

低估值下的可转债投资价值凸显——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 7 月 4 日

投资要点：

1、上周沪深市场震荡反弹状态，截至 7 月 1 日，沪深 300 指数收于 3049.75 点，涨幅为 0.74%。转债指数走势弱于市场，转债下跌而正股上涨，截至 7 月 1 日，中信标普转债指数收于 2770.87 点，跌幅为-0.76%。转债市场上周成交金额为 27.965 亿元，较前一交易周的 32.488 亿元有所减少，其中工行转债成交额达到 8.58 亿元，中行为 9.48 亿元，石化转债成交 7.30 亿元，其余转债成交都在 1 亿元以下，而美丰转债的周成交额只有 45.37 万元，比较低迷。

2、上周可转债 3 涨 12 跌，可转债平均下跌了-0.83%，而可转债正股平均上涨了 0.89%，可转债下跌而正股上涨，转债整体表现并不乐观，其中中鼎转债、澄星转债分别上涨了 0.66%、0.42%，而正股却分别上涨了 3.44%、7.89%，在反弹初期转债表现相对比较弱，而双良转债、博汇转债下跌幅度最大，分别达到-3.22%、-2.60%。从长期看转债有一定的投资价值，若市场持续反弹，转债的投资价值值得期待，补涨机会显现。

3、转债估值相对比较合理，截止 7 月 1 日转债市场平均纯债溢价率为 28.79%，比前周的 29.89%有所减少，平均转股溢价率为 43.68%，比前周转股溢价率 46.37%相对有所减少，股性有所增强。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。尽管转债整体上呈弱股性、弱债性特点，但结构性机会若隐若显。

4、目前通胀压力依然比较大，货币政策紧缩短期内难以改变，加息预期依然存在，市场有望持续反弹，但估计反弹高度有限，投资者在反弹趋势中关注转债的结构性机会，如银行类转债、石化转债、川投转债、国投转债等。同时关注拟发行转债如巨轮股份、深圳机场的申购、配置时机。

可转债价值评价（7 月 1 日）

证券简称	转股 溢价率	纯债 溢价率	类型	估值
新钢转债	31.25%	16.19%	平衡型	高估
博汇转债	54.35%	18.17%	偏债型	高估
双良转债	61.33%	29.41%	平衡型	高估
歌华转债	65.81%	34.98%	平衡型	高估
海运转债	18.95%	40.66%	平衡型	合理
国投转债	21.07%	37.67%	平衡型	合理
石化转债	26.22%	27.34%	平衡型	合理
川投转债	38.21%	33.76%	平衡型	高估
澄星转债	22.62%	14.82%	平衡型	高估
中行转债	20.73%	21.82%	平衡型	合理
工行转债	7.71%	40.62%	偏股型	低估
唐钢转债	131.05%	4.00%	偏债型	高估
美丰转债	33.81%	33.33%	平衡型	高估
中鼎转债	65.05%	33.29%	平衡型	高估
燕京转债	57.00%	45.82%	平衡型	高估

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

低估值下的可转债投资价值凸显——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 7 月 1 日，沪深 300 指数收于 3049.75 点，涨幅为 0.74%。转债指数走势弱于市场，转债下跌而正股上涨，截至 7 月 1 日，中信标普转债指数收于 2770.87 点，比前周 2792.15 点下跌 21.82 点，跌幅为-0.76%。

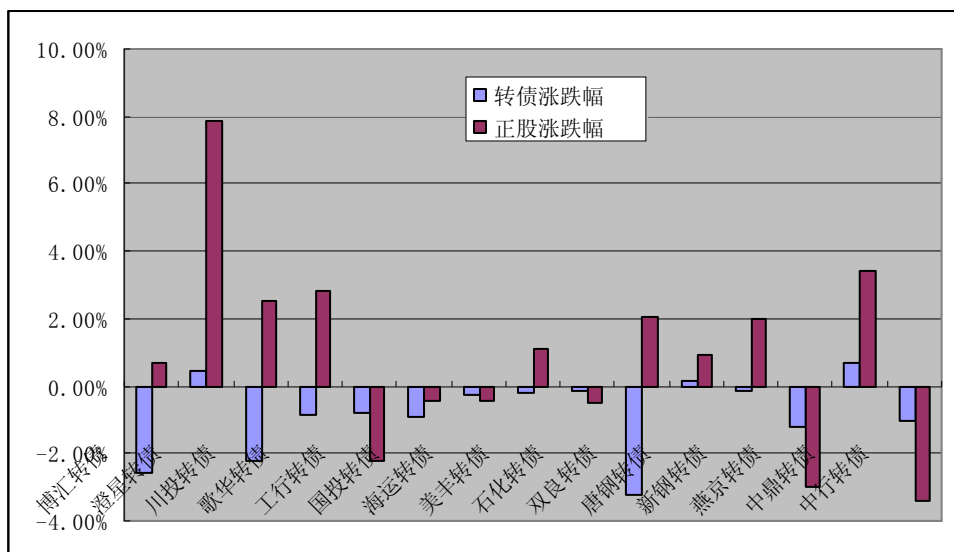
表 1：可转债市场交易情况（2011 年 6 月 27 日 - 7 月 1 日）

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	112.5	-2.60%	0.67%	13981	1579.82	16081.89
澄星转债	119.48	0.42%	7.89%	23646	2826.08	161085.08
川投转债	114.8	-2.21%	2.50%	56114	6524.28	47462.15
歌华转债	113.49	-0.86%	2.81%	7116	807.71	28862.97
工行转债	118.83	-0.80%	-2.23%	721154	85799.81	128446.05
国投转债	119.08	-0.93%	-0.42%	11738	1399.79	8266.94
海运转债	120	-0.25%	-0.43%	8935	1071.61	9378.79
美丰转债	119.25	-0.21%	1.09%	383.4	45.37	14480.11
石化转债	107.55	-0.17%	-0.49%	679816	73027.81	134154.67
双良转债	112.26	-3.22%	2.04%	38242	4302.72	66302.44
唐钢转债	111.08	0.16%	0.90%	56616.3	6280.21	154192.45
新钢转债	117.7	-0.16%	1.98%	4374	514.66	52022.33
燕京转债	123.001	-1.20%	-2.97%	785	96.79	60934.28
中鼎转债	118.3	0.66%	3.44%	4574.7	537.56	54010.46
中行转债	105.6	-1.02%	-3.38%	895071	94839.39	47912.25

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

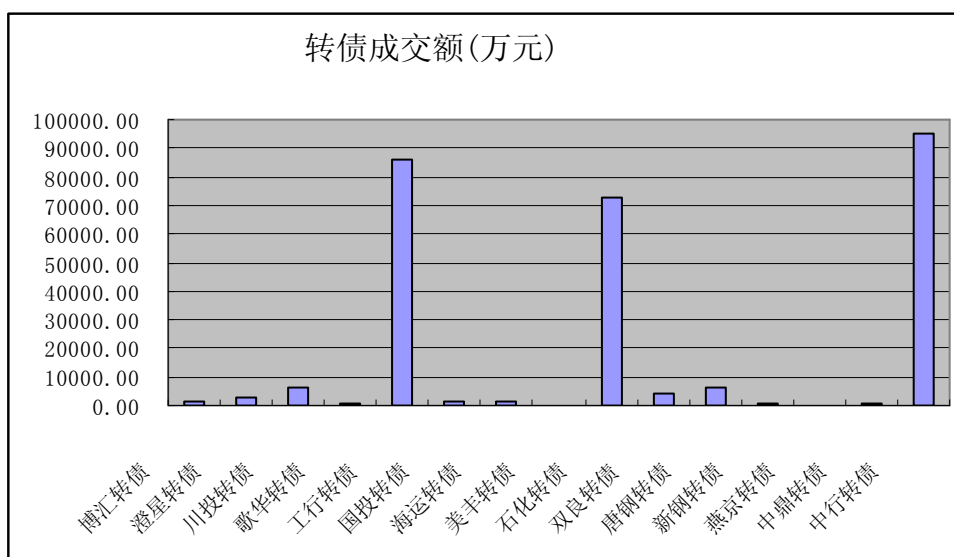
上周 A 股市场震荡反弹，可转债 3 涨 12 跌，可转债平均下跌了-0.83%，而可转债正股平均上涨了 0.89%，可转债相对于正股反弹比较弱，可转债下跌而正股上涨。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上周可转债整体表现并不乐观，正股上涨而转债下跌，中鼎转债、澄星转债分别上涨了 0.66%、0.42%，而正股却分别上涨了 3.44%、7.89%，可见在反弹初期转债相对比较弱，这也可能隐含着投资者认为此次反弹力度有限。而双良转债、博汇转债下跌幅度最大，分别达到-3.22%、-2.60%。总体来说在震荡市场环境下转债相对比较抗跌，对大资金来说是一个比较好的配置机会，从长期看转债有一定的投资价值，但在反弹初期转债表现可能不及正股，如果市场持续反弹，转债的投资价值值得期待。上周转债表现不如正股，但仍值得关注，但我们看好后期转债的表现。其中，工行转债、燕京转债、中鼎转债、歌华转债与标的股票的 5 日联动性较强，其余转债联动性相对比较弱。换手率方面，由于可转换债券市场交易趋于平淡，整体换手率不高，显示市场交易者比较谨慎，参与意愿不大强烈。

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

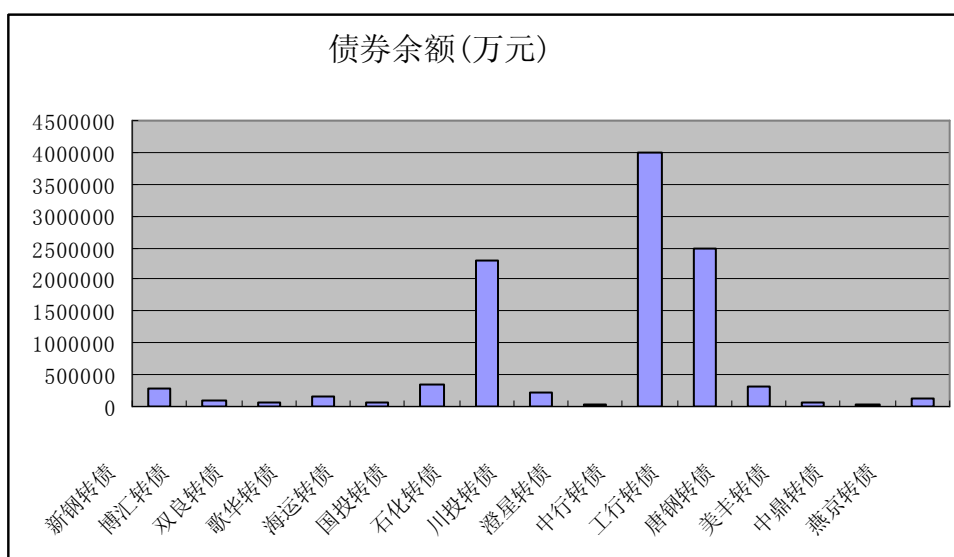
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 2522546.4 手转债，周成交金额为 27.965 亿元，较前一交易周的 32.488 亿元有所减少，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、唐钢转债等处于第二梯队。其中工行转债成交额达到 8.58 亿元，中行转债的周成交额达到 9.48 亿元，石化转债成交 7.30 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；其余转债成交都比较小，在 1 亿元以下，而川投转债成交 6524.28 万元，其中美丰转债的周成交额只有 45.37 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	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(%)
110003.SH	新钢转债	2011-7-1	0.0124	0.1224	0
113002.SH	工行转债	2011-6-27	0.0251	91.1562	0.02
113002.SH	工行转债	2011-6-28	0.554	91.7102	0.02
113002.SH	工行转债	2011-6-30	0.0251	91.7353	0.02
113001.SH	中行转债	2011-6-29	0.1949	16.0264	0
代码	名称	变动日期	变动后	本次变动	变动前
110007.SH	博汇转债	2011-6-30	97498.3	-0.9	97499.2
110009.SH	双良转债	2011-6-30	71987	-0.2	71987.2
110011.SH	歌华转债	2011-6-30	159993.8	-6.2	160000
110078.SH	澄星转债	2011-6-30	21221.5	-1.4	21222.9

资料来源: 根据 WIND 统计和东北证券

工行转债于6月30日转股0.0251万股,累计转股数量为91.7353万股,累计转股比例为0.02%。中行转债于6月29日转股0.1949万股,累计转股数量为16.0264万股,累计转股比例为0.001%。新钢转债于7月1日转股0.0124万股,累计转股数量为0.1224万股,累计转股比例为0.000%。博汇转债余额为97500万元,双良转债余额为71987万元,歌华转债余额为159993.8万元,澄星转债余额为21221.5万元。值得注意的是,澄星转债修正后转股价格由10.54元调整为10.53元,歌华转债修正后转股价格将由15.09元调整为14.99元,工行转债修正后转股价格由4.15元调整为3.97元。

二、可转债价值评价

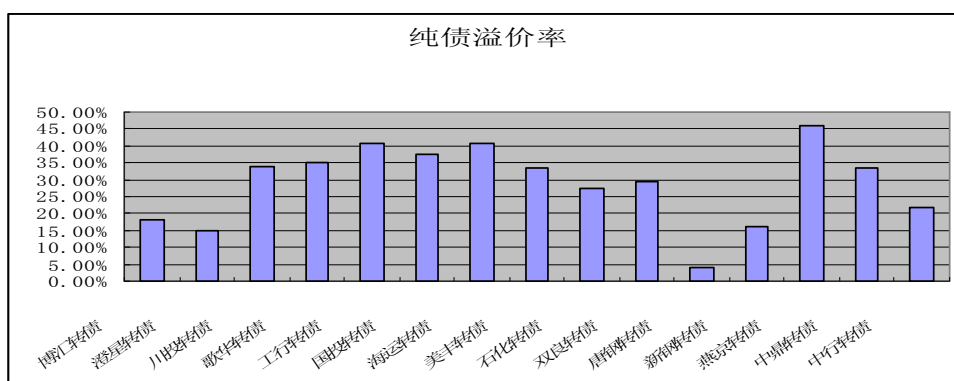
表3 可转债债券价值（7月1日）

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
博汇转债	112.5	1.07%	-0.34%	95.20	17.30	18.17%	3.23
澄星转债	119.48	2.26%	-11.37%	104.06	15.42	14.82%	0.86
川投转债	114.8	0.44%	-0.03%	85.83	28.97	33.76%	5.73
歌华转债	113.49	0.53%	-0.54%	84.08	29.41	34.98%	5.41
工行转债	118.83	0.42%	-1.58%	84.50	34.33	40.62%	5.17
国投转债	119.08	0.42%	-0.70%	86.50	32.58	37.67%	5.58
海运转债	120	0.58%	-2.55%	85.31	34.69	40.66%	4.52
美丰转债	119.25	0.84%	-2.37%	89.44	29.81	33.33%	3.92
石化转债	107.55	0.46%	0.78%	84.46	23.09	27.34%	5.65
双良转债	112.26	0.71%	-1.75%	86.75	25.51	29.41%	3.84
唐钢转债	111.08	1.53%	1.63%	106.81	4.27	4.00%	1.46
新钢转债	117.7	1.78%	-2.56%	101.30	16.40	16.19%	2.14
燕京转债	123	0.41%	-3.76%	84.35	38.65	45.82%	4.29
中鼎转债	118.3	0.68%	-1.24%	88.75	29.55	33.29%	4.62
中行转债	105.6	0.76%	1.04%	86.69	18.91	21.82%	4.93

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减少，由于市场震荡反弹，转债市场债性理应减小，但反而是有所增强；7月1日，转债市场平均纯债溢价率为28.79%，比前周的29.89%有所减少，债性增强。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1.63%，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1.04%，石化转债为0.78%，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

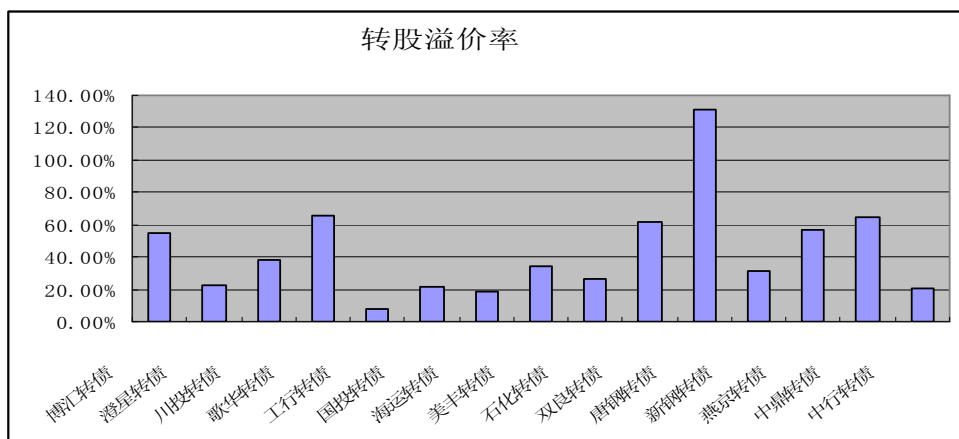
表 4 可转债转股价值评价（71 日）

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
博汇转债	112.5	10.29	9.72	72.89	39.61	54.35%	99.20
澄星转债	119.48	10.53	9.50	97.44	22.04	22.62%	449.33
川投转债	114.8	17.3	5.78	83.06	31.74	38.21%	238.42
歌华转债	113.49	14.99	6.67	68.45	45.04	65.81%	563.32
工行转债	118.83	3.97	25.19	110.33	8.50	7.71%	31.45
国投转债	119.08	7.29	13.72	98.35	20.73	21.07%	2346.20
海运转债	120	4.54	22.03	100.88	19.12	18.95%	93.29
美丰转债	119.25	7.26	13.77	89.12	30.13	33.81%	281.09
石化转债	107.55	9.6	10.42	85.21	22.34	26.22%	43.75
双良转债	112.26	20.81	4.81	69.58	42.68	61.33%	464.44
唐钢转债	111.08	9.36	10.68	48.08	63.00	131.05%	173.28
新钢转债	117.7	8.04	12.44	89.68	28.02	31.25%	94.63
燕京转债	123.001	21.66	4.62	78.35	44.65	57.00%	865.00
中鼎转债	118.3	18.04	5.54	71.67	46.63	65.05%	100.19
中行转债	105.6	3.59	27.86	87.47	18.13	20.73%	31.59

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 43.68%,比前周转股溢价率 46.37%相对有所减少,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,在目前震荡的大环境下,上周转债市场表现为弱股性、弱债性的特点。

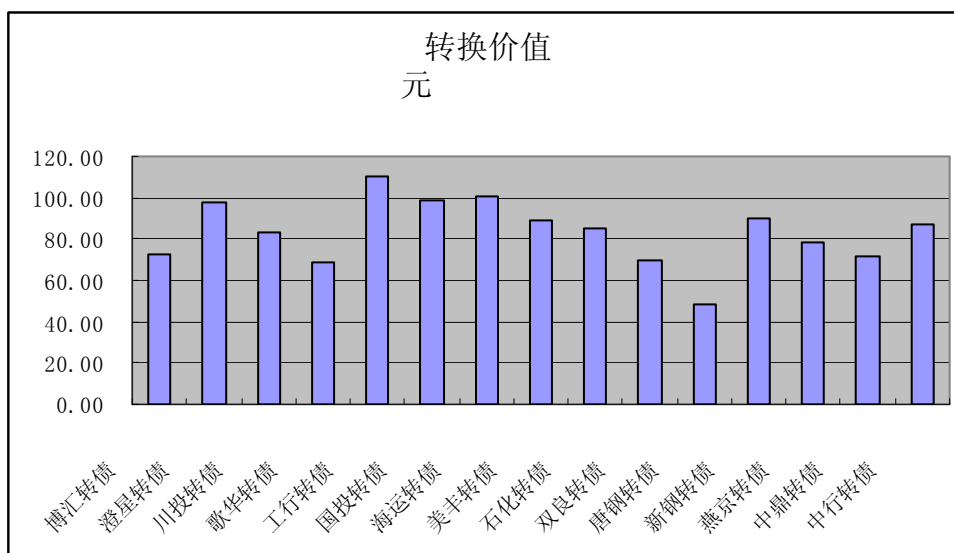
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

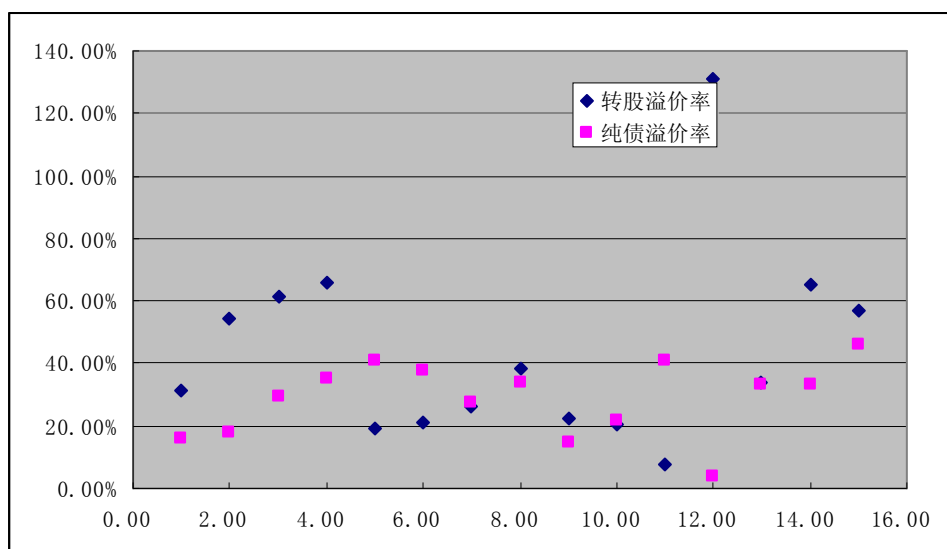
目前转换价值在 100 元左右的转债转股溢价率平均为 20.88%，转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 28.6%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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

上周 A 股呈现震荡反弹的走势，估计市场反弹有望继续，但反弹高度不可抱过高的期望。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，6 月份的 CPI 升幅可能达到 6%，未来央行加息预期仍在。国际经济形势仍不乐观，欧债危机仍未解除。如果通胀一旦得以缓解，市场可能出现拐点。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在，中小盘股部分相对高估，未来可关注保障房、高铁、水利建设相关投资领域的个股。市场有可能维持震荡态势，难以有趋势性机会，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、机械、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	31.25%	16.19%	平衡型	高估
博汇转债	54.35%	18.17%	偏债型	高估
双良转债	61.33%	29.41%	平衡型	高估
歌华转债	65.81%	34.98%	平衡型	高估
海运转债	18.95%	40.66%	平衡型	合理
国投转债	21.07%	37.67%	平衡型	合理
石化转债	26.22%	27.34%	平衡型	合理
川投转债	38.21%	33.76%	平衡型	高估
澄星转债	22.62%	14.82%	平衡型	高估
中行转债	20.73%	21.82%	平衡型	合理
工行转债	7.71%	40.62%	偏股型	低估
唐钢转债	131.05%	4.00%	偏债型	高估
美丰转债	33.81%	33.33%	平衡型	高估
中鼎转债	65.05%	33.29%	平衡型	高估
燕京转债	57.00%	45.82%	平衡型	高估

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，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	发行期	预案公	股东大	证监会行业
------	------	-----	-----	-----	-----	-------

		模(亿)	限(年)	告日	会公告日	
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。