

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangweil@ccnew.com

建议关注大盘转债

——可转债双周刊(2011年12月26日-1月6日)

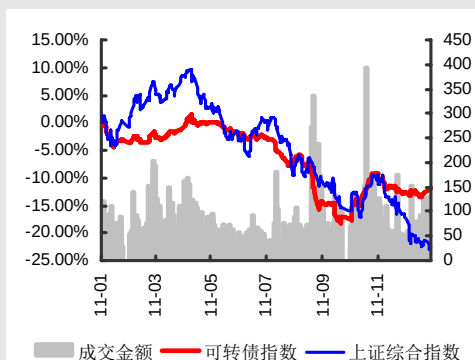
研究报告-债券研究

发布日期: 2012年1月10日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2519.08	1.40
上证综指	2163.40	(1.88)
深证成指	8634.42	(3.81)
上证国债	131.47	0.19
上证企债	148.31	0.45

转债指数相对上证综指走势



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

● 市场回顾

- 一级市场: 截止1月6日, 2011年度已累计9家公司发行可转债, 规模总计413.2亿元。
- 二级市场: 截止1月6日, 上证A股收至2163.4点, 期间下跌1.88%, 深证成指收至8634.42点, 期间下跌3.81%; 转债正股期间平均下跌3.4%; 所有转债均价99.18元, 平均下跌0.34%, 表现继续强于正股。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债成交82.49亿元, 日均成交金额较上期放大近4成。
- 估值: 平均转股溢价率继续上升, 平均纯债溢价率小幅下降且已创新低。纯债溢价率小于10的品种已达10只, 所有品种到期收益率均为正。

● 下一阶段投资策略

- 本期A股市场呈现较强的结构分化, 以石油石化银行板块为代表的低估值板块表现强劲, 而中小盘成长股则自周四开始加速下跌, 体现市场仍处于恐慌情绪中, 短期看, A股市场尚不具备全面反转基础, 中小盘个股仍存杀跌风险, 但是, 随着业绩预告、年报的陆续发布以及估值切换, 蓝筹股票低估优势有望进一步凸显, 未来下行风险较小。
- 基于正股市场当前大盘蓝筹股表现强劲的特点, 建议投资者优先关注大盘蓝筹转债, 首推工行转债、石化转债。
- 到期收益率小于零的品种, 可作为债券持有, 建议关注顺序为新钢转债、唐钢转债、博汇转债。

1 市场回顾

1.1 一级市场

截止1月6日，2011年度已累计9家公司发行可转债，规模总计413.2亿元。另有12家上市公司公布可转债发行预案，规模总计918.87亿元。有8家已经获股东大会通过，规模总计645.05亿元。另外仍有4家处于董事会预案阶段。发行预案总规模已接近现有转债市场总规模。

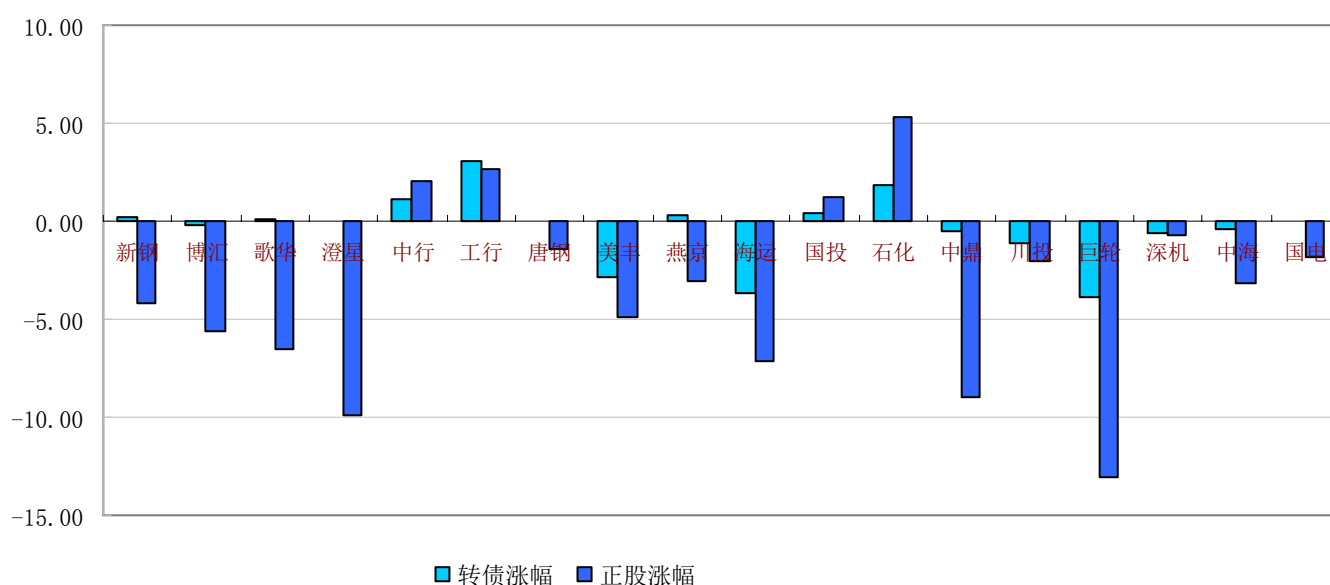
1.2 二级市场

本期A股市场处于弱市震荡寻底态势，截止1月6日，上证A股收至2163.4点，期间下跌1.88%，深证成指收至8634.42点，期间下跌3.81%；转债正股期间平均下跌3.4%；所有转债均价99.18元，平均下跌0.34%，表现继续强于正股。

转债正股表现呈现结构分化，蓝筹品种表现较为稳健，而中小盘品种跌幅较大。位于涨幅榜前三的品种分别为中国石化、工商银行、中国银行，期间分别上涨5.35%、2.64%和2.07%；位于跌幅榜前三的品种分别为巨轮股份、中鼎股份和澄星股份，期间分别下跌13.03%、9.89%和9.03%。

在下跌市中，个券抗跌作用明显，期间5只上涨13只下跌。位于涨幅榜前三的品种分别为工行转债、石化转债和中行转债，分别上涨3.1%、1.87%和1.14%；位于跌幅榜前三的品种分别为巨轮转债、海运转债和美丰转债，期间分别下跌3.88%、3.63%、2.89%。

图表 1： 转债及正股双周表现



资料来源：中原证券，Wind

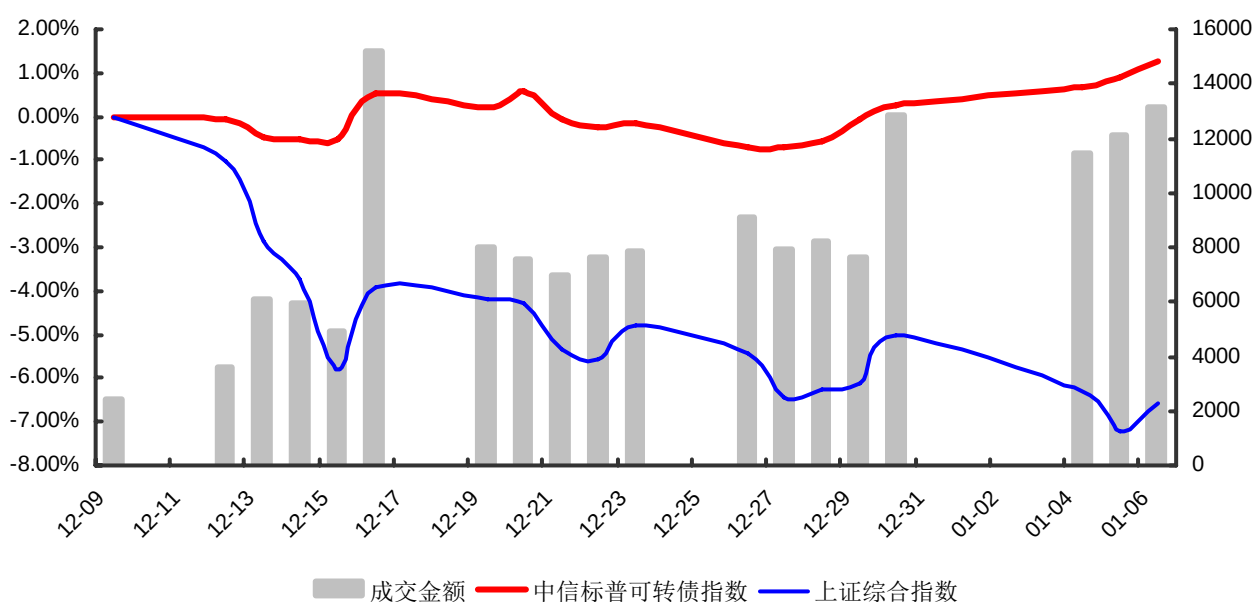
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

截止1月6日，现有转债规模116262万张，本期减少30万张。分别为中行转债减少27万张，澄星转债减少3万张所致。

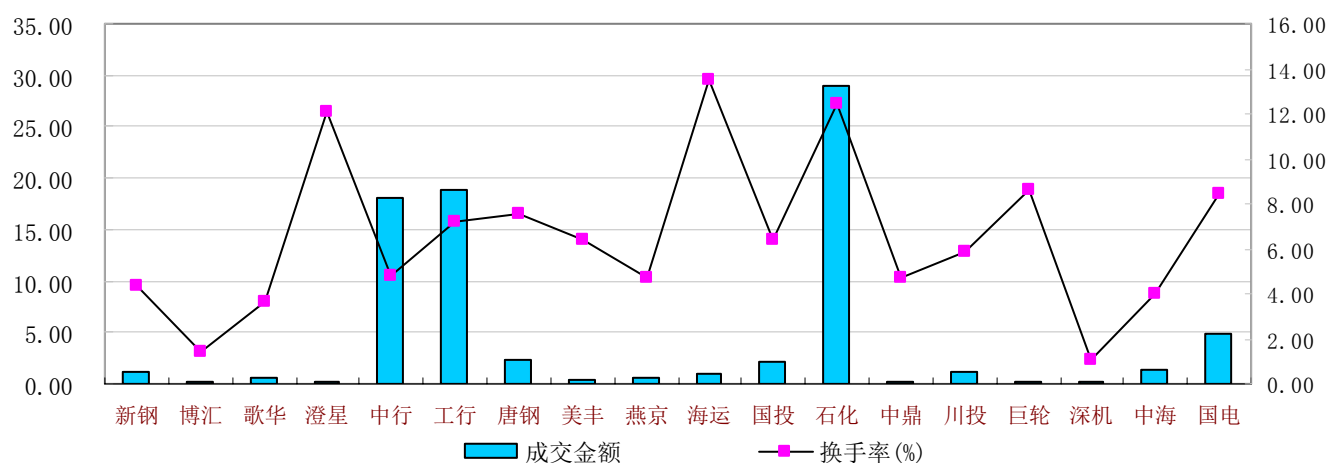
本期转债成交82.49亿元，日均成交金额较上期放大近4成。过半品种成交均有所放量，其中中行转债、中海转债、国电转债、国投转债放量较为明显。成交额过1亿元的品种有9只，分别石化转债、工行转债、中行转债、国电转债、唐钢转债、国投转债、新钢转债、川投转债和中海转债。而博汇、澄星、中鼎转债期间成交金额不足2000万元，流动性依然堪忧。

图表 2： 转债成交金额变动



资料来源：中原证券，Wind

图表 3: 转债周成交金额及换手率



资料来源: 中原证券, Wind

2.2 估值分析

平均转股溢价率继续上升, 平均纯债溢价率小幅下降且已创新低。截止1月6日, 全部转债平均转股溢价率46.05%, 较上期下降近6个百分点, 主要源于转债跌幅弱于正股跌幅所致。平均纯债溢价率9.86%, 较上期下降近1个百分点。

纯债溢价率小于10的品种已达10只, 博汇转债、新钢转债、唐钢转债纯债溢价率已经达到负值, 说明其具备以企业债持有价值。从到期收益率角度看, 目前所有品种到期收益率均为正, 也即所有品种都具有一定的债券持有价值。

热点评述:

与前两期相比, 本期转债市场成交明显放量, 且无论是偏股型还是偏债型品种, 成交均有所放量。在正股市场持续低迷的状态, 转债成交放量体现投资者对转债当前估值水平比较认可。

的确, 无论从纯债溢价率还是到期收益率角度看, 转债尤其是偏债型品种下行风险已经很小。在当前正股市场方向不明朗的状态下, 转债市场无疑是抵御下跌的良好标的。

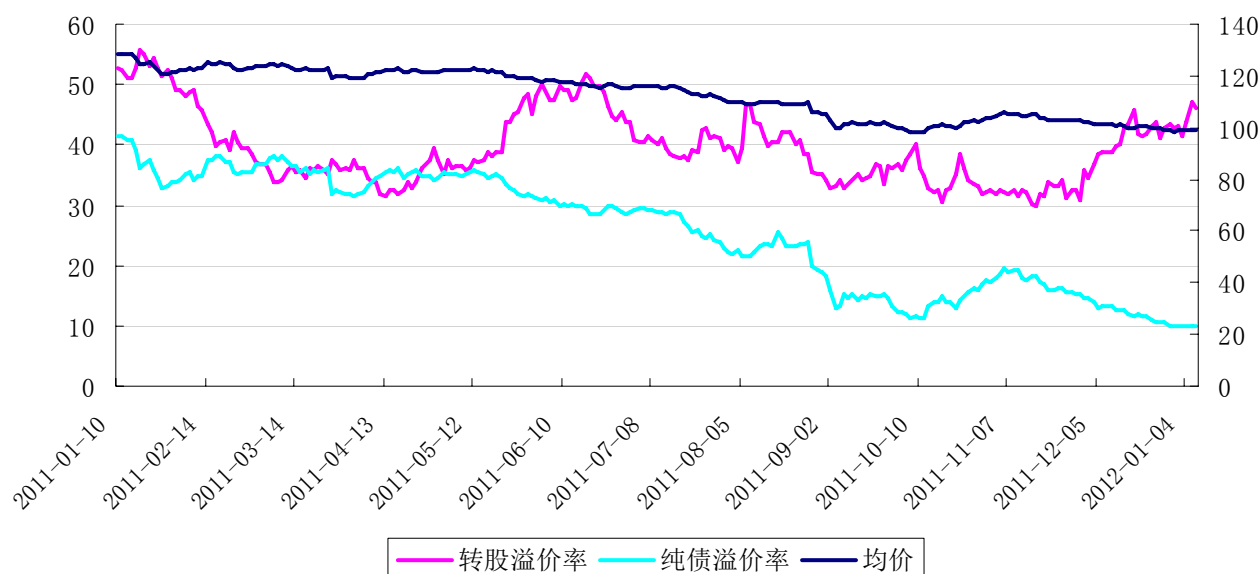
但另一方面我们看到, 平均转股溢价率已经上升至36%, 剔除几只转股溢价率偏低的强股性品种外, 其余品种平均转股溢价率已达55%, 换句话说, 体现了正股上涨55%的预期, 而因目前转债市场以新券种为主, 除了已经修正转股价的石化转债、双良转债、中鼎转债、新钢转债外, 年内有动力修正转股价的品种也仅仅有澄星转债、燕京转债而已, 也就是说平均转股溢价率通过修正转股价而下降的空间预计也会比较小。那么未来转债平均转股溢价率下降只能依赖于正股上涨, 而在正股市场反弹时, 高转

股溢价率品种的反弹幅度势必会大幅弱于正股。

因此，对于目前转债市场过半以上的偏债型品种，其价值也仅仅在于抵御下行风险的能力而已。

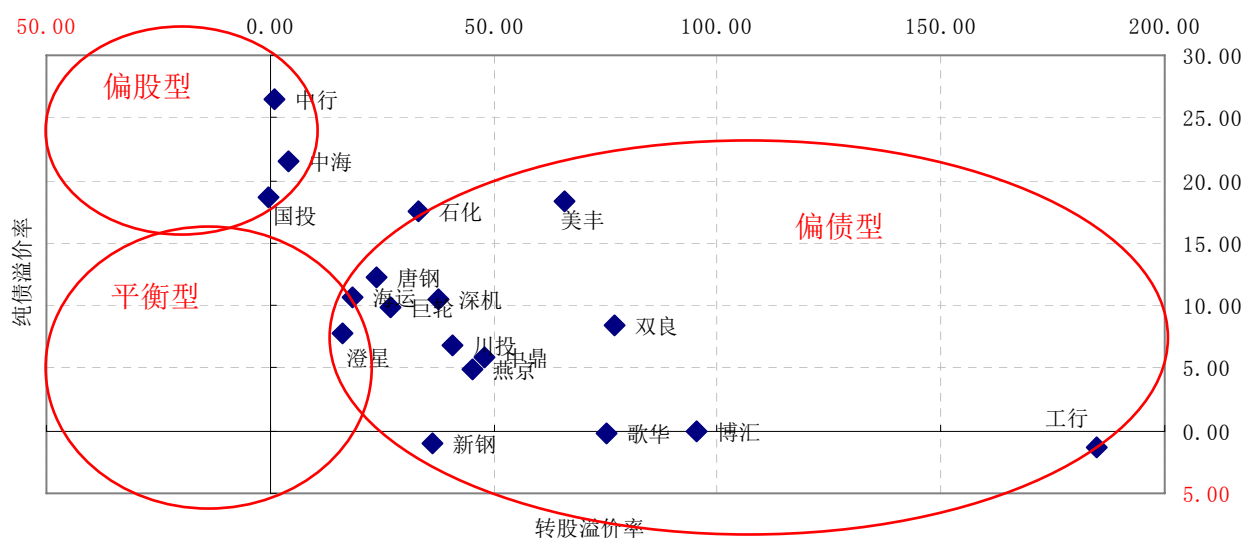
图表 4： 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位：%



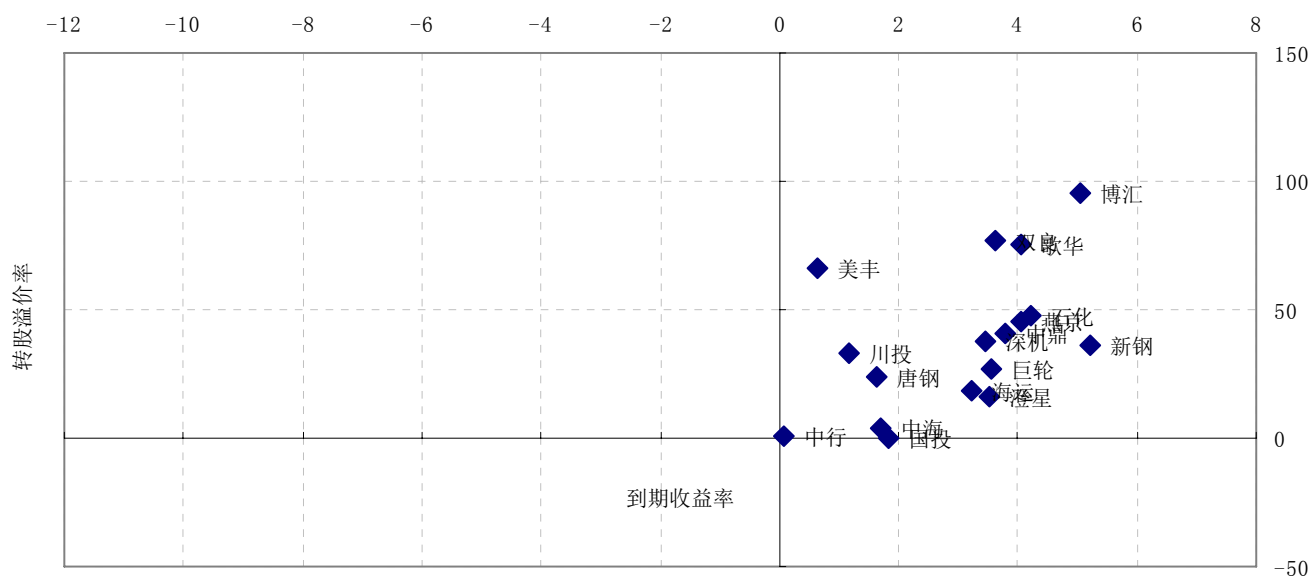
资料来源：中原证券，Wind

图表 5： 纯债溢价率与转股溢价率分布



资料来源：中原证券，Wind

图表 6：到期收益率与转股溢价率分布



资料来源：中原证券，Wind

3 下一阶段投资策略

本期A股市场呈现较强的结构分化，以石油石化银行板块为代表的低估值板块表现强劲，而中小盘成长股则自周四开始加速下跌，体现市场仍处于恐慌情绪中，短期看，A股市场尚不具备全面反转基础，中小盘个股仍存杀跌风险，但是，随着业绩预告、年报的陆续发布以及估值切换，蓝筹股票低估优势有望进一步凸显，未来下行风险较小。

基于正股市场当前大盘蓝筹股表现强劲的特点，建议投资者优先关注大盘蓝筹转债，首推工行转债、石化转债。

到期收益率小于零的品种，可作为债券持有，建议关注顺序为新钢转债、唐钢转债、博汇转债。

附表1：现存可转债基本信息

债券简称	正股简称	发行规模 (亿元)	市场存量 (亿元)	剩余期限	转股价	转股比例	发行日期	到期日
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	2.72	10.29	9.72	2009-09-23	2014-09-23
歌华转债	歌华有线	16	16.00	4.89	14.99	6.67	2010-11-25	2016-11-25
澄星转债	澄星股份	4.4	1.04	0.34	10.53	9.50	2007-05-10	2012-05-10
中行转债	中国银行	400	399.99	4.41	3.59	27.86	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	247.43	4.65	3.97	25.19	2010-08-31	2016-08-31
唐钢转债	河北钢铁	30	30.00	0.94	7.57	13.21	2007-12-14	2012-12-13
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	3.41	7.26	13.77	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	11.30	3.78	21.66	4.62	2010-10-15	2015-10-14
海运转债	宁波海运	7.2	7.20	4.01	4.54	22.03	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	34.00	5.06	7.12	14.04	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	230.00	5.14	7.28	13.74	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	4.10	12.66	7.90	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	5.21	17.26	5.79	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转 2	巨轮股份	3.5	3.50	4.54	8.09	12.36	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	5.53	5.66	17.67	2011-07-15	2017-07-14
中海转债	中海发展	39.5	39.50	5.57	8.7	11.49	2011-08-01	2017-08-01
国电转债	国电电力	55	55.00	5.62	2.67	37.45	2011-08-19	2017-08-19
新钢转债	新钢股份	27.6	27.60	1.62	6.5	15.38	2008-08-21	2013-08-20

资料来源：中原证券，Wind

附表2：可转债市场信息

转债	收盘价	周涨幅	年涨幅	成交金额 (亿)	周日均 (亿元)	正股 当前价	正股 周涨幅	正股 成交金额	正股日均 成交额
博汇转债	96.510	-0.180	-3.897	0.135	0.014	5.080	-5.576	0.480	0.069
歌华转债	92.490	0.118	-7.604	0.528	0.053	7.840	-6.555	4.453	0.557
澄星转债	106.250	-0.032	-1.556	0.133	0.013	6.380	-9.887	4.693	0.587
中行转债	95.640	1.136	-4.840	18.032	1.803	2.960	2.069	4.258	0.608
工行转债	108.690	3.102	8.443	18.941	1.894	4.280	2.638	12.520	1.565
唐钢转债	106.412	-0.025	4.755	2.402	0.240	2.830	-1.394	6.520	0.815
美丰转债	102.990	-2.891	2.390	0.422	0.042	6.050	-4.874	2.176	0.272
燕京转债	101.684	0.303	1.523	0.539	0.054	13.280	-3.066	4.576	0.572
海运转债	91.590	-3.633	-9.110	0.896	0.090	2.860	-7.143	0.361	0.045
国投转债	97.900	0.403	-2.575	2.103	0.210	5.890	1.203	2.817	0.402
石化转债	102.490	1.867	2.054	29.030	2.903	7.480	5.352	17.513	2.189
中鼎转债	105.999	-0.518	5.276	0.150	0.015	10.080	-9.025	1.318	0.165
川投转债	92.810	-1.080	-7.590	1.147	0.115	10.820	-2.081	1.115	0.139
巨轮转 2	92.899	-3.878	-7.478	0.280	0.028	5.340	-13.029	0.405	0.058
深机转债	93.000	-0.614	-7.289	0.196	0.020	4.140	-0.719	0.596	0.074

中海转债	91.320	-0.447	-8.898	1.430	0.143	5.780	-3.183	0.804	0.100
国电转债	105.650	-0.018	5.457	4.908	0.491	2.710	-1.812	10.720	1.340
新钢转债	100.860	0.219	4.335	1.218	0.122	4.810	-4.183	0.873	0.109

资料来源：中原证券，Wind

附表 3：可转债价值指标

转债	收盘价	纯债价值	纯债溢价率	到期收益率	转换价值	转股溢价率	类型	类型（上期）
博汇转债	96.51	96.52	-0.01	5.05	49.37	95.49	偏债型	偏债型
歌华转债	92.49	85.36	8.36	3.63	52.30	76.84	偏债型	偏债型
澄星转债	106.25	106.40	-0.14	4.04	60.59	75.36	偏债型	偏债型
中行转债	95.64	88.69	7.83	3.52	82.45	16.00	偏债型	偏债型
工行转债	108.69	85.92	26.51	0.08	107.81	0.82	偏股型	偏股型
唐钢转债	106.41	107.87	-1.35	5.60	37.38	184.64	偏债型	偏债型
美丰转债	102.99	91.68	12.33	1.63	83.33	23.59	平衡型	平衡型
燕京转债	101.68	85.89	18.39	0.63	61.31	65.85	偏债型	偏债型
海运转债	91.59	87.35	4.86	4.05	63.00	45.39	偏债型	偏债型
国投转债	97.90	88.41	10.73	3.23	82.72	18.34	平衡型	平衡型
石化转债	102.49	86.33	18.72	1.84	102.75	-0.25	偏股型	偏股型
中鼎转债	106.00	90.21	17.50	1.16	79.62	33.13	偏债型	平衡型
川投转债	92.81	87.71	5.81	4.22	62.69	48.05	偏债型	偏债型
巨轮转 2	92.90	86.93	6.86	3.79	66.01	40.74	偏债型	偏债型
深机转债	93.00	84.59	9.94	3.55	73.14	27.15	偏债型	偏债型
中海转债	91.32	82.62	10.54	3.47	66.44	37.45	偏债型	偏债型
国电转债	105.65	86.92	21.55	1.71	101.50	4.09	偏股型	偏股型
新钢转债	100.86	101.90	-1.02	5.20	74.00	36.30	偏债型	偏债型

资料来源：中原证券，Wind

附表 4：可转债发行预案

公司代码	公司名称	方案进度	A 股合计 (亿股)	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
600008.SH	首创股份	股东大会通过	220.00	18	6	2010/3/20	2010/4/16	社会服务业
600016.SH	民生银行	股东大会通过	2,671.47	200	6	2011/2/26	2011/5/5	金融、保险业
600356.SH	恒丰纸业	股东大会通过	23.16	4.5	5	2010/12/11	2010/12/30	造纸、印刷
600269.SH	赣粤高速	股东大会通过	233.54	23	6	2011/5/4	2011/5/19	交通运输、仓储业
600380.SH	健康元	股东大会通过	131.74	7	6	2009/7/13	2009/7/30	医药、生物制品
601989.SH	中国重工	股东大会通过	146.67	80.5	6	2011/11/11	2011/11/29	机械
600028.SH	中国石化	股东大会通过	1,539.46	300	6	2011/8/29	2011/11/13	石油和天然气开采

600085.SH	同仁堂	股东大会通过	13.02	12.05	5	2011/11/15	2011/12/1	业
002001.SZ	新和成	董事会预案	72.59	7.32	5	2009/3/23		医药制造业
000099.SH	中信海直	董事会预案	5.13	6.5	6	2011/12/3		石油、化学、塑胶、塑料
002001.SZ	南山铝业	董事会预案	19.3	60	6	2011/12/10		航空运输业
002001.SZ	南山铝业	董事会预案	19.3	60	6	2011/12/10		金属非金属与采矿

资料来源：中原证券，Wind

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
 同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
 弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
 增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
 观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
 卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
 负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。