

张微

执业证书编号: S0730510110015

电话: 021-50588666-8041

邮箱: zhangweil@ccnew.com

防御属性持续下降

——可转债双周刊(2012年6月4日-6月15日)

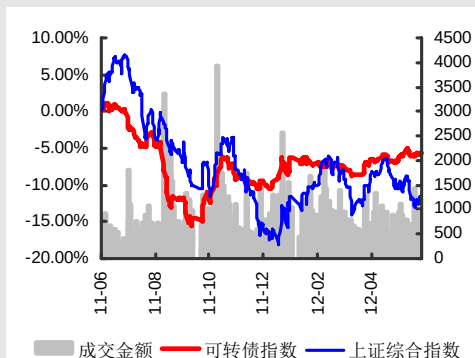
证券研究报告-债券研究

发布日期: 2012年6月19日

主要指数表现

指数	收盘	涨跌幅(%)
转债指数	2606.61	(0.24)
上证综指	2306.85	(2.81)
深证成指	9885.65	(2.56)
上证国债	133.49	0.15
上证企债	155.02	0.65

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2012年6月15日, 今年以来一级市场已发行可转债2只, 规模85亿元。待发行转债14只, 规模总计923.27亿元。
- 二级市场: 上证A股收至2306.85点, 期间下跌2.81%, 深证成指收至9885.65点, 期间下跌2.56%; 转债正股期间平均下跌2.2%; 所有转债均价107.12元, 平均上涨1.36%, 近期持续表现强势。

● 流动性及估值分析

- 流动性: 本期转债成交92.3亿元, 成交较上期明显放量。过半品种成交放量, 大盘品种流动性持续较好。
- 估值: 平均转股溢价率43.36%, 平均纯债溢价率17.01%, 转债市场整体呈现股性、债性共同减弱特征, 估值已不便宜。

● 下一阶段投资策略

- 对于转债市场而言, 因近期表现持续超越正股, 当前整体估值优势已经不再, 转债市场整体防御属性已经有所减弱。未来市场向上需要依托正股市场。而投资者对于正股市场向上预期短期内尚不具备条件, 加之供给量增加, 未来估值存在下行风险。对于一般投资者而言, 转债市场目前参与意义不大, 建议静待扩容后估值下降机会。

● 风险提示

- 可转债条款复杂, 投资可转债需要关注各项条款的触发情况, 否则可能会导致不必要的损失。

1 市场回顾

1.1 一级市场

截止2012年6月15日今年以来一级市场已发行可转债2只，规模85亿元。待发行转债14只，规模总计1003.77亿元。其中中国石化可转债发行申请已经获得证监会批准，规模总计300亿元。

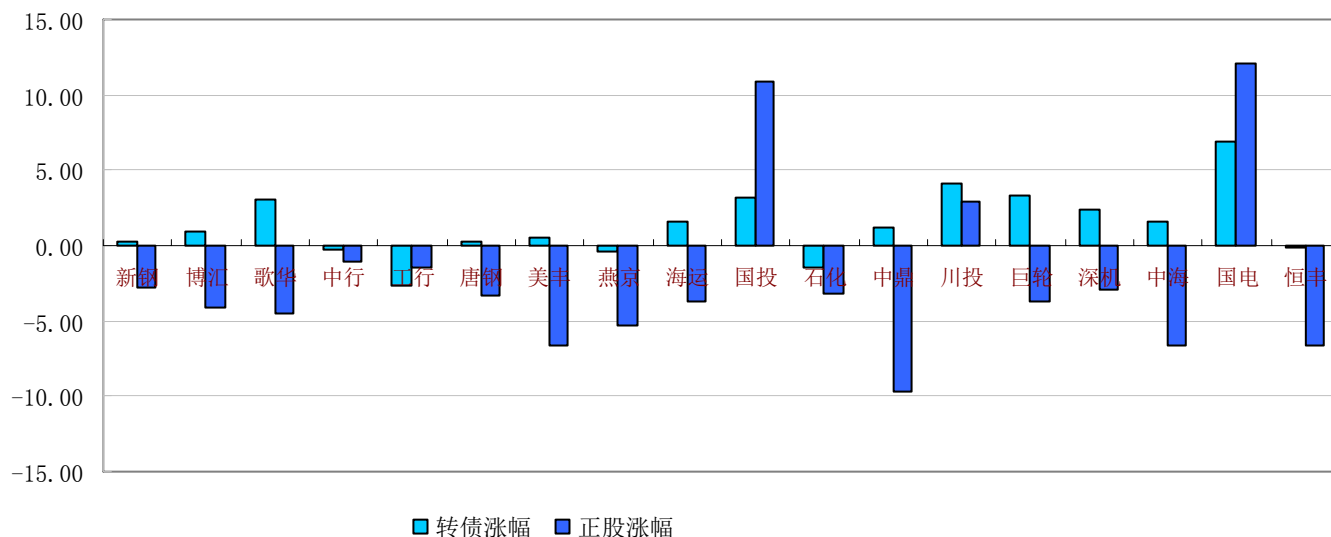
1.2 二级市场

截止6月15日，上证A股收至2306.85点，期间下跌2.81%，深证成指收至9885.65点，期间下跌2.56%；转债正股期间平均下跌2.2%；所有转债均价107.12元，平均上涨1.36%，近期持续表现强势。

3只电力股票全部上涨，其余品种全部下跌。位于涨幅榜前三的品种分别为国电电力、国投电力、川投能源，期间分别上涨12.12%、10.85%和2.93%；位于跌幅前三位的品种分别为中鼎股份、恒丰纸业和中海发展，期间分别下跌9.66%、6.66%和6.64%。

转债期间仅4只下跌，且除国电转债和国投转债其余品种全部跑赢正股。位于涨幅榜前三的品种分别为国电转债、川投转债和巨轮转债，期间分别上涨6.87%、4.18%和3.31%。

图表 1： 转债及正股双周表现



资料来源：中原证券，Wind

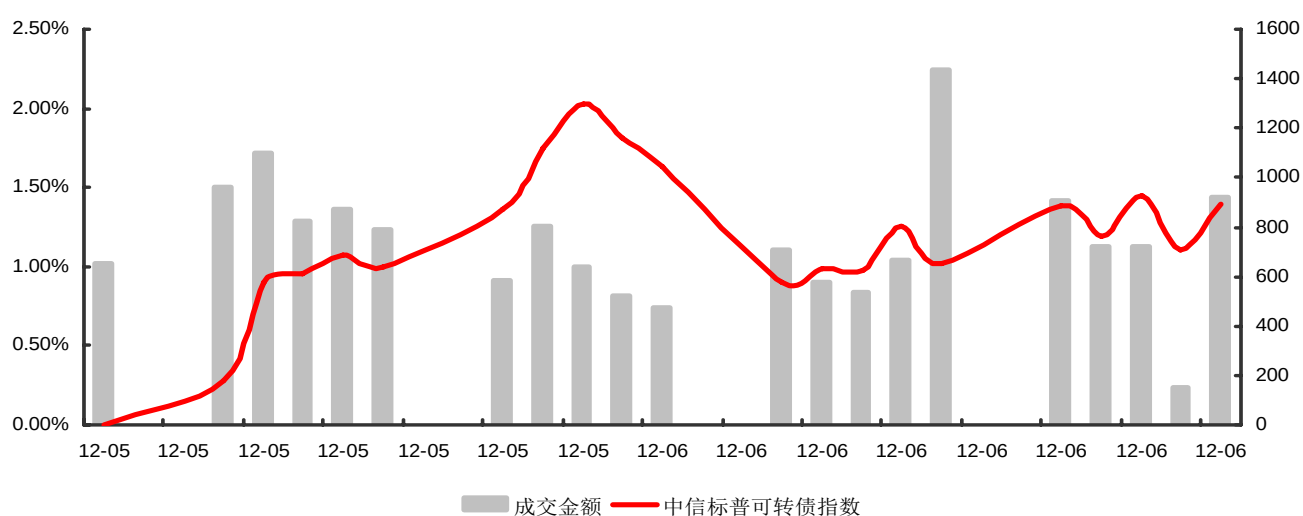
2 流动性以及估值分析

2.1 流动性

截止6月15日，现有转债规模113760万张，本期份额没有变动。

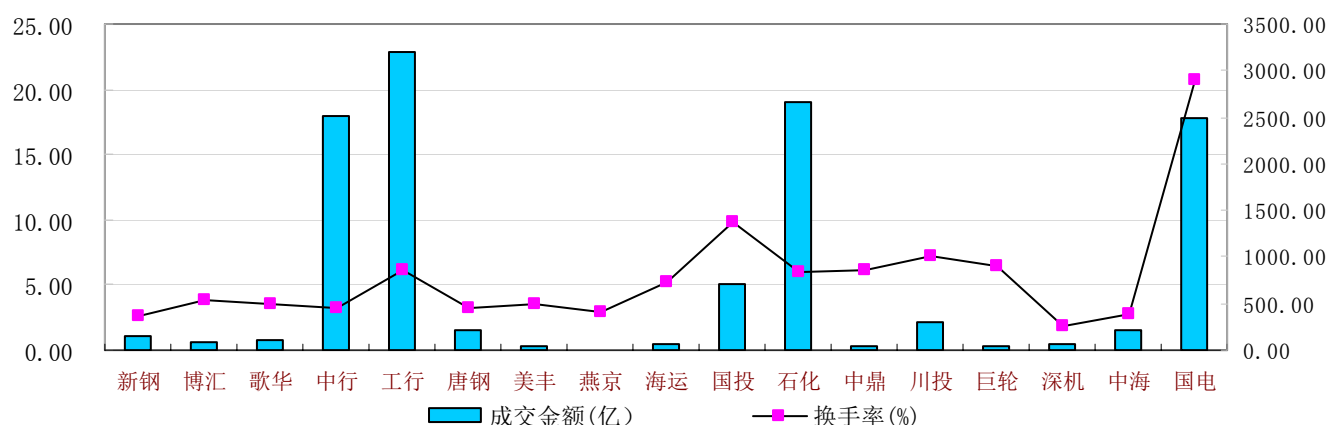
本期转债成交92.3亿元，成交较上期明显放量。过半品种成交放量，大盘品种流动性持续较好。从流动性角度看，部分中小盘品种流动性依然堪忧，恒丰转债和燕京转债期间成交金额仅为384万元和1590万元。

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

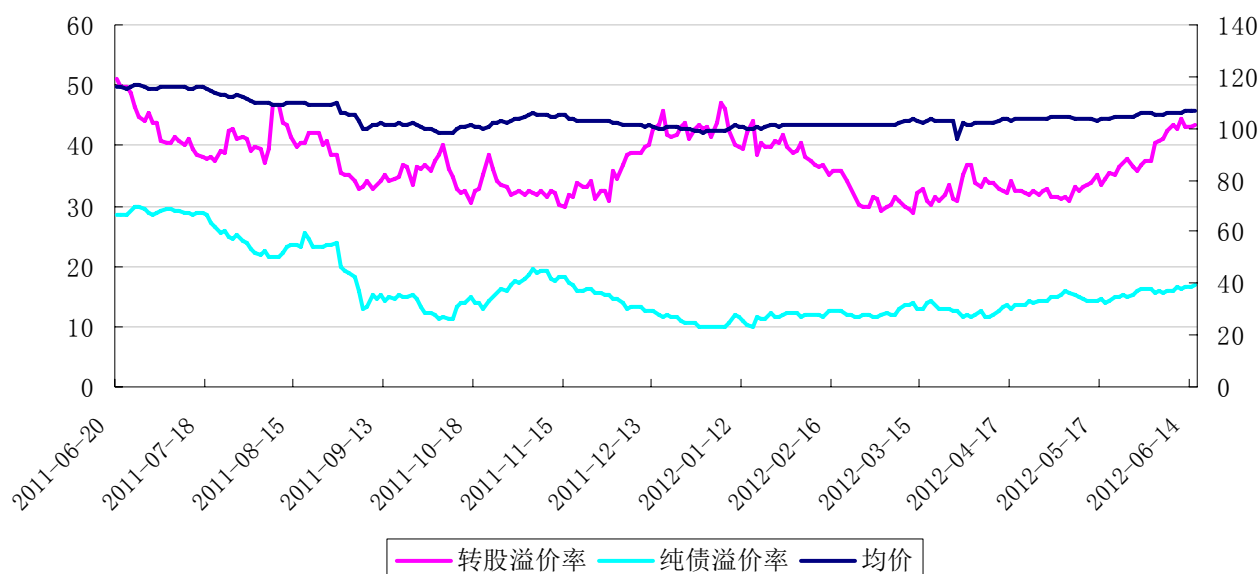
2.2 估值分析

平均转股溢价率43.36%，平均纯债溢价率17.01%，转债市场整体呈现股性、债性共同减弱特征，估值已不便宜。从股性角度看，股性较强的品种有工行转债和国电转债；从债性角度看，债性较强的品种有唐钢转债、新钢转债和博汇转债。

从到期收益率角度看，全部品种平均到期收益率1.36%，到期收益率持续降低。负溢价率品种增至6只，分别为工行、美丰、燕京、中鼎、恒丰和巨轮转二，防御属性欠佳。

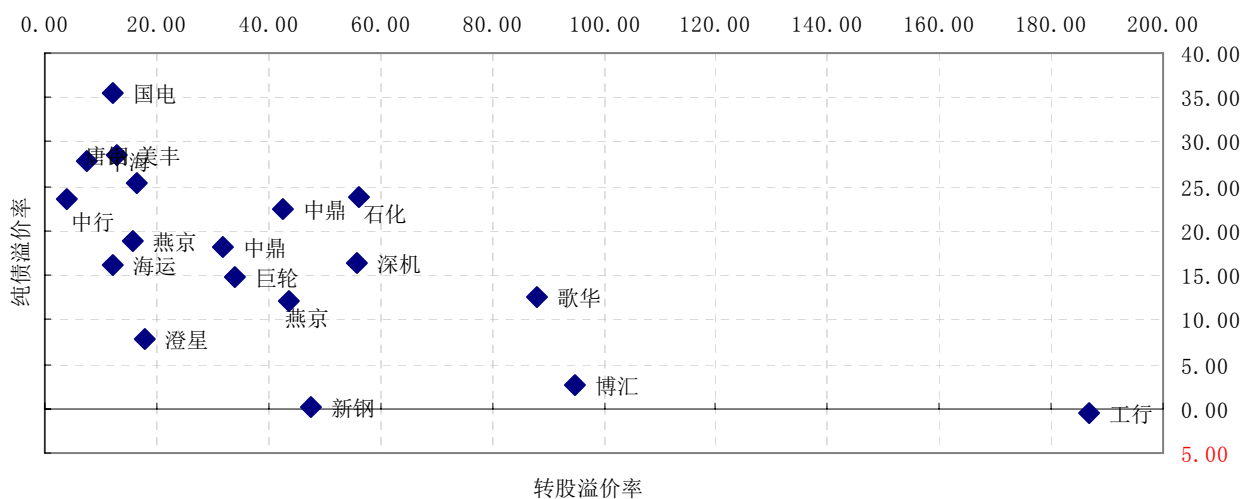
图表 4: 近一年转债平价溢价率底价溢价率变动

单位: %



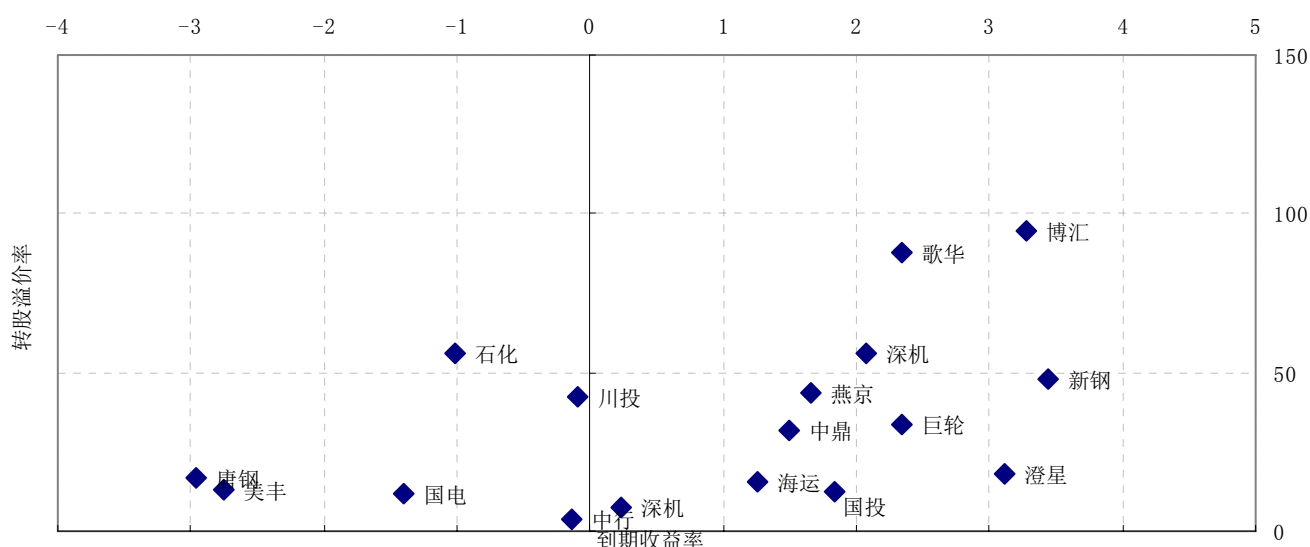
资料来源：中原证券，Wind

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

多重因素推动转债市场本期强势表现。对于偏债型品种一方面受益于质押式回购提升流动性所致的估值提升，另一方面受益于债券底价提升，受降息影响以及流动性宽松预期下，企业债到期收益率水平近期逐步走低，从而提升转债债券底价。对于偏股型品种，我们认为主要基于转债投资人对股市未来向好预期提升所致，这其中很大一部分可能是不能投资股市的债券投资人，欲借助转债市场分享正股市场收益。

对于下一阶段市场A股市场而言，一方面当前A股市场的刺激政策仍属于结构性微调，与当年的四万亿投资相去甚远，A股市场尚不具备展开一波趋势性行情的条件。短期内预计市场仍将以震荡为主，并体现为结构化热点突出的特征，受益于投资提速的基建板块以及节能环保、新能源、新材料等板块有望成为亮点。

对于转债市场而言，因近期表现持续超越正股，当前整体估值优势已经不再，转债市场整体防御属性已经有所减弱。未来市场向上需要依托正股市场。而投资者对于正股市场向上预期短期内尚不具备条件，加之供给量增加，未来估值存在下行风险。对于一般投资者而言，转债市场目前参与意义不大，建议静待扩容后估值下降机会。

对于偏债型——尤其强债型品种，走势还要看债券市场，在当前流动性宽松以及降息预计加大的背景下，预计债券市场到期收益率仍有下行动力，但是波动幅度会较小。

对于平衡型和偏股型品种，还是要基于正股预期的角度优选品种。结合流动性、估值以及正股弹性因素，建议关注恒丰转债、美丰转债和国电转债。对于配置型投资者，工行转债仍可持有。

4 风险提示

投资可转债存在利息损失风险。当股价下跌到转换价格以下时，可转债投资者被迫转为债券投资者。因可转债利率一般低于同等级的普通债券利率，所以会给投资者带来利息损失。

投资可转债存在提前赎回的风险。许多可转债都规定了发行者可以在发行一段时间之后，以某一价格赎回债券。提前赎回限定了投资者的最高收益率。最后，强制转换了风险。

投资者在投资可转债必须认真阅读相关条款，特别是回售条款、赎回条款和转股价修正条款，以免不必要的损失。

投资者购买了可转换债券之后，应特别关注发债公司的公告，如在正股持续上涨的时候，发债公司按规定要多次公告警示，并留有足够的时间给持有人转股或卖出转债。一旦忽视了这些警示，就会导致强制赎回，损失将会非常可观。

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
新钢转债	新钢股份	27.6	27.60	1.18	6.5	15.38	2008-08-21	2013-08-20
博汇转债	博汇纸业	9.75	9.75	2.27	10.29	9.72	2009-09-23	2014-09-23
歌华转债	歌华有线	16	16.00	4.45	14.89	6.72	2010-11-25	2016-11-25
中行转债	中国银行	400	399.99	3.97	3.44	29.07	2010-06-02	2016-06-02
工行转债	工商银行	250	237.99	4.21	3.77	26.53	2010-08-31	2016-08-31
唐钢转债	河北钢铁	30	30.00	0.50	7.57	13.21	2007-12-14	2012-12-13
美丰转债	四川美丰	6.5	6.32	2.96	7.06	14.16	2010-06-02	2015-06-02
燕京转债	燕京啤酒	11.3	0.83	3.33	7.58	13.19	2010-10-15	2015-10-14
海运转债	宁波海运	7.2	7.20	3.56	4.51	22.17	2011-01-07	2016-01-07
国投转债	国投电力	34	34.00	4.62	7.12	14.04	2011-01-25	2017-01-25
石化转债	中国石化	230	221.43	4.70	7.08	14.12	2011-02-23	2017-02-23
中鼎转债	中鼎股份	3	3.00	3.66	12.66	7.90	2011-02-11	2016-02-11
川投转债	川投能源	21	21.00	4.77	9.15	10.93	2011-03-21	2017-03-21
巨轮转2	巨轮股份	3.5	3.50	4.10	8.09	12.36	2011-07-19	2016-07-18
深机转债	深圳机场	20	20.00	5.08	5.6	17.86	2011-07-15	2017-07-14

中海转债	中海发展	39.5	39.50	5.13	8.6	11.63	2011-08-01	2017-08-01
国电转债	国电电力	55	54.99	5.18	2.57	38.91	2011-08-19	2017-08-19
恒丰转债	恒丰纸业	4.5	4.50	4.77	6.88	14.53	2012-03-23	2017-03-23

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
新钢转债	105.180	0.231	7.746	10,493.681	1,049.368	4.630	-2.731	0.631	0.063
博汇转债	102.450	0.982	1.430	5,402.128	540.213	5.410	-4.078	0.704	0.078
歌华转债	99.200	3.046	-1.245	7,628.595	762.859	7.860	-4.496	2.679	0.268
中行转债	97.800	-0.217	-2.242	179,161.541	17,916.154	2.850	-1.007	5.614	0.561
工行转债	109.730	-2.680	9.176	228,248.465	22,824.846	3.980	-1.439	21.200	2.120
唐钢转债	109.900	0.252	7.329	15,048.515	1,504.852	2.900	-3.300	5.031	0.503
美丰转债	117.600	0.473	17.554	3,698.232	369.823	7.120	-6.684	3.760	0.376
燕京转债	114.100	-0.401	13.632	384.131	38.413	7.650	-5.346	10.760	1.076
海运转债	100.350	1.622	-0.045	5,269.673	526.967	3.150	-3.670	0.598	0.060
国投转债	107.790	3.160	7.518	50,330.103	5,033.010	6.640	10.851	6.834	0.683
石化转债	102.820	-1.447	2.603	190,736.001	19,073.600	6.490	-3.134	16.282	1.628
中鼎转债	114.300	1.224	13.923	2,934.007	293.401	9.260	-9.659	3.210	0.321
川投转债	106.410	4.180	6.243	21,938.221	2,193.822	7.380	2.929	6.177	0.618
巨轮转2	110.000	3.307	9.272	3,406.206	340.621	6.240	-3.704	0.577	0.058
深机转债	100.151	2.394	-0.401	5,103.393	510.339	4.190	-2.965	1.210	0.121
中海转债	99.220	1.564	-1.217	14,725.730	1,472.573	5.480	-6.644	1.796	0.180
国电转债	114.680	6.865	14.268	177,238.501	17,723.850	2.740	12.121	22.872	2.287
恒丰转债	116.480	-0.092	16.317	1,592.986	159.299	7.150	-6.658	0.717	0.072

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)
新钢转债	105.18	105.00	0.17	3.45	71.23	47.66	偏债型	偏债型
博汇转债	102.45	99.85	2.61	3.28	52.58	94.86	偏债型	偏债型
歌华转债	99.20	88.14	12.55	2.34	52.79	87.93	偏债型	偏债型
中行转债	97.80	90.78	7.74	3.11	82.85	18.05	平衡型	平衡型
工行转债	109.73	88.73	23.67	-0.14	105.57	3.94	偏股型	偏股型
唐钢转债	109.90	110.44	-0.48	3.87	38.31	186.88	偏债型	偏债型
美丰转债	117.60	93.78	25.40	-2.96	100.85	16.61	平衡型	偏股型
燕京转债	114.10	88.83	28.45	-2.75	100.92	13.06	偏股型	偏股型
海运转债	100.35	89.51	12.11	1.66	69.84	43.68	偏债型	偏债型

国投转债	107.79	90.76	18.77	1.26	93.26	15.58	平衡型	平衡型
石化转债	102.82	88.58	16.07	1.84	91.67	12.17	平衡型	平衡型
中鼎转债	114.30	92.36	23.76	-1.01	73.14	56.27	偏债型	偏债型
川投转债	106.41	90.00	18.23	1.50	80.66	31.93	偏债型	偏债型
巨轮转2	110.00	89.76	22.55	-0.09	77.13	42.61	平衡型	平衡型
深机转债	100.15	87.28	14.75	2.33	74.82	33.85	偏债型	偏债型
中海转债	99.22	85.25	16.39	2.08	63.72	55.71	偏债型	偏债型
国电转债	114.68	89.68	27.88	0.23	106.61	7.56	偏股型	平衡型
恒丰转债	116.48	85.96	35.51	-1.40	103.92	12.08	偏股型	偏股型
新钢转债	105.18	105.00	0.17	3.45	71.23	47.66	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	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
002318.SZ	久立特材	董事会预案	2.08	5.2	6	2012/3/13		特钢
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
600028.SH	中国石化	证监会批准	1,539.46	300	6	2011/8/29	2011/11/13	石油和天然气开采业
601318.SH	中国平安	股东大会通过	79.16	260	6	2011/12/21	2012/2/9	金融、保险业
600085.SH	同仁堂	股东大会通过	13.02	12.05	5	2011/11/15	2011/12/1	医药制造业
002535.SZ	林州重机	董事会预案	4.14	6.5	5	2012/3/27		机械设备
002001.SZ	新和成	董事会预案	72.59	7.32	5	2009/3/23		石油、化学、塑胶、塑料
000099.SH	中信海直	董事会预案	5.13	6.5	6	2011/12/3		航空运输业
002001.SZ	南山铝业	股东大会通过	19.3	60	6	2011/12/10	2011/12/27	金属非金属与采矿
601233.SH	桐昆股份	董事会预案	9.6	14.5	6	2012/2/4		纺织业
002347.SZ	泰尔重工	董事会预案	1.04	3.2	5	2012/1/16		普通机械制造业

资料来源：中原证券，Wind

行业投资评级

强于大势：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。