

正股脱离底部 政策继续助力



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

林朝晖
SAC 执业证书编号:S1000510120034
(021)5010 6032
linzh@mail.htlhsc.com.cn

联系人

陈晨
(021)6849 8581
chenchen2@mail.htlhsc.com.cn

相关报告

2月1日:《“提振”期内继续看好》
1月16日:《“提振”期内看好后市》
12月31日:《虽有扩容压力 难掩股性活力》
12月19日:《政策将托股市 转债毋庸悲观》
12月2日:《政策信号明确 股性升势可期》

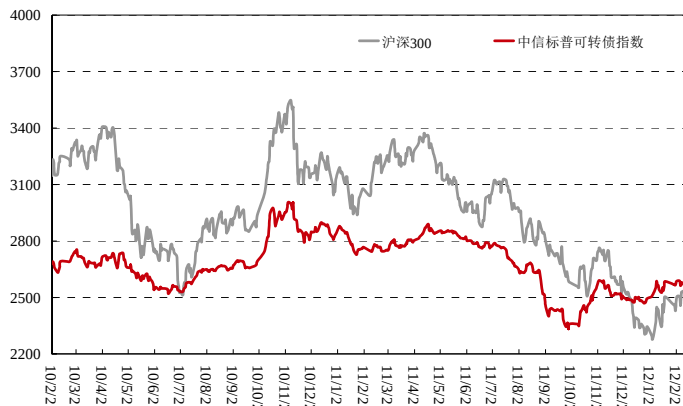
- 本期内沪深 300 指数累计上涨 3.46%，中信可转债指数微涨 0.03%，偏股类转债因正股上涨有限而表现不佳，其余转债受正股带动力则总体偏弱，因此转债市场整体上涨乏力，我们前期从偏股性角度重点推荐的国投、国电和深机转债受制于正股滞涨而表现居后，大盘品种中我们优先推荐的石化和中行转债组合式投资也呈现微跌。
- 从转债价格来看，本期工行转债微涨至略超 110 元，美丰转债经大幅上涨后也接近 110 元，其余券价保持在面值以上的品种有次新品种国电和国投转债、大盘品种石化转债，以及具有回售保护的澄星、中鼎、燕京、新钢、唐钢等转债。从转股溢价率来看，本期转债表现明显低于正股使得转股溢价率多下行，目前转股溢价率处于 20%或更低水平的券种主要包括中行、工行和石化等大盘转债，以及国电、国投和美丰转债等新券为主品种。从到期收益率来看，目前到期收益率位于 3%以上的券种主要包括深机、川投、歌华、中行转债以及短期限博汇、新钢和唐钢转债。从成交状况来看，日均成交在 5000 万元以上的转债品种仍主要为国电转债以及石化、工行和中行转债等大盘品种。
- 本期内股市保持上涨态势，在股市底部日趋明朗阶段，转债的优势特点也将继续由债性抗跌转向股性推进。
- 燕京转债回售结果公告显示尚有 20%左右一般持有人未参与回售，该转债总体偏债性且投资价值一般，但今年以来股市展开反弹且燕京啤酒正股近期涨幅也较显著，作为食品饮料行业仅有转债品种，持有人或有一定“惜售”态度而未形成全面回售，总体而言对该债放弃回售并无明显优于选择行使回售。唐钢转债已发布回售提示公告，目前该债基本形同短期纯债品种，在强债性支撑下该债价格显著高于回售价格，预计本次实际回售应接近于零。
- 未来转债进一步获利机会主要来源于三方面，首先是股市转强带来的转债系统性机会，其次是若干具有回售现实压力品种的回售套利或转股价下调增值机会，第三则是欠缺回售保底支撑品种的纯债性超跌机会。从股市表现来看，去年底准备金率下调即正式奠定政策底部，并正带动流动性及经济基本面底部逐一探明，新年伊始最高决策层更明确提出“提振股市信心”，以上政策做多意志以及经济基本面趋势均有利于扭转股市低迷表现，在此背景下今年以来股市探底回升已使其中期底部基本明朗，预计股市未来涨升动力将由“救市”态度逐步转换至经济基本面及公司业绩表现，本周末央行再度下调准备金率有利于为货币信贷及经济回升增添新的助推动力，因此我们继续看好偏股类转债，其中首选标的仍为转股溢价率在 20%左右的股性显著品种，并附带考虑其债性较强支撑，主要券种仍为国电、国投和深机三债。在大盘转债中石化与工行转债均为低转股溢价率品种，同时中行与工行转债均为银行业品种，我们继续建议构建石化与中行转债的优势组合，以便形成行业属性及股性特点的交叉配置。从回售套利角度来看，燕京转债行使回售并无所剩套利空间，不回售也无明显保留投资价值，唐钢转债则因其高价纯债特性使其回售不具有实际意义。从纯债性超跌投资机会来看，目前居于次要方面，新钢转债具有短期限、高收益率以及相对较低转股溢价率特点，可继续作为债性方面的“守株待兔”型品种。
- 综合以上分析，今年以来股市在“救市”态度鼓励下已稳步上行并基本脱离底部，最新下调准备金率将为货币信贷及经济回升增添重要助推动力，因此我们继续从大类资产角度看好权益类以及相应转债表现，其中重点偏股类转债主要包括国电、国投、深机等高股性、不低债性转债品种，大盘品种中我们仍建议优先构建石化转债和中行转债的交叉组合，此外新钢转债可继续作为债性方面的“守株待兔”型品种。

目 录

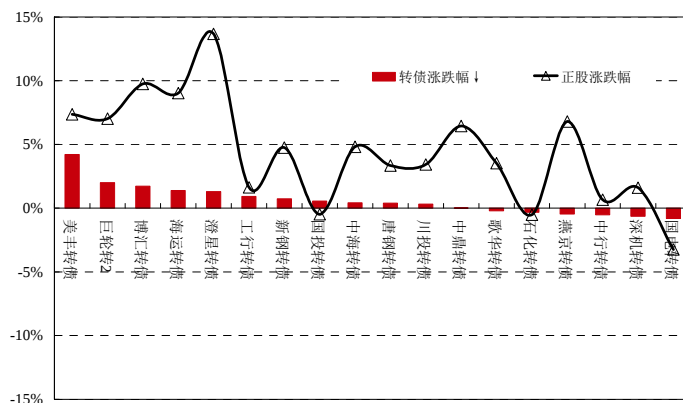
一、市场整体运行情况.....	3
二、可转债收益率及流动性指标分析.....	4
各转债收益率指标一览	4
各转债流动性指标一览	4
三、可转债条款优劣比较及触发敏感性分析.....	5
各转债行权条款一览	5
各转债行权条款触发敏感性分析	6
四、市场评估及投资价值推荐.....	7
五、转债市场信息.....	8

一、市场整体运行情况

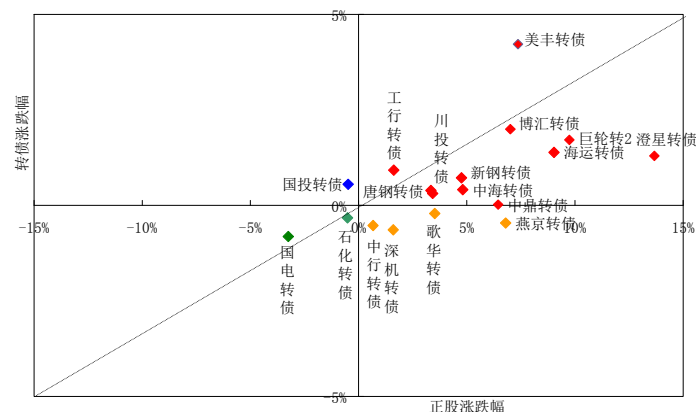
从沪深 300 指数和中信标普可转债指数的历史走势对比来看，可转债指和股指总体同步。去年以来股指震荡走低，转债指数经前期更突出弱势表现后又率先触底回升。**2012 年 2 月上半月沪深 300 指数震荡上行，累计上涨 3.46%，同期中信可转债指数微涨 0.03%，转债市场表现明显落后于 A 股市场。**



本期内虽然股市继续保持强势上涨，但转债表现总体疲弱，其中美丰、巨轮 2、博汇、海运、澄星等转债本期内在正股大涨带动下涨幅居前，而国电、国投、深机、工行、石化转债等偏股性品种本期内因正股微涨甚至略跌使得转债表现也受到压制，其余转债品种则基本微涨或微跌。总体来看，**偏股类转债因正股上涨有限而表现不佳，其余转债受正股带动力则总体偏弱，因此转债市场整体上涨乏力。**



从各转债与其正股涨跌的具体对比来看，国投正股微跌而转债微涨，歌华、燕京、中行和深机正股上涨而转债下跌，石化和国电转债跌幅小于正股，其余大部分转债均表现为涨幅小于正股。总体来看，**我们前期从偏股性角度重点推荐的国投、国电和深机转债受制于正股滞涨而表现居后，大盘品种中我们优先推荐的石化和中行转债组合式投资也呈现微跌。**



(附注：本节图示数据取自 Wind 和财汇系统)

二、可转债收益率及流动性指标分析

各转债收益率指标一览

转债名称	转债价格	(模拟)转股价值	纯债估值	转股溢价率	持债溢价率	YTM	剩余期限	评级	担保	转股起始日
国电转债	107.470	100.37	86.76	7.07%	23.86%	1.43%	5.51	AAA	有	2012-2-20
中海转债	94.980	75.06	82.47	26.54%	15.17%	2.78%	5.46	AAA	无	2012-2-2
深机转债	95.387	78.45	84.45	21.60%	12.95%	3.13%	5.42	AAA	无	2012-1-16
川投转债	95.500	70.05	87.60	36.34%	9.02%	3.72%	5.10	AA+	无	2011-09-22
石化转债	106.600	106.04	86.23	0.52%	23.62%	1.07%	5.03	AAA	有	2011-8-24
国投转债	101.610	86.66	87.84	17.26%	15.68%	2.41%	4.95	AAA	有	2011-7-26
歌华转债	94.100	56.90	85.30	65.36%	10.32%	3.33%	4.78	AAA	无	2011-5-26
工行转债	110.200	110.08	85.92	0.11%	28.26%	-0.22%	4.55	AAA	无	2011-3-1
巨轮转 2	97.000	75.40	86.94	28.64%	11.57%	2.86%	4.43	AA-	有	2012-1-25
中行转债	96.220	84.12	88.73	14.38%	8.44%	3.47%	4.30	AAA	无	2010-12-2
中鼎转债	106.151	84.76	89.52	25.24%	18.58%	0.96%	3.99	AA	有	2011-8-11
海运转债	95.790	74.45	86.77	28.66%	10.39%	2.75%	3.90	AA	无	2011-7-8
燕京转债	101.589	65.28	86.07	55.62%	18.03%	0.68%	3.67	AA+	无	2011-4-15
美丰转债	109.950	100.41	92.01	9.50%	19.50%	-0.35%	3.30	AA	无	2010-12-2
博汇转债	98.310	58.02	97.15	69.45%	1.19%	4.52%	2.61	AA-	无	2010-3-23
新钢转债	101.790	78.00	102.88	30.50%	-1.06%	4.95%	1.52	AA+	有	2009-2-23
唐钢转债	107.380	40.82	108.84	163.06%	-1.34%	5.21%	0.83	AAA	有	2008-6-14
澄星转债	107.630	82.91	107.01	29.82%	0.58%	0.28%	0.23	AAA	有	2007-11-10

附注：截止日为2月15日

从转债价格来看，本期工行转债微涨至略超110元，美丰转债经大幅上涨后也接近110元，其余券价保持在面值以上的品种有次新品种国电和国投转债、大盘品种石化转债，以及具有回售保护的澄星、中鼎、燕京、新钢、唐钢等转债。从转股溢价率来看，本期转债表现明显低于正股使得转股溢价率多有下行，目前转股溢价率处于20%或更低水平的券种主要包括中行、工行和石化等大盘转债，以及国电、国投和美丰转债等新券为主品种。从到期收益率来看，本期多数转债到期收益率继续下降，继工行转债后，美丰转债到期收益率也跌至负值，目前到期收益率位于3%以上的券种则主要包括深机、川投、歌华、中行转债以及短期限博汇、新钢和唐钢转债。

各转债流动性指标一览

转债名称	本期成交总额 (万元)	本期日均成交额 (万元)	正股日均成交额 (万元)	转债存量 (亿元)	转债存量占 正股市值比例
国电转债	58539	5322	13110	55.0	13.33%
中海转债	8498	773	3231	39.5	28.69%
深机转债	2179	198	1151	20.0	26.65%
川投转债	4377	398	2661	21.0	18.62%
石化转债	381811	34710	29297	230.0	4.26%
国投转债	10002	909	3322	34.0	23.50%
歌华转债	4786	435	7985	16.0	17.69%
工行转债	369891	33626	24504	245.2	2.14%
巨轮转 2	714	65	816	3.5	13.91%
中行转债	277026	25184	8117	400.0	6.77%
中鼎转债	1227	112	2061	3.0	4.69%
海运转债	2430	221	1311	7.2	24.45%
燕京转债	5570	506	9381	8.7	5.07%

美丰转债	1741	158	6422	6.3	17.25%
博汇转债	8312	756	2723	9.7	32.37%
新钢转债	21258	1933	1443	27.6	39.07%
唐钢转债	19277	1752	10465	30.0	9.14%
澄星转债	1368	124	20492	1.0	1.80%

附注：计算区间为2月1日-2月15日

本期内转债市场成交有所回落，其中大盘转债成交缩量尚不明显，日均成交在 5000 万元以上的转债品种仍主要为国电转债以及石化、工行和中行转债等大盘品种。

三、可转债条款优劣比较及触发敏感性分析

各转债行权条款一览

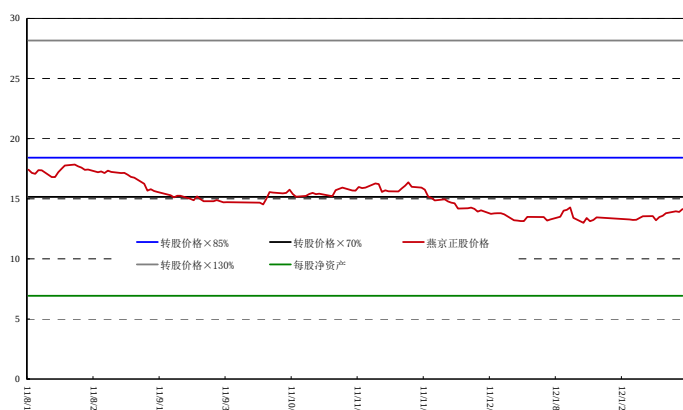
转债名称	转股价修正条款		回售条款		赎回条款		补偿利率条款	
澄星转债	10/20,<=90%	优	20,<70%,105 元, 转股期内	优	20,>130%,105	良	105 (不含最后一期利息) +2.7%	良
唐钢转债	20/30,<85%	中	30,<70%,100+当期利息,转股期内	良	30,>=130%, 100+应计利息; 余额<3000 万元, 110+当期利息	优	110 (不含最后一期利息) +2.0%	优
新钢转债	10/20,<90%	优	30,<70%,104 元, 最后两年	中	20/30,>130%,103	中	107 (含最后一期利息)	良
博汇转债	10/20,<90%	优	30,<70%,103 元, 最后两年	中	20/30,>130%,103	中	107 (含最后一期利息)	良
中行转债	15/30,<80%	差	/	差	15/30,>=130%,100+当期利息	差	106 (含最后一期利息)	良
美丰转债	10/20,<85%	良	30,<70%,103 元, 最后两年	中	20/30,>130%,103	中	105 (含最后一期利息)	中
工行转债	15/30,<80%	差	/	差	15/30,>=130%,100+当期利息	差	105 (含最后一期利息)	中
燕京转债	20/30,<85%	中	30,<70%,102 元, 转股期内	良	20/30>= 130%,102 元	中	无, +1.4%	差
歌华转债	10/20,<90%	优	30,<70%,103 元, 最后一年	中	20/30>= 130%,103 元; 余额<3000 万 103 元	中	105 (含最后一期利息)	中
海运转债	15/30,<80%	差	30,<70%,103 元, 30 个月	中	20/30>= 130%,103 元; 余额<3000 万元, 100+当期利息	中	103 (含最后一期利息)	中
国投转债	10/20,<90%	优	30,<70%,100+当期利息,最后两年	中	20/30>=130%,100+当期利息; 余额<3000 万元, 100+当期利息	中	108 (不含最后一期利息), +1.8%	优
中鼎转债	10/20,<90%	优	30,<70%,103 元, 存续期内	良	20/30,>=130%,103 元	中	106 (含最后一期利息)	良
石化转债	15/30,<80%	差	/	差	15/30,>=130%,100+当期利息; 余额<3000 万元, 100+当期利息	差	107 (含最后一期利息)	良
川投转债	10/20,<90%	优	30,<70%,103 元, 最后两年	中	20/30>=130%,103 元; 余额<3000 万元, 103 元	中	108 (不含最后一期利息), +1.8%	优
深机转债	10/20,<85%	良	30,<70%,103 元, 最后两年	中	20/30,>=130%,103 元	中	107 (含最后一期利息)	良
巨轮转 2	20/30,<85%	中	30,<70%,103 元, 最后两年	中	20/30,>130%,103 元	中	105 (含最后一期利息)	中

中海转债	10/30,<90%	优	30,<70%,100+当期利息,最后两年	中	15/30,>=130%,100+当期利息; 余额<3000万元, 100+当期利息	差	105 (含最后一期利息)	中
国电转债	10/20,<80%	差	30,<70%,100+当期利息,第二年起	良	15/30,>=130%, 103元; 余额<3000万元, 103元	差	110 (含最后一期利息)	优

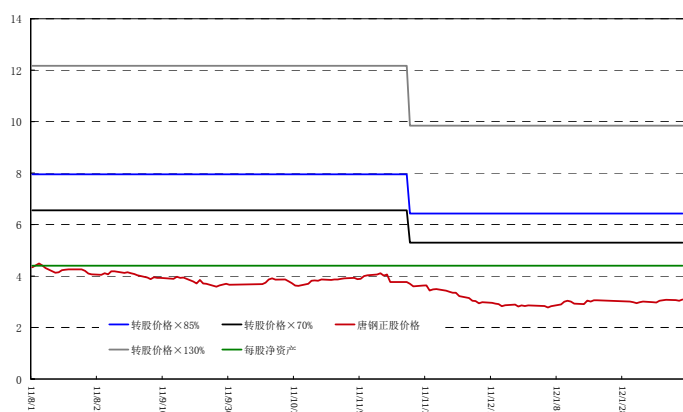
在下跌市道中，转股价修正条款和提前回售条款对投资者发挥更重要保护作用，且历史经验表明当转股价修正条款被“深度”触发至将一并触发回售条款时，发行人才有较强动机行使下调转股价格的权利以避免投资人选择回售。在目前转债品种中，澄星、唐钢、燕京和中鼎等转债的回售条款总体较为有利，次新品种国电转债在回售条款上也有所改进，其余转债品种的回售条款所起作用相对较弱，大盘品种中行、工行和石化转债则未设相应回售条款。在去年股市加速下跌过程中，具有较高回售保护及相应转股价下调机会的券种总体表现出更强抗跌性，目前澄星、唐钢、燕京、中鼎等代表性品种的券价也均维持在面值以上。另一方面在股市走强阶段，转债溢价情况下赎回条款方具有意义，目前各转债正股价格比触发赎回的股份基本低出 30% 以上，因此转债上涨空间并不受制于赎回条款。本期内股市保持上涨态势，在股市底部日趋明朗阶段，转债的优势特点也将继续由债性抗跌转向股性推进。

各转债行权条款触发敏感性分析

燕京转债发行人于 2 月 10 日发布可转债回售结果公告，转债回售数量为 2622681 张，实际回售约占全部转债的 23.2%，除大股东持有转债占比约 56.5% 外，尚有 20% 左右的燕京转债一般持有人未参与本次回售。自回售提示公告发布至回售申报期中，燕京转债成交活跃度显著上升，且券价基本在回售价格 102 元附近窄幅波动，显示市场对回售套利空间已有充分挖掘。目前该债转股溢价率在 50% 以上，到期收益率在 0.7% 左右，因此总体偏债性且投资价值一般，但今年以来股市展开反弹且燕京啤酒正股近期涨幅也较显著，作为食品饮料行业内仅有的转债品种，该债一般持有人也表现出一定“惜售”态度，因此并未形成全面回售。我们总体认为该债投资价值并不突出，因此放弃回售并无明显优于选择行使回售。



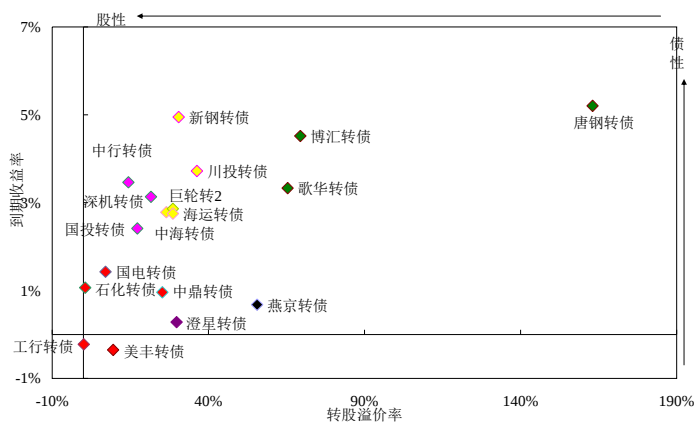
唐钢转债发行人于 2 月 4 日发布可转债回售提示公告，回售申报期为 2 月 8 日至 2 月 14 日，回售价格为 102 元/张（含税），回售资金到账日为 2 月 21 日。目前唐钢转债剩余期限 0.83 年，转股溢价率为 163.06%，到期收益率为 5.21%，该债基本形同为短期纯债品种。在强债性支撑下，目前唐钢转债价格位于 107.38 元，显著高于回售价格，因此其回售权利也不具实质意义。该转债历史上已有 4 次回售经验，均因转债价格高于回售价格而几无回售，预计本次实际回售也接近于零。



四、市场评估及投资价值推荐

2 月上半月股市总体继续上涨，但转债市场跟涨表现较弱，转债表现疲弱主要原因一是本期内偏股类转债的正股涨幅有限，而正股较大涨幅的转债股性又相对偏低，以上“错配”结果导致转债涨幅总体偏低，二是新年内转债市场扩容也可能逐步启动，对市场心态构成一定压力。未来转债进一步获利机会主要来源于三方面，首先是股市转强带来的转债系统性机会，其次是若干具有回售现实压力品种的回售套利或转股价下调增值机会，第三则是欠缺回售保底支撑品种的纯债性超跌机会。从股市表现来看，去年底准备金率下调即正式奠定政策底部，并正带动流动性及经济基本面底部逐一探明，新年伊始最高决策层更明确提出“提振股市信心”，以上政策做多意志以及经济基本面趋势均有利于扭转股市低迷表现，在此背景下今年以来股市探底回升已使其中期底部基本明朗，预计股市未来涨升动力将由“救市”态度逐步转换至经济基本面及公司业绩表现，本周末央行再度下调准备金率有利于为货币信贷及经济回升增添新的助推动力，因此我们继续看好偏股类转债，其中首选标的仍为转股溢价率在 20% 左右的股性显著品种，并附带考虑其债性较强支撑，主要券种仍为国电、国投和深机三债。在大盘转债中石化与工行转债均为低转股溢价率品种，同时中行与工行转债均为银行业品种，我们继续建议构建石化与中行转债的优势组合，以便形成行业属性及股性特点的交叉配置。从回售套利角度来看，燕京转债行使回售并无所剩套利空间，不回售也无明显保留投资价值，唐钢转债则因其高价纯债特性使其回售不具有实际意义。从纯债性超跌投资机会来看，目前居于次要方面，新钢转债具有短期限、高收益率以及相对较低转股溢价率特点，可继续作为债性方面的“守株待兔”型品种。

综合以上分析，今年以来股市在“救市”态度鼓励下已稳步上行并基本脱离底部，最新下调准备金率将为货币信贷及经济回升增添重要助推动力，因此我们继续从大类资产角度看好权益类以及相应转债表现，其中重点偏股类转债主要包括国电、国投、深机等高股性、不低债性转债品种，大盘品种中我们仍建议优先构建石化转债和中行转债的



交叉组合，此外新钢转债可继续作为债性方面的“守株待兔”型品种。

(附注：本节图示数据取自 Wind 和财汇系统)

五、转债市场信息

1、中国平安可转债发行获股东大会通过

中国平安于 2011 年 12 月 20 日发布了关于发行 260 亿元 6 年期可转债的董事会预案，并于 2012 年 2 月 8 日获得股东大会通过。

2、桐昆股份与泰尔重工发布可转债发行董事会预案

桐昆股份于 2 月 4 日发布关于发行 14.5 亿元 6 年期可转债的董事会预案，可转债募集资金将用于年产 27 万吨差别化化纤项目。泰尔重工于 2 月 15 日发布关于发行 3.2 亿元 5 年期可转债的董事会预案，可转债募集资金将用于冷轧主传动十字轴式万向联轴器项目、液压式自动精密卷筒项目及符合滑板项目。两只可转债条款设定中均包含回售条款等在内的系列可转债常规条款。截至本期末，公布发行预案及获得股东大会通过的可转债共有 10 只，总规模接近 950 亿元，目前转债市场存量总额为不到 1200 亿元，转债后续扩容对转债市场整体表现将形成一定抑制影响。

3、恒丰纸业发行可转债申请获得证监审核通过

恒丰纸业于 2010 年 12 月 11 日发布关于发行 4.5 亿元 5 年期可转债的董事会预案，并于 2010 年 12 月 29 日获得股东大会通过，2012 年 2 月 6 日证监会发审委审核通过了恒丰纸业可转债发行。

华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在±10% 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。