

郭春燕 执业证书编号:S0570510120015
研究员 (025)83290881
guochunyan@mail.htsc.com.cn

陈晨 (021)68498581
联系人 chenchen2@mail.htlhc.com.cn

股性价值与股性估值双升

投资要点:

- ◆ 1月上半月股市先行震荡随即延续上行态势，当期内沪深300指数上涨2.89%，中信标普可转债指数涨幅明显扩大至4.07%，转债市场涨幅超过股市整体。
- ◆ 本期较为难得地出现转债涨势超越正股情况，转债市场表现出的相对涨幅扩大已有所体现市场对正股的上涨预期，同时也表明机构配置力度有所加大。
- ◆ 我们从较高股性、较强债性及正股较好成长性角度重点推荐的川投转债本期涨幅居中，三只大盘转债中石化转债涨幅明显超过正股，工行转债涨幅有所低于石化，中行转债涨幅居后但与正股基本举齐，我们推荐的“石化+中行”组合，一方面受益于本期内石化正股上涨及市场对正股的未来上涨预期，另一方面受益于中行转债较低的机会成本及较好的流动性，而有较优表现。
- ◆ 从可转债股性估值角度来看，2011年至2012年年底，多数转债以抗跌为主，转债市场整体转股溢价率水平持续攀升，去年12月股市启动反弹后转债市场基本以跟涨为主，转股溢价率持续下行，各转债股性估值水平结构已有所改变，目前转股溢价率位于20%以上的少数品种基本具有回售保底支撑或债性水平较高，本期在股市上涨背景下转股溢价率初现回升，但总体来看股性估值水平仍未显著偏高，且市场对于不同转股价值及不同行业属性的品种给予的转股溢价率定位也相对合理；从债性估值角度来看，转债连续上涨使得到期收益率持续下行，已有过半转债到期收益率接近零值或达负值，而强债性品种到期收益率仍保持在4.0%以上不低水平。目前多数大中盘品种股性增强而债性减弱，安全边际较前期有所下降，可归入兼具较强股性与不低债性的品种主要为南山与中行转债。我们认为转债市场相对股市风险有限，对于正股价格已高于转股价格的部分转债品种，发行人促转股动力也将有所加强，建议对安全边际较强的偏股型品种继续配置，对转股价值已突破面值品种以持有为主。
- ◆ 在推荐品种方面，前期我们持续推荐的川投转债已取得明显上涨，目前转股溢价率仍位于15%-20%区间，而到期收益率已接近零值，我们建议继续持有该债，但放缓配置节奏；南山转债已成为目前转债市场中具有较强债性、较强股性及较好流动性的转债，重工转债近期受到主题板块带动涨幅较高，未来发行人的促转股动力仍可期待，但南山与重工转债仍将作为波段操作品种；新品种同仁转债安全边际较低，其行业稀缺性已获得较显著的溢价，可继续持有。大盘品种中继续建议进行“石化+中行”组合配置，目前石化转债转股价值仍未持续高于面值，二期转债较快启动发行也将难见，在8%-10%转股溢价率下，转债可有效分享正股上涨收益，中行转债在较强债性支撑下安全边际仍然较高，具有较低的机会成本、良好的流动性以及质押回购融资功能。

相关研究

- 1 《跟涨延续估值水平整体下移》
2013.01.04
- 2 《优选股性品种若逢回调低吸》
2012.12.17
- 3 《新钢打破回售同仁启动发行》
2012.12.03

正文目录

市场整体运行情况	3
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	5
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	7
市场评估及投资价值推荐	7
转债市场信息	8

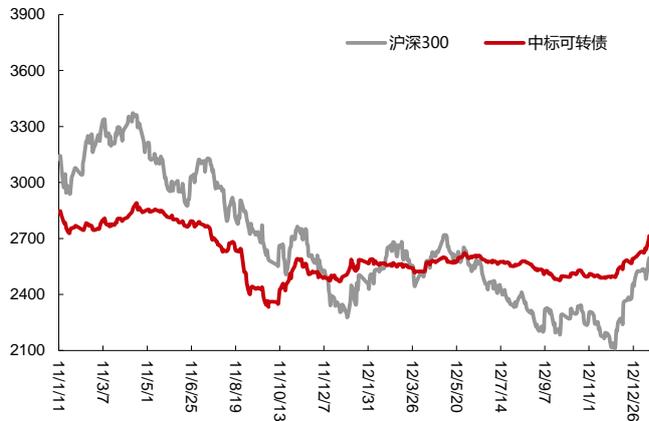
图表目录

图 1: 股市与可转债市场整体表现	3
图 2: 转债及对应正股涨跌幅对比 I	3
图 3: 转债及对应正股涨跌幅对比 II	3
图 4: 各转债品种股性及债性估值对比	7
表格 1: 现存转债收益率指标	4
表格 2: 现存转债流动性指标	5
表格 3: 现存转债行权条款优劣对比	6

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。2012 年前 11 月股市总体呈现反弹无果震荡下行走势，转债市场则表现较为平稳，直至 12 月股市启动较强势反弹后，转债市场也呈现积极跟涨。进入新年后，1 月上半月股市先行震荡随即延续上行态势，当期沪深 300 指数上涨 2.89%，中信标普可转债指数涨幅明显扩大至 4.07%，转债市场涨幅超过股市整体。

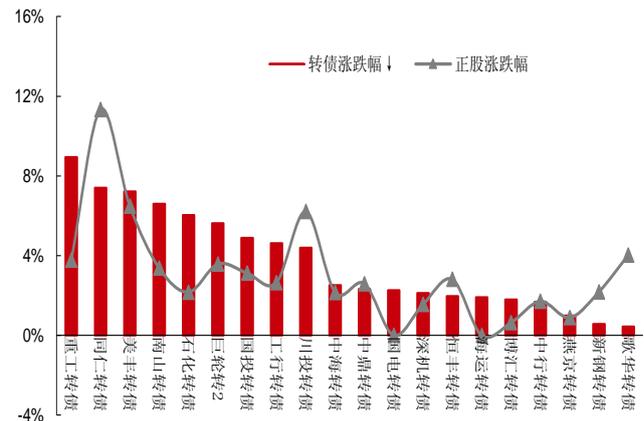
图 1: 股市与可转债市场整体表现



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

前期转债市场在股市的强势带动下出现普涨行情，但涨势持续弱于正股，本月初股市有所“歇脚”，而转债市场则基本持续上行，并较为难得地出现转债涨势超越正股情况。其中前期涨势较弱的重工、美丰、南山、巨轮 2 等中小盘偏股性品种以及大盘品种石化转债仍受益于正股上涨而涨幅居前，其余偏股性品种表现也基本优于正股，同时中海、深机、博汇等债性较强品种也于本期启动上涨。总体来看，本期股市整体上涨继续对转债市场发挥推升作用，转债市场表现出的相对涨幅扩大已有所体现市场对正股的上涨预期，同时也表明机构配置力度有所加大。

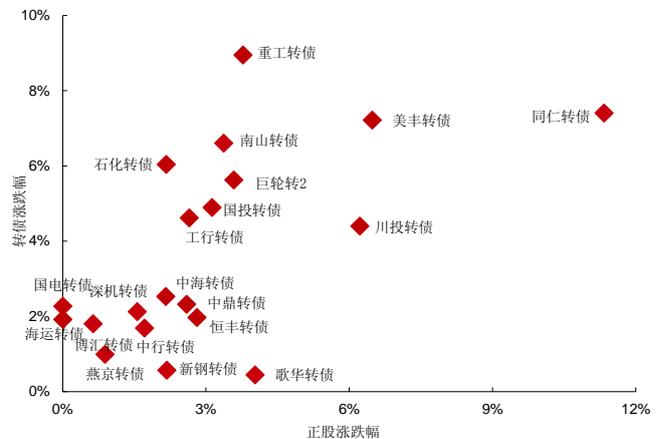
图 2: 转债及对应正股涨跌幅对比 I



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们从较高股性、较强债性及正股较好成长性角度重点推荐的川投转债本期涨幅居中，三只大盘转债中石化转债涨幅明显超过正股，工行转债涨幅有所低于石化，中行转债涨幅居后但与正股基本举齐，我们推荐的“石化+中行”组合，一方面受益于石化正股本期内上涨以及市场对正股的未来上涨预期，另一方面受益于中行转债较低的机会成本及较好的流动性，而有较优表现。

图 3: 转债及对应正股涨跌幅对比 II



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

可转债收益率及流动性指标分析

各转债收益率指标一览

表格1: 现存转债收益率指标

转债名称	转债价格	转股价值	纯债估值	转股溢价率	纯债溢价率	YTM	剩余期限	评级	担保	转股起始日
海直转债	124.49	115.35	83.55	7.92%	49.00%	-1.66%	5.92	AA+	无	2013-06-20
同仁转债	125.65	111.96	85.63	12.22%	46.73%	-2.69%	4.89	AAA	无	2013-06-05
南山转债	113.68	101.88	96.40	11.58%	17.93%	2.11%	5.75	AA	无	2013-04-17
重工转债	115.49	100.41	84.15	15.02%	37.25%	-0.75%	5.39	AAA	有	2012-12-05
恒丰转债	113.00	95.79	88.06	17.97%	28.32%	-0.87%	4.19	AA	有	2012-09-24
国电转债	115.35	103.95	91.30	10.96%	26.34%	0.03%	4.59	AAA	有	2012-02-20
中海转债	90.99	55.12	86.77	65.09%	4.86%	4.25%	4.55	AAA	无	2012-02-02
深机转债	93.70	69.82	88.75	34.20%	5.57%	4.07%	4.50	AAA	无	2012-01-16
川投转债	114.00	97.05	92.20	17.47%	23.64%	0.02%	4.18	AA+	无	2011-09-22
石化转债	109.63	101.29	90.77	8.23%	20.78%	0.49%	4.11	AAA	有	2011-08-24
国投转债	128.50	125.32	93.01	2.54%	38.16%	-2.96%	4.03	AAA	有	2011-07-26
歌华转债	93.20	46.81	89.50	99.10%	4.13%	4.19%	3.86	AAA	无	2011-05-26
工行转债	114.89	113.00	90.29	1.67%	27.24%	-1.62%	3.63	AAA	无	2011-03-01
巨轮转 2	123.58	116.27	91.27	6.29%	35.40%	-3.63%	3.51	AA-	有	2012-01-30
中行转债	98.49	86.34	93.16	14.08%	5.73%	3.46%	3.38	AAA	无	2010-12-02
中鼎转债	105.44	74.96	94.84	40.66%	11.18%	1.48%	3.07	AA	有	2011-08-11
海运转债	101.60	77.61	91.04	30.92%	11.60%	1.25%	2.98	AA	无	2011-07-08
燕京转债	103.00	75.07	90.60	37.21%	13.69%	0.14%	2.75	AA+	无	2011-04-15
美丰转债	119.95	109.35	96.44	9.70%	24.38%	-4.49%	2.38	AA	无	2010-12-02
博汇转债	101.29	77.27	101.18	31.08%	0.11%	4.31%	1.69	AA-	无	2010-03-23
新钢转债	104.39	71.60	104.88	45.80%	-0.46%	4.22%	0.60	AA+	有	2009-02-23

附注: 截止日为 1 月 15 日资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从转债价格来看, 本期已有半数以上转债品种位于 110 元以上, 其中中盘品种川投、南山和重工转债, 以及大盘品种工行转债券价突破 110 元, 石化和中行转债本期大幅上涨后也已基本接近 110 元, 目前券价仍明显低于面值的仅有中海、深机和歌华三只中等期限强债品种。从转股溢价率来看, 本期多数转债转股价值及转股溢价率出现难得双升, 目前转股溢价率位于 20% 以上的仅有强债品种中海、深机、歌华、博汇和新钢转债, 以及具有一定回售价格支撑的海运和中鼎转债。从到期收益率来看, 随本期转债全线上涨, 各债到期收益率也均有所下行, 其中重工转债到期收益率已出现负值, 其余到期收益率为负的还有巨轮转 2、国投、工行、美丰和恒丰转债, 到期收益率位于 3% 以上的主要为次新品种中海、深机和歌华转债, 大盘品种中行转债, 以及短期限的博汇和新钢转债。

新发品种海直转债已于 1 月 7 日上市, 随正股上涨, 转股价值已位于 115 元左右, 截至本期末转债最新券价位于 124.49 元, 较高转股价值对应的转股溢价率位于 7.92%, 与转股价值接近的小盘品种巨轮转 2 转股溢价率定位基本接近, 但相比于具有一定稀缺性溢价的同仁转债有所偏低, 到期收益率已为负值, 安全边际较低, 可初步定位为强股性及弱债性的转债品种。

各转债流动性指标一览

表格2: 现存转债流动性指标

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
海直转债	50801	7257	7856	6.5	15.45%
同仁转债	28291	3536	27090	12.1	4.66%
南山转债	129233	16154	15302	60.0	44.00%
重工转债	176172	22022	35167	80.5	11.09%
恒丰转债	2124	266	1656	4.5	29.48%
国电转债	46552	5819	15832	55.0	12.14%
中海转债	26471	3309	4169	39.5	39.52%
深机转债	7071	884	2065	20.0	30.26%
川投转债	16978	2122	12745	21.0	11.99%
石化转债	313353	39169	34248	221.4	4.47%
国投转债	69405	8676	8799	33.9	16.20%
歌华转债	32806	4101	7479	16.0	21.65%
工行转债	371473	46434	36327	226.8	2.03%
巨轮转2	3082	385	2387	3.4	12.83%
中行转债	380124	47516	11398	400.0	6.89%
中鼎转债	5146	643	5221	3.0	5.31%
海运转债	3469	434	1646	7.2	23.61%
燕京转债	157	20	9842	0.8	0.58%
美丰转债	6015	752	7462	6.3	16.29%
博汇转债	12298	1537	2295	9.7	40.58%
新钢转债	19708	2464	1257	27.6	47.05%

附注: 统计区间为1月4日-1月15日资料来源: Wind, 华泰证券研究所

本期转债市场成交活跃度继续明显提升, 其中日均成交额在5000万元以上的主要为新品种海直转债、中盘品种南山、重工、国电和国投转债, 以及大盘品种石化、中行和工行转债。

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

表格 3: 现存转债行权条款优劣对比

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	
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, 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, 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, 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, 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
恒丰转债	10/20,<90%	优	30,<70%,105 元,1 年后	优	20/30,>130%,105 元	良	105(含最后一期利息)	中
重工转债	15/30,<85%	中	30,<80%,100+当期利息,最后两年	中	15/30,≥130%,100+当期利息 余额<3000 万, 100+当期利息	差	104(不含最后一期利息)+2.0%	良
南山转债	10/20,<90%	优	30,<70%,104 元,最后两年	中	20/30,≥130%,104 元	中	108(含最后一期利息)	良
同仁转债	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	103(含最后一期利息)	中
海直转债	10/20,<90%	优	30,<70%,103 元,第三年起	中	15/30,≥130%,106 元 余额<3000 万元, 106 元	良	106(含最后一期利息)	良
泰尔转债	10/20,<90%	优	30,<70%,103 元,转股期内	优	20/30,≥130%,103 元;	差	无, +2.0%	差

资料来源: 华泰证券研究所

各转债行权条款触发敏感性分析

本期暂无。

市场评估及投资价值推荐

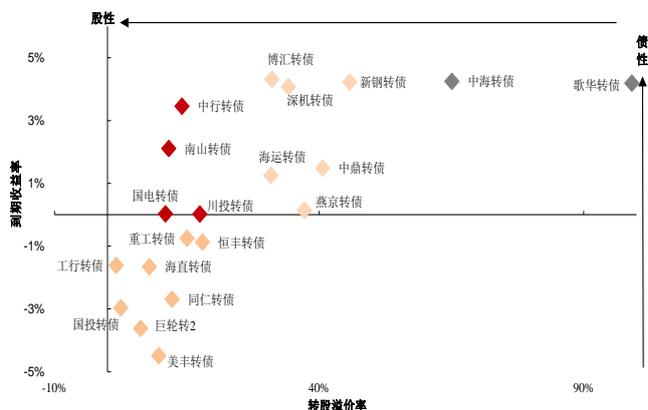
1月上半月股市总体继续保持上行，多数转债表现优于正股，转债市场出现转股价值与转股溢价率双升局面。

我们认为，未来转债进一步获利机会主要仍来源于三方面，首先是股市止跌回升带来的转债系统性提升机会，其次是回售套利或转股价下调等博弈机会，第三则是纯债性抬升机会。

从可转债股性估值角度来看，2011年至2012年年底前，多数转债以抗跌为主，转债市场整体转股溢价率水平持续攀升，去年12月股市启动反弹后转债市场基本以跟涨为主，转股溢价率持续下行，各转债股性估值水平结构已有所改变，目前转股溢价率位于20%以上的少数品种基本具有回售保底支撑或债性水平较高，本期在股市上涨背景下转股溢价率初现回升，但总体来看股性估值水平仍未显著偏高，且市场对于不同转股价值及不同行业属性的品种给予的转股溢价率定位也相对合理；从债性估值角度来看，转债连续上涨使得到期收益率持续下行，已有过半转债到期收益率接近零值或达负值，而强债性品种到期收益率仍保持在4.0%以上不低水平，目前多数大中盘品种股性增强而债性减弱，安全边际较前期有所下降，可归入兼具较强股性与不低债性的品种主要为南山与中行转债。基于对目前转债估值特点的分析，我们认为转债市场相对股市风险有限，对于正股价格已高于转股价格的部分转债品种，发行人促转股动力也将有所加强，建议对安全边际较强的偏股型品种继续配置，对转股价值已突破面值品种以持有为主。

在推荐品种方面，前期我们持续推荐的川投转债已取得明显上涨，目前转股溢价率仍位于15%-20%区间，而到期收益率已接近零值，我们建议继续持有该债，但放缓配置节奏；南山转债已成为目前转债市场中具有较强债性、较强股性及较好流动性的转债品种，重工转债近期受到主题板块带动涨幅较高，未来发行人的促转股动力仍可期待，但对南山与重工转债仍将作为波段操作品种；新品种同仁转债安全边际较低，其行业稀缺性已

图 4: 各转债品种股性及债性估值对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

获得较显著的溢价，可继续持有。大盘品种中继续建议进行“石化+中行”组合配置，目前石化转债转股价值仍未持续高于面值，二期转债较快启动发行也将难见，在8%-10%转股溢价率下，转债可有效分享正股上涨收益，中行转债在较强债性支撑下安全边际仍然较高，具有较低的机会成本、良好的流动性以及质押回购融资功能。

转债市场信息

1、泰尔转债（125347.SZ）完成发行

泰尔转债为5年期AA评级、自然人控股股东提供股份质押和保证担保的转债品种，发行总量为3.2亿元，已于1月15日完成发行，原股东参与配售占比仅为12.14%，网上中签率高达2.33%。截至1月15日，最新正股价格对应的转股价值为103元，预计上市初期的合理转股溢价率有望为8%-10%，对应转债价格将初步定位于108-112元，在较高转股价值下破发概率很小。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2013 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

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

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 / 传真：86 25 84579778

电子邮件：lzrd@mail.htthsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 / 传真：86 10 68085588

电子邮件：lzrd@mail.htthsc.com.cn

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 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：lzrd@mail.htthsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/邮政编码：200120

电话：86 21 50106028 / 传真：86 21 68498501

电子邮件：lzrd@mail.htthsc.com.cn