

转债连续四周上涨致使短线风险加大——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 11 月 7 日

投资要点：

1、截至 11 月 4 日，沪深 300 指数收于 2763.75 点，涨幅 2.02%。转债指数走势可圈可点，上涨幅度超过正股，中信标普转债指数收于 2590.8 点，周上涨 2.76%。转债市场上周成交金额 77.62 亿元，较前一交易周的 85.68 亿元有所萎缩。其中工行转债成交 14.15 亿元，中行转债 22.82 亿元，石化转债成交 20.01 亿元，而巨轮转 2 周成交额只有 206.868 万元，可见转债之间的流动性大不一样。上周转债呈现价升量缩态势，各只转债平均成交 4.085 亿。

2、上周可转债 18 涨 1 平，无一下跌，可转债平均上涨了 2.48%，而可转债正股平均上涨了 2.20%，可转债上涨幅度高于正股。其中，川投转债、国电转债分别上涨 4.80%、4.46%，只有澄星转债持平。最近四周转债市场强势反弹，特别是石化转债反弹力度比较大，累计上涨 14.47%，转债平均价格为 105.65 元。

3、转债整体上呈弱股性、较强债性特点，截止 11 月 4 日转债市场平均纯债溢价率为 19.38%，比前周的 16.99%有所增加，债性相对减弱；平均转股溢价率为 32.08%，比前周转股溢价率 31.79%略微增加，工行转债、美丰转债属于偏股型，是低风险高回报品种，而唐钢转债属于偏债性，大部分转债属于平衡性。除澄星转债、燕京转债、工行转债、美丰转债外其余转债到期收益率为正值，所有转债纯债到期收益率平均为 0.46%，转债债性相对下降。

4、如果货币政策定向放宽预期确立，市场流动性在某种程度上得到改善。A 股在政策、资金、市场等合力带动下，不排除有一轮中级反弹行情。最近四周可转债市场大幅度上涨，修正了前一阶段大跌的估值水平。不排除短期的调整，短线风险加大。但投资者可根据正股把握结构性转债的投资机会，特别是偏股性转债的投资机会。特别是偏股性转债如工行、美丰转债的机会，但也不要忽视短期风险。

可转债价值评价（11 月 4 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	49.42%	2.93%	偏债型
博汇转债	54.80%	7.29%	偏债型
双良转债	29.08%	18.47%	平衡型
歌华转债	41.22%	17.66%	平衡型
海运转债	20.96%	23.01%	平衡型
国投转债	13.12%	20.49%	平衡型
石化转债	29.50%	19.97%	平衡型
川投转债	35.24%	18.66%	平衡型
中海转债	18.13%	24.90%	平衡型
国电转债	10.59%	26.27%	平衡型
澄星转债	17.78%	11.50%	平衡型
中行转债	16.67%	13.91%	平衡型
工行转债	2.63%	33.64%	偏股型
深机转债	16.12%	21.52%	平衡型
唐钢转债	157.34%	-1.23%	偏债型
美丰转债	10.96%	37.68%	偏股型
中鼎转债	20.17%	22.92%	平衡型
燕京转债	43.86%	25.58%	平衡型
巨轮转 2	21.99%	22.98%	平衡型

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)6336 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

转债连续四周上涨致使短线风险加大—可转债周报

一、上周可转债市场回顾

上周沪深市场处于上涨状态，截至 2011 年 11 月 4 日，沪深 300 指数收于 2763.75 点，涨幅为 2.02%。转债指数走势可圈可点，转债市场上涨幅度超过市场，截止 11 月 4 日，中信标普转债指数收于 2590.8 点，周上涨 2.76%。

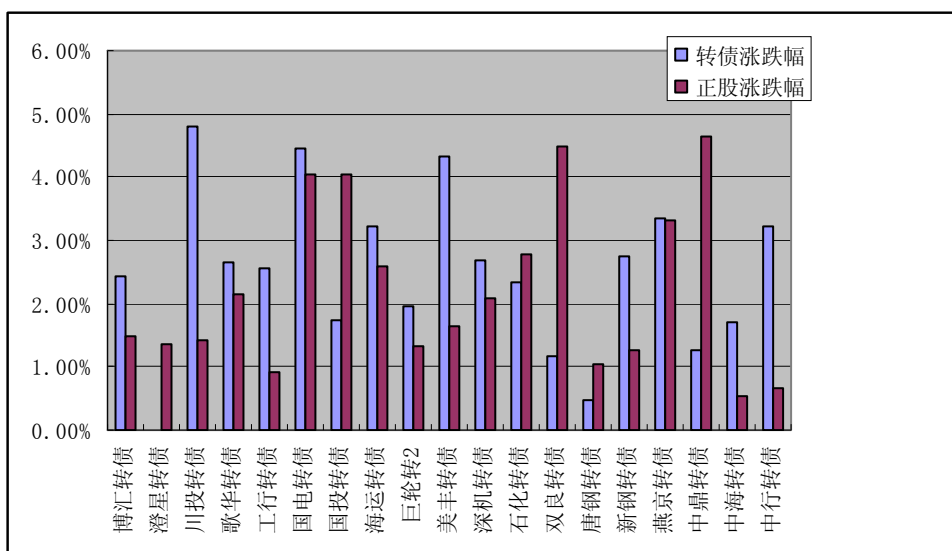
表 1 可转债市场交易情况（2011 年 10 月 31 日 - 11 月 4 日）

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	102	2.43%	1.50%	44,495.00	4,459.29	11,314.86
澄星转债	118	0.00%	1.34%	2,923.00	342.62	158,908.80
川投转债	101.47	4.80%	1.41%	149,154.00	14,861.37	35,958.80
歌华转债	98.73	2.65%	2.14%	152,195.00	15,014.16	124,744.13
工行转债	112.2	2.57%	0.93%	1,270,051.00	141,448.34	71,419.43
国电转债	106.86	4.46%	4.03%	611,916.00	64,414.18	111,702.94
国投转债	103.94	1.72%	4.05%	333,328.00	34,795.45	44,862.64
海运转债	105.24	3.23%	2.60%	17,152.00	1,792.25	7,826.44
巨轮转 2	104.5	1.95%	1.32%	1,992.40	206.87	5,433.67
美丰转债	123.95	4.34%	1.63%	40,197.50	4,832.53	125,533.14
深机转债	100.12	2.69%	2.09%	72,923.10	7,181.46	12,210.45
石化转债	101.01	2.34%	2.77%	1,997,491.00	200,097.50	158,171.87
双良转债	103.51	1.17%	4.49%	19,484.00	2,002.80	34,435.85
唐钢转债	107.5	0.47%	1.03%	183,770.80	19,693.51	84,845.61
新钢转债	103.89	2.76%	1.27%	227,716.00	23,319.28	15,022.85
燕京转债	105.8	3.35%	3.31%	15,418.70	1,601.67	37,572.72
中鼎转债	109.35	1.25%	4.63%	6,777.00	733.38	15,012.94
中海转债	100.48	1.70%	0.54%	111,690.00	11,187.29	32,329.49
中行转债	98.8	3.22%	0.66%	2,334,156.00	228,241.21	36,826.49

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

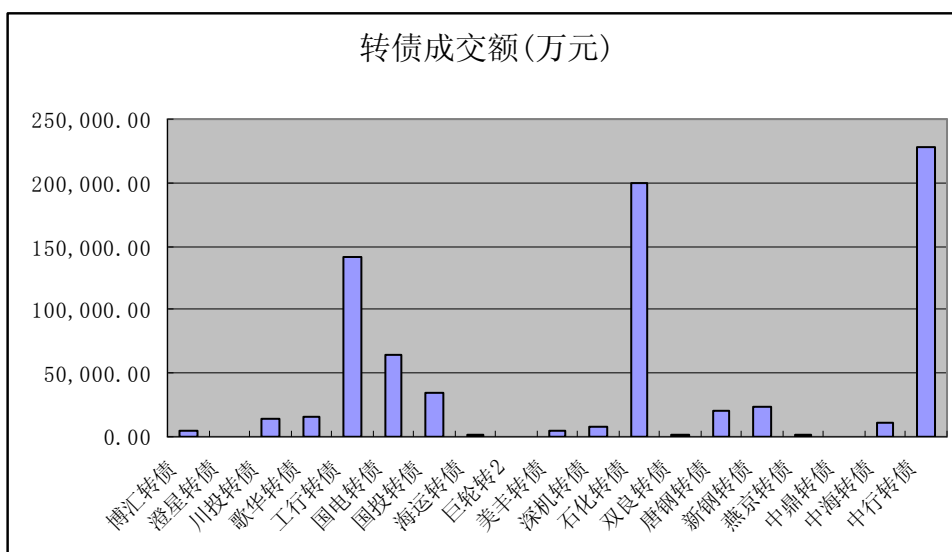
上周 A 股市场震荡上升，可转债 18 涨 1 平，无下跌，可转债平均上涨了 2.48%，而可转债正股平均上涨了 2.20%，转债上涨幅度高于正股，转债表现可圈可点。强者恒强，是转债运行的一大特点。上周转债整体表现尚可，正股上涨而转债上涨幅度相对比较大，其中，川投转债、国电转债分别上涨 4.80%、4.46%，但其正股分别上涨了 1.41%、1.03%，而只有澄星转债持平。如果市场持续反弹，转债可能随之上涨。最近四周转债市场强势反弹，实际上是对 8 月底以来转债大幅度下跌的修正性恢复，特别是石化转债反弹力度比较大，四周上涨 14.47%，短期风险不容忽视。多只转债从跌破面值已经回升到面值以上，截止 11 月 4 日，转债平均价格为 105.65 元，相对于 9 月 30 日的平均价格 98.607 元大幅度反弹，平均在面值以上。债性比较强的转债受正股影响不大，部分股性比较强的转债，受正股上涨影响的而上涨幅度比较大。从长远看收益率比较高、溢价不高的可转债是长期投资关注的焦点，如工行转债，尽管目前转债经过估值泡沫挤压，风险得到释放，长期看已具备投资价值，但反弹后短期风险投资者要注意。

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

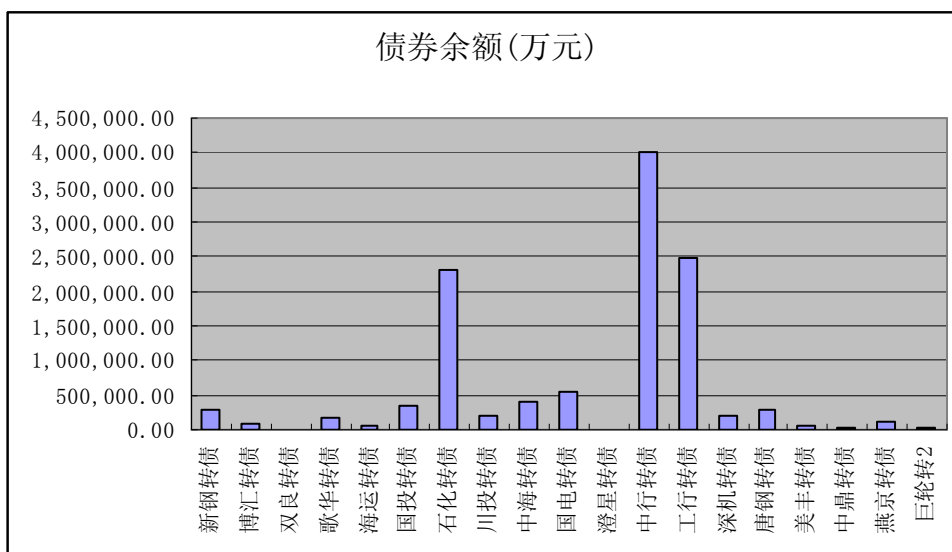
图 2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 7592830.5 手转债，周成交金额为 77.62 亿元，较前一交易周的 85.68 亿元有所萎缩，可以说在正股市场上涨的市场环境下，转债市场交易也随之发生反弹，转债基本见底，后期可能跟随正股进行波动，转债交易是否持续活跃关键在于正股的走势以及投资者对转债市场的热情。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、石化转债等发行规模较大的转债，其中工行转债成交额达到 14.15 亿元，中行转债的周成交额达到 22.82 亿元，石化转债成交 20.01 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；而国投转债成交 3.48 亿，国电转债成交 6.44 亿，中海转债成交 1.12 亿，歌华转债成交 1.50 亿，其他转债成交都在 1 亿元以下，相对比较小，而巨轮转 2 周成交额只有 206.868 万元，比较低迷。转债之间的成交差异比较大，流动性也大不一样，值得关注。上周转债呈现价升量缩的态势，转债有所反弹，在面值以上，成交量相对增加，各只转债平均成交 4.085 亿，短期风险不容忽视。

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	交易日期	当日转股户数(户)	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	2011-10-31	2	0.15	107.53	0.02
工行转债	2011-11-1	3	0.50	108.03	0.02
工行转债	2011-11-3	1	2,267.00	2,375.03	0.38
工行转债	2011-11-4	4	2,015.26	4,390.30	0.70
名称	变动日期	变动原因	变动后余额(万元)	本次变动	变动前
中行转债	2011-10-31	转债转股	3,999,938.60	-1.20	3,999,939.80
工行转债	2011-10-31	转债转股	2,499,558.00	-31.20	2,499,589.20
燕京转债	2011-11-4	转债转股	112,998.81	-0.05	112,998.86

资料来源: 根据 WIND 统计和东北证券

工行转债 11 月 4 日转股 2,015.26 万股, 累计转股数量为 4,390.30 万股, 累计转股比例为 0.70%。中行转债 10 月 26 日转股 0.0278 万股, 累计转股数量为 16.4163 万股, 累计转股比例为 0.00%。石化转债于 10 月 19 日转股 0.4842 万股, 累计转股数量为 2.9965 万股, 累计转股比例为 0.00%, 上周转债没有转股发生。澄星转债于 10 月 20 日转股 28.49 万股, 累计转股数量为 2268.683 万股, 累计转股比例为 54.42%, 上周转债没有转股发生。燕京转债上周转债余额为 112998.81 万元, 值得注意的是, 双良转债创回售新纪录, 回吐九成募集资金, 面对持续低迷的市场环境, 双良转债持有人最终采取了大规模回售的方式来锁定投资风险, 逾 90%的回售比例也创下可转债回售的新纪录。澄星转债即将于 2012-05-10 日进入到到期日。歌华转债即将于 2011-11-24 付息 0.60%。海运转债再 14 日收盘价低于 3.63 即符合修正条款。中行转债再 10 日收盘价低于 2.87 即符合修正条款。新钢转债再连续 17 日收盘价低于 5.63 即回售条款, 回售面值为 104.00%(包含利息)。唐钢转债于 2011-11-04 符合回售条款, 回售面值为 100.00%(加上当年利息)。

二、可转债价值评价

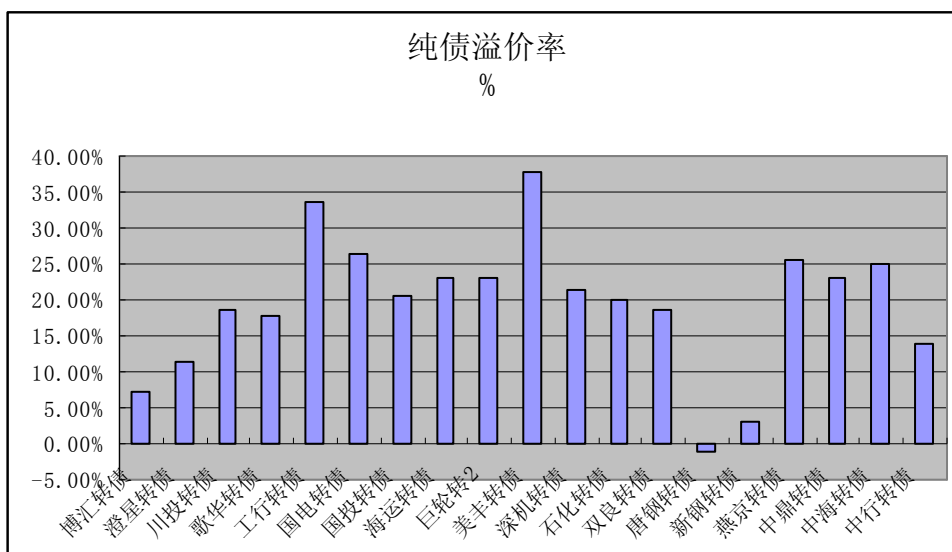
表 3 可转债债券价值（11 月 4 日）

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	102	1.37%	2.72%	95.07	6.93	7.29%	2.89
澄星转债	118	2.29%	-16.25%	105.83	12.17	11.50%	0.52
川投转债	101.47	0.49%	2.33%	85.52	15.95	18.66%	5.38
歌华转债	98.73	0.61%	2.27%	83.91	14.82	17.66%	5.06
工行转债	112.2	0.62%	-0.59%	83.96	28.24	33.64%	4.83
国电转债	106.86	0.47%	1.46%	84.63	22.23	26.27%	5.79
国投转债	103.94	0.48%	1.92%	86.26	17.68	20.49%	5.23
海运转债	105.24	0.67%	0.41%	85.55	19.69	23.01%	4.18
巨轮转 2	104.5	0.77%	1.04%	84.97	19.53	22.98%	4.71
美丰转债	123.95	0.81%	-3.66%	90.03	33.92	37.68%	3.58
深机转债	100.12	0.60%	2.08%	82.39	17.73	21.52%	5.70
石化转债	101.01	0.50%	2.06%	84.19	16.82	19.97%	5.31
双良转债	103.51	0.77%	0.42%	87.37	16.14	18.47%	3.50
唐钢转债	107.5	1.58%	5.24%	108.84	-1.34	-1.23%	1.11
新钢转债	103.89	2.31%	2.95%	100.93	2.96	2.93%	1.80
燕京转债	105.8	0.66%	-0.41%	84.25	21.55	25.58%	3.95
中鼎转债	109.35	0.73%	0.53%	88.96	20.39	22.92%	4.27
中海转债	100.48	0.50%	1.62%	80.45	20.03	24.90%	5.75
中行转债	98.8	0.81%	2.63%	86.74	12.06	13.91%	4.58

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，使得债性有所减弱，但转债市场债性仍比较强；11 月 4 日，转债市场平均纯债溢价率为 19.38%，比前周的 16.99% 有所增加，债性相对减弱。目前转债市场债性相对适中，除澄星转债、工行转债、燕京转债、美丰转债外其余转债到期收益率成为正值，其中唐钢转债的债性较强，属于偏债性，唐钢转债到期收益率为 5.24%，为最高，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，但即将到期，中行转债收益率也为正，为 2.63%，相对上周有所下降，中鼎转债、新钢转债、国投转债、歌华转债、川投转债、博汇转债、石化转债、中海转债、深机转债等到期收益率为正值，所有转债的纯债到期收益率平均为 0.46%，这些转债属收益率品种，在多头市场可积极配置。工行转债、美丰转债属于偏股型。从到期收益率来看，中行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，而中行转债剩余期限在 4 年多左右，其债性投资吸引力可能更为突出。值得注意的是，大部分转债的转股价值低于或接近于其债券价值，下跌空间均有限，澄星转债的收益率水平最低，为 -16.25%，但债券价格与价值较为接近，股性比较显著，目前转股比例比较高，超过 50%，其与标的股票显现强联动性。新钢等转债的债券溢价低于 10%，为 2.93%，价格接近债券价值，下跌空间有限，属于低风险投资品种。

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

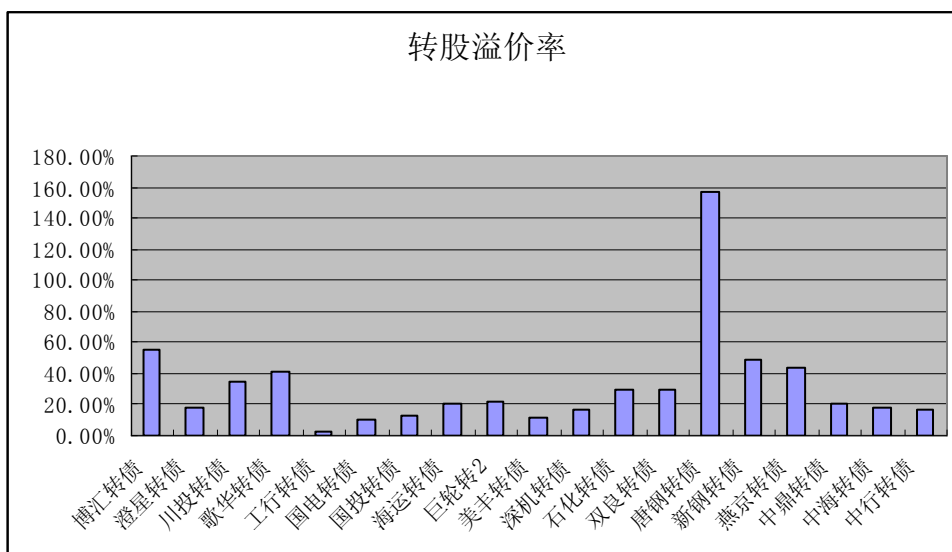
表 4 可转债转股价值评价 (11 月 4 日)

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	102	10.29	9.72	65.89	36.11	54.80%	29.02
澄星转债	118	10.53	9.50	100.19	17.81	17.78%	193.54
川投转债	101.47	17.26	5.79	75.03	26.44	35.24%	44.26
歌华转债	98.73	14.99	6.67	69.91	28.82	41.22%	70.11
工行转债	112.2	3.97	25.19	109.32	2.88	2.63%	9.48
国电转债	106.86	2.67	37.45	96.63	10.23	10.59%	21.13
国投转债	103.94	7.27	13.76	91.88	12.06	13.12%	45.17
海运转债	105.24	4.54	22.03	87.00	18.24	20.96%	57.50
巨轮转 2	104.5	8.09	12.36	85.66	18.84	21.99%	42.27
美丰转债	123.95	7.26	13.77	111.71	12.24	10.96%	22.86
深机转债	100.12	5.66	17.67	86.22	13.90	16.12%	18.15
石化转债	101.01	9.5	10.53	78.00	23.01	29.50%	13.87
双良转债	103.51	13.63	7.34	80.19	23.32	29.08%	102.91
唐钢转债	107.5	9.36	10.68	41.77	65.73	157.34%	67.08
新钢转债	103.89	8.04	12.44	69.53	34.36	49.42%	37.97
燕京转债	105.8	21.66	4.62	73.55	32.25	43.86%	35.36
中鼎转债	109.35	12.66	7.90	91.00	18.35	20.17%	30.76
中海转债	100.48	8.7	11.49	85.06	15.42	18.13%	36.50
中行转债	98.8	3.59	27.86	84.68	14.12	16.67%	10.13

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,在市场震荡上涨的大环境下,转债偏股的属性就有所增强,若转债涨幅比较大于正股,说明投资者预期看好后市。上周正股市场震荡反弹,转债市场平均转股溢价率为 32.08%,比前周转股溢价率 31.79% 相对有所增加,转债市场股性相对有所增强。目前工行转债、美丰转债属于偏股型,其中工行转债转股溢价率为 2.63%,与标的股票有较强联动性,属于低风险高报酬品种,美丰转债、国投转债的转股溢价率较低,也是具有潜在投资价值的品种;大部分转债属于平衡型,其余转债的转股溢价都比较高,同时债券溢价也比较高,这类转债不宜作为安全配置的考虑。整体来说,在目前震荡反弹的大环境下,上周转债市场表现为弱股性、较强债性的特点,如果市场持续反弹,可能会呈现强股性、弱债性的格局。

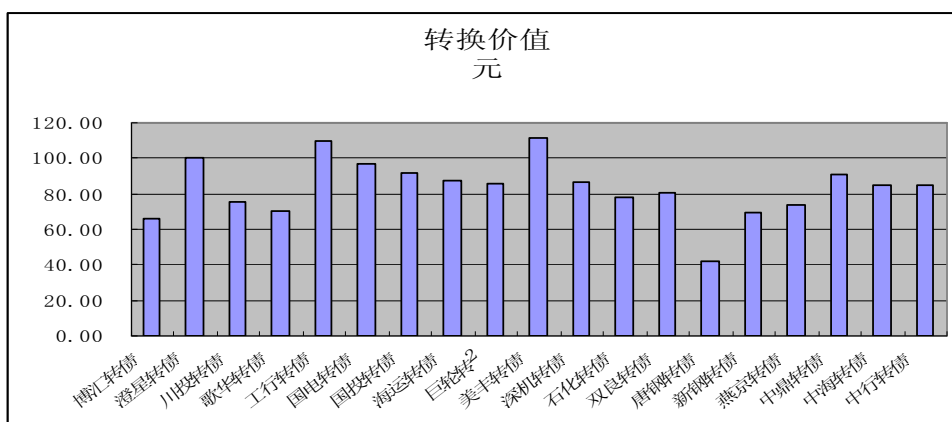
图 5 转股溢价率比较



资料来源:根据 WIND 统计和东北证券

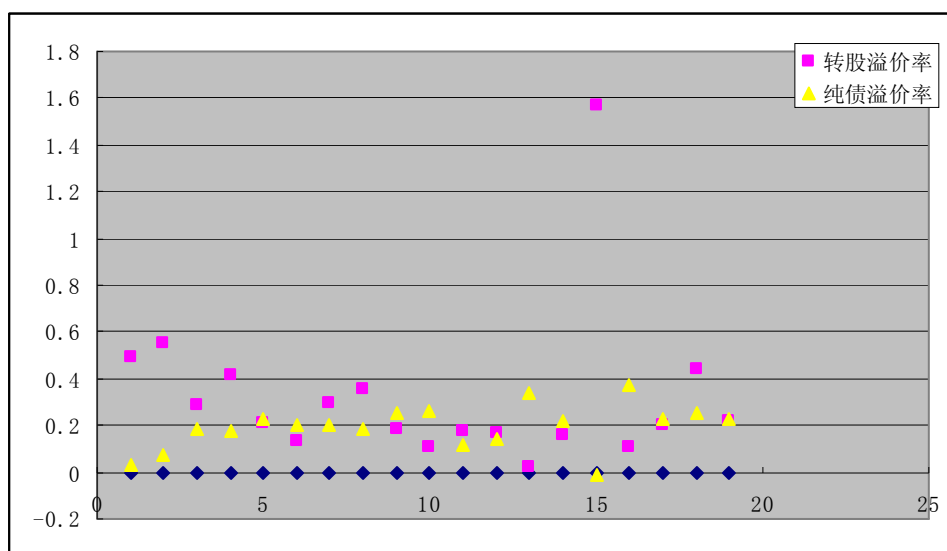
目前转换价值在 90 元左右的转债转股溢价率平均为 16.65%,转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 29.29%。如果转债估值下降,则债性增强,股性减弱。

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

市场上周震荡上行，A 股在政策、资金、市场等合力带动下，一轮中级反弹行情可值得期待，未来市场可能会维持宽幅震荡行情。如果货币政策定向放宽预期确立，市场流动性在某种程度上得到改善。近期 A 股市场有望保持强势，震荡上行是主基调。海外方面，欧洲债务危机达成一致的解决方案，但能否持续出现根本性转机还有待观察。值得注意的是，欧美经济体的债务问题还没有完全解决，仍存在高度不确定性，更为重要的是，当前全球经济缺乏新的经济增长引擎，市场对全球经济的二次探底担忧，这是最为关键的。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在。可转债市场上周处于反弹，但连续四周反弹，短线风险加大。如果股票市场能够持续反弹，结构性机会仍然可期。目前 A 股市场上有压力、下有支撑，估计这波反弹仍将持续，投资者可把握市场结构转换，在细分周期性行业挖掘个股价值重估机会，通胀、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	49.42%	2.93%	偏债型	高估
博汇转债	54.80%	7.29%	偏债型	高估
双良转债	29.08%	18.47%	平衡型	高估
歌华转债	41.22%	17.66%	平衡型	高估
海运转债	20.96%	23.01%	平衡型	合理
国投转债	13.12%	20.49%	平衡型	合理
石化转债	29.50%	19.97%	平衡型	高估
川投转债	35.24%	18.66%	平衡型	高估

中海转债	18.13%	24.90%	平衡型	高估
国电转债	10.59%	26.27%	平衡型	合理
澄星转债	17.78%	11.50%	平衡型	合理
中行转债	16.67%	13.91%	平衡型	合理
工行转债	2.63%	33.64%	偏股型	低估
深机转债	16.12%	21.52%	平衡型	合理
唐钢转债	157.34%	-1.23%	偏债型	高估
美丰转债	10.96%	37.68%	偏股型	合理
中鼎转债	20.17%	22.92%	平衡型	高估
燕京转债	43.86%	25.58%	平衡型	高估
巨轮转 2	21.99%	22.98%	平衡型	高估

资料来源：东北证券和 WIND 系统

最近四周可转债市场大幅度上涨，修正了前一阶段大跌的估值水平。目前转债供给压力在于拟发行的可转债，市场担忧的是民生银行转债，达到 200 亿，而石化转债 2 又要发行 300 亿，10 月 13 日中国石化公告股东大会通过了发行 300 亿转债的计划，这加剧了市场担忧情绪，使得可转债市场供给明显加大，对转债市场估值压力比较大。转债连续上涨以后，不排除短期的调整。投资者投资可转债，是为了希望正股上涨而获得转股收益，石化转债上周收盘回到面值以上，这为其石化转债 2 发行提供了可能，否则就要修正转股价。如果市场持续反弹，转债有望继续反弹，投资者可根据正股把握结构性转债的投资机会，特别是偏股性转债的投资价值。

表 6 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	电力、煤气及水的生产和供应业
恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5	2010-12-11	2010-12-30	造纸、印刷
健康元	股东大会通过	7	6	2009-7-13	2009-7-30	医药、生物制品
赣粤高速	股东大会通过	23	6	2011-5-4	2011-5-19	交通运输、仓储业
民生银行	股东大会通过	200	6	2011-2-26	2011-5-5	金融、保险业
中国石化	股东大会通过	300	6	2011-8-29	2011-10-13	采掘业

资料来源：根据 WIND 系统

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。