

紧缩环境下有效控制转债市场的风险——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 1 月 17 日

投资要点：

1、宁波海运 1 月 12 日公布中签率，宁波海运本次网上一般社会投资者的有效申购 791 亿元，中签率为 0.21219168%。本次网下发行有效申购 355 亿元，向网下配售海运转债总计 75440 手，占本次发行总量的 10.48%，配售比例为 0.21219128%。中签率和我们的估计基本一致，估计本周宁波海运转债上市，其价格在 120-125 元的概率比较高，关注海运转债上市时的配置机会。

2、沪深市场上周处于震荡下跌状态，沪深 300 指数周末收于 3091.86 点，周跌幅为-2.36%。转债指数走势强于市场，截至 1 月 14 日，中信标普转债指数收于 2826.99 点，跌幅-1.17%。转债市场上周成交金额为 23.59 亿元，较前一交易周有所萎缩，其中工行转债成交额达到 11.435 亿元，中行转债的周成交额达到 8.616 亿元，铜陵转债成交 8.096 亿，其余转债成交都比较小；而澄星转债的周成交额只有 17.1668 万元，非常低迷，可见转债结构性分化比较严重。

3、伴随着市场的下跌，上周转债 3 涨 9 跌，可转债平均下跌了-1.278%，而可转债正股平均下跌了-1.331%，可转债表现好于正股。上周博汇转债上涨 0.717%，新钢转债上涨 0.648%，表现尚可，转债与标的股票连动不容忽视。而铜陵转债下跌-7.325%，塔牌转债下跌-3.472%，上周有色股相对大跌。从换手率看，铜陵转债比较高，连续几周位居前列，其它转债的换手率就比较低。

4、从转债估值看，上周转债市场平均纯债溢价率为 39.05%，比前周的 42.82%有所下降，而转债市场平均转股溢价率为 52.85%，比前周 50.13%有所增加，转债估值结构性高估，整体转债呈现弱股性、弱债性的特点。目前转债市场唐钢转债的债性较强，属于偏债性，而工行转债、铜陵转债属于偏股型，其余大部分属于平衡型。从投资策略看，大部分转债的转股溢价都比较高，同时债券溢价也比较高，加之收益率为负值，并不是最佳的配置品种，投资者要注意风险。

5、周末上调存款准备金率是为了控制通货膨胀预期，尽管会对银行股有一定的不利影响，但整体对股市影响有限，估计市场在消化完该信息后可能会有望迎来一波反弹。2011 年是“十二五”规划的第一年，未来各行业规划细则的逐步出台，可能会给予市场一定的活力和题材，带来一定的强心剂。维持箱型震荡是上半年市场的主基调，投资者可把握结构性机会，建议配置型投资者，可关注新上市可转债申购价值。

可转债价值评价（1 月 14 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率
新钢转债	60.83%	16.13%
博汇转债	56.61%	24.49%
双良转债	80.74%	43.54%
歌华转债	49.26%	46.05%
澄星转债	71.31%	17.99%
中行转债	26.43%	25.87%
工行转债	14.00%	41.11%
唐钢转债	168.71%	3.49%
美丰转债	38.65%	35.71%
铜陵转债	0.25%	108.56%
燕京转债	44.97%	56.52%
塔牌转债	22.44%	49.19%

东北证券金融工程研究小组

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550207100077

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

紧缩环境下有效控制转债市场的风险——可转债周报

一、上周可转债市场回顾

上周沪深市场处于震荡下跌状态，截至 2011 年 1 月 14 日，沪深 300 指数收于 3091.86 点，周跌幅为 -2.36%。转债指数走势强于市场，反映了在震荡环境下转债的抗跌性和防御性特性，截至 1 月 14 日，中信标普转债指数收于 2826.99 点，比前周 2860.49 点下跌 33.50 点，跌幅-1.17%。

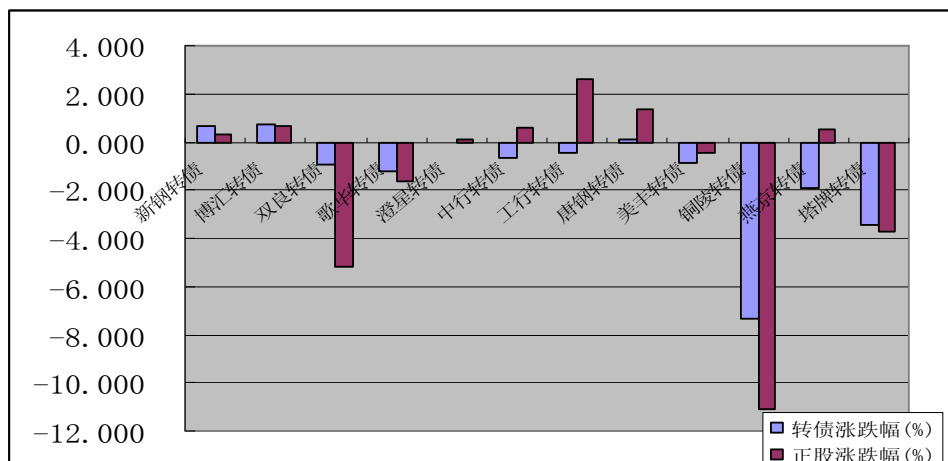
表 1：可转债市场交易情况（2011 年 1 月 10 日 - 1 月 14 日）

名称	收盘价元	转债涨跌	转债涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	转债成交量(手)	转债成交额(万元)	正股成交额(万元)	证监会行业
新钢转债	116.55	0.75	0.648	0.342	16942	1974.92	7772.142	金属、非金属
博汇转债	117.99	0.84	0.717	0.646	11191	1329.211	13065.15	造纸、印刷
双良转债	125	-1.2	-0.951	-5.195	9526	1205.459	41149.19	机械、设备、仪表
歌华转债	123.05	-1.55	-1.244	-1.660	48243	5970.501	32195.54	传播与文化产业
澄星转债	124.01	-0.01	-0.008	0.131	138	17.1668	12440.95	石油、化学、塑胶、塑料
中行转债	109.87	-0.73	-0.660	0.619	782374	86159.07	34269.08	金融、保险业
工行转债	119.49	-0.52	-0.433	2.594	953302	114350.2	121041	金融、保险业
唐钢转债	109.38	0.13	0.119	1.330	80023	8742.003	55532.38	金属、非金属
美丰转债	122.26	-1.04	-0.843	-0.460	10948.9	1344.644	6135.023	石油、化学、塑胶、塑料
铜陵转债	180.3	-14.25	-7.325	-11.125	422398.4	80962.64	458745.4	金属、非金属
燕京转债	131.97	-2.53	-1.881	0.505	7774.6	1035.152	82480.8	食品、饮料
塔牌转债	139	-5	-3.472	-3.697	15891.9	2257.984	9587.961	金属、非金属

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

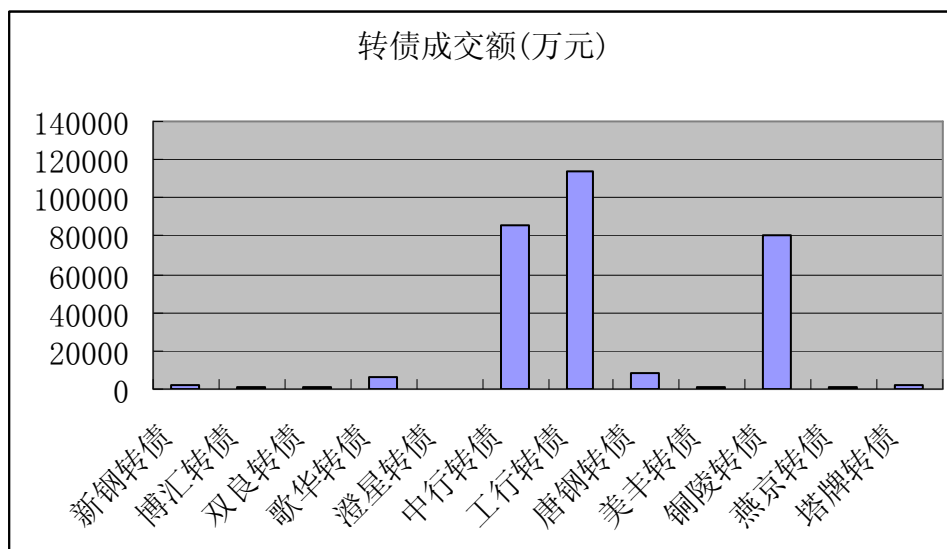
上周 A 股市场震荡下跌，转债 9 跌 3 涨，可转债平均下跌了 -1.278%，而可转债正股平均下跌了 -1.331%，可转债表现好于正股。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上周博汇转债上涨 0.717%，新钢转债上涨 0.648%，唐钢转债上涨 0.119%，表现尚可，转债与标的股票连动比较强。而铜陵转债下跌 -7.325%，塔牌转债下跌 -3.472%，转债表现基本与正股走势相吻合，上周有色股相对大跌，相对来说在震荡市场环境下转债相对比较抗跌。总体而言，上周转债表现不大乐观，相对抗跌，这反映了可转债在震荡环境下的防御性特点。从换手率看，铜陵转债比较高，连续几周位居前列，塔牌转债与美丰转债、燕京转债换手率也比较高，相比之下，其它转债的换手率就比较低了。

图 1 正股与可转债涨跌幅比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

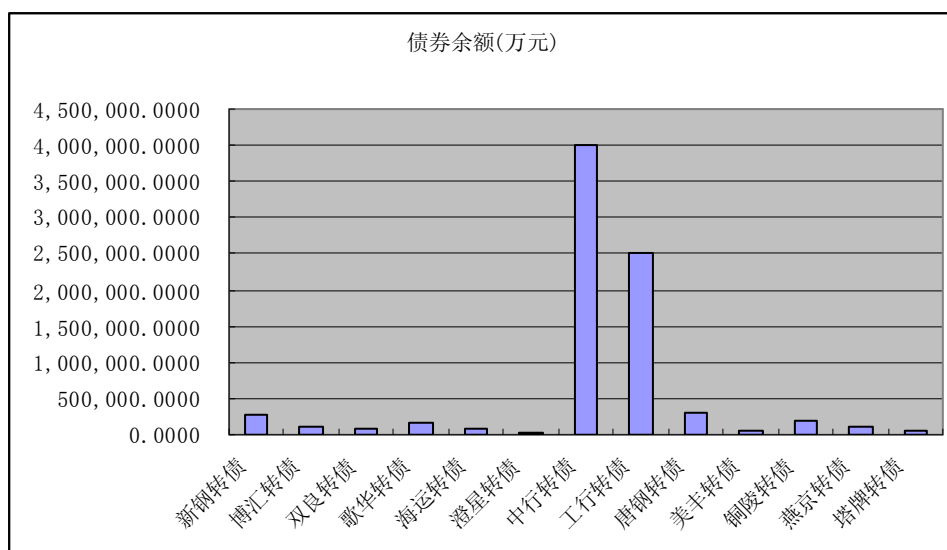
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 2358752.8 手转债，周成交金额为 23.59 亿元，较前一交易周的 26.97 亿元有所萎缩。其中工行转债成交额达到 11.435 亿元，中行转债的周成交额达到 8.616 亿元，可见中行和工行转债是市场交易主力，较上周有所萎缩；铜陵转债成交 8.096 亿，其余转债成交都比较小；而澄星转债的周成交额只有 17.1668 万元，比较低迷，可见转债之间的成交差异比较大，流动性也大不一样。

图3 可转债余额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

表 2 上周可转债转股情况

代码	名称	转股价格 (元)	当日转股 户数(户)	当日转股 数量(万 股)	累计转股 数量(万 股)	累计转股 比例(%)	交易日期
113001.SH	中行转债	3.74	1	0.1069	6.18	0	2011-01-10
113001.SH	中行转债	3.74	1	0.1871	6.3671	0	2011-01-12

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

上周中行转债的累计转股比例 0.0001%，1 月 10 日转股数量为 0.1069 万股，1 月 12 日转股数量为 0.1871 万股，累计转股数量 6.3671 万股。值得一提的是，铜陵转债即将于 2011-01-15 日进入转股期。双良转债再连续 6 日收盘价低于 17.94 即符合修正条款。燕京转债再 9 日收盘价低于 18.58 即符合修正条款。新钢转债、博汇转债、歌华转债、澄星转债、唐钢转债于 2011-01-07 符合修正条款。唐钢转债再连续 7 日收盘价低于 6.55 即回售条款，回售面值为 100.00%(加上当年利息)。

二、可转债价值评价

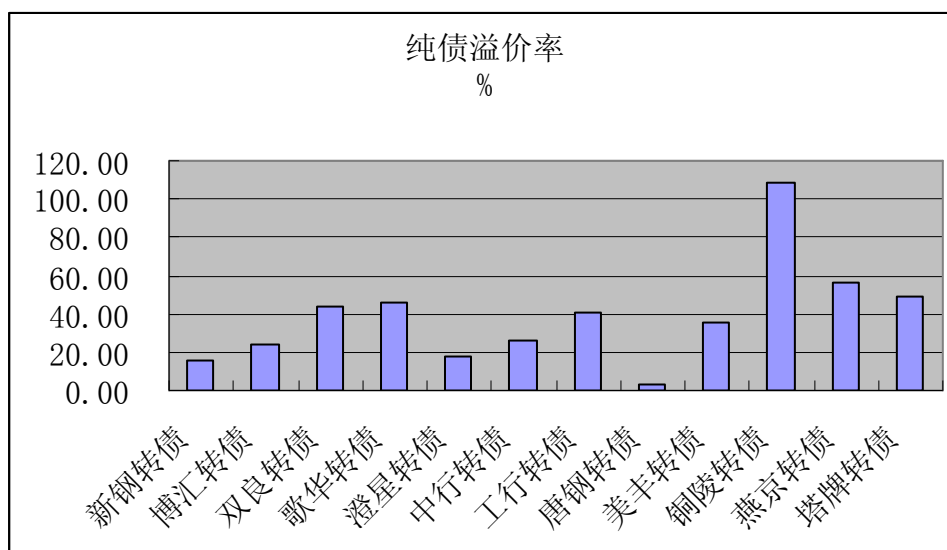
表 3 可转债债券价值（1 月 14 日）

证券简称	收盘价 元	当期收益率 %	纯债到期 收益率%	纯债价值元	纯债溢价 元	纯债溢价率%
新钢转债	116.55	1.80	-1.73	100.36	16.19	16.13
博汇转债	117.99	1.02	-1.60	94.78	23.21	24.49
双良转债	125	0.40	-3.93	87.09	37.91	43.54
歌华转债	123.05	0.49	-1.88	84.25	38.80	46.05
澄星转债	124.01	1.85	-8.81	105.10	18.91	17.99
中行转债	109.87	0.46	0.28	87.29	22.58	25.87
工行转债	119.49	0.42	-1.55	84.68	34.81	41.11
唐钢转债	109.38	1.55	2.06	105.69	3.69	3.49
美丰转债	122.26	0.65	-2.53	90.09	32.17	35.71
铜陵转债	180.3	0.33	-8.61	86.45	93.85	108.56
燕京转债	131.97	0.38	-4.83	84.32	47.65	56.52
塔牌转债	139	0.58	-4.17	93.17	45.83	49.19

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场平均纯债溢价率有所下降，转债市场债性有所增强；1 月 14 日，转债市场平均纯债溢价率为 39.05%，比前周的 42.82%有所下降。目前转债市场债性相对适中，唐钢转债的债性较强，属于偏债性，其中唐钢转债的到期收益率为 1.55%，债性比较强，转债价格与其债券价值较为接近，下跌空间有限，中行转债收益率也为正，为 0.28%，这 2 个转债属收益率品种，在多头市场可积极配置；澄星转债、美丰转债、燕京转债、博汇转债的到期收益率为负数，债性相对比较弱，属于平衡型，而工行转债、铜陵转债、塔牌转债属于偏股型。可见，从到期收益率来看，唐钢转债到期收益率为正，现价买入该债均可获得正的持有期收益，而唐钢转债剩余期限在 1 年多左右，其债性投资吸引力可能更为突出。新钢转债的债券溢价相对比较小，可作为相对保险的低风险品种持有，但其收益率为负，价值并不高。

图4 可转债纯债溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

表4 可转债转股价值评价（1月14日）

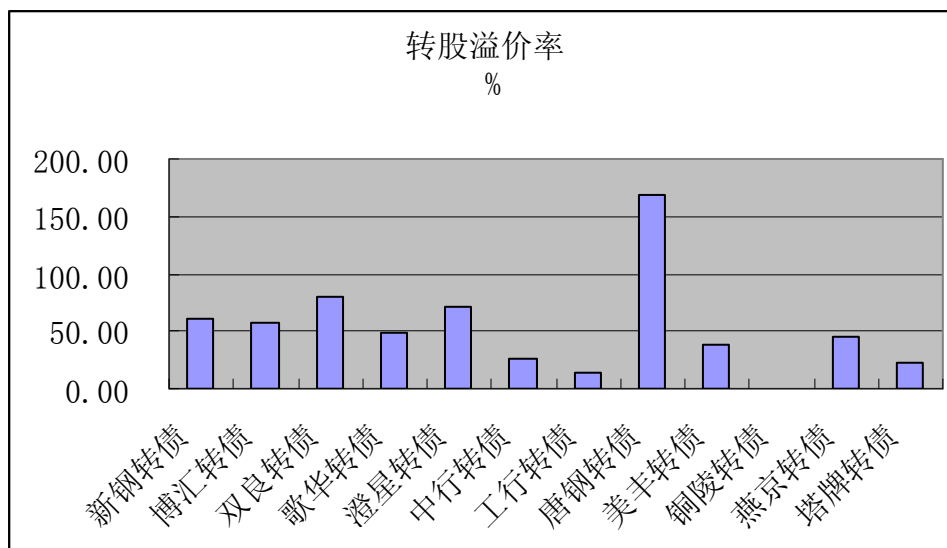
证券简称	收盘价元	转股价元	转股比例	转换价值元	转股溢价元	转股溢价率%	转股市盈率
新钢转债	116.55	8.1	12.35	72.47	44.08	60.83	44.95
博汇转债	117.99	10.34	9.67	75.34	42.65	56.61	46.20
双良转债	125	21.11	4.74	69.16	55.84	80.74	204.71
歌华转债	123.05	15.09	6.63	82.44	40.61	49.26	63.14
澄星转债	124.01	10.54	9.49	72.39	51.62	71.31	157.48
中行转债	109.87	3.74	26.74	86.90	22.97	26.43	13.26
工行转债	119.49	4.15	24.10	104.82	14.67	14.00	13.05
唐钢转债	109.38	9.36	10.68	40.71	68.67	168.71	68.25
美丰转债	122.26	7.36	13.59	88.18	34.08	38.65	56.95
铜陵转债	180.3	15.68	6.38	179.85	0.45	0.25	61.46
燕京转债	131.97	21.86	4.57	91.03	40.94	44.97	49.07
塔牌转债	139	13.31	7.51	113.52	25.48	22.44	40.22

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

鉴于转债受股票价格波动的影响比较显著，在市场震荡下跌的大环境下，转债偏股的属性就有所减弱。上周正股市场震荡下跌，转债市场平均转股溢价率为 52.85%，比前周 50.13%有所增加，转债市场股性相对有所减弱。目前工行转债、铜陵转债属于偏股型，大部分转债属于平衡型。值得注意的是，铜陵转债的转股溢价属于比较低的水平，已是负值，投资价值凸显，但由于转股价值已经很高，转债上涨的速度可能低于正股；其余转债的转股溢价都比较高，同时债券溢价也比较高，加之收益率都为负值，这类转债不宜作为安全配置的考虑。随着正股价格不断上涨以及转股价值突破提前赎回价格，澄星转债已经进入转股环

节，澄星转债的转股溢价率为 71.31%，美丰转债已于 2010-12-02 日进入转股期，值得关注。整体来说，上周转债市场表现为弱股性、弱债性的特点。

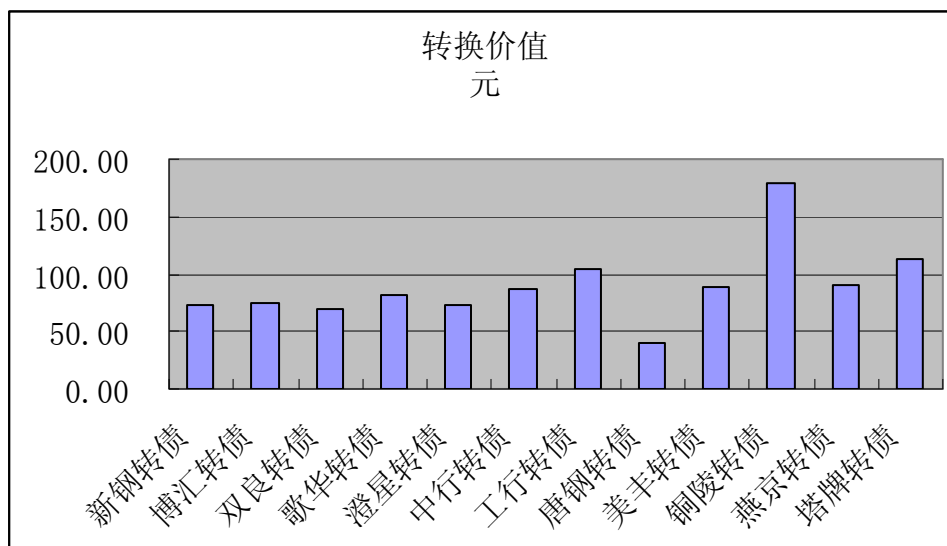
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

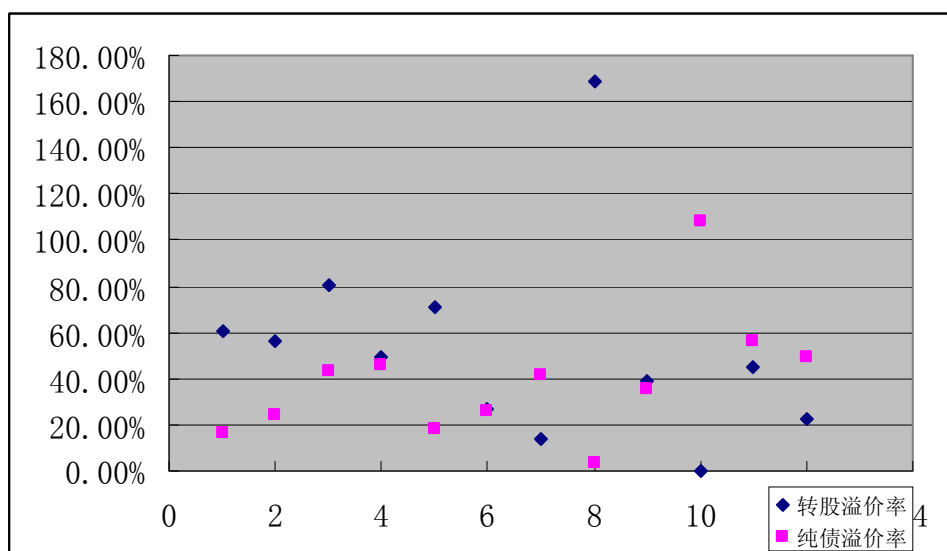
目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 14.00%，转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 41.81%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

图 6 可转债转换价值比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

图 7 可转债债性股性分析



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

三、可转债投资建议

2011 年上半年政策基调将以偏紧为主，周末上调存款准备金率是为了控制通货膨胀预期，尽管会对银行股有一定的不利影响，但影响不会很大。上调准备金对股市影响有限，估计市场在消化完信息后可能会有望迎来一波反弹。2011 年是“十二五”规划的第一年，未来各行业规划细则的逐步出台，可能会给予市场一定的活力和题材，带来一定的强心剂。从国际经济看，美国 2010 年 12 月失业率降至 9.4%，美国经济有走出底部迹象。目前的 A 股市场上有压力、下有支撑，维持箱型震荡是近期市场的主基调，而把握市场结构转换才是关键，在细分周期性行业挖掘中低价个股价值重估机会。投资者可关注通胀、重组、以及新兴产业等主题，有业绩支撑的股票是投资者资产配置的选择。

目前转债市场进入了高速扩容时期，石化转债的被批准发行，表明监管层对于可转债发行的支持态度，随着正股的上扬，转债整体表现可圈可点，建议配置型投资者，可重点关注基本面相对比较好的转债，关注大盘转债申购的价值以及新上市的可转债，而对交易型及短线投资者而言，可重点关注正股快速上涨的转债投资机会。目前转债市场的风险属于相对比较合理水平，但估值结构性相对较高，投资者可把握转债的结构性投资机会，特别是要关注未上市转债的投资机会。投资者可把握正股走强带来的转债投资机会，特别是周期类股票的转债机会，审慎把握和评价可转债的价值，歌华转债在合适的时候把握其配置机会。目前证监会已批准了川投能源、中鼎股份、国投电力发行可转债的申请，石化转债也已经批准了，投资者可积极关注其申购机会。随着加息的确定，在某种程度上利好银行股，其投资价值显现，投资者可关注银行股的可转债投资机会。

表 5 可转债发行预案统计

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
首创股份	股东大会通过	18	6	2010-03-20	2010-04-16

恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5	2010-12-11	2010-12-30
新和成	董事会预案	7.32	5	2009-03-23	
健康元	股东大会通过	7	6	2009-07-13	2009-07-30
川投能源	证监会批准	21	6	2010-05-24	2010-06-24
中鼎股份	证监会批准	3	5	2010-03-24	2010-04-13
赣粤高速	股东大会通过	23	6	2010-04-23	2010-05-14
嘉宝集团	股东大会通过	6	5	2010-08-12	2010-09-01
深圳机场	股东大会通过	20	6	2010-11-27	2010-12-14
巨轮股份	股东大会通过	3.5	5	2010-11-11	2010-11-27
中国石化	证监会批准	230	6	2010-03-29	2010-05-19
国投电力	证监会批准	34	6	2010-05-08	2010-06-09

资料来源：根据 WIND 统计

宁波海运股份有限公司发行 72000 万元海运转债，共 720 万张，海运可转债期限为 5 年，即从 2011 年 1 月 7 日至 2016 年 1 月 7 日止；票面利率分别为 0.7%、0.9%、1.1%、1.3%、1.6%。宁波海运转债的信用评级为 AA，且无担保，债券价值相对不高。估计本周宁波海运转债上市，其价格在 120-125 元的概率比较高。宁波海运本次最终确定的网上向一般社会公众投资者发售的海运转债为 167,881 手，即 16,788.1 万元，占本次发行总量的 23.32%。本次网上一般社会投资者的有效申购数量为 79,117,616 手，即 7,911,761.6 万元，中签率为 0.21219168%。本次网下发行有效申购数量为 35,550,000 手，即 3,555,000 万元，向参与网下申购的投资者配售的海运转债总计为 75,342 手；最终向网下配售海运转债总计 75,440 手，占本次发行总量的 10.48%，配售比例为 0.21219128%。其中签率和我们的估计基本一致，关注海运转债上市时的配置机会。

本报告部分指标注释：

- (1)、转股价值=股票价格×转换比例，转换比例=100/转股价格
- (2)、转股溢价率=(转债价格-转股价值)/转股价值，套利空间=转股价值-转债价格
- (3)、溢折价比=(转债价格-理论价格)/理论价格
- (4)、债券溢价率=(转债价格-债券价值)/债券价值

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。