

转债估值处于相对低位，价值挖掘机会若隐若显——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 6 月 7 日

投资要点：

1、上周沪深市场处于震荡反弹状态，截至 6 月 3 日，沪深 300 指数收于 2986.35 点，涨幅 0.78%。但转债指数走势弱于市场，中信标普转债指数收于 2800.43 点，跌幅为-0.51%。转债周成交金额为 30.41 亿元，较前一交易周的 28.03 亿元有所增加，从成交量看，处于第一梯队的转债有中行转债、工行转债、石化转债、国投转债等发行规模较大的转债，而新钢转债、唐钢转债、川投转债等处于第二梯队。其中工行转债成交额达到 7.458 亿元，中行转债达到 9.156 亿元，石化转债成交 9.312 亿元，国投转债成交 2.4 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 47.09 万元，比较低迷。

2、上周可转债 9 涨 7 跌，可转债平均上涨了 0.02%，而可转债正股平均上涨了 1.44%，可转债表现不及正股。其中，中鼎转债上涨 0.91%，唐钢转债上涨 0.90%，但正股却分别上涨了 5.23%、4.28%，歌华转债下跌-1.47%，中行转债下跌-0.82%。如果市场反弹，转债的投资价值值得期待。值得注意的是，中行转债与标的股票的联动性比较强，大部分转债与标的股票联动性比较弱。

3、转债整体上处于相对估值低位，转债估值比较合理，截止 6 月 3 日转债市场平均纯债溢价率为 31.79%，比前周的 31.61%有所增加，债性减弱，平均转股溢价率为 45.47%，比前周转股溢价率 47.76%相对有所下降，股性增强。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。对于转股溢价和债券溢价都比较高且收益率为负值的转债，投资者要谨慎对待，风险不容忽视。整体而言，转债呈弱股性、弱债性的特点，

4、目前市场处于弱势震荡环境，货币政策紧缩趋势短期内不大可能改变，A 股市场上有压力、下有支撑，维持震荡可能是市场的主基调。在目前的市场环境下，投资者要注意控制风险，挖掘价值低估转债的介入机会，关注拟发行转债的配置时机，转债估值处于相对低位，价值挖掘机会若隐若显。

可转债价值评价（6 月 3 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	估值
新钢转债	43.30%	16.45%	高估
博汇转债	62.25%	22.18%	高估
双良转债	79.12%	35.22%	高估
歌华转债	63.75%	36.87%	高估
海运转债	22.08%	43.46%	低估
国投转债	19.80%	41.29%	合理
石化转债	32.92%	26.69%	合理
川投转债	44.78%	36.88%	高估
澄星转债	34.68%	15.96%	合理
中行转债	21.24%	22.90%	合理
工行转债	13.36%	41.44%	合理
唐钢转债	138.18%	4.61%	高估
美丰转债	35.55%	34.61%	高估
中鼎转债	76.31%	38.72%	高估
燕京转债	43.61%	48.48%	高估
塔牌转债	-3.48%	42.92%	退市

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

转债估值处于相对低位，价值挖掘机会若隐若显——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反弹状态，截至 2011 年 6 月 3 日，沪深 300 指数收于 2986.35 点，涨幅为 0.78%。转债指数走势弱于市场，市场上涨而转债却下跌，截至 6 月 3 日，中信标普转债指数收于 2800.43 点，比前周 2814.81 点下跌 14.38 点，跌幅为-0.51%。

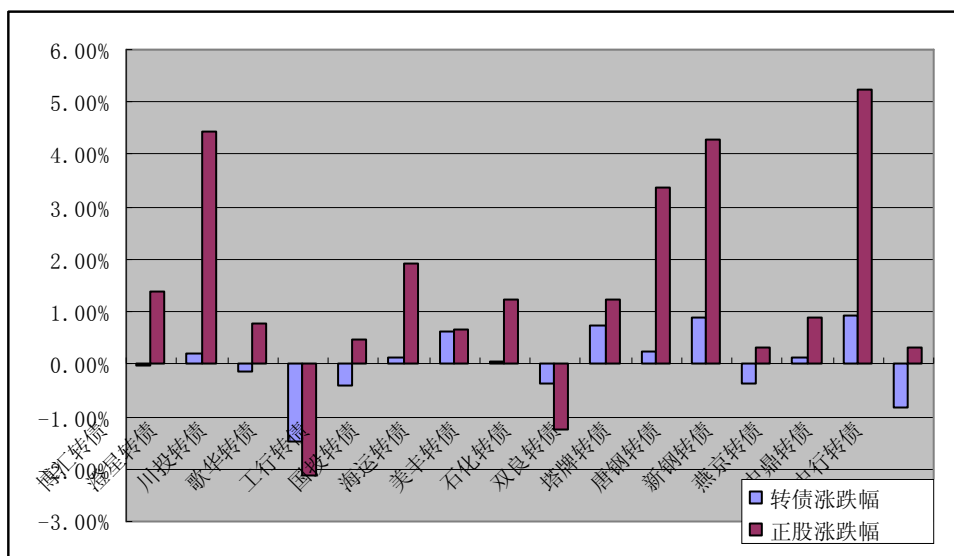
表 1：可转债市场交易情况（2011 年 5 月 30 日 - 6 月 3 日）

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	116.68	-0.02%	1.37%	405	47.09	12422.27
澄星转债	120.5	0.21%	4.43%	2689	323.24	77904.6
川投转债	118.5	-0.15%	0.78%	53398	6326.80	20243.93
歌华转债	116	-1.47%	-2.11%	20310	2357.52	20151.69
工行转债	120.46	-0.40%	0.46%	617120	74584.80	175315.2
国投转债	123.25	0.13%	1.90%	195008	24038.89	15878.7
海运转债	123.16	0.61%	0.66%	7239	885.71	5877.739
美丰转债	120.99	0.06%	1.25%	2644.2	318.10	7763.185
石化转债	107.92	-0.35%	-1.25%	861551	93128.05	98719.37
双良转债	117.86	0.75%	1.24%	2269	265.40	21094.72
塔牌转债	133.99	0.25%	3.37%	8523.7	1153.92	68525.39
唐钢转债	111.71	0.90%	4.28%	29331.1	3255.89	168211.7
新钢转债	118	-0.36%	0.30%	44876	5279.50	10936.87
燕京转债	125.975	0.14%	0.90%	3345.7	418.23	45854.12
中鼎转债	123.921	0.91%	5.23%	1292.8	158.98	13022.15
中行转债	107.3	-0.82%	0.30%	848990	91555.31	40252.84

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

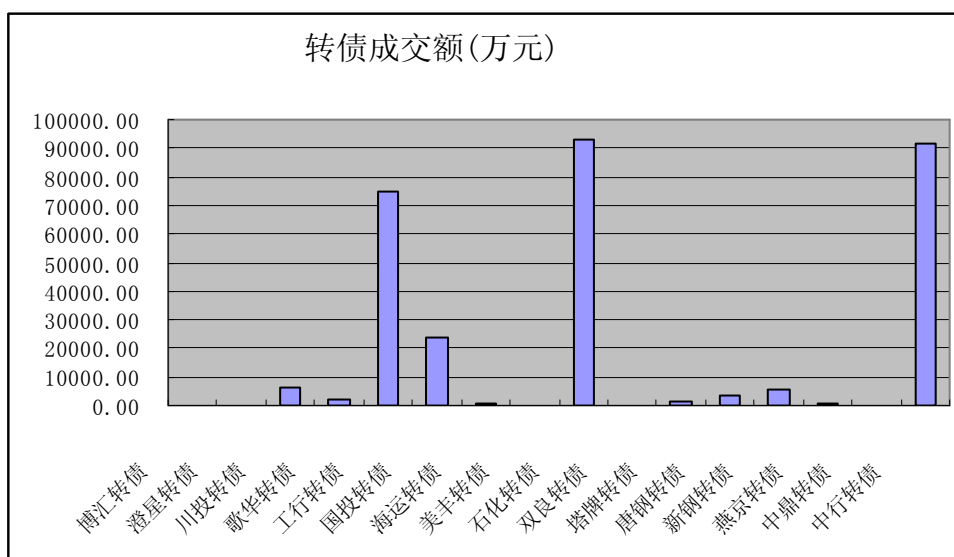
上周 A 股市场震荡反弹，可转债 9 涨 7 跌，可转债平均上涨了 0.02%，而可转债正股平均上涨了 1.44%，可转债表现不尽如人意。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上周可转债整体表现并不乐观，正股上涨而转债上涨幅度比较小，中鼎转债上涨 0.91%，唐钢转债上涨 0.90%，但正股分别上涨了 5.23%、4.28%，歌华转债下跌-1.47%，中行转债下跌-0.82%，塔牌转债于 5 月 31 日结束交易。总体来说在震荡反弹市场环境下转债相对有一定的投资价值，但前一阶段反弹转债表现不佳，如果市场持续反弹，转债的投资价值值得期待。上周转债表现尽管低迷，但仍值得期待。但我们看好后期转债的表现，值得关注。其中，中行转债与标的股票的 5 日联动性强，国投转债与标的股票的 5 日联动性也比较明显，其余比较弱。从换手率看，大部分转债的换手率一般。

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

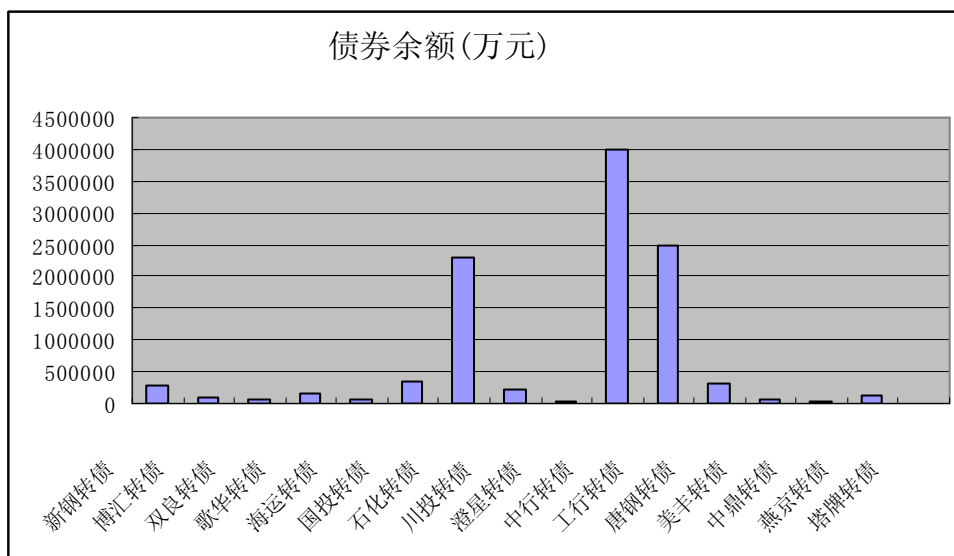
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 2698992.5 手转债，周成交金额为 30.41 亿元，较前一交易周的 28.03 亿元有所增加，从成交量看，处于市场成交量第一梯队的转债有中行转债、工行转债、石化转债、国投转债等发行规模较大的转债，而新钢转债、唐钢转债、川投转债等处于第二梯队。其中工行转债成交额达到 7.458 亿元，中行转债的周成交额达到 9.156 亿元，石化转债成交 9.312 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；国投转债成交 2.4 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 47.09 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

代码	名称	变动日期	变动后	本次变动	变动前
128233.SZ	塔牌转债	2011-5-31	31.65	-360.52	392.17
128233.SZ	塔牌转债	2011-5-30	392.17	-635.02	1027.19
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 (%)
113001.SH	中行转债	2011-5-31	0.5614	15.8315	0
110011.SH	歌华转债	2011-5-31	0.0066	0.0793	0
110011.SH	歌华转债	2011-6-1	0.1258	0.2051	0
110011.SH	歌华转债	2011-6-2	0.053	0.2581	0
110011.SH	歌华转债	2011-6-3	0.1524	0.4105	0
113002.SH	工行转债	2011-6-1	1.3728	82.5893	0.01
113002.SH	工行转债	2011-6-2	0.0721	82.6614	0.01
113002.SH	工行转债	2011-6-3	0.3609	83.0223	0.01

资料来源: 根据 WIND 统计和东北证券

工行转债于 6 月 3 日转股 0.3609 万股, 累计转股数量为 83.0223 万股, 累计转股比例为 0.01%。中行转债于 5 月 31 日转股 0.5614 万股, 累计转股数量为 15.8315 万股, 累计转股比例为 0.0001%。歌华转债于 6 月 3 日转股 0.1524 万股, 累计转股数量为 0.4105 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 30 日已转股 62968.35 万元, 余额为 31.65 万元, 占比 0.05%, 这些余额公司将按 105 元/张 (含当期利息) 的价格全部赎回。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 1826.85 万，余额占比 97.19%；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（6 月 3 日）

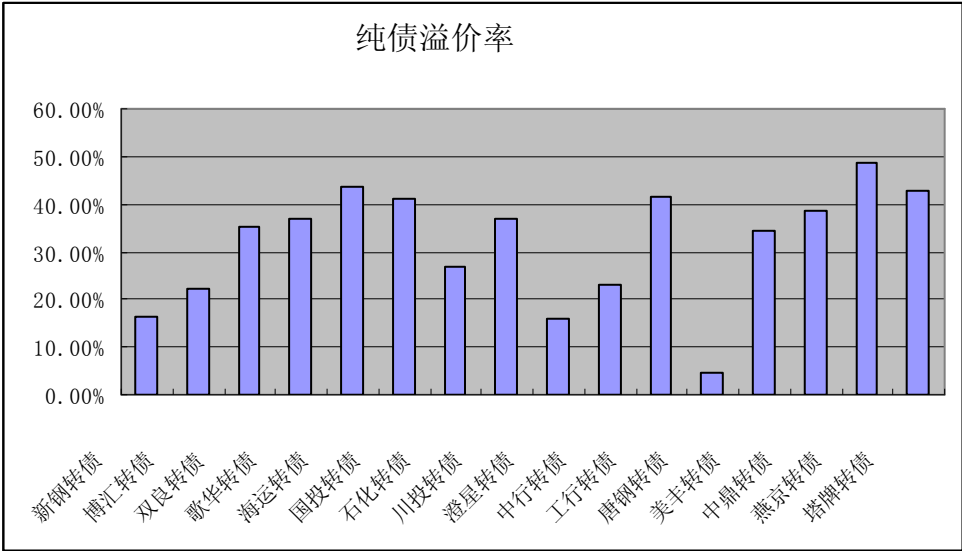
证券简称	收盘价 元	当期收 益率	纯债到期 收益率	纯债价 值元	纯债溢 价元	纯债溢 价率	剩余期 限年
新钢转债	118	1.78%	-2.59%	101.33	16.67	16.45%	2.22
博汇转债	116.68	1.03%	-1.45%	95.50	21.18	22.18%	3.31
双良转债	117.86	0.68%	-2.95%	87.16	30.70	35.22%	3.92
歌华转债	116	0.52%	-0.93%	84.75	31.25	36.87%	5.48
海运转债	123.16	0.57%	-3.06%	85.85	37.31	43.46%	4.60
国投转债	123.25	0.41%	-1.30%	87.23	36.02	41.29%	5.65
石化转债	107.92	0.46%	0.71%	85.19	22.73	26.69%	5.73
川投转债	118.5	0.42%	-0.59%	86.57	31.93	36.88%	5.80
澄星转债	120.5	2.24%	-11.29%	103.92	16.58	15.96%	0.94
中行转债	107.3	0.75%	0.69%	87.31	19.99	22.90%	5.00
工行转债	120.46	0.42%	-1.82%	85.17	35.29	41.44%	5.25
唐钢转债	111.71	1.52%	1.17%	106.78	4.93	4.61%	1.53
美丰转债	120.99	0.83%	-2.68%	89.88	31.11	34.61%	4.00
中鼎转债	123.921	0.65%	-2.21%	89.33	34.59	38.72%	4.70
燕京转债	125.975	0.40%	-4.23%	84.84	41.13	48.48%	4.37
塔牌转债	133.99	0.60%	-3.70%	93.75	40.24	42.92%	4.23

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，由于市场震荡反弹，转债市场债性有所增强；6 月 3 日，转债市场平均纯债溢价率为 31.79%，比前周的 31.61% 有所增加，债性减弱。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 1.17%，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 0.69%，石化转债为 0.71%，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、国投转债、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。

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

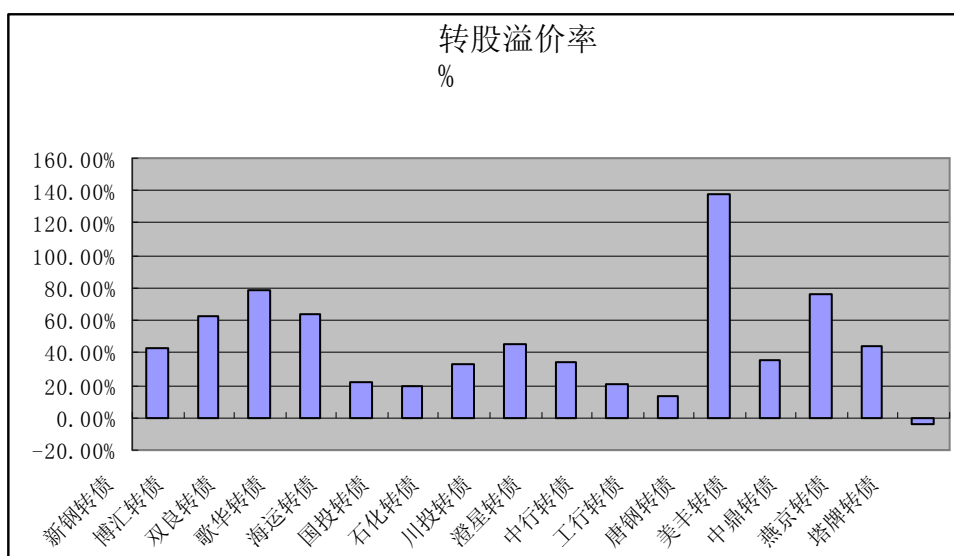
表 4 可转债转股价值评价（6 月 3 日）

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	118	8.1	12.35	82.35	35.65	43.30%	95.58
博汇转债	116.68	10.29	9.72	71.91	44.77	62.25%	102.88
双良转债	117.86	21.11	4.74	65.80	52.06	79.12%	494.64
歌华转债	116	15.09	6.63	70.84	45.16	63.75%	579.62
海运转债	123.16	4.54	22.03	100.88	22.28	22.08%	95.74
国投转债	123.25	7.29	13.72	102.88	20.37	19.80%	2428.36
石化转债	107.92	9.73	10.28	81.19	26.73	32.92%	44.49
川投转债	118.5	17.3	5.78	81.85	36.65	44.78%	246.11
澄星转债	120.5	10.54	9.49	89.47	31.03	34.68%	453.59
中行转债	107.3	3.74	26.74	88.50	18.80	21.24%	33.44
工行转债	120.46	4.15	24.10	106.27	14.19	13.36%	33.33
唐钢转债	111.71	9.36	10.68	46.90	64.81	138.18%	174.27
美丰转债	120.99	7.26	13.77	89.26	31.73	35.55%	285.19
中鼎转债	123.921	18.04	5.54	70.29	53.63	76.31%	104.96
燕京转债	125.975	21.66	4.62	87.72	38.26	43.61%	885.92
塔牌转债	133.99	6.62	15.11	138.82	-4.83	-3.48%	31.68

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减弱，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 45.47%，比前周转股溢价率 47.76% 相对有所下降，转债市场股性相对有所增强。目前工行转债、海运转债、国投转债属于偏股型，大部分转债属于平衡型。海运转债、国投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，但风险比较大。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。

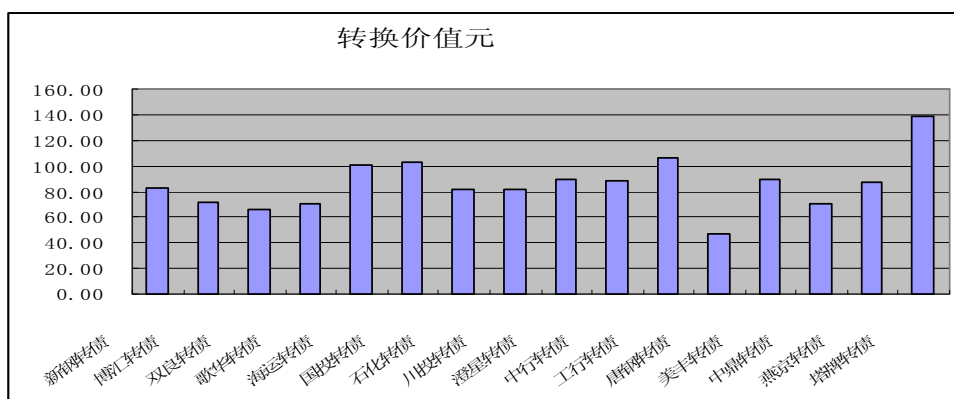
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

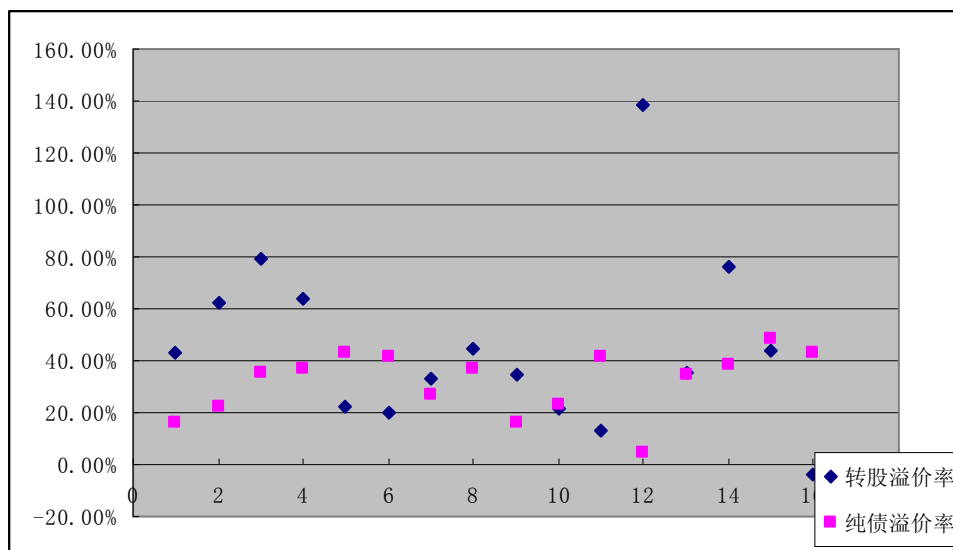
目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 20.94%，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 40.33%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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

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 5-25 日进入转股期。燕京啤酒股份有限公司调整“燕京转债”转股价格，于 2011 年 5 月 30 日（股权登记日）实施的 2010 年度分红派息方案为每 10 股派现金 2.00 元（含税），因此，公司可转换公司债券“燕京转债（126729）”的转股价格由原来的每股人民币 21.86 元调整为每股人民币 21.66 元，调整后的转股价格自 2011 年 5 月 31 日（除息日）起生效。。

三、可转债投资建议

上周 A 股呈现震荡反弹的走势，市场趋于弱势调整之中，在大幅度下跌之后，市场反弹的动力比较强。目前通胀压力依然比较大，货币政策紧缩趋势短期内难以改变。市场有可能维持震荡态势，但结构性机会仍然可期，一旦市场反弹，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	43.30%	16.45%	平衡型	高估
博汇转债	62.25%	22.18%	偏债型	高估
双良转债	79.12%	35.22%	偏债型	高估
歌华转债	63.75%	36.87%	平衡型	高估
海运转债	22.08%	43.46%	平衡型	低估
国投转债	19.80%	41.29%	平衡型	合理
石化转债	32.92%	26.69%	平衡型	合理

川投转债	44.78%	36.88%	平衡型	高估
澄星转债	34.68%	15.96%	平衡型	合理
中行转债	21.24%	22.90%	平衡型	合理
工行转债	13.36%	41.44%	偏股型	合理
唐钢转债	138.18%	4.61%	偏债型	高估
美丰转债	35.55%	34.61%	平衡型	高估
中鼎转债	76.31%	38.72%	偏债型	高估
燕京转债	43.61%	48.48%	平衡型	高估
塔牌转债	-3.48%	42.92%	偏股型	退市

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，其估值更为接近其内在价值。上周转债市场表现尽管不佳，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。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。深圳机场公司公开发行不超过 20 亿元可转换公司债券的申请经证监会发审委审核通过，发行可转债募集的资金将全部用于 T3 航站楼建设项目，投资者可关注发行时机。

表 6 可转债发行预案统计

公司名称	方案进度	发行规模(亿)	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
中海发展	股东大会通过	39.5	6	2011-02-01	2011-04-07	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	2009-03-23		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
国电电力	股东大会通过	55	6	2011-04-11	2011-05-06	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	2011-05-04	2011-05-19	交通运输、仓储业
深圳机场	证监会批准	20	6	2010-11-27	2010-12-14	交通运输、仓储业
巨轮股份	证监会批准	3.5	5	2010-11-11	2010-11-27	机械、设备、仪表
民生银行	股东大会通过	200	6	2011-02-26	2011-05-05	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

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。