

长期大底渐现 回暖尚需时日

研究结论

- 本周转债出现罕见大跌，原因主要有两个方面，一个是商业银行保证金纳入准备金缴款范围，另一个主要原因还是石化转 2 要发行。中石化二度发转债之所以对市场产生如此大的冲击，我们分析主要在于几个方面：首先本次再融资完全在市场预期之外，市场之前一直认为民生之后转债供给将出现空档期；其次石化转债的发行令投资者自然的想到中行和工行会不会也再来一次；第三历史上大盘股再融资时对股票市场均产生较大冲击，更何况是对规模小到不能与股票市场相比的转债市场。
- 跌到这个位置投资者可能依然关心下跌空间还有多大，是否足够安全了，我们分析认为目前转债平均隐含波动率为 15% 已经与 08 年最低水平相当，略高于 04、05 年市场最弱时 10%-15% 的隐含波动率。同时通过与 05 年市场最弱时转债到期收益率及溢价率水平进行对比，我们认为在正股不出现大幅回落的情况下，石化、中行等转债的极限下跌空间应该在三块钱以内，而国电、国投等转债的估值下降空间已经几乎没有。
- 从中长期的角度讲，转债已经具备了非常明显的长期投资价值。目前转债平均隐含波动率仅为 15%，逼近历史最低水平，且已经显著低于正股历史波动率，长期恢复到历史平均水平的概率大。与海外转债相比，国内的转债条款很有优势，初始转股价定位普遍较低，刚上市即破发的情况不应持续太久。目前部分转债逐渐靠近债底的价格已经提供了足够高的安全边际，这可能吸引保险、社保等长期资金入市。
- 我们认为接下来转债市场回暖的主要驱动因素可能来源于股市的趋势性上涨，但这可能需要较长时间，中短期内受转债融资预案山雨欲来、资金面紧张、股市难以迎来反转周期等因素的影响转债估值修复的步伐可能较为缓慢。对于机构投资者而言，在长期底部的位置可逐步加仓，但保持适度的灵活性也必不可少。品种选择方面，优先选择正股基本面较好、攻守兼备的工行转债，估值水平下降空间非常有限、弹性尚可的国电、国投转债，以及促转股意愿强、具备转股博弈价值的新钢、唐钢、双良等转债。另外建议关注石化超跌后的投资机会。
- 目前石化转债到期收益率已经达到 4%，石化平价在 75 元附近，股性并非很弱，我们认为即使市场对其转股预期较弱，也不会完全将其当做企业债来看待，根据历史经验，石化转债价格在 88 元附近，对应到期收益率在 4.65% 附近，应该有较强支撑。目前 4% 的到期收益率对于长期资金来讲已经具备了较高的安全边际和较强的吸引力，如果公司再次发转债前下调现有转债的转股价，对投资人而言将是超额收益的来源。建议投资者积极关注石化转债超跌后的机会。双良转债周一即将满足回售条件，回售期过后，如果公司不能及时修正转股价，转债价格跌破 103 是大概率事件，公司面临的回售压力不可小视，危机之下我们期待公司能采取果断的方式避免回售。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

孟卓群

021-63325888-6113

mengzhuoqun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209080194

报告发布日期

2011 年 9 月 5 日

本周指数表现

上证综指	-3.21%
深证成指	-2.94%
转债正股指数	-2.75%
转债指数	-6.07%

转债周涨跌排名

前三名	涨跌幅
唐钢转债	-1.28%
澄星转债	-1.95%
中鼎转债	-3.18%
后三名	涨跌幅
石化转债	-10.16%
海运转债	-9.15%
川投转债	-8.85%

正股周涨跌排名

前三名	涨跌幅
澄星股份	6.03%
歌华有线	-0.31%
中国银行	-1.00%
后三名	涨跌幅
中鼎股份	-8.30%
新钢股份	-5.67%
双良节能	-5.25%

1、市场回顾

1.1 本周转债大幅调整

本周沪深股指持续阴跌。内忧外患之下两市未能选择方向，目前对市场有利的因素是估值水平较低，但资金面紧张，IPO 及上市公司再融资不断、上市公司盈利预期有下调风险等因素也决定了市场短期内难以重返升势。最终本周上证综指收于 2528.28 点，较上周下跌 3.21%，深成指表现稍强，最终收于 11228.30 点，一周下跌 2.94%。沪深股市周累计成交金额为 3734.74 亿元，较上周继续缩量。

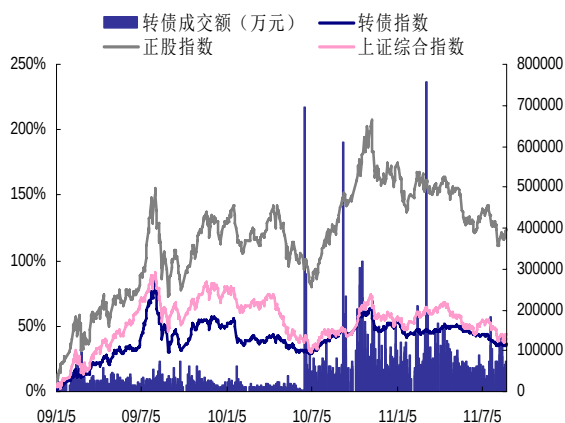
转债正股本周表现不佳，转债正股指数一周下跌 2.75%，表现强于大盘。转债受到石化转 2 公布预案以及准备金缴款范围扩大等因素的叠加影响，一周大跌 6.07%，跌幅之深超出市场预期。本周转债全部下跌，唐钢转债一周下跌 1.28%，是本周表现最强的品种，石化转债一周大跌 10.16%，是本周表现最弱的转债。

1.2 转债成交金额较上周大幅上升

本周转债周成交金额为 117.88 亿元，较上周大幅上升。中行转债周累计成交金额为 39.36 亿元，是本周成交额最大的品种。石化转债周成交额为 29.85 亿元，成交额仅次于中行转债。

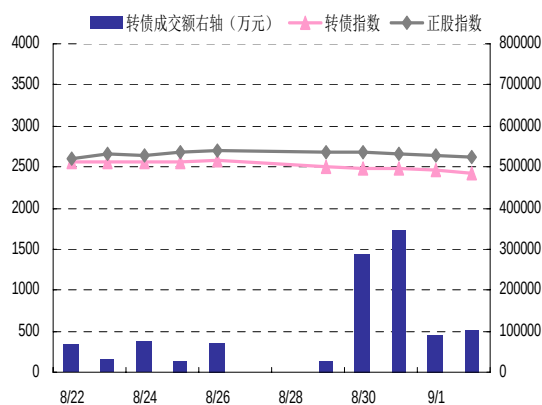
本周转债整体活跃度显著提升，7 只转债周换手率在 10% 以上。澄星转债周累计换手率 89.03%，是本周换手率最高的品种。新上市的国电转债上市首日换手率达到 23.16%，尽管出现破发的情况，国电上市首日换手率仍不低。本周换手最低的为燕京转债，周累计换手率仅为 0.62%。

图 1：06 年以来指数表现



数据来源：东方证券研究所

图 2：近两周转债表现



数据来源：东方证券研究所

图 3：转债与正股周涨跌

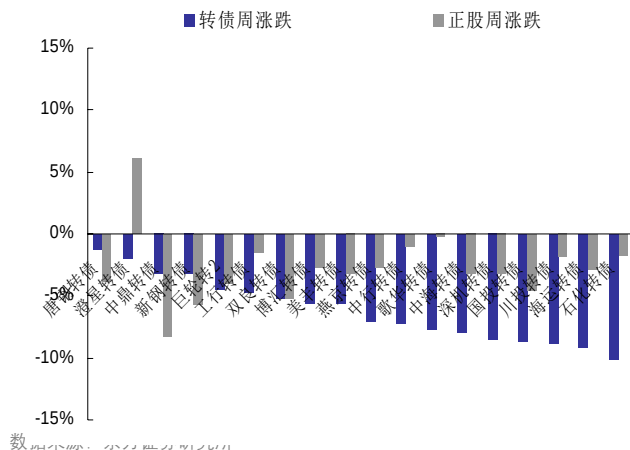
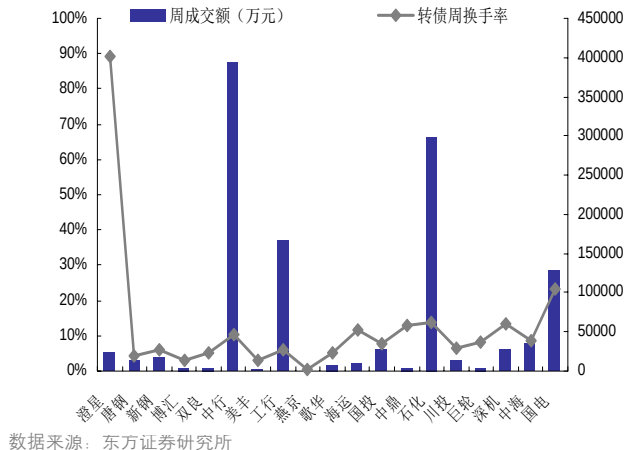


图 4：转债成交金额及换手率



1.3 市场存量较上周显著增加

截至到 9 月 2 日，转债二级市场存量为 1173.44 亿元，较上周显著增加，主要源于本周五国电转债上市。本周石化、工行及澄星转债出现少量转股，不过转股比例很低，仅澄星转债达到 0.01%。整体来看近期市场的调整令转债溢价率大幅上升，进而减少了转股比例。我们认为未来对于股性较强的转债来说，如果转股溢价率太低甚至存在套利机会，投资者可以选择转股套利。对于转股溢价率处于高位的品种，由于转股损失较多，可先持有转债或二级市场卖出。石化、工行、中行目前溢价率还较高，不宜转股。

图 5：转债发行规模及市场存量

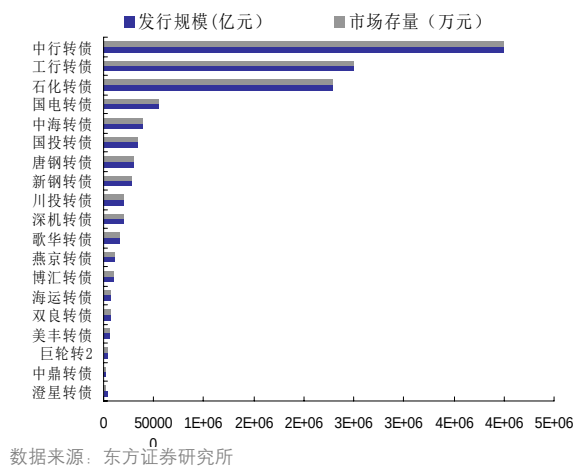
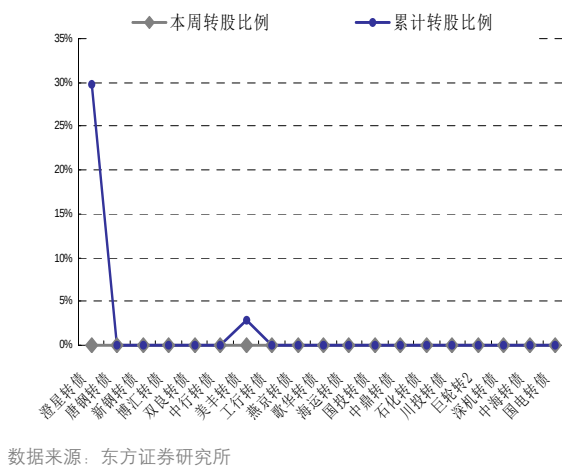


图 6：转债周转股比例及累计转股比例



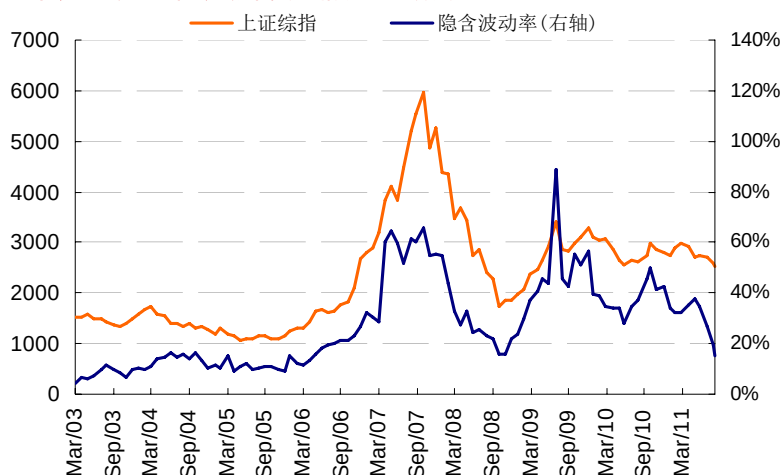
2、市场分析

近一周转债市场再度迎来黑天鹅事件，出现罕见大跌，转债指数一周大跌超 6%，8 只转债的价格跌至百元以下，石化转债甚至跌到了 90+ 的位置，除澄星外的其他转债平均到期收益率近 2%。

分析最近一波下跌的原因主要有两个方面，一个是商业银行保证金纳入准备金缴款范围，这个消息对股市和债市均产生了一定的影响，但显然转债的跌幅远不止这个消息所能解释，另一个主要原因还是石化转 2 要来了。中石化公告称计划发行 300 亿可转债，条款基本复制前次发行的情况，石化转 2 的转股价格很可能低于石化转债，给其造成了巨大冲击。中石化二度发转债之所以对市场产生如此大的冲击，我们分析主要在于几个方面：首先本次再融资完全在市场预期之外，历史上从未有公司在前次转债未赎回的情况下发第二次，且本次发行市场前期也没有任何风吹草动，市场一直认为民生之后转债供给将出现空档期；其次石化转债的发行令投资者自然的想到中行和工行会不会也再来一次；第三历史上大盘股再融资时对股票市场均产生较大冲击，更何况是对规模小到不能与股票市场相比的转债市场呢。

跌到这个位置投资者可能依然关心下跌空间还有多大，是否足够安全了，我们从几个角度来分析下目前转债跌到什么水平了。首先与 08 年做个对比，目前转债平均隐含波动率为 15%，与 08 年最低水平相当，略高于 04、05 年市场最弱时 10%-15% 的隐含波动率。从几个具体的品种来看，最新上市的国电转债首日平价 91.86，转债价格 99.5，08 年最后上市的新钢转债，首日平价 70.44，转债价格 96.5，国电在回售保护强于新钢、平价较高的情况下价格仅比新钢高 3 块钱，说明目前的市场情绪比 08 年 9 月要悲观。08 年隐含波动率降至 15% 的背景是，在平价普遍很低的情况下，信用利差的急速扩大带动信用评级较低、股性很弱的新钢及南山转债价格大幅下降，如果排除掉这两只品种，目前转债的整体估值水平已经低于 08 年。

图 7：03 年以来转债隐含波动率变化情况（月数据）



资料来源：东方证券研究所

在正股基本面缺乏亮点、大盘转债占比较高、弹性较弱的情况下，投资者对未来转债是否顺利转股以及转股的时间都抱有较低预期，因而目前市场对转债定价的看法也在向 05 年前的水平靠拢。从隐含波动率的角度看，目前市场平均 15% 的隐含波动率还是略高于 04、05 年市场最弱时 10%-15% 的隐含波动率。我们认为 04 年下半年以及 05 年股票市场经历了长期的低迷，投资者信心极弱，那时的定价水平应该对投资者判断市场极限底部有一定参考价值。

当时对于平价在 70 以下，回售保护较弱的转债品种，其价格基本向债底靠拢，平价在 70-85，回售保护较弱的品种，其到期收益率比同期限同评级纯债券到期收益率低一个百分点左右，隐含波动率最低在 6%-8% 附近。平价在 85-95 有回售保护的品种，转股溢价率在 10%-15% 附近，波动率在 10% 以上，个券间估值有较大差异。与历史最低相比，目前市场中回售保护较弱的偏债型转债（歌华、博汇等）的价格水平偏高，平价在 70-85，回售保护较弱的品种（石化、中行、川投、中海等）的价格水平略高一点，平价在 85-95 的品种（国电、国投、深机等）价格水平已基本相当。

具体地,我们拿中行与招行转债来做比较,招行转债04年底上市初期定价水平较高(高于国电),随后有所回落,至05年初价格最低时平价在87.47,转债价格为98.75,转股溢价率为12.89%,隐含波动率为8%,中行目前平价82.73,转债价格94.1,转股溢价率13.74%,隐含波动率9%,两者基本相当。因而综合来看我们认为在正股不出现大幅回落的情况下,石化、中行等转债的极限下跌空间应该在三块钱以内,而国电、国投等转债的估值下降空间已经几乎没有。

近期转债市场恐慌式的调整可能减缓已经公布预案的转债发行进度,02年燕京、丝绸转2等转债曾经出现中签率达到100%、承销商余额包销的情况,03年民生转债发行时中签率也曾超过80%,当时民生转债上市首日平价达到100.2,转债价格仅为100.01,因而并不是说转股价定的低点,平价较高,转债就一定不会破发,就一定发的出去,目前的市场条件下转债能否顺利发行已经受到一定挑战。尽管转债发行进度可能暂时放缓,但转债融资预案的公布进度仍可能维持原有水平。在股市低迷、增发配股等股权融资方式难度很大的情况下,转债作为低成本的债权融资工具以及可能的股权融资工具优势明显,相信有融资需求的部分大企业不会轻易放弃这种融资方式。对这类企业转债融资的担忧恐将一段时间困扰现在的转债市场,市场信心短期内难以恢复。另外,政策面收紧方向不变的情况下股市尚难期待大的反转周期,相应转债上涨的时机也需要等待。准备金收缴范围扩大对资金面也将产生一定影响,资金紧张的情况下入市抄底的资金量会受到影响。

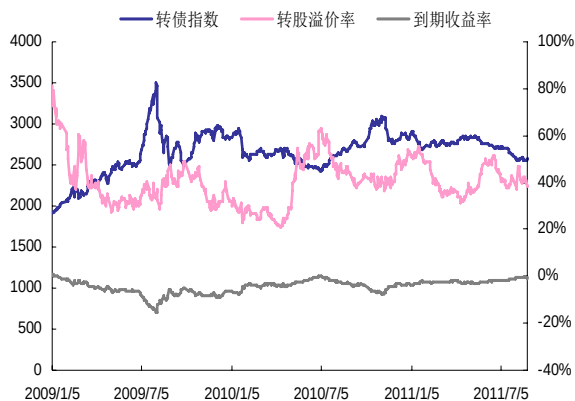
从中长期的角度讲,转债已经具备了非常明显的长期投资价值。目前转债平均隐含波动率仅为15%,逼近历史最低水平,且已经显著低于正股历史波动率,长期恢复到历史平均水平的概率大。与海外转债相比,国内的转债条款很有优势,初始转股价定位普遍较低,刚上市即破发的情况不应持续太久。目前部分转债逐渐靠近债底的价格已经提供了足够高的安全边际,这可能吸引保险、社保等长期资金入市。

此外对于石化及双良两个品种,我们谈下最新观点:

目前石化转债到期收益率已经达到4%,当前交易所同期限AAA级企业债的到期收益率在5.85%左右,石化转债的平价在75元附近,股性并非很弱,因而我们认为即使市场对其转股预期较弱,也不会完全将其当做企业债来看待,根据05年的经验,石化转债价格在88元附近,对应到期收益率在4.65%附近,应该有较强支撑。目前4%的到期收益率对于长期资金来讲已经具备了较高的安全边际和较强的吸引力,此外,在中石化近期在上海举办的机构交流会上,公司明确表达了不会损害当前转债持有人利益,以及不排除未来修正转债转股价格的想法。如果公司在再次发转债前下调现有转债的转股价,对投资人而言将是超额收益的来源。考虑到目前较高的到期收益率以及可能的转股价格修正,建议投资者积极关注石化转债超跌后的机会。

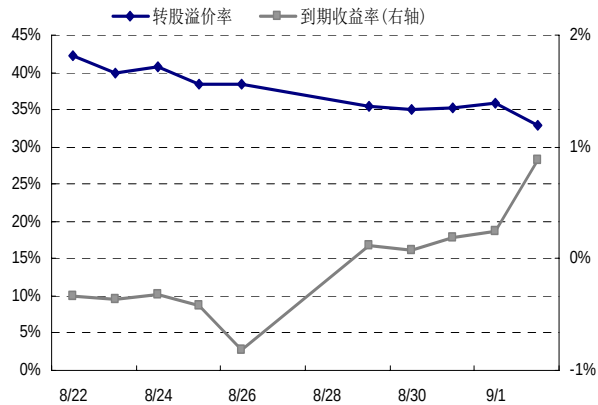
双良转债周一即将满足回售条件,公司发布回售公告已无悬念,前期投资者对于公司下调转债转股价格的判断一直较为悲观,认为公司在缺乏回售压力的背景下不会主动修正转债转股价。不过在经历了最近一周的快速下跌后,情况可能有所变化,目前双良转债价格已逼近回售价格,且回售期过后,如果公司不能及时修正转股价,转债价格跌破103是大概率事件,因而公司面临的回售压力不可小视,危机之下我们期待公司能采取果断的方式避免回售。

图 10：06 年以来转债债股性变化情况



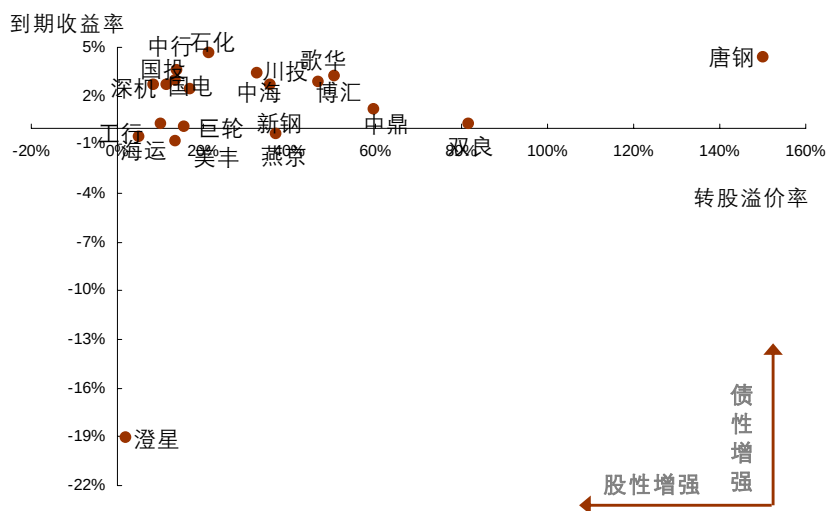
数据来源：东方证券研究所

图 11：近两周转债债股性变化情况



数据来源：东方证券研究所

图 12：各转债到期收益率及转股溢价率



资料来源：东方证券研究所

表 13：不同类型转债指标

转债名称	转债价格	转债周涨跌	正股周涨跌	转换价值	转股溢价率	到期收益率	纯债价值	纯债溢价率	delta
澄星转债	124.51	-1.95%	6.03%	121.84	2.19%	-19.02%	103.70	20.06%	0.77
唐钢转债	107.7	-1.28%	-3.82%	43.06	150.14%	4.37%	106.02	1.59%	0.02
新钢转债	103.98	-3.27%	-5.67%	76.62	35.71%	2.65%	98.28	5.80%	0.43
博汇转债	101.2	-5.56%	-2.67%	67.25	50.48%	3.24%	94.38	7.23%	0.39
双良转债	103.97	-5.27%	-5.25%	57.18	81.82%	0.27%	85.90	21.04%	0.41
中行转债	94.1	-7.23%	-1.00%	82.73	13.74%	3.62%	85.34	10.26%	0.54
美丰转债	111.95	-5.64%	-3.25%	98.48	13.67%	-0.80%	88.54	26.44%	0.69
工行转债	108.62	-4.77%	-1.44%	103.27	5.18%	-0.52%	80.15	35.52%	0.74
燕京转债	105.98	-7.04%	-2.79%	77.33	37.05%	-0.32%	83.44	27.02%	0.52
歌华转债	95.69	-7.67%	-0.31%	65.18	46.82%	2.82%	82.49	16.01%	0.48
海运转债	105.7	-9.15%	-2.90%	95.81	10.32%	0.29%	84.24	25.47%	0.69
国投转债	98.14	-8.69%	-4.55%	86.52	13.43%	2.97%	84.74	15.81%	0.65
中鼎转债	105.586	-3.18%	-8.30%	66.13	59.66%	1.16%	87.00	21.36%	0.56
石化转债	91.04	-10.16%	-1.77%	75.10	21.22%	4.65%	82.69	10.10%	0.53
川投转债	95.34	-8.85%	-1.90%	71.96	32.49%	3.44%	83.97	13.54%	0.61
巨轮转 2	108.95	-4.43%	-3.91%	94.19	15.67%	0.13%	83.60	30.33%	0.72
深机转债	96.25	-8.55%	-3.17%	86.40	11.41%	2.72%	80.86	19.04%	0.65
中海转债	95.58	-7.89%	-3.26%	81.84	16.79%	2.45%	78.93	21.09%	0.65
国电转债	99.5		-2.78%	91.76	8.43%	2.66%	83.02	19.85%	0.69

■ 为偏债型转债 ■ 为平衡型转债 其它为偏股型

资料来源：东方证券研究所

4、投资建议

我们认为接下来转债市场回暖的主要驱动因素可能来源于股市的趋势性上涨，但这可能需要较长时间，中短期内受转债融资预案山雨欲来、资金面紧张、股市难以迎来反转周期等因素的影响转债估值修复的步伐可能较为缓慢。对于机构投资者而言，在长期底部的位置可逐步加仓，但保持适度的灵活性必不可少。品种选择方面，优先选择正股基本面较好、攻守兼备的工行转债，估值水平下降空间非常有限、弹性尚可的国电、国投转债，以及促转股意愿强、具备转股博弈价值的新钢、唐钢、双良等转债。另外建议关注石化超跌后的投资机会。

表 1：转债基本资料

名称	发行日期	期限(年)	发行额(亿元)	转股起始日	回售起始日	评级结果	行业	是否付息
澄星转债	20070510	5	4.4	20071112	20071112	AAA	化工	否
唐钢转债	20071214	5	30	20080614	20080614	AA+	钢铁	否
新钢转债	20080821	5	27.6	20090221	20110821	AA+	钢铁	否
博汇转债	20090923	5	9.75	20100323	20120923	AA-	造纸	否
双良转债	20100504	5	7.2	20101104	20101104	AA	化工	否
中行转债	20100602	6	400	20101202	-	AAA	银行	否
美丰转债	20100602	5	6.5	20101202	20130602	AA	化工	否
工行转债	20100831	6	250	20110301	-	AAA	银行	否
燕京转债	20101015	5	11.3	20110415	20110415	AA+	食品饮料	否
歌华转债	20101125	6	16	20110525	20151125	AAA	传媒	否
海运转债	20110107	5	7.2	20110707	20130707	AA	航运	否
国投转债	20110125	6	34	20110726	20150126	AAA	电力	否
中鼎转债	20110211	5	3	20110812	20110211	AA	汽车零部件	否
石化转债	20110223	6	230	20110824	-	AAA	石化	否
川投转债	20110321	6	21	20110922	20150321	AA+	电力	否
巨轮转 2	20110719	5	3.5	20120119	20140719	AA-	机械	否
深机转债	20110715	6	20	20120115	20150715	AAA	机场	否
中海转债	20110801	6	39.5	20120202	20150801	AAA	航运	否
国电转债	20110819	6	55	20120220	20120819	AAA	电力	否

资料来源：东方证券研究所

表 2：转债交易信息

转债名称	本周收盘	转债周涨跌	周成交额 (万元)	周成交量 (10 手)	转债周 换手率	本周转 股比例	累计转 股比例	市场存量 (万元)
澄星转债	124.51	-1.95%	23470.23	18889.9	89.05%	0.01%	29.86%	21212.5
唐钢转债	107.7	-1.28%	13919.99	13043.19	4.35%	0.00%	0.00%	300000
新钢转债	103.98	-3.27%	17803.98	16992	6.16%	0.00%	0.00%	276000
博汇转债	101.2	-5.56%	3101.47	3049.3	3.13%	0.00%	0.00%	97500
双良转债	103.97	-5.27%	4040.65	3830.1	5.32%	0.00%	0.02%	71985.6
中行转债	94.1	-7.23%	393575.78	407278.1	10.18%	0.00%	0.00%	4000000
美丰转债	111.95	-5.64%	2065.93	1808.34	2.86%	0.00%	2.81%	63173.5
工行转债	108.62	-4.77%	167659.95	153671.2	6.15%	0.00%	0.02%	2499500
燕京转债	105.98	-7.04%	754.22	699.35	0.62%	0.00%	0.00%	113000
歌华转债	95.69	-7.67%	8137.39	8327.7	5.20%	0.00%	0.00%	160000
海运转债	105.7	-9.15%	8809.42	8223.1	11.42%	0.00%	0.02%	71985.6
国投转债	98.14	-8.69%	27322.19	26800	7.88%	0.00%	0.00%	340000
中鼎转债	105.586	-3.18%	4143.67	3906.18	13.02%	0.00%	0.00%	30000
石化转债	91.04	-10.16%	298452.58	317292.8	13.80%	0.00%	0.00%	2300000
川投转债	95.34	-8.85%	13101.53	13281.5	6.32%	0.00%	0.00%	210000
巨轮转 2	108.95	-4.43%	3245.68	2899.9	8.29%	0.00%	0.00%	35000
深机转债	96.25	-8.55%	26879.24	26638.72	13.32%	0.00%	0.00%	200000
中海转债	95.58	-7.89%	34717.46	34742.1	8.80%	0.00%	0.00%	395000

国电转债	99.5	#DIV/0!	127566.88	127382.1	23.16%	0.00%	0.00%	550000
------	------	---------	-----------	----------	--------	-------	-------	--------

资料来源：东方证券研究所

表 3：转债指标一览

转债名称	本周收盘	转换平价	到期收益率	转换价值	转股溢价率	纯债价值	纯债溢价率	隐含波动率
澄星转债	124.51	13.11	-19.02%	121.84	2.19%	103.70	20.06%	23%
唐钢转债	107.7	10.08	4.37%	43.06	150.14%	106.02	1.59%	8%
新钢转债	103.98	8.36	2.65%	76.62	35.71%	98.28	5.80%	18%
博汇转债	101.2	10.41	3.24%	67.25	50.48%	94.38	7.23%	15%
双良转债	103.97	21.64	0.27%	57.18	81.82%	85.90	21.04%	21%
中行转债	94.1	3.38	3.62%	82.73	13.74%	85.34	10.26%	9%
美丰转债	111.95	8.13	-0.80%	98.48	13.67%	88.54	26.44%	22%
工行转债	108.62	4.31	-0.52%	103.27	5.18%	80.15	35.52%	14%
燕京转债	105.98	22.96	-0.32%	77.33	37.05%	83.44	27.02%	22%
歌华转债	95.69	14.34	2.82%	65.18	46.82%	82.49	16.01%	20%
海运转债	105.7	4.80	0.29%	95.81	10.32%	84.24	25.47%	16%
国投转债	98.14	7.13	2.97%	86.52	13.43%	84.74	15.81%	10%
中鼎转债	105.586	19.05	1.16%	66.13	59.66%	87.00	21.36%	15%
石化转债	91.04	8.74	4.65%	75.10	21.22%	82.69	10.10%	7%
川投转债	95.34	16.46	3.44%	71.96	32.49%	83.97	13.54%	13%
巨轮转 2	108.95	8.81	0.13%	94.19	15.67%	83.60	30.33%	20%
深机转债	96.25	5.45	2.72%	86.40	11.41%	80.86	19.04%	10%
中海转债	95.58	8.32	2.45%	81.84	16.79%	78.93	21.09%	13%
国电转债	99.5	2.66	2.66%	91.76	8.43%	83.02	19.85%	10%

资料来源：东方证券研究所

表 4：市场对转债正股的评级

证券代码	证券简称	EPS 2010A	EPS 2011E	EPS 2012E	评级机构 家数	综合评级 一月前	综合评级 最新	评级变化
000709	河北钢铁	0.21	0.26	0.36	15	增持	增持	-
600078	澄星股份	0.07	0.24	0.39	2	增持	增持	-
600782	新钢股份	0.26	0.33	0.43	10	增持	增持	-
600966	博汇纸业	0.32	0.54	0.66	11	增持	增持	-
600481	双良股份	0.29	0.46	0.65	6	增持+	增持+	-
601988	中国银行	0.39	0.46	0.54	24	增持	增持-	↓
000731	四川美丰	0.20	0.52	0.68	4	增持	增持	-
601398	工商银行	0.48	0.59	0.71	28	增持+	增持	↓
000729	燕京啤酒	0.64	0.78	0.96	24	买入-	增持+	↓
600037	歌华有线	0.33	0.31	0.37	14	增持	增持	-
600798	宁波海运	0.06	0.11	0.15	3	增持	增持	-

600798	国投电力	0.25	0.27	0.33	7	增持	增持	-
000887	中鼎股份	0.73	0.65	0.83	16	增持+	增持+	-
600028	中国石化	0.82	0.91	1.03	16	增持+	增持+	-
600674	川投能源	0.37	0.47	0.57	6	买入-	增持+	↓
002031	巨轮股份	0.40	0.37	0.50	7	增持+	买入-	↑
000089	深圳机场	0.42	0.43	0.45	19	增持	增持-	↓
600026	中海发展	0.50	0.43	0.55	23	增持	增持	-
600795	国电电力	0.21	0.18	0.24	12	买入-	买入-	-

资料来源: wind 资讯

附表 5: 待发行可转债一览

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
600269	赣粤高速	股东大会通过	23	5	20100423	20100514
600356	恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5	20101211	20101230
600028	中国石化	董事会预案	300	6	20110829	-
600016	民生银行	股东大会通过	200	6	20110226	20110505

资料来源: wind 资讯

转债指标解释：

- 转换价值=股价 $\times$ 100/最新转股价格
- 纯债价值为不考虑附加条款情况下的纯债券价值
- 转股溢价率=（转债价格-转换价值）/转换价值
- 纯债溢价率=（转债价格-纯债券价值）/ 纯债券价值
- 到期收益率：以当前价格作为纯债券持有到期的收益率
- 隐含波动率为利用考虑转债各附加条款后的定价模型，按转债市场价格倒推得到的波动率。
- Delta 为转债期权价值对标的股价的一阶偏导

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn