

可转债估值相对比较合理——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 5 月 9 日

投资要点：

1、上周沪深市场处于下跌状态，截至 5 月 6 日，沪深 300 指数收于 3121.4 点，跌幅为-2.23%，转债指数相对较强，中信标普转债指数收于 2844.09 点，跌幅为-0.17%。上周转债成交金额为 25.7 亿元，较前一交易周大幅度下降，其中工行转债达到 4.985 亿元，中行转债达到 9.978 亿元，石化转债成交 4.965 亿元，其余转债成交都比较小，而博汇转债的周成交额只有 163.6716 万元，比较低迷。投资者在把握可转债机会时要重视流动性指标。

2、上周可转债 8 涨 7 跌 1 平，可转债平均上涨下跌了 0.32%，而可转债正股平均上涨了 0.96%，可转债表现可圈可点，可转债涨幅尚可。其中澄星转债上涨了 1.68%，唐钢转债上涨 1.25，但其正股却分别上涨 4.54%、3.49%。石化转债下跌了-0.73%，双良转债下跌了-0.59%，投资者要注意风险，塔牌转债面临着赎回风险，赎回日为 5 月 31 日，建议投资者尽快转股或卖出，否则就有损失。由于临近赎回日期，塔牌转债换手比较活跃。

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，在市场反弹之际投资价值凸显，截止 5 月 6 日转债市场平均纯债溢价率为 35.06%，比前周的 34.62%有所增加，平均转股溢价率为 36.51%，比前周转股溢价率 37.41%相对有所下降。工行转债、国投转债、海运转债属于偏股型，具有潜在投资价值，随着市场的反弹，投资者可关注这类转债的投资机会。其余转债的转股溢价都比较高，同时债券溢价也比较高，加之收益率为负值，这类转债投资者要谨慎对待，注意风险。

4、在市场已大幅度下跌的环境下，估计市场反弹的动能比较强劲，投资者可关注新能源、通信、电子元器件以及中小板品种，挖掘具备安全边际的品种。目前转债市场风险属于相对比较合理水平，下跌的空间不大，估值相对合理，如果市场反弹，转债投资机会凸显。建议配置型投资者，可关注转债申购的价值以及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。

可转债价值评价（5 月 6 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	31.09%	17.71%	平衡型
博汇转债	49.42%	23.66%	平衡型
双良转债	74.23%	34.92%	偏债型
歌华转债	51.67%	39.88%	平衡型
海运转债	13.90%	43.97%	偏股型
国投转债	11.29%	45.59%	偏股型
石化转债	25.57%	29.09%	平衡型
川投转债	31.92%	40.29%	平衡型
澄星转债	22.82%	18.77%	平衡型
中行转债	20.33%	24.76%	平衡型
工行转债	10.55%	43.90%	偏股型
唐钢转债	117.35%	3.36%	偏债型
美丰转债	29.07%	34.87%	平衡型
中鼎转债	55.20%	38.82%	平衡型
燕京转债	38.50%	47.25%	平衡型
塔牌转债	1.22%	74.14%	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

可转债估值相对比较合理——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 5 月 6 日，沪深 300 指数收于 3121.4 点，跌幅为-2.23%。转债指数走势强于市场，相对跌幅比较小，说明可转债的抗跌性比较突出，截至 5 月 6 日，中信标普转债指数收于 2844.09 点，比前周 2849.05 点下跌 4.96 点，跌幅为-0.17%。

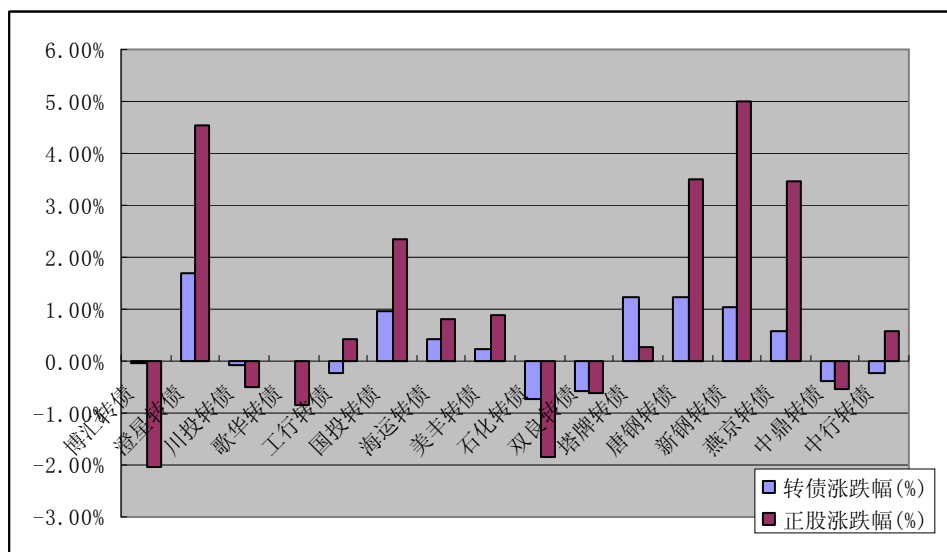
表 1：可转债市场交易情况（2011 年 5 月 3 日 - 5 月 6 日）

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)
110007.SH	博汇转债	117.77	-0.03%	-2.04%	1389	163.67	29324.81
110078.SH	澄星转债	126.08	1.68%	4.54%	3567	447.68	180747.9
110016.SH	川投转债	120.86	-0.07%	-0.50%	61808	7463.35	36354.34
110011.SH	歌华转债	118	0.00%	-0.84%	5433	641.35	13025.1
113002.SH	工行转债	122	-0.21%	0.44%	408316	49854.93	99137.76
110013.SH	国投转债	126.4	0.96%	2.35%	146018	18424.12	43219.1
110012.SH	海运转债	123.1	0.42%	0.81%	24178	2971.81	8707.559
125731.SZ	美丰转债	121.88	0.21%	0.87%	7651.6	928.93	13395.57
110015.SH	石化转债	109.44	-0.73%	-1.85%	452789	49657.51	124105.3
110009.SH	双良转债	117.2	-0.59%	-0.63%	9848	1159.59	18175.89
128233.SZ	塔牌转债	162.666	1.22%	0.28%	34642.6	5731.89	125757.9
125709.SZ	唐钢转债	110.3	1.25%	3.49%	106654.2	11681.89	265950.7
110003.SH	新钢转债	119.11	1.05%	4.99%	58039	6906.38	34681.13
126729.SZ	燕京转债	124.5	0.56%	3.48%	6645.1	826.85	63416.58
125887.SZ	中鼎转债	123.5	-0.40%	-0.54%	2962.6	367.69	15483.61
113001.SH	中行转债	109.07	-0.24%	0.59%	915227	99785.74	56646.72

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

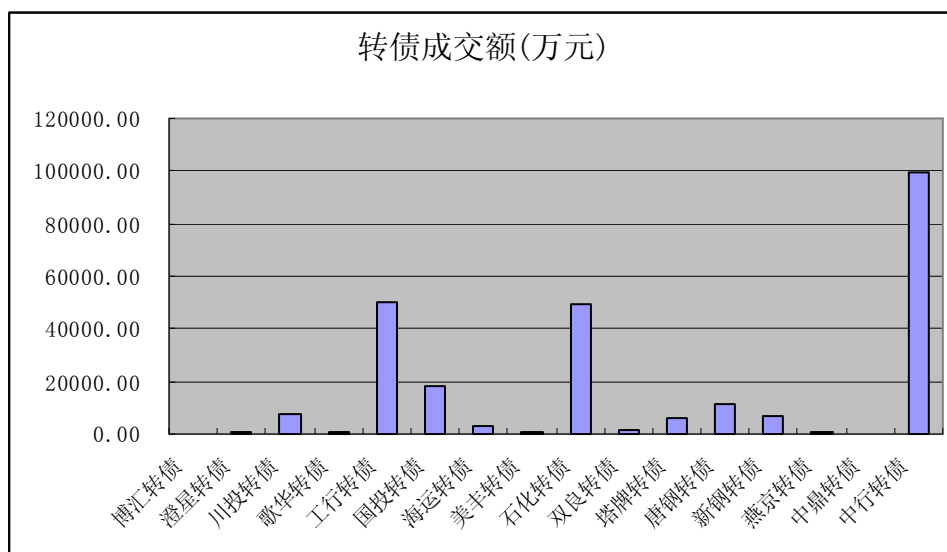
上周 A 股市场震荡下跌，可转债 8 涨 7 跌 1 平，可转债平均上涨下跌了 0.32%，而可转债正股平均上涨了 0.96%，可转债表现可圈可点，可转债涨幅尚可。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上周澄星转债上涨了 1.68%，唐钢转债上涨 1.25，但其正股却分别上涨 4.54%、3.49%。石化转债下跌了-0.73%，双良转债下跌了-0.59%，投资者要注意风险。塔牌转债面临着赎回风险。总体来说在震荡市场环境下转债相对有一定的抗跌性，但前一阶段反弹转债表现不佳，如果市场持续反弹，转债的投资价值值得期待。上周转债表现可以，相对强于市场，市场下跌而转债大部分上涨，反映了可转债在震荡环境下的防御性特点。但我们看好后期转债的表现，值得关注。其中，中行转债、工行转债、海运转债与标的股票的 5 日联动性较强，其余转债的 5 日联动性比较弱，甚至与其标的股票走势相异。从换手率看，塔牌转债换手比较活跃，短线交易频繁，这可能与其提前赎回日期越来越近有关，其余转债换手率一般。

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

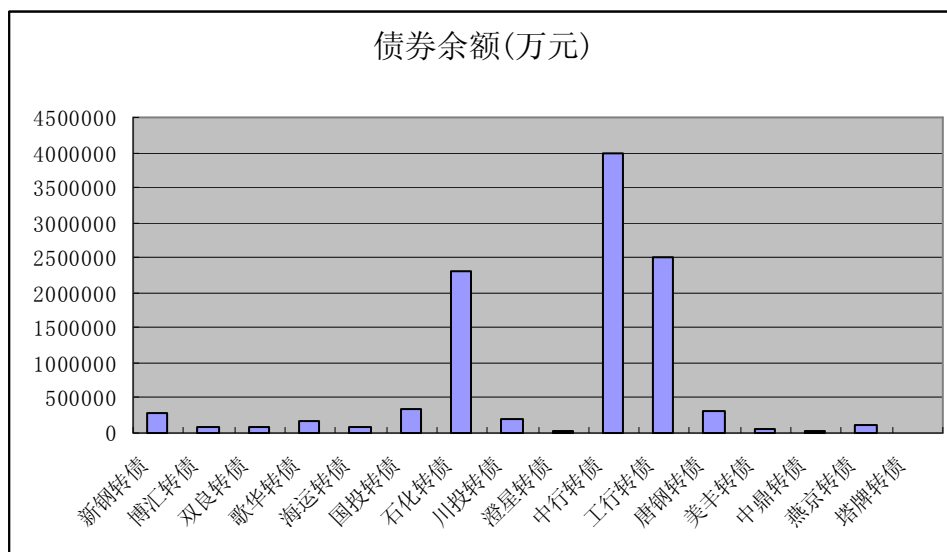
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 2245168.1 手转债，周成交金额为 25.7 亿元，较前一交易周的 42.729 亿元大幅度下降，这可能是四个交易日的缘故，其中工行转债成交额达到 4.985 亿元，中行转债的周成交额达到 9.978 亿元，石化转债成交 4.965 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；唐钢转债成交 1.168 亿元，塔牌转债成交 5731.88 万元，国投转债成交 1.84 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 163.6716 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，值得关注。

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

名称	变动日期	变动后	本次变动	变动前
燕京转债	2011-05-06	112999.8	-0.1	112999.9
塔牌转债	2011-05-06	10351.62	-0.02	10351.64
塔牌转债	2011-05-05	10351.64	-2517.91	12869.55
塔牌转债	2011-05-04	12869.55	-2821.85	15691.4
塔牌转债	2011-05-03	15691.4	-226.74	15918.14
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(%)
工行转债	2011-05-03	0.1924	78.7362	0.01
工行转债	2011-05-05	0.072	78.8082	0.01
工行转债	2011-05-06	0.2167	79.0249	0.01

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

工行转债于5月6日转股0.2167万股，累计转股数量为79.0249万股，累计转股比例为0.01%。中行转债于4月27日转股0.1604万股，累计转股数量为10.8851万股，累计转股比例为0.0001%。澄星转债于4月13日转股0.0948万股，累计转股数量为1241.403万股，累计转股比例为29.84%。唐钢转债已转股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5月6日已转股52648.38万元，余额占比16.43%。广东塔牌集团股份有限公司股票自2011年3月3日至2011年3月30日连续20个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%，已触发可转债的提前赎回条款。公司有权以105元（含当期利息）的价格赎回全部或部分未转股的公司可转债。赎回日为2011年5月31日，赎回价格为可转债面值的105%（含当期利息）。自2011年5月31日起，“塔牌转债”停止交易和转股。本次提前赎回完成后，“塔牌转债”将在深圳证券交易所摘牌。2011年6月3日为“塔牌转债”赎回款的公司付款日，2011年6月8日为赎回款到达“塔牌转债”持有人的资金账户日。美丰转债已转股1826.78

万，余额占比 97.1896%；燕京转债已经转股 0.25 万元。

二、可转债价值评价

表 3 可转债债券价值（5 月 6 日）

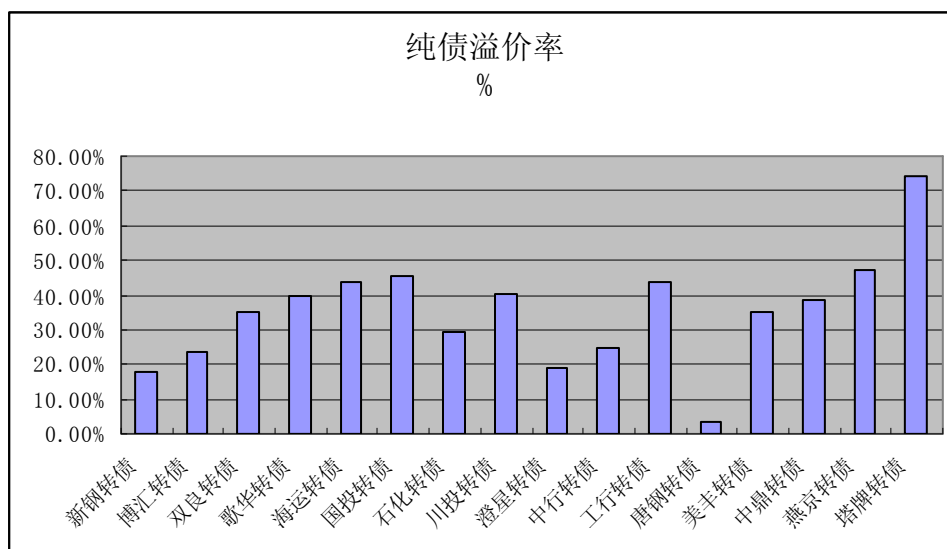
证券简称	收盘价 元	当期收 益率%	纯债到期 收益率%	纯债价 值元	纯债溢 价元	纯债溢 价率	剩余期 限(年)
新钢转债	119.11	1.76%	-2.91%	101.19	17.92	17.71%	2.30
博汇转债	117.77	1.02%	-1.69%	95.24	22.53	23.66%	3.39
双良转债	117.2	0.68%	-2.75%	86.87	30.33	34.92%	4.00
歌华转债	118	0.51%	-1.23%	84.36	33.64	39.88%	5.56
海运转债	123.1	0.57%	-3.00%	85.51	37.59	43.97%	4.68
国投转债	126.4	0.40%	-1.73%	86.82	39.58	45.59%	5.73
石化转债	109.44	0.46%	0.45%	84.78	24.66	29.09%	5.81
川投转债	120.86	0.41%	-0.92%	86.15	34.71	40.29%	5.88
澄星转债	126.08	1.82%	-12.82%	106.16	19.92	18.77%	1.01
中行转债	109.07	0.46%	0.45%	87.43	21.64	24.76%	5.08
工行转债	122	0.41%	-2.03%	84.78	37.22	43.90%	5.33
唐钢转债	110.3	1.54%	1.92%	106.71	3.59	3.36%	1.61
美丰转债	121.88	0.66%	-2.65%	90.37	31.51	34.87%	4.08
中鼎转债	123.5	0.65%	-2.11%	88.96	34.54	38.82%	4.77
燕京转债	124.5	0.40%	-3.90%	84.55	39.95	47.25%	4.45
塔牌转债	162.666	0.49%	-7.95%	93.41	69.26	74.14%	4.31

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，由于市场下跌，转债市场债性有所增强；5 月 6 日，转债市场平均纯债溢价率为 35.06%，比前周的 34.62%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 1.92%，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 0.45%，石化转债为 0.45%，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，债性相对比较弱，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，在钢铁板块相对比较活跃的背景下，值得关注。澄星转债的收益率水平最低，但债券价格与价值较为接近，下跌空间有限，不建议作为多头配置。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，但也不容忽视。塔牌转债的价格与其转换价值接近，5月31日为赎回日，建议投资者适时抛售或积极转股，以规避赎回风险。

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

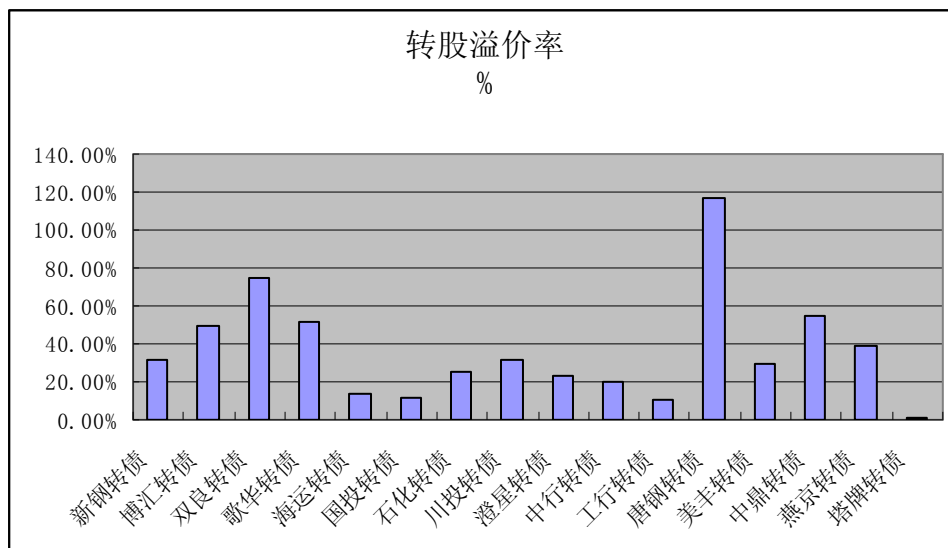
表4 可转债转股价值评价（5月6日）

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	119.11	8.1	12.35	90.86	28.25	31.09%	96.48
博汇转债	117.77	10.34	9.67	78.82	38.95	49.42%	104.35
双良转债	117.2	21.11	4.74	67.27	49.93	74.23%	491.87
歌华转债	118	15.09	6.63	77.80	40.20	51.67%	589.61
海运转债	123.1	4.58	21.83	108.08	15.02	13.90%	96.54
国投转债	126.4	7.29	13.72	113.58	12.82	11.29%	2490.43
石化转债	109.44	9.73	10.28	87.15	22.29	25.57%	45.12
川投转债	120.86	17.3	5.78	91.62	29.24	31.92%	251.01
澄星转债	126.08	10.54	9.49	102.66	23.42	22.82%	474.60
中行转债	109.07	3.74	26.74	90.64	18.43	20.33%	33.99
工行转债	122	4.15	24.10	110.36	11.64	10.55%	33.75
唐钢转债	110.3	9.36	10.68	50.75	59.55	117.35%	172.07
美丰转债	121.88	7.36	13.59	94.43	27.45	29.07%	291.24
中鼎转债	123.5	25.31	3.95	79.57	43.93	55.20%	146.75
燕京转债	124.5	21.86	4.57	89.89	34.61	38.50%	883.62
塔牌转债	162.666	13.31	7.51	160.71	1.96	1.22%	77.32

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。上周正股市场震荡下跌，转债市场平均转股溢价率为 36.51%，比前周转股溢价率 37.41% 相对有所下降，转债市场股性相对有所减弱。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，塔牌转债面临着赎回风险，建议投资者尽快转股或卖出，否则损失很大；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。但投资者可关注正股快速上涨的转债投资机会。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。

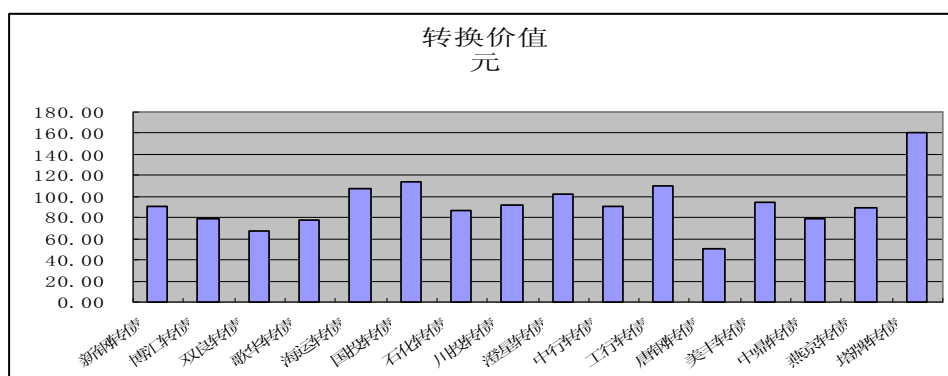
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 20.166%，转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 24.47%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

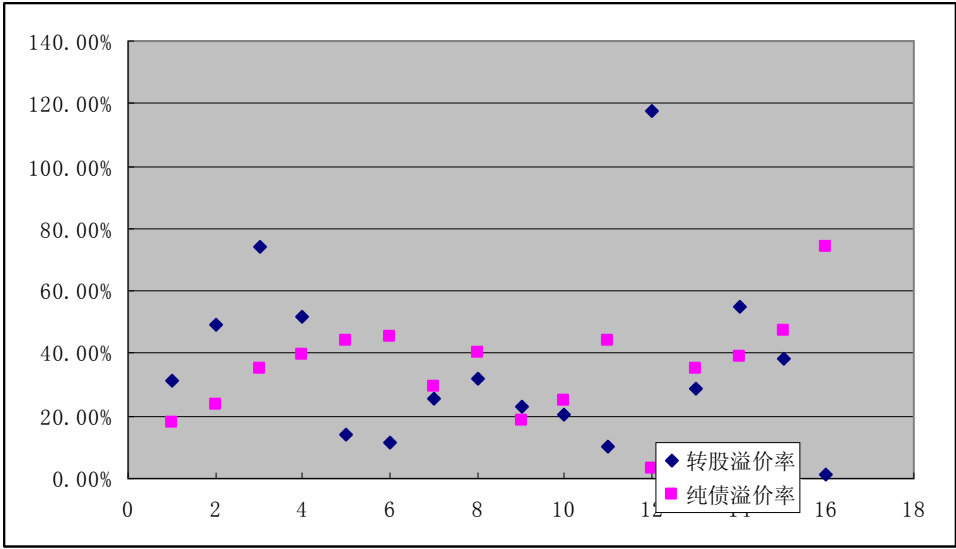
图 6 可转债转换价值比较





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

塔牌转债于 2011-04-29 符合赎回条款，赎回面值为 105.00%(包含利息)，已经触发赎回条款，且公司公布的赎回日期为 2011 年 5 月 31 日。双良转债再连续 27 日收盘价低于 14.78 即回售条款，回售面值为 103.00%(包含利息)。唐钢转债于 2011-04-29 符合回售条款，回售面值为 100.00%(加上当年利息)，唐钢转债本年度已无回售权，歌华转债即将于 2011-05-25 日进入转股期，其余转债无进程。

三、可转债投资建议

目前 CPI 高企，货币政策收紧是主基调，但在市场已经大幅度下跌的环境下，估计市场反弹的动能比较强劲，不排除大盘在本周向上冲击的可能性，投资者可关注新能源、通信、电子元器件以及中小板品种，挖掘具备安全边际的品种。目前 A 股市场上有压力、下有支撑，维持震荡是近期市场的主基调，把握市场结构转换是关键，在细分周期性行业挖掘个股价值重估机会，通胀、重组、新兴产业等主题不容忽视，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 5 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	31.09%	17.71%	平衡型	高估
博汇转债	49.42%	23.66%	平衡型	高估
双良转债	74.23%	34.92%	偏债型	高估
歌华转债	51.67%	39.88%	平衡型	高估
海运转债	13.90%	43.97%	偏股型	低估
国投转债	11.29%	45.59%	偏股型	合理
石化转债	25.57%	29.09%	平衡型	合理
川投转债	31.92%	40.29%	平衡型	高估

澄星转债	22.82%	18.77%	平衡型	合理
中行转债	20.33%	24.76%	平衡型	合理
工行转债	10.55%	43.90%	偏股型	合理
唐钢转债	117.35%	3.36%	偏债型	高估
美丰转债	29.07%	34.87%	平衡型	高估
中鼎转债	55.20%	38.82%	平衡型	高估
燕京转债	38.50%	47.25%	平衡型	高估
塔牌转债	1.22%	74.14%	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，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3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。上周转债市场表现可圈可点，如果市场反弹，转债投资机会凸显。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。4月11日国电电力公告发行55亿元、期限为6年的可转债，巨轮股份发行3.5亿可转债得到证监会批准，可关注发行上市机会。

表6 可转债发行预案统计

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
600008.SH	首创股份	股东大会通过	18	6	2010-03-20	2010-04-16
600026.SH	中海发展	股东大会通过	39.5	6	2011-02-01	2011-04-07
600356.SH	恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5	2010-12-11	2010-12-30
002001.SZ	新和成	董事会预案	7.32	5	2009-03-23	
600380.SH	健康元	股东大会通过	7	6	2009-07-13	2009-07-30
600795.SH	国电电力	董事会预案	55	6	2011-04-11	
600269.SH	赣粤高速	股东大会通过	23	6	2010-04-23	2010-05-14
000089.SZ	深圳机场	股东大会通过	20	6	2010-11-27	2010-12-14
002031.SZ	巨轮股份	证监会批准	3.5	5	2010-11-11	2010-11-27
600016.SH	民生银行	董事会预案	200	6	2011-02-26	

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 $\times$ 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。