

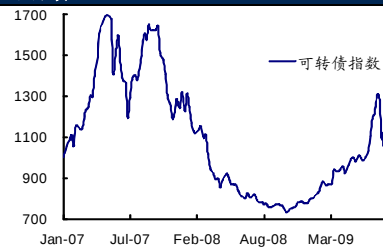
动态报告

固定收益

可转债周报

2009年8月25日

可转债指数



资料来源：国信证券经济研究所

可转债周报

关注当前出现的配置型机会

1. 投资建议

鉴于钢价以及唐钢、新钢股价在四季度出现上涨的概率较大，且目前两只转债的价格较低，我们认为当前上述转债已经具有配置价值，建议对流动性要求不高的投资者关注上述转债的配置型机会，逢低买入。

2. 原因及逻辑

目我们依旧坚持前期周报中的观点，看好钢铁板块的转债。从宏观层面看，我们认为全年宏观形势将呈“W型”态势，当前处于第二次下行阶段，而受固定资产投资增速再次提高等因素影响，四季度宏观数据将得到再次改善，并带动股票市场重新复苏。

具体于钢铁板块，我们认为影响正股以及转债价格的关键变量—钢价—在今后止跌回升的概率较大。7月初，钢价受到非理性炒作，导致其价格出现较为迅速的上涨，而进入7月下旬后，市场热情迅速消退，使得钢价快速回落于合理中枢。从钢价走势来看，近期以来钢价下跌的速度已经趋缓，预计今后再次下跌的空间比较有限。

此外，钢铁产业具有一定的季节因素，钢价的季节性波动较为明显。通过对历史数据进行挖掘，我们发现，9、10两个月钢铁价格相对较高。因此，今后一段时间钢铁价格明显上涨的可能性较大。

从转债价格上看，唐钢以及新钢转债的价格基本处于市场底部，相对安全。从债性/股性对比上看，唐钢以及新钢转债的属性均逐步向偏债型方向进行偏移，债券凸性的保护作用正逐步显现。

综上，我们认为待经济复苏后，唐钢、新钢转债更有机会，当前影响两只转债价格的主要风险来自于大盘。如果股票市场估值水平持续系统性地下移，将对两只转债价格形成向下的压力。但是，通过对当前国内以及国际经济形势的判断，我们尚未发现导致大盘长期强烈下跌的重要诱因；我们倾向地认为，当前市场的下行仅为阶段性整理，中长期内资本市场随宏观经济一同复苏的趋势仍不变。

3. 与大众有别的认识

随着成交额的下降，市场流动性风险对于转债估值以及交易的影响可能会逐步显现。从估值角度看，市场摩擦的增大使投资者对流动性溢价的要求提高，而从交易的角度讲，机构投资者投资指令对于市场的冲击效应增加，且成交速度降低。在这种情况下，正股价格短期波动所带来的转债投资机会也许很难被投资者所捕获（特别是在正股上涨后买入并于次日卖出的策略的有效性将大打折扣）。因此，我们建议投资者更多地关注当前的配置型机会，于低价买入并持有至正股及转债价格上涨时卖出。

分析师：张旭

电话：010-82254210

Email: zhangxu1@guosen.com.cn

分析师：李怀定

电话：021-68864598

Email: lihding@guosen.com.cn

分析师：葛新元

电话：0755-82133332

Email: gexy@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

内容目录

市场回顾	3
正股小幅反弹，转债价格随之上扬	3
波动率继续提升	5
成交额高位下降	6
巨轮转债的赎回导致容量递减	6
条款点评	7
投资价值分析	8
转债估值水平伴随正股上涨	8
投资建议	9

图表目录

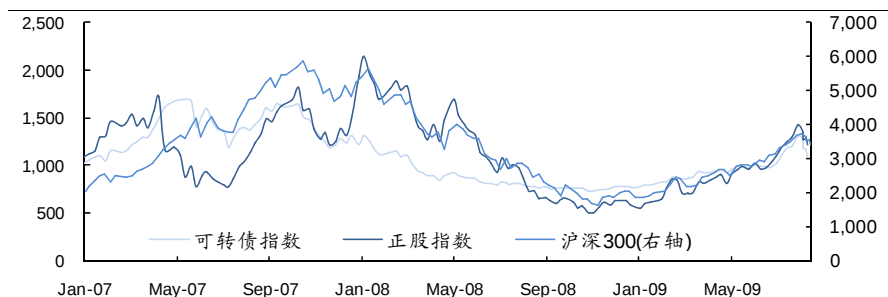
图 1: 大盘、正股、可转债指数对比	3
图 2: 转债与正股涨跌幅对比	3
图 3: 转债 Delta 系数以及涨跌幅运行示意图	4
表 1: 可转债主要指标一览	4
图 4: 各价位转债占比	4
图 5: 转债价格与转换价值对比	5
图 6: 可转债以及正股涨跌幅对比	5
图 7: 波动率对比	6
图 8: 可转债成交额阶段性对比	6
图 9: 可转债余额变动阶段性对比	7
图 10: 可转债市场容量	7
图 11: 南山转债转股溢价率	8
图 12: 可转债到期收益率与转股溢价率分债券对比	8
图 13: 近期钢价走势	9
图 14: 月度平均钢价	9
图 15: 唐钢、新钢转债转股溢价率对比	10

市场回顾

正股小幅反弹，转债价格随之上扬

8月18日-8月24日，资本市场先跌后升，整体来看呈小幅反弹态势，沪深300指数上涨了2.84%，正股指数上涨了3.26%，转债指数上涨了2.95%。

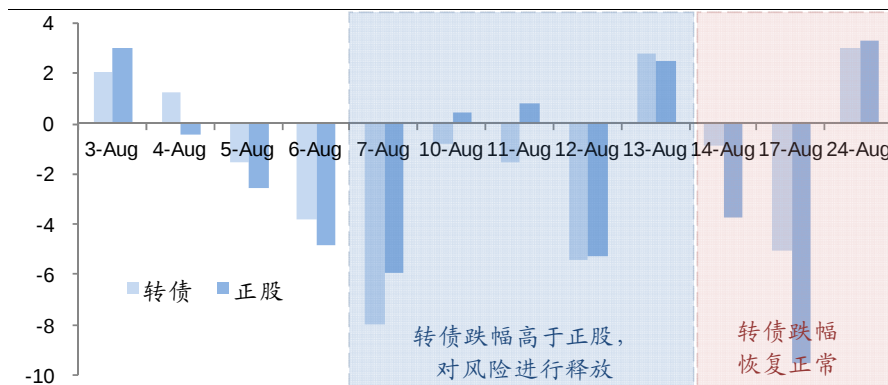
图 1：大盘、正股、可转债指数对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

上期周报我们提示过，在经过了大幅下跌的过程后，转债市场的系统性风险得到修正，投资者对于转债估值水平的一致预期得到恢复。本阶段，转债相对于正股的估值继续提高，表现为转债的 Delta 系数再次上升，达到 90%左右的水平。

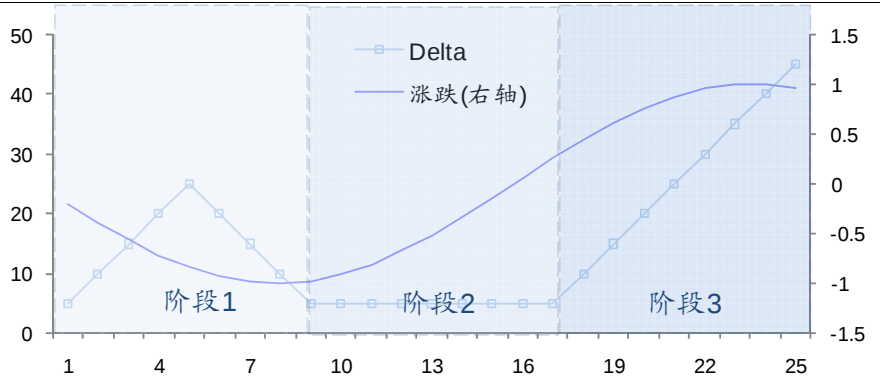
图 2：转债与正股涨跌幅对比



资料来源：国信证券经济研究所

我们可以根据 Delta 系数以及转债的涨跌幅将这段时间以来的市场状况分为三个阶段。在第一个阶段中，正股出现下跌，但是由于转债的 Delta 值仍处于较低的位置，所以转债随正股下跌的速度并不十分迅速。随着正股的深度下跌，转债投资者对风险进行了重新的评估，导致转债市场价格出现系统性的迅速下移，从而导致 Delta 值的大幅降低（值得注意的是，本阶段 Delta 系数的下降是转债市场大幅下跌的结果，而不是其原因）。

图 3: 转债 Delta 系数以及涨跌幅运行示意图



资料来源：国信证券经济研究所

在进入第二阶段后，正股止跌企稳并出现反弹迹象，但是由于 Delta 系数已经下跌到较低水平，因此正股价格的小幅波动对于转债价值提升的影响较小。在阶段 3 中，转债的 Delta 值出现回升，因此转债与正股的联动性增强，其与转债的上涨幅度差再次收敛。

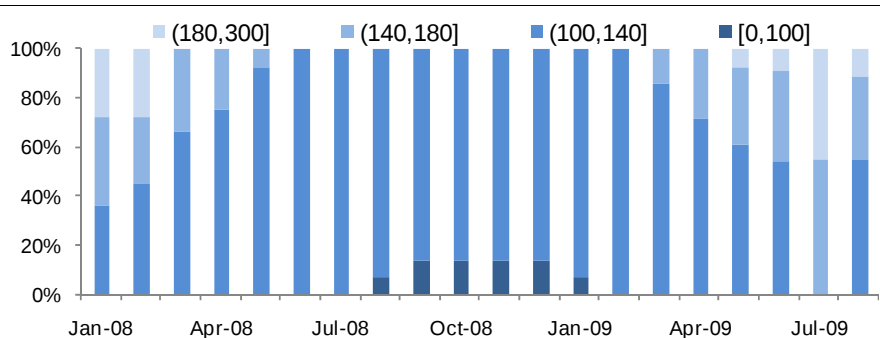
表 1: 可转债主要指标一览

名称	转债全价	当前股价	转股价	纯债价值	转换价值	到期收益率	纯债溢价率	转股溢价率
巨轮	156.00	11.60	7.37	103.38	157.39	-12.90	50.90	-0.89
澄星	134.50	7.13	10.55	100.70	67.58	-6.65	33.57	99.01
锡业	147.98	28.19	24.31	99.49	115.96	-10.46	48.74	27.61
山鹰	137.44	4.54	4.24	99.75	107.08	-6.55	37.78	28.36
恒源	274.02	33.37	12.88	102.42	259.08	-24.84	167.54	5.76
唐钢	138.01	7.96	13.00	99.49	61.23	-5.67	38.72	125.39
大荒	168.00	12.86	9.81	97.10	131.09	-11.97	73.02	28.16
南山	142.95	12.13	8.42	94.71	144.06	-6.92	50.94	-0.77
新钢	138.68	8.47	8.16	95.19	103.80	-5.06	45.69	33.60

资料来源：国信证券经济研究所 注：表中为 8 月 17 日收盘数据

从转债价格上看，市场均值较上周有小幅的上升，达到 160 元的水平，较上期周报的覆盖区域末端上涨约 4 元。目前，多数转债价格集中于[130, 150]元区间内，在该区间内，转债的股性与债性较为平衡。目前，仅有恒源转债落入(180,300]元的高价转债区间。恒源转债的纯债价值为 102.42 元，转换价值为 259.08 元，转债的整体价值基本来源于转换价值，因此正股价格的小幅变动都将对其价格产生相对明显的影响。

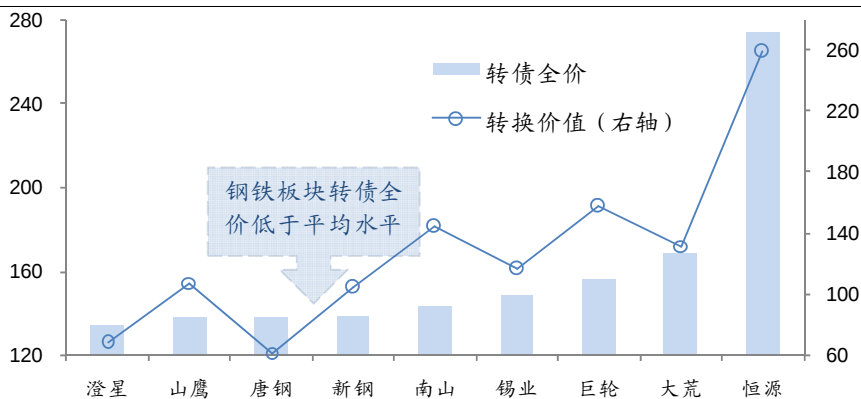
图 4: 各价位转债占比



资料来源：国信证券经济研究所

由于本阶段市场经历了大幅的下跌，钢铁板块两只转债的价格上升至 138 元左右，小幅高于澄星、山鹰转债且低于市场上其余品种，潜在上升空间较大，建议投资者继续关注。

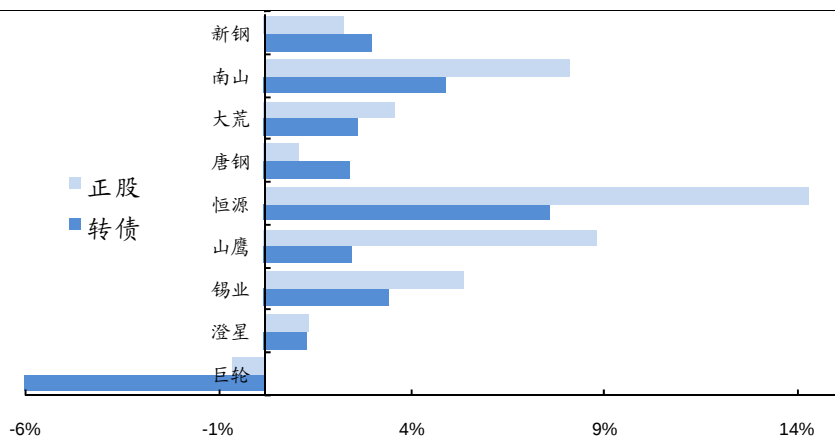
图 5：转债价格与转换价值对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

本阶段，多数转债的正股均出现了不同程度的上涨，转债的运行方向基本与正股相同，且多数转债的涨幅低于正股。由于巨轮转债的发行人已经发出赎回公告，决定将巨轮转债提前赎回，因此该转债市场价格出现明显下跌，全阶段跌幅约 6%。虽然南山转债也已被提前赎回，但是由于赎回日距今尚有一段时日，且正股存在恢复性上涨的机会，因此市场对于南山转债目前的估值水平较为认可，在正股上涨了 9% 的基础上，转债上涨了 6%。

图 6：可转债以及正股涨跌幅对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

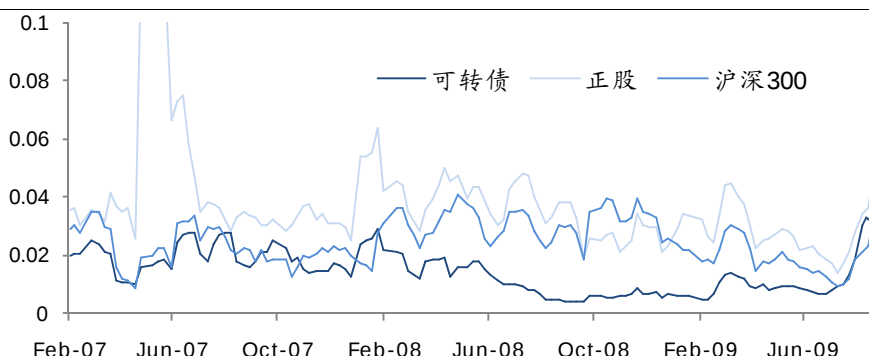
波动率继续提升

本阶段，正股市场的剧烈波动带动转债市场波动率进一步提高，正股与转债波动率较 8 月 17 日的升幅分别达到 12% 以及 4%，这已是连续第 4 周波动率得到提高。截止 8 月 24 日收盘，转债的波动率已经十分接近正股，并远大于沪深 300 指数。

由于转债估值水平与正股波动率具有非线性的正向关系，因此正股市场波动的加剧有助于提高转债的估值水平。目前，由于正股的波动基本呈现单边向下的态势，因此对转债价值的提升并不明显，但当资本市场的估值水平出现大幅回升时，则其

将显著地提升转债品种的理论价值，同时也将会在一定程度上抬升其市场价格。

图 7：波动率对比



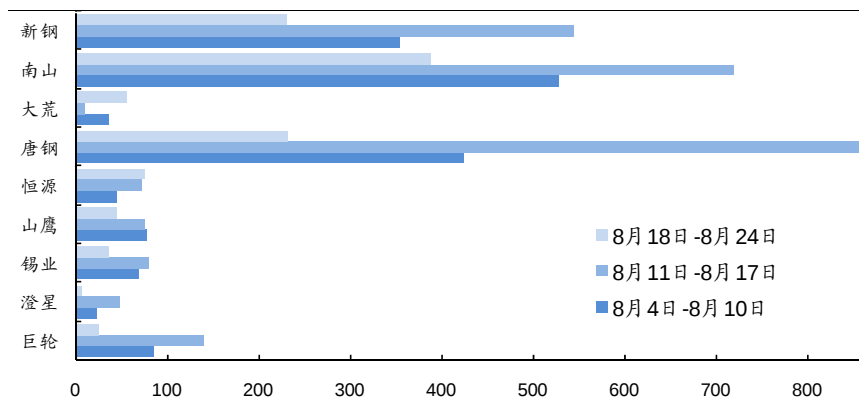
资料来源：国信证券经济研究所

成交额高位下降

由于本阶段股票市场的走势较上两周有所趋缓，并未发生大幅上涨以及下跌的状况，因此可转债成交额较上两周有一定程度的下降。但是，与历史数据进行对比，我们发现周成交额仍高于历史平均水平。

随着成交额的下降，市场流动性风险对于转债估值以及交易的影响可能会逐步显现。从估值角度看，市场摩擦的增大使投资者对流动性溢价的要求提高，而从交易的角度讲，机构投资者投资指令对于市场的冲击效应增加，且成交速度降低。在这种情况下，正股价格短期波动所带来的转债投资机会也许很难被投资者所捕获（特别是在正股上涨后买入并于次日卖出的策略的有效性将大打折扣）。因此，我们建议投资者更多地关注配置型机会。

图 8：可转债成交额阶段性对比

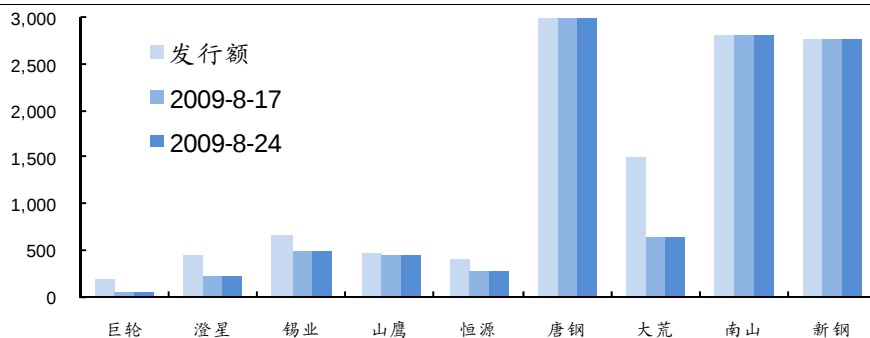


资料来源：Wind，国信证券经济研究所

巨轮转债的赎回导致容量递减

巨轮股份已发布公告，定于 8 月 28 日对未转股的存债进行提前赎回。在此消息的推动下，巨轮转债的转股溢价率迅速下降，并且已经连续多日出现负值，转股机会凸现。在负溢价率以及赎回压力的作用下，部分转债持有人选择将其转股，因此导致上一阶段转债存量下降了 10% 左右，累计转股金额占发行额的 80%。

图 9: 可转债余额变动阶段性对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

除巨轮转债外的其余品种, 上一阶段的存量基本保持稳定。由于南山转债已经发布了提起赎回公告, 在今后的一段时期内转债市场容量将保持逐步下降的态势。且由于南山转债的规模较大, 因此其提前赎回将对市场产生较大的影响。

图 10: 可转债市场容量



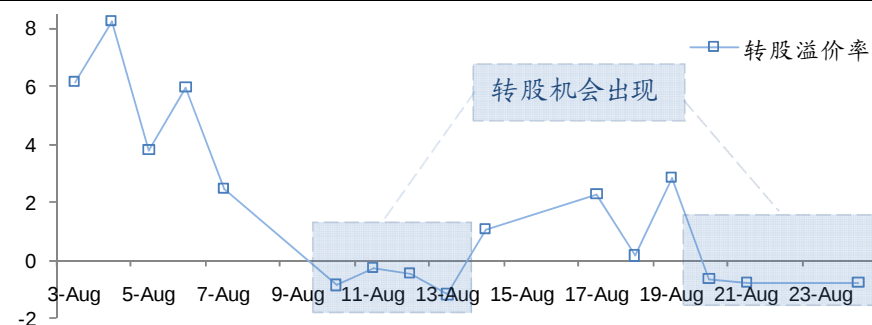
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

条款点评

巨轮转债已经触发提前赎回条款, 发行人宣布将其赎回。在赎回公告发布后, 巨轮转债的转股溢价率出现大幅下行。由于巨轮股份近期出现重大利好消息的可能性并不大, 且距离赎回日较近, 因此其转债价值必然向赎回价进行回归, 我们建议投资者择机将其卖出或进行转股。

南山转债也已发布提前赎回公告, 其赎回登记日为 9 月 17 日。由于近期南山铝业下跌的幅度较大, 存在补涨的可能, 且赎回日距今尚有一定时间, 因此我们建议对正股短期表现看好的投资者暂且进行观望, 待正股恢复性上涨后再卖出, 但请注意规避流动性风险。同时, 对于对近期正股价格存有疑虑以及风险容忍度较低的投资者, 我们建议择机卖出或转股以控制风险。

图 11: 南山转债转股溢价率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

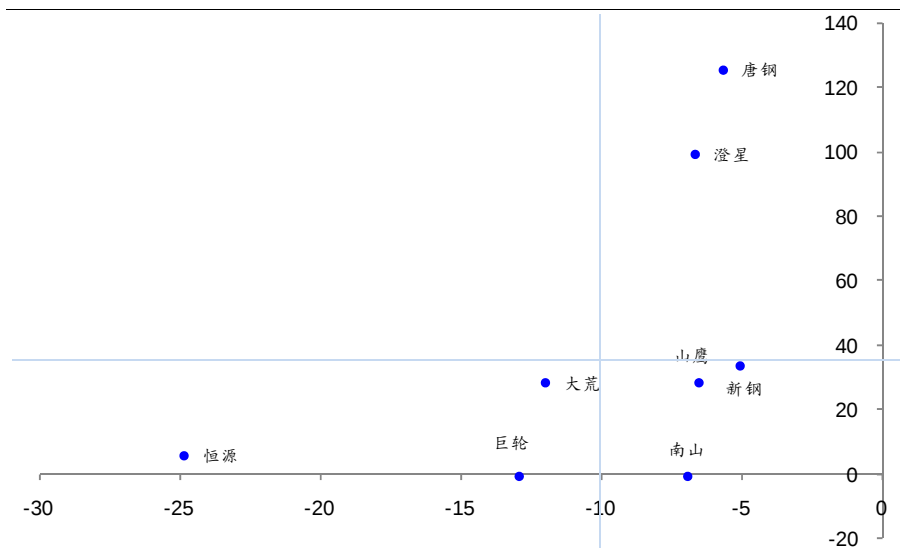
投资价值分析

转债估值水平伴随正股上涨

上一阶段, 正股的上涨引导转债市场出现了恢复性的上行, 转债估值水平进一步提高。从到期收益率上看, 市场平均水平已经达到-10.11%的位置, 较上周下降了 60bp。(目前多数转债的债性仍基本为 0, 因此到期收益率的提升对转债价值的贡献可忽略不计, 且我们认为在转债跌至 120 元以下前, 到期收益率以及纯债溢价率对转债投资的指导作用都十分有限。)

截止 8 月 24 日收盘, 市场平均转股溢价率为 38.47%, 较 8 月 17 日下降了 2.70%。溢价率下降的动力来源于正股上涨过程中正股与转债波动幅度的分化。由于前期转债市场下跌得更为充分, 因此本阶段转债溢价率的降低并未给市场积累过多的风险, 转债的估值水平处于正常的区间之内。

图 12: 可转债到期收益率与转股溢价率分债券对比



注: 图中实线为该时点转债市场平均值 (图中为 8 月 24 日数据)

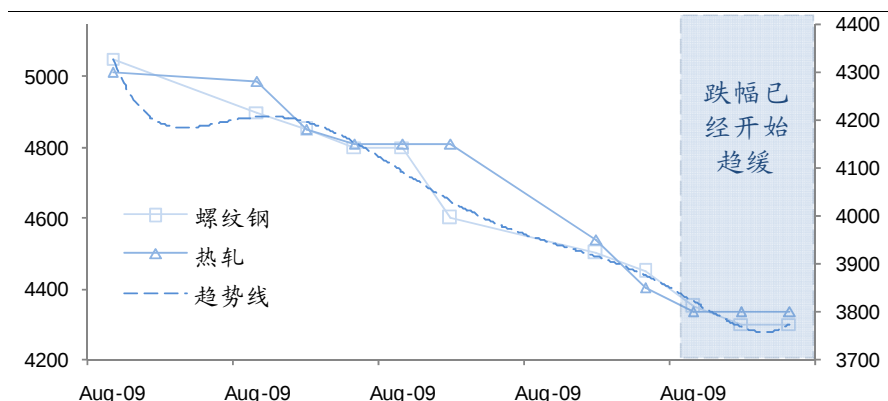
资料来源: 国信证券经济研究所

投资建议

我们依旧坚持前期周报中的观点，看好钢铁板块的转债。从宏观层面看，我们认为全年宏观形势将呈“W型”态势，当前处于第二次下行阶段，而受固定资产投资增速再次提高等因素影响，四季度宏观数据将得到再次改善，并带动股票市场重新复苏。

具体于钢铁板块，我们认为影响正股以及转债价格的关键变量——钢价——在今后止跌回升的概率较大。7月初，钢价受到非理性炒作，导致其价格出现较为迅速的上涨，而进入7月下旬后，市场热情迅速消退，使得钢价快速回落于合理中枢。从钢价走势来看，近期以来钢价下跌的速度已经趋缓，预计今后再次下跌的空间比较有限。

图 13: 近期钢价走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

此外，钢铁产业具有一定的季节因素，钢价的季节性波动较为明显。通过对历史数据进行挖掘，我们发现，9、10两个月钢铁价格相对较高。因此，今后一段时间钢铁价格明显上涨的可能性较大。

图 14: 月度平均钢价



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

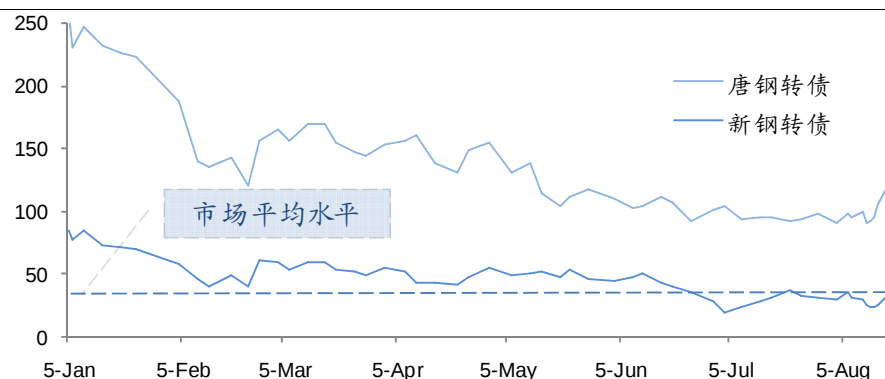
鉴于此，我们重申上期周报中的判断，即认为三季度末及四季度钢价再次上涨的概率较大。而钢铁企业股票价格与钢价具有较强的相关性，因此四季度唐钢、新钢等钢铁股上涨也是大概率事件。

唐钢的转股溢价率超过了 100%，高于转债市场平均水平，不具有比较优势。新钢转债的该项指标为 40%左右，在转债市场中处于较低位置。鉴于钢价以及唐

钢、新钢股价在四季度出现上涨的概率较大，且目前两只转债的价格较低，我们建议对流动性要求不高的投资者关注上述转债的机会，逢低买入。

值得注意的是，由于新钢转债的溢价率远低于唐钢，我们建议投资者重点关注新钢转债的机会。此外，转债市场流动性状况偏差，在正股出现波动性机会时较难迅速买入并卖出。因此，我们建议投资者注重目前出现的配置性机会，低价买入并持有，待正股及转债价格上涨后卖出套利。（如果等待正股上涨明确后再买入可能会错失机会。）

图 15：唐钢、新钢转债转股溢价率对比



资料来源：国信证券经济研究所

当前影响两只转债价格的主要风险来自于大盘。如果股票市场估值水平持续系统性地下移，将对两只转债价格形成向下的压力。但是，通过对当前国内以及国际经济形势的判断，我们尚未发现导致大盘长期强烈下跌的重要诱因，当前市场的下行为阶段性整理，股价在中长期随宏观经济一同上涨的趋势仍不变。此外，值得注意的是，由于目前距离四季度尚有一段时间，在此之前转债表现仍具有一定的不确定性，而部分投资者正面临着赎回造成的流动性压力，建议该部分投资对流动性风险进行控制。

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233	李然		邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		