系的矛盾难以缓解。

3.2 二级市场：宜配置风险相对较低的品种

截至6月19日，在所有上市交易的14只可转债中：偏债型、平衡型和偏股型转债各有3只、2只和6只。

表4：可转债类型分布（截至2009.06.19）

转债类型	转债代码	名称	平价底价溢价率	转债价格	平价溢价率	底价溢价率	到期收益率
偏债型	125709	唐钢转债	-43.13%	118.51	107.35%	17.92%	-3.16%
	110078	澄星转债	-24.62%	122.9	62.89%	22.79%	-4.77%
	110003	新钢转债	-11.59%	122.62	39.55%	23.37%	-2.54%
平衡型	125960	锡业转债	-9.13%	134.47	46.78%	33.38%	-7.60%
	110567	山鹰转债	2.52%	127.87	25.79%	28.97%	-5.11%
偏股型	128031	巨轮转债	26.80%	140.36	7.98%	36.92%	-10.40%
	110002	南山转债	31.24%	140	13.46%	48.89%	-6.61%
	110598	大荒转债	38.28%	149.39	12.13%	55.06%	-8.85%
	110368	五洲转债	53.39%	145	0.56%	54.25%	-8.14%
	125528	柳工转债	72.74%	151.52	-4.79%	64.47%	-6.59%
	110971	恒源转债	88.98%	199.1	3.45%	95.49%	-17.35%

资料来源：天相投资、国都证券研究所

（注：利用普通可转债的平价底价溢价率对现有普通可转债进行分类，若平价底价溢价率<-10%，则为偏债型转债；若-10%<平价底价溢价率<10%，则为平衡型转债；若平价底价溢价率>10%，则为偏股型转债。）

国都策略研究员判断，下半年A股市场可能维持宽幅震荡局面。因此，与指数高度相关的转债市场涨势有望延续，但收益空间将逐步收窄，转债及其正股的涨幅均不太可能重现上半年的辉煌，同时转债市场的平价溢价率和到期收益率则有可能回升。

就市场操作策略而言，我们给出如下建议：

（1）优选债性相对较强、到期收益率相对偏高的品种作为防御型资产，如唐钢和新钢两只钢铁类转债。配置这类低风险资产，可以减小大盘一旦下跌，波及至转债市场的风险。其中，新钢转债是到期收益率相对最高的品种，安全边际也较高。国都钢铁研究员对唐钢股份做了调研，认为唐钢股份吸收合并邯郸钢铁和承德钒钛这一方案通过的必要性突出。如果这次公司的“三合一”整合成功，则转债的转股价将得到修正，而平价溢价率也将大幅降低，从而增强转债的股性。这些因素都将使得唐钢转债吸引市场的眼球。

根据wind的综合统计，目前唐钢股份的市盈率为23倍，12月目标价约为9元，高出当前股价22%；唐钢股份的市盈率为22倍，12月目标价约为10元，高出当前股价25%。国都钢铁行业研究员认为，钢铁股近期的估值优势显著，并对该行业保持维持“增持”评级。结合公司的基本面来看，新钢股份的估值优势胜于新钢股份，新钢转债的股性也强于唐钢转债。因此新钢转债目前的投资价值更为确定，而唐钢转债的投资时机还得视公司的整合进度而定。

（2）对已再次触发向下修正转股价的澄星转债暂时保持观望。尽管澄星转债的债性也相对较强、到期收益率仅次于两只钢铁转债，但是该品种目前已第二

次触发向下修正转股价条款，而之前公司的修正方案曾被否，所以此次是否能够再次修正尚不确定；而且其正股目前估值已偏高，不宜追涨。

(3) 逢高减持股性较强且前期累积涨幅较高的品种，如已被公司放弃提前赎回权利的大荒、恒源转债。股性较强且流动性相对较好的品种易受益于震荡的市场格局，适于短期投资者。但从目前来看，一方面大盘处于 3000 点附近的关口，是否能延续前期的涨势还未明朗；另一方面 IPO 如果重新启动，会在一定程度上挤占转债市场的份额和资金；第三是这两只转债在上半年涨幅已经过高，尤其是恒源转债，所以此时应对这类品种的交易型机会稍做放弃。

(4) 防范面临具有赎回预期的转债风险，如柳工、五洲和巨轮转债，南山转债可适当关注。回避已公告提前赎回条款的品种，如柳工和五洲转债，持有者宜尽快转股；对有可能触发赎回条款的品种短期内则应尽量避免，如巨轮和南山转债。但长期内可适当关注南山转债。

从基本面来看，国都有色行业研究员认为有色金属行业板块的估值水平目前已处于历史的中高水平，但铝、铅锌板块相对更值得看好。南山铝业在 5 月份期间再次启动了增发，进而对股价形成一定支撑。根据 wind 的综合统计，目前南山铝业的市盈率为 23 倍，12 月目标价约为 15 元，距当前价格尚有近 40% 的空间。因此对于南山转债可考虑短期回避，长期逢低增持的策略。

(5) 对于平衡型的转债可暂时观望，如锡业和山鹰转债。这类转债本身并不具备估值优势，流动性也较低，所以其上涨动力只能来源于正股及正股所属行业的优良基本面或是利好事件。

附录

表 5: 可转债基本数据 (截至 2009.06.19)

名称	代码	正股价格	转股价格	平价	底价	修正久期	凸性	应计利息 (%)	期限	剩余期限 (年)	发行量 (亿)	剩余存量 (亿)
南山转债	110002	10.39	8.42	123.40	94.03	3.02	18.06	1.5	5	3.830	28	28.00
新钢转债	110003	7.17	8.16	87.87	91.54	3.43	20.07	1.5	5	4.173	27.6	27.60
澄星转债	110078	7.96	10.55	75.45	100.09	2.70	11.32	2	5	2.893	4.4	3.17
五洲转债	110368	6.82	4.73	144.19	94.00	3.22	18.10	1.5	5	3.699	5.4	2.46
山鹰转债	110567	4.31	4.24	101.65	99.15	2.68	13.11	1.7	5	3.216	4.7	4.49
大荒转债	110598	13.07	9.81	133.23	96.35	3.22	16.93	1.8	5	3.504	15	6.23
恒源转债	110971	24.79	12.88	192.47	101.85	1.97	14.28	1.8	5	3.268	4	2.74
柳工转债	125528	15.23	9.57	159.14	92.13	0.96	28.65	1.2	6	4.830	8	0.07
唐钢转债	125709	7.43	13	57.15	100.50	2.95	14.85	1.1	5	3.488	30	30.00
锡业转债	125960	22.29	24.33	91.62	100.82	2.54	11.58	2.17	5	2.901	6.5	4.92
巨轮转债	128031	9.58	7.37	129.99	102.51	2.10	9.22	1.9	5	2.553	2	1.56

数据来源: 国都证券研究所

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。