

把握新行情下的转债投资机会——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011年2月14日

投资要点：

1、目前转债整体上呈弱股性、弱债性的特点，转债市场平均纯债溢价率为 34.81%，平均转股溢价率为 45.78%，经过 1 月份市场的调整和转债的回落，转债投资价值显现，随着正股的反弹，部分转债具备投资机会如歌华转债、塔牌转债等。从投资策略看，大部分转债的转股溢价率和债券溢价率都比较高，加之其收益率为负，投资者要注意控制风险。

2、由于春节长假的缘故，1 月 31 日至 2 月 11 日五个交易日，沪深市场处于震荡反弹状态，截至 2 月 11 日，沪深 300 指数收于 3120.96 点，涨幅为 2.77%。转债指数走势不如市场，中信标普转债指数收于 2744.64 点，下跌-0.44%。转债成交有所回升，成交金额为 26.63 亿元，较前一交易周的 20.81 亿元有所增加。其中工行转债成交额达到 6.23 亿元，中行转债的周成交额达到 10.93 亿元，二者仍是市场交易主力；铜陵转债成交 4.67 亿，值得注意。澄星转债的周成交额只有 56.93 万元，比较低迷。

3、1 月 31 日至 2 月 11 日 A 股市场震荡反弹，可转债 8 涨 5 跌，转债反弹力度相对比较小，可转债平均上涨了 0.74%，而可转债正股平均上涨了 3.02%，可转债表现不及正股。其中铜陵转债上涨了 3.06%，歌华转债上涨 2.1%，表现尚可，而中行转债下跌-1.1%，下跌最多，双良转债下跌-0.5%。从换手率看，铜陵转债比较高，由于正股比较活跃，转债连续几周位居前列，塔牌转债其正股比较看好，转债也受到投资者的追捧。

4、目前转债市场进入了高速扩容时期，石化转债估计很快就发行，中海发展 2 月 1 日公布董事会预案，拟发行 39.5 亿元可转债。上周安徽中鼎密封件股份有限公司发行 3 亿元可转债，存续期限为 5 年，初始转股价格为 25.31 元/股，2 月 17 日解冻未中签的网上申购资金。根据测算，中鼎股份转债上市时其价格在 127-131 元的概率比较高，估计至少也会达到 125 元左右。国投电力可转债 2 月 15 日上市，若国投电力股票在 7.2 元左右，则上市时其转债价格在 119-124 元的可能性很大，估计至少也会达到 116 元以上，建议投资者关注其配置机会。

可转债价值评价（2 月 11 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率
新钢转债	51.22%	14.38%
博汇转债	56.85%	23.10%
双良转债	64.33%	35.09%
歌华转债	45.20%	39.50%
海运转债	20.83%	36.53%
澄星转债	59.92%	13.89%
中行转债	22.14%	20.24%
工行转债	12.87%	36.69%
唐钢转债	165.54%	2.30%
美丰转债	30.14%	31.43%
铜陵转债	0.88%	105.33%
燕京转债	40.90%	46.46%
塔牌转债	24.30%	47.61%

东北证券金融工程研究小组

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550511010005

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

把握新行情下的转债投资机会——可转债周报

一、上周可转债市场回顾

由于春节长假的缘故，上周五个交易日实际跨两周，沪深市场处于震荡反弹状态，截至 2011 年 2 月 11 日，沪深 300 指数收于 3120.96 点，涨幅为 2.77%。转债指数走势不如市场，反映了在反弹初期转债的滞涨性和防御性特性，截至 2 月 11 日，中信标普转债指数收于 2744.64 点，比前周 2756.64 点下跌-12.0 点，跌幅为-0.44%。

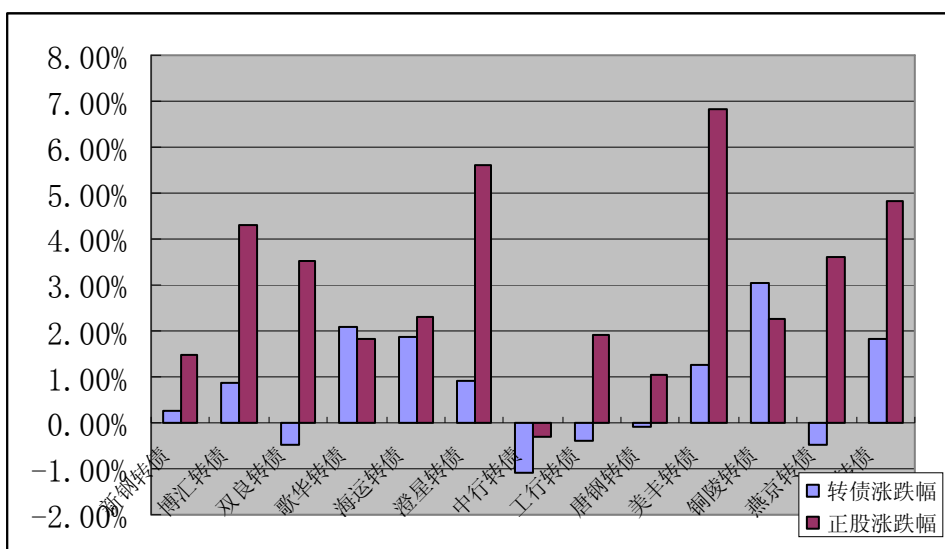
表 1：可转债市场交易情况（2011 年 1 月 31 日 - 2 月 11 日）

代码	名称	收盘价 元	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
110003.SH	新钢转债	115	0.26%	1.48%	35286	4062.66	12741.96	金属、非金属
110007.SH	博汇转债	117.26	0.88%	4.32%	695	81.14	15296.08	造纸、印刷
110009.SH	双良转债	118.4	-0.50%	3.54%	34836	4116.38	34058.32	机械、设备、仪表
110011.SH	歌华转债	118.55	2.10%	1.82%	65562	7680.79	38384.41	传播与文化产业
110012.SH	海运转债	117.4	1.87%	2.30%	201151	23507.65	6978.61	交通运输、仓储业
110078.SH	澄星转债	119.56	0.91%	5.63%	480	56.93	29193.47	石油、化学、塑胶、塑料
113001.SH	中行转债	105.81	-1.10%	-0.31%	1027239	109265.75	44271.54	金融、保险业
113002.SH	工行转债	116.68	-0.38%	1.90%	532061	62356.14	78388.65	金融、保险业
125709.SZ	唐钢转债	108.09	-0.09%	1.06%	40870.8	4418.00	53736.39	金属、非金属
125731.SZ	美丰转债	119.18	1.25%	6.81%	18349.5	2175.70	16631.60	石油、化学、塑胶、塑料
126630.SZ	铜陵转债	178.98	3.06%	2.28%	262707.4	46696.44	490622.76	金属、非金属
126729.SZ	燕京转债	124.4	-0.48%	3.60%	3370.6	419.06	54820.35	食品、饮料
128233.SZ	塔牌转债	138.49	1.85%	4.81%	11041.9	1512.96	24171.85	金属、非金属

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

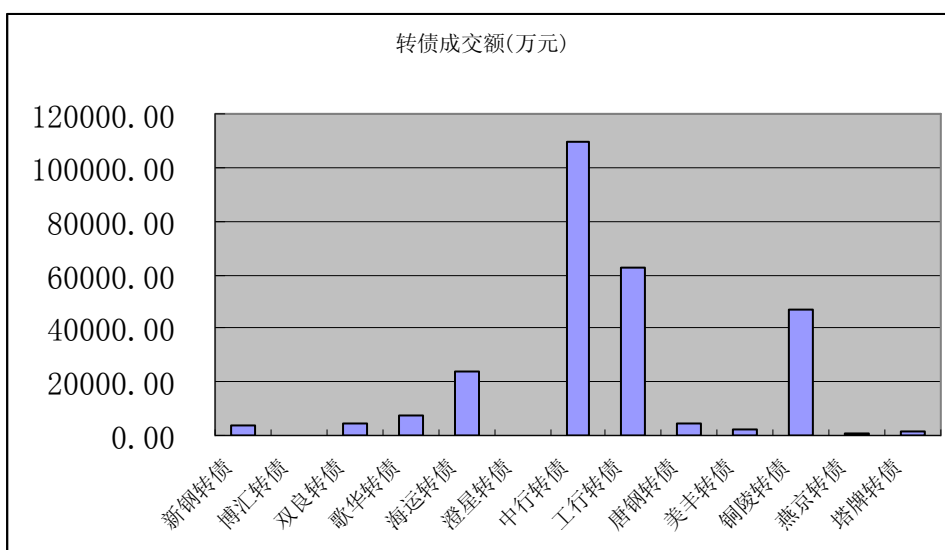
上周 A 股市场震荡反弹，可转债 8 涨 5 跌，转债伴随正股反弹力度相对比较小，可转债平均上涨了 0.74%，而可转债正股平均上涨了 3.02%，转债表现不及正股。强者恒强，是转债运行的一大特点。上周铜陵转债上涨了 3.06%，歌华转债上涨 2.1%，表现尚可，转债与正股的连动比较强。而中行转债下跌-1.1%，下跌最多，双良转债下跌-0.5%，但正股大幅度反弹，而转债表现并不好，这反而为我们提供了配置的机会，投资者可多加关注。总体来说在震荡市场环境下转债相对比较抗跌，但反弹初期转债反而表现不佳。上周转债表现不大乐观，相对滞涨，这反映了可转债在震荡环境下的防御性特点。从换手率看，铜陵转债比较高，由于正股比较活跃，转债连续几周位居前列，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。特别是塔牌转债其正股比较看好，转债也受到投资者的追捧。

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

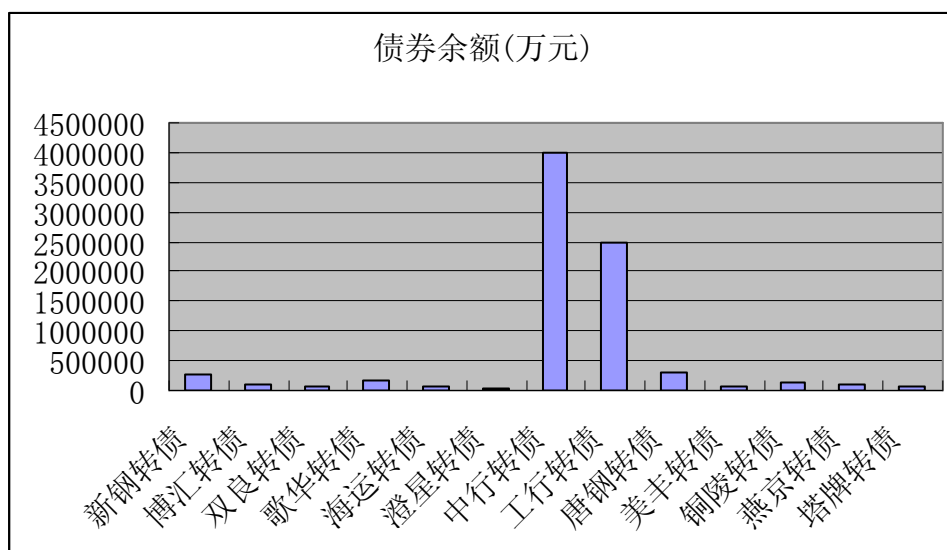
图 2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 2233650 手转债，周成交金额为 26.63 亿元，较前一交易周的 20.81 亿元有所增加。其中工行转债成交额达到 6.23 亿元，中行转债的周成交额达到 10.93 亿元，中行比前周有所增加，但中行和工行转债仍是市场交易主力；铜陵转债成交 4.67 亿，刚上市的海运转债达到 2.35 亿元，其余转债成交都比较小；而澄星转债的周成交额只有 56.93 万元，比较低迷，当然，澄星转债已经转股了 50%，也是其中一个原因。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	变动日期	变动后(万元)	本次变动(万元)	变动前(万元)
125709.SZ	唐钢转债	2011-02-11	299992.8	-0.11	299992.9
125709.SZ	唐钢转债	2011-02-10	299992.9	-0.01	299992.9
126630.SZ	铜陵转债	2011-02-11	125568.1	-3923.1	129491.2
126630.SZ	铜陵转债	2011-02-10	129491.2	-2893.56	132384.8
126630.SZ	铜陵转债	2011-02-09	132384.8	-2219.01	134603.8
126630.SZ	铜陵转债	2011-02-01	134603.8	-6207.89	140811.7
126630.SZ	铜陵转债	2011-01-31	140811.7	-4778.07	145589.7
代码	名称	交易日期	当日转股户数(户)	当日转股数量(万股)	累计转股数量(万股)
113001.SH	中行转债	2011-01-31	1	0.401	6.7681

资料来源: 根据 WIND 统计和东北证券

上周中行转债于1月31日转股0.401万股,累计转股数量为6.7681万股,累计转股比例为0.001%。值得一提的是,铜陵转债已经于2011-01-15日进入转股期,截止2月11日铜陵转债余额为125568.1万元,已经转股20021.63万元。唐钢转债转股0.12万元,唐钢转债满足回售条款,其已公布回售公告。河北钢铁自2010年12月14日至2011年1月25日连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%,"唐钢转债"的回售条款生效。本次回售价格为"唐钢转债"面值加上当期利息,即101.7元/张。根据税务部门有关规定,对于个人投资者和证券投资基金,公司按20%的税率对当期利息代扣代缴个人所得税后,回售实际可得101.36元/张;对于合格境外投资者(QFII),公司按10%的税率对当期利息代扣

代缴所得税后，回售实际可得 101.53 元/张；对于其他机构投资者，公司对当期利息不代扣代缴所得税，回售实际可得 101.7 元/张。行使回售权的“唐钢转债”持有人应在 2011 年 2 月 1 日至 2011 年 2 月 14 日的回售申报期内，通过深圳证券交易所交易系统进行回售申报，回售资金到账日为 2011 年 2 月 21 日。

二、可转债价值评价

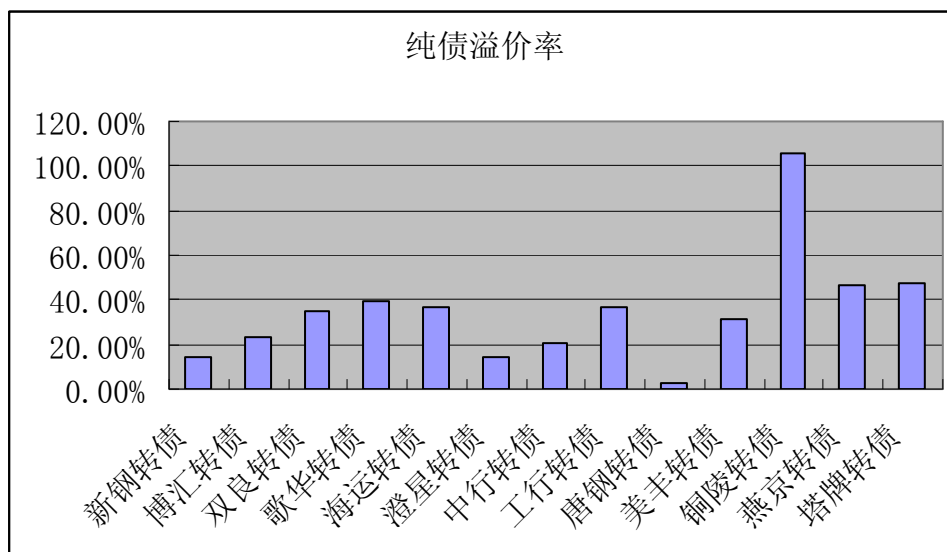
表 3 可转债债券价值（2 月 11 日）

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%	剩余期限年
新钢转债	115	1.83	-1.24	100.54	14.46	14.38	2.53
博汇转债	117.26	1.02	-1.46	95.25	22.01	23.10	3.62
双良转债	118.4	0.42	-2.74	87.64	30.76	35.09	4.23
歌华转债	118.55	0.51	-1.26	84.98	33.57	39.50	5.79
海运转债	117.4	0.60	-1.90	85.99	31.41	36.53	4.91
澄星转债	119.56	1.92	-6.58	104.98	14.58	13.89	1.24
中行转债	105.81	0.47	1.02	88.00	17.81	20.24	5.31
工行转债	116.68	0.43	-1.14	85.36	31.32	36.69	5.56
唐钢转债	108.09	1.57	2.81	105.66	2.43	2.30	1.84
美丰转债	119.18	0.67	-1.99	90.68	28.50	31.43	4.31
铜陵转债	178.98	0.34	-8.61	87.16	91.82	105.33	5.43
燕京转债	124.4	0.40	-3.69	84.94	39.46	46.46	4.68
塔牌转债	138.49	0.58	-4.16	93.82	44.67	47.61	4.54

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增加，由于市场反弹，转债市场债性有所减弱；2 月 11 日，转债市场平均纯债溢价率为 34.81%，比前周的 34.26%有所增加。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 2.81%，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 1.02%，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，但唐钢转债剩已经发布回售公告，值得投资者关注。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。博汇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，价值略为差一些。

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 (2 月 11 日)

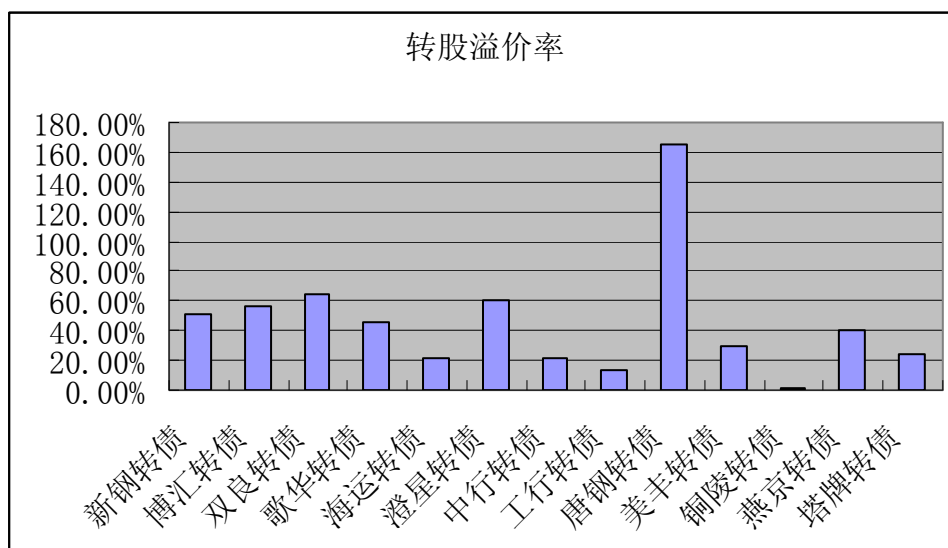
证券简称	收盘价元	转股价元	转股比例	转换价值元	转股溢价元	转股溢价率%	转股市盈率
新钢转债	115	8.1	12.35	76.05	38.95	51.22	44.36
博汇转债	117.26	10.34	9.67	74.76	42.50	56.85	45.91
双良转债	118.4	21.11	4.74	72.05	46.35	64.33	193.90
歌华转债	118.55	15.09	6.63	81.64	36.91	45.20	60.83
海运转债	117.4	4.58	21.83	97.16	20.24	20.83	105.22
澄星转债	119.56	10.54	9.49	74.76	44.80	59.92	151.83
中行转债	105.81	3.74	26.74	86.63	19.18	22.14	12.77
工行转债	116.68	4.15	24.10	103.37	13.31	12.87	12.74
唐钢转债	108.09	9.36	10.68	40.71	67.38	165.54	67.45
美丰转债	119.18	7.36	13.59	91.58	27.60	30.14	55.52
铜陵转债	178.98	15.68	6.38	177.42	1.56	0.88	61.01
燕京转债	124.4	21.86	4.57	88.29	36.11	40.90	46.26
塔牌转债	138.49	13.31	7.51	111.42	27.07	24.30	40.07

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，在市场震荡反弹的大环境下，转债偏股的属性就有所增强，若转债涨幅比较小不如正股，说明投资者预期不看好后市。上周正股市场震荡反弹，转债市场平均转股溢价率为 45.78%，比前周 49.15% 有所减少，转债市场股性相对有所增强。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，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，也面临着赎回可能，目前已经处于转股阶段；其余转债的转股溢价率都比较高，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 59.92%。整体来说，上周转债市场表现为弱股性、弱债性的特点。

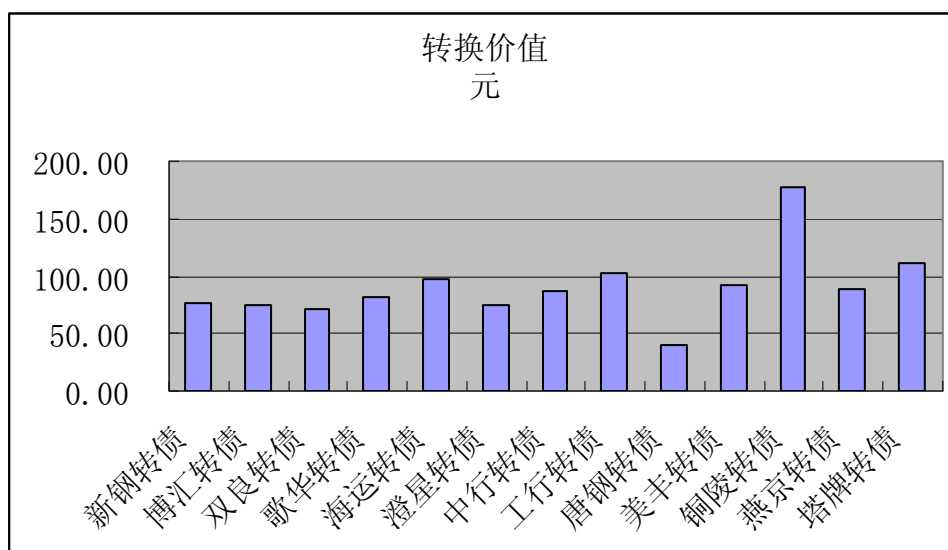
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

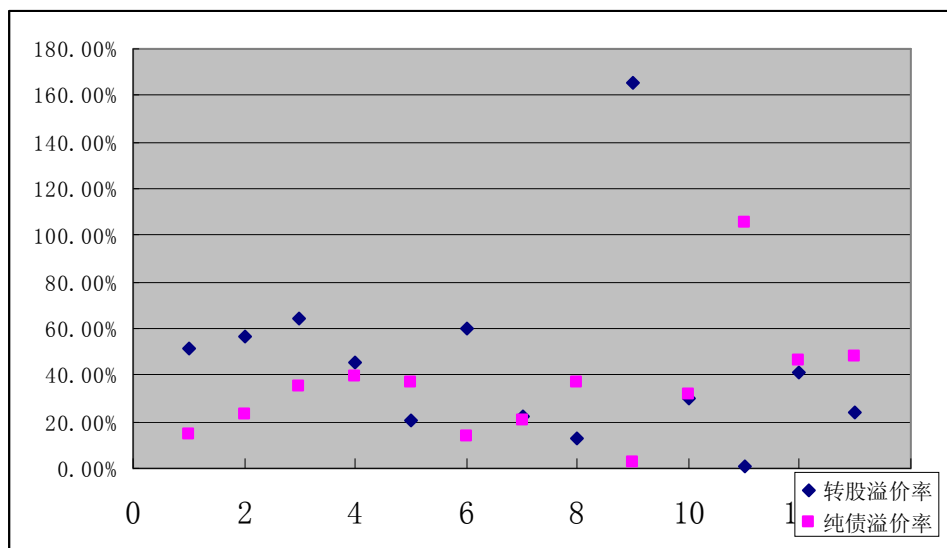
目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 12.9%，转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 35.52%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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

预计 2 月中下旬市场可能会有望迎来一波反弹，投资者可审慎评价。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，美经济有走出底部迹象，尽管有一定波折。目前的 A 股市场上有压力、下有支撑，维持箱体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、以及新兴产业和水利等主题，有业绩支撑的股票是投资者资产配置的选择。

表 5 可转债估值分析

证券代码	证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型	估值
110003.SH	新钢转债	51.22%	14.38%	偏债型	高估
110007.SH	博汇转债	56.85%	23.10%	偏债型	高估
110009.SH	双良转债	64.33%	35.09%	平衡型	高估
110011.SH	歌华转债	45.20%	39.50%	平衡型	高估
110012.SH	海运转债	20.83%	36.53%	平衡型	高估
110078.SH	澄星转债	59.92%	13.89%	偏债型	高估
113001.SH	中行转债	22.14%	20.24%	平衡型	合理
113002.SH	工行转债	12.87%	36.69%	偏股型	合理
125709.SZ	唐钢转债	165.54%	2.30%	偏债型	高估
125731.SZ	美丰转债	30.14%	31.43%	平衡型	合理
126630.SZ	铜陵转债	0.88%	105.33%	偏股型	低估
126729.SZ	燕京转债	40.90%	46.46%	平衡型	高估
128233.SZ	塔牌转债	24.30%	47.61%	平衡型	合理

资料来源：东北证券

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，中海发展 2 月 1 日公布董事会预案，发行 39.5 亿元可转债。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，下跌的空间不大，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，建议投资者把握海运转债的配置机会。上周安徽中鼎密封件股份有限公司发行 30000 万元可转债，共计 300 万张。中鼎可转债存续期限为 5 年，即自 2011 年 2 月 11 日至 2016 年 2 月 11 日，票面利率分别为第一年 0.8%、第二年 1.1%、第三年 1.4%、第四年 1.7%、第五年 2.0%，初始转股价格为 25.31 元/股，网上申购日期为 2 月 11 日，2 月 17 日解冻未中签的网上申购资金。中鼎可转债信用评级为 AA，安徽中鼎控股（集团）股份有限公司提供全额连带责任担保。转债发行主体安徽中鼎密封件股份有限公司主营业务为密封件、特种橡胶制品等，属于橡胶制品行业橡胶零件子行业，前景可期，基本面较好，转债的投资价值在于期权价值。中鼎转债的债券价值尚可，按照 5.80% 的到期收益率，纯债价值为 83.48 元，但相对于加息环境，并不算高。根据测算，若中鼎股份股价在 25-28 元之间波动，中鼎股份可转债的理论价格在 119.62-128.47 元之间。如果转股溢价率在 25%-35% 之间，如果中鼎股份股票在 26 元，中鼎股份转债上市时其价格在 127-131 元的概率比较高，估计至少也会达到 125 元左右，转债上市定价比较高。

国投电力可转债 2 月 15 日上市，我们认为若国投电力股价在 7-8 元之间，国投电力可转债的理论价格在 113.5-123.4 元之间。如果转股溢价率在 20%-25% 之间，若国投电力股票在 7.2 元左右，则上市时其转债价格在 119-124 元的可能性很大，估计至少也会达到 116 元以上，短期看跌破 110 元的可能性比较小。但如果市场向好，不排除可转债上冲 130 元以上的可能，建议投资者关注。

表 6 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	证监会行业
首创股份	股东大会通过	18	6	2010-03-20	2010-04-16	社会服务业
恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5	2010-12-11	2010-12-30	造纸、印刷
新和成	董事会预案	7.32	5	2009-03-23	/	石油、化学、塑胶、塑料
健康元	股东大会通过	7	6	2009-07-13	2009-07-30	医药、生物制品
川投能源	证监会批准	21	6	2010-05-24	2010-06-24	电力、煤气及水生产、供应业
赣粤高速	股东大会通过	23	6	2010-04-23	2010-05-14	交通运输、仓储业
嘉宝集团	股东大会通过	6	5	2010-08-12	2010-09-01	综合类
深圳机场	股东大会通过	20	6	2010-11-27	2010-12-14	交通运输、仓储业
巨轮股份	股东大会通过	3.5	5	2010-11-11	2010-11-27	机械、设备、仪表
中国石化	证监会批准	230	6	2010-03-29	2010-05-19	采掘业
中海发展	董事会预案	39.5	6	2011-02-01		交通运输

资料来源：根据 WIND 统计

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。