

在股价及估值的调整中寻求战机



东方证券
ORIENT SECURITIES

孟卓群

金融衍生品高级分析师

021-63325888-6113

mengzhuoqun@orientsec.com.cn

报告日期

2009 年 12 月 22 日

相关研究报告

《多角度审视转债发行-新债发行带来的投资机会详解》

2009 年 9 月 30 日

- **09 年转债表现优异，目前多数品种股性较强。**从 09 年转债市场的表现来看，由于去年部分转债下调转股价，大幅提升了转债股性，因而今年转债与正股的联动性较强。截止到 12 月 18 日，年初至今上证综指的涨幅为 71.02%，转债正股指数的涨幅为 117.36%，转债指数的涨幅为 50.23%。目前来看除了唐钢和澄星转债外，其他转债转股溢价率均位于 40%以下的位置，股性普遍较强。
- **转债隐含波动率处于历史较高水平。**从转债历史估值水平的变化情况可以看出，转债隐含波动率的变化与上证综指呈现高度正相关的关系。近期转债隐含波动率整体变化不大，与 07 年底的水平基本相当，由于已经达到历史平均偏高的水平，继续上行的动力不足，未来转债的上涨将主要依赖于正股的良好表现。从个债的情况来讲，目前多数转债的隐含波动率维持在 50%-60%左右的水平，从波动率的角度讲已经不低。
- **2010 年转债投资机会可期。**明年债券收益率稳中有升是大概率事件，对于债券基金而言，纯债券的配置可能较难获取超额收益。在这种情况下，可转债投资仍然是债券基金获取超额收益的重要来源。在出口逐步恢复，上市公司利润逐步好转的背景下，股票市场估值水平的提升以及企业盈利的恢复将共同构成推动股价上涨的重要因素。当前转债市场的现状显示，多数转债位于轻度价内的状态中，且估值水平已经处于历史平均偏高的水平，已经脱离了最佳投资时机，10 年转债投资收益恐怕难以与 09 年媲美。但基于对股票市场整体偏乐观的态度，转债投资收益依然可以期待。在市场趋势不出现大的反转的情况下，市场短期的调整（股价与隐含波动率的双重调整）将提供较好的介入机会。我们重点关注的品种包括安泰、龙盛、王府、新钢、厦工等。
- **需要关注的风险。**一方面目前小股票相对于大盘股已经出现较大的估值溢价，未来市场存在风格转换的可能，转债正股以小盘股为主，如果投资主题转移到大盘股，对转债价格的推升作用会有所减弱；另一方面今年以来转债估值水平的提升速度相当快，目前转债估值水平已经接近 07 年大盘位于 4000-6000 点时的水平。隐含波动率对于转债价格来说起到双刃剑的作用。根据历史经验来看，如果市场持续处于强势状态中，隐含波动率可以在高位维持较长时间（比如 07 年，隐含波动率在 50%以上的水平上维持了半年有余），如果隐含波动率快速上升至历史最高水平，或者超出历史最高水平，可能提示市场存在较大的风险。
- **把握一级市场投资机会。**我们研究发现绝大多数情况下转债上市首日估值水平是低于市场上其他存量转债的隐含波动率均值的；只有在市场热情极度高涨的情况下转债上市首日估值水平才会超过市场平均，甚至超过市场最高值；反之，在市场环境趋弱的背景下，转债上市首日隐含波动率不仅低于市场均值，甚至有可能低于市场最低值。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1、转债历史表现

今年以来股市的大幅反弹激发了转债新一轮行情。特别是在经历了 7 月份股价及估值双重因素推动的大涨后转债指数一度超越了 07 年的最高点。

图 1：07 年至今转债市场表现



资料来源：东方证券研究所

单纯从 09 年转债市场的表现来看，由于去年部分转债下调转股价，大幅提升了转债股性，因而今年转债与正股的联动性较强。截止到 12 月 18 日，年初至今上证综指的涨幅为 71.02%，转债正股指数的涨幅为 117.36%，转债指数的涨幅为 50.23%。

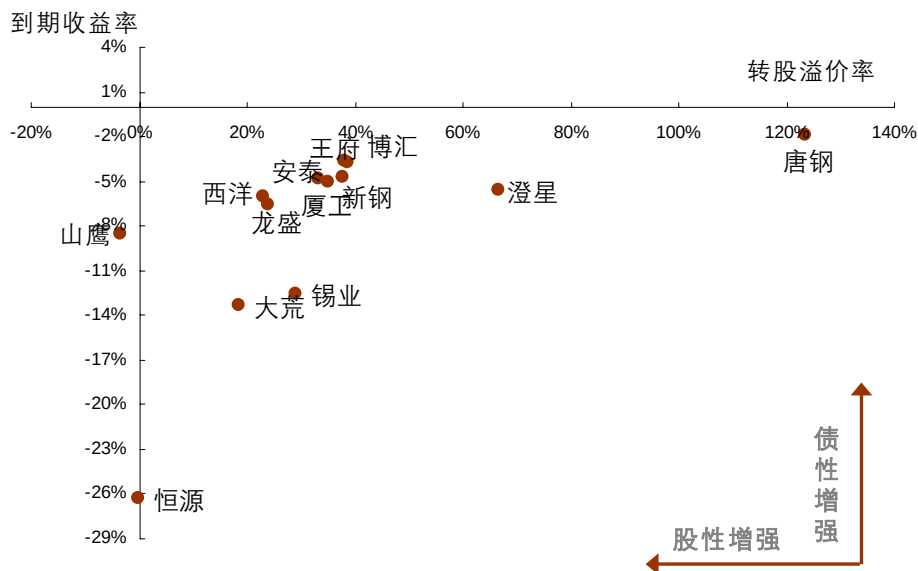
图 2：09 年年初至今转债市场表现



资料来源：东方证券研究所

今年转债良好的表现离不开其较强的股性。目前来看除了唐钢和澄星转债外，其他转债转股溢价率均位于 40% 以下的位置，股性普遍较强，与正股的联动性强。

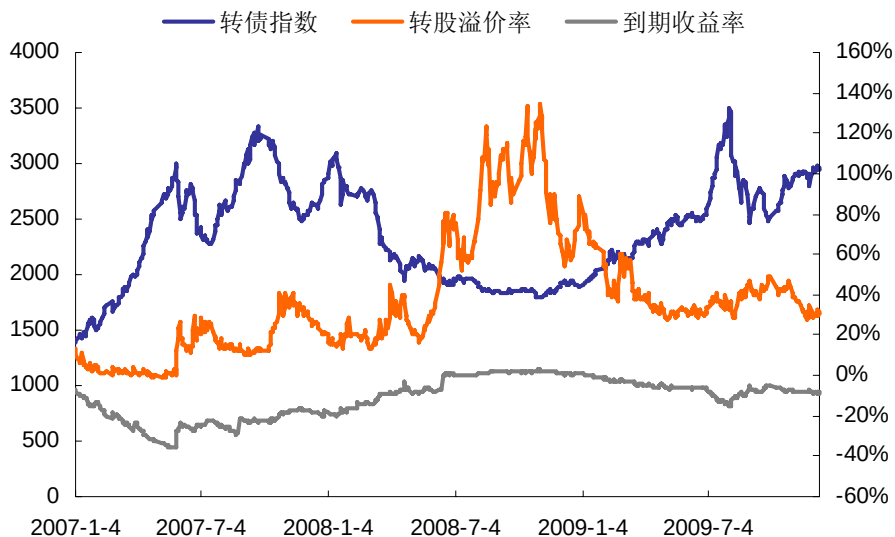
图 3：当前转债股性与债性一览（2009-12-18）



资料来源：东方证券研究所

从历史上来看，目前转债股性也处于相对较强的水平上，比 07 年稍弱。

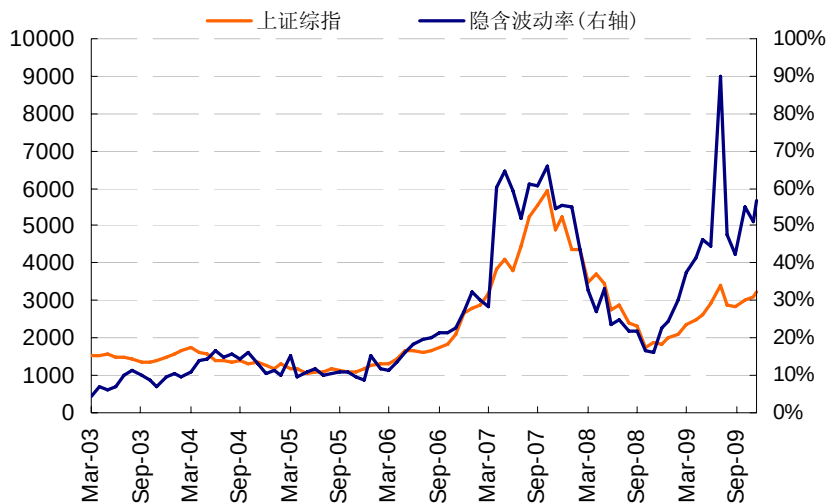
图 4：07 年至今转债股性债性变化情况



资料来源：东方证券研究所

隐含波动率对于转债来说是一把双刃剑。在市场环境向好的情况下，估值水平的提升是推动转债进一步上行的重要动力，而在市场环境趋弱的背景下，估值水平的回落是转债下跌的助推器之一。

图 5：03 年至今转债隐含波动率变化情况（月数据）

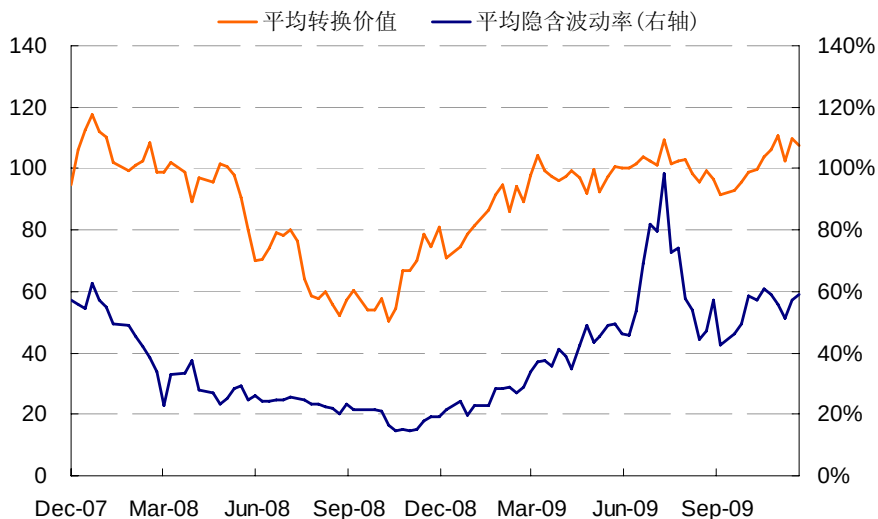


资料来源：东方证券研究所

从转债历史估值水平的变化情况可以看出，09 年以前，转债隐含波动率的变化与上证综指呈现高度正相关的关系，不过今年以来转债隐含波动率的上升速度要远远超越指数，7 月份甚至创下历史新高。

我们通过周数据的图表来更细致的观察转债隐含波动率的变化情况。

图 6：07 年底至今转债隐含波动率变化情况（周数据）



资料来源：东方证券研究所

从图 6 中可以看出，近期转债隐含波动率整体变化不大，与 07 年底的水平基本相当，由于已经达到历史平均偏高的水平，继续上行的动力不足，未来转债的上涨将主要依赖于正股的良好表现。

从个债的情况来讲，目前多数转债的隐含波动率维持在 50%-60% 左右的水平，从波动率的角度讲已经不存在低估的现象。

表 7：交易转债估值水平一览（2009 年 12 月 11 日）

转债名称	转债价格	正股价格	转股价格	转换价值	转股溢价率	到期收益率	隐含波动率	历史波动率
澄星转债	128.85	8.51	10.55	80.66	59.74%	-5.76%	51%	58%
山鹰转债	146.73	6.18	4.24	145.75	0.67%	-10.27%	37%	50%
大荒转债	171.86	15.15	9.81	154.43	11.28%	-13.77%	103%	46%
唐钢转债	124.78	7.39	13	56.85	119.50%	-2.39%	59%	57%
锡业转债	158	30.78	24.31	126.61	24.79%	-13.42%	86%	68%
新钢转债	140.1	8.73	8.16	106.99	30.95%	-5.73%	60%	53%
厦工转债	143	8.46	7.5	112.80	26.77%	-4.71%	53%	50%
西洋转债	148.88	18.6	14.55	127.84	16.46%	-6.29%	52%	49%
龙盛转债	153	11.48	8.9	128.99	18.61%	-6.80%	62%	54%
安泰转债	151	26.98	22.3	120.99	24.81%	-5.03%	57%	60%
博汇转债	137.11	10.53	10.34	101.84	34.64%	-4.17%	54%	53%
王府转债	147	37.1	33.56	110.55	32.97%	-4.18%	55%	44%

资料来源：东方证券研究所

2、2010 年债券及股票市场展望

2.1、债券市场

2009 年债券收益率总体呈现上升的态势，债券价格较年初出现一定幅度的下跌。受基数效应和气候因素的影响，11 月 CPI 转正，PPI 降幅加速收窄。未来几个月，经济的高增长以及需求的增加会推动价格上行，首先是上游行业的价格上涨，而后从上游向中下游传导，从 PPI 向 CPI 传导。同时，明年上半年特别明年一季度流动性仍然非常充足、欧美经济复苏带来的输入型通胀以及热钱流入，这些因素都可能会加大物价上行的压力。

此外东方证券宏观研究团队认为通胀高低将决定政策走向，政策变局可能发生在明年下半年。历史分析表明，在经济步入繁荣的初期，政府并不会实施明显的紧缩政策，政策往往有所滞后。但一旦党中央对经济形势做出明确的判断，各部门政策调控的合力力度往往比较大。当前世界经济形势还不明朗，因此政策仍以稳定为主。但随着经济在四季度和明年上半年的快速增长，经济增长这一因素在决策层中的地位就会下降，而通货膨胀就会成为左右政策的主要因素——如果未来通货膨胀越高，政策收缩的力度就会越大。

政策收缩无疑会给债券市场带来不利影响。总体来看，明年债券收益率稳中有升是大概率事件，对于债券基金而言，纯债券的配置可能较难获取超额收益。在这种情况下，可转债投资仍然是债券基金获取超额收益的重要来源。

2.2、股票市场

东方证券宏观团队认为以工业为主的第二产业增长的波动是导致中国经济波动的主要因素,而目前工业生产增速已接近过去几年月度增速的最高水平。在工业生产带动和基数效应下,2009年四季度GDP同比增速将提高到10.6%,2010年一季度会进一步提高至11%左右,但从二季度开始,GDP同比增速可能回落。2010全年的经济增长速度会高于2009年,达到9.5%左右。

民间投资回升和出口复苏是2010年经济增长的主要动力。2010年投资增速虽会有所放缓,但仍将保持高增长。其主要理由在于:(1)目前在建项目和新开工项目计划投资额增速仍然很高,为10年投资保持一定增长提供了支撑。(2)在盈利能力回升和实际利率下降的驱动下,民间投资或企业的自主性投资将回升。尽管09总体投资增速很高,但除房地产外的民间投资或企业自主性投资并没有启动。而目前工业企业盈利能力已经回升到较高水平且对未来预期向好,这将刺激企业的自主性投资回升。(3)受到政策调控的房地产行业,其投资在前期销售增长拉动以及政府希望增加有效供给的情形下,也会保持一定增长。

09年外需严重拖累经济增长的情形在10年会有明显改观。我们预期10年出口增长会在16%左右。其理由主要有以下两个方面:(1)目前出口同比增速回升的速度很快,实际环比增速很高,在10年一季度出口同比增速就会回升至16%以上。(2)我们的模型显示10年全年出口增长能达到16%。尽管这一增速看似比较高,但在09出口下降17%的情形下,2010年的增长不过是恢复性的增长。

在出口逐步恢复,上市公司利润逐步好转的背景下,股票市场估值水平的提升以及企业盈利的恢复将共同构成推动股价上涨的重要因素。其中企业盈利提升将成为未来A股上行的主推动力,温和通胀下的储蓄活化、企业盈利提升以及热钱流入都有望推动流动性在10上半年继续处于高位。基于2010年15%—20%的盈利增长,明年A股动态市盈率仍处于20倍以下的合理区间。

在盈利成为市场主推动力的历史阶段,大盘蓝筹股的市场表现更为优异,目前小盘股相对于大盘股的估值溢价已经达到历史最高水平,在未来经济恢复以及流动性充裕等因素的共同触发下市场有望迎来风格的轮换,大盘股有望再度获取超额收益。

从行业配置的角度来看,我们侧重估值较低、通胀初期受益的银行、商业;在明年上半年受益于景气回升的钢铁、基础化工;以及受益于结构调整和消费升级的医药、汽车、家电及食品饮料等行业。

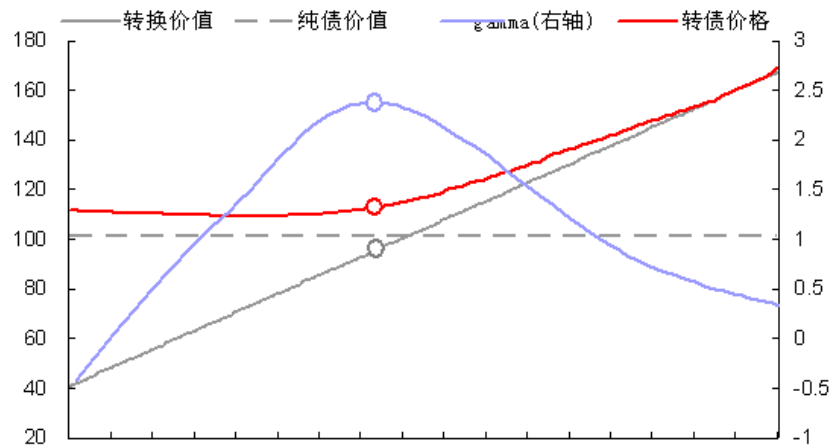
总体来看我们对未来半年的股票市场仍然保持相对乐观的态度,股价的上涨将成为转债市场继续上行的最大动力。

当然未来的股票市场仍面临诸多不确定因素。诸如各国宽松政策退出时机选择不当对经济增长和通胀带来的影响;美国经济二次探底超预期,给美元和热钱走势带来较大变数;供给压力方面IPO、再融资、国际板和大非减持超预期。这些因素都将影响股票市场的未来走势。

3、2010年转债投资策略

对于转债来说,如果转债位于价平附近(股价与转股价较为接近),将提供最佳的介入时机。主要原因在于转债位于价平附近时,股价上涨对转债价格的拉动作用相比股价下跌对转债价格的拖累效应要更加显著,此时投资转债所承担的风险有限,而收益则更值得关注。如果配合较低的估值水平,其投资价值将更明显。

我们用下图来解释这样一个现象。

图 8：转债最佳投资时机


资料来源：东方证券研究所

目前转债市场的现状显示，多数转债位于轻度价内的状态中，且估值水平已经处于历史平均偏高的水平，已经脱离了最佳投资时机，10 年转债投资收益恐怕难以与 09 年媲美。但基于对股票市场整体偏乐观的态度，转债投资收益依然可以期待。

总的来看，从正面的角度讲，在出口逐步恢复，上市公司利润逐步好转的背景下，股票市场估值水平的提升以及企业盈利的恢复将共同推动股价上涨，股价的上涨将成为未来推动转债继续上行的主要动力。基于 2010 年 15%—20% 的盈利增长，明年 A 股动态市盈率仍处于 20 倍以下的合理区间。

不过我们在看好市场的情况下也应该注意到如下不利因素，包括一方面目前小股票相对于大盘股已经出现较大的估值溢价，未来市场存在风格转换的可能，转债正股以小盘股为主，如果投资主题转移到大盘股，对转债价格的推升作用会有所减弱；另一方面今年以来转债估值水平的提升速度相当快，尽管大盘仅仅位于 3000 点附近的位置，但转债估值水平早已超越指数，接近 07 年大盘位于 4000-6000 点时的水平。隐含波动率对于转债价格来说起到双刃剑的作用，在市场向好的情况下，隐含波动率的提升将有助于转债价格的进一步上行，而在市场调整时，隐含波动率的回落也将更多的打压转债价格。隐含波动率随指数变化的特征加大了转债的波动。根据历史经验来看，如果市场持续处于强势状态中，隐含波动率可以在高位维持较长时间（比如 07 年，隐含波动率在 50% 以上的水平上维持了半年有余），如果隐含波动率快速上升至历史最高水平，或者超出历史最高水平，可能提示市场存在较大的风险。因而目前来看，如果依然看好股票市场，转债目前的估值水平可以继续维持，但未来转债价格的提升将主要依赖于股价的上涨，而非隐含波动率的进一步提升。

从这个角度讲，如果市场趋势不出现大的反转，那么市场短期的调整（股价与隐含波动率的双重调整）将提供较好的介入机会。我们重点关注的品种包括安泰、龙盛、王府、新钢、厦工等。

当前绝大多数转债处于偏股型转债的行列，股性较强，股性偏弱的仅有澄星及唐钢两只转债。下面我们简略介绍下主要品种的情况。

3.1、偏股型转债

安泰转债

安泰科技控股股东为中国钢研科技集团公司，实际控制人为国资委。目前非晶带材项目依然是公司业务发展的亮点，市场对此期待已久。目前全球只有日立金属和安泰科技拥有量产非晶带材的能力。由于安泰科技量产规模尚小，日立金属几乎占据了 100% 的市场占有率。非晶带材下游主要用于非晶变压器的生产，非晶变压器的价格要显著高于传统取向硅钢变压器的价格，非晶变压器替代传统取向硅钢变压器后将有助于碳排放量的减少，行业发展潜力看好。如果安泰科技量产成功，将会促进非晶变压器的推广，另外如果国家推广非晶变压器的话，也将为安泰科技带来较好的发展机会。今年 9 月，安泰科技 1 万吨非晶合金生产线已经投产，后续还将逐步投产 3 万吨产能。目前公司估值基本合理。

安泰转债是目前市场上所有转债中条款最好的转债之一，转债自发行之日起就受到回售条款的保护，这对转债底价有较好支撑。不过目前股价明显高于转股价，更高于转股价的 70%，所以回售条款对转债的保护作用在当前时点体现的并不明显。未来转债价格的波动主要还是受到正股涨跌及市场环境的影响。当前转债 55% 左右的隐含波动率略高，如果短期出现调整，将提供较好的买入时机。

西洋转债

大西洋是由国内第一家焊接材料制造厂“中国电焊条厂”改制设立的股份制上市公司。公司主要产品有各种焊条、焊丝及焊剂等。公司利润的主要来源为公司主营业务，即焊材产品生产和销售业务。焊接材料的上游是钢铁，下游是工程机械、造船、汽车等行业。目前大西洋主要产品仍然以普通焊条为主，不过产品创新也在持续进行中。全球约有 50% 的钢铁产品需要焊接加工，粗钢产量的提高必然伴随着焊丝需求的增大，预计 2010 年粗钢产量增长大概在 12% 左右，焊丝增速将达到更高水平。转债募集资金项目药芯焊丝是焊丝行业发展方向，未来增速将达到 20%-30% 左右。公司产品价格与钢价关系较大，毛利率受钢价影响较小。公司 4w 吨药芯焊丝 2011 年投产，2012 年达产，预计 09、10 年 eps 将达到 0.7，0.78 元。目前估值水平略有偏高。公司面临的风险在于下游需求波动及原材料价格波动风险，此外，药芯焊丝属高端产品，公司经验积累和技术不足可能对未来盈利产生影响。

西洋转债条款设置尚可，目前转债股性较强，从估值的角度讲 50% 左右的估值水平在所有转债中处于中等偏低的水平，短期的调整将提供更多的安全边际。

龙盛转债

浙江龙盛是国内染料行业唯一上市公司。公司主营业务包括分散染料、活性染料、中间体、减水剂四类。中间体的市场占有率接近 70%。08 年分散染料占公司营业利润的比重达到 38%，中间体和活性染料占营业利润的比重均在 15% 左右，从毛利率的角度来看，分散染料及间苯二胺的毛利率较高，达到 30%。

染料的消费较为稳定，公司面临的行业竞争格局也较为稳定。公司目前的看点在于往上游间苯二胺的方向发展，增加染料议价能力，此外还有减水剂规模的扩大。公司的盈利状况比较稳定，毛利率在 20% 左右，目前估值水平尚可。公司面临的风险在于上游石化产品价格如果出现大幅上升将可能挤压公司利润，此外，下游纺织品出口的恢复情况也将对公司盈利产生影响。

龙盛转债的条款设置一般，回售条款的保护作用不足，如果市场出现大幅度的波动对转债将产生不利影响，此外，该转债估值水平目前相对偏高。不过公司盈利状况较为稳定，目前正股并无明显偏贵，且在明年下游纺织出口逐步恢复的背景下我们对公司的盈利前景较为乐观，建议投资者逢低吸纳。

厦工转债

厦工股份主要产品为装载机，其他还有挖掘机、叉车、路面机械等。目前与龙工和柳工一起占据着装载机市场超过 50% 的市场份额。公司装载机下游需求的 30% 集中于煤炭等采矿领域，受煤矿产量及开工率的影响，公司 09 年装载机销量下降幅度较大，降幅超过同行业的龙工及柳工，近期恢复状况较好，总体来看装载机全年销量下降可能不到 20%。随着国内煤炭产量及煤矿开工率的进一步提升，厦工相对于同行业的公司来说业绩弹性较大。东方证券预计公司 2010 年装载机销量将有 10% 左右的增长。

公司新总裁上任有助提升管理水平，挖掘机有望高速增长。今年公司挖掘机销量可能接近 1000 台，市场份额较低。公司近期聘任蔡奎全为新任总裁，蔡奎全担任大宇重工烟台有限公司总经理期间，带领“大宇”挖掘机高速增长，连续五年雄踞中国挖掘机市场份额首位。未来新总裁将对加快公司新产品开发、销售网络、售后服务的建设提升以及国际化进程，其中挖掘机将是重要的盈利增长点，将进入高速增长期，对公司业绩提升有积极作用。预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.22 元、0.48 元。目前股价对应的 10 年动态 PE 在 17 倍左右，与行业水平基本持平。

厦工转债条款设置较好，近期转债相对正股较为强势的表现使得转债估值水平有所偏高，投资者可待短期风险释放后予以配置。

王府转债

王府井主营业务主要为百货零售，是百货行业唯一一家全国连锁的上市公司。从经营区域来看，公司商品销售收入主要来源于华北、中南和西南地区等地区，与公司现有百货门店的布局情况基本相符。公司商品销售具有明显的季节性特征，每年第一和第四季度收入要明显高于二、三季度。

东方证券认为公司上半年收入增速远远低于行业平均水平，主要是一季度北京、广州门店受经济危机影响较大，销售出现下滑；另外 08 年上半年由于奥运产品销售非经常性因素，致使 08 年同期基数较高所致。从分地区门店情况来看，上半年一线城市门店仍处于下滑趋势。西南及西北地区百货门店受金融危机影响较小，对公司营业收入增长的贡献较大，但占公司收入主要来源的门店出现负增长，拖累公司整体销售情况。另外公司上半年费用也出现了大幅上涨，上涨的主要原因是公司合并了新收购的王府井大厦的门店状况，增加了装修摊销的费用及收购款项所带来财物费用的增加。

公司旗下运营百货门店目前有 20 家，一半以上的门店处于快速成长期，抗风险能力较强。公司将坚持从精从重的原则，积极慎重地推进公司规模扩张。目前是每年开 3-4 家，区域集中在西部二三线城市。尽管短期内公司业绩将会受到新开店拖累，长期来看，公司在经济危机时期，快速扩张，能有效降低开店成本，并且为公司未来可持续增长提供长期动力。另外公司股权激励比较看好，转债的发行也有效降低了公司财务费用。预计公司 09、10 年 EPS 分别为 0.964 元和 1.175 元，目前动态 PE 在 30 倍左右，估值较为合理。

王府转债条款设置较好，目前隐含波动率处于 55% 左右的水平，公司稳步扩张及消费升级对于公司业绩有较为正面的影响。转债估值水平的回落将提供中长期较好买点。

博汇转债

博汇纸业作为造纸行业上市公司，主要产品有烟卡、涂布白卡纸、书写纸、牛皮箱板纸等。公司产品主要用户为大型出版社、印刷物资公司、印刷包装公司、大型烟厂等。

上半年纸价同比大跌是公司上半年盈利大幅下滑的主要原因，白卡纸直到 4 月中旬价格才基本企稳，这导致企业盈利大幅萎缩，从二季度开始随着销量上升，价格回暖，公司盈利已经有大幅改善，毛利率显著回升。公司涂布白卡纸产能 2010 年开始投放，主要产品为烟卡等高档白卡纸，这成为明年企业盈利增长点。

但是公司产能集中释放初期，为扩大市场份额，可能会部分压缩公司利润，此外，未来浆价的上行以及 2010 年白卡产能的集中释放可能成为制约行业盈利增长的不利因素。东方证券预计公司 09、10 年 EPS 为 0.34 元和 0.50 元。

博汇转债条款设置一般，回售条款对转债投资人的保护不足，加之正股处于竞争激烈毛利率较低的行业中，转债估值水平相对较低。

新钢转债

新钢股份主要产品包括中厚板、热轧板卷、线材、棒材和少量热轧电工钢，是江西省最大钢铁企业。中厚板是公司的核心产品，在国内市场具备较高竞争力，是公司利润的主要来源。根据 2008 年报，新钢中厚板产品（中板加厚板）销量占比达 53.9%，销售收入和毛利润占比分别达到 52.7%和 77.1%。

我们对未来六个月钢价的表现相对乐观。从需求看，2010 年中期前国内钢铁需求将维持强劲表现，特别是随着地产新开工和出口增加，环比趋势改善明显。从供需看，随需求环比改善，供需平衡将重新建立，预计 89%的粗钢产能利用率将推动行业盈利能力的合理恢复和增长。从钢价趋势看，虽然短期有所调整，但从中期看，预计旺盛的需求、下降的库存和成本上涨预期将推动钢价易涨难跌。钢铁出口改善对板材产品的供需平衡影响正面，对于板材产品占比较高的新钢影响也较为正面。

目前股价下新钢估值水平与板材产品为主的钢铁估值接近，整体看其 P/B 估值具备一定优势，且前期涨幅不大，因而具备较好的防守性。

新钢转债条款设置一般，但股性较强，相对唐钢来说弹性较好，未来房地产投资、机械、汽车等产量的增长是钢铁板块表现的正面驱动因素，加之今年钢铁股表现一般，具备较好的防御性和进攻性。转债投资者可借新钢转债把握钢铁股的投资机会。

锡业转债

锡业股份主要产品以精锡、锡材产品、锡化工产品、铜精矿为主，还生产铅、锌、铋、铟、碲等 20 多个系列 300 多个品种。产品锡的国际市场占有率达到 17.37%，国内市场占有率达到 44.96%。根据 2008 年年报，占主营业务收入 10%以上的主要产品有锡锭及锡材。

公司业绩主要受锡价波动的影响，而有色金属产品的价格与美元指数有密切的关系。美元指数近期大幅反弹，已经上涨至 3 个月的高位。我们认为美元的走势对商品极其关键，之前市场一边倒地看空美元，使得世界“第一货币”严重超卖。任何突发事件令美元反弹，势必带来套利盘平仓，造成包括商品在内的风险资产价格波动，而这些又可能导致新一轮套利盘平仓。近期中东的迪拜事件，欧洲的希腊评级降低，美国的非农就业人口数据大幅超预期，都是市场买入美元，卖出欧元及其新兴市场的资产的触发因素。东方证券认为目前这种美元套利交易平仓的势头已经掀开序幕，短期还会持续，商品市场近期恐继续受压力。

目前锡业转债估值水平相对较高，大宗商品近期的调整态势也对股价造成一定压制，锡业股份的配股对转债也无正面作用，短期转债机会可能不大。不过锡业转债作为有色金属行业唯一的一只转债仍值得持续关注。

3.2、平衡型转债

唐钢转债

唐钢股份换股吸收合并正在进行中。本次换股吸收合并完成后，唐钢股份将根据新股增发情况相应调整唐钢转债转股价格。在换股吸收合并的过程中，假设无投资者行使现金选择权，修正后的转股价最低可至 9.36 元，这将大幅提升转债转换价值。目前该转债实际可按平衡型转债对待，其隐含波动率位于 55%附近的水平，在当前转债中处于中等水平。我们认为唐钢转债债底较高，防御性较好，不过转债股性较弱，加之唐钢股份今年及明年上半年业绩表现可能难以超出市场预期，转债短期较难大幅上涨。2010 年随着公司重组完毕后资产注入的逐步推进以及业绩逐步恢复正常，中期仍有看点。

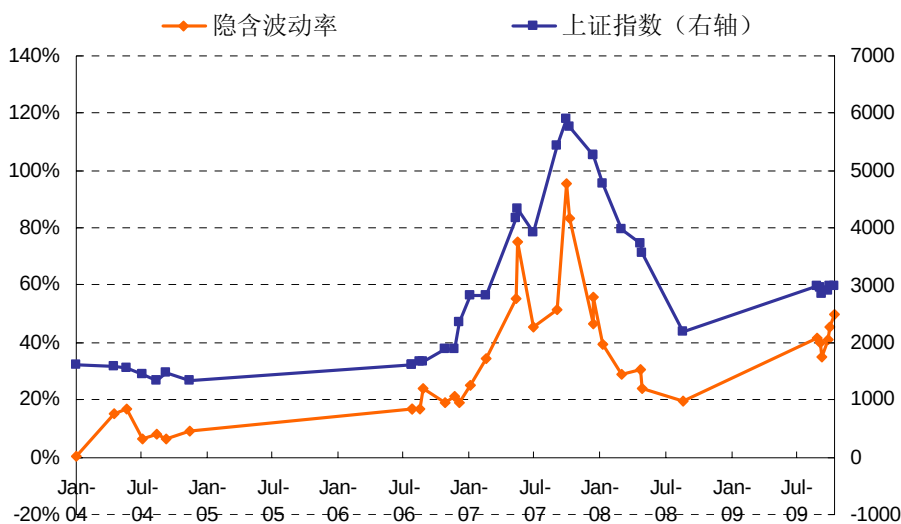
4、转债一级市场投资机会

2009 年 7 月，停滞近一年的 IPO 再度重启，伴随 IPO 重启的还有转债发行的重启以及创业板的上市。从 8 月底到 10 月中旬，六只新转债接连发行。2010 年也将有更多的转债等待发行。转债的发行给投资者带来了打新的机会，今年发行的转债中签率普遍很低，拖累了转债申购收益，好在五倍的资金杠杆大幅提高了参与网下申购的机构投资者的申购收益率。对于参与申购的投资者而言，转债上市首日涨幅以及申购中签率的预测都是比较重要的，下面我们分别来讨论这两个问题。

4.1、转债上市首日涨幅的历史规律

转债首日涨幅主要与股价、转债条款、隐含波动率有关，而隐含波动率又与多种因素相关，包括市场环境、公司基本面等。先来看一下转债首日估值水平与大盘的相关度。

图 9：转债上市首日隐含波动率与上证综指的相关度



资料来源：东方证券研究所

从图中可以看到，转债上市首日的估值水平与大盘相关度极高，市场环境向好的情况下转债上市首日估值水平往往较高，而市场趋势走弱的背景下转债首日定价也难免降低。但是即使如此我们也不能说上证综指在什么样的点位，转债上市首日隐含波动率就对应怎样的水平，因为同样位于 3000 点附近的水平，转债今年上市定价与 08 年指数位于同样点位时已经不可同日而语。

转债上市首日估值水平除了与大盘密切相关外，与新转债上市时市场存量转债的估值水平有更直接的关系。我们来看一下 07 年以来转债上市首日隐含波动率与同期市场存量转债隐含波动率的对比结果。

表 10：07 年以来转债上市首日隐含波动率与市场存量转债隐含波动率的情况

债券名称	上市首日	转债价格	新转债隐含波动率	隐含波动率-市场均值	隐含波动率-市场最小值	隐含波动率-市场最大值	隐含波动率-市场中值
王府转债	2009-10-30	141.52	50%	55%	42%	83%	51%
博汇转债	2009-10-16	127.11	45%	47%	41%	61%	46%
安泰转债	2009-10-12	136.6	41%	46%	38%	63%	41%
龙盛转债	2009-9-25	122.3	35%	42%	34%	64%	40%
西洋转债	2009-9-21	132.4	40%	51%	43%	64%	49%
厦工转债	2009-9-11	129.95	41%	51%	41%	67%	46%
新钢转债	2008-9-5	96.5	20%	23%	13%	34%	22%
南山转债	2008-5-13	107.52	24%	27%	22%	34%	27%
柳工转债	2008-5-6	126.9	21%	27%	22%	34%	27%
五洲转债	2008-3-14	118.38	29%	44%	32%	52%	45%
海马转债	2008-1-25	119.72	53%	55%	47%	70%	54%
大荒转债	2007-12-28	135	48%	58%	48%	82%	51%
唐钢转债	2007-12-28	151	52%	58%	48%	82%	51%
赤化转债	2007-10-23	162.1	99%	67%	53%	94%	55%
恒源转债	2007-10-12	174.91	109%	66%	66%	66%	66%
山鹰转债	2007-9-17	143.54	51%	66%	66%	66%	66%
中海转债	2007-7-12	128.57	51%	60%	53%	66%	60%
锡业转债	2007-5-29	167.05	70%	57%	57%	57%	57%
澄星转债	2007-5-25	141.94	57%	57%	57%	57%	57%
韶钢转债	2007-3-2	140.06	21%	30%	20%	44%	27%
巨轮转债	2007-1-19	145.06	21%	32%	19%	54%	25%

资料来源：东方证券研究所

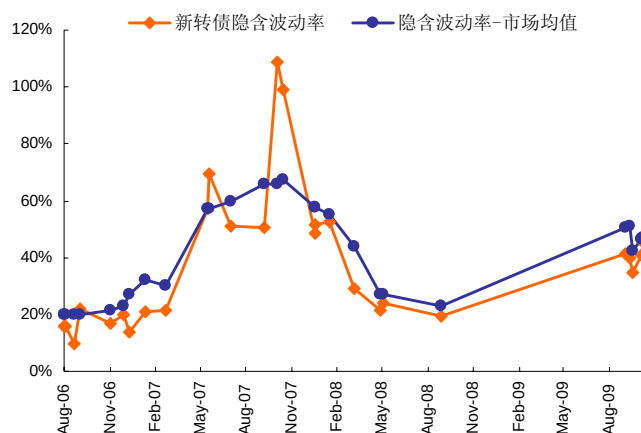
为了更清晰的观察新债与存量转债隐含波动率的对比关系，我们来看下表：

表 11：07 年以来转债上市首日隐含波动率与市场存量转债隐含波动率的对比结果

债券名称	上市首日	转债价格	隐含波动率	是否低于市场 均值	是否低于市场 最低值	是否高于市场 最高值
王府转债	2009-10-30	141.52	50%	√	×	×
博汇转债	2009-10-16	127.11	45%	√	×	×
安泰转债	2009-10-12	136.6	41%	√	×	×
龙盛转债	2009-9-25	122.3	35%	√	×	×
西洋转债	2009-9-21	132.4	40%	√	√	×
厦工转债	2009-9-11	129.95	41%	√	×	×
新钢转债	2008-9-5	96.5	20%	√	×	×
南山转债	2008-5-13	107.52	24%	√	×	×
柳工转债	2008-5-6	126.9	21%	√	√	×
五洲转债	2008-3-14	118.38	29%	√	√	×
海马转债	2008-1-25	119.72	53%	√	×	×
大荒转债	2007-12-28	135	48%	√	×	×
唐钢转债	2007-12-28	151	52%	√	×	×
赤化转债	2007-10-23	162.1	99%	×	×	√
恒源转债	2007-10-12	174.91	109%	×	×	√
山鹰转债	2007-9-17	143.54	51%	√	√	×
中海转债	2007-7-12	128.57	51%	√	√	×
锡业转债	2007-5-29	167.05	70%	×	×	√
澄星转债	2007-5-25	141.94	57%	×	×	×
韶钢转债	2007-3-2	140.06	21%	√	×	×
巨轮转债	2007-1-19	145.06	21%	√	×	×

资料来源：东方证券研究所 注：√代表是，×代表否

我们把新债首日隐含波动率与存量转债隐含波动率平均值做对比：

图 12：06 年以来转债上市首日隐含波动率与市场存量转债隐含波动率均值的关系


资料来源：东方证券研究所

通过之前的图表描述，我们发现转债上市首日估值水平具备如下规律：

首日估值水平与大盘具备较强的相关性，随大盘的涨跌而波动。牛市中，估值水平呈现上升趋势，而在熊市中，估值水平呈现总体下降的特征。

我们将 06 年以来上市的所有转债与其上市时市场上其他正在交易的转债的估值水平进行对比，发现几个很明显的特征：绝大多数情况下转债上市首日估值水平是低于市场上其他存量转债的隐含波动率均值的；只有在市场热情极度高涨的情况下转债上市首日估值水平才会超过市场平均，甚至超过市场最高值；反之，在市场环境趋弱的背景下，转债上市首日隐含波动率不仅低于市场均值，甚至有可能低于市场最低值。

具体在预判转债上市首日估值水平的时候我们还需结合公司基本面，各方面条件类似的其他转债的情况等综合判断。

此外，转债上市首日涨幅与转债条款还存在一定关系。

4.2、中签率与申购收益

我们统计了 07 年以来发行的转债的中签率以及申购收益率的情况。

表 13：07 年以来发行的转债中签率及申购收益一览

证券简称	发行日期	发行规模	网上有效申购金额(亿元)	网下有效申购金额(亿元)	中签率	同期发行股票	网上收益率	网下收益率
王府转债	2009-10-19	8.21	1279.59		0.14%	创业板、中小板	0.06%	
博汇转债	2009-9-23	9.75	420.93	2499.17	0.11%	中国国旅、创业板	0.03%	0.14%
安泰转债	2009-9-16	7.5	1008.39		0.18%	中小板	0.06%	
龙盛转债	2009-9-14	12.5	665.82	3416.50	0.17%	中小板	0.04%	0.19%
西洋转债	2009-9-3	2.65	321.30	1241.82	0.16%	中小板	0.05%	0.26%
厦工转债	2009-8-28	6	1254.87		0.13%	中小板	0.04%	
新钢转债	2008-8-21	27.6	126.32	3258.17	0.79%		-0.03%	-0.14%
南山转债	2008-4-18	28	996.15		2.01%	紫金矿业、中小板	0.15%	
柳工转债	2008-4-18	8	123.27	944.30	0.39%	紫金矿业、中小板	0.11%	0.27%
五洲转债	2008-2-29	5.4	723.25	1758.14	0.20%		0.04%	0.09%
海马转债	2008-1-16	8.2	1447.60		0.41%	中小板	0.08%	
大荒转债	2007-12-19	15	1496.01		0.53%		0.19%	
唐钢转债	2007-12-14	30	59.03	1359.14	1.23%	太保, 出版传媒, 金风科技	0.63%	1.57%
赤化转债	2007-10-10	4.5	904.23		0.16%		0.10%	

恒源转债	2007-09-24	4	42.90		5.31%	中国神华	3.98%	
山鹰转债	2007-09-05	4.7	496.31		0.50%	中小板	0.22%	
中海转债	2007-07-02	20	87.45	1215.93	1.33%	西部矿业	0.38%	0.95%
锡业转债	2007-05-14	6.5	1083.83		0.28%	中小板	0.19%	
澄星转债	2007-05-10	4.4	616.42		0.28%	中小板	0.12%	
韶钢转债	2007-2-6	15.38	132.26	856.32	0.95%	中小板	0.38%	0.95%
巨轮转债	2007-01-08	2	192.92		0.55%		0.25%	

资料来源：东方证券研究所

从表中可以看到，今年以来转债一级市场申购收益率较之前出现显著的下降，特别是网上申购的收益很低，参与转债网上申购可能不及新股，网下申购由于存在 5 倍资金杠杆申购收益尚可。投资者可根据申购时的实际情况予以选择。

附表 1：转债基本资料（2009-12-18）

名称	发行日期	期限(年)	发行额(亿元)	转股起始日	回售起始日	评级结果	行业	市场存量 (万元)
澄星转债	20070510	5	4.4	20071112	20071112	AAA	化工	22030.9
大荒转债	20071219	5	15	20080619	20080619	AA	农业	40072.2
山鹰转债	20070905	5	4.7	20080305	20090905	AA-	造纸	62340
唐钢转债	20071214	5	30	20080614	20080614	AA+	钢铁	300000
锡业转债	20070514	5	6.5	20071114	20090514	AAA	有色	49166
新钢转债	20080821	5	27.6	20090221	20110821	AA+	钢铁	276000
厦工转债	20090828	5	6	20100228	20100228	AA+	机械	60000
西洋转债	20090903	5	2.65	20100303	20100903	AA-	金属制品	26500
龙盛转债	20090914	5	12.5	20100314	20120914	AA+	化工	125000
安泰转债	20090916	6	7.5	20100316	20090916	AA	金属新材料	75000
博汇转债	20090923	5	9.75	20100323	20120923	AA-	造纸	97500
王府转债	20091019	6	8.21	20100419	20100419	AA	商贸	82100

资料来源：东方证券研究所

附表 2：转债指标一览（2009-12-18）

转债名称	当日收盘价	转换平价	到期收益率	转换价值	转股溢价率	纯债价值	纯债溢价率	隐含波动率
澄星转债	128	13.50	-5.55%	76.87	66.51%	102.60	24.76%	50%
山鹰转债	139.2	5.90	-8.55%	144.10	-3.40%	98.53	41.28%	0%
大荒转债	168.93	16.57	-13.35%	142.61	18.46%	98.33	71.80%	106%
唐钢转债	121.8	15.83	-1.90%	54.54	123.33%	101.44	20.07%	54%
锡业转债	153.8	37.39	-12.52%	119.29	28.93%	103.35	48.81%	84%
新钢转债	134.8	11.00	-4.75%	97.92	37.67%	96.63	39.50%	55%
厦工转债	145	10.88	-5.01%	107.33	35.09%	92.52	56.72%	58%
西洋转债	146.93	21.38	-6.05%	119.38	23.08%	88.80	65.46%	56%
龙盛转债	150.93	13.43	-6.55%	121.91	23.80%	88.68	70.20%	66%
安泰转债	149.35	33.31	-4.87%	112.20	33.11%	85.98	73.70%	60%
博汇转债	133.47	13.80	-3.63%	96.62	38.15%	90.13	48.09%	51%
王府转债	143.26	48.08	-3.76%	103.40	38.55%	85.11	68.33%	55%

资料来源：东方证券研究所

附表 3：市场对转债正股的评级

证券代码	证券简称	EPS 2008A	EPS 2009E	EPS 2010E	评级机构 家数	综合评级 两月前	综合评级 最新	评级变化
000709	唐钢股份	0.48	0.19	0.40	17	增持	增持	-
000960	锡业股份	0.04	0.29	0.57	11	增持一	中性+	↓
002031	巨轮股份	0.06	0.37	0.41	4	增持	增持	-
600598	北大荒	1.62	0.34	0.38	14	增持	增持	-
600567	山鹰纸业	0.36	0.12	0.22	4	中性	中性+	↑
600078	澄星股份	0.01	0.17	0.37	6	增持一	增持	↑
600782	新钢股份	0.18	0.19	0.42	6	增持	增持	-
600815	厦工股份	0.50	0.19	0.37	10	增持	增持	-
600558	大西洋	0.27	0.62	0.80	3	增持一	增持一	-
600352	浙江龙盛	0.27	0.50	0.63	20	买入一	买入一	-
000969	安泰科技	0.71	0.40	0.78	9	增持一	增持	↑
600966	博汇纸业	0.43	0.40	0.60	23	增持	增持	-
600859	王府井	0.88	1.01	1.25	19	增持	增持+	↑

资料来源：wind 资讯

附表 4：待发行分离债一览

公司代码	公司名称	方案进度	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	行权比例	权证存续 期限(月)	董事会预案 公告日	股东大会 公告日
600027	华电国际	股东大会通过	53	6	1	12	20080214	20080514
600016	民生银行	股东大会通过	150	10	1	12	20080130	20080219
600295	鄂尔多斯	股东大会通过	13	5	0.5	24	20080416	20080521
600569	安阳钢铁	股东大会通过	34	10	1	12	20080507	20080529
601318	中国平安	股东大会通过	412	6	0.5	12	20080121	20080306
600418	江淮汽车	股东大会通过	16	6	0.5	12	20080410	20080507
601003	柳钢股份	股东大会通过	20	6	0.5	24	20080515	20080531
600150	中国船舶	股东大会通过	37	5	0.1	12	20080709	20080729
600012	皖通高速	股东大会通过	18	6	1	24	20080819	20081013
600350	山东高速	董事会预案	22	6	1	24	20080927	-
600528	中铁二局	股东大会通过	15	6	1	18	20081129	20081217
600008	首创股份	股东大会通过	18	6	1	24	20081217	20090107

资料来源：wind 资讯

附表 5：待发行可转债一览

公司代码	公司名称	方案进度	发行规模(亿元)	发行期限(年)	预案公告日	股东大会公告日
000755	山西三维	股东大会通过	9	5	20080717	20080802
002001	新和成	董事会预案	7.32	5	20090323	-
000600	建投能源	股东大会通过	11	6	20090422	20090509
002233	塔牌集团	股东大会通过	7	5	20090519	20090604
000059	辽通化工	股东大会通过	20	6	20090611	20090627
000630	铜陵有色	股东大会通过	20	6	20090627	20090714
600380	健康元	股东大会通过	7	6	20090713	20090730
000926	福星股份	股东大会通过	14.5	6	20090721	20090806
600481	双良股份	股东大会通过	7.5	5	20090806	20090822
600533	栖霞建设	股东大会通过	10	5	20090819	20090904
000731	四川美丰	股东大会通过	6.5	5	20091114	20091212
002031	巨轮股份	股东大会通过	3.5	5	20091113	20091201
000089	深圳机场	董事会预案	20	6	20091114	-
600622	嘉宝集团	股东大会通过	6	5	20090902	20090923

资料来源：wind 资讯

分析师承诺

孟卓群：金融衍生品高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn