

防御与低吸并重，稳中求升

----2010 年度可转债&权证市场投资策略

核心观点：

➤ 2010 年权证市场投资策略：

- 1) 整体估值水平已大幅下移，目前接近合理水平，可降低对杠杆效应的关注度；
- 2) 存量将迅速下降，流动性或随末日轮行情复苏；
- 3) 末日轮的价内外程度决定了其市场表现，应引起重视；
- 4) 稳健型投资者可低吸唯一的折价价内证江铜 CWB1，关注存续期较长的长虹 CWB1；激进型投资者可关注大盘蓝筹品种石化 CWB1、宝钢 CWB1。

➤ 2009 年可转债市场回顾：

- 1) 存量基本保持稳定。目前转债市场存量为 122.80 亿元，流通市值 169.3 亿元。09 年发行了 7 支可转债及可分离债，融资 76.61 亿元。
- 2) 交易活跃于上市初和结束交易前。09 年转债总成交量为 4.7 亿份，总成交额为 624.2 亿元，日均换手率 1.7%，流动性较强，转债上市首日或结束交易前最为活跃。
- 3) 强股性使得与大盘联动性增强。09 年转债指数累计涨幅达 45.10%，与大盘指数的相关性较强。单只转债的涨幅多低于正股，偏股性品种恒源、龙盛和安泰转债涨幅最高，偏债性品种澄星和唐钢转债最低。
- 4) 整体估值偏高，股性增强，债性趋弱，到期收益率均为负。

➤ 2010 年可转债市场投资策略：

1) 积极参与一级市场的申购和配售。从 09 年转债发行情况来看，新券的票面利率和纯债价值都不高；中签率也较低，仅在 0.11%~0.18% 区间；网上申购收益率也仅在 0.029%~0.063% 之间，远低于申购新股。但这也反映出申购资金的踊跃度。

目前传统转债拟发行额达 140.02 亿元。建议投资者仍积极参与新券的申购和配售，以配置资金并获取安全收益，同时关注抢权行情。

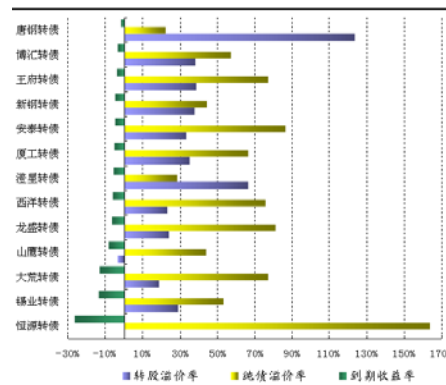
2) 关注二级市场流通品种的各类条款触发预期。6 支次新转债将于 10 年 3~4 月份进入赎回期，部分品种有触发赎回风险。山鹰、锡业、大荒转债触发赎回可能性大，但前两者赎回压力更大。澄星、唐钢转债的回售动力较弱，主动修正转股价的可能性小。博汇、王府和厦工转债等次新品种需关注向下修正转股价的可能。

3) 关注强股性品种的投资机会，配置强债性品种为防御资产。

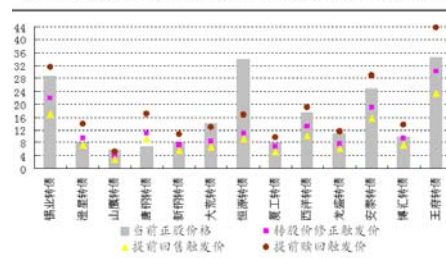
传统可转债市场目前两极分化明显，强股性品种居多。应留意市场的低吸契机，并更看重转债的资产配置功能和在下跌市中的防御功能。

2010 年的投资机会应主要体现于隶属商业、化工、机械、钢铁、造纸行业且股性较强的品种。重点关注龙盛、王府和博汇转债；强债性品种唐钢和澄星转债可作为长期防御型资产进行少量配置，一季度可重点关注新钢转债的介入机会。

上市转债的估值水平比较（截至 2009.12.18）



各品种当前股价与各类条款触发价的比较（元）（截至 2009.12.18）



相关报告：

《谨防赎回风险，耐心等待扩容——2009 年下半年可转债投资策略报告》——2009 年 6 月 26 日

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

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。

目 录

1	2010 年度权证市场投资策略	4
1.1	估值大幅下降后，已接近合理水平，可降低对杠杆关注度	4
1.2	存量将迅速下降，流动性或随末日轮行情复苏	4
1.3	关注末日轮行情，重视价内外程度指标	6
1.4	低吸唯一的折价价内证江铜CWB1	8
1.5	葛洲CWB1 的支撑价位高于上汽CWB1	8
2	2009 年可转债市场回顾	9
2.1	市场存量：基本保持稳定	9
2.2	流动性：交易活跃于上市初和结束交易前	10
2.3	市场走势：转债的强股性凸显	11
2.4	价值分析：转债整体估值偏高，股性增强	13
3	2010 年度转债市场投资策略	14
3.1	一级市场：积极参与新券申购和配售	14
3.2	二级市场：关注各类条款触发预期带来的风险	17
3.3	关注强股性品种的投资机会，配置强债性品种为防御资产	19
	附录：可转债基本数据（09.12.18）	22

图表目录

图 1: 权证估值水平比较 (截至 09.12.22)	4
图 2: 末日轮规模及到期日一览 (单位: 万份)	5
图 3: 权证及正股 09 年累计涨跌幅&换手率比较 (截至 09.12.22)	5
图 4: 09 年末日轮在最后交易日的溢价率&价内外程度比较 (截至 09.12.22)	6
图 5: 09 年价内和价外末日轮到期前的溢价率走势	7
图 6: 江铜CWB1 近两月折价率及价内外程度走势 (截至 09.12.22)	8
图 7: 转债存量走势	9
图 8: 转债及可分离债的历年发行规模对比	9
图 9: 09 年转债市场成交额&换手率走势 (2009.01.05 ~ 2009.12.18)	10
图 10: 转债在最后交易日和上市首日的换手率最高	11
图 11: 09 年转债市场与其他市场收益率走势比较 (2009.01.05 ~ 2009.12.18)	12
图 12: 09 年转债vs.正股的累计涨跌幅 (2009.01.05 ~ 2009.12.18)	12
图 13: 转债市场 09 年估值指标走势 (2009.01.05 ~ 2009.12.18)	13
图 14: 上市转债的估值水平比较 (截至 2009.12.18)	14
图 15: 07 年以来新发行分离债&普通转债网上申购中签率的比较	15
图 16: 各品种当前股价与各类条款触发价的比较 (元) (截至 2009.12.18)	17
表 1: 09 年新发行转债的票面利率及利息收益和比较	15
表 2: 09 年新发行转债的中签率&网上申购收益率比较	16
表 3: 已公告的可转债发行预案 (截至 2009.12.18)	16
表 4: 次新转债的初始赎回日及赎回条款 (截至 2009.12.18)	17
表 5: 老品种赎回条款触发情况 (截至 2008.12.18)	18
表 6: 回售条款触发情况 (2009.12.18)	19
表 7: 转债正股所属板块的投资机会	20
表 8: 2010 年重点关注转债品种及投资建议	20

1 2010 年度权证市场投资策略

1.1 估值大幅下降后，已接近合理水平，可降低对杠杆关注度

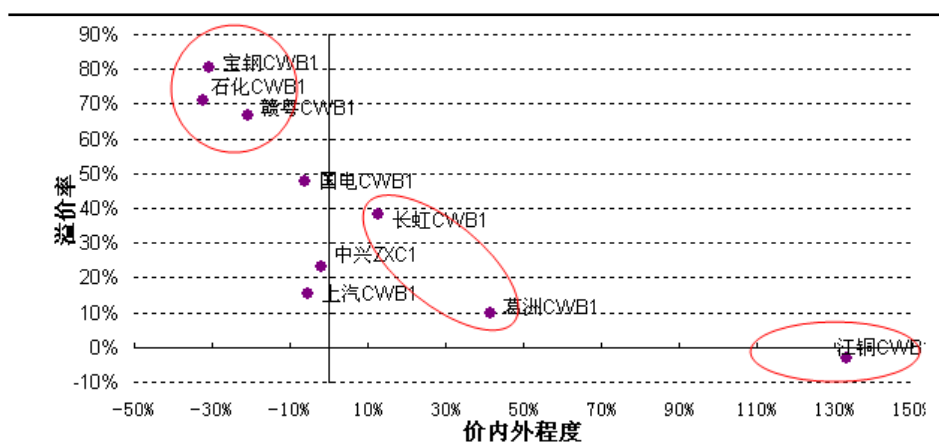
目前价内权证仅包括江铜 CWB1、葛洲 CWB1 和长虹 CWB1 三支。其中，江铜 CWB1 价内程度最高、且长期呈折价，安全程度相对最高。

和 08 年相比，权证整体的估值水平已经大幅下移，表现为价外程度向 0 回归，溢价率降低，而杠杆回升。

除去估值水平最低、杠杆也最低的江铜 CWB1，其余品种的平均价外程度已仅为 5.38%，较 08 年向临界线回归了 21%；溢价率均值为 44.07%，仅相当于 08 年底的 1/3；平均杠杆倍数为 3.9 倍，是 08 年的 2 倍还多。整体来看，这个估值水平已经比较合理，2010 年间继续下行的空间已不大。

要注意的是：虽然杠杆又有所回升，但在多重交易规则的约束之下，权证市场的投机之风已有所缓解，“杠杆倍数”已不再是关键的市场定价因素。

图 1：权证估值水平比较（截至 09.12.22）



数据来源：国都证券研究所，天相投顾

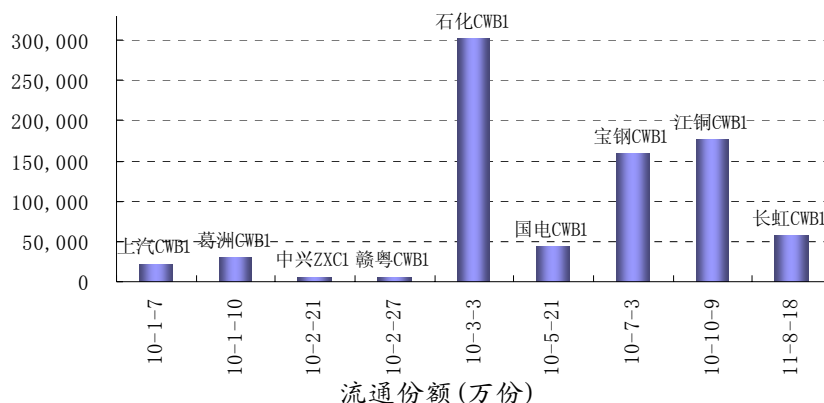
1.2 存量将迅速下降，流动性或随末日轮行情复苏

继可分离转债市场发行冻结后，可分离转债预案的数量就逐渐从 20 多个缩减至目前的 13 个。但我们看到，这 13 家公司的最后公告日已在半年前，而且至今没有一家上会。可见在发行可分离债不受支持的情况下，上市公司的备案热情

也在锐减。而在融资融券、股指期货、国际板等多个新概念可能在 2010 年启动的前提下，备兑权证启动的可能性也不大。所以预计 2010 年权证市场可能出现断供局面。

目前权证市场规模为 80.42 亿份，仅存 9 支权证，其中 8 支都将于 2010 年到期，仅一季度就有 5 支。如果确实出现断供情况，一年后市场就将仅剩长虹 CWB1 一支认股权证。

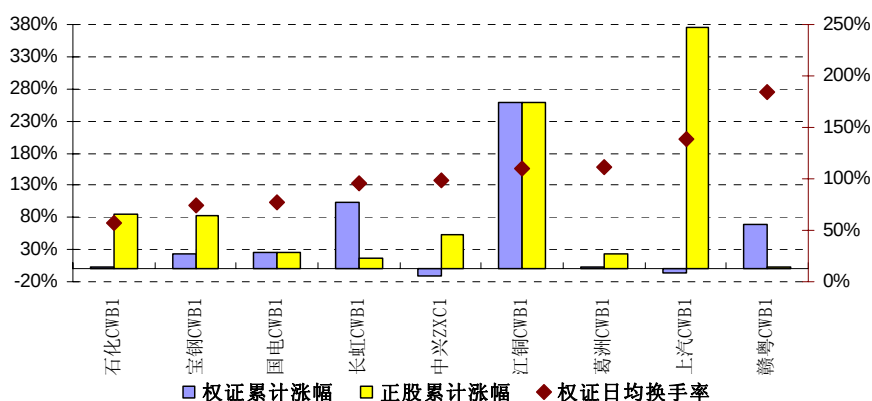
图 2：末日轮规模及到期日一览（单位：万份）



数据来源：国都证券研究所

从流动性来看，权证市场的交易在 2009 年也并不活跃。08 年市场的全年日均换手率为 140.8%，而在 09 年间仅有 90.03%。从涨跌幅排名来看，在正股全线上涨的情况下，除了赣粤 CWB1、国电 CWB1 和长虹 CWB1 超越了同期正股涨幅外，其余品种的涨幅均未超过正股，甚至为负。

图 3：权证及正股 09 年累计涨跌幅&换手率比较（截至 09.12.22）



数据来源：国都证券研究所，天相投顾

与以往年份大相径庭的是，权证的交易频率和振幅在 09 年间双重下降，这似乎与权证灵活多变的特征并不相符。我们认为这可以解释为：1、权证 09 年之

前积累了过多泡沫，目前价格正在逐步理性回归，投机价值也就逐渐丧失；2、权证发行停滞，市场前景并不乐观，投资者信心减弱；3、经权证交易机制规则的约束之后，权证的投机之风有所改善，所以投资者对杠杆的利用偏好也就降低。

但随着 2010 年多支权证将密集到期，“末日轮”行情的复苏可能再度激发权证市场新一轮的炒作，或者叫“回光返照”。

1.3 关注末日轮行情，重视价内外程度指标

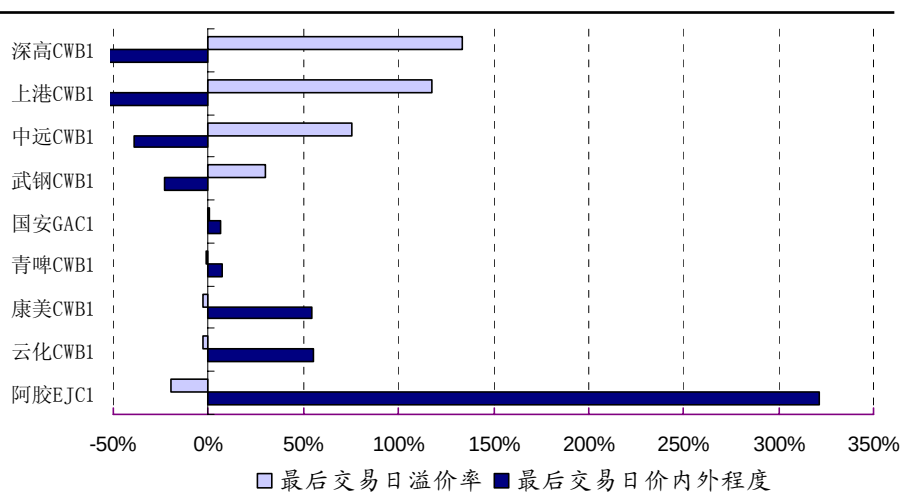
我们猜想 2010 年上半年间，末日轮行情可能再度牵动权证市场的炒作热情“一触即燃”，理由在于：1、目前权证市场整体杠杆并不低，炒作权证仍有撬动资金杠杆的意义；2、权证品种和数量的稀缺性可能再度使其成为市场的焦点；3、若大盘出现调整，而权证市场的交易活跃度已有所抬头，则从股市抽身出来的部分资金可能会以权证为替代买入对象，利用其“T+0”的特性参与博弈，而新资金的涌入又将激活更多的流动性，再吸引更多资金入场……如此循环。

09 年共有 9 支权证到期。我们通过找寻这些已到期末日轮的规律，来探讨将于 10 年到期的权证可能会有市场表现。我们发现，在 09 年到期的末日轮中，处于价内的包括云化 CWB1、康美 CWB1 和阿胶 EJC1 三支，处于价外的包括上港 CWB1、武钢 CWB1、国安 GAC1、深高 CWB1、中远 CWB1 和青啤 CWB1 六支。

这些末日轮在到期前的涨跌幅及估值规律如下：

- 1、末日轮的溢价率和价内外程度有明显的负相关度，即价外末日轮呈现正溢价，且价外程度越深，溢价率越高；而价内末日轮则呈现折价，且价内程度越深，折价率越高。

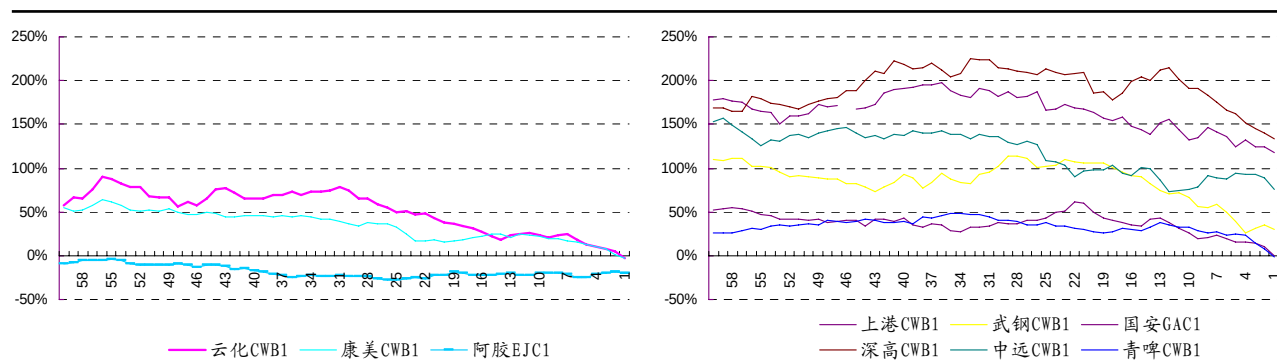
图 4：09 年末日轮在最后交易日的溢价率&价内外程度比较（截至 09.12.22）



数据来源：国都证券研究所，天相投顾

- 2、连续下跌的情形多自最后交易日往前推 15 个交易日左右开始。
- 3、到期前溢价率越高的末日轮，到期效应越明显，即连续下跌开始的时间越早，跌速和跌幅也越大；到期前呈折价的末日轮，则连续下跌开始的时间越晚，跌幅、跌速也较缓；当折价率达到 10%以上时，到期效应就钝化，走势平稳而不易出现连续下跌（如阿胶 EJC1）。
- 4、价内末日轮无论溢价或折价，在到期前 30 个交易日内溢价率都会开始逐渐向零靠拢，但正溢价的品种回归得相对较快，也更接近零；而折价的品种回归得较慢，保持折价状态结束交易的可能性较大。
- 5、价外末日轮都是溢价品种，且在到期前 10 个交易日内溢价率都会开始迅速向零靠拢，但只有溢价程度较低的品种在结束交易前会更接近零。

图 5：09 年价内和价外末日轮到到期前的溢价率走势



数据来源：国都证券研究所

由此可见，末日轮在到期前的涨跌幅表现由价内外程度和溢价程度共同决定，而末日轮的溢价程度和溢价率走势又直接取决于价内外程度。所以最终可以认为是末日轮的价内外程度决定了其市场表现。

因此关注 2010 年的末日轮价内外程度走势，对于预测末日轮行情很有帮助：目前流通的 9 支权证中，从上文知：江铜 CWB1 的价内程度最深，高于 100%；其次是葛洲 CWB1 和长虹 CWB1；其余权证全在价外，其中石化 CWB1、宝钢 CWB1 和赣粤 CWB1 的价外程度最深，均在 20%以上。

综上，对具体品种可采取如下策略：1) 稳健型投资者可以关注江铜 CWB1，其溢价率和市场走势可能与阿胶 EJC1 类似，保持折价状态结束交易的可能性存在；其次是存续期相对较长、风险也就得以缓冲的长虹 CWB1，其溢价率和市场走势可能与康美 CWB1 类似，到期前溢价率可能逐渐向零回归。

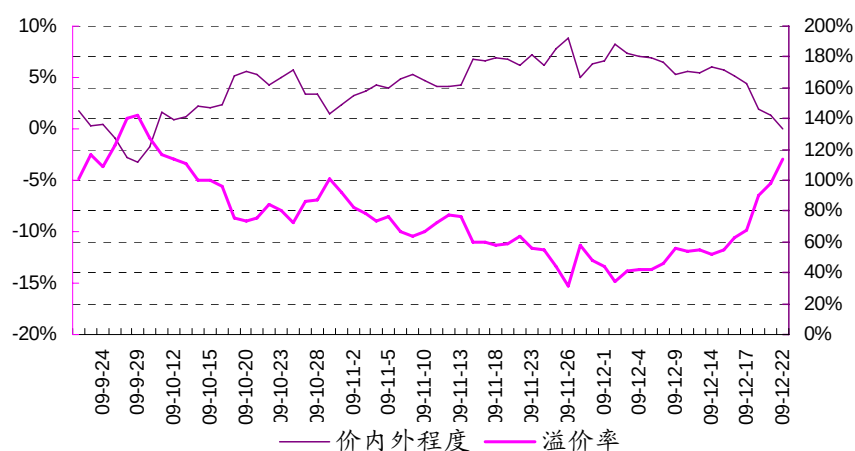
2) 激进型投资者可以关注石化 CWB1、宝钢 CWB1，虽然这些品种可能持续高溢价，但石化、钢铁板块是国都研究所 2010 年关注的重点板块，而且大盘股行情也可能因股指期货概念而启动。

1.4 低吸唯一的折价价内证江铜 CWB1

虽然有色板块并非我们 2010 年的重点关注对象，但江铜 CWB1 的正股江西铜业为国内行业龙头，拥有中国最大的铜矿资源，可能受益于美元贬值和强烈的通胀预期。

从估值角度来看，江铜 CWB1 为深度价内权证，价内程度高达 133%，而它长期处于折价状态，估值偏低，具有较好的抗跌性，并且其距离到期时间相对较远。不乏仍为可逢低吸纳、且可长期持有的安全品种。

图 6：江铜 CWB1 近两月折价率及价内外程度走势（截至 09.12.22）



数据来源：国都证券研究所，天相投顾

1.5 葛洲 CWB1 的支撑价位高于上汽 CWB1

我们对即将到期的两只权证进行分析。

葛洲 CWB1 的内在价值较高，行权几乎已成必然事实，而其溢价率也比较合理，还不到 10%。但是现在再买入行权很难有套利空间。即使正股在行权期维持当前股价（10.83 元），也只有持有成本低于 1.87 元的权证持有人才能通过行权获利。这就是说，只有两类投资者可以以行权并卖出正股的方式获利：在 08 年 9 月之前买入葛洲 CWB1 并持有至今的投资者，和在未来的几个最后交易日内以不高于 1.87 元买入葛洲 CWB1 的投资者。这可以解释这支价内权证目前下跌的原因。

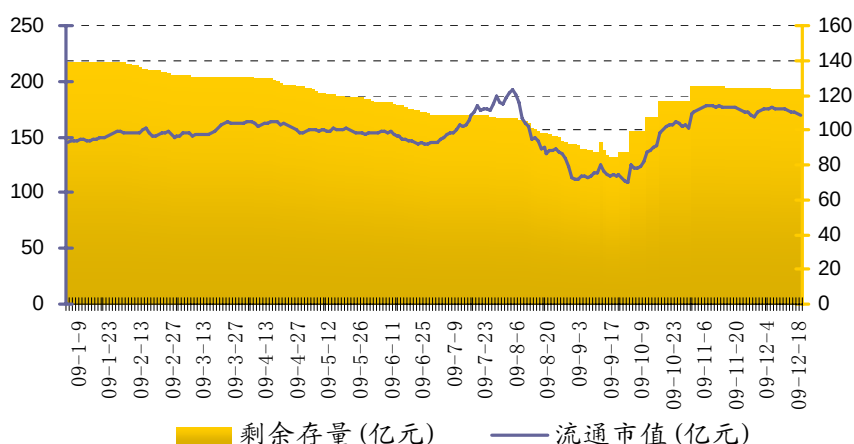
上汽 CWB1 与葛洲 CWB1 不同。由于它是价外证，且目前仍有一定溢价，行权获利的可能性已较小。所以未来几个交易日内的走势必然是暴跌至接近零的位置。除非上海汽车的股价在权证行权之前能反弹直至高于行权价 26.91 元。

2 2009 年可转债市场回顾

2.1 市场存量：基本保持稳定

目前转债市场存量为 122.80 亿元，流通市值为 169.3 亿元，比 08 年底增加 18%。尽管全年有 8 支转债先后被提前赎回（包括恒源转债），使得转债市场的数目和存量不断下降，但下半年新品种的密集发行填补了这一缺口。目前剩余存量最大的转债品种仍是唐钢和新钢转债，分别为 30 亿和 27.6 亿；西洋和澄星转债的促娘相对较小，均不足 3 亿。

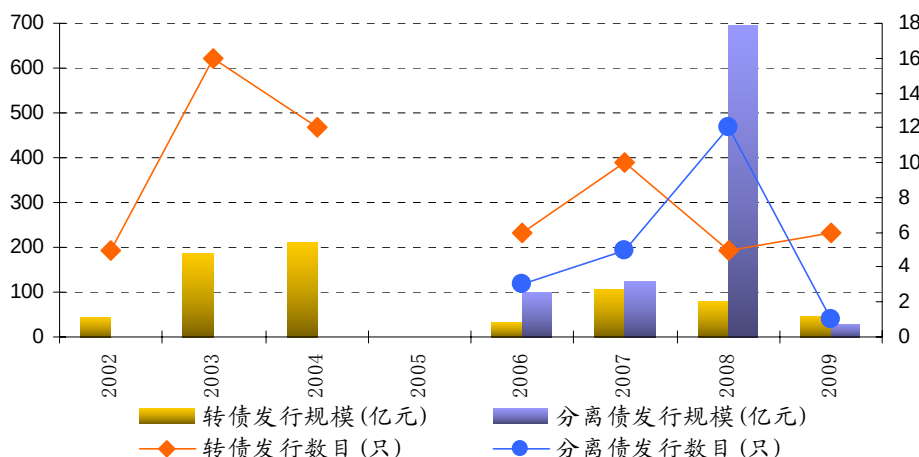
图 7：转债存量走势



资料来源：国都证券研究所

2009 年共发行了 7 支可转债，融资额总计 76.61 亿元。其中 6 支传统可转债的融资规模为 46.61 亿元，略低于 08 年，和历年转债融资情况相较正常；仅有 1 支分离交易可转债发行，与 08 年分离债一级市场火热的情况截然相反，但其融资规模占到了 30 亿元，为转债市场发行额的 39%。

图 8：转债及可分离债的历年发行规模对比

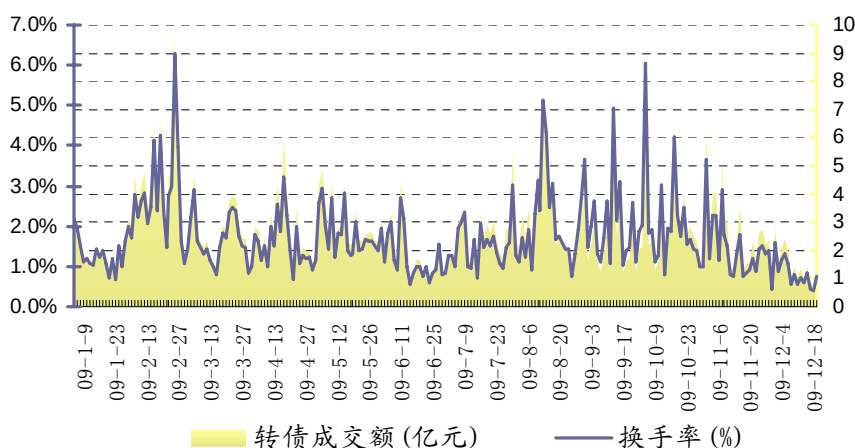


资料来源：国都证券研究所

2.2 流动性：交易活跃于上市初和结束交易前

从成交状况来看，转债市场全年的总成交量为 4.7 亿份，总成交额为 624.2 亿元，日均成交额为 2.66 亿元，日均换手率为 1.7%。春节后的 2 月期间及新券集中发行的 9、10 两月是转债市场受关注度最高的两段时期，只在临近年末时随大盘扑朔迷离的走势而显得相对冷清。整体来看，转债市场在 09 年期间的成交活跃度胜于 08 年全年。

图 9：09 年转债市场成交额&换手率走势（2009.01.05 ~ 2009.12.18）

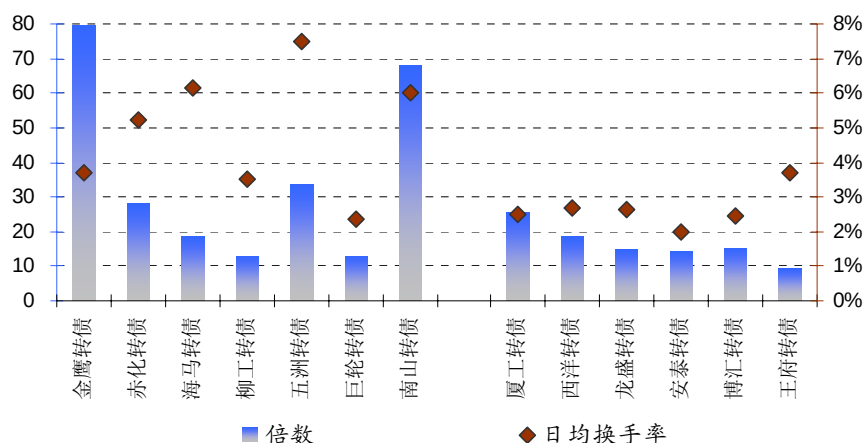


数据来源：国都证券研究所，天相投顾

从单只品种来看，转债在 09 年期间的日均换手率范围在 0.75%~7.5%，个体差异不算太大。但对于各只品种而言，流动性最强的时期则明显集中于被提前赎回品种的最后交易期或新品种的上市初期：今年已被提前赎回的 7 支转债，在

结束交易前较为活跃，活跃期有的仅集中于最后几个交易日，有的则自首次公告赎回始即开始反应，其最后交易日的换手率为日均换手率的 13~80 倍不等；今年新上市的 6 支转债，交易活跃期则主要集中在上市首日，其当日换手率为日均换手率的 9~25 倍不等。

图 10：转债在最后交易日和上市首日的换手率最高



资料来源：国都证券研究所

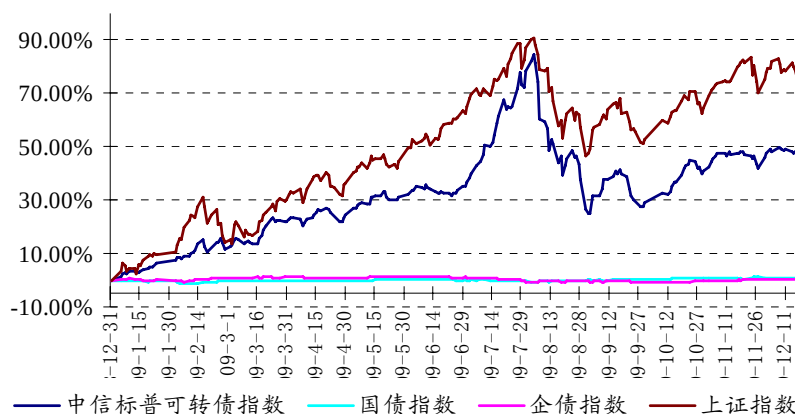
2.3 市场走势：转债的强股性凸显

09 年期间，A 股市场主要呈现震荡上行走势，截至 2009 年 12 月 18 日，上证指数收于 3113.89 点，累计涨幅达 71.02%，期间累计收益率最高曾达 90.65%。债券市场始终低迷，国债指数和企业债指数的全年累计涨幅仅分别为 1.01% 和 0.38%。比较而言，中信标普可转债指数年末收于 2937.28 点，全年累计涨幅达 45.10%，期间累计收益率最高达到 84.42%，虽不及股市表现，但已远胜于企业债。

从 09 年的转债走势来看，我们发现：在股市缓慢上涨或缓慢下跌时，转债的涨跌幅均不及正股，呈现出一定的滞涨性或抗跌性，这与转债相对稳定的特性较为符合；但在股市急剧上涨或急剧下跌的区间（如第三季度期间），转债的涨势或跌势则较大盘更为凌厉，越发凸显出转债的强股性。

从相关系数上看，09 年期间，转债指数和上证指数的相关性较强，为 94.3%；与债券市场的相关性则不是很明朗，时正时负。与大盘指数较强的契合度，表明了转债的股性特征越来越明显，而债性则越来越弱。

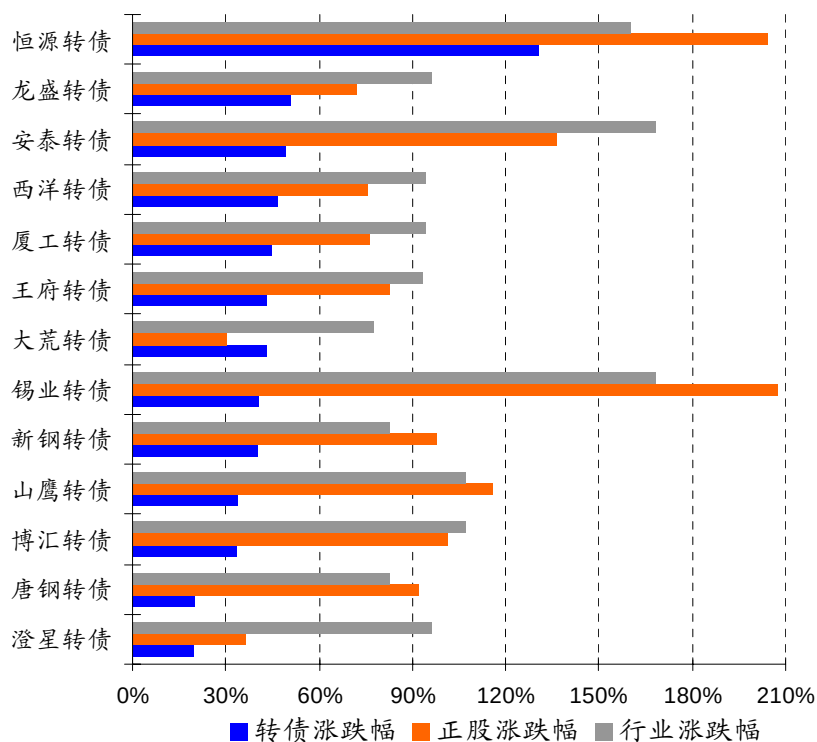
图 11: 09 年转债市场与其他市场收益率走势比较 (2009.01.05 ~ 2009.12.18)



数据来源: 国都证券研究所, 天相投顾, wind资讯

09 年间, 在转债正股所属板块中, 有色、金属新材料与煤炭涨幅最高, 累计均达到 150%以上, 相应地带动了锡业股份、安泰股份和恒源煤电三只正股达到 130%以上的涨幅。但转债品种的走势却与正股稍显背离, 除了大荒转债外, 其他品种的涨幅均未超过正股。其中, 恒源、龙盛和安泰转债为涨幅最高的前三名, 涨幅均在 50%以上, 澄星和唐钢转债位列最末, 但仍获得了近 20%的回报。

图 12: 09 年转债 vs.正股的累计涨跌幅 (2009.01.05 ~ 2009.12.18)



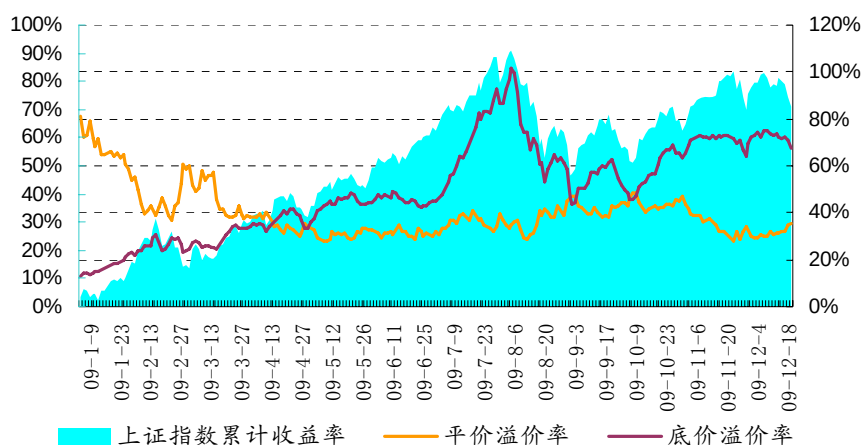
数据来源: 国都证券研究所, 天相投顾

2.4 价值分析：转债整体估值偏高，股性增强

流通转债的底价溢价率在 09 年与大盘指数累计收益率的走势呈现极强的正相关性，两者相关度甚至高达 96.4%。与大盘指数走势相似，可转债市场的平均底价溢价率也一路震荡上行，目前为 67.43%。而市场的平均平价溢价率自年初迅速下降后，就一直基本保持在 30%~50%之间的水平，对市场变化并不敏感，目前为 35.63%。

这些都反映出转债整体目前估值较高，具有较强的股性，而债性相对较弱；且除了个别品种外，转债整体的转换价值并不高。

图 13：转债市场 09 年估值指标走势（2009.01.05 ~ 2009.12.18）

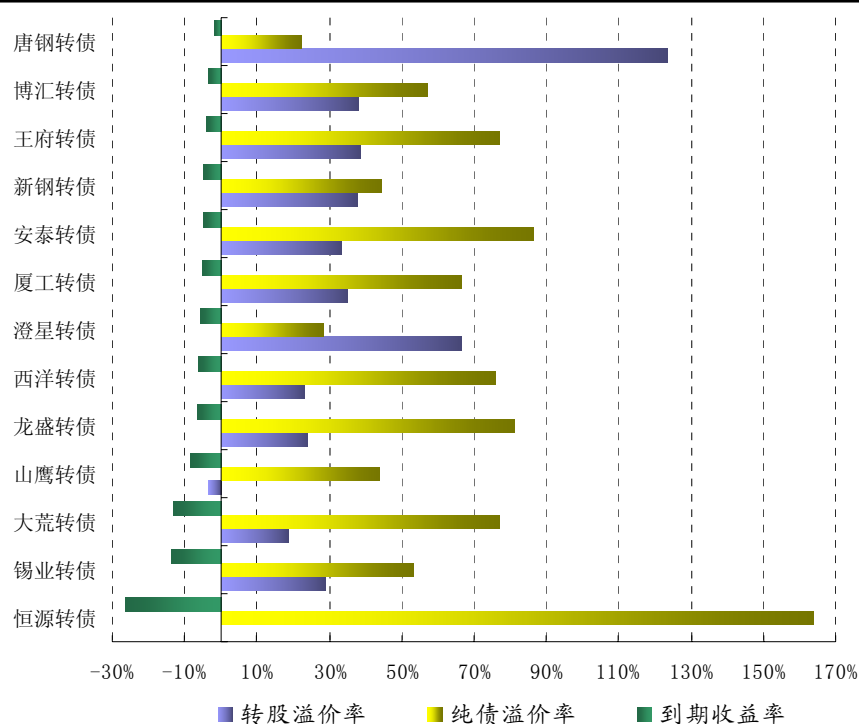


数据来源：国都证券研究所

从各只品种来看，即将被赎回的恒源转债底价溢价率最高，而平价溢价率最低，显示出极强的股性。此外，安泰、龙盛、王府、大荒和西洋转债的股性也都较强，底价溢价率均在 70%以上。山鹰转债的平价溢价率为负值（-3.4%），显示目前是对其进行转股的较好时机。澄星和唐钢转债是债性最强的转债，它们的平价溢价率最高，这也是这两只转债流动性较弱的一个原因。

目前流通可转债的平均到期收益率为-7.95%，无一品种为正值。除了将要被赎回的恒源转债外，大荒和锡业转债的到期收益率最低，均为-13%左右；而唐钢转债最高，为-1.90%。

图 14：上市转债的估值水平比较（截至 2009.12.18）



数据来源：国都证券研究所

3 2010 年度转债市场投资策略

3.1 一级市场：积极参与新券申购和配售

3.1.1 新券的纯债价值吸引力不高

从一级市场来看，09 年新发行的 6 支传统可转债上市时间集中在 9、10 两月间，期限均为 5 年 6 年。

09 年新发行转债的票面利率依发行时间顺序有逐渐降低的趋势，甚至在王府转债发行时，当年票面利率已降到了 0.5%。虽然越来越高的补偿收益对纯债价值略有弥补，但仍难掩各只转债在发行初期纯债价值逐渐走低的事实。

由于 2010 年债市的行情可能继续保持低迷走势，所以未来一年内新发行转债的票面利率和纯债价值可能仍会保持较低的水平，直至加息。

表 1: 09 年新发行转债的票面利率及利息收益和比较

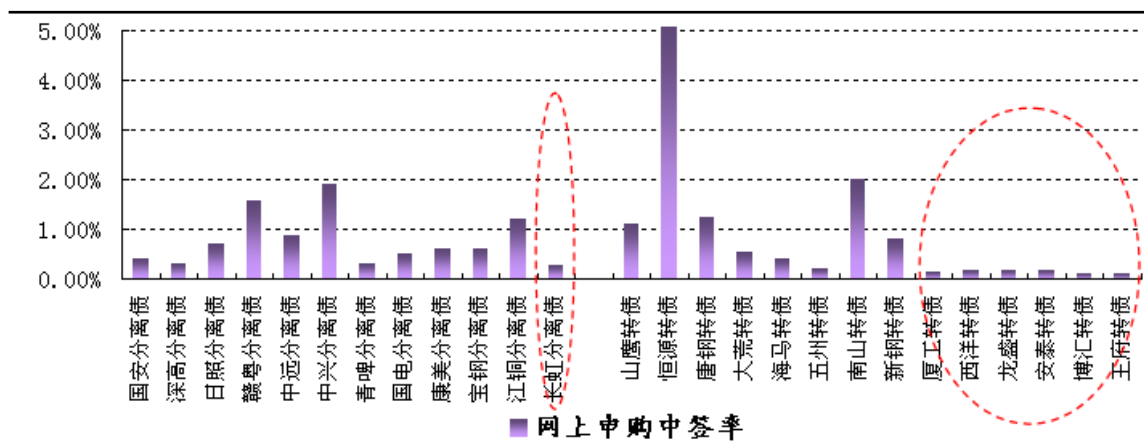
	发行规模	期限				
名称	(亿元)	(年)	票面利率	利息收益	补偿收益	利息收益和
厦工转债	6.00	5	1.2%、1.5%、1.8%、2.1%、2.4%	9.0%	5.6%	14.6%
西洋转债	2.65	5	1%、1.2%、1.4%、1.6%、1.8%	7.0%	3.2%	10.2%
龙盛转债	12.50	5	1%、1.2%、1.4%、1.6%、1.8%	7.0%	3.2%	10.2%
安泰转债	7.50	6	1%、1.2%、1.4%、1.6%、1.8%、2.0%	9.0%	4.0%	13.0%
博汇转债	9.75	5	1%、1.2%、1.4%、1.7%、2.0%	7.3%	5.0%	12.3%
王府转债	8.21	6	0.5%、0.8%、1.1%、1.4%、1.7%、2.0%	7.5%	7.5%	15.0%

数据来源：国都证券研究所，Wind

3.1.2 新券中签率降低

自 07 年以来，无论是分离交易可转债或普通可转债，新发行品种的申购中签率有明显走低趋势。以网上申购收益率为例：09 年之前，分离债的网上申购中签率最低也不过 0.29%，而 09 年发行的唯一一支长虹分离债网上申购中签率仅 0.27%；09 年之前，普通可转债的网上申购中签率均高于 0.2%，甚至不乏中签率在 2.0%以上的品种，而 09 年发行的 6 支新券网上申购中签率仅未超过 0.18%，最低的才 0.11%。

图 15: 07 年以来新发行分离债&普通转债网上申购中签率的比较



数据来源：国都证券研究所，wind资讯

3.1.3 申购新券可获安全收益

低中签率映衬的是大量申购资金的涌入。尽管从收益率的角度来看，09 年发行的 6 支转债网上申购收益率在 0.029%~0.063%之间，远不及深市新股高于 0.4%的网上申购收益率，但与 08 年“破发”的新钢转债相比，参与新转债申购仍能获得稳定的正向收益，所以对于资金量较大的机构投资者，在申购新股之余仍愿意以申购转债来达到安全配置剩余资金的目的。

在债券市场可能继续低迷、而转债市场将进一步扩容的形势下，2010 年转债的一级市场仍会吸引大批机构客户入场。建议积极参与网上和网下的新券申购，以达到获取安全收益和配置资金的双重目的，正股持有者更应积极参与配售。

此外，建议对 2010 年拟发行转债的公司多加留意，积极关注抢权行情。

表 2: 09 年新发行转债的中签率&网上申购收益率比较

名称	发行日	上市日	有效申购资金		上市首日均价涨幅	网上申购收益率
			总量(亿元)	网上申购中签率		(按上市首日均价计)
四川长虹 分离可转债	2009-7-31	2009-8-19	5691.8039	0.2692%	10.66%	0.029%
厦工转债	2009-8-28	2009-9-11	1254.8737	0.1283%	27.08%	0.035%
西洋转债	2009-9-3	2009-9-21	1563.1244	0.1605%	31.60%	0.051%
龙盛转债	2009-9-14	2009-9-25	4082.3197	0.1726%	23.13%	0.040%
安泰转债	2009-9-16	2009-10-12	1008.3934	0.1762%	35.66%	0.063%
博汇转债	2009-9-23	2009-10-16	2920.0946	0.1059%	27.40%	0.029%
王府转债	2009-10-19	2009-10-30	1279.5896	0.1400%	38.77%	0.053%

数据来源: Wind、国都证券研究所

3.1.4 转债市场有望迅速扩容

目前共有 12 家公司等待发行传统可转债，1 家公司等待发行可交换债，拟发行额总计 140.02 亿元。无论从上市公司的融资角度考虑，还是二级市场对新券的渴求度考虑，可转债市场都有很好的扩容理由。预计 2010 年传统可转债的融资额度将在 150 亿元以上，至少与当前市场存量相当。但由于转债新品种从证监会开始审核发行方案到上市至少需要一个多月的时间，且这项工作很可能自春节后才开始，所以一季度发行新券的概率不高，发行密集期很可能集中在二三季度。

由于权证市场的不健全机制易导致非理性行为，分离交易可转债的发行将继续停滞，在未来一年间破冰的可能性很小。

表 3: 已公告的可转债发行预案（截至 2009.12.18）

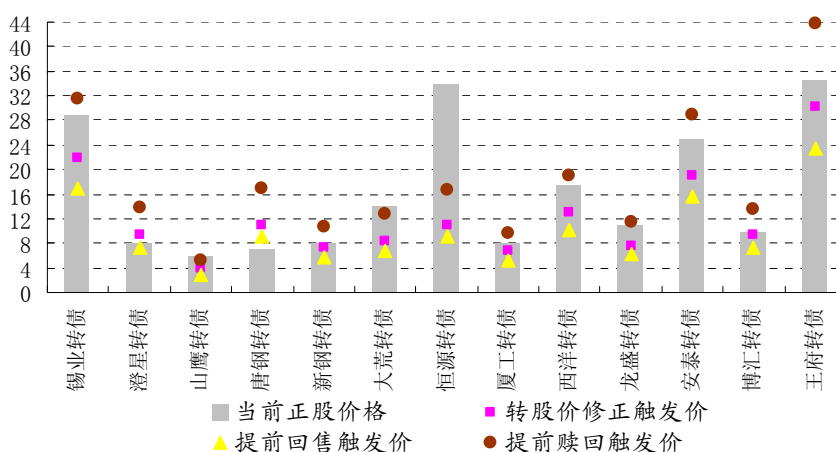
公司代码	公司名称	方案进度	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	最新公告日期	证监会行业	转债类型
002001.SZ	新和成	董事会预案	7.3200	5	2009-3-23	石油、化学、塑胶、塑料	传统可转债
000089.SZ	深圳机场	董事会预案	20.0000	6	2009-11-14	交通运输、仓储业	传统可转债
000600.SZ	建投能源	股东大会通过	11.0000	6	2009-5-9	电力、煤气及水的生产和供应业	传统可转债
002233.SZ	塔牌集团	股东大会通过	7.0000	5	2009-6-4	金属、非金属	传统可转债

000059.SZ	辽通化工	股东大会通过	20.0000	6	2009-6-27	石油、化学、塑胶、塑料	传统可转债
000630.SZ	铜陵有色	股东大会通过	20.0000	6	2009-7-14	金属、非金属	传统可转债
600380.SH	健康元	股东大会通过	7.0000	6	2009-7-30	医药、生物制品	可交换债
000926.SZ	福星股份	股东大会通过	14.5000	6	2009-8-6	房地产业	传统可转债
600533.SH	栖霞建设	股东大会通过	10.0000	5	2009-9-4	房地产业	传统可转债
600622.SH	嘉宝集团	股东大会通过	6.0000	5	2009-9-23	综合类	传统可转债
002031.SZ	巨轮股份	股东大会通过	3.5000	5	2009-12-1	机械、设备、仪表	传统可转债
000731.SZ	四川美丰	股东大会通过	6.5000	5	2009-12-12	石油、化学、塑胶、塑料	传统可转债
600481.SH	双良股份	股东大会通过	7.2000	5	2009-12-18	机械、设备、仪表	传统可转债

资料来源：国都证券研究所

3.2 二级市场：关注各类条款触发预期带来的风险

图 16：各品种当前股价与各类条款触发价的比较（元）（截至 2009.12.18）



数据来源：国都证券研究所，天相投顾

3.2.1 次新转债的赎回预期增强

09 年上市的 6 支次新转债将于 10 年 3~4 月份先后进入赎回期，而目前龙盛、西洋、安泰等几支转债的正股现价仅比各自的赎回触发价低不到 15%。所以如果届时其正股价格仍较高，应留意其赎回风险。

表 4：次新转债的初始赎回日及赎回条款（截至 2009.12.18）

	转股初始日	赎回初始日	赎回条款日	目前正股价与赎回触发价的差距	赎回可能性
厦工转债	209-8-28	2010-3-1	20/30 ≥ 130%	-17.44%	适中
西洋转债	2009-9-3	2010-3-3	20/30 ≥ 130%	-8.17%	强

龙盛转债	2009-9-14	2010-3-14	20/20>130%	-6.22%	强
安泰转债	2009-9-16	2010-3-16	20/20≥130%	-13.69%	适中
博汇转债	2010-3-23	2010-3-23	20/30≥130%	-25.68%	小
王府转债	2010-4-19	2010-4-19	20/30≥130%	-20.46%	小

资料来源：天相投资、国都证券研究所

3.2.2 山鹰、锡业转债较有可能被提前赎回

老品种中，恒源转债已经停止交易，即将实施提前赎回。山鹰、锡业、大荒都存在触发提前赎回条款的可能。

截至12月22日，山鹰转债对赎回条款的触发天数已达17天，仅差3日就接近触发点，而它的正股现价仍较提前赎回触发价高出15%以上；而造纸行业的盈利状况有望在明年延续，并对山鹰纸业的股价形成支撑，因此山鹰转债触发赎回的可能性较大。

锡业转债的正股现价也仅比其提前赎回触发价低不到10%，目前其剩余存量对正股总股本的摊薄压力仅为3.11%，且触发条件相对比较宽松，赎回可能性也较大。

对于大荒转债，北大荒公司在上一计息年度对转债放弃了提前赎回权利，而目前其正股现价仍高于提前赎回触发价10%左右，在大荒转债即将进入第三个计息年度之后，有可能再度触发赎回条款。但从公司的财务状况来看，尽管三季报实现每股收益0.064元，但整个经营年度同比仍未得到改善，因此即使触发了赎回条款，不排除公司有再次放弃赎回的可能。

表 5：老品种赎回条款触发情况（截至 2008.12.18）

名称	代码	赎回条款触发情况				
		赎回条款	赎回价 (元)	目前正股价与赎回 触发价的差距	触发日	触发情况或天数
恒源转债	110971	20/30≥130%	103.00	16.744	2009.11.13	已提前赎回
山鹰转债	110567	20/20>125%	105.00	15.28%	—	15/20，即将触发
锡业转债	125960	20/30≥130%	102.17	-8.24%	—	可能触发
大荒转债	110598	20/20≥130%	105.00	9.70%	—	可能触发

资料来源：国都证券研究所

3.2.3 澄星、唐钢转债的回售动力弱，主动修正可能性小

澄星转债和唐钢转债均已触发提前回售条款，新钢转债已触发修正条款。

澄星转债的近期价格稳定在125元之上，远高于回售价格，所以投资者提前回售的动力较弱。另一方面，由于澄星股份的基本面在年内不太可能大幅改善。

公司在预期投资人既无动力转股、也不会回售的情况下，不会轻易修正转股价。

唐钢转债的持有人面临着与澄星股份持有人一样的困局，所以也不会实施提前回售，而若公司能在近期顺利完成整合，则转股价将被动向下调整。

老品种新钢转债的修正执行能力较强，但由于在 2011 年 8 月之前它都没有回售压力，所以新钢转债对明年主动向下修正转股价的需求并不急迫。

表 6: 回售条款触发情况 (2009.12.18)

名称	代码	向下修正转股价		回售条款触发情况		
		条款触发情况	回售初始日	回售条款	回售价格 (元)	触发价 (元)
澄星转债	110078	已触发	2007-11-10	20/20<70%	105.00	7.385
唐钢转债	125709	已触发	2008-6-14	30/30<70%	100.88	9.1

资料来源：国都证券研究所

3.2.4 博汇、王府和厦工转债有可能向下修正转股价

博汇、王府和厦工转债的正股价格距离向下修正转股价的触发价已不远，明年存在一定的向下修正转股价可能。

博汇转债的回售期自 2012 年 9 月才开始，但不排除公司在盈利增长期间，为促进转股而主动修正转股价的可能。同样，王府和厦工转债的修正触发条款也需要关注。

3.3 关注强股性品种的投资机会，配置强债性品种为防御资产

从市场基本面来看，国都证券研究所认为 2010 年市场整体大幅上行的可能性不大，更多体现于结构性机会，一季度经济可能呈现强劲态势。结合前面的分析，我们已知在市场震荡或缓速上涨、下降时，传统可转债会表现出较强的滞涨性或抗跌性。因此 2010 年在转债市场的操作策略方面，仍应看重其作为配置型资产的重要意义和其在下跌市中的防御功能，而应摒弃靠转债投机的思想。

目前转债正股涵盖了钢铁、化工、有色、机械、造纸、商业、农业、煤炭、金属新材料等板块。从估值角度来看，目前转债市场两极分化明显，股性强的品种居多，走势与大盘及正股关联度较高。2010 年的投资机会应主要体现于隶属商业、化工、机械、钢铁、造纸行业且股性较强的品种。

表 7：转债正股所属板块的投资机会

	板块类别	行业状况	包含品种	转债价格	平价底价溢价率	估值水平
重点 关注行业	商业	通胀预期增强，受“扩内需”的政策导向支撑；投资机会可能在下半年	王府转债	121.8	27.86%	股性强
	化工(纺织)	纺织服装消费刚性需求推动行业稳步发展	龙盛转债	128	46.09%	股性强
	化工(化学原料)	行业景气度较低，估值偏高	澄星转债	134.8	-22.94%	债性强
	机械设备	投资推动内需增长，出口复苏，行业景气度回升	厦工转债	133.47	23.10%	适中
			西洋转债	153.8	42.75%	股性强
	钢铁	钢价反弹，供求关系有望改善，行业景气度提升	唐钢转债	145	-45.22%	债性强
			新钢转债	143.26	4.76%	适中
	造纸	出口回暖，纸价回升，需求好转，盈利能力改善	博汇转债	149.35	13.83%	适中
			山鹰转债	146.93	48.99%	股性强
	有色	美元走弱有利于提升产品价格，通胀预期强烈	锡业转债	150.93	18.71%	适中
非重点 关注行业	金属新材料	等待市场需求确认	安泰转债	139.2	39.88%	股性强
	农业	受益于通胀预期，有望稳定增长	大荒转债	168.93	49.38%	股性强

资料来源：国都证券研究所

根据市场对转债正股本身的业绩判断，结合国都研究所观点，以及转债估值本身的特点，我们认为，2010 年期间，可在大盘调整期间，低吸股性较强的品种，其中重点关注龙盛转债、王府转债和博汇转债；强债性品种唐钢和澄星转债可作为长期防御型资产进行少量配置，一季度可重点关注新钢转债的介入机会。

表 8：2010 年重点关注转债品种及投资建议

推荐品种	公司状况	PE (TTM)	PE (TTM)	投资建议
王府转债	受益于通胀预期和消费升级；品牌效应强	38.40	5.56	重点关注，尤其是下半年
龙盛转债	染料行业龙头企业；估值偏低；受益于世界精细化工、纺织化学产品产能向中国转移。	27.55	3.76	重点关注
博汇转债	盈利能力改善，业绩稳健；估值偏低。	39.38	1.82	重点关注
新钢转债	具有相对估值优势，有阶段性机会	69.08	1.37	重点关注，可作为防御型配置资产
澄星转债	具成本优势，但基本面不易大幅改善	-41.48	3.50	可作为防御型配置资产，适于长期少量持有
唐钢转债	盈利能力较强，有阶段性机会，整合题材是热点	-120.66	2.10	可作为防御型配置资产，适于长期少量持有，有周期性机会
厦工转债	受益于行业景气度的回升	59.68	2.95	适当关注低吸机会
西洋转债	基本面较好	37.30	2.99	适当关注低吸机会
山鹰转债	小盘股，受益于行业景气度的提升，但缺乏投资亮点	-108.39	1.92	易攻难守，赎回压力大

锡业转债	电子产业的复苏和美元弱势将助推股价，但估值偏高	-49.43	7.54	可能存在交易型机会
安泰转债	行业壁垒高，技术实力较强，非晶带材是亮点	66.29	5.04	可能存在交易型机会
大荒转债	业绩稳健增长	43.08	4.81	可能存在交易型机会

资料来源：国都证券研究所

附录：可转债基本数据（09.12.18）

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)
新钢转债	110003	7.99	8.16	97.92	93.60	2.75	15.91	1.8	5	3.674	27.6	27.60
澄星转债	110078	8.11	10.55	76.87	100.36	2.11	8.14	2	5	2.395	4.4	3.17
山鹰转债	110567	6.11	4.24	144.10	97.25	2.07	9.73	2	5	2.718	4.7	4.01
大荒转债	110598	13.99	9.81	142.61	95.90	2.36	12.87	1.8	5	3.005	15	6.23
恒源转债	110971	33.77	12.88	262.19	99.78	1.24	10.66	2.1	5	2.770	4	0.01
唐钢转债	125709	7.09	13	54.54	98.91	2.46	11.29	1.4	5	2.989	30	30.00
锡业转债	125960	29	24.31	119.29	101.10	1.80	8.34	2.17	5	2.403	6.5	4.92
厦工转债	110004	8.05	7.5	107.33	86.86	3.43	25.98	1.2	5	4.696	6	6.00
西洋转债	110005	17.37	14.55	119.38	83.30	3.40	26.86	1	5	4.767	2.65	2.65
龙盛转债	110006	10.85	8.9	121.91	83.11	3.28	26.61	1	5	4.742	12.5	12.50
安泰转债	125969	25.02	22.3	112.20	79.83	4.07	37.21	1	6	5.748	7.5	7.50
博汇转债	110007	9.99	10.34	96.62	84.53	4.55	37.94	1	5	5.767	9.75	9.75
王府转债	110008	34.7	33.56	103.40	80.49	4.29	38.73	0.5	6	5.838	8.21	8.21

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。