

存准率下调利于转债长期投资价值发现——可转债周报

可转债周报研究报告

发布时间：2011 年 12 月 5 日

投资要点：

1、上周沪深市场剧烈震荡，截至 12 月 2 日，沪深 300 指数收于 2557.32 点，跌幅为-0.49%。而中信标普转债指数收于 2501.73 点，周下跌-0.69%。转债市场上周成交放大，成交金额为 43.23 亿元，较前一交易周的 25.88 亿元有所增加，存款准备金率下调，债市可能会进入一波小牛市，转债交易是否持续活跃关键在于正股的走势。上周工行转债成交额达到 9.08 亿元，中行转债的成交 10.44 亿元，石化转债成交 10.37 亿元，国电转债成交 2.95 亿，唐钢转债成交 1.81 亿，新钢转债成交 5.56 亿，其他转债成交都在 1 亿元以下，双良转债周成交额只有 276.61 万元，转债呈现价跌量升的态势，各只转债平均成交 2.275 亿。

2、上周可转债 4 涨 1 平 14 跌，可转债平均下跌了-1.24%，而可转债正股平均下跌了-4.19%，可转债下跌幅度小于正股，其中，中海转债、工行转债分别上涨 1.17%、0.23%，国投转债、国电转债分别下跌-4.36%、-4.26%，为最大。截止 12 月 2 日，转债平均价格为 101.435 元，相对于上周有所下降，平均仍在面值以上。

3、转债整体上呈弱股性、强债性特点，截止 12 月 2 日转债市场平均纯债溢价为 13.88%，比前周的 15.63%有所减少，债性相对增强；平均转股溢价为 36.83%，比前周转股溢价率 32.47%相对有所增加，股性有所减弱，工行转债、国电转债、美丰转债属于偏股型，是低风险高回报品种，其中工行转债转股溢价为 1.17%，其转股速度加快，而唐钢转债、博汇转债、新钢转债属于偏债性，大部分转债属于平衡性。除澄星转债、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 2.07%，相对于上周的 1.42%增长，隐含着转债债性比较强，大部分转债市场价格低于理论价格，有一定的投资价值。

4、欧债问题相对不确定性，使得世界经济不排除在 2012 年二次探底。随着央行下调存款准备金率，货币政策宽松迹象初显，短期股市可能仍将维持弱势震荡格局，但中期应该对市场持乐观的认识。存准率的下调为债市走牛提供了外在条件，也为可转债长期价值发现提供了契机，转债估值相对比较合理，结构性机会依然可期，但可转债供给压力的加大制约着可转债市场，12 月 3 日中信海直董事会预案拟发行 6.5 亿、6 年期限的可转债，值得关注。

可转债价值评价（12 月 2 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	69.15%	1.28%	偏债型
博汇转债	66.22%	3.72%	偏债型
双良转债	50.41%	16.98%	偏债型
歌华转债	48.09%	11.30%	偏债型
海运转债	28.06%	14.93%	平衡型
国投转债	26.04%	10.56%	平衡型
石化转债	30.37%	16.25%	平衡型
川投转债	39.41%	11.10%	偏债型
中海转债	28.47%	19.39%	平衡型
国电转债	9.72%	19.39%	平衡型
澄星转债	32.21%	2.23%	偏债型
中行转债	15.71%	8.82%	平衡型
工行转债	1.17%	28.05%	偏股型
深机转债	18.84%	16.73%	平衡型
唐钢转债	134.56%	-0.70%	偏债型
美丰转债	16.00%	28.92%	平衡型
中鼎转债	15.36%	18.63%	平衡型
燕京转债	46.07%	18.22%	平衡型
巨轮转 2	23.87%	17.86%	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

存准率下调利于转债长期投资价值发现——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，市场大起大落，震幅相对比较大，截至 2011 年 12 月 2 日，沪深 300 指数收于 2557.32 点，跌幅为-0.49%。相对而言，转债指数下跌幅度大于正股，截止 12 月 2 日，中信标普转债指数收于 2501.73 点，周下跌-0.69%。

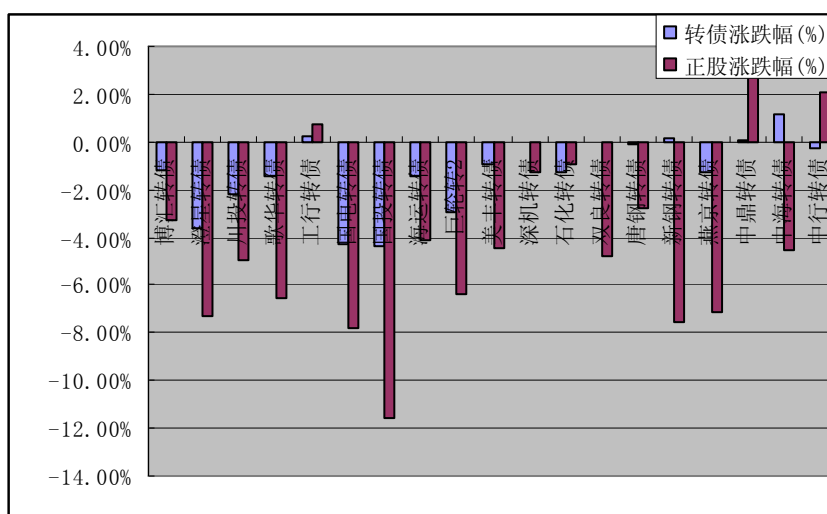
表 1 可转债市场交易情况（2011 年 11 月 28 日 - 12 月 2 日）

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	99.18	-1.18%	-3.31%	9,592.00	955.63	6,409.92
澄星转债	108.48	-3.61%	-7.30%	6,411.00	702.84	63,005.35
川投转债	95.79	-2.17%	-4.97%	34,582.00	3,333.37	23,208.48
歌华转债	93.46	-1.42%	-6.52%	31,018.00	2,924.42	41,796.47
工行转债	108.3	0.23%	0.71%	838,721.00	90,855.94	55,705.81
国电转债	101.91	-4.26%	-7.81%	282,128.00	29,477.62	100,953.72
国投转债	96.12	-4.36%	-11.56%	60,599.00	5,937.61	43,336.64
海运转债	99.01	-1.41%	-4.10%	9,525.00	950.70	3,256.33
巨轮转 2	100.9	-2.98%	-6.39%	4,544.40	466.80	9,626.66
美丰转债	116.8	-0.96%	-4.44%	7,351.50	862.94	41,337.41
深机转债	97	0.00%	-1.28%	39,578.90	3,820.95	5,735.13
石化转债	98.67	-1.25%	-0.96%	1,049,313.00	103,668.50	68,035.92
双良转债	102.85	-0.01%	-4.80%	2,690.00	276.61	16,022.38
唐钢转债	108.45	-0.09%	-2.78%	166,610.10	18,079.29	69,979.40
新钢转债	102.67	0.13%	-7.58%	541,244.00	55,569.11	10,092.14
燕京转债	100.21	-1.24%	-7.13%	20,461.70	2,058.36	34,378.65
中鼎转债	105.521	0.06%	3.02%	18,901.10	2,006.53	16,731.86
中海转债	96.87	1.17%	-4.51%	62,183.00	5,947.54	11,208.88
中行转债	95.08	-0.27%	2.08%	1,096,219.00	104,402.16	30,761.83

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

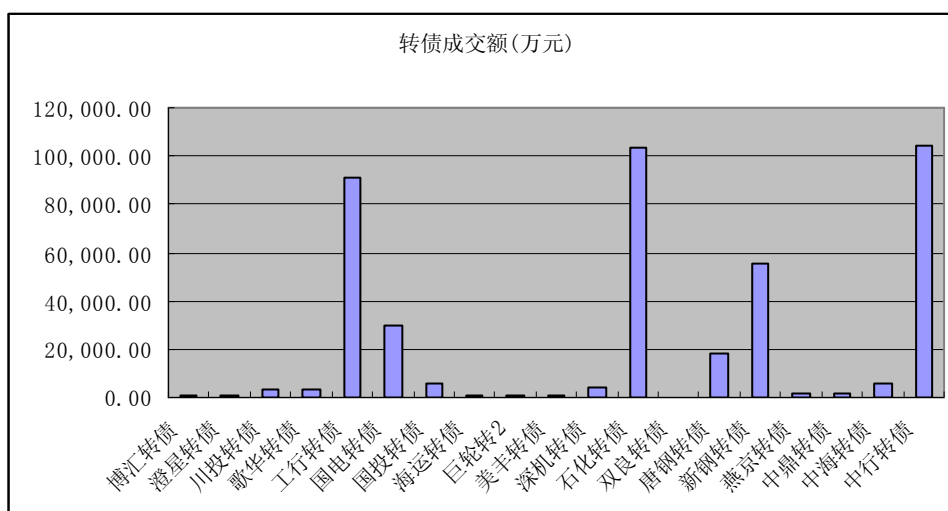
上周 A 股市场震荡下跌，可转债 4 涨 1 平 14 跌，可转债平均下跌了-1.24%，而可转债正股平均下跌了-4.19%，可转债下跌幅度小于正股，可转债表现可圈可点，反映可转债的抗跌性。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上周可转债整体表现尚可，正股下跌而可转债下跌幅度相对比较小，其中，中海转债、工行转债分别上涨 1.17%、0.23%，其中工行转债正股上涨了 0.71%，国投转债、国电转债分别下跌-4.36%、-4.26%，为最大。转债连续几周跟随正股回调，也比较合理。多只转债从跌破面值已经回升到面值以上，截止 12 月 2 日，转债平均价格为 101.435 元，相对于上周平均价格 102.73 元有所下降，但下跌幅度比较小，平均仍在面值以上。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，长期看具备投资价值，但短期风险投资者不可忽视。

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

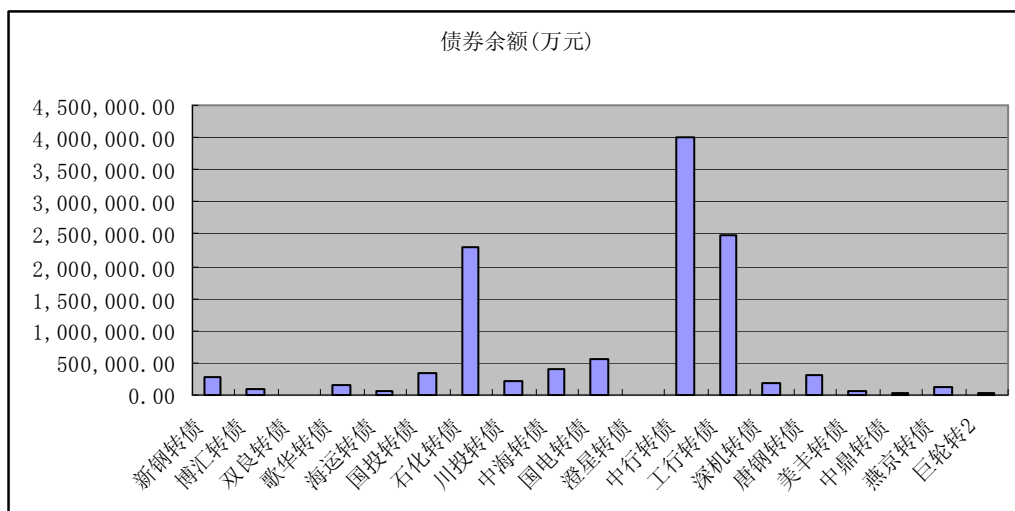
图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场上周总共成交 4281672.7 手转债，周成交金额为 43.23 亿元，较前一交易周的 25.88 亿元有所增加，可以说转债在连续反弹下回调是比较正常的，由于债券市场已经见底，存款准备金率下调，债市可能会进入一波小牛市，转债市场也基本见底，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，上周尽管正股下跌，但转债指数整体表现尚可，反映投资者对后市预期的看好。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 9.08 亿元，中行转债的周成交额达到 10.44 亿元，石化转债成交 10.37 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力；而国电转债异军突起，成交 2.95 亿，唐钢转债成交 1.81 亿，新钢转债成交 5.56 亿，其他转债成交都在 1 亿元以下，相对比较小，而双良转债周成交额只有可怜的 276.61 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。上周转债呈现价跌量升的态势，各只转债平均成交 2.275 亿，增长比较多，但短期风险不容忽视。

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

代码	名称	交易日期	转股价格(元)	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(%)
113002.SH	工行转债	2011-12-1	3.97	2	281.13	6,071.58	0.96

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

工行转债 12 月 1 日转股 281.13 万股，累计转股数量为 6,071.58 万股，累计转股比例为 0.96%，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%，上周转债没有转股发生。石化转债于 11 月 15 日转股 0.08 万股，累计转股数量为 3.08 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 11 月 7 日转股 0.01 万股，累计转股数量为 2,268.69 万股，累计转股比例为 54.42%，上周没有转股发生。美丰转债已经转股 1827.42 万元，债券余额为 63172.58 万元，占比 97.19%。澄星转债即将于 2012-05-10 日进入到到期日，唐钢转债即将于 2011-12-13 付息 1.70%。唐钢转债符合回售条款，回售面值为 100.00%(加上当年利息)。除双良转债的余额仅为 7108.5 万元，其余所有转债的余额均在 1 亿元以上，尚存在较大规模余额。

二、可转债价值评价

表3 可转债债券价值（12月2日）

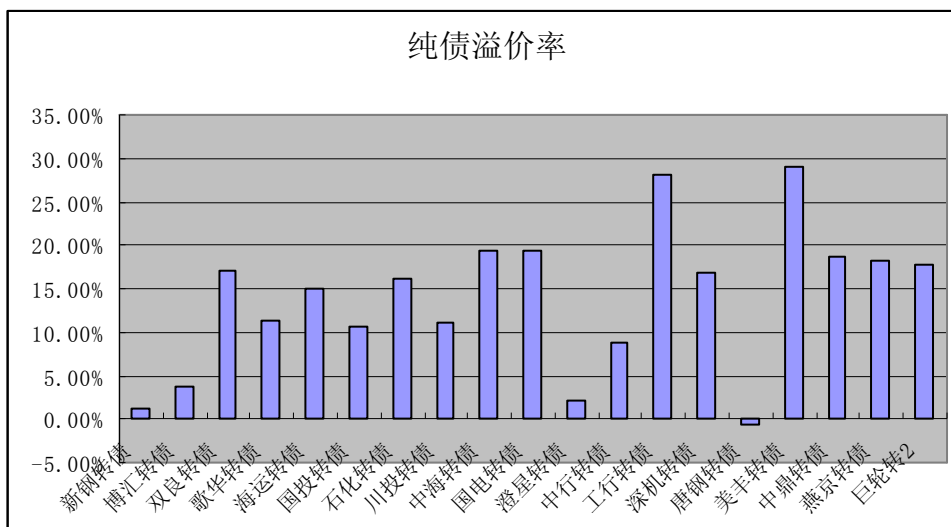
证券简称	收盘价 元	当期收 益率	纯债到期 收益率	纯债价 值元	纯债溢 价元	纯债溢 价率	剩余期 限年
新钢转债	102.67	2.34%	3.81%	101.37	1.30	1.28%	1.72
博汇转债	99.18	1.41%	3.84%	95.62	3.56	3.72%	2.81
双良转债	102.85	0.78%	0.62%	87.92	14.93	16.98%	3.42
歌华转债	93.46	0.86%	3.33%	83.97	9.49	11.30%	4.99
海运转债	99.01	0.71%	1.95%	86.15	12.86	14.93%	4.10
国投转债	96.12	0.52%	3.55%	86.94	9.18	10.56%	5.15

石化转债	98.67	0.51%	2.56%	84.88	13.79	16.25%	5.23
川投转债	95.79	0.52%	3.51%	86.22	9.57	11.10%	5.30
中海转债	96.87	0.52%	2.32%	81.14	15.73	19.39%	5.67
国电转债	101.91	0.49%	2.34%	85.36	16.55	19.39%	5.72
澄星转债	108.48	2.49%	-1.63%	106.11	2.37	2.23%	0.44
中行转债	95.08	0.84%	3.58%	87.38	7.70	8.82%	4.50
工行转债	108.3	0.65%	0.16%	84.57	23.73	28.05%	4.75
深机转债	97	0.62%	2.70%	83.10	13.90	16.73%	5.62
唐钢转债	108.45	1.57%	4.74%	109.21	-0.76	-0.70%	1.04
美丰转债	116.8	0.86%	-2.07%	90.60	26.20	28.92%	3.50
中鼎转债	105.521	0.76%	1.24%	88.95	16.57	18.63%	4.20
燕京转债	100.21	0.70%	1.00%	84.76	15.45	18.22%	3.87
巨轮转 2	100.9	0.79%	1.84%	85.61	15.29	17.86%	4.63

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下降，由于市场震荡下跌，使得债性有所增强，12月2日，转债市场平均纯债溢价率为13.88%，比前周的15.63%有所减少，债性相对增强。目前转债市场债性相对适中，除澄星转债、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4.74%，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，新钢转债到期收益率为3.81%，中行转债收益率也为正，为3.58%，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2.07%，相比上周增加，这些转债属收益率品种，在多头市场可积极配置。工行转债、国电转债、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，美丰转债的收益率水平最低，为-2.07%，澄星转债由于正股下跌导致转债价格下跌，其到期收益率下跌比较多，为-1.63%，债券价格与价值较为接近，股性比较显著，目前转股比例超过75%，但由于剩余年限不长，仅在半年左右，建议投资者择机抛售或转股，不适宜长期持有。新钢等转债的债券溢价低于10%，为1.28%，价格接近债券价值，下跌空间有限，属于低风险投资品种。可以说，目前转债的债券属性相对较强。

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

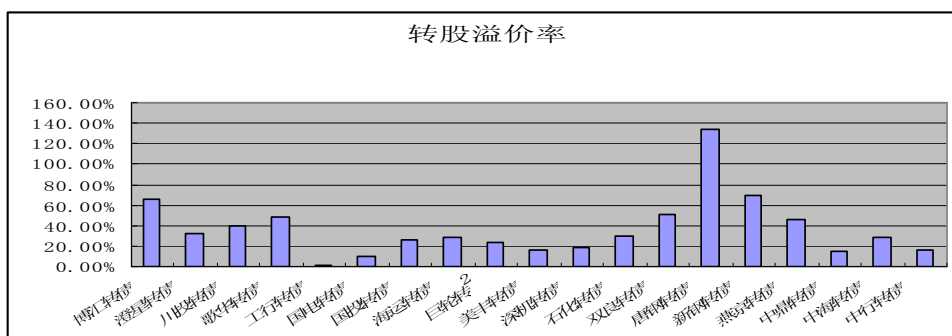
表 4 可转债转股价值评价（12 月 2 日）

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	隐含波 动率
博汇转债	99.18	10.29	9.72	59.67	39.51	66.22%	28.22	30.90%
澄星转债	108.48	10.53	9.50	82.05	26.43	32.21%	177.93	94.43%
川投转债	95.79	17.26	5.79	68.71	27.08	39.41%	41.78	19.31%
歌华转债	93.46	14.99	6.67	63.11	30.35	48.09%	66.37	25.82%
工行转债	108.3	3.97	25.19	107.05	1.25	1.17%	9.15	16.96%
国电转债	101.91	2.67	37.45	92.88	9.03	9.72%	20.16	12.78%
国投转债	96.12	7.12	14.04	76.26	19.86	26.04%	40.91	11.41%
海运转债	99.01	4.54	22.03	77.31	21.70	28.06%	54.09	15.10%
巨轮转 2	100.9	8.09	12.36	81.46	19.44	23.87%	40.81	42.62%
美丰转债	116.8	7.26	13.77	100.69	16.11	16.00%	21.54	16.77%
深机转债	97	5.66	17.67	81.63	15.37	18.84%	17.59	3.54%
石化转债	98.67	9.5	10.53	75.68	22.99	30.37%	13.55	30.21%
双良转债	102.85	13.63	7.34	68.38	34.47	50.41%	102.25	28.85%
唐钢转债	108.45	7.57	13.21	46.24	62.22	134.56%	54.73	28.55%
新钢转债	102.67	8.04	12.44	60.70	41.97	69.15%	37.52	26.94%
燕京转债	100.21	21.66	4.62	68.61	31.60	46.07%	33.50	26.90%
中鼎转债	105.521	12.66	7.90	91.47	14.05	15.36%	29.69	9.07%
中海转债	96.87	8.7	11.49	75.40	21.47	28.47%	35.19	1.21%
中行转债	95.08	3.59	27.86	82.17	12.91	15.71%	9.75	6.13%

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，在市场震荡的大环境下，如果市场反弹，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。上周正股市场震荡下跌，转债市场平均转股溢价率为 36.83%，比前周转股溢价率 32.47% 相对有所增加，转债市场股性有所减弱。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 1.17%，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、国电转债的转股溢价率较低，如国电转债的转股溢价率为 9.72%，总体来说，工行转债、国电转债的转换溢价及债券溢价均低于 10%，价格接近债券价值，下跌空间有限，且其股性较强，属于潜力报酬投资品种，适合投资者参与配置。唐钢转债、博汇转债、新钢转债属于偏债性，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。

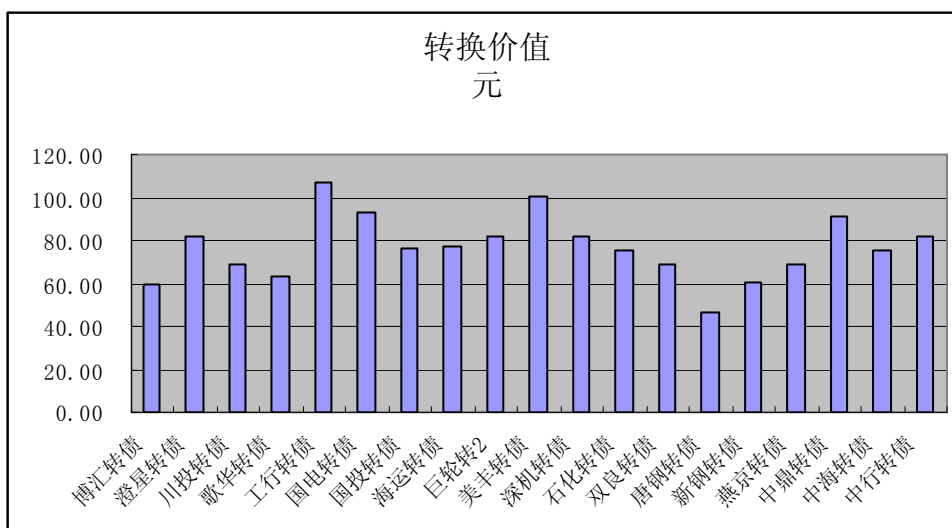
图 5 转股溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

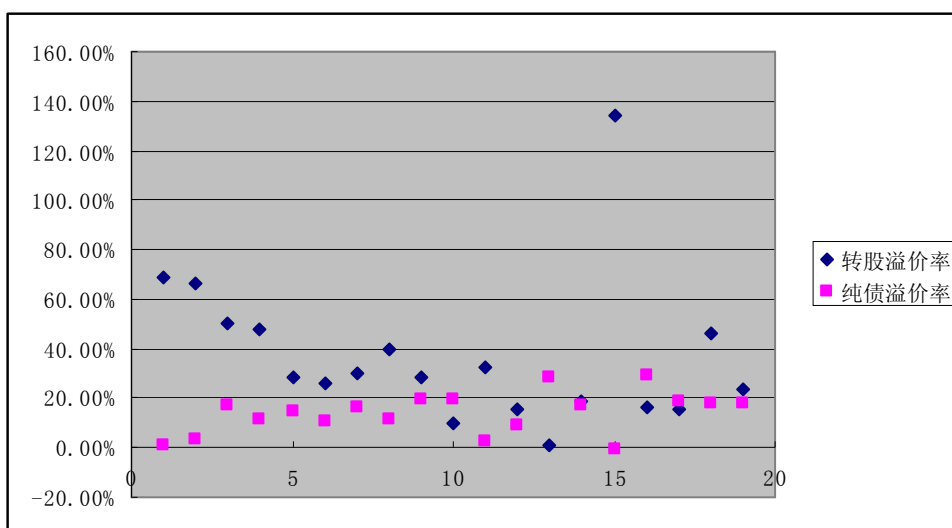
目前转换价值在 70 元左右的转债转股溢价率平均为 45.3%，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 23.93%。如果转债估值下降，则债性增强，股性减弱。

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、下周可转债投资策略与建议

目前市场对经济的担忧主要源于欧债问题相对复杂性和不确定性，各方认为世界经济不排除在 2012 年二次探底。随着央行下调存款准备金率，货币政策由紧向宽松出现迹象，目前股指可能处于黎明前最黑暗

的时刻，短期股市可能仍将维持弱势震荡格局，但中期我们对市场持偏乐观的看法，投资者可适当关注战略新兴产业等题材以及十二五规划产业的投资机会。上证综指上周大起大落，估计本周市场可能会呈现震荡小幅反弹，在政策面相对偏好的背景下，股指再度向下调整的空间有限，维持底部区域箱体震荡的概率较大。更主要的是，关于分红政策、创业板的小额融资制度等，也为市场提供了积极的信息，投资者可关注成长性较好、具有分红预期的品种。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在。可转债市场上周表现尚可，转债下跌幅度小于正股，如果股票市场能够再度反弹，结构性机会仍然可期。目前 A 股市场上有压力、下有支撑，估计市场在调整后可能反弹，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，如新能源、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	69.15%	1.28%	偏债型	高估
博汇转债	66.22%	3.72%	偏债型	高估
双良转债	50.41%	16.98%	偏债型	高估
歌华转债	48.09%	11.30%	偏债型	高估
海运转债	28.06%	14.93%	平衡型	合理
国投转债	26.04%	10.56%	平衡型	合理
石化转债	30.37%	16.25%	平衡型	高估
川投转债	39.41%	11.10%	偏债型	高估
中海转债	28.47%	19.39%	平衡型	高估
国电转债	9.72%	19.39%	平衡型	合理
澄星转债	32.21%	2.23%	偏债型	合理
中行转债	15.71%	8.82%	平衡型	合理
工行转债	1.17%	28.05%	偏股型	低估
深机转债	18.84%	16.73%	平衡型	合理
唐钢转债	134.56%	-0.70%	偏债型	高估
美丰转债	16.00%	28.92%	平衡型	合理
中鼎转债	15.36%	18.63%	平衡型	高估
燕京转债	46.07%	18.22%	平衡型	高估
巨轮转 2	23.87%	17.86%	平衡型	高估

资料来源：东北证券和 WIND 系统

目前转债供给压力在于拟发行的可转债，拟发行可转债比较多，12 月 3 日中信海直董事会预案拟发行 6.5 亿、6 年期限的可转债；国资委原则同意中国重工公司发行可转换公司债券的总体方案，拟发行总额不超过人民币 80.5 亿元可转换公司债券，期限为 6 年，每张面值 100 元，按面值发行，发行的可转债票面利率不超过 3.0%。同仁堂董事会 11 月 15 日通过预案拟发行 12.05 亿转债，但市场担忧的是民生银行 200 亿转债，石化转债 2 发行 300 亿，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。但由于债券市场已经见底，如果市场反弹，转债投资机会凸显。投资者投资可转债，是为了希望正股上涨而获得转股收益，石化转债上周收盘跌到面值以下，这为其石化转债 2 发行提出了新的课题，要么修正转股价，要么转债回到面值以上。如果市场反弹，转债有望上涨，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，如工行转债、国电转债，估计本周市场反弹，投资者可审慎把握其中的转债结构性机会，但也要控制风险。

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
600356.SH	恒丰纸业	股东大会通过	4.5	5.00	2010-12-11	2010-12-30
000099.SZ	中信海直	董事会预案	6.5	6.00	2011-12-3	
600269.SH	赣粤高速	股东大会通过	23	6.00	2011-5-4	2011-5-19
600085.SH	同仁堂	股东大会通过	12.05	5.00	2011-11-15	2011-12-1
600016.SH	民生银行	股东大会通过	200	6.00	2011-2-26	2011-5-5
600028.SH	中国石化	股东大会通过	300	6.00	2011-8-29	2011-10-13
601989.SH	中国重工	股东大会通过	80.5015	6.00	2011-11-11	2011-11-29

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

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。