

转债市场处于平稳发展期——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 3 月 28 日

投资要点：

1、上周沪深市场处于震荡上涨状态，截至 2011 年 3 月 25 日，沪深 300 指数收于 3294.48 点，涨幅为 2.45%。转债指数走势弱于市场，中信标普转债指数收于 2804.68 点，涨幅只有 1.05%。上周转债周成交金额为 40.846 亿元，较前一交易周的 37.237 亿元有所增加，其中工行转债达到 10.11 亿元，中行达到 8.21 亿元，石化转债成交 14.05 亿元，石化转债成为市场的交易主力；塔牌转债成交 2.11 亿，国投转债成交 3.43 亿，其余转债成交都比较小，在 1 亿元以下。可见，投资者在配置转债时要考虑其流动性差异。

2、上周可转债表现不及正股，转债上涨幅度相对比较小，转债 14 涨 2 跌，平均上涨了 1.21%，而转债正股平均上涨了 2.53%。其中，海运转债上涨了 2.45%，美丰转债上涨 2.31%，但其正股上涨了 4.33%、3.66%。唐钢转债下跌-0.08%，新钢转债下跌-0.05%，投资者要注意风险。截止 3 月 24 日铜陵转债余额为 478.57 元，已经转股 199521.43 万元，余额占比 0.2393%。没有转股的铜陵转债被赎回，3 月 31 日为赎回款到达持有人的资金帐户日，本次赎回完成后，铜陵转债将在深圳证券交易所摘牌。

3、目前转债整体上呈弱股性、弱债性的特点，但转债估值相对合理，接近其内在价值，截止 3 月 25 日转债市场平均纯债溢价率为 37.49%，比前周的 35.83%有所增加；平均转股溢价率为 34.42%，比前周 35.86%有所减少。工行转债、塔牌转债、海运转债属于偏股型，投资者可多加关注。

4、伴随着外围市场影响效应的减弱，加之政策环境总体上有利于市场，估计市场上冲 3000 点以上的概率在加大。投资者可积极关注低估值蓝筹、大消费概念股、资源股等。把握市场结构转换才是关键，在细分行业中把握结构性投资机会。本周可关注能源类转债的机会如国投转债以及石化转债、即将上市的川投转债的配置机会。

可转债价值评价（3 月 28 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	47.03%	12.85%	偏债型
博汇转债	47.46%	21.86%	平衡型
双良转债	55.91%	36.82%	平衡型
歌华转债	36.70%	40.55%	平衡型
海运转债	7.06%	44.70%	偏股型
国投转债	17.08%	38.37%	平衡型
石化转债	21.98%	27.88%	平衡型
澄星转债	30.91%	14.24%	平衡型
中行转债	20.57%	23.30%	平衡型
工行转债	11.58%	41.12%	偏股型
唐钢转债	158.06%	1.88%	偏债型
美丰转债	22.78%	35.88%	平衡型
中鼎转债	35.17%	47.04%	平衡型
铜陵转债	-0.16%	110.95%	偏股型
燕京转债	37.12%	45.26%	平衡型
塔牌转债	1.49%	57.06%	偏股型

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: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

转债市场处于平稳发展期——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上涨状态,截至 2011 年 3 月 25 日,沪深 300 指数收于 3294.48 点,涨幅为 2.45%。转债指数走势弱于市场,相对涨幅比较小,反映了转债的防御性特点,截至 3 月 25 日,中信标普转债指数收于 2804.68 点,比前周 2775.61 点上涨 29.07 点,涨幅为 1.05%。

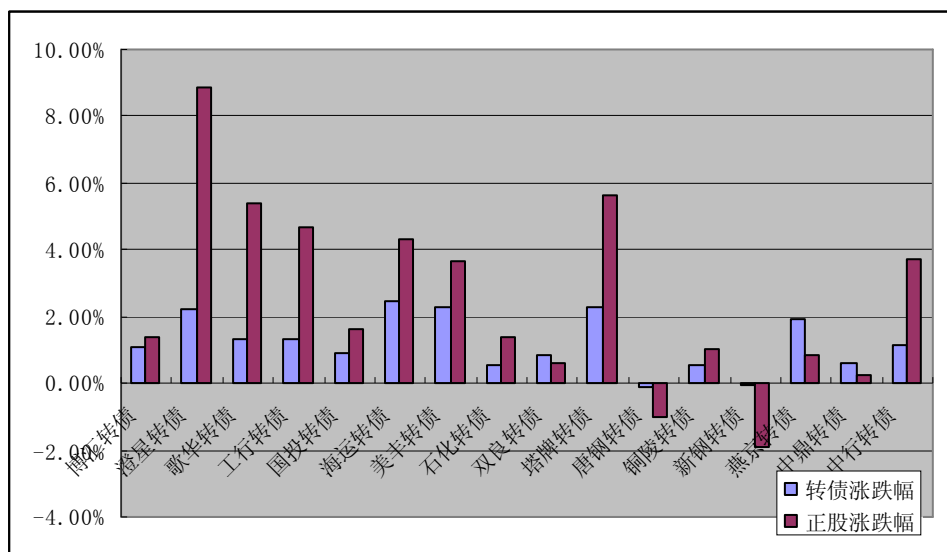
表 1: 可转债市场交易情况(2011 年 3 月 21 日 - 3 月 25 日)

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)
博汇转债	115.8	1.09%	1.37%	2015	232.016	23211.71
澄星转债	120.23	2.19%	8.89%	28731	3456.212	88193.51
歌华转债	118.85	1.32%	5.38%	6870	809.8949	121220.4
工行转债	119.91	1.35%	4.69%	849093	101140.7	176680
国投转债	120.45	0.93%	1.63%	286671	34344.61	18632.31
海运转债	123.89	2.45%	4.33%	62428	7699.424	55838.9
美丰转债	122.78	2.31%	3.66%	12988.2	1566.52	51934.39
石化转债	108.69	0.55%	1.40%	1300222	140488	206146
双良转债	119.5	0.84%	0.62%	18103	2158.952	47779.76
塔牌转债	146.78	2.27%	5.65%	144314.5	21104.2	131397.9
唐钢转债	107.8	-0.08%	-1.01%	37101.2	4002.202	64075.77
铜陵转债	183	0.55%	1.02%	27282.7	4927.601	358553.7
新钢转债	113.45	-0.05%	-1.88%	24022	2723.647	24478.87
燕京转债	122.879	1.95%	0.82%	9067.7	1105.035	65052.74
中鼎转债	131	0.60%	0.25%	4976.4	647.4456	29653.14
中行转债	108	1.17%	3.72%	763169	82055.27	66939.5

资料来源:根据 WIND 统计和东北证券

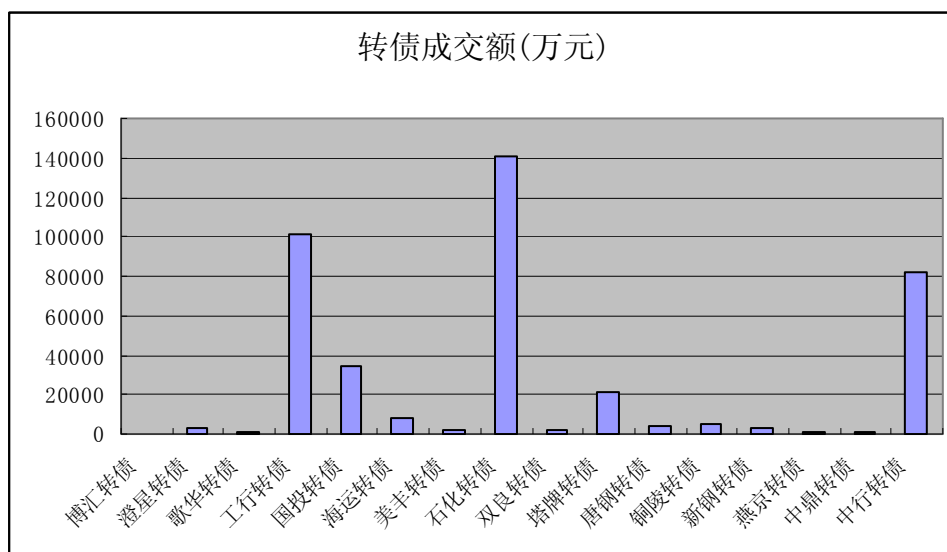
上周 A 股市场震荡上涨,可转债 14 涨 2 跌,可转债平均上涨了 1.21%,而可转债正股平均上涨了 2.53%,可转债表现不及正股,转债上涨幅度相对比较小,反映可转债由于各种条款的约束以及具备债性的特点有滞涨迹象。强者恒强,是可转债运行的一大特点。上周海运转债上涨了 2.45%,美丰转债上涨 2.31%,但其正股上涨了 4.33%、3.66%;澄星转债上涨 2.19%,但其正股上涨了 8.89%。唐钢转债下跌-0.08%,新钢转债下跌-0.05%,投资者要注意风险。由于铜陵转债 3 月 24 日就不再交易,没有转股的转债面临着赎回风险。总体来说在震荡市场环境下转债相对比较抗跌,但这一阶段反弹转债反而表现不佳。上周转债表现不尽如人意,相对不及市场,反映了可转债在震荡环境下的滞涨特点。但我们看好后期转债的表现,值得关注。其中,双良转债、海运转债与标的股票的联动性较强。从换手率看,塔牌转债比较高,位居前列,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,但其赎回的可能性在大增。

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

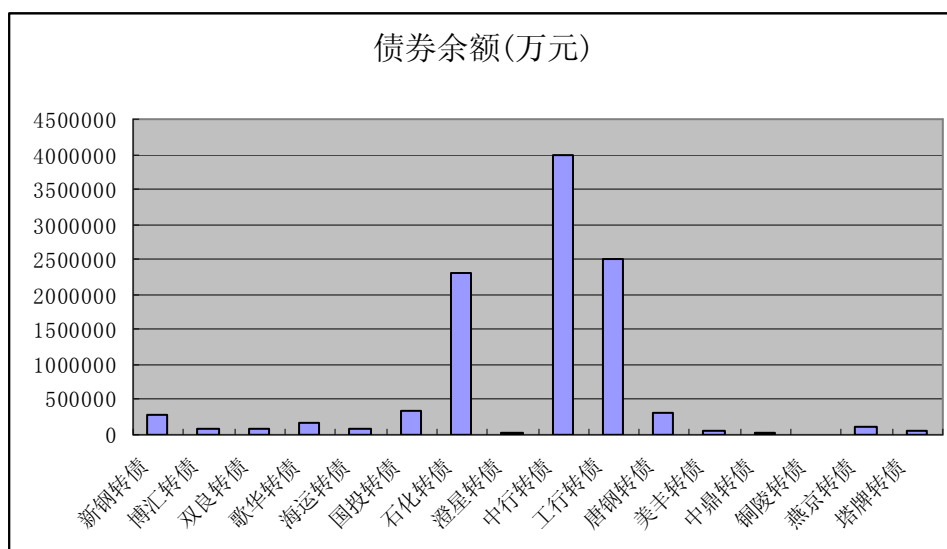
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 3577054.7 手转债，周成交金额为 40.846 亿元，较前一交易周的 37.237 亿元有所增加。其中工行转债成交额达到 10.11 亿元，中行转债的周成交额达到 8.21 亿元，石化转债成交 14.05 亿元，石化转债替代中行和工行转债成为市场的交易主力；塔牌转债成交 2.11 亿，国投转债成交 3.43 亿，其余转债成交都比较小，在 1 亿元以下，其中博汇转债的周成交额只有 232.016 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，值得注意。

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	交易日期	当日转股数量(万股)	累计转股数量(万股)	累计转股比例(%)
113002.SH	工行转债	2011-03-21	0.4815	56.0772	0.01
113002.SH	工行转债	2011-03-22	0.6502	56.7274	0.01
113002.SH	工行转债	2011-03-23	0.361	57.0884	0.01
113002.SH	工行转债	2011-03-24	0.4815	57.5699	0.01
代码	名称	变动日期	变动后	本次变动	变动前
126630.SZ	铜陵转债	2011-03-24	478.57	-8570.24	9048.81
126630.SZ	铜陵转债	2011-03-22	9048.81	-31172.5	40221.33
126630.SZ	铜陵转债	2011-03-21	40221.33	-8232.76	48454.09
128233.SZ	塔牌转债	2011-03-25	59630.77	-1245.52	60876.29
128233.SZ	塔牌转债	2011-03-24	60876.29	-2113.43	62989.72
128233.SZ	塔牌转债	2011-03-23	62989.72	-0.24	62989.96
128233.SZ	塔牌转债	2011-03-22	62989.96	-0.01	62989.97
128233.SZ	塔牌转债	2011-03-21	62989.97	-0.44	62990.41

资料来源: 根据 WIND 统计和东北证券

工行转债于3月24日转股0.4815万股,累计转股数量为57.5699万股,累计转股比例为0.01%。值得一提的是,铜陵转债的赎回日为2011年3月24日,截止3月24日铜陵转债余额为478.57万元,已经转股199521.43万元,余额占比0.2393%。没有转股的铜陵转债按照103.00%(包含利息)被赎回。2011年3月29日为铜陵转债赎回款的公司付款日,3月31日为赎回款到达铜陵转债持有人的资金帐户日。本次提前赎回完成后,铜陵转债将在深圳证券交易所摘牌。唐钢转债转股7.58万元,唐钢转债满足回售条款,实际回售面额为0.24万元,但本年度已无回售权。塔牌转债截止3月24日已转股3369.23万元,余额占比94.65%,塔牌转债再连续3日收盘价高于17.30即赎回条款,赎回面值为105.00%(包含利息),值得投资者关注,赎回风险在逐步增加。

二、可转债价值评价

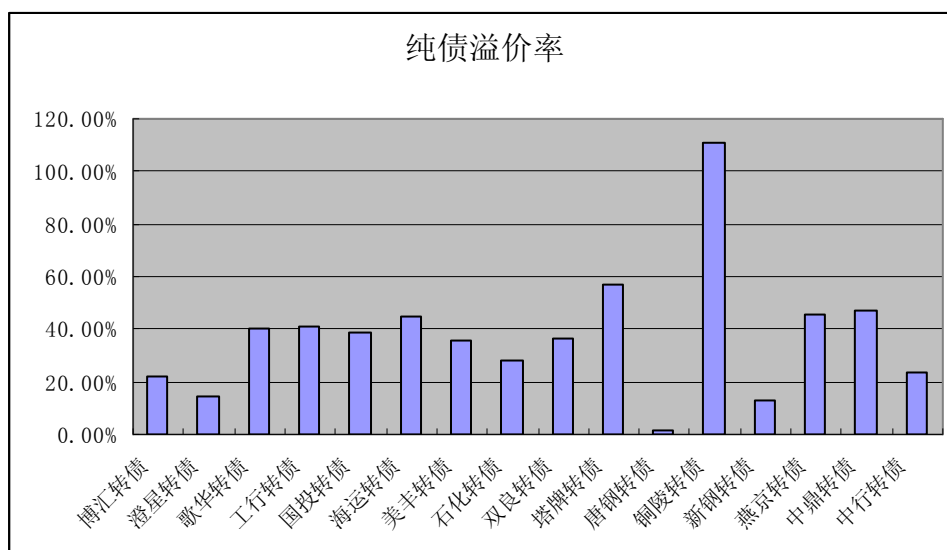
表3 可转债债券价值（3月25日）

证券简称	收盘价元	理论价格 (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
博汇转债	115.8	119.42	1.04%	-1.15%	95.03	20.77	21.86%	3.50
澄星转债	120.23	120.46	1.91%	-7.71%	105.24	14.99	14.24%	1.13
歌华转债	118.85	118.61	0.50%	-1.33%	84.56	34.29	40.55%	5.68
工行转债	119.91	120.82	0.42%	-1.67%	84.97	34.94	41.12%	5.44
国投转债	120.45	119.68	0.42%	-0.86%	87.05	33.40	38.37%	5.84
海运转债	123.89	123.25	0.57%	-3.06%	85.62	38.27	44.70%	4.79
美丰转债	122.78	120.8	0.65%	-2.75%	90.36	32.42	35.88%	4.19
石化转债	108.69	107.9	0.46%	0.56%	85.00	23.69	27.88%	5.92
双良转债	119.5	117.62	0.42%	-3.04%	87.34	32.16	36.82%	4.11
塔牌转债	146.78	144.63	0.55%	-5.54%	93.45	53.33	57.06%	4.42
唐钢转债	107.8	107.93	1.58%	3.16%	105.81	1.99	1.88%	1.73
铜陵转债	183	183.29	0.33%	-9.18%	86.75	96.25	110.95%	5.31
新钢转债	113.45	113.61	1.85%	-0.73%	100.53	12.92	12.85%	2.41
燕京转债	122.879	119.44	0.41%	-3.52%	84.59	38.29	45.26%	4.56
中鼎转债	131	126.42	0.61%	-3.25%	89.09	41.91	47.04%	4.89
中行转债	108	110.25	0.46%	0.63%	87.59	20.41	23.30%	5.19

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增加，由于市场反弹，转债市场债性有所减弱；3月25日，转债市场平均纯债溢价率为37.49%，比前周的35.83%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3.16%，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0.63%，石化转债为0.56%，这三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，债性相对较弱，属于平衡型，而工行转债、塔牌转债、海运转债属于偏股型。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，值得关注。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 (3 月 25 日)

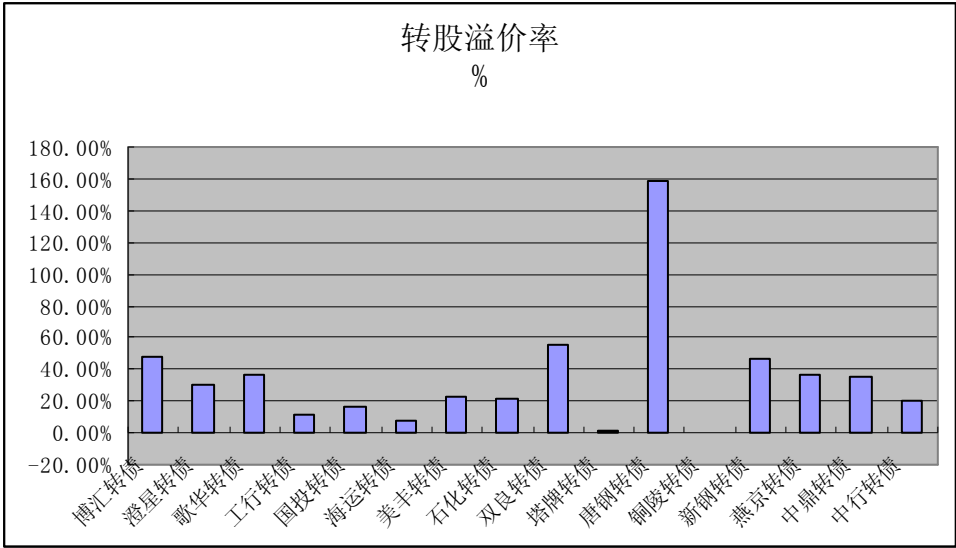
证券简称	收盘价元	理论价格 (元)	转股价 元	转股比例	转换价值 元	转股溢价 元	转股溢价 率%	转股 市盈率
博汇转债	115.8	119.42	10.34	9.67	78.53	37.27	47.46%	45.34
澄星转债	120.23	120.46	10.54	9.49	91.84	28.39	30.91%	152.68
歌华转债	118.85	118.61	15.09	6.63	86.94	31.91	36.70%	60.98
工行转债	119.91	120.82	4.15	24.10	107.47	12.44	11.58%	13.10
国投转债	120.45	119.68	7.29	13.72	102.88	17.57	17.08%	39.41
海运转债	123.89	123.25	4.58	21.83	115.72	8.17	7.06%	111.04
美丰转债	122.78	120.8	7.36	13.59	100.00	22.78	22.78%	44.89
石化转债	108.69	107.9	9.73	10.28	89.11	19.58	21.98%	16.27
双良转债	119.5	117.62	21.11	4.74	76.65	42.85	55.91%	195.71
塔牌转债	146.78	144.63	13.31	7.51	144.63	2.15	1.49%	42.47
唐钢转债	107.8	107.93	9.36	10.68	41.77	66.03	158.06%	67.27
铜陵转债	183	183.29	15.68	6.38	183.29	-0.29	-0.16%	62.38
新钢转债	113.45	113.61	8.1	12.35	77.16	36.29	47.03%	43.76
燕京转债	122.879	119.44	21.86	4.57	89.62	33.26	37.12%	42.23
中鼎转债	131	126.42	25.31	3.95	96.92	34.08	35.17%	57.56
中行转债	108	110.25	3.74	26.74	89.57	18.43	20.57%	10.36

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 34.42%，比前周 35.86%有所减少，转债市场股性相对有所增强。目前工行转债、塔牌转债属于偏

股型，大部分转债属于平衡型。值得注意的是，塔牌转债的赎回风险在加大，只有 3 个交易日就满足赎回条款；海运转债、塔牌转债的转股溢价率较低，是具有潜在投资价值的品种；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。整体来说，在目前的大环境下，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

表 5 可转债修正、赎回、回售条款统计

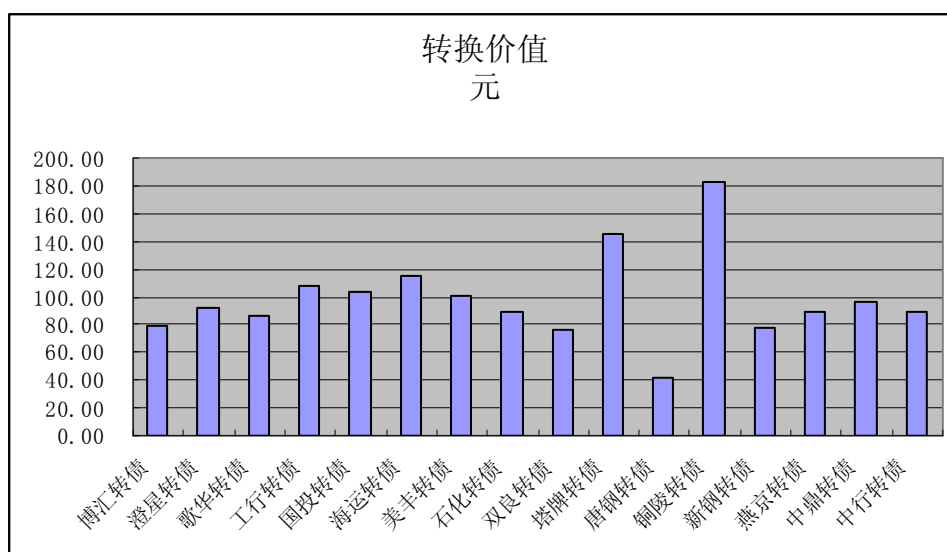
名称	转债价格	股票价格	转股价格	转股价值	修正价格	赎回价格	回售价格
唐钢转债	107.8	3.91	9.36	41.77	—	12.17	6.55
美丰转债	122.78	7.36	7.36	100.00	6.26	9.57	—
中鼎转债	131	24.53	25.31	96.92	22.78	—	17.72
铜陵转债	183	28.74	15.68	183.29	14.11	20.38	10.98
燕京转债	122.87	19.59	21.86	89.62	18.58	—	—
塔牌转债	146.78	19.25	13.31	144.63	11.31	17.30	—
新钢转债	113.45	6.25	8.1	77.16	—	10.53	—
博汇转债	115.8	8.12	10.34	78.53	—	13.44	—
双良转债	119.5	16.18	21.11	76.65	17.94	27.44	14.78
歌华转债	118.85	13.12	15.09	86.94	13.58	—	—
海运转债	123.89	5.3	4.58	115.72	3.66	—	—

国投转债	120.45	7.5	7.29	102.88	6.56	—	—
石化转债	108.69	8.67	9.73	89.11	7.78	—	—
澄星转债	120.23	9.68	10.54	91.84	—	13.70	7.38
中行转债	108	3.35	3.74	89.57	—	4.86	—
工行转债	119.91	4.46	4.15	107.47	3.32	5.40	—

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

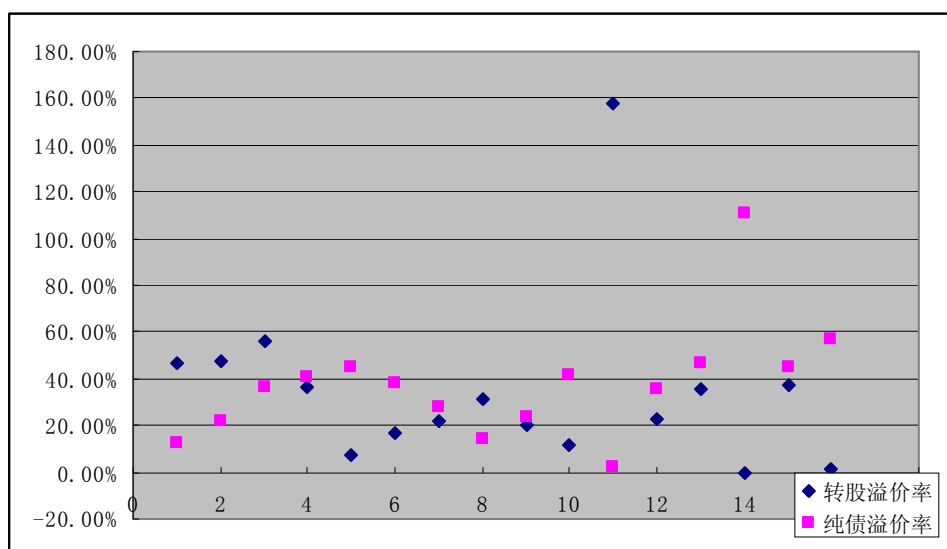
目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 19.93%，转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 27.65%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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

随着日本地震导致的负面影响的减弱，加之政策环境总体上有利于市场震荡反弹，估计市场上冲3000点应没有大的悬念，投资者可积极关注。投资者可积极关注低估值蓝筹、大消费概念股、资源股、通货膨胀股等。如果市场继续震荡上冲，投资者可审慎评价投资决策。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，3100点上方压力比较大，而把握市场结构转换才是关键，在细分周期性行业挖掘个股价值重估机会，投资者可关注通胀、重组、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，风险偏好投资者可在目前均衡格局中把握结构性投资机会。

表6 可转债估值分析

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型	估值
新钢转债	47.03%	12.85%	偏债型	高估
博汇转债	47.46%	21.86%	平衡型	高估
双良转债	55.91%	36.82%	平衡型	高估
歌华转债	36.70%	40.55%	平衡型	高估
海运转债	7.06%	44.70%	偏股型	低估
国投转债	17.08%	38.37%	平衡型	合理
石化转债	21.98%	27.88%	平衡型	合理
澄星转债	30.91%	14.24%	平衡型	高估
中行转债	20.57%	23.30%	平衡型	合理
工行转债	11.58%	41.12%	偏股型	合理
唐钢转债	158.06%	1.88%	偏债型	高估
美丰转债	22.78%	35.88%	平衡型	合理
中鼎转债	35.17%	47.04%	平衡型	高估
铜陵转债	-0.16%	110.95%	偏股型	低估
燕京转债	37.12%	45.26%	平衡型	高估
塔牌转债	1.49%	57.06%	偏股型	低估

资料来源：东北证券

目前转债市场高速扩容时期已经过去，伴随着川化转债的发行，转债供给压力已经减小，供求相对平衡。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，转债估值相对合理，在2月份市场反弹之际，转债上涨相对比较小，使得其估值更为接近其内在价值。建议配置型投资者，可重点关注基本面相对比较好的转债，关注转债申购的价值以及新上市的可转债的配置机会如石化转债，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，把握转债的结构性投资机会，审慎评价可转债的价值，本周可关注能源类转债的机会如国投转债。

表7 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	2010-3-20	2010-4-16	社会服务业
中海发展	董事会预案	39.5	6	2011-2-1		交通运输、仓储业
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	2009-3-23		石油、化学、塑胶、塑料
健康元	股东大会通过	7	6	2009-7-13	2009-7-30	医药、生物制品
川投能源	证监会批准	21	6	2010-5-24	2010-6-24	电力、煤气及水的生产和供应业
赣粤高速	股东大会通过	23	6	2010-4-23	2010-5-14	交通运输、仓储业
嘉宝集团	股东大会通过	6	5	2010-8-12	2010-9-1	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
民生银行	董事会预案	200	6	2011-2-26		金融、保险业

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。