

2014.09.03

中国可转债投资手册（2014）

债券研究团队

徐寒飞（分析师）

电话：021-38674711

邮箱：Xuhanfei013284@gtjas.com

证书编号：S0880513060001

张莉（分析师）

电话：010-59312705

邮箱：Zhangli014203@gtjas.com

证书编号：S0880514070007

杨坤（分析师）

电话：021-38676675

邮箱：Yangkun012991@gtjas.com

证书编号：S0880512120001

覃汉（分析师）

电话：010-59312713

邮箱：Qinhan@gtjas.com

证书编号：S0880514060011

刘毅（分析师）

电话：021-38676207

邮箱：Liuyi013898@gtjas.com


证书编号：S0880114030033

高国华（研究助理）

电话：021-38676055

邮箱：gaoguohua@gtjas.com

证书编号：S0880114060045

	覃汉(分析师)	徐寒飞(分析师)	杨坤(分析师)	张莉(分析师)
	010-59312713	021-38674711	021-38676675	010-59312705
	qinhan@gtjas.com	xuhanfei013284@gtjas.com	yangkun012991@gtjas.com	czhangli014203@gtjas.com
证书编号	S0880514060011	S0880513060001	S0880512120001	S0880514070007

本报告导读：

本手册主要聚焦于中国可转债市场，通过介绍基本概念、梳理投资逻辑、展望市场策略、挖掘个券价值，为投资者全面了解中国可转债市场提供参考。

摘要：

- 本手册包括以下四个部分：转债及其市场简介、转债投资基本方法、转债市场投资策略、转债个券分析汇总。
- **第1章 转债及其市场简介。**可转债作为金融衍生品，被投资界称为“保证本金的股票”。我国可转债市场经过近二十年发展，当前存量规模已跻身全球前五。可转债常见的三个条款构成定价基础以及条款博弈的依据；常用的分析指标包括股性指标和债性指标，股性指标衡量可转债的“进攻性”，债性指标衡量可转债的“防御性”。
- **第2章 转债投资基本方法。**股债兼具的特性使得可转债的回报率和波动率均处于股票和债券之间。在股票和债券资产轮动的各个阶段，转债均有相对较好的表现。由于很少有发行人愿意到期偿还可转债，持有人可以根据下修、回售、赎回条款和和正股走势等公开信息进行条款博弈和规则套利。对于一支转债是否值得申购，主要考虑转债本身的价值和中签率两方面问题。
- **第3章 转债市场投资策略。**2014年1月下旬至9月初，转债指数表现几乎与平价指数持平，明显超越信用债持有回报。8月底以来股指和转债指数均出现明显上行，8月份震荡调整给予股票牛市“中场”充足的休整时间，后续随着转债整体股性估值再度走向扩张，年内转债收益风险比在固定收益类产品中可能是最高的，建议投资者增加转债仓位。具体理由如下：①经济预期回落的利空已经释放；②流动性不利因素逐渐消退；③四中全会前改革预期强烈；④机构对股票资产的配置热情仍高；⑤转债股性估值已处于扩张通道。
- **第4章 转债个券分析汇总。**目前存量可流通的30支可转债中，我们对其中的26支进行跟踪点评，供投资者参考。

目录

第 1 章 转债及其市场简介	6
1.1. 基本概念	6
1.2. 市场发展	8
1.3. 市场结构	10
1.4. 条款&指标	11
第 2 章 转债投资基本方法	15
2.1. 大类资产轮动下的转债表现	15
2.2. 股性估值&债性估值	15
2.3. 条款博弈&规则套利	17
2.4. 发行申购	20
第 3 章 转债市场投资策略	23
第 4 章 转债个券分析汇总	27

图表目录

图表 1-1: 可转债具有债权和股权双重属性	6
图表 1-2: 股票牛市时可转债跟随赚取高额收益	6
图表 1-3: 可转债波动率远小于股票	6
图表 1-4: 2013-14 年华天科技和华天转债价格走势	7
图表 1-5: 2009 年赤天化和赤化转债价格走势	7
图表 1-6: 全球可转债存量规模排名前 15 的国家（截至 2014/8）	8
图表 1-7: 我国可转债市场发展的 4 个阶段	9
图表 1-8: 我国可转债市场历年发行和存量规模	10
图表 1-9: 我国可转债市场规模分布（按支数）	11
图表 1-10: 我国可转债市场行业分布（按支数）	11
图表 1-11: 我国可转债市场剩余期限分布（按支数）	11
图表 1-12: 我国可转债市场债项评级分布（按支数）	11
图表 1-13: 可转债相关条款&分析指标	12
图表 2-1: 股票和债券大类资产轮动时的可转债持有回报	15
图表 2-2: 强股性的代表川投转债价格走势	16
图表 2-3: 弱股性的代表歌华转债价格走势	16
图表 2-4: 安全边际较高的代表深机转债价格走势	17
图表 2-5: 安全边际较高的代表南山转债价格走势	17
图表 2-6: 转股价下修完成前后石化转债价格走势	18
图表 2-7: 转股价下修失败前后民生转债价格走势	18
图表 2-8: 2013 年 7 月份海运正股一度触碰回售条件	18
图表 2-9: 2013 年 7 月海运转债和正股处于阶段底部	18
图表 2-10: 2014 年 6 月中鼎转债和正股持续上行	19
图表 2-11: 2014 年 7-8 月川投转债和正股持续上行	19
图表 2-12: 2014 年年初博汇转债到期收益率较高	20
图表 2-13: 2014 年博汇转债和正股大幅上涨	20
图表 2-14: 2013 年临近回售前新钢转债持续上涨	20
图表 2-15: 2013 年重工转债复牌后表现有预示作用	20
图表 2-16: 可转债发行流程	21
图表 2-17: 可转债潜在供给情况一览	21
图表 2-18: 2012 年以来新发行转债中签率和申购期间的回购利率	22
图表 3-1: 2014 年年初以来转债指数经历了 5 轮上涨	23
图表 3-2: 5 轮上涨期间转债及相关指数涨跌幅对比	23
图表 3-3: 13 年同期的经济数据基数较高	24
图表 3-4: 新增信贷再次低于市场预期概率较小	24
图表 3-5: 人民币汇率回调后再次进入升值通道	25
图表 3-6: 3 次 IPO 重启均对资金面造成冲击	25
图表 3-7: 加权转股溢价率处于 2013 年以来低位	26
图表 3-8: 整体债底削弱与部分转债付息有关	26
图表 4-1: 存量可流通可转债基本信息（截至 2014/9/2）	27

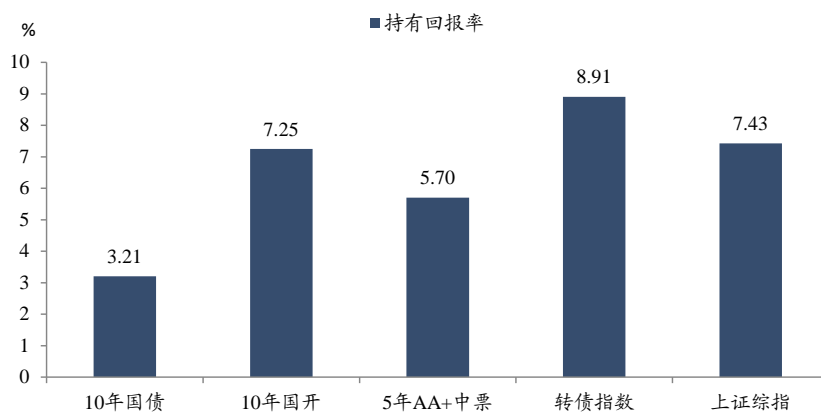
前言

众所周知，中国 A 股市场的熊市自 2007 年下半年开始，至今已持续 7 年时间。虽然期间股市也有些许反弹，但总体上仍处震荡向下的趋势。股票熊市形成的原因有很多，而最主要的一条是中国经济增速下台阶。国内债券市场正是抓住了近几年的发展机遇，市场大幅扩容，投资机构日益增多，可投资品种也不断丰富。

对于中国可转债市场而言，经过长达二十年的发展，当前市场存量规模已跻身全球前五。虽然国内可转债市场存量仅占整体债券市场很小的比例，但投资机构对于转债都非常重视。究其原因，主要是因为转债具备独特的股票属性，使持有者（尤其是某些只能投资债券市场的机构投资者）拥有在短期内获取超额收益的可能。转债跟随股票上涨的特性是其他纯债所不具有的；在股市下跌时，转债的债券属性又会凸显，提供持有人较高的安全边际。

2014 年年初以来，债券市场一扫 2013 年下半年的熊市阴霾，走出了一轮节奏鲜明的牛市行情，无论是利率债还是信用债，资产价格均突飞猛进。但根据我们统计，截至 9 月 2 日，2014 年可转债持有回报率高达 8.91%，高于固定收益其他的主流品种，同时也高于上证综指的涨幅。前瞻性来看，种种迹象表明当前的时点可能正处于股市“熊牛交际”前夜，未来权益类投资品的确定性机会要比固收类更高。如果是基于这样一种假设，那么债券投资者想要战胜市场，可能的一个最优选择是超配转债。

图表：2014 年年初至 9 月初主要品种持有回报率对比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

为了了投资者能够迅速了解转债市场以及转债投资、把握未来的可转债投资机会，我们编制了这本《中国可转债投资手册（2014）》，对中国可转债市场、基本投资方法、投资策略以及个券信息等内容进行整理和梳理，以供机构投资者作为参考。

《中国可转债投资手册》包括以下四个部分：

（1）转债及其市场简介；

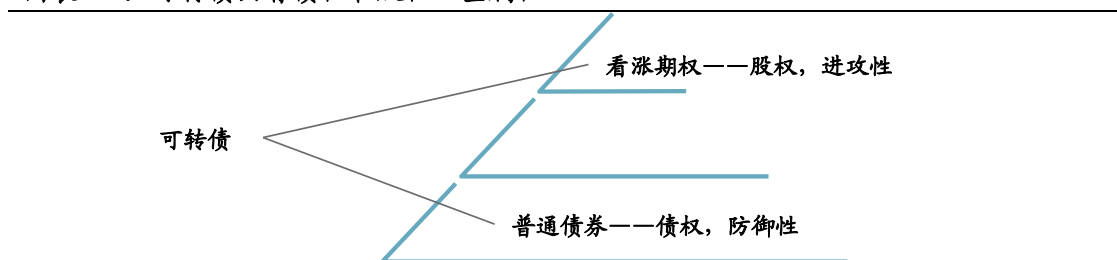
- (2) 转债投资基本方法；
- (3) 转债市场投资策略；
- (4) 转债个券分析汇总。

第1章 转债及其市场简介

1.1. 基本概念

可转债，全称为可转换公司债券，是指在规定期限内持有人有权利但无义务按约定价格转换成发行公司股票的债券。换言之，可转债持有人既可以选择持有债券到期，获取本息收益；也可以选择在约定时间内将可转债转换为股票，享受股利分配或资本增值。作为一种金融衍生品，可以简单的将可转债理解为普通债券和标的股票看涨期权的结合，因此被投资界称为“保证本金的股票”。

图表 1-1：可转债具有债权和股权双重属性



数据来源：国泰君安证券研究

由于可转债一般附加下修、回售、赎回等奇异期权，使得转债定价和投资策略较为复杂，投资者与发行人之间也可就此展开博弈。总的来说，投资可转债具有以下优势：

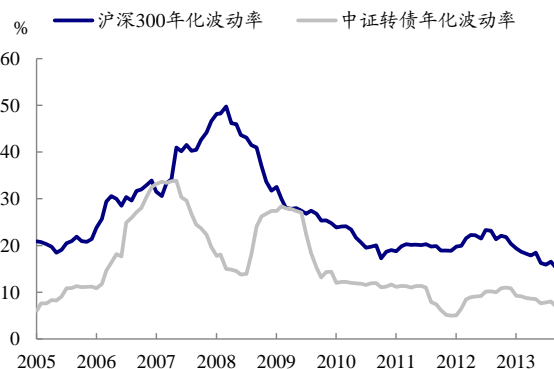
首先，可转债的“股债双性”能够优化风险收益。“股性”使得可转债能够分享股市上涨的益处，博取比普通债券高得多的收益。在股票市场转向牛市时，可转债可以跟随股市赚取高额收益。而纯债仅能赚取相对较低的固定收益，且股债“翘翘板”效应会将这一差距进一步加剧。因附有股票期权，可转债票息率要低于同评级的信用债，但仍有一定的固定利息收入，投资收益有一定保障。但股息率则波动较大，2008 年股市大跌后 A 股股息率最高也才 2.5%，风险较高。基于这一“债性”特征，可转债价格波动率要显著低于股市，也就是投资风险更低。

图表 1-2：股票牛市时可转债跟随赚取高额收益



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图表 1-3：可转债波动率远小于股票

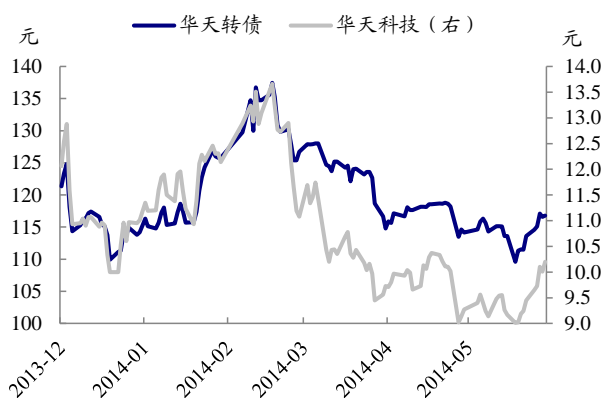


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

其次，可转债的“非对称性”可以锁定下跌空间。在股市低迷的时候，可转债的“债性”更加明显，价格有纯债价值支撑，因此可转债是一种“进可攻、退可守”的投资产品，其价值具有“下跌有限、上不封顶”的非对称性特征。以华天转债为例，2013年12月初至2014年2月中旬，华天科技累计涨幅35%，同期华天转债涨幅24%；而2014年2月下旬至2014年5月下旬，华天科技累计跌幅34%，同期华天转债跌幅19%，转债的“非对称性”得到较好的印证。

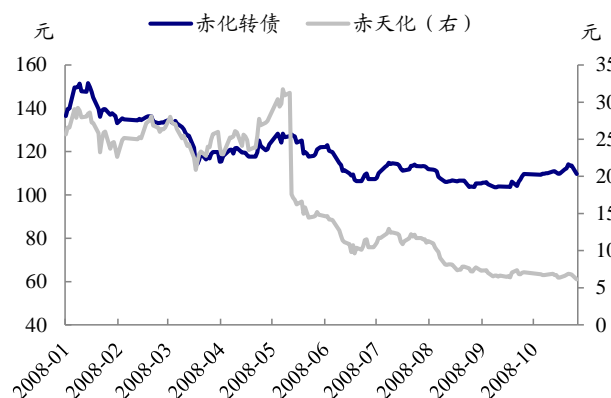
最后，可转债的条款降低正股下跌带来的损失。可转债一般含有向下修正转股价条款和有条件回售条款，在正股价格持续大幅低于转股价格时，前者授权发行人可下修转股价格，后者授权投资者可按面值加一定的溢价向公司回售债券，两者的权利主体不同，但都保护了投资者的利益。当正股价格大幅下跌以至于满足回售条件时，可转债发行人和投资者将展开条款博弈。为避免向投资者支付大额本金，发行人倾向于下修转股价值，可转债的转股价值将随之大幅提高，同时降低未来正股下跌可能带来的损失。以赤化转债为例，2008年赤化转债转股价经过两次下修，从24.93元大幅下降至6.94元，同年5月至10月，赤天化累计下跌60%，赤化转债跌幅仅16%。

图表 1-4：2013-14 年华天科技和华天转债价格走势



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图表 1-5：2009 年赤天化和赤化转债价格走势



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

但是，可转债也具有其自身缺陷。纵观国内外资本市场，可转债发展时间虽然较长，但与普通债券、股票等融资方式相比，总体规模仍处于较低水平，或者说可转债发行不是企业融资最主要的选择，可转债投资也不是投资者的首选。造成这一现象可能有以下两方面原因：

第一，可转债从属于衍生工具范畴，这种性质决定其定价、发行的复杂性，考虑到这种复杂性所产生的投资者出于其认知的缺乏所导致的信息要求的提高，使可转债发行比一般证券更具风险，造成上市公司、承销机构较少选择可转债作为优先融资方式，而投资者购买时也非常谨慎。

第二，可转债股债两全的特性，对债权融资而言，发行可转债意味着更低的融资成本；对股权融资而言，发行可转债意味着股权增加对业绩摊薄延后。因此，可转债发行人也分为两类，第一类为追求更低的融资成

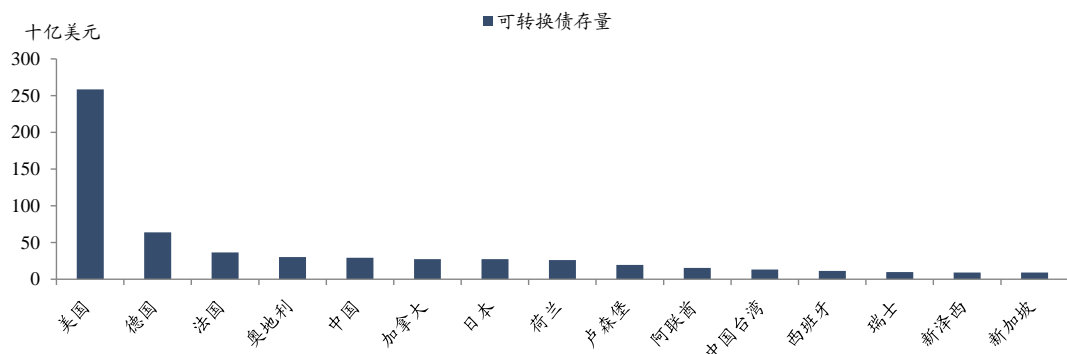
本、业绩稳定、现金充足的大公司；第二类是积极寻求转股、成长性好的小公司。前者发行可转债偏重债性，除非市场行情很好，否则转股预期不足，难以吸引风险偏好较高的投资者；后者业绩波动性大，发行可转债难以被市场接受，在中国还有发行高门槛的问题。

1.2. 市场发展

可转债最早起源于美国，1843年美国 New York Erie 公司发行了世界上第一支可转债。但由于缺乏理论支持以及市场定位较模糊，可转换债券一直没有引起人们的关注。直到 1970 年代，可转债才开始迅速发展，至今已有 40 年的发展历史。

目前全球可转债市场主要集中在美国、欧洲、中国、日本等国家。1997 年以前，日本可转债市场规模一直位居世界第一，但随着日本经济泡沫破灭，其可转债市场规模不断缩小。1997 年以后，全球可转债发行数量和规模均呈现迅速扩张态势，美国取代日本成为全球可转债市场规模最大的国家，同时也是可转债产品创新最多的国家。欧洲可转债市场在过去几年也取得迅速的发展，发行人主要集中在德国、法国、奥地利、荷兰。亚洲可转债发行人主要集中在日本、台湾、新加坡，近几年中国可转债市场规模迅速扩容，存量规模排名已跻身全球前 5。

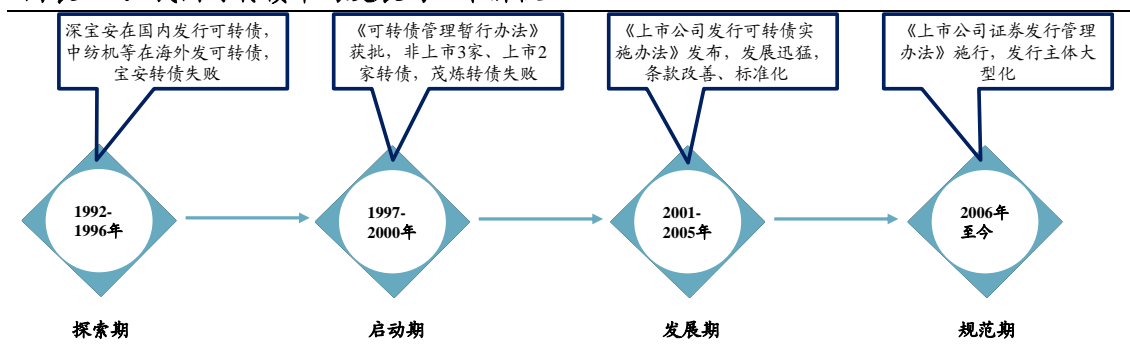
图表 1-6：全球可转债存量规模排名前 15 的国家（截至 2014/8）



数据来源：国泰君安证券研究

由于中国资本市场起步较晚，可转债直到 1992 年才在国内出现，其发展历程也颇为曲折。1992 年中国资本市场正处起步阶段，融资能力无法满足企业部门日益增长的需求，可转债的出现对拓宽企业融资渠道有一定意义。随着资本市场逐渐发展壮大，企业偏重股权融资、忽视股东回报的问题日益突出。同时，单一股票资产已无法满足投资者多元化的投资需求，而可转债市场的培育和发展，既增加了资本市场中债权融资的比例，又成为其他金融工具创新的试金石。有鉴于此，可转债一直是国家重点发展的金融产品之一。综观我国可转债市场发展历程，可以分为 4 个阶段：探索期、启动期、发展期、规范期。

图表 1-7：我国可转债市场发展的 4 个阶段



数据来源：国泰君安证券研究

探索期（1992-1996 年）

1992 年底，深宝安在 A 股市场上首次发行了 5 亿元可转债。1993 年经国务院同意，中纺机、深南玻、轮胎橡胶被正式批准到境外发行可转债。1996 年，我国又先后批准境外上市公司镇海炼化、庆铃汽车发行可转债。这一阶段我国还没有规范可转债市场的正式文件出台，不可避免的在可转债发行和其后市场运作中出现了一些问题，如深宝安由于转股价格过高和发行时间不当造成转股失败，中纺机由于忽视外汇风险导致大额汇兑损失等，但这一阶段也为后来发展打下基础。

启动期（1997-2000 年）

1997 年 3 月，《可转债管理暂行办法》获批，可转债发行主体扩大到重点国有企业（包括上市、非上市公司），并对可转债的发行、交易、转换股份及债券偿还等作了详细的规定。1997 年 12 月，南宁化工、吴江丝绸、茂名石化等 3 家非上市公司成为第一批试点企业，这 3 家企业以及后来的鞍钢转债、机场转债的发行体都是改制后的重点国企，其条款设计较为合理，发行规模也逐步扩大，取得了一定的成功。但因茂名石化大股东中国石化自身谋求上市，茂名石化上市搁浅，导致茂炼转债转股失败，成为教训。

发展期（2001-2005 年）

2001 年 4 月，证监会发布《上市公司发行可转债实施办法》，正式揭开上市公司可转债热潮的序幕，2001 年即有超过 50 家上市公司提出可转债发行方案。2003 年上市公司通过可转债募集资金达到 185.5 亿元，超过历年总和，也超过配股和增发的总和。2004 年发行规模 65 亿元的招行转债为第一支大盘转债，当年转债市场融资额超过 200 亿元，此后因权益市场长期低迷，转债发行暂停近 1 年半。

这一阶段是中国转债市场发展最为迅猛的时期，可转债无论是在拟发行公司数量、实际发行支数还是规模上都屡创新高。转债发行条款有所改善，如下修条款改善、纯债价值提升、初始溢价率下降等，同时下修、回售、赎回等条款也日益标准化。

规范期（2006 年至今）

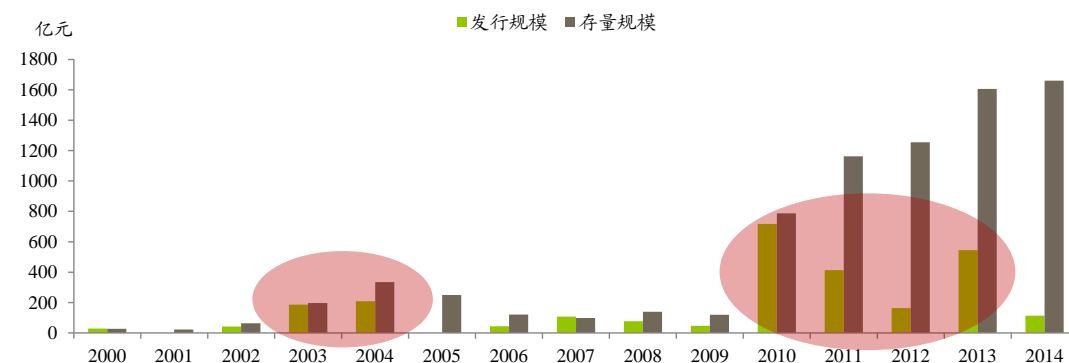
2006 年 5 月，《上市公司证券发行管理办法》正式施行，同时《上市公司发行可转债实施办法》、《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》等文件废止。《管理办法》对转债发行主体的要求更为严格，条款也更为优厚，如原先要求近 3 年平均扣非后 ROE 原则上不低于 6%，后改为不低于 6%；原先规定初始转股价格可在正股现价上有一定程度的溢价，后规定为不低于现价，初始溢价的情况有所减少；原先规定转债发行后债券余额不高于净资产的 80%，后规定为不高于 40%。

自 2008 年全球金融危机以来，上市公司业绩普遍下滑，通过可转债融资的合格主体比例下降，发行主体大型化倾向日益明显。这不仅体现在中行、石化、平安等大盘转债的发行上，中海、国电、重工等央企也纷纷发行可转债。但从近两年以及排队上市的可转债来看，成长性较好的小公司发行转债的数量也不少，例如 2013 年发行上市的华天、东华，2014 年发行上市的长青、通鼎等等。

1.3. 市场结构

2000 年以来，我国可转债市场发行规模分别在 2003-2004 年、2010-2013 年经历了快速提升，可转债市场亦是在这两个时期大幅扩容。而在这两个时期以外，可转债年均发行规模在 100 亿元以内。

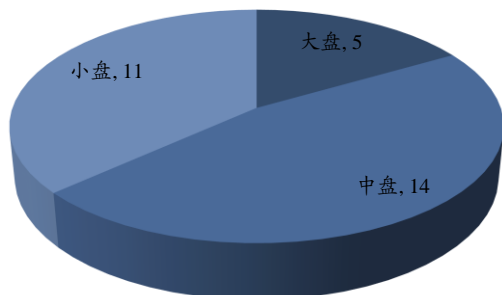
图表 1-8：我国可转债市场历年发行和存量规模



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

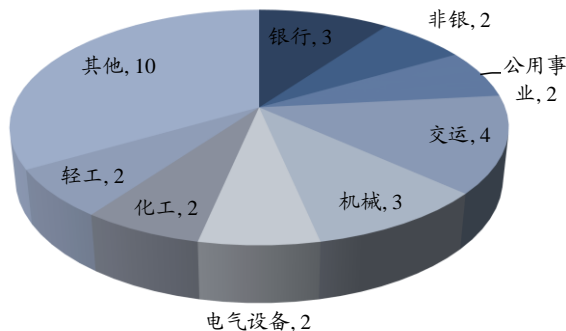
当前可转债市场存量 1660 亿元，上市流通转债数量为 30 支，其中大盘转债（余额大于 100 亿元）5 支，中盘转债（余额大于 10 亿元）14 支，小盘转债（余额小于 10 亿元）11 支。转债发行人行业分布比较分散，其中交运、银行、机械行业转债数量占比最多。剩余期限 2 年以上的转债数量占比居多，剩余期限 2 年以内的转债仅有 4 支。从信用评级分布来看，转债发行人资质普遍较好，债项 AA+及以上转债数量占比 60%。

图表 1-9: 我国可转债市场规模分布（按支数）



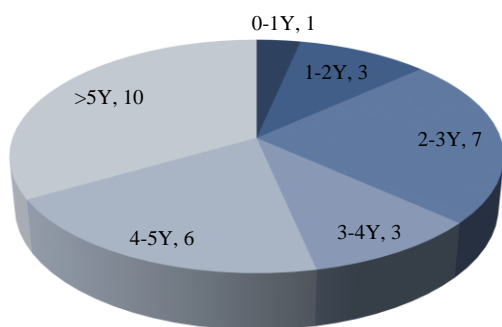
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 1-10: 我国可转债市场行业分布（按支数）



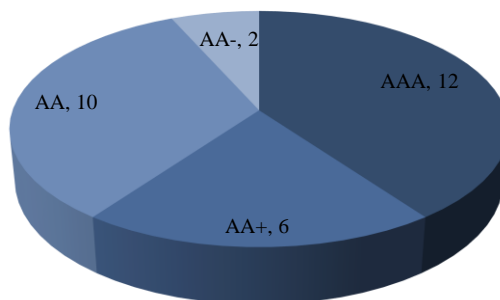
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 1-11: 我国可转债市场剩余期限分布（按支数）



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 1-12: 我国可转债市场债项评级分布（按支数）



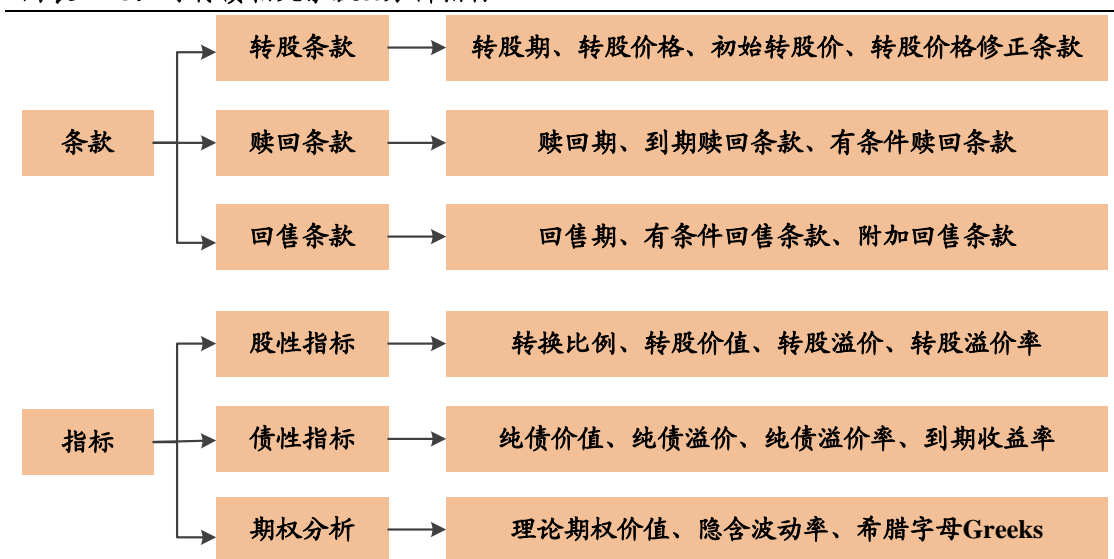
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

由于可转债和股票一样在交易所上市交易，因此可转债投资群体相对分散，机构投资者和零售投资者均可投资交易。但从每季度各转债公布的十大持有人名单来看，绝大部分为机构投资者，其中又以公募基金居多。

1.4. 条款&指标

可转债的条款包括转股条款、赎回条款和回售条款，以上三个条款构成可转债的定价基础以及债券存续期内持有人和发行人条款博弈的依据。可转债的常用分析指标包括股性指标和债性指标，股性指标衡量可转债的“进攻性”，债性指标衡量可转债的“防御性”。

图表 1-13: 可转债相关条款&分析指标



数据来源：国泰君安证券研究

票面利息

可转债通常采用递进利率形式付息，初始票息较低，之后逐年增加，到期赎回时发行人会额外支付一次补偿利率。由于可转债相比同期限等级的信用债多了一个股票期权，因此可转债平均票息率远低于信用债。

转股条款

转股期：可转债可以进行转股的期限，通常为发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日至可转债到期日。

转股价格：可转债转换为每股股票所支付的价格。

初始转股价：不低于《募集说明书》公告日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的均价之间的较高者。

转股价格修正条款（被动）：当发行人因分红、转增股本、增发新股或配股、派息等情况（不包括因可转债转股增加的股本）使公司股份发生变化时，将按相应公式进行转股价格的调整。

转股价格修正条款（主动）：当公司股票在任意连续 XX 个交易日中有 XX 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 XX%¹时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者，同时不得低于公司最近一期经审计的每股净资产。

¹ 以民生转债为例，“当本公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%...”。

产和股票面值。

赎回条款

赎回期：发行人可以根据有条件赎回条款对可转债进行赎回的期限。通常情况下，赎回期与转股期相同，即发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日至可转债到期日。

到期赎回条款：可转债期满后 5 个交易日内，发行人将以约定价格向投资者赎回全部未转股的可转债。通常情况下，到期赎回价格高于可转债面值加最后一期利息，也可认为是可转债到期的利息补偿。

有条件赎回条款：在赎回期内，公司股票任意连续 XX 个交易日中至少有 XX 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%）²，发行人有权按照约定价格赎回全部或部分未转股的可转债。任一计息年度发行人在赎回条件首次满足后可以进行赎回，首次不实施赎回的，该计息年度不应再行使赎回权。

回售条款

回售期：发行人可以根据有条件回售条款对可转债进行回售的期限。已发行可转债的回售期差异较大，具备回售条款的可转债中，回售起始日通常在发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日与最后两个计息年度的首个交易日之间，回售终止日通常为可转债到期日。

有条件回售条款：在回售期内，如果公司股票收盘价连续 XX 个交易日低于当期转股价格的 70% 时³，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按约定价格回售给发行人。任一计息年度可转债持有人在回售条件首次满足后可以进行回售，但若首次不实施回售的，则该计息年度不应再行使回售权。

附加回售条款：在可转债存续期内，如果可转债发行所募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定可被视作改变募集资金用途或者被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人有权按约定价格向发行人回售其持有的部分或全部可转债。持有人在附加回售申报期内未进行附加回售申报的，不应再行使本次附加回售权。

股性指标

转换比例：100/转股价格，表示每 100 元面值转债所能转换得到的股票数量。

转股价值：又称转换价值，等于股票现价 × 转换比例。

² 以石化转债为例，“如果发行人 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%...”。

³ 以重工转债为例，“如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 80%...”。

转股溢价：又称平价溢价，等于可转债市价 - 转股价值。

转股溢价率：又称平价溢价率，等于转股溢价/转股价值。转股溢价率是衡量可转债的最重要指标，由于存在转股套利机会，通常情况下，转股溢价率大于零。

债性指标

纯债价值：又称底价价值，等于相同期限和评级的信用债收益率对可转债未来现金流贴现价值的总和。

纯债溢价：又称底价溢价，等于可转债市价 - 纯债价值。

纯债溢价率：又称底价溢价率，等于纯债溢价/纯债价值。纯债溢价率是衡量可转债债性的最重要指标，由于可转债是纯债和标的股票期权的组合，考虑到期权价值不小于零，通常情况下，纯债溢价率大于零。

到期收益率：根据可转债市价和未来可获得的现金流计算得到的纯债到期收益率。到期收益率常与纯债溢价率结合衡量可转债的防御属性，如果可转债的到期收益率越高、纯债溢价率越低，则表示相应的安全边际越高。需要强调的是，可转债的到期收益率与纯债的到期收益率存在以下两点区别：

- （1）可转债票息率为递进制，初始票息率较低，到期赎回补偿利率较高，因此票息分布的差异导致相同期限等级的可转债久期大于信用债。
- （2）历史上大部分转债会在到期日之前完成转股，因此持有人获取到期补偿利率的概率较低，意味着“真实的”到期收益率比理论的要低。

期权分析

由于可转债包含赎回、回售、修正转股价等特殊条款，因此其所包含的是一个奇异看涨期权，难以根据传统的期权模型进行定价。通常情况下，该奇异期权的价值可以用可转债市价和纯债价值的差值来表示，但也可以用分析期权的常用指标来进行辅助分析。

理论期权价值：根据 B-S 公式，通过无风险利率、到期期限、行权价格、正股波动率和股票当前价格这 5 个因素可以得到传统欧式期权价格。

隐含波动率：在无风险利率、到期期限、行权价格和股票当前价格都确定的情况下，通过可转债当前价格可以计算出其所对应的正股波动率。该指标是衡量可转债所包含期权价值的一种方式，如果隐含波动率低于正股的实际波动率，则说明当前可转债所包含的期权价格低估了期权的实际价格。

希腊字母 Greeks: Delta、Gamma、Vega、Theta、Rho 等指标度量期权相对标的股票对应的模型参数变动的敏感程度。

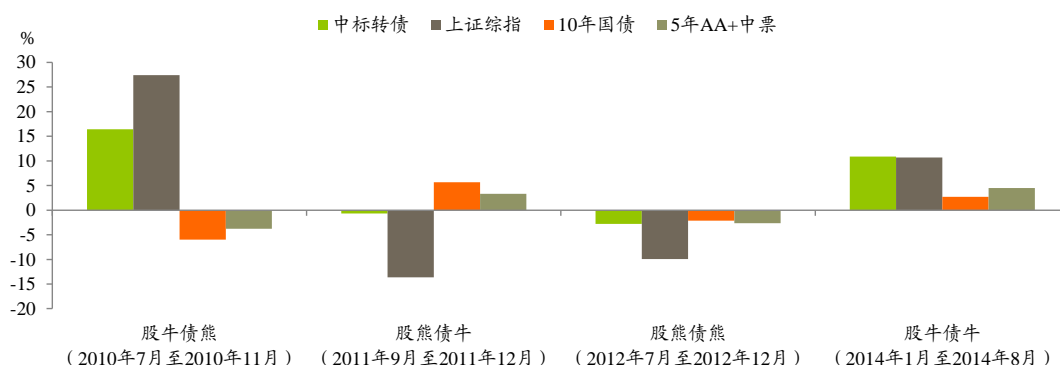
第2章 转债投资基本方法

2.1. 大类资产轮动下的转债表现

股债兼具的特性使得可转债的回报率和波动率均处于股票和债券之间。股票价格的波动影响转债内含的期权价值，债券收益率的波动则影响转债相应的债底价值。由于股票的波动远大于债券，因此在股票持续上涨期间，转债的“进攻特性”会凸显，虽然转债涨幅不能和股票媲美，但表现却远好于债券。而在股票持续下行期间，转债的“防御特性”会凸显，由于内涵期权的最小价值为零，因此转债的安全边际有所保证。

在股票和债券资产轮动的各个阶段，转债均有相对较好的表现：2010年7月至2010年11月“股牛债熊”期间，转债指数持有回报虽然不及股票指数，但大幅超纯债；2011年9月至2011年12月“股熊债牛”期间，转债指数持有回报虽然为负，但远好于股票指数；2012年7月至2012年12月“股熊债熊”期间，转债指数持有回报与纯债类似，大幅超越股票指数；2014年1月至8月“股牛债牛”期间，可转债指数持有回报几乎与股票指数持平，明显好于纯债。

图表 2-1：股票和债券大类资产轮动时的可转债持有回报



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

值得一提的是，股债“翘翘板”效应长期来看是有效的，这也表明“股债双熊”和“股债双牛”通常持续时间较短。“股债双熊”意味着转债的期权价值和债底价值均会遭受负面影响，这种环境对于转债最为不利，此期间转债的持有回报相对较差。“股债双牛”意味着转债的期权价值和债底价值均会提升，此期间转债的持有回报最为接近股票，同时也明显好于纯债。

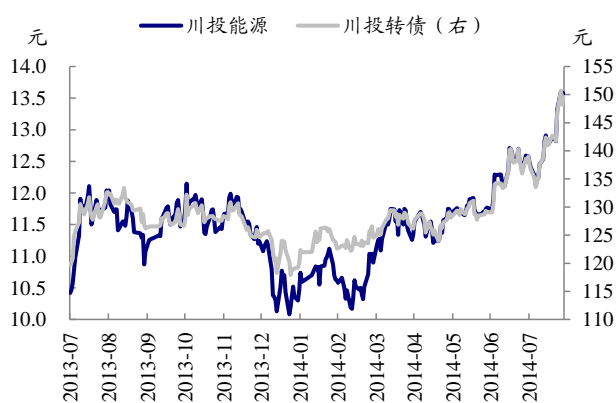
2.2. 股性估值&债性估值

如果说 PE 和 PB 可以衡量股票的估值水平，那么转股溢价率和纯债溢价率则可以分别衡量可转债的股性估值水平和债性估值水平。

投资者通过股性估值可以判断转债价格相对于正股价格的弹性，通常情况下，转股溢价率越低，转债相对正股的弹性越大。这也意味着，当转债的股性较强时，转债跟随正股上涨的潜在涨幅空间更大；同样的，当

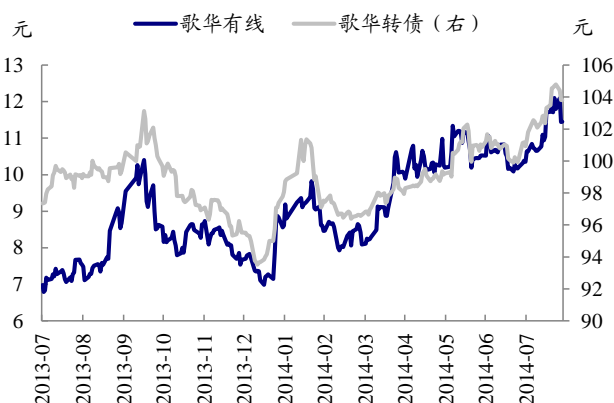
正股下跌时，转债的跌幅空间也更大。在极端情况下，转股溢价率为零意味着对应正股价格的涨幅等于转债价格的涨幅，否则就会出现套利机会；而在转股溢价率为零时，对应正股的跌幅不一定等于转债价格的跌幅，当转债价格跌幅小于正股时，转股溢价率将出现上升。另一方面，当转债股性较弱或转股溢价率较高时，即使正股价格出现较大幅度上涨，转债价格的涨幅空间可能也较为有限。例如，川投转债作为强股性转债代表，在过去一年内转股溢价率绝大部分时间保持在 5% 以内的水平，2014 年 1 月 20 日至今，川投转债涨幅 24.4% 相比川投正股涨幅 34.7% 并未逊色太多；歌华转债作为弱股性转债代表，在过去一年内转股溢价率绝大部分时间保持在 40% 以上的水平，2014 年 1 月 20 日至今，歌华转债涨幅 9.3% 远小于歌华正股涨幅 60.1%。

图表 2-2：强股性的代表川投转债价格走势



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

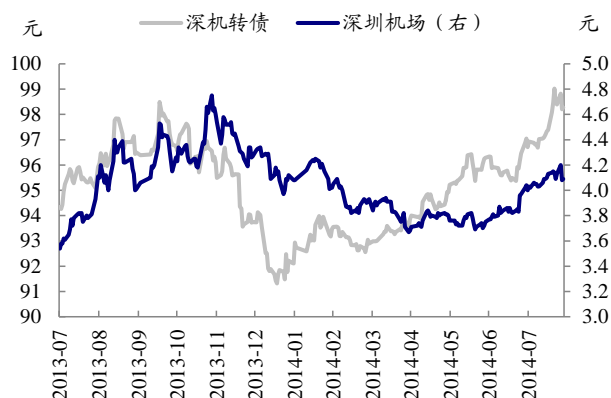
图表 2-3：弱股性的代表歌华转债价格走势



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

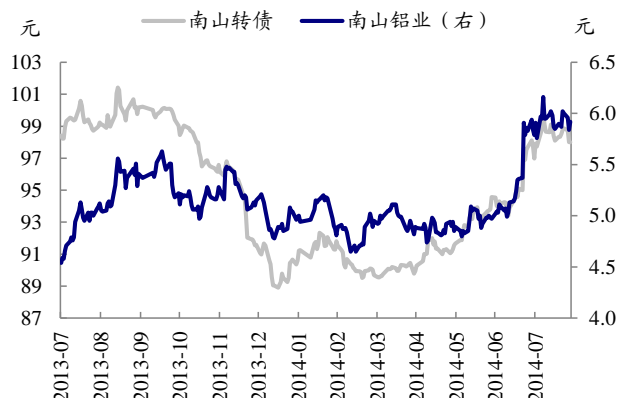
虽然纯债溢价率可以用来衡量转债的债性估值，但由于债券价格的波动相对较小，因此研究债性估值本身对于判断转债价格弹性的意义并不大。投资者对于转债债性的关注主要来源于试图对转债防御性进行判断，事实上，纯债价值相比纯债溢价率更能直观反映转债的安全边际。如果纯债价值较高，意味着转债下跌时会有明显的底部支撑。此外，转债到期收益率较高也说明其现价较低，表明有较高的安全边际。例如，过去一年深机转债的纯债价值保持在 90 元以上，深机转债价格最低下行至 91.5 元附近，可见深机转债的纯债价值对转债价格有较好的支撑作用；南山转债的到期收益率为当前流通转债中最高，当到期收益率在 2014 年 1 月中旬上行到最高点 7.49% 后，安全边际明显提升，转债价格甚至领先正股出现上涨。

图表 2-4：安全边际较高的代表深机转债价格走势



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图表 2-5：安全边际较高的代表南山转债价格走势



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

2.3. 条款博弈&规则套利

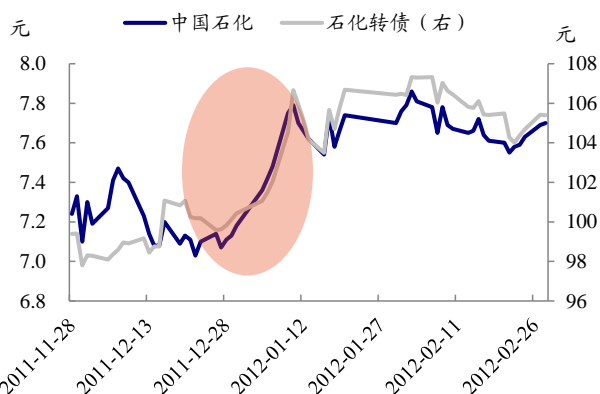
可转债发行人发行可转债的目的是为了享受低成本的债权融资工具，当票息率递增至一定水平后，发行人希望尽快完成促转股。由于很少有发行人愿意到期偿还可转债，持有人可以根据下修、回售、赎回条款和正股走势等公开信息进行条款博弈和规则套利。常见的条款博弈主要是针对可转债的下修转股价条款和回售保护条款，但有时也会涉及强制赎回条款和到期赎回条款。

（1）正股即将触发向下修正转股价条款或正股价格远低于转股价的情况持续较长时间，可考虑买入转债或正股。

某支转债的下修转股价条件为“在存续期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%...”，当转债对应正股价格连续几天低于转股价 80% 时，转债发行人有可能为了避免触发而下调转股价，或通过公布利好消息等手段刺激正股价格上涨至转股价 80% 以上。而当正股价格远低于转股价的情况持续较长时间，转债发行人出于促转股的意图也会宣布下调转股价。无论出现以上哪一种情况，都意味着转债或正股价格将会出现上涨，投资者提前买入转债或正股短时间内盈利的可能性较高。例如，2011 年 12 月 27 日中国石化将石化转债转股价由 9.5 元下调至 7.28 元，此期间石化转债和正股均出现持续上涨。

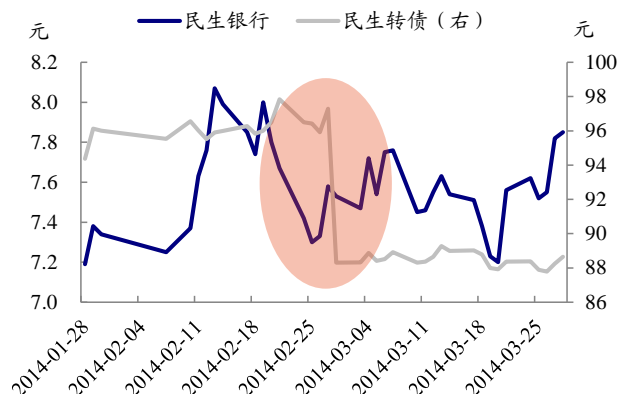
但由于下调转股价是转债发行人的权利而非义务，特别是近两年股指持续下行，大部分转债对应正股触发下修条款后，转债发行人仍然选择“无动于衷”，因此转股价下修的概率事实上并不高。此外，由于下修转股价需由股东大会投票同意后才可实施，下修方案提出后亦存在失败风险。例如，2014 年 2 月 27 日民生银行公告称转股价下修方案被股东大会投票否决，第二日民生转债大跌 9.17%，当天民生正股仅下跌 0.66%。

图表 2-6: 转股价下修完成前后石化转债价格走势



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 2-7: 转股价下修失败前后民生转债价格走势

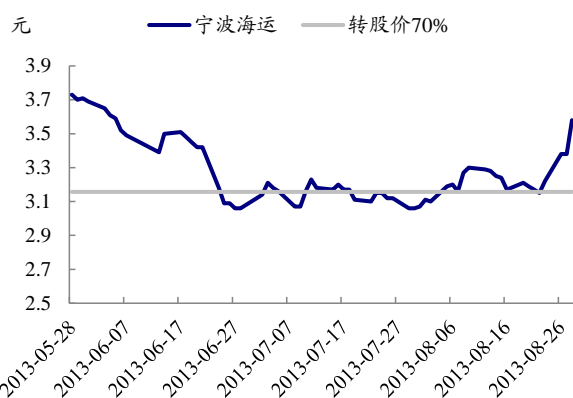


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

(2) 正股触碰回售保护条件或即将触发回售保护条款, 可考虑买入转债或正股。

某支转债的回售条件为“在回售期内, 如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%...”, 当转债对应正股价格连续十几天低于转股价 70% 时, 发行人为了避免回售的发生, 要么通过公布利好消息等手段刺激正股价格回升到转股价 70% 以上, 要么直接下调转股价。前一种情况意味着提前买入正股套利, 而正股的上涨亦会带动转债的上涨; 后一种情况则意味着提前买入转债套利。2013 年 7 月份宁波海运股价连续数个交易低于转股价的 70%, 投资者曾一度对海运转债抱有条款博弈的期望, 而事后也证实这段时期海运正股和转债的价格均处于阶段性低位。

图表 2-8: 2013 年 7 月份海运正股一度触碰回售条件



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 2-9: 2013 年 7 月海运转债和正股处于阶段底部



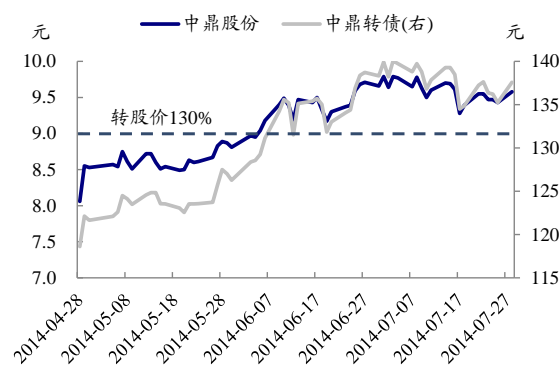
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

由于是否使用回售条款是转债持有人的权利, 发行人因为没有主动权而往往会对此非常重视。如果转债正股持续下行, 并开始跌至触碰回售条件的价格以下, 投资者就应该考虑采取行动。当股票市场形势较好时, 发行人更倾向股价上涨, 此时买入正股套利较为合适; 而当股票市场较低迷时, 发行人下调转股价的概率更大, 此时买入可转债套利更合适。

（3）正股即将触发强制赎回条款，可考虑买入转债或正股。

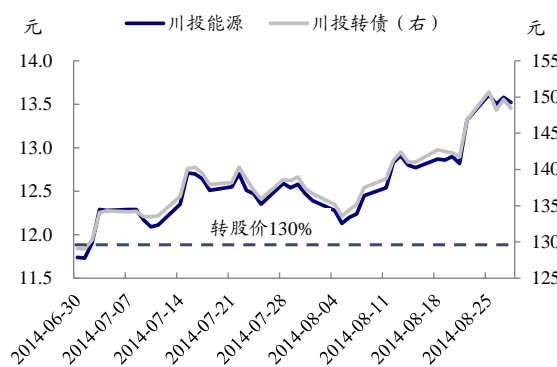
某支可转债的强制赎回条件为“在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%...”，当转债对应正股价格连续几天高于转股价130%时，发行人通常为了能尽快促转股，会有较强的意愿维持正股价格保持在转股价130%以上。此时如果正股价格短期出现回调，投资者可以买入转债和正股套利，因为后续正股价格重新上涨的概率较大。例如，2014年6月上旬以来中鼎股份价格持续高于转股价130%，正股在6月中旬经过震荡调整后继续上行，最终触发强制赎回条款，同期中鼎转债也有不错的表现；2014年7-8月份，川投转债也发生了类似的情况，转债和正股持续上涨。

图表 2-10：2014 年 6 月中鼎转债和正股持续上行



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图表 2-11：2014 年 7-8 月川投转债和正股持续上行

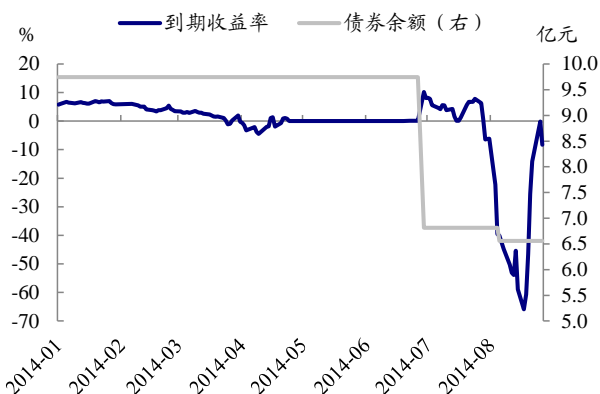


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

（4）可转债即将到期，但是正股价格远低于转股价，可考虑买入转债或正股。

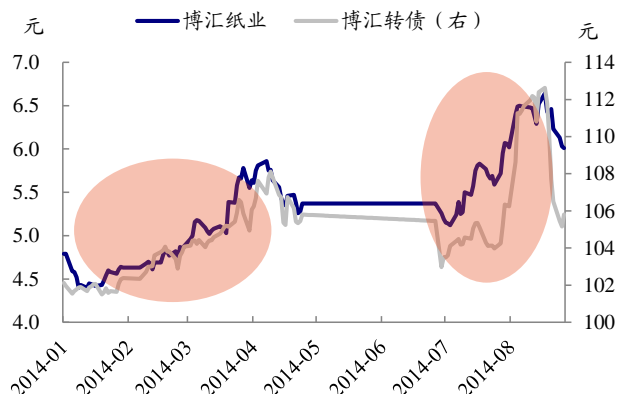
可转债到期后，发行人往往以到期赎回价值直接赎回，转债的赎回价值由票面价值、最后一年的票息、补偿利息三者构成。当转债临近到期时，如果价格仍处于低位，则意味着到期收益率相对较高，即使是持有到期仍可获得不错的收益。而对于发行人来说，到期赎回意味着较高的融资成本，有违其促转股的本意。因此，在转债临近到期的一年以内，发行人通常有较强烈的意愿促使正股价格持续上行，或者转股溢价持续为负，持有人陆续完成转股；或者正股价格触发强制赎回条款，进一步加快持有人转股的节奏。总的来说，由于转债发行门槛较高，到期违约的可能性非常小，如果持有一支临近到期且到期收益率较高的转债，既能保证不错的持有到期收益，同时又有可能享受到正股持续上行对转债的拉升效应；当然，直接买入正股也是一个较好的套利策略。例如，博汇转债将于2014年9月份到期，发行人由于债务压力较大，促转股意愿强烈，2014年1月份以来，通过多重利好消息发酵，博汇正股大幅上涨，同期博汇转债涨幅也较为可观。

图表 2-12: 2014 年年初博汇转债到期收益率较高



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 2-13: 2014 年博汇转债和正股大幅上涨

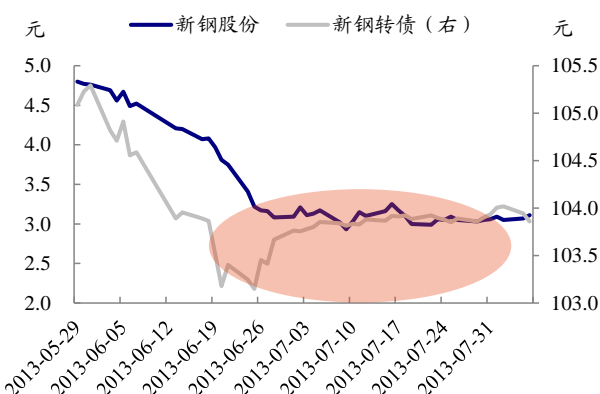


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

(5) 其他可能出现的规则套利。

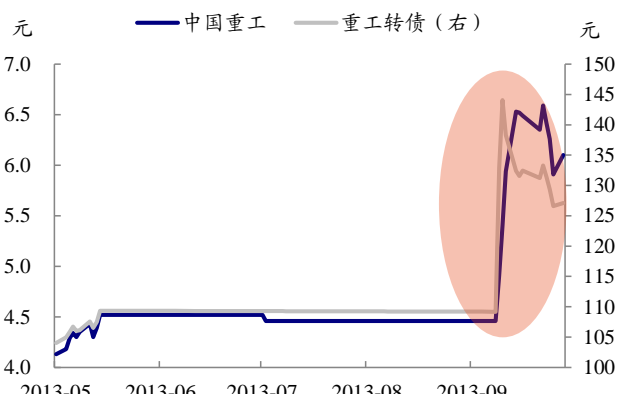
除了上述常见的条款博弈以外，还有一些少见的规则可以进行套利。比如在可转债将要回售或强制赎回时，在回售价或赎回价以下买入可转债，然后再以回售价或赎回价卖给发行人。虽然这类规则套利的利润率并不高，但考虑到持有时间较短（通常为一个月以内），年化收益率仍较为可观，例如 2013 年新钢转债将要回售时价格持续上行。此外，可转债由于不设涨跌幅限制，在公司因为重大事项停牌复牌后的第一个交易日，能较好的预示正股价格的走势，例如 2013 年重工转债复牌后的涨幅对其正股的走势就有较好的预示作用；由于部分可转债可以质押，亦可以考虑通过债券正回购加杠杆或者打新等方式进行套利操作。

图表 2-14: 2013 年临近回售前新钢转债持续上涨



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 2-15: 2013 年重工转债复牌后表现有预示作用



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

2.4. 发行申购

我国可转债市场规模在不断扩张，每年都有一定数量的可转债发行上市，可转债的发行条件和流程如下：

(1) 最近三年连续盈利，且最近三个会计年度加权平均净资产收益率

平均不低于 6%；

（2）最近三个会计年度实现的平均可分配利润不少于公司债券一年的利息；

（3）募集资金要符合国家产业政策投向；

（4）可转换债券发行后，资产负债率不高于 70%；

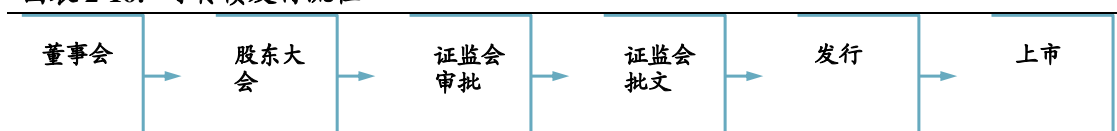
（5）累计债券余额不超过公司净资产额的 40%；

（6）可转换债券的发行额不少于人民币 1 亿元；

（7）可转换债券的利率不得超过银行同期存款的利率水平；

（8）国务院证券委员会规定的其他条件。

图表 2-16: 可转债发行流程



数据来源：国泰君安证券研究

展望后续可转债潜在供给情况，排队上市的可转债数量为 13 支，总发行规模为 386 亿元，其中获证监会批准的数量为 3 支，规模为 124.6 亿元；获股东大会通过的数量为 8 支，规模为 152.6 亿元。

图表 2-17: 可转债潜在供给情况一览

公司代码	公司名称	方案进度	发行规模(亿元)	发行期限(年)	Wind行业
601929.SH	吉视传媒	证监会批准	17.0	6	Wind媒体 II
002521.SZ	齐峰新材	证监会批准	7.6	5	Wind材料 II
600023.SH	浙能电力	证监会批准	100.0	6	Wind公用事业 II
600623.SH	双钱股份	股东大会通过	10.2	6	Wind汽车与汽车零部件
002245.SZ	澳洋顺昌	股东大会通过	5.1	6	Wind运输
300058.SZ	蓝色光标	股东大会通过	14.0	6	Wind媒体 II
002241.SZ	歌尔声学	股东大会通过	25.0	6	Wind技术硬件与设备
600201.SH	金宇集团	股东大会通过	4.5	6	Wind制药、生物技术与生命科学
600185.SH	格力地产	股东大会通过	9.8	5	Wind房地产
601727.SH	上海电气	股东大会通过	60.0	6	Wind资本货物
600271.SH	航天信息	股东大会通过	24.0	6	Wind技术硬件与设备
601238.SH	广汽集团	国资委批准	60.0	6	Wind汽车与汽车零部件
603993.SH	洛阳钼业	董事会预案	49.0	6	Wind材料 II

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

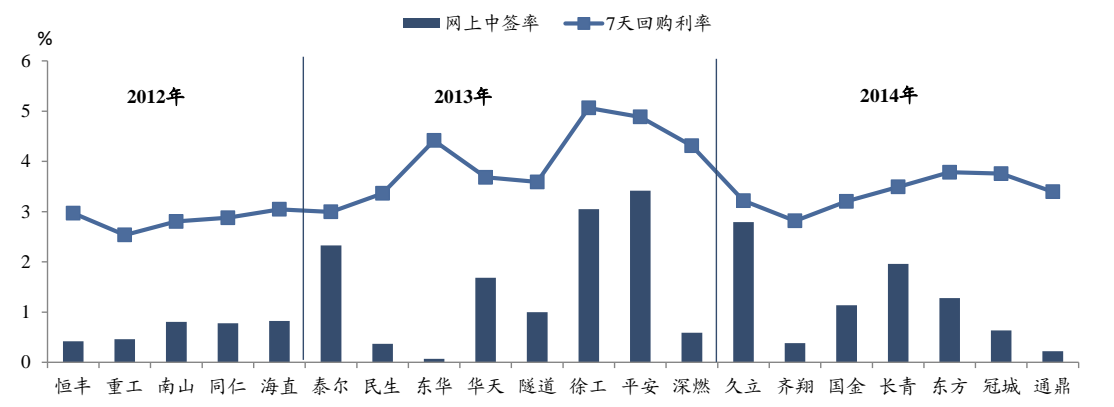
可转债的申购有三种方式，分别为原股东优先配售、抢权配售和网上网下申购。原股东优先配售，可以获得几乎是无风险的转债上市溢价收益，建议积极参与。抢权配售，如果在股权登记日前抢权买入股票，则可进行优先配售，但需要权衡正股波动和配售转债所产生的收益。网上网下申购，原股东优先配售后余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用网下对机构投资者配售和通过交易所交易系统网上定价发行相结合的方式（有可能只采取网下申购或者网上申购其中的一种，比如南山转债只有网上申购），最终遵循网下配售比例和网上定价发行中签率趋于一致的原则，机构投资者网下申购一般具有 3-5 倍的资金杠杆。

投资者主要选择网上网下申购的方式进行新上市转债申购。对于一支转债是否值得申购，即“打新收益率”是否具有吸引力，主要需要考虑转债本身的价值和中签率两方面的问题。常用的新发行转债定价方法包括

CRR 二叉树模型、MONTE CARLO、B-S 公式等，这些方法均可以基于转债条款和正股相关信息计算出新发行转债的绝对价值；同时，投资者也可以通过假定新发行转债的合理转股溢价率，根据正股价格测算出转债的相对价值。

对于中签率而言，需要考虑的因素较多：①转债是否被市场看好，越被市场看好意味着参与申购的资金越多，则中签率也就越低；②市场资金是否充足，回购利率越低意味着预期“打新收益率”越低，则参与申购的资金也会越多，中签率相应下降；③是否有替代性产品发行，如果转债发行的时候也有别的新股或新债发行，则会分流资金，参与申购的资金减少，中签率将会上升。总的来说，通过预测中签率而做出的决策也会影响到中签率本身，当投资者预期中签率太低而减少或放弃申购时，那么由于参与资金的减少，中签率反而会上升。

图表 2-18: 2012 年以来新发行转债中签率和申购期间的回购利率



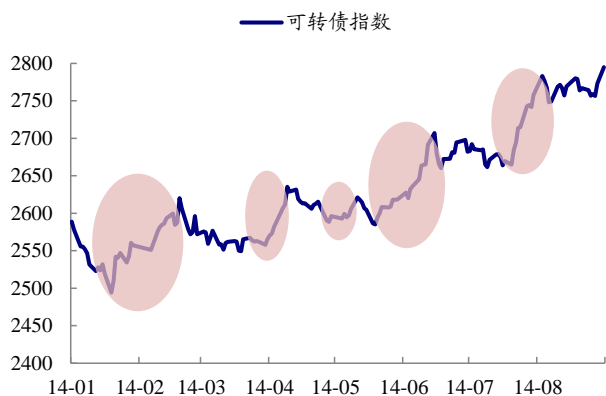
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

第3章 转债市场投资策略

2014年1月下旬至9月初，转债指数上行11.20%，同期平价指数上行12.58%，沪深300指数涨幅9.68%，5年AA+中票持有回报4.48%。理论上转债涨跌幅应介于股票和债券之间，但年初以来转债指数表现几乎与平价指数持平，明显超越信用债持有回报。造成这一现象的可能原因一方面在于股票市场的结构性行情演绎对转债正股的正面影响更大，第二方面为持续的债券牛市导致的转债债底上行从而提升安全边际，第三方面为投资者整体风险偏好的提升。

具体来看，年初至今转债市场一共出现了五轮上涨，转债指数在每一轮上行后，经过一段时间调整又再次上攻。其中第一轮转债指数上行持续时间最长、涨幅最大，造成第一轮上行的原因多被市场解读为债底抬升逻辑，但当时整体股市表现不错，更多原因可能在于安全边际提升的同时，受中诚信托兑付事件妥善解决影响，前期被压制的风险偏好快速回升。之后第二轮和第三轮上行幅度相对较小，其中第三轮上行的原因与第一轮类似，但风险偏好的提升主要来自于公募基金半年报业绩考核，因此持续时间更短。第四轮和第五轮转债指数上行主要靠正股大涨拉动，由于第四轮上行过后，转债股性估值出现被动下修，导致第五轮转债上行的幅度相对平价指数并不大。

图表 3-1: 2014 年年初以来转债指数经历了 5 轮上涨



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图表 3-2: 5 轮上涨期间转债及相关指数涨跌幅对比

上涨期间	可转债指数	平价指数	沪深300指数	纯债价值	5YAA+中票
1.21-2.20	5.06%	5.18%	5.61%	1.46%	2.19%
3.21-4.10	3.37%	9.48%	8.95%	-0.31%	0.01%
4.30-5.12	1.25%	1.14%	1.00%	0.85%	2.11%
5.21-6.16	4.81%	4.87%	3.60%	-0.81%	1.58%
7.22-8.04	4.40%	7.37%	9.66%	-0.32%	0.66%
1.21-8.04	11.20%	12.58%	9.68%	1.30%	4.48%

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

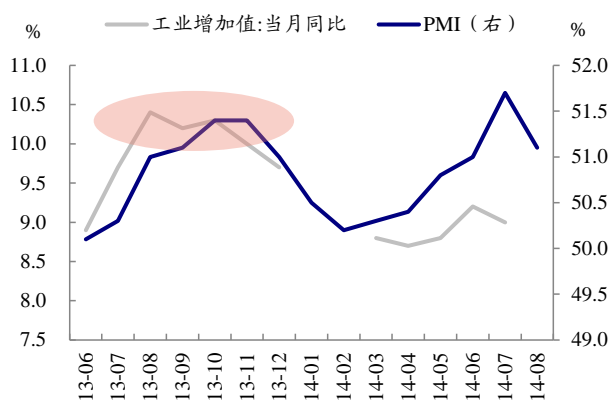
8 月底以来股指和转债指数均出现明显上行，8 月份震荡调整给予股票牛市“中场”充足的休整时间，后续随着转债整体股性估值再度走向扩张，年内转债收益风险比在固定收益类产品中可能是最高的，建议投资者增加转债仓位。具体理由如下：（1）经济预期回落的利空已经释放；（2）流动性不利因素逐渐消退；（3）四中全会前改革预期强烈；（4）机构对股票资产的配置热情仍高；（5）转债股性估值已处于扩张通道。

经济预期回落的利空已经释放。二季度以来中国经济走势事实上被长期和短期趋势所纠结。从长期趋势来看，中国经济持续下行仍在继续，这从大宗商品价格持续下跌、发电量仍然低迷等微观数据即可看出；从短期趋势来看，本轮经济企稳起始于 4 月下旬，主要源于两会以后的一系

列“微刺激”政策的持续发力。7 月份房地产固投、新增信贷等数据不及市场预期，使得刚刚企稳的经济短期趋势再次出现被证伪的担忧。

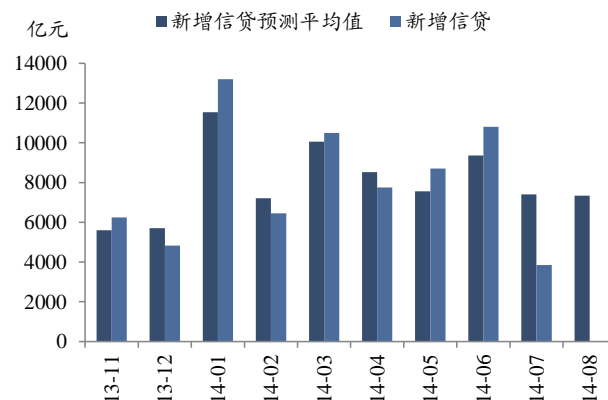
虽然长期趋势仍在持续，但短期经济企稳的趋势也不会戛然而止，主要的理由在于经济预期回落的利空已经得到释放，具体如下：一是 7 月份各项数据的下滑以及 8 月份 PMI 的回落本身已降低了市场对于未来数月的经济数据预期；二是 2013 年同期的高基数使得未来三个月数据同比的适当下行是可以被“允许”的；三是据多家媒体报道 8 月份最后两周四大行贷款大增，这意味着 8 月份新增信贷可能环比大幅回升，且后续几个月不及市场预期的概率较小；四是房地产限购的持续松绑，房地产再融资政策的逐步放开，配合 9 月份以后以铁路为代表的基建投资加码，对经济有较强的支撑。

图表 3-3: 13 年同期的经济数据基数较高



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 3-4: 新增信贷再次低于市场预期概率较小

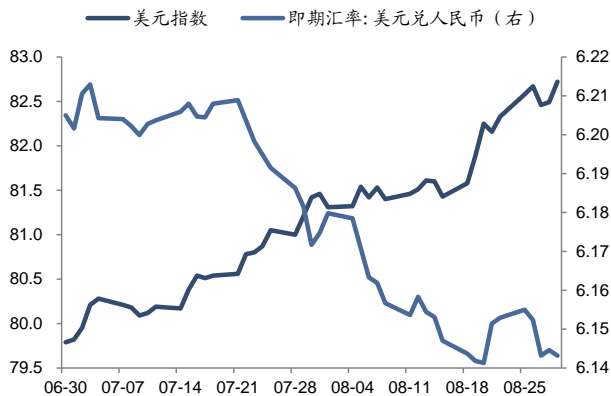


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

流动性不利因素已逐渐消褪。2014 年年初以来的流动性宽松环境仍未改变，从实质宽松到预期更宽松的缺口是影响流动性的长期因素，但由于市场预期的全面降准降息一直未至，对流动性难免会造成不利影响；但是，只要经济仍维持在底部，市场对于衰退式宽松的预期就会一直存在。中期和短期影响流动性的不利因素分别为人民币汇率走势和 IPO 重启所冻结的资金。

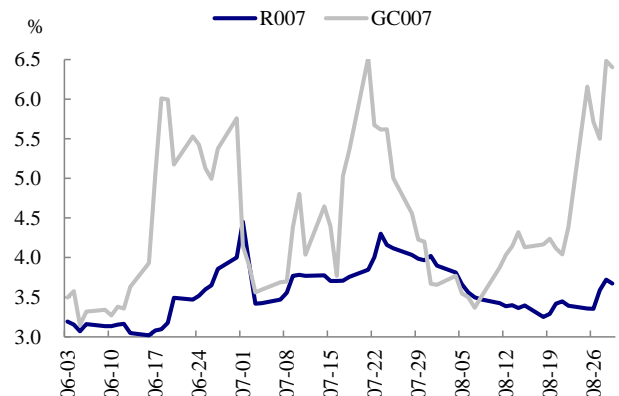
从当前的时点来看，对流动性不利的三个因素均已逐渐消褪：（1）近期央行增加支农再贷款额度 200 亿元，并对贫困县追加 1 个百分点的利率优惠，已是年内第三次定向宽松政策，这显示了后续央行的定向宽松政策可能会持续，同时也让给全面宽松预期留有希望；（2）6 月份以来人民币汇率持续升值的趋势在 8 月 21 日左右出现反转，一度让市场担心热钱的再度流出，但之后人民币汇率重回升值通道，打消了这一顾虑；（3）8 月份 IPO 重启叠加月末效应对资金面造成较大影响，但冻结的资金将在 9 月初解冻，亦使得短期流动性趋于宽松。

图表 3-5: 人民币汇率回调后再次进入升值通道



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

图表 3-6: 3 次 IPO 重启均对资金面造成冲击



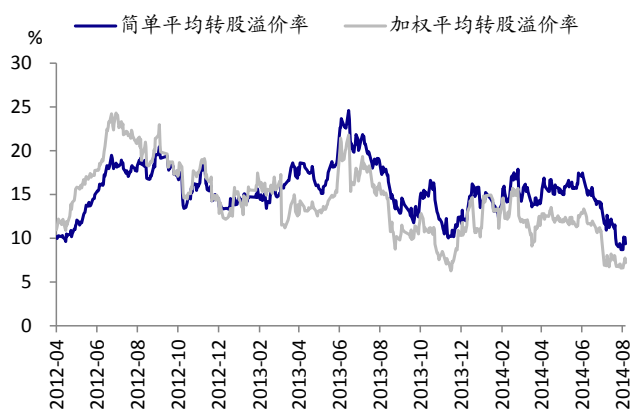
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

四中全会前改革预期强烈。除了影响经济和流动性方面的因素或将边际改善以外，自 9 月份开始可能将是改革从预期到落地的重要过渡期，主要原因如下：（1）10 月份四中全会即将召开，为了对三中全会提及的改革纲领有所交待，9 月份可能会有多项改革政策公布，近日人大常委会表决通过的修改预算法决定即可佐证；（2）9 月份将进入中报公布完毕后的上市公司业绩空窗期，有利于国企改革逐步落地，而国企改革无疑是最具份量的改革措施之一；（3）“沪港通”将于 10 月份正式启动，9 月份各项操作细则将会明朗化，存在 AH 折价的蓝筹 A 股无疑将会吸引套利资金的流入。

机构对股票资产的参与热情仍高。沪指从 5 月初的底部反弹至今，月度上涨趋势已持续 4 个月，8 月份最后一个交易日沪指大涨导致 8 月月 K 线收阳可以部分反映投资者对于后市的看好。而从股票市场内部表现来看，8 月份仍是“大盘搭台，成长唱戏”的旧格局，主要原因则是在于大盘蓝筹前期大幅上涨的调整以及市场对于经济企稳证伪的担忧，但同时机构对于股票资产的参与热情仍然很高。随着经济和流动性的不利因素逐渐消退，以及 9 月份各项改革的逐步落地，股票市场大概率将会出现大盘蓝筹和中小盘股票普涨的局面。

转债股性估值企稳反弹。当前债券市场中的利率债大概率将会维持震荡格局，而趋势相对明朗的品种主要为高风险资产。其中转债作为固定收益投资者越过投资 A 股仓位限制的替代品，将会继续受到青睐，因此我们可以看到 8 月份转债指数上涨而平价指数下跌的局面出现。8 月份虽然转债整体债底价值有所下沉，但与部分转债付息有关，基于信用债收益率持续下行的趋势判断，后续安全边际进一步弱化的可能性不大。股性估值重新进入扩张的通道，鉴于当前加权转股溢价率仍处于 2013 年以来的绝对低位，后续仍有较大的上行空间。

图表 3-7：加权转股溢价率处于 2013 年以来低位



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图表 3-8：整体债底削弱与部分转债付息有关



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

对应转债操作和标的层面，推荐以下两种操作策略：一是继续配置大盘及中盘转债作为埋伏，等待上攻时机的到来；二是适度将账户仓位向小盘转债倾斜，抓住波段交易机会。

标的方面，给予以下转债“增持”评级：非银（平安、国金），银行（中行、民生），国企改革（石化、隧道、徐工），其他热点板块（南山、重工、中海、冠城），小盘板块（海运、华天、泰尔、通鼎）。

第4章 转债个券分析汇总

目前存量可流通的 30 支可转债中，我们对其中的 26 支进行跟踪点评⁴，供投资者参考。对于另外 4 支我们没有给予覆盖的可转债，主要因为本公司业务名单限制或即将强制/到期赎回或余额小于 1 亿元。

图表 4-1：存量可流通可转债基本信息（截至 2014/9/2）

证券简称	到期收益率（%）	转股溢价率（%）	纯债溢价率（%）	纯债价值（元）	转股价值（元）	剩余期限（年）	债券余额(亿元)	主体评级	债券评级	类型
中行转债	2.21	0.99	3.71	99.98	102.67	1.75	391.97	AAA	AAA	平衡型
平安转债	0.39	7.19	29.83	86.85	105.19	5.22	259.98	AAA	AAA	偏股型
石化转债	-1.52	2.19	16.82	97.85	111.85	2.48	209.61	AAA	AAA	平衡型
民生转债	3.61	21.44	9.10	86.27	77.51	4.53	199.92	AAA	AA+	平衡型
南山转债	4.21	5.77	4.99	100.59	99.85	4.12	60.00	AA	AA	平衡型
国电转债	0.93	8.10	12.96	98.23	102.64	2.96	54.99	AAA	AAA	平衡型
东方转债	-0.40	5.64	40.73	80.33	107.00	5.86	40.00	AAA	AAA	偏股型
中海转债	3.02	14.69	6.23	93.26	86.38	2.92	39.50	AAA	AAA	平衡型
重工转债	-2.62	9.53	34.53	90.18	110.76	3.76	39.41	AAA	AAA	偏股型
国金转债	-1.86	6.37	51.53	80.25	114.32	5.70	25.00	AA+	AA+	偏股型
徐工转债	2.36	7.58	17.15	88.65	96.53	5.15	25.00	AAA	AAA	平衡型
深机转债	3.66	32.20	4.27	95.20	75.09	2.87	19.91	AAA	AAA	偏债型
冠城转债	1.07	16.05	28.66	90.78	100.65	5.88	18.00	-	AA	平衡型
深燃转债	2.05	16.55	19.85	83.45	85.82	5.28	16.00	AA+	AA+	平衡型
歌华转债	0.20	29.36	10.19	97.49	83.05	2.23	16.00	AAA	AAA	平衡型
隧道转债	-2.06	0.70	45.09	87.53	126.11	5.03	15.99	AA+	AA+	偏股型
齐翔转债	0.25	4.04	26.76	92.84	113.11	4.62	12.40	AA	AA	偏股型
同仁转债	-3.47	11.91	32.37	92.77	109.73	3.26	10.46	AAA	AAA	平衡型
海运转债	-0.92	17.04	6.65	99.01	90.22	1.35	7.20	AA	AA	平衡型
长青转债	-1.83	0.77	52.00	79.47	119.88	5.80	6.32	-	AA	偏股型
通鼎转债	-	-	-	-	98.23	5.95	6.00	AA-	AA-	-
久立转债	-1.02	17.00	42.37	84.01	102.23	5.48	4.87	AA	AA	偏股型
华天转债	-3.60	3.55	56.39	85.59	129.26	4.94	3.31	AA	AA	偏股型
恒丰转债	-0.45	3.20	14.46	94.90	105.25	2.56	3.10	-	AA	平衡型
泰尔转债	-5.08	0.04	41.21	88.87	125.44	3.35	2.47	AA-	AA	偏股型
东华转债	-	-	-	84.31	145.38	4.90	1.26	AA	AA	偏股型

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

⁴ 下文涉及的转债指标均以 2014 年 9 月 3 日收盘后数据为准。

债券发行概况

债券简称	中行转债
起息日期	2010-06-02
到期日期	2016-06-02
债券年限	6
债券余额	391.97亿元
利率结构	第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.1%、第四年1.4%、第五年1.7%、第六年2.0%。
补偿利率条款	到期赎回条款 在本次可转债期满后五个交易日内，发行人将以本次可转债票面面值的106%（含当期利息）赎回全部未转股的可转债
发行量	400亿元
是否有担保	无
转股价格	2.62元
转股日期	2010-12-02
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	大公国际资信评估有限公司
下修条款	15/30, <80%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	无回售条款
主承销商	中银国际证券有限责任公司, 中信证券股份有限公司
行业	银行-银行II

主要财务指标

债券简称	中行转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	154690.96	138742.99	126806.15	118300.66
净资产	10064.56	9614.77	8615.42	7558.94
货币资金	0.00	0.00	0.00	0.00
短期债务	151.06	76.81	140.61	21.06
总债务	2692.08	2323.85	2131.94	1720.08
主营业务收入	2349.24	4075.08	3660.91	3281.66
EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	934.09	1637.41	1457.46	1303.19
经营活动净现金流	4429.67	2228.40	2639.24	2143.57
投资活动净现金流	(201.77)	(721.49)	(1825.46)	557.74
筹资活动净现金流	(159.70)	(496.21)	(250.92)	(129.60)

WIND 盈利预测

债券简称	中行转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	4075.08	4468.45	4890.65	5291.12
同比(%)	11.31	9.65	9.45	8.19
归母净利润(亿元)	1569.11	1722.58	1867.27	2011.12
同比(%)	12.36	9.78	8.40	7.70
EPS(元/股)	0.56	0.62	0.67	0.72
ROE(%)	16.98	17.24	16.46	15.61
ROA(%)	1.23	1.17	1.16	1.14
PE	4.77	4.35	4.01	3.72
PEG	0.38	0.44	0.48	0.48

中行转债

基本情况

公司是大型国有商业银行之一，截至2014年中报，第一大股东中央汇金投资有限责任公司持股比例 67.72%。截至13年末公司在内地、香港、澳门、台湾及37个国家设有11483个分支机构，业务涵盖公司金融、个人金融和金融市场等产品和服务，并通过全资及控股子公司开展投资银行、保险、直投、基金、飞机租赁等业务。

股性分析

2014年上半年公司主营业务收入2349亿元，同比增长13.99%，归母净利润897亿元，同比增长11.15%。业绩基本符合市场预期，加权平均ROA18.57%，同比下降0.36个百分点；净息差2.25%，同比上升4个基点，不过二季度单季环比下降。未来公司有以下几个看点：

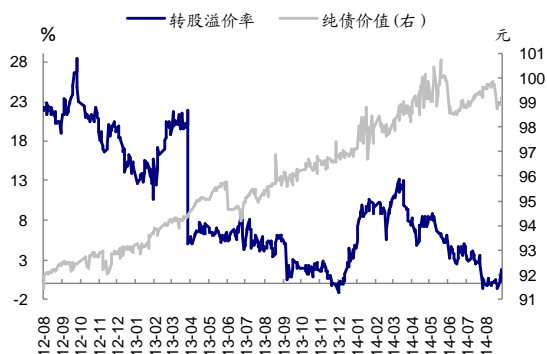
优化境外业务结构，盈利贡献上升。海外业务占比高，净息差低，一直是公司短板。但公司继续优化增外资产结构，加大贷款投放力度，压缩低息资产，提升收益水平，上半年境外机构净息差同比提高4个基点，海外业务实现利润总额38亿美元，同比增长36%，对集团利润贡献19%。未来公司境外业务将继续处于国内领先地位，对业绩有较好的保障。

高级法节约资本，提升盈利潜力。14年6月末，资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为11.78%、9.37%和9.36%，而按高级法计算的资本充足率为12.41%，均符合监管规定。随着未来各项资本补充计划实施，仍有望进一步优化资本结构，保持良好业务发展潜力。

不良率上升带来隐忧，但可能已暴露充分。6月末不良贷款余额857亿元，同比年初增加126亿元，不良率1.02%，较期初上升6个基点。计提拨备275.02亿元，中期信贷成本0.69%，同比扩大30个基点。公司上半年加大了拨备计提力度，不良可能已暴露充分。

整体来看，公司境外业务将继续处于领先地位，而高级法节约资本也将会提升盈利潜力，此外，上半年不良可能已暴露充分，足以应对下半年的不良资产处置。考虑到经批准但尚未发行的600亿元境内和65亿美元境外优先股，未来支撑公司业务发展的资本将不会有太大压力。当前中行转债转股溢价率维持在0%左右的水平，显示了极强的股性，正股经过平台调整可能会再次上行，对转债的拉升效应明显。

溢价率和转换价值走势



债性分析

公司为四大国有银行，资本实力雄厚，具有系统重要性地位，虽然转债属于次级债务，但实际违约风险仍然很低。当前中行转债债底价值 100 元，对转债有较强的支撑作用。

条款博弈

中行转债未设回售条款，当前正股价格距离转股价 130% 或 80% 均有较大空间，因此暂时没有条款博弈的机会。

债券发行概况

债券简称	平安转债
起息日期	2013-11-22
到期日期	2019-11-22
债券年限	6
债券余额	259.98亿元
利率结构	本次可转债票面利率：第一年为0.8%、第二年为1.0%、第三年为1.2%、第四年为1.8%、第五年为2.2%、第六年为2.6%。
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的108%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。
发行量	260亿元
是否有担保	无
转股价格	40.88元
转股日期	2014-05-23
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	大公国际资信评估有限公司
下修条款	15/30, <80%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	无回售条款
主承销商	国泰君安证券股份有限公司, 中国国际金融有限公司, 第一创业摩根大通证券有限责任公司, 高盛高华证券有限责任公司, 瑞信方正证券有限责任公司
行业	非银金融-保险 II

主要财务指标

债券简称	平安转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	38012.25	33603.12	28442.66	22854.24
净资产	2671.38	2397.05	2096.49	1713.42
货币资金	3993.96	3494.42	3832.23	2420.09
短期债务	191.67	140.83	52.88	29.94
总债务	1338.22	944.95	538.15	407.61
主营业务收入	2363.36	3626.31	2993.72	2489.15
EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	258.64	360.14	267.50	225.82
经营活动净现金流	1250.62	2171.38	2808.97	753.48
投资活动净现金流	(1488.87)	(2360.63)	(1938.40)	(321.09)
筹资活动净现金流	603.74	176.65	495.21	(133.39)

WIND 盈利预测

债券简称	平安转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	3626.31	4251.81	4965.63	5646.42
同比(%)	21.13	17.25	16.79	13.71
归母净利润(亿元)	281.54	350.29	412.56	477.01
同比(%)	40.42	24.42	17.77	15.62
EPS(元/股)	3.56	4.40	5.18	5.99
ROE(%)	15.41	17.60	18.13	20.20
ROA(%)	1.16	1.03	1.03	1.10
PE	11.95	9.66	8.21	7.10
PEG	0.29	0.39	0.46	0.45

平安转债

基本情况

成立于1988年的国内首家股份制保险企业，股权极为分散，不存在实际控制人，最大单一股东持股比例只有6.08%，前十大股东合计只持有25.94%股份。公司以保险业务为核心，集银行、证券、信托、资产管理、企业年金等金融业务于一体的个人金融服务集团，通过旗下的平安人寿、平安产险、平安养老险、平安银行、平安资产、平安证券、平安信托和平安大华基金等下属子公司从事保险、银行和投资三大核心业务。不过从业绩来源看，保险业务仍然是核心，2013年保险业务贡献收入的83%，利润的50%。截至14年6月末，公司总资产规模3.8万亿元，规模实力雄厚。

股性分析

综合性金融平台显优势。公司的优势是集保险、银行和投资于一身的综合性金融服务平台，业务协调发展潜力好。公司上半年寿险业务规模保费同比增长17%，个人寿险业务规模保费同比增长14.5%；平安产险保费收入同比增长27.8%，市场份额18%，稳居市场第二；平安养老险受托和投资管理资产分别增长12.9%和11.1%；团体保险保费收入同比增长27.0%，市场份额也逼近同行第二。

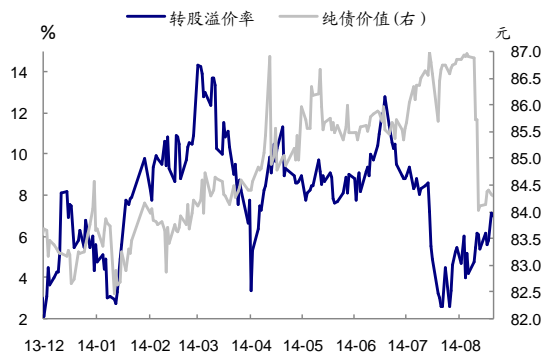
上半年业绩稳健增长。上半年公司寿险业务实现规模保费1483亿元，同比增长17%；归属于母公司净利润214亿元，同比增长19.3%。寿险、产险、银行、证券、信托净利润同比增速分别为-0.5%、28.8%、33.5%、106.5%和63.6%。上半年投资收益同比增长22.8%，净投资收益率年化5%，较上年提升0.2个百分点。

业务扩张存资本补充压力。2013年末集团、平安寿险以及平安财险的偿付能力充足率分别为174.4%、171.9%和167.1%，较2012年均有所下降。下属平安银行2013年末资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为9.90%、8.56%和8.56%，也有补充资本压力。资本压力制约业务扩张潜力，未来资本补充压力较大。2014年7月16日，平安银行公告拟定向发行优先股募集不超过200亿元，同时拟定向增发普通股募集不超过100亿元。

业绩对资本市场表现敏感。发行人大量的资产配置在金融市场，股票尤其是债券市场的波动对于发行人投资业绩影响较大，公司业绩与资本市场表现密切相关。

整体来看，公司经营稳健，平安正股走势和沪指走势一致，

溢价率和转换价值走势



经过 8 月份的调整再次进入上行通道。当前转债转股溢价率 7% 左右，股性较强，未来正股上行对转债的拉升作用明显。

债性分析

公司为龙头保险公司，规模实力雄厚，市场地位稳固，实际违约风险很低。当前平安转债债底价值 87 元左右，较转债价格有较大距离，对转债的支撑作用不强。

条款博弈

平安转债于 5 月份进入赎回期，未设回售条款，当前正股价格距离转股价 130% 或 80% 均有较大空间，因此暂时没有条款博弈的机会。

债券发行概况

债券简称	石化转债
起息日期	2011-02-23
到期日期	2017-02-23
债券年限	6
债券余额	209.61亿元
利率结构	票面利率：第一年0.5%、第二年0.7%、第三年1.0%、第四年1.3%、第五年1.8%、第六年2.0%。
补偿利率条款	公司于本次可转债期满后5个交易日内按本次发行的可转债票面面值的107%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债。
发行量	230亿元
是否有担保	有
转股价格	4.98元
转股日期	2011-08-24
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	联合资信评估有限公司
下修条款	15/30, <80%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	无回售条款
主承销商	国泰君安证券股份有限公司, 中国国际金融有限公司, 瑞银证券有限责任公司, 中信证券股份有限公司, 高盛高华证券有限责任公司, 瑞信方正证券有限责任公司
行业	化工-石油化工

主要财务指标

债券简称	石化转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	14295.43	13829.16	12472.71	11300.53
净资产	6431.21	6232.60	5506.01	5095.25
货币资金	143.46	151.01	108.64	251.97
短期债务	1933.79	1583.96	926.38	863.06
总债务	3288.01	3039.86	2547.54	2407.63
主营业务收入	13561.72	28803.11	27860.45	25056.83
EBITDA	889.44	1864.20	1696.39	1733.76
净利润	326.94	713.77	664.11	768.64
经营活动净现金流	582.14	1518.93	1434.62	1511.81
投资活动净现金流	(626.53)	(1787.40)	(1632.79)	(1410.08)
筹资活动净现金流	25.31	315.19	56.28	(25.16)

WIND 盈利预测

债券简称	石化转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	28803.11	29658.90	31086.85	32828.48
同比(%)	3.38	2.97	4.81	5.60
归母净利润(亿元)	671.79	745.32	822.49	917.20
同比(%)	5.80	10.95	10.35	11.52
EPS(元/股)	0.58	0.64	0.70	0.79
ROE(%)	11.78	12.30	12.35	12.58
ROA(%)	5.43	6.00	5.90	5.00
PE	9.61	8.67	7.85	7.04
PEG	1.34	0.79	0.76	0.61

石化转债

基本情况

发行人中国石油化工股份有限公司为中央国有企业，控股股东是中国石油化工集团公司，实际控制人是国务院国资委。公司是一家上中下游一体化的大型石油企业，是中国最大的石油产品和主要石化产品生产商和供应商，也是中国第二大原油生产商。公司的经营资产和主要市场集中在中国经济最发达、最活跃的东部、南部和中部地区。公司股票分别在香港、纽约、伦敦、上海四地交易所发行上市。

公司主营业务主要由营销及分销、炼油、化工、勘探及开采等几个板块构成。2014 年上半年营销及分销、炼油两个板块占营收比重最大，毛利率分别为 6.1%、14.31%。

股性分析

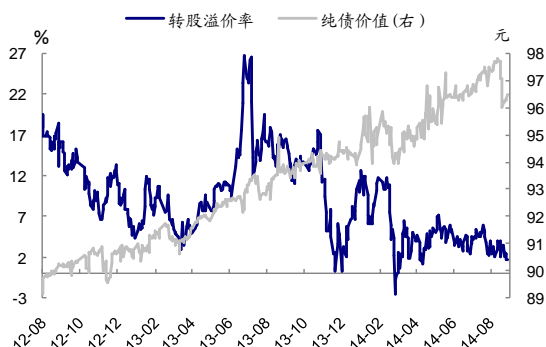
2014 年上半年公司营业收入 1.35 万亿元，同比下降 4.17%，归母净利润 314.3 亿元，同比增长 6.84%。公司中报业绩超出市场预期，主要原因为公司通过调整产品结构和控制成本费用，使得营销、炼油、勘探利润环比有所好转；此外，2 季度原油价格上行亦提高了炼油、勘探板块的整体盈利能力。未来公司有如下看点：

首先，原油价格下行的负面影响边际弱化。2014 年 3 季度以来，由于市场对中东局势可能引发石油供应中断的担忧有所缓解以及美国对俄罗斯的制裁持续，国际原油价格大幅下行。但从 8 月下旬以后原油期货价格走势来看，价格企稳回暖迹象比较明显，因此原油价格对中国石化业绩的负面影响可能在边际弱化。同时，油品质量升级将使得炼油板块盈利出现明显改善。

其次，销售板块混合所有制改革持续推进。上半年公司销售业务混合所有制改革按照计划不断推进，成立了中石化易捷销售公司，积极推动非油品销售业务专业化发展。此外，中石化销售公司有望在年内完成引资工作，届时中石化销售公司 30%的股权将转让给民营及社会资本。考虑到非油品业务收入占销售公司总收入比重不足 1%，未来非油品业务的盈利增长将会明显加快。

最后，页岩气开发国内领先。公司在重庆涪陵建成国家级示范区，已建成 6 亿方产能，这是第一个国内成规模的页岩气基地。示范区页岩气井已开钻 27 口，完钻 21 口，已投入试采水平井 10 口，平均单井产量 15 万立方米/天，累计实现商品气量近 7300 万立方米，开采现场未见环境污染。“十二五”末涪陵示范区计划建成 50 亿立方米/年的产能，年产页岩气 33 亿立方米，有望成为公司新的利润增长点。

溢价率和转换价值走势



整体来看，公司业绩随着国际油价的企稳回暖将进一步改善，短期销售板块混合所有制改革可能将有重大突破，配合国企改革以及沪港通等热点将使得石化正股估值出现进一步提升。未来页岩气开发为公司的利润贡献也有较大想象空间，后续石化正股仍有较大上行空间。当前石化转债转股溢价率2%左右，股性极强，正股上涨对转债价格拉升作用明显。

债性分析

公司盈利能力较强，由于宏观经济等因素，收入增速较慢，但作为行业龙头企业，公司仍保持着较大的收入、利润和EBITDA 规模，具有较强的盈利能力；公司负债水平比较合理，近三年负债额随资产规模不断扩大，但资产负债率稳定；经营性现金流稳定，但投资活动支出较大，外部融资需求较强，货币资金对短期债务覆盖能力较差；短期偿债和长期偿债指标表现一般。

石化转债担保人中石化集团，增信方式为不可撤销连带责任担保。作为中国特大型石油石化企业集团，中国石化集团资产规模大，盈利状况好，经营现金流充裕，加上其在国家战略和经济方面的突出地位，自身偿债能力很强，其担保对于本期债券的增信效果明显。当前石化转债债底价值 97.9 元，对转债有一定的支撑作用。

条款博弈

石化转债未设回售条款，当前正股价格距离转股价 130% 或 80% 均有较大空间，因此暂时没有条款博弈的机会。

债券发行概况

债券简称	民生转债
起息日期	2013-03-15
到期日期	2019-03-15
债券年限	6
债券余额	199.92亿元
利率结构	票面利率：第一年0.6%、第二年0.6%、第三年0.6%、第四年1.5%、第五年1.5%、第六年1.5%。
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，发行人将以本次发行的可转债的票面面值的106%（含最后一期年度利息）的价格向投资者兑付全部未转股的可转债。
发行量	200亿元
是否有担保	无
转股价格	8.18元
转股日期	2013-09-16
主体评级	AAA
债项	AA+
评级机构	大公国际资信评估有限公司
下修条款	15/30, <80%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	无回售条款
主承销商	瑞银证券有限责任公司, 海通证券股份有限公司
行业	银行-银行II

主要财务指标

债券简称	民生转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	35714.51	32262.10	32120.01	22290.64
净资产	2292.99	2042.87	1685.44	1341.10
货币资金	0.00	0.00	0.00	0.00
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务	1170.78	919.68	749.69	310.30
主营业务收入	651.29	1158.86	1031.11	823.68
EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	260.91	432.82	383.08	284.43
经营活动净现金流	1045.44	(352.38)	(198.89)	1009.26
投资活动净现金流	(969.60)	(737.21)	(285.95)	(138.69)
筹资活动净现金流	188.84	77.97	388.03	92.87

WIND 盈利预测

债券简称	民生转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	1158.86	1311.46	1490.35	1712.44
同比(%)	12.39	13.17	13.64	14.90
归母净利润(亿元)	422.78	479.71	541.34	621.78
同比(%)	12.55	13.47	12.85	14.86
EPS(元/股)	1.49	1.41	1.59	1.83
ROE(%)	21.38	20.23	19.22	20.21
ROA(%)	1.34	1.37	1.39	1.43
PE	5.04	4.44	3.94	3.43
PEG	0.41	0.33	0.31	0.23

民生转债

基本情况

公司是首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行，截至2014年6月末，香港中央结算（代理人）有限公司持股20.24%（H股），其余股权非常分散，包括新希望投资公司4.70%、人寿保险股份有限公司4.06%等。公司是国内股份制银行龙头，业务规模在股份制商业银行中位居前列，2013年末存总资产、总负债分别占股份制商业银行的11.98%和11.92%，存、贷款规模在股份制商业银行中均仅次于招商银行、中信银行和浦发银行，排名第四位。

股性分析

小微企业金融服务特色突出。小微金融是民生银行的特色业务，始终保持行业内优势地位，截至2013年末小微企业贷款额占全行贷款总额的26%，业务占比逐年提升且高于其他行业贷款占比。目前支持小微企业融资的大背景下，公司享有一定的政策便利。

半年报业绩稳定增长。公司上半年营业收入651亿元，同比增长11.73%，归属于母公司股东净利润256亿元，同比增长11.44%。净息差和净利差分别为2.62%和2.42%，同比提升21和18个基点。

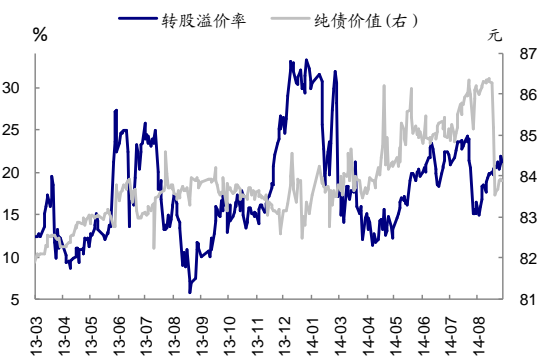
中间业务收入占比高。非利息净收入215亿元，同比增加21.5%，占营业收入的比重提高2.65个百分点至33.1%。主要是银行卡服务和代理业务等持续费用佣金收入的增长。

资本充足率存压力。期末民生银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为11.05%、8.77%和8.76%，虽然仍然达标，但低于同行业平均水平，存在较大的资本补充压力，业绩扩张受限。

不良加速暴露值得关注。上半年不良贷款余额158亿元，不良率0.93%，较年初分别增长24亿元和上升8个基点。其中二季度不良形成有所加速，单季分别增长17亿元和上升6个基点。拨贷比2.01%，拨备覆盖率216%。较年初下降44个百分点。尤其是公司逾期增长较快，余额457亿元较年初增长67%，逾期贷款占比2.69%，较年初上升0.95个百分点。

整体来看，公司营业业务平稳，虽然受制于资本压力和对非标投资的限制，生息资产扩张不及同业，但息差的改善显示公司有较强的资产定价能力。未来社区银行的发展值得期待。当前转债转股溢价率22%左右，股性不强。

溢价率和转换价值走势



债性分析

公司为龙头股份制商业银行，规模实力雄厚，市场地位稳固，虽然本期转债属于次级债务，但实际违约风险仍然很低。当前转债债底价值 86.5 元左右，对转债有一定支撑。

条款博弈

民生转债未设回售条款，正股价格持续低于转股价 80%。2 月底股东大会否决转股价下修议案导致转债价格大跌，考虑到当前转股价明显高于每股净资产，后续下修空间仍较大。

债券发行概况

债券简称	南山转债
起息日期	2012-10-16
到期日期	2018-10-16
债券年限	6
债券余额	60亿元
利率结构	本次发行的可转债第一年到第六年的票面利率分别为：第一年3.5%、第二年3.5%、第三年4%、第四年4%、第五年4%、第六年4%
补偿利率条款	本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将以108元（含最后一期利息）的价格赎回未转股A股可转债
发行量	60亿元
是否有担保	无
转股价格	6.65元
转股日期	2013-04-17
主体评级	AA
债项	AA
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	国信证券股份有限公司
行业	有色金属-工业金属

主要财务指标

债券简称	南山转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	305.41	294.29	278.37	209.04
净资产	190.14	189.30	182.56	168.53
货币资金	35.47	41.43	74.75	34.16
短期债务	31.97	22.29	16.44	18.28
总债务	91.38	78.26	70.73	21.57
主营业务收入	67.25	145.25	148.70	133.28
EBITDA	9.16	21.00	17.91	20.79
净利润	3.50	9.06	8.27	12.59
经营活动净现金流	2.73	14.10	13.05	15.97
投资活动净现金流	(17.04)	(19.70)	(50.26)	(30.01)
筹资活动净现金流	8.13	(2.42)	59.28	0.84

WIND 盈利预测

债券简称	南山转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	145.25	144.32	164.30	166.29
同比(%)	(2.32)	(0.63)	13.84	1.21
归母净利润(亿元)	7.94	8.38	10.44	12.04
同比(%)	8.66	5.63	24.57	15.26
EPS(元/股)	0.41	0.43	0.54	0.62
ROE(%)	4.59	4.70	5.65	6.20
ROA(%)	3.16	3.00	3.30	3.60
PE	14.48	13.71	11.00	9.55
PEG	1.47	2.43	0.45	0.63

南山转债

基本情况

公司为民营企业，控股股东为山东南山集团有限公司，宋建波先生为公司的实际控制人。公司是国内唯一以铝材为主业的上市公司，主营业务为铝及铝合金制品的开发、生产、加工及销售，电力生产及供应，天然气销售，所处行业为金属制品业。目前拥有从热电-氧化铝-电解铝-热轧-冷轧-箔轧及铝型材的产业链，为全球唯一短距离（45 平方公里）最完整铝产业链，规模和产量持续位居铝产业企业前列。

公司的产品需求终端既包括投资领域或周期类的高铁、集装箱等领域，也包括消费领域或非周期类的罐盖、罐体料等行业，减少了单一产品的经营风险，其中铝及型材产品的收入占比在 2013 年达到 49%左右。从成本端来看，铝产业链可以减少上游产品价格的波动对下游产品的影响，保证生产原料的供应和产品的质量。

从 2013 年报看，公司利润构成中贡献前三的具体产品主要为电、汽，冷轧产品和铝及型材产品，利润贡献率分别为 39%、18%和 17%，毛利率分化较大，电、汽产品毛利率高达 34%，冷轧和铝及型材产品在 2%-4%之间。

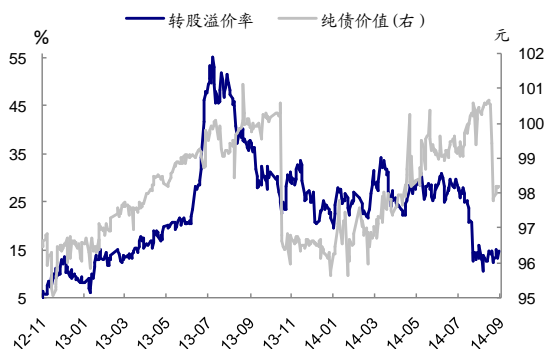
股性分析

2014 年上半年公司营业收入 67.25 亿元，同比下滑 7.13%，归母净利润 3.23 亿元，同比增长 3.23%。公司营业收入下滑主要来自于原材料之一铝土矿受印尼原矿出口限制下成本持续上升，同时行业产能过剩，铝产品售价降低所致。在上游电解铝价格低迷下，公司向高端铝材行业发展，一定程度上削弱了利润下滑的风险。

整体来看，我们认为公司的竞争优势体现在依托产业链优势的成本领先和产品结构调整带来的产能扩张：公司自有两个火电厂，实现低价电力供应自给自足；同时自产氧化铝，港口区位优势明显，运输成本较低。其次，公司已转向毛利率更高的高端铝材行业，主攻高铁、航空航天等高附加值产品。未来公司将在产能扩张的过程中赚取相对稳定的加工费率。2013 年公司成功通过美国 BE 航空航天公司的各级审核认证，成为其合格供应商。

整体来看，公司业绩稳定性强于一般有色企业，毛利率处于较高水平，公司向高端铝材转型的战略值得期待，产能如期释放，估值有一定吸引力。南山转债当前转股溢价率 6%左右，股性相对较强，后续正股上行对转债拉升效应明显。

溢价率和转换价值走势



债性分析

作为上市企业，南山铝业利用资本市场融资的能力较强，其财务结构一直保持稳健，整体资本实力突出，债务负担较轻，资产负债率显著低于同行业可比公司。短期偿债指标良好，流动比率、速动比率均位于行业领先水平。公司主业获现能力较强，凭借产业链一体化优势和产品多元化，相对较好的抵消了周期性下滑的风险，销售利润率高于行业平均水平。

整体看，公司盈利能力尚可，未来有望在产品结构完善下进一步提升。债务结构合理，经营环节现金流状况良好，加之货币资金存量较充裕，对债务的保障程度较高，我们认为公司违约风险较小。当前南山转债到期收益率 4% 左右，债底价值 100.85 元，对于转债的支撑力度较大。

条款博弈

由于大幅破净等因素，短期公司条款博弈力度不足。

债券发行概况

债券简称	国电转债
起息日期	2011-08-19
到期日期	2017-08-19
债券年限	6
债券余额	54.99亿元
利率结构	票面利率：第一年0.5%、第二年0.5%、第三年1.0%、第四年2.0%、第五年2.0%、第六年2.0%。
补偿利率条款	债券到期偿还：公司于本次可转债期满后5个交易日内按本次发行的可转债票面面值的110%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债。
发行量	55亿元
是否有担保	有
转股价格	2.27元
转股日期	2012-02-20
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
下修条款	10/20, <80%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	申银万国证券股份有限公司, 招商证券股份有限公司, 瑞银证券有限责任公司
行业	公用事业-电力

主要财务指标

债券简称	国电转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	2335.51	2406.77	2076.15	1821.84
净资产	569.20	587.07	514.03	402.46
货币资金	37.73	25.66	52.92	42.75
短期债务	411.66	510.23	325.32	477.51
总债务	1279.64	1399.77	1153.04	1143.52
主营业务收入	310.76	663.07	556.84	505.58
EBITDA	136.71	257.49	212.61	170.61
净利润	45.14	92.14	66.85	44.98
经营活动净现金流	123.28	232.00	148.53	103.76
投资活动净现金流	(84.42)	(263.76)	(235.67)	(227.74)
筹资活动净现金流	(26.80)	(1.20)	96.97	154.16

WIND 盈利预测

债券简称	国电转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	663.07	678.98	721.03	762.45
同比(%)	19.08	2.40	6.19	5.74
归母净利润(亿元)	62.79	66.16	71.20	78.76
同比(%)	24.33	5.37	7.61	10.61
EPS(元/股)	0.36	0.38	0.41	0.46
ROE(%)	16.39	15.97	15.50	14.57
ROA(%)	4.11	3.03	3.00	3.10
PE	6.34	6.02	5.59	5.05
PEG	0.27	1.12	0.73	0.48

国电转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东为中国国电集团，实际控制人为国资委。公司主营业务为电力、热力生产等，所处行业为电力、热力生产和供应业。截至2014年6月末，公司发电装机容量4066.18万千瓦，其中火电2919.75万千瓦，水电800.00万千瓦，风电325.33万千瓦，太阳能21.10万千瓦。截至2013年末，公司拥有全资和控股企业157家，主要参股37家企业，其中子公司宁夏英力特为在深交所上市公司。

从2014年中报来看，公司主营业务收入主要来源于电力产品和煤炭销售产品，占比分别为87.1%和7.19%，毛利率分别为31.11%和0.09%。

股性分析

按照追溯调整，2014年上半年公司营业收入310.76亿元，同比下滑2.2%，归母净利润29.7亿元，同比下降5.67%。营业收入和净利润均低于市场预期，主要原因一是经济低迷导致全国用电需求减少，二是水电单价下降和部分河流来水偏少导致水电板块利润大幅下滑，三是所得税和少数股东权益的上涨。未来公司有以下几个看点：

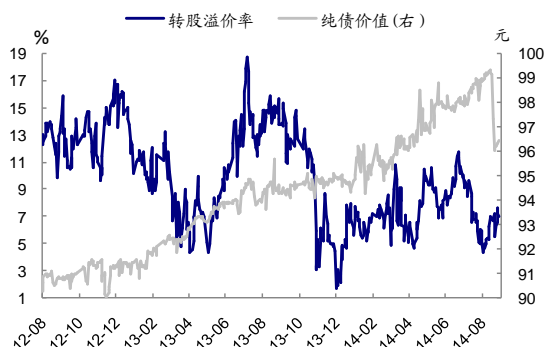
首先，煤炭价格下行提升火电板块利润空间。2014年初以来，煤炭价格持续下行，动力煤累计跌幅接近20%，叠加公司在部分低煤价地区火电投产以及公司掺烧经济煤种，成本降低导致公司火电板块利润明显增长。由于标煤价格短期仍处于下滑通道，同时公司在内蒙古、新疆、宁夏等地区参与了煤炭资源投资开发，掌握煤炭资源38亿吨，火电板块成本大概率继续保持低位。

其次，公司储备项目丰富，集团坚持整体上市战略。近年来，公司控股装机总量持续提升，同时也在加快优质项目的储备。公司规划在“十二五”末完成装机6000万kw，较当前规模有50%的增长空间。近期国电集团承诺将公司作为常规发电业务的整合平台，逐步将火电和水电业务资产注入公司，未来发展预期较为乐观。

再次，公司大力发展清洁能源。火电机组在公司电源结构中虽然仍占主导，但占比逐年下降，清洁能源装机占比上升到28.19%。清洁能源的大力发展符合国家产业政策，有利于公司的长期稳定发展。

另外，公司拟退出化工业务，突出发电主业，不确定性消除。公司控股子公司英力特集团拟转让宁东公司45%股权，消除了市场对公司煤化工业务盈利不确定性和资本开支压力的担

溢价率和转换价值走势



心，同时还将录入一次性投资收益，预计下半年可完成股权转让。

整体来看，煤价低位运行将使得公司火电板块业绩增长得到保证。同时公司参与煤炭开采，进一步降低发电成本，也在一定程度上对冲煤电联动造成的负面影响。公司不断完善水电战略布局，加快风电专案开发，可再生能源装机占比提升，发电结构趋于优化。而随着集团后续的资产注入，公司的发展将会进一步加快。值得关注的是，目前上网电价下调方案已确定，全国平均下调幅度为 1 分/千瓦时左右，这将对公司下半年的净利润造成一定程度的影响。国电转债当前转股溢价率在 8% 左右，股性相对较强，未来随着上网电价下调的负面影响消退，转债有望跟随正股展开新一轮上涨。

债性分析

国电转债由控股股东中国国电集团提供全额不可撤销连带责任担保，国电集团作为厂网分开改革重组后的五大发电集团公司之一，信用资质较强，因此转债的担保增信效果较好。对于国电电力来说，虽然资产负债率 75.63% 较高，货币资源远不能覆盖短期债务，但公司净利润和经营净现金流持续稳定增长，且周转效率较高，偿债能力事实上并不弱。当前国电转债的纯债价值 98 元左右，对转债价格的支撑力度较强，转债安全边际尚可。

条款博弈

该转债已进入回售期，但当前正股价格距离转股价 130% 或 80% 均有较大空间，因此暂时没有条款博弈的机会。

债券发行概况

债券简称	东方转债
起息日期	2014-07-10
到期日期	2020-07-10
债券年限	6
债券余额	40亿元
利率结构	票面利率：第一年为0.5%、第二年为0.8%、第三年为0.8%、第四年为1.4%、第五年为2.0%、第六年为2.0%
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，本公司将以本次发行的可转债的票面面值的105%（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。
发行量	40亿元
是否有担保	无
转股价格	12元
转股日期	2015-01-12
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	中诚信证券评估有限公司
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	中信证券股份有限公司, 第一创业摩根大通证券有限责任公司, 瑞信方正证券有限责任公司
行业	电气设备-电源设备

主要财务指标

债券简称	东方转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	788.32	778.37	783.27	824.43
净资产	191.32	185.93	165.48	146.07
货币资金	109.18	121.32	89.61	103.45
短期债务	79.07	84.04	63.06	62.67
总债务	79.63	84.44	64.32	64.33
主营业务收入	189.84	423.91	380.79	429.17
EBITDA	15.40	39.75	39.11	46.74
净利润	8.69	23.99	22.54	31.18
经营活动净现金流	1.32	30.04	(1.79)	(11.39)
投资活动净现金流	(4.52)	(7.34)	(12.46)	(18.02)
筹资活动净现金流	(8.92)	9.97	0.26	(4.44)

WIND 盈利预测

债券简称	东方转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	423.91	448.76	467.21	-
同比(%)	11.32	5.86	4.11	-
归母净利润(亿元)	23.49	24.43	26.89	-
同比(%)	7.22	4.00	10.06	-
EPS(元/股)	1.17	1.22	1.34	-
ROE(%)	13.28	10.90	10.00	-
ROA(%)	3.07	2.70	2.60	-
PE	10.89	10.47	9.52	-
PEG	1.48	2.62	0.95	-

东方转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东为东方电气集团，持有公司 50.03% 的股份。实际控制人为国务院国资委。公司为机械制造业，主要从事清洁能源设备的生产和销售，也包括环保设备，以及为客户提供工程承包和运营服务。公司的主要产品有水轮、汽轮、风力、核电发电机组，电站汽轮机，电站核岛设备、燃气轮机以及相关辅助材料的控制设备。

2013 年年报来看，清洁能源高效发电设备收入占比在 55.04%。其中火电占比 44.68%、核电常规岛 5.32%、燃机 5.04%。工程服务、新能源、环保设备占比分别为 17.21%、15.74%、11.15%。我国在发电设备行业主要采用生产许可证的管理制度，造成东方电气、上电集团和哈电集团三家企业为主的竞争格局。相对于其他竞争对手，公司在大型水电、核电、重型燃机领域具有很强的技术优势。大型电力设备行业具有进入技术壁垒、资本壁垒的双重保护。但随着传统火力发电行业的长期回落趋势加剧，后续水电、核电等清洁能源产能的建设和投放将成为公司的主要方向。

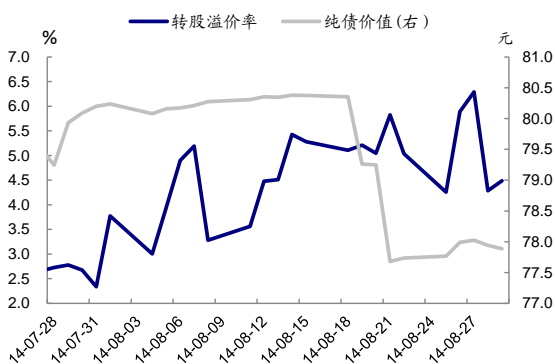
股性分析

2014 年上半年公司主营业务收入 189.84 亿元，同比下滑 7.25%，归母净利润 8.39 亿元，同比下滑 29.24%。而 1 季度公司营业收入 82.60 亿元，同比下降 1.04%，归母净利润 4.18 亿元，同比下降 11.92%。净利润下滑速度快于收入，显示公司成本控制能力不强。

公司 2013 年风电出货量全国排名第 9，预期 2014 年风电业务重上轨道，出货量与单价同步提升。核电 2014 年大概率项目审批将重启，新增订单改善空间较大。火电设备市场需求将持续疲软，总体收入端将保持平稳。2014 年将更加专注于效率、盈利质量提升。2013 年公司经营性现金流为 30 亿元，高于净利润，好于 2012 年的-1.8 亿元水平。2014 年公司资本开支可能维持在低位水平，将进一步突出燃机、水电等新型试验平台研发，重点开拓国际市场，继续推进无效资产剥离，目标导向仍为效率、盈利质量提升。

整体来看，我们认为东方转债正股短期主要受益于风电产能的平稳恢复，以及政府推进下核能发电投入的强劲复苏。但公司火电燃机等传统业务短期仍处于低迷，并且占据营业收入较大比例。后期下游电厂需求也可能受制于电价下调等影响。但考虑到正股当前 10 倍左右的估值水平，PB 超过一倍，具备下修空间，在此位置下转债有一定的配置价值。当前东方转债转股溢价率 3% 左右，股性极强。

溢价率和转换价值走势



债性分析

本次可转债无担保，主体和债项外部评级为 AAA/AAA。我们认为公司的违约风险很小。当前东方转债债底在 80 元左右，相对转债价格差距很大，更多为股性驱动。

条款博弈

转债在 2015 年 2 月进入转股期，当前价位距离偏低，后续公司存在一定的促转动力。公司 PB 值较高，具备很大的下修空间。考虑到 2014 年业绩大概率将稳中趋好，我们认为转债当前处于较为安全的增持区域。

债券发行概况

债券简称	中海转债
起息日期	2011-08-01
到期日期	2017-08-01
债券年限	6
债券余额	39.5亿元
利率结构	本次发行的A股可转债票面利率为：第一年0.5%、第二年0.7%、第三年0.9%、第四年1.3%、第五年1.6%、第六年2.0%。
补偿利率条款	本次发行的A股可转债到期后五个交易日内，公司将以本次可转债票面面值的105%（含最后一期利息）赎回未转股的可转债。
发行量	39.5亿元
是否有担保	无
转股价格	6.24元
转股日期	2012-02-02
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
下修条款	10/30, <90%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	国泰君安证券股份有限公司, 中国国际金融有限公司
行业	交通运输-航运 II

主要财务指标

债券简称	中海转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	639.43	588.42	578.61	515.89
净资产	221.05	222.12	243.86	243.42
货币资金	35.10	19.19	32.86	33.77
短期债务	140.64	90.72	41.95	48.78
总债务	381.25	328.77	305.21	247.43
主营业务收入	63.17	113.92	111.57	122.91
EBITDA	16.15	3.00	16.87	33.51
净利润	0.77	(22.82)	1.38	10.79
经营活动净现金流	14.97	15.55	9.78	14.71
投资活动净现金流	(49.89)	(41.40)	(60.55)	(88.58)
筹资活动净现金流	50.72	12.37	49.84	97.39

WIND 盈利预测

债券简称	中海转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	113.92	132.21	143.66	151.89
同比(%)	2.11	16.06	8.66	5.73
归母净利润(亿元)	(22.98)	2.24	5.70	5.40
同比(%)	(3216.85)	(109.76)	154.27	(5.43)
EPS(元/股)	(0.68)	0.07	0.17	0.16
ROE(%)	(10.83)	1.19	2.91	2.62
ROA(%)	(3.91)	0.75	1.55	-
PE	(7.72)	79.06	31.09	32.87
PEG	0.00	0.72	0.20	(6.06)

中海转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东为中国海运（集团）总公司，国务院国资委为实际控制人，所属行业为交通运输，细分行业为水上运输业。公司主要从事中国沿海和国际范围内的海运业务，运输的产品包括石油和油品以及煤炭、钢材等散货。

公司为跨地区、跨国界经营的大型航运企业，截至 2013 年 12 月 31 日，拥有各种船舶 207 艘，总载重吨 1,708 万吨，为远东地区拥有最大油船、干散货船的航运企业之一。公司内贸煤运业务主要是电煤的北煤南运，国内油运业务包括海洋平台油回运、进口原油二程转运以及沿海成品油运输，对外油运主要从事中国的原油和成品油进口运输。

从成本端来看，2013 年燃油费占公司主营业务成本的比例分别为 43.0%。2008 年以来国际市场油价波动较大，对燃油采购价格产生较大影响。

从 2013 年报看，公司三大主要业务板块为油品运输、干散货运输和煤炭运输，占比分别为 47%、29%和 24%，除干散货运输毛利率为 3.58%外，煤炭和油品运输均出现收不抵支，历史毛利率水平波动较大。

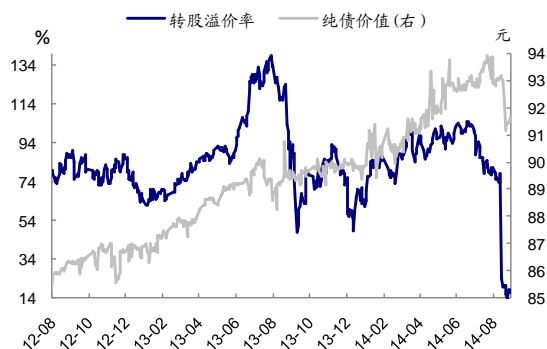
股性分析

2014 年上半年公司主营业务收入 63.17 亿元，同比增长 20.43%，归母净利润 0.43 亿元，同比 104.49%。公司营业收入增长主要受益于三大市场运价回升，随着运输旺季来临，散货及油品运输业务量价齐升。此外，公司报告期内的投资收益增长带动盈利大幅增长。

首先，运费已从 2013 年低位逐步回升，二季度油运运价虽然较一季度有所下滑，但运费已走出 2013 年低迷水平，受到政策鼓励下的中石化协议价格保护，公司盈利水平将缓慢回升。

其次，公司运力上半年得到进一步提升，合资公司于 2014 年 3 至 6 月共交付 9 艘散货船，约 50 万载重吨，二季度运力提升 35%，营收将有所增加；7 月 30 日公司公告旗下称子公司中海油运以 8.3 亿元收购中海集团下属上海海运持有的北海船务 20%的股份，叠加 6 月从中华国际的 20%已收购股份，共持有北海船务 40%股份，将有助于实现国内油运业务的运力扩张。在 LNG 运输方面，公司以 APLNG 和美孚项目为契机，全面提升 LNG 项目开发、造船管理、商务管理、银行融资、船员与船舶管理等方面的综合能力，维护好中石化、中石油两大集团 LNG 市场，并积极拓展与其它 LNG 进口商的合作。

溢价率和转换价值走势



整体来看，航运业长期处于低迷，下半年将迎来油运旺季，有望带动运价逐步企稳反弹，我们认为运费的逐步企稳反弹与运力的提升将成为公司业绩反弹的有力支撑，此外，拆船补贴有望在下半年到位，业绩的持续性改善值得期待。8月份经过下修后中海转债转股溢价率接近 12%，股性仍不够强。

债性分析

本次公司债为无担保债，发行人为国有企业。公司 2014 年业绩改善可期，船舶运力交付、老旧船拆解边际改善现金流状况，违约风险较小。当前转债债底价值 93 元附近，对于转债的支撑力度较强。

条款博弈

前期公司通过主动下修使得转换价值重新回到 83 元附近，因此短期被投资选择回售的风险大幅度减轻。考虑到行业偏弱的基本面，我们认为转债最终达成强转的概率很小。

债券发行概况

债券简称	重工转债
起息日期	2012-06-04
到期日期	2018-06-04
债券年限	6
债券余额	39.41亿元
利率结构	本次发行的可转债票面利率为第一年0.5%、第二年0.5%、第三年1.0%、第四年1.0%、第五年2.0%、第六年2.0%
补偿利率条款	公司于本次发行的可转债期满后5个交易日内按本次发行的可转债票面面值的104%（不含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债
发行量	80.5015亿元
是否有担保	有
转股价格	4.74元
转股日期	2012-12-05
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	大公国际资信评估有限公司
下修条款	15/30, <85%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <80%
主承销商	中国国际金融有限公司
行业	国防军工-船舶制造II

主要财务指标

债券简称	重工转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	2084.35	1734.10	1791.64	1601.86
净资产	581.09	503.98	444.46	409.54
货币资金	823.74	631.46	672.68	664.72
短期债务	428.76	431.53	391.36	176.01
总债务	766.38	669.39	674.67	480.61
主营业务收入	254.28	512.69	585.01	580.45
EBITDA	26.46	52.16	57.66	68.92
净利润	12.23	27.66	35.65	47.50
经营活动净现金流	(1.90)	(13.28)	(71.66)	(98.75)
投资活动净现金流	(14.58)	(22.77)	(28.49)	(38.11)
筹资活动净现金流	205.80	32.49	105.41	41.79

WIND 盈利预测

债券简称	重工转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	512.69	620.94	736.52	786.95
同比(%)	(12.36)	21.11	18.61	6.85
归母净利润(亿元)	29.35	36.22	43.56	52.09
同比(%)	(17.94)	23.39	20.26	19.58
EPS(元/股)	0.20	0.21	0.25	0.30
ROE(%)	6.14	6.24	7.25	7.86
ROA(%)	1.57	1.95	2.35	-
PE	30.22	24.49	20.36	17.03
PEG	(1.65)	1.05	1.00	0.87

重工转债

基本情况

发行人中国船舶重工股份有限公司为中央国有企业，控股股东为中国船舶重工集团公司，实际控制人为国务院国资委。公司是国内研发生产体系最完整、产品门类最齐全的船舶配套设备制造企业，业务贯穿整个船舶配套业的价值链；公司是国内海军舰船装备的主要研制和供应商，核心产品包括：低速船用柴油机、船用螺旋桨、甲板机械等。

从2014年中报来看，公司主营业务收入来自船舶制造及修理改装、能源交通装备及其他、海洋工程业务、舰船配套四个板块，占比分别为46.83%、24.24%、17.02%、11.99%，毛利率分别为13.83%、12.23%、1.36%、16.61%。

股性分析

2014年上半年公司营业收入254.28亿元，同比下降11.48%，归母净利润13.39亿元，同比下降19.65%。公司中报业绩基本符合市场预期，虽然公司上半年在毛利率同比增长1.57个百分点的情况下，净利润下滑幅度仍大于收入下滑幅度，但主要是人民币贬值导致财务费用增加以及政府补助同比减少所致，预计不会对公司业绩造成持续影响。未来公司有如下看点：

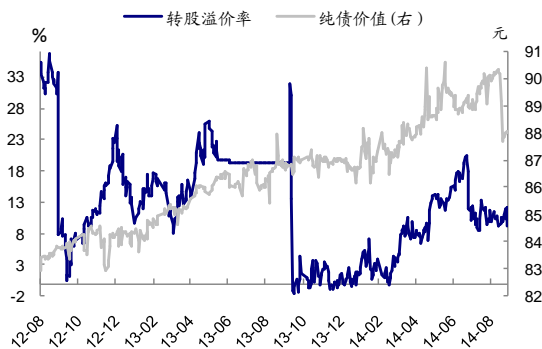
首先，订单及开工复苏明显。上半年公司新承接订单494.36亿元，同比增长7.3%，期末手持订单1485.76亿元，同比增长45.78%；公司新承接舰船66艘/788.2万吨，吨位同比增长181.3%；共开工舰船28艘/367.1万吨，吨位同比增长148.8%。公司订单和开工的复苏情况明显，由于当前民船行业处于底部回升期，未来军舰订单也有望超市场预期，预计公司未来主营结构将会继续优化。

其次，通过收购完善海军装备产业链，军工优势进一步增强。上半年公司正式完成对大连造船厂集团有限公司和武昌造船厂集团有限公司分别持有的军工重大装备总装业务及资产的收购，主营新增的大型水面舰艇使得上半年军品业务收入占比大幅提升。打造完整的军工产业链，有利于公司全面提升研发能力、生产能力及军民转换能力。

最后，科研院所资产注入政策值得期待。如果军工科研院所注入政策一旦放开，中国重工将成为是最早能够进行实质性注入动作的公司之一。虽然该政策出台，频频“难产”，但改革思路已基本明确，作为市场普遍关注的焦点，仍值得期待。

整体来看，随着订单复苏情况的持续、军工产业链的完善以

溢价率和转换价值走势



及后续研究所注入的预期，中国重工基本面处于持续上行通道。而随着近期军工景气度持续提升，应该给予重工正股更高的估值溢价。当前重工转债转股溢价率 9% 左右，股性相对较强，后续仍有一定上涨空间。

债性分析

该转债发行人为中央国有企业，受航运市场低迷等因素影响，公司 2014 年上半年营业收入出现一定下滑，但毛利率和净利率表现相对稳健，同时应收账款及存货周转效率有所下降；公司资产负债率较为稳定，近年来维持在 70% 左右，货币资金规模大，可覆盖短期负债；公司经营现金流仍为净流出水平，但净流出量有所减少；作为行业龙头企业，公司继续保有畅通融资渠道和较强融资能力；从偿债指标来看，公司流动比率及速动比率有所上升，流动资产对流动负债的保障程度提高。

该转债担保人为中国船舶重工集团，增信方式为不可撤销连带责任担保。作为中国特大型国有独资集团企业，截至 14 年 3 月末，中船重工资产总额 3766 亿元，总负债 2487 亿元，资产负债率为 66.03%。14 年 1 季度，中船重工实现营业收入 410.42 亿元，利润总额 26.20 亿元，经营性净现金流-114.21 亿元。总体来看，中船重工实力雄厚，由其为本期可转换公司债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍具有较强增信作用。当前重工转债债底价值 90 元左右，安全边际不足，对转债支撑作用较弱。

条款博弈

重工转债 2016 年进入回售期，当前正股价格距离转股价 130% 或 85% 均有较大空间，暂时没有条款博弈的机会。

债券发行概况

债券简称	国金转债
起息日期	2014-05-14
到期日期	2020-05-13
债券年限	6
债券余额	25亿元
利率结构	票面利率分别为：第一年0.5%、第二年0.7%、第三年0.9%、第四年1.1%、第五年1.3%、第六年1.5%。
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后5个交易日内，公司将以本次发行的可转债的票面面值的105%（含最后一年利息）向可转债持有人赎回全部未转股的可转换公司债券。
发行量	25亿元
是否有担保	无
转股价格	19.97元
转股日期	2014-11-21
主体评级	AA+
债项	AA+
评级机构	中国证券监督管理委员会
下修条款	15/30, <90%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	兴业证券股份有限公司, 宏源证券股份有限公司
行业	非银金融-证券II

主要财务指标

债券简称	国金转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	169.93	136.74	126.21	88.65
净资产	75.23	67.65	63.49	32.51
货币资金	82.37	56.00	81.82	57.55
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务	18.40	0.00	0.00	0.00
主营业务收入	11.75	15.47	15.34	10.80
EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3.80	3.16	2.75	2.32
经营活动净现金流	(4.65)	(5.59)	(2.02)	(29.46)
投资活动净现金流	4.39	(19.03)	(1.06)	(0.78)
筹资活动净现金流	23.65	(0.63)	28.27	0.03

WIND 盈利预测

债券简称	国金转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	15.47	23.21	27.88	35.50
同比(%)	0.83	50.03	20.13	27.32
归母净利润(亿元)	3.17	5.77	7.21	9.06
同比(%)	15.49	82.18	24.81	25.77
EPS(元/股)	0.25	0.45	0.56	0.70
ROE(%)	4.71	8.04	9.11	9.88
ROA(%)	2.40	4.05	3.58	3.77
PE	90.86	49.88	39.96	31.77
PEG	4.47	0.61	1.61	1.23

国金转债

基本情况

公司为民营企业，截至 2014 年 3 月末，长沙九芝堂集团持有国金证券 21.14% 的股份，为其第一大股东陈金霞通过九芝堂集团和涌金投资控股有限公司持有 33.43% 的股份，为其实际控制人。公司特许经营资质较齐全。凭借较强的研究实力、四川地区的竞争优势和财富管理的推进，公司经纪业务行业地位逐年提升，尤其是部均代理买卖证券业务净收入已位居行业上游水平。在保持传统业务竞争优势的同时，公司积极拓展包括融资融券业务在内的各项资本中介类创新业务并取得一定发展。

从收入和利润结构看，证券经纪、投资银行和证券投资等传统业务仍是国金证券收入和利润的主要来源。2013 年报显示三者收入占比分别为 53.58%、10.92%、11.46%。国金证券于 2013 年与互联网企业腾讯公司签订《战略合作协议》，稳步探索互联网金融业务，有效拓宽了客户开户通道，将有利于拓宽公司其他创新业务的增长。

股性分析

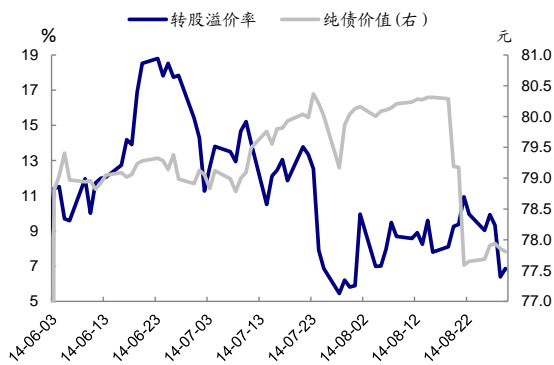
2014 年上半年公司实现营业收入 11.75 亿元，同比上行 37.78%。净利润 3.79 亿元，同比 116.8%。期末净资产为 74.83 亿元，ROE 为 5.03%。前两个季度公司营业收入主要来自于投资与投行业务带动。其中投资业务收入增加 1.9 亿元，投行业务增加 1.1 亿元。

上半年债券、股票市场出现明显好转，且公司主动了结金融资产获利所致。公司上半年自营实现收益 3.98 亿，同比增长 89%，主要由于公司参与欧菲光定增解禁后的投资收益，以及公司目前以债券为主的投资结构（债券规模占 70%）。

公司投行业务反弹与 IPO 重启与债券融资复苏有很大关系。公司上半年完成 1 单 IPO 和 5 单增发项目，承销金额 55 亿元，是投行收入增长的主要原因。IPO 承销是公司的强势业务，公司上会项目数 18 单，位列所有上市公司第 4 位。随着 IPO 的开闸，业绩弹性将体现。

经纪业务收入为 0.38 亿元，同比下滑 14.58%，零售客户占比总收入在 72.25%。公司佣金率较年初下降 14% 至 8.3bps。5 月以后，佣金宝进入正式运营。以低价佣金策略，依托于腾讯等互联网平台，是公司吸引客户，增强零售业务竞争力的重要途径。佣金宝上线以来陆续与腾讯财经、腾讯应用宝等平台入口展开合作。尽管短期在监管压力下，公司对佣金率出现一定调整，但主观上意愿并不强。公司在行业内首家推出综合的互联网金融产品“佣金宝”，推出以来产品不断完善，

溢价率和转换价值走势



大幅提升公司零售客户数和交易量。预计后续佣金宝带来的新增客户数预计已超 10 万户，且新增客户或主要为活跃用户。“一人一户”或于 10 月放开，届时客户在券商间转移的成本将大幅下降，公司新增客户将有望进一步增长。

近年来公司积极转型，战略转型起步领先于同业，并且已经取得了一定的成效。短期看，公司主要看点在于依托于腾讯等互联网巨头的“触网战略”，这也反映出公司管理层做大做强的强烈意愿。整体看，新模式与新战略都取得了不俗的成绩，公司未来转型的成效与发展的潜力值得期待。我们认为正股为转债市场中为数不多的同时具备短期概念与长期增长空间的品种，建议投资者持续跟踪。当前转债价格较高，由于股性较强，在大盘趋势向好下，转债高弹性将会体现，同时也会承受市场调整时的下行压力。

债性分析

本次可转债为无担保，主体和债项外部评级为 AA+/AA+。我们认为公司负债率低，现金流充沛，信用风险很小。当前债底在 80 元左右，相对转债价格差距很大，更多为股性驱动。

条款博弈

转债在 2014 年 11 月进入转股期。当前价位距离偏低，后续公司存在一定的促转动力。考虑到金融创新、触网转型等概念的持续性，我们认为正股不缺上行的催化剂。公司 PB 值较高，具备的下修空间。

债券发行概况

债券简称	徐工转债
起息日期	2013-10-25
到期日期	2019-10-24
债券年限	6
债券余额	25亿元
利率结构	票面利率为：第一年为0.8%，第二年为1.3%，第三年为1.7%，第四年为2.3%，第五年为2.5%，第六年为2.5%。
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将以本次发行的可转债票面面值的108%（含最后一期利息）向可转债持有人赎回全部未转股的可转债。
发行量	25亿元
是否有担保	无
转股价格	8.36元
转股日期	2014-04-25
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	中诚信证券评估有限公司
下修条款	15/30, <90%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	摩根士丹利华鑫证券有限责任公司, 第一创业摩根大通证券有限责任公司
行业	机械设备-专用设备

主要财务指标

债券简称	徐工转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	498.41	490.97	453.59	347.14
净资产	200.78	197.12	175.23	151.55
货币资金	52.41	66.05	69.82	83.68
短期债务	87.21	89.06	115.30	90.73
总债务	186.38	186.73	182.01	122.76
主营业务收入	134.04	269.95	321.32	329.71
EBITDA	15.86	29.09	35.32	42.83
净利润	8.00	15.48	24.66	33.79
经营活动净现金流	3.73	(3.83)	(34.73)	(20.30)
投资活动净现金流	(11.13)	(21.68)	(28.27)	(31.10)
筹资活动净现金流	(6.88)	22.07	49.00	43.52

WIND 盈利预测

债券简称	徐工转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	269.95	280.18	295.21	313.19
同比(%)	(15.99)	3.79	5.36	6.09
归母净利润(亿元)	15.09	17.12	18.84	21.77
同比(%)	(38.83)	13.49	10.02	15.57
EPS(元/股)	0.73	0.83	0.91	1.06
ROE(%)	7.78	8.00	8.20	9.00
ROA(%)	3.28	0.00	0.00	-
PE	10.72	9.45	8.59	7.43
PEG	(0.27)	0.70	0.86	0.48

徐工转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东为徐工集团工程机械有限公司，持股比例为 50.27%，徐工有限为徐州工程机械集团有限公司的全资子公司，而徐工集团是徐州市国资委独资企业，实际控制人为徐州市国资委。所属行业为制造业，细分行业为专用设备制造。公司集筑路、铲运、路面机械等工程机械的开发、制造与销售为一体，是国内大型工程机械龙头企业。产品近 100 个品种，系列齐全，抗风险能力较强。下属徐工研究院是由国家发改委、科技部、财政部、海关总署及国家税务总局联合评定的首批国家级企业技术中心之一。

从产品需求端来看，主要应用于高速公路、机场港口、铁路桥梁、水电能源设施等基础设施的建设与养护。公司已拥有了由自营办事处及经销商组成的广泛的分销及服务网络，销往超过 150 个国家和地区。

从 2013 年报看，公司主要产品为工程起重机械、铲土运输机械、混凝土机械和工程机械备件，营业收入占比分别为 33.13%、19.68%、12.63%和 12.25%，综合毛利率为 21.89%。

股性分析

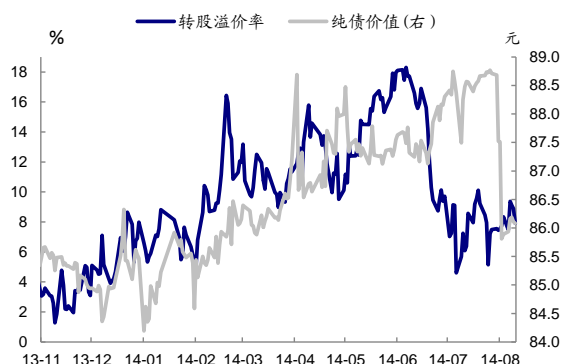
2014 年上半年公司主营业务收入 134.04 亿元，同比下降 2.19%，归母净利润 7.69 亿元，同比下降 9.65%。虽然机械设备行业近几年较低迷，行业企业面临洗牌，而公司作为龙头，目前市场份额仍有很大提升空间。从 2013 年来，公司收紧赊销政策，现金流转负为正，基本面在逐渐改善。公司有望在三大机遇中，早日走出行业低迷。

首先，2013 年 6 月，尼加拉瓜国会经表决批准了“尼加拉瓜运河计划”，中国香尼公司（HKND）为主要投资方，未来将拥有运河一百年的开凿与运营特许权。公司已于 2014 年 4 月公告，将采取收购和增资的方式持有香尼公司下属尼发公司 1.5%至 3%的股权，取得工程设备的独家供应权，并获得运河经营的分红收益。虽然市场对运河项目能否按照计划年底开工存在疑虑，若能如期开工，总投资 400-500 亿美元中设备需求约占 20%，将为公司带来大笔订单，业绩增长弹性非常大。

其次，2009 年定增时，集团有资产注入承诺。徐工集团、徐工机械未注入上市公司的工程机械资产包括筑路机械公司、徐工挖机公司、租赁公司及五家合资公司。集团对该等资产的提供了承诺。2013 年集团挖掘机、徐工基础、塔机已有 81 亿元左右收入，相当于公司收入的 30%。

同时，在同类龙头公司中，公司作为唯一一家没有实现管理

溢价率和转换价值走势



层股权激励的企业，有望在新一轮国企改革推动下，受益于国企改革概念。

整体来看，公司基本面正逐渐改善，叠加上述三大预期的实现，将推动公司实现中长期发展，业绩的持续性改善值得期待。当前徐工转债转股溢价率 8% 左右，股性相对较强。

债性分析

本次公司债为无担保债，发行人为国有企业。公司在行业不景气的环境中保持了市场地位，推动技术创新并开拓海外市场，业绩存在超市场预期可能，资产实力较雄厚，银行授信条件较好，违约风险较小。当前转债债底价值 89 元左右，债性偏弱，对于转债的支撑力度不足。

条款博弈

当前转股价大幅低于每股净资产 9.76 元，下修空间很小。当前转换价值在 96 元左右，正股近期走势偏强，更多来自于股性推动。

债券发行概况

债券简称	深机转债
起息日期	2011-07-15
到期日期	2017-07-14
债券年限	6
债券余额	19.91亿元
利率结构	第一年到第六年的票面利率分别为：第一年为0.6%，第二年为0.8%，第三年为1.0%，第四年为1.3%，第五年为1.6%，第六年为1.9%。
补偿利率条款	在本可转债期满后5个交易日内，公司将以本可转债面值的107%（含最后一期利息），向投资者赎回全部未转股的可转债。
发行量	20亿元
是否有担保	无
转股价格	5.54元
转股日期	2012-01-16
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
下修条款	10/20, <85%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	中信建投证券股份有限公司
行业	交通运输-机场II

主要财务指标

债券简称	深机转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	125.43	118.61	104.03	91.64
净资产	78.80	78.13	73.49	68.61
货币资金	16.70	9.49	12.58	18.05
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
总债务	23.73	23.35	22.65	15.93
主营业务收入	14.13	25.46	24.73	20.23
EBITDA	4.84	9.30	9.68	10.47
净利润	1.30	5.09	5.87	6.67
经营活动净现金流	4.83	9.27	8.36	7.50
投资活动净现金流	(8.34)	(8.54)	(17.74)	(21.02)
筹资活动净现金流	4.41	(3.21)	5.97	19.95

WIND 盈利预测

债券简称	深机转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	25.46	29.12	32.27	35.37
同比(%)	2.96	14.36	10.82	9.61
归母净利润(亿元)	5.02	2.91	4.25	5.66
同比(%)	(13.31)	(42.12)	46.11	33.33
EPS(元/股)	0.30	0.17	0.25	0.33
ROE(%)	6.45	3.65	5.35	6.60
ROA(%)	4.57	1.80	4.00	5.10
PE	13.67	23.63	16.17	12.13
PEG	(1.10)	(0.56)	0.35	0.36

深机转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东为深圳市机场（集团）有限公司，深圳市国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。公司主营航空客货地面运输及过港保障服务，所处行业为交通运输业，细分为航空运输业。深圳机场是中国境内第一个实现海、陆、空联运，也是第一个采用过境运输方式的国际机场。多年来保持全国第四大机场的地位。

深圳机场地处大珠三角地区，为亚太地区乃至世界上最主要的枢纽机场群之一，截至2013年，通航城市达109个，旅客吞吐量和货邮吞吐量高速增长。

从2013年报看，公司三大主要业务板块为：航空保障与地服（含候机楼租赁），航空物流和航空增值服务业务，营业收入占比分别为62%、24.7%和16.8%，毛利率达27.8%、23.4%和40.6%。

股性分析

2014年上半年公司主营业务收入14.13亿元，同比增长16.56%，归母净利润1.26亿元，同比大幅下降60.95%。公司营业收入增长较快主要来自于转场对于航空性单位收费负面影响逐渐减弱，叠加春运航空高需求。公司于2013年4季度启用新航站楼，短期折旧支出仍维持高位，同时财务费用大幅增长，造成净利润同比骤降。

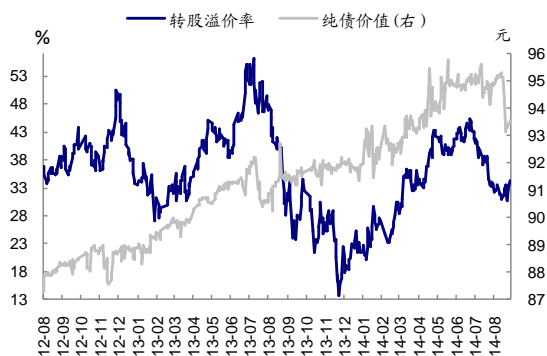
机场行业虽属航空运输行业，但盈利模式防御性较好，业绩表现通常与客货吞吐量正相关，对油价等敏感性较低，成本相对固定。T3新航站楼和二跑道的投入使用，将有效提升航班时刻资源，从而实现盈利的长期成长。

整体来看，公司业绩稳定性较强，毛利率维持在较高水平，我们认为公司航空主业收入的增长将逐渐抵消新航站楼大额折旧支出的影响，随着业绩的如期提升，估值有一定吸引力。当前深机转债转股溢价率32.2%，股性很弱，正股上行对转债的拉升作用不明显。

债性分析

本次公司债为无担保债，发行人为国有企业。公司航空业务稳步增长，盈利能力尚可，债务负担较轻，经营环节现金流状况良好，对债务的保障程度较高，我们认为公司违约风险较小。当前债底价值为95元左右，对于转债支撑力度较大。

溢价率和转换价值走势



条款博弈

深机转债转股价为 5.54 元，当前公司每股净资产在 4.65 元左右，而股价成交在 4.2 元附近。触发个券回售需要连续 30 个交易日低于转股价值的 70%，短期较难达到，因此该券的下修空间较窄。

债券发行概况

债券简称	冠城转债
起息日期	2014-07-18
到期日期	2020-07-18
债券年限	6
债券余额	18亿元
利率结构	票面利率：第一年为1.2%、第二年为1.8%、第三年为2.5%、第四年为3.0%、第五年为3.5%、第六年为4.0%
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后五个交易日内，本公司将以本次发行的可转债的票面面值的112%（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。
发行量	18亿元
是否有担保	无
转股价格	6.2元
转股日期	2015-01-19
主体评级	0
债项	AA
评级机构	0
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	中信证券股份有限公司
行业	房地产-房地产开发II

主要财务指标

债券简称	冠城转债			
	(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012
总资产		176.54	157.18	147.95
净资产		64.47	60.87	50.31
货币资金		9.22	9.08	20.00
短期债务		28.68	24.82	16.02
总债务		52.91	38.64	24.03
主营业务收入		35.85	82.25	62.56
EBITDA		5.79	17.28	12.90
净利润		3.68	12.85	8.62
经营活动净现金流		1.64	(2.62)	10.50
投资活动净现金流		(10.89)	(12.45)	3.19
筹资活动净现金流		8.55	5.12	(2.35)

WIND 盈利预测

债券简称	冠城转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	82.25	80.35	102.72	119.10
同比(%)	31.48	(2.32)	27.84	15.96
归母净利润(亿元)	12.78	9.84	11.32	12.89
同比(%)	53.79	(22.99)	15.07	13.81
EPS(元/股)	1.08	0.83	0.95	1.08
ROE(%)	27.24	18.73	17.98	17.03
ROA(%)	8.42	6.43	6.80	7.05
PE	5.66	7.35	6.38	5.61
PEG	0.11	(0.32)	0.42	0.41

冠城转债

基本情况

公司为民营企业，丰榕投资占冠城大通股本总额的 29.32%，为公司控股股东。薛黎曦为丰榕投资实际控制人。公司的实际控制人为薛黎曦和韩国龙。薛黎曦是韩国龙的长媳。公司主要从事房地产开发和销售业务。公司同时也是国内最早开发和生产漆包线的龙头之一，在行业内拥有良好的技术品牌和综合实力。此外，公司近期谋求新能源和国防装备业务的动向也值得投资者关注。

公司的房地产业务涵盖了商品住宅、写字楼、商业、酒店等，主要力主于北京和南京市场。公司漆包线业务主要产品包括聚酯亚胺/聚酰胺酰亚胺复合漆包线、聚酯亚胺漆包线、改性聚酯漆包线和自润滑聚酯亚胺漆包线四大类产品。截止到 2013 年底，公司房地产和漆包线行业收入占比分别为 55.85%、41.93%。漆包线行业的毛利较低，毛利率仅有 4.57%，远低于房地产的 38.28%。

股性分析

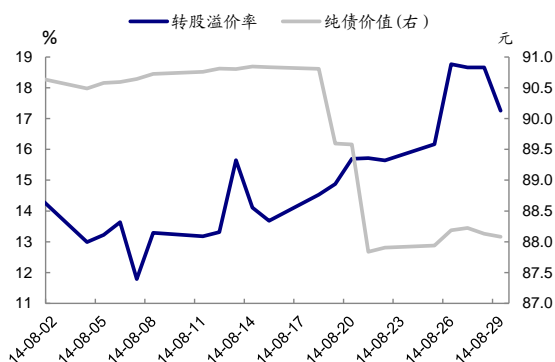
2014 年上半年公司主营业务收入 35.85 亿元，同比下滑 17.69%，归母净利润 3.73 亿元，同比下滑 67.49%。公司业绩大幅下滑的原因主要为 2013 年转让深圳冠洋所得股权收益规模较大，同期基数受到非经常性收益的较大影响。

公司 2014 年主要的业务包括通过海科健持股的百旺杏林湾、茉莉园以及西北旺项目。同时公司也通过出售整栋冠捷大厦获取收入。上半年公司的销售收入在 27 亿元左右。同时，公司在上半年出售 2013 年获取的项目，逐步减少 3 线城市的土地储备，增加现金存量。整体看，考虑到房地产市场的景气度低迷，以及公司在此项业务偏谨慎的状态，后续对于盈利的影响将逐步下滑。

公告显示，5 月公司与江西国科军工集团签署了《战略合作协议》。公司将与后者联合，在机电产品和特种漆包线上的研发、生产上进行深入合作。过去看，公司漆包线业务由于较大的折旧损耗，导致盈利困难，仅处于自给自足的状态。此次合作若能快速推进，将对公司传统业务带来较大的提振。

7 月公司与福建创新科技开发有限公司签订了《投资意向协议书》，拟通过增资的方式投资入股创鑫科技，成为第一大股东。创鑫科技主要从事锂电池电解液添加剂的研发。依托于科技院校的支持，主要生产高倍率成膜添加剂、阻燃剂等，已经成功进入比亚迪、ATL 职能手机的供应商序列。同时，公司还与中国兵器工业集团下属的西安物华新能源科技公司签署协议，以增资方式入股，从事锂电池正极材料的生产和

溢价率和转换价值走势



销售。西安物华已经具备整装电池的生产能力，获得航空航天相关机构的资质认证，是公司此后进入军用新能源领域的重要途径。

结合 2 季度公司频繁宣布进入新业务的公告看，我们认为后续公司逐步收缩房地产投资，向军用漆包线以及新能源领域拓展的意愿较为明显。当前公司的 2014 年 PE 在 7 倍左右在，主要来源于传统漆包线和地产业务的预期不佳。随着新业务的拓展，这一情况可能面临短期好转。当前转债转股溢价率 16% 左右，股性不强，正股对转债的拉升效应有限。

债性分析

本次可转债为无担保，主体和债项外部评级为 AA/AA。公司利润率高，现金流充沛，资产负债率偏低。当前债底在 91 元左右，相对转债价格差距很大，更多为股性驱动。

条款博弈

转债在 2015 年 1 月进入转股期。当前价位距离偏低，后续公司存在一定的促转动力。考虑到国防装备、新能源等概念的持续性，我们认为正股不缺上行的催化剂。当前正是埋伏收集筹码时点。公司 PB 值较高，具备的下修空间，因此转债在 115 元附近有一定防御性。考虑到 4 季度以后房地产景气度可能有些许提升，转债下行空间并不大。

债券发行概况

债券简称	深燃转债
起息日期	2013-12-13
到期日期	2019-12-13
债券年限	6
债券余额	16亿元
利率结构	票面利率：第一年0.6%，第二年0.9%，第三年1.2%，第四年1.5%，第五年1.8%，第六年2.0%。
补偿利率条款	本次发行的可转债到期后五个交易日内，公司将以105元（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转债。
发行量	16亿元
是否有担保	无
转股价格	8.32元
转股日期	2014-06-16
主体评级	AA+
债项	AA+
评级机构	中诚信国际信用评级有限责任公司
下修条款	10/20, <85%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	天风证券股份有限公司, 国信证券股份有限公司
行业	公用事业-燃气II

主要财务指标

债券简称	深燃转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	127.87	120.81	96.79	92.51
净资产	54.78	52.58	44.87	41.15
货币资金	28.88	29.81	17.56	29.20
短期债务	24.50	20.64	22.71	25.75
总债务	40.10	37.14	26.71	27.01
主营业务收入	46.24	85.75	89.68	81.12
EBITDA	7.38	12.77	9.80	7.88
净利润	4.55	7.27	5.44	4.22
经营活动净现金流	7.45	12.93	6.17	6.95
投资活动净现金流	(8.19)	(7.02)	(10.45)	(8.10)
筹资活动净现金流	(3.77)	10.04	(3.86)	14.28

WIND 盈利预测

债券简称	深燃转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	85.75	93.44	107.86	122.57
同比(%)	(4.39)	8.97	15.43	13.64
归母净利润(亿元)	7.07	7.80	9.41	11.10
同比(%)	33.80	10.33	20.58	17.99
EPS(元/股)	0.36	0.39	0.47	0.56
ROE(%)	14.20	14.43	15.54	15.92
ROA(%)	6.68	6.22	6.86	7.46
PE	19.72	17.88	14.83	12.57
PEG	0.66	1.73	0.72	0.70

深燃转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东和实际控制人均为深圳市国资委，持股比例为 51%。所属行业为燃气生产和供应业。公司是一家以燃气批发、管道和瓶装燃气供应、燃气输配管网的投资和建设企业，主营城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资业务。公司运用市场化手段，成功获得深圳市及江西、安徽、广西、广东五省市下辖 19 个城市（区域）的管道燃气 30 年特许经营权，为华南地区燃气运营龙头。

公司目前利润主要来自深圳本地管道燃气业务，毛利率较高，2014 年中报显示毛利占比达到 65.4%，石油气批发市场接近完全竞争。

在上游气源方面，公司已与广东大鹏、中石油西气东输管道分公司签订照付不议采购合同；随着西气东输二线 2012 年 5 月接入深圳，公司天然气现货采购量大幅下降，气源较稳定。从需求端来看，下游客户包括居民、工商业、电厂、公益服务等，其中工商业毛利率较高，电厂气价较低，但增长用量快。从 2013 年报看，公司主要业务板块为管道燃气、石油气批发、燃气工程及材料和瓶装石油气，营业收入占比分别为 50.52%、28.30%、8.95% 和 7.84%，综合毛利率为 17.20%。

股性分析

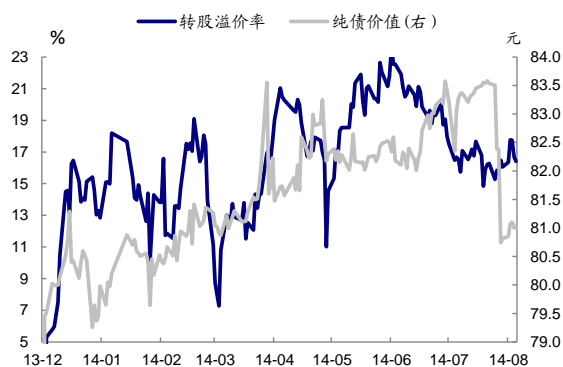
中报显示公司营业收入 46.24 亿元，同比增长 13.59%，主要是管道天然气和液化石油气批发业务量增加。归母净利润 4.43 亿元，同比下降 11.88%，主要原因是上年同期公司存在确认处置房产收益，营业外收入正常回落所致。

天然气是我国能源战略转型的重要组成部分，国家密集出台有关管网设施开放、基础设施建设与运营、加快推进储气设施建设、建立保障天然气稳定供应长效机制等若干规定和意见，得到政策的大力扶持，将在今后较长的一段时间内对我国天然气产业发展产生积极的影响。

公司经营业务涵盖了气源供应到终端销售的全部环节，业务链较为完整，抗风险能力较强。核心业务管道燃气受益于经营牌照下的区域垄断地位，大力推进异地燃气投资项目的建设，盈利能力稳定增长，进口液化石油气批发业务连续八年进口量和销售量位居全国前列，是中国最大的进口液化石油气批发商之一。

2013 年国家上调天然气门站价格，加上上半年经济疲软，抑制了用户消费需求，特别是对气价较为敏感的工业用户的消

溢价率和转换价值走势



费需求，导致天然气消费量低于预期，下游需求波动对业绩的影响增大。

整体来看，公司终端消费市场较稳定，管道燃气用户以年均约 10% 复合增长率增长。近几年电厂及工业大客户增长迅速，且拥有照付不议的合同气源，盈利能力稳步增长，较高毛利率有望维持，同时具备环保与清洁能源题材，为中长线配置品种。当前转债转股溢价率 16% 左右，股性不强。

债性分析

本次公司债为无担保债，发行人为国有企业。公司业务天然具有垄断优势，上下游稳定，业绩增长可期，同时具备环保和清洁能源概念，存在国家政策支持预期，违约风险较小。当前转债债底价值为 84 元左右，债性相对弱于股性，对于转债的支撑力度较低。

条款博弈

每股净资产远低于转股价格，在公司较大的投资需求带来的促转动力下，将为转债增加很高的安全边际。但短期看公司业绩趋于稳定，跌破 70% 引发强制回售的概率很小。

债券发行概况

债券简称	歌华转债
起息日期	2010-11-25
到期日期	2016-11-25
债券年限	6
债券余额	16亿元
利率结构	票面利率：第一年0.6%、第二年0.8%、第三年1.0%、第四年1.3%、第五年1.6%、第六年1.9%。
补偿利率条款	公司于本次可转债期满后5个交易日内按本次发行的可转债票面面值的105%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债
发行量	16亿元
是否有担保	无
转股价格	14.69元
转股日期	2011-05-26
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	中诚信证券评估有限公司
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	瑞银证券有限责任公司
行业	传媒-文化传媒

WIND 主要财务指标

债券简称	歌华转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	102.73	103.18	104.28	111.17
净资产	58.68	57.84	55.12	53.20
货币资金	36.04	34.91	32.08	33.73
短期债务	0.17	0.07	0.05	2.50
总债务	15.08	14.65	13.97	15.76
主营业务收入	11.32	22.50	22.02	18.98
EBITDA	8.26	15.07	14.08	11.59
净利润	1.90	3.78	2.98	2.79
经营活动净现金流	3.16	10.31	8.89	9.26
投资活动净现金流	(2.04)	(6.32)	(9.42)	(10.28)
筹资活动净现金流	0.00	(1.16)	(1.04)	3.88

盈利预测

债券简称	歌华转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	22.50	24.77	27.25	29.76
同比(%)	2.16	10.10	10.04	9.20
归母净利润(亿元)	3.77	5.15	6.64	8.24
同比(%)	26.68	36.75	28.80	24.11
EPS(元/股)	0.36	0.49	0.63	0.78
ROE(%)	6.52	8.42	9.97	10.86
ROA(%)	3.65	4.41	5.37	6.53
PE	33.35	24.39	18.94	15.26
PEG	0.82	0.66	0.66	0.63

歌华转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东为北京北广传媒投资发展中心，持股比例为 44.98%，北京北广传媒投资发展中心是北京北广传媒集团的全资子公司，实际控制人北京市国资委，所属行业为电信、广播电视盒卫星传输服务。公司是唯一一家负责北京地区有线广播电视网络建设开发、经营、管理和维护的网络运营商，用户资源价值明显，从事广播电视节目收转传送和网络信息服务，公司现已形成覆盖全市 18 个区县、接入 270 万户的超大型有线电视光缆网络。

公司正大力推广高清交互数字电视及双向网改造，提供宽带互联网接入服务，从产业链的内容传输环节向内容集成、内容集成拓展，实现从单一的网络传输商向综合的媒体运营商转变。从 2013 年报看，公司主要业务板块为有线电视收看维护、信息业务和频道收转费，营业收入占比分别为 48.18%、22.92%、10.71%，综合毛利率为 16.81%。

股性分析

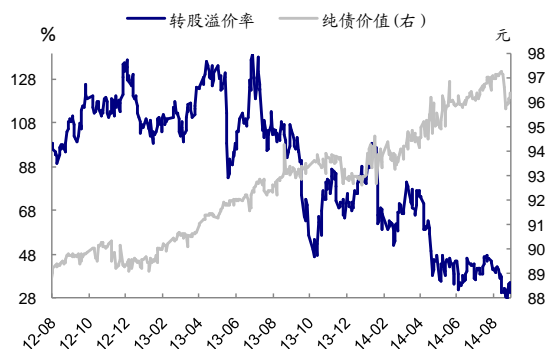
2014 年上半年公司主营业务收入 11.32 亿元，同比增长 10.28%，归母净利润 1.9 亿元，同比增长 23.06%。考虑到税收优惠的先计后返影响，上半年归母净利润事实上在 50% 以上，业绩超出市场预期。公司核心业务有线电视收看维护收入年均复合增速约 5.4% 左右，北京有线电视收视费用低于全国平均水平，若能实现提价，对于业绩的贡献不言而喻。

公司进一步加大向综合新媒体运营商的转型力度，我们认为未来业绩增长将主要来自以下两方面：首先，公司已获批手机电视和互联网电视业务，基于现有用户基础开发的新媒体应用，将通过增值服务带来用户 ARPU 值的提升。2014 年来公司已陆续发布公告，拟与四达时代、北京市邮政公司、永新视博和北广视彩传媒在游戏、商城、物流、彩票和海外市场拓展等业务领域展开合作；与北京教委及学校合作在线教育服务合作，覆盖电视、PC、手机、平板电脑多个终端平台，不断推进向新媒体转型的尝试。

此外，自 2009 年公司推出高清交互数字电视服务，经过 5 年的推广，截至 2013 年，用户规模已经超过 382 万户，目前已经实现了北京市全地区的全面普及。随着公司逐步减缓扩展高清交互用户，新增资本开支减少，折旧摊销费用增速将继续下滑，毛利率有望进一步提升。

整体来看，随着国企改革、互联网电视行业的整顿进一步深化，公司作为有线网络运营商成为受益方，借此发力互联网电视业务，并借助其网络方面的优势，在产业链内容生产与

溢价率和转换价值走势



集成化、终端平台两个层面不断拓展，有望形成新的业绩增长点。公司加速在新媒体领域、三网融合业务领域的战略布局，将逐步实现从传统的电视网络运营商向新媒体全业务的转型，业绩的提升值得期待。歌华转债当前转股溢价率在 26% 左右，股性不强，正股对转债拉升作用不明显。

债性分析

本次公司债为无担保债，发行人为国有企业。公司资产负债率逐年递减，短期偿债指标良好，流动比率、速动比率均显著高于行业平均水平，自有现金流充沛。公司拥有北京市有线电视运营业务领域的区域垄断性优势，行业特性鲜明，政策支持力度较大，同时，积极转型对于公司后续业绩的提升可期。公司盈利变现效率较高，现金流稳定增长，违约风险较小。当前转债债底价值 97 元左右，安全边际较强，对于转债的支撑力度尚可。

条款博弈

歌华转债于 2015 年 12 月进入回售期，多元、转型的扩张预期下，公司促转动力很强，不排除主动下修的可能。

债券发行概况

债券简称	隧道转债
起息日期	2013-09-13
到期日期	2019-09-13
债券年限	6
债券余额	15.99亿元
利率结构	票面利率为：第一年0.6%，第二年0.9%，第三年1.2%，第四年2.0%，第五年2.0%，第六年2.0%。
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后5个交易日内，公司将按本次发行的可转债票面面值的108%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转债。
发行量	26亿元
是否有担保	无
转股价格	4.71元
转股日期	2014-03-14
主体评级	AA+
债项	AA+
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	中信建投证券股份有限公司
行业	建筑装饰-基础建设

主要财务指标

债券简称	隧道转债			
(单位：亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	600.19	570.54	493.60	225.90
净资产	137.45	125.07	111.48	48.80
货币资金	62.14	57.14	57.57	41.20
短期债务	47.04	30.28	67.36	17.30
总债务	239.89	194.73	184.98	57.74
主营业务收入	98.78	235.01	219.89	141.92
EBITDA	14.48	30.16	30.11	13.35
净利润	6.37	13.12	11.84	5.17
经营活动净现金流	9.38	6.97	19.78	19.78
投资活动净现金流	(31.98)	(25.90)	(18.60)	(16.82)
筹资活动净现金流	28.25	18.42	1.59	0.18

WIND 盈利预测

债券简称	隧道转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	235.01	261.41	290.66	321.35
同比(%)	6.88	11.23	11.19	10.56
归母净利润(亿元)	12.89	15.64	18.61	20.17
同比(%)	12.01	21.33	18.94	8.41
EPS(元/股)	0.99	0.56	0.66	0.72
ROE(%)	10.38	11.68	12.30	12.03
ROA(%)	2.47	2.19	2.45	2.58
PE	11.84	9.76	8.20	7.57
PEG	0.76	0.46	0.43	0.90

隧道转债

基本情况

公司为国有企业，股东为上海城建集团，截止到2014年1季度持股为52.33%。上海城建集团为上海国资委100%控股，为公司的实际控制人。公司是中国软土隧道的领先开拓者，2012年以后，公司积极向桥梁等地上业务延拓。围绕施工和工程业务，公司也从事于市政基础设施相关项目的运营和投资。此外，依托于强大的专业实力，公司也从事以盾构产品为主的设备制造业务。

具体来看，公司主营业务主要分为工程施工、工程设计、基础设施建设投资和设备制造业务四块。截止到2013年年报，施工工业盈利收入占比在91%左右，设计业务在5%，其余业务收入较小。

股性分析

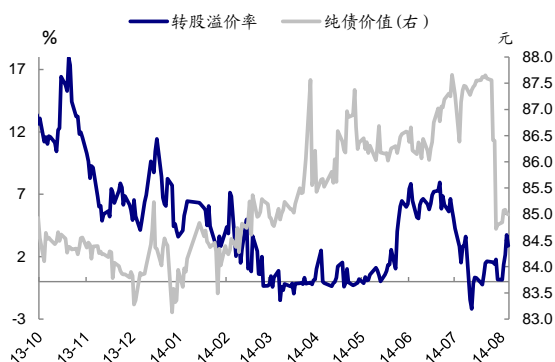
2014年上半年公司主营业务收入98.78亿元，同比增长5.46%，归母净利润6.25亿元，同比增长2.4%。公司上半年业绩不及市场预期，管理费用和财务费用的增长是净利润下滑的主因。

具体来看，公司主要从事的施工业务，由于周期较长，通常采用BT和BOT运作模式，造成对于施工企业占款时间较长，而资本雄厚的国有企业容易脱颖而出。尽管2010年以后基建投资增速下行趋势较为明显，但长三角的地铁、隧道业务投资仍较为活跃。上海、南京、杭州等6个华东地区重点城市根据规划到2015年轨道交通线路总长在580公里，“十二五”期间为2800亿元。隧道建设方面，公司同时具有周家嘴路、浦江路等多条越江隧道储备。截止到2013年，公司中标合同总额在353.58亿元，较上年增加20.81%，其中上海市内合约增加更多。公司地上工程项目2013年增加138.53亿元，较上年减少37.04%。整体看，未来公司重点业务区域仍将依赖于长三角等沿海发达区域，公司现存在手订单较为充沛，技术壁垒坚固，提供稳定的盈利预期。

除去经营层面因素外，国企改革亦是公司后续的主要看点。上海国资国企改革推进会已经召开，后续竞争类企业加快混合所有制推进等措施可能陆续展开。公司大股东城建集团作为国资委旗下代表公司必然牵扯其中。后续公司的定位是竞争类，将充分释放股权，形成真正混合所有制的市场化公司。未来国资委可能在公司治理和市值考核方面提出新的要求。

整体来看，年初以来正股和转债上行幅度较大，一方面来自于基建复苏预期下的盈利改善，另一方面更重要来自于盈利预期。考虑到国企改革将成为后续的持续热点，正股和转债仍有上行动力。当前转债转股溢价率1%以下，股性极强。

溢价率和转换价值走势



债性分析

隧道转债为无担保债，发行人为上海国资委旗下国有企业。公司资产负债率偏高，短期偿债指标较差，自由现金流在同行业内较好。公司的竞争力主要来自于较为强大的工程隧道技术，以及长期扎根于长三角地区的优势。整体看公司违约风险较小。当前转债债底价值在 88 元左右，相对于当前转债价格安全边际不高，对转债的支撑力度很小。

条款博弈

当前正股价格距离转股价 130% 不远，考虑到近期烟大海底隧道消息对正股价格的刺激，短期正股强势可能还将持续。

债券发行概况

债券简称	齐翔转债
起息日期	2014-04-18
到期日期	2019-04-17
债券年限	5
债券余额	12.4亿元
利率结构	票面利率：第一年到第五年的利率分别为：0.8%、1.3%、1.8%、2.3%和2.3%
补偿利率条款	本次发行的可转债到期后五个交易日内，发行人将以本次发行的可转债票面面值上浮12.8%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。
发行量	12.4亿元
是否有担保	有
转股价格	14.34元
转股日期	2014-10-27
主体评级	AA
债项	AA
评级机构	鹏元资信评估有限公司
下修条款	10/20, 85%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <80%
主承销商	中信证券股份有限公司, 华泰联合证券有限责任公司
行业	化工-化学制品

主要财务指标

债券简称	齐翔转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	65.50	52.13	43.16	30.61
净资产	36.29	32.93	31.05	29.28
货币资金	3.30	3.61	5.42	14.63
短期债务	12.54	10.60	7.06	0.06
总债务	22.42	10.60	7.06	0.06
主营业务收入	24.83	37.71	34.22	27.88
EBITDA	3.98	6.49	4.98	6.85
净利润	1.85	3.59	3.17	5.06
经营活动净现金流	1.40	(0.77)	(9.43)	(0.19)
投资活动净现金流	(13.98)	(2.93)	(5.31)	(2.70)
筹资活动净现金流	12.11	1.51	5.52	(1.30)

WIND 盈利预测

债券简称	齐翔转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	37.71	55.48	84.15	105.10
同比(%)	10.20	47.13	51.67	24.89
归母净利润(亿元)	3.46	4.68	7.21	9.52
同比(%)	9.18	35.10	54.22	32.04
EPS(元/股)	0.62	0.83	1.29	1.70
ROE(%)	10.64	12.48	16.17	17.98
ROA(%)	7.53	5.77	7.27	9.80
PE	25.55	18.91	12.26	9.29
PEG	2.52	0.54	0.23	0.29

齐翔转债

基本情况

公司为民营企业，控股股东为淄博齐翔石油化工集团有限公司，持有公司 63.68% 的股份。车成聚通过持有公司大股东 39.58%，为实际控制人。公司为化学原料、制品制造业，主要从事碳四深加工、高附加值的精细化工产品研发、生产和销售。对应产品为甲乙酮、丁二烯、乳液化工等产品，也包括甲基叔丁烯、异丁烯等补充产物。

2013 年年报来看，除甲乙酮类收入占比在 47.04% 外，公司其他产品的营业收入占比相对分散。如丁二烯占比为 21.82%、乳液化工产品为 10.86%、裂解异丁烯占比 10.36%。毛利率水平看，受制于需求不足和成本上行，丁二烯从 2012 年的 10.81% 下滑至 5.62%。甲乙酮也有一定幅度的下滑，乳液化工和叔丁醇的毛利率较高，分别为 29.93% 和 34.79%。

股性分析

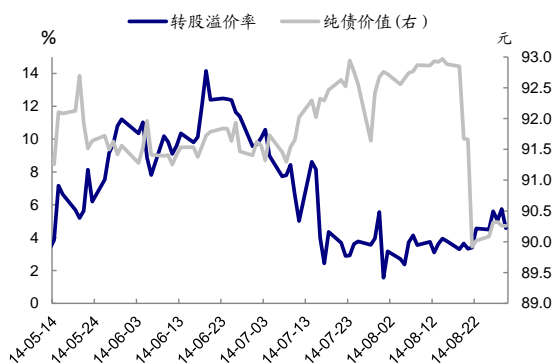
公司中报业绩表现良好，2 季报显示公司实现营收 24.83 亿元，同比增加 44.66%。归母净利润 1.78 亿元，同比减少 6.94%。EPS 0.32 元。甲乙酮价格价差上涨，同比有大幅上升，提高 3.19%，在公司毛利中的占比达到 65.79%。营业外收入大幅下降，2013 年上半年公司获得政府补助 7169 万元，计入当期营业外收入，2014 年同期补助额大幅下降至 1263 万元。上半年公司实现扣非净利润 1.65 亿元，同比增长 28.47%。

公司 10 万吨顺酐项目已于 2013 年投产，在建项目为低碳烷烃脱氢制烯烃及综合利用项目。前者产能 45 万吨/年。后者包括 35 万吨/年 MTBE、5 万吨/年叔丁醇、20 万吨/年异辛烷和 10 万吨/年丙烯产能。预计从年内开始，至 2015 年将陆续建成投产。这将帮助公司充分利用碳四原料，完善碳四深加工产业链，提高产品的附加值，进一步增强公司盈利能力。

尽管 2013 年表现不佳，短期丁二烯业绩弹性大。公司拥有 15 万吨丁二烯产能以及 5 万吨顺丁橡胶产能。前期丁二烯市场价格较低，公司丁二烯开工率较低。目前丁二烯价格在 11000 元/吨左右，距离成本线有距离。丁二烯下游 60% 是做合成胶，多为轮胎。短期看轮胎盈利能力处于 2010 年以后较好时点，且丁二烯占轮胎成本比重有限，因此不敏感。前期煤价的下跌，能耗成本大幅下降，并且天然胶仍然处于低位。丁二烯在当前价格下具有成本优势。如果丁二烯价格能继续有所上涨，那么公司 15 万吨丁二烯产能可能完全投放，届时公司业绩弹性将极大。

公司丁二烯、顺丁橡胶及顺酐项目顺利投产，将逐渐为公司贡献利润。未来公司将建设低碳烷烃综合利用项目，充分利

溢价率和转换价值走势



用碳四原料，扩大公司的碳四产业链。公司上市至今 ROE 持续维持在较高水平，在 2013 年全行业甲乙酮和丁二烯处于亏损下，仍维持了较高的净利润。主要原因来自于公司特有的液化气分离技术带来的低成本优势。考虑到后期公司主营化工品价格弹性较大。短期丁二烯、甲乙酮逐步企稳后，后续具备一定的上行空间，也将增加公司正股弹性。当前转债转股溢价率 4% 左右，股性加强。

债性分析

本次可转债由母公司淄博齐翔石油化工集团有限公司担保，担保力度一般，主体和债项外部评级为 AA/AA。公司在传统周期制造业中利润率较高，现金流充沛，资产负债率低。我们认为公司的违约风险很小。当前债底在 93 元左右，相对转债价格差距很大，更多为股性驱动。

条款博弈

转债在 2014 年 10 月末进入转股期。当前价位距离转股价 130% 仍有一定空间，后续公司存在促转动力。公司 PB 值较高，具备很大的下修空间。考虑到 2014 年业绩大概率将强势反弹，我们认为转债当前处于较为安全的增持区域。

债券发行概况

债券简称	同仁转债
起息日期	2012-12-04
到期日期	2017-12-04
债券年限	5
债券余额	10.46亿元
利率结构	票面利率：第一年0.50%、第二年0.70%、第三年1.30%、第四年1.70%、第五年2.00%
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后5个交易日内，将以本次发行的可转债的票面面值的106%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股可转债。
发行量	12.05亿元
是否有担保	无
转股价格	17.27元
转股日期	2013-06-05
主体评级	AAA
债项	AAA
评级机构	中诚信证券评估有限公司
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	中信建投证券股份有限公司
行业	医药生物-中药 II

主要财务指标

债券简称	同仁转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	129.69	119.12	96.68	73.30
净资产	81.29	78.37	56.04	48.11
货币资金	51.31	49.38	36.40	20.79
短期债务	2.56	2.61	2.39	2.31
总债务	11.88	12.08	12.65	2.31
主营业务收入	51.88	87.15	75.04	61.08
EBITDA	9.53	14.33	11.93	9.04
净利润	7.22	10.67	8.79	6.55
经营活动净现金流	4.96	6.76	8.74	5.45
投资活动净现金流	(2.30)	(4.31)	(2.37)	(2.37)
筹资活动净现金流	(0.44)	10.34	9.28	(2.32)

WIND 盈利预测

债券简称	同仁转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	87.15	101.43	118.27	137.80
同比(%)	16.13	16.39	16.60	16.51
归母净利润(亿元)	6.56	7.80	9.27	11.11
同比(%)	15.08	18.87	18.89	19.87
EPS(元/股)	0.50	0.59	0.71	0.85
ROE(%)	13.07	14.02	14.68	14.76
ROA(%)	9.89	6.76	7.11	7.57
PE	37.41	31.47	26.47	22.09
PEG	2.84	1.67	1.40	1.11

同仁转债

基本情况

发行人北京同仁堂股份有限公司为地方国有企业，控股股东为中国北京同仁堂（集团）有限公司，实际控制人为北京市国资委。公司是中药行业著名的老字号，是集生产、销售、科研、配送一条龙的产品公司，主要产品有白凤系列、国公酒、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸、安宫牛黄丸等，产品主要在国内销售。

从2014年中报来看，公司主营业务收入来自医药工业和医药商业两个板块，占比分别为64.14%和41.55%，毛利率分别为49.84%和31.38%。

股性分析

2014年上半年公司营业收入51.88亿元，同比增长8.80%，归母净利润4.26亿元，同比增长14.35%。公司中报业绩符合市场预期，上半年医药工业收入同比9.69%，增速有所回升主要因为克服OTC行业大环境不利影响；医药商业收入同比9.15%，在高端消费遇冷的环境下仍保持稳定增长。未来公司有如下看点：

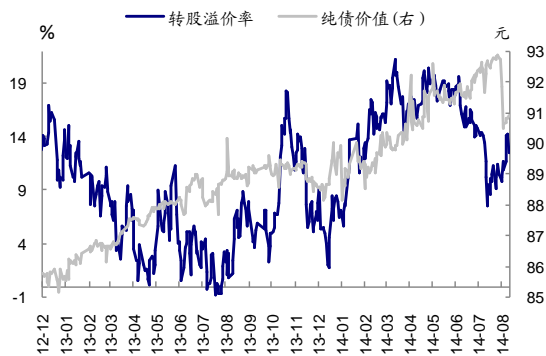
首先，下属公司收入增长较快。子公司同仁堂科技2014年上半年营业收入19.26亿元，同比增长14.28%，随着唐山基地（生产阿胶等产品）已开始试生产，同仁堂科技产能逐步释放，未来增速有望进一步提高。孙公司同仁堂国药实现营业收入2.91亿元，同比增长29.22%，从核心产品安宫牛黄丸和灵芝孢子粉的销售情况看，预计保同仁堂国药全年保持收入增速在30%以上。同仁堂商业实现营业收入2.19亿元，同比增长9.72%，目前同仁堂商业拥有420家以上门店，渠道布局持续推进，随着门店数不断扩张和服务结构调整，有望逐渐降低贵细药品销售放缓的影响。

其次，近期多项政策利好公司长远发展。《中华人民共和国中医药法(征求意见稿)》7月下旬发布，中医药行业将迎来重大发展机遇，利好同仁堂这类老字号中药企业。同时，年中公布的低价药物目录和后续各省增补中，公司有多个品种入选，有望成为显著受益者之一。

最后，国企改革值得期待。公司作为北京国资委下属企业，虽然到目前为止并未公布明确的改革时间表，但国企改革作为市场关注热点，预计年内会有具体实施措施出台。随着各项措施正式出台、落地，公司治理水平有望进一步提高，公司高管激励制度将更加市场化。

整体来看，基于行业属性和行业地位，公司经营情况相对稳

溢价率和转换价值走势



健。同仁正股自 6 月份以来已有一波中级幅度的反弹，但当前股价仍处于底部区间，预计后续随着国企改革逐步落地实施，同仁堂仍有较大概率继续反弹。同仁转债当前转股溢价率 12% 左右，相对正股的弹性一般。

债性分析

该转债为无担保债，发行人信用资质较好。近几年营业收入、净利润、EBITDA 均保持稳定增长，显示盈利情况良好。经营净现金流情况较好，资产负债率 37.32% 较低，货币资产极其充裕，短期债务占总债务比重较小，整体债务压力较轻。另一方面，当前同仁转债纯债价值 93 元左右，相对转债价格的安全边际并不高。

条款博弈

同仁转债将于 2015 年底进入回售期，当前正股价格距离转股价 130% 或 80% 均有较大空间，暂时没有条款博弈的机会。

债券发行概况

债券简称	海运转债
起息日期	2011-01-07
到期日期	2016-01-07
债券年限	5
债券余额	7.2亿元
利率结构	票面利率：第一年0.7%、第二年0.9%、第三年1.1%、第四年1.3%、第五年1.6%。
补偿利率条款	公司于本可转债到期后的五个工作日内按本可转债面值的103%（含当期利息）赎回全部未转股的可转债。
发行量	7.2亿元
是否有担保	无
转股价格	4.5元
转股日期	2011-07-08
主体评级	AA
债项	AA
评级机构	中诚信证券评估有限公司
下修条款	15/30, <80%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	招商证券股份有限公司
行业	交通运输-航运 II

主要财务指标

债券简称	海运转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	64.00	66.39	67.89	71.32
净资产	23.82	24.09	24.33	26.11
货币资金	1.08	2.63	0.98	3.26
短期债务	5.31	6.65	5.12	4.17
总债务	37.69	39.21	39.37	39.83
主营业务收入	4.96	10.62	10.22	12.70
EBITDA	2.30	4.89	3.82	5.26
净利润	(0.19)	(0.22)	(1.52)	0.37
经营活动净现金流	1.69	4.86	3.08	4.65
投资活动净现金流	(0.08)	0.11	(1.35)	(5.62)
筹资活动净现金流	(2.69)	(4.16)	(4.01)	1.91

WIND 盈利预测

债券简称	海运转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	10.62	11.59	12.55	14.04
同比(%)	3.85	9.17	8.28	11.87
归母净利润(亿元)	0.06	0.22	0.98	1.35
同比(%)	(104.94)	269.58	345.45	37.76
EPS(元/股)	0.01	0.03	0.11	0.16
ROE(%)	0.31	1.14	3.73	5.07
ROA(%)	(0.33)	0.33	1.49	2.13
PE	561.98	151.78	34.13	24.77
PEG	4.91	0.56	0.10	0.66

海运转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东为宁波海运集团有限公司，持股比例为 41.9%，实际控制人为宁波市国资委，所属行业为交通运输，细分行业为水上运输业。公司主要经营沿海、内河(长江)货物运输、国际远洋运输和交通基础设施、交通配套设施的投资。公司凭借宁波深水良港的地域优势，立足海运主业，已形成以电煤运输为主的专业化散货运输经营格局，经营辐射全国沿海港口和长江流域，航迹遍布世界 30 余个国家 60 多个港口。

发行人承运的货种主要是电煤，主要航线是从北方煤港运送电煤至浙江等电厂，服务的客户主要为大型能源集团下属的电厂，行业周期性较强。

从 2013 年报看，公司主营业务分为水路货物运输和公路业务，营业收入占比分别为 73.05%和 26.23%，毛利率分别为 15.88%和 51.72%。水路货物运输营收占比呈逐年上升趋势。

股性分析

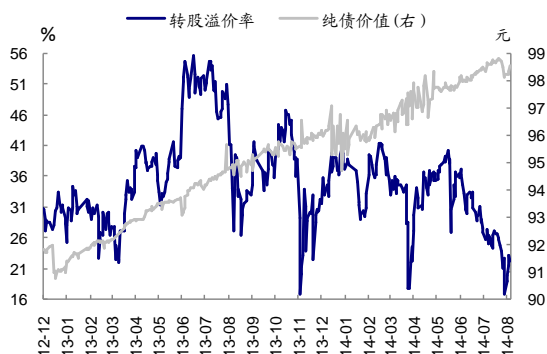
中报显示公司营业收入为 4.96 亿元，同比下降 3.88%，其中水路货物运输收入比上年同期下降 8.95%，主要为上半年运力收入因退出 2 条老旧船舶而下降所致，干散货市场跌宕起伏，运价下跌所致；收费公路运营业务收入比上年同期增长 10.76%，主要来自于车流量增长。实现规模利润-514 万元，减亏 1730 万元，同比上升 77.09%，主要为低基数效应及公司调整航线结构，整体毛利率有所提升。

公司立足海运主业，专注于散货船队成长，致力于运力规模发展和经营结构调整，船队结构得到优化。截至 2013 年底，公司运力规模已达 80.8 万载重吨，平均船龄 11.36 年，在国内沿海干散货船经营规模及船队技术的先进性名列前茅。

公司客户多集中在浙江省，与省内需求客户保持的长期稳定合作关系，并签订了长期运价合同。其中包含燃油附加费协议，但总体而言竞争能力行业龙头企业差距仍较大。

整体来看，公司作为首批国企改革试点企业浙能集团旗下唯一煤炭航运平台，国企改革有望加快公司聚焦主业，对航运资产整合注入和对扭亏无望低效资产转让清算的步伐，这将利好公司盈利水平和资产质量。但是海运行业受到宏观经济运行的影响较深，周期性与季节特征较明显，运价易随下游客户运力需求及 BDI 等指数而波动。而海运行业近年来整体处于低迷震荡局势，缺乏系统性机会，公司基本面泛善可陈，而高速公路收费有望持续成为公司业绩的有效补充。当前转

溢价率和转换价值走势



债转股溢价率 15% 左右，股性相对较弱。

债性分析

本次公司债为无担保债，发行人为国有企业。中报数据来看，资产规模在同行业内较小，公司资产负债率为 62.79%，债务负担较重，短期偿债指标较差，流动比率、速动比率均低于行业平均水平，上半年经营性现金净流量为 1.69 亿元。

整体看，我们认为公司所处行业景气度一般，公司现金流规模虽小，但公司运力结构较合理，货主浙能集团背景雄厚，是浙江最大的发电企业。近年来股东扶持力度较大，加上拆船补贴政策利好运力加速出清，产能利用率有望进一步回升，违约风险较小。当前转债债底价值为 99 元，债性相对强于股性，对于转债的支撑力度较高。

条款博弈

该转债长期在 105 元附近上下波动，已经体现一定下修预期。正股基本面乏善可陈，即使下修也难有后续动力，参与条款博弈机会不大。

债券发行概况

债券简称	长青转债
起息日期	2014-06-20
到期日期	2020-06-19
债券年限	6
债券余额	6.32亿元
利率结构	票面利率：第一年到第六年的利率分别为：第一年0.6%、第二年为0.9%、第三年为1.2%、第四年为1.6%、第五年为2.0%、第六年为2.5%
补偿利率条款	无
发行量	6.3176亿元
是否有担保	无
转股价格	13.48元
转股日期	2014-12-29
主体评级	0
债项	AA
评级机构	0
下修条款	20/30, <90%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	国海证券股份有限公司
行业	化工-化学制品

主要财务指标

债券简称	长青转债			
(单位：亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	31.06	22.73	19.65	17.53
净资产	21.81	19.59	17.66	16.48
货币资金	7.53	3.19	4.76	7.24
短期债务	2.04	0.79	0.92	0.06
总债务	7.37	1.79	0.92	0.06
主营业务收入	9.28	15.69	12.71	10.01
EBITDA	1.83	2.73	2.08	1.37
净利润	1.18	1.90	1.58	1.13
经营活动净现金流	0.79	2.05	1.64	0.05
投资活动净现金流	(2.74)	(4.44)	(4.06)	(1.76)
筹资活动净现金流	6.29	0.89	(0.08)	(0.30)

WIND 盈利预测

债券简称	长青转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	15.69	19.80	24.34	29.43
同比(%)	23.43	26.20	22.97	20.88
归母净利润(亿元)	1.93	2.41	3.02	3.68
同比(%)	20.71	25.09	25.41	21.91
EPS(元/股)	0.93	0.76	0.96	1.17
ROE(%)	9.92	11.38	12.77	13.69
ROA(%)	8.98	8.03	9.11	8.00
PE	25.33	20.25	16.15	13.25
PEG	1.26	0.81	0.64	0.60

长青转债

基本情况

公司为民营企业，控股股东为于国权，持有公司 35.84% 的股份，同时为公司的实际控制人。公司主营为化学农药原药、及制剂的生产销售。我国为农业大国，农药在农产品生产成本中占比很小。受国外环境和生产成本等因素，不断向中国转移，当前中国已经成为农药的生产大国。化学农药属于精细化工，处于整个产业的末端，有一定的技术成本要求。根据 2013 年中国农药协会的数据显示，公司销售收入排名全国第 16 位。整体看，农业行业集中度很低，以中小企业为主，行业整合是后期发展的大方向。

截止到 2013 年底，公司取得了 20 余种原药和 80 余种制剂的登记和生产许可。同时公司重视技术创新，与多个科研院校均有技术合作。年报显示，公司杀虫剂、除草剂、杀菌剂收入占比分别为 48.61%、46.60%、4.54%。前两者毛利率分位为 25.1%、28.7%。2011 年毛利率稳步提升，主要来自于化工原料产品的下滑所致。

股性分析

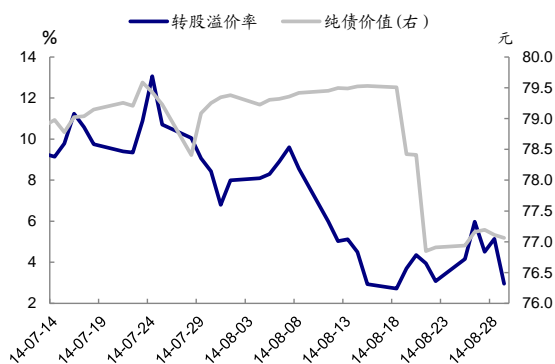
2 季报显示公司营业收入 9.28 亿元，同比增长 15.1%。实现归属于上市公司股东的净利润 1.19 亿元，同比增长 16.6%。营业收入 5.33 亿元，同比增长 18.7%、归属于母公司净利润 7270.57 万元，同比增长 20.6%。公司同时预计 2014 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润为 1.62-2.06 亿元，同比增长 10%-40%。上半年公司主导产品吡虫啉、氟磺胺草醚等价格及销量总体平稳，收入增量主要来自南通麦草畏项目产能的逐步释放，以及啶虫脒项目的投产。

公司发行 6.3 亿元可转债，用于投资建设 7 个原药项目。目前年产 2000 吨麦草畏\1000 吨啶虫脒已投产，年产 3000 吨 S-异丙甲草胺原药、1000 吨 2-苯并咪唑酮中间体项目、研发中心大楼和行政办公楼项目已进入装修施工阶段。按可转债说明书预计，项目全部建成后可增加公司收入 8.4 亿元，净利润 1.04 亿元，较 2013 年净利润增长 50%。

公司南通项目规划中已投产的产品为 2000 吨/年的麦草畏（2013 年已投产）及 1000 吨/年的啶虫脒，是公司 2014 年业绩的主要增长点。上半年公司麦草畏产品供不应求，销售价格也较为坚挺，预计全年产量达 2000 吨，毛利率也会较 2013 年上升。啶虫脒项目于 2014 年 4 月开始试生产，2014 年 2 季度开始试生产并实现对外销售，预计 2014 年全年可实现销量为 600 吨。

公司是先正达在亚太地区多次授予 HSE 进步奖的生产企业，

溢价率和转换价值走势



氟磺胺草醚供应给先正达。2013 年公司该产品销量约为 2500-2600 吨，预计 2014 年与 13 年持平，毛利率保持在 30% 左右。近期吡虫啉市场价从 14 万/吨下滑至 12.5-13 万/吨，然而公司的吡虫啉供应给拜耳和纽发姆等跨国企业，预计 2014 年公司吡虫啉的销售价格波动不大，而产销量也基本与 13 年（2500-2600 吨）持平。长期看，吡虫啉工艺复杂且三废处理难度大，小厂家有环保压力，而公司该产品的含量和收率等指标都达到国际先进水平，具有比较优势。

整体来看，我们认为短期公司下游需求良好，新产品麦草畏有供不应求的趋势。近年来毛利率维持高位。整体看，正股为转债中难得的具备稳定成长性品种。只是上市后转债受市场追捧较为明显，转债价格持续上行，当前转债转股溢价率已接近 0%，股性极强。

债性分析

本次可转债为无担保，主体和债项外部评级为 AA/AA。我们认为公司虽然规模偏小，但利润率高，现金流充沛，资产负债率偏低。当前债底在 80 元左右，相对转债价格差距很大，更多为股性驱动。

条款博弈

转债在 2014 年 12 月进入转股期。当前正股价格距转股价 130% 距离不大，后续公司促转动力较强。当前转债价位较高，处于“高风险高收益”状态，但在股票市场走牛的格局下，短期也具有很强的爆发力。

债券发行概况

债券简称	通鼎转债
起息日期	2014-08-15
到期日期	2020-08-14
债券年限	6
债券余额	6亿元
利率结构	票面利率：第一年0.80%、第二年1.00%、第三年1.30%、第四年1.60%、第五年2.00%、第六年2.50%。
补偿利率条款	本次发行的可转债到期后5个交易日内，发行人将按债券面值的110%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转债。
发行量	6亿元
是否有担保	无
转股价格	17.5元
转股日期	2015-02-23
主体评级	AA-
债项	AA-
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	兴业证券股份有限公司, 中信建投证券股份有限公司
行业	通信-通信设备

主要财务指标

债券简称	通鼎转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	46.76	44.28	32.81	24.52
净资产	19.29	18.75	16.86	15.64
货币资金	6.81	6.77	4.43	7.35
短期债务	22.54	17.78	9.59	6.06
总债务	23.04	18.28	11.59	6.06
主营业务收入	14.44	28.22	28.04	18.62
EBITDA	2.24	4.24	3.21	2.49
净利润	1.06	2.20	1.77	1.60
经营活动净现金流	1.78	(2.01)	(3.71)	0.36
投资活动净现金流	(1.86)	(3.28)	(4.87)	(2.31)
筹资活动净现金流	0.36	6.88	5.11	1.58

WIND 盈利预测

债券简称	通鼎转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	28.22	35.57	39.89	41.34
同比(%)	0.64	26.08	12.14	3.61
归母净利润(亿元)	2.18	2.33	2.73	3.14
同比(%)	22.15	6.68	17.05	15.14
EPS(元/股)	0.81	0.65	0.76	0.88
ROE(%)	11.76	11.70	12.39	12.31
ROA(%)	5.70	4.99	5.98	6.49
PE	28.16	26.40	22.55	19.59
PEG	0.85	3.95	1.32	1.29

通鼎转债

基本情况

公司为民营企业，2010年10月在深交所上市。2013年7月公司实施股权激励计划，对113名公司高管、中层、核心技术人员在内的职工授予753万股限制性股票。截止到2014年6月末，通鼎集团持有公司50.81%股份，为控股股东。沈小平持有通鼎电子6.5%股份，并且通过通鼎集团间接持有公司股份，为实际控制人。公司主营业务为通信光缆、电缆等产品开发、生产和销售。从属于电气设备和机械制造里面的通信电缆、光缆的专业设备制造。

2013年报显示，公司通信光缆、通信电缆、射频电缆、铁路信号缆占收入比分别为58.19%、14.74%、9.57%、7.34%。毛利占比分别为64.62%、7.93%、7.92%、11.70%。通信光缆、铁路信号缆业务的毛利率偏高。公司业务主要集中于通信光缆中，下游以电信运营商为主导地位。通信光缆具有行业认证和准入机制，因此存在一定的技术壁垒，行业集中度相对较高。公司在该领域上市公司中市场占有率排名前列。

股性分析

2014中报显示公司实现营业收入14亿元，同比增长10%；净利润1.04亿元，同比增长2%。2Q单季实现营业收入8.4亿元，同比增长8.8%；净利润8036万元，同比增长19%。业绩增长乏力的主要原因是光纤需求放缓，价格下滑至毛利率下降。公司预计前三季度净利润变动幅度为-15%至15%之间。公司近期宣布再中中国移动的大单，涉及总金额在11.29亿元。这一情况一定程度上打消了通信光缆竞争过剩下，市场的悲观预期。随着印度光缆反垄断的告一段落，以及公司大单的不断锁定，预计前期主营业务的增长仍将处于稳中有升的状态。随着后期公司6亿元的可转债募集资金陆续投产，扩充公司光纤预制棒、光纤产能，公司行业地位将进一步被巩固。2014年中国4G进入建设高峰期，公司光纤光缆、射频电缆无疑将充分受益于4G行业高景气。此外，公司在2014年6月收购迪威普35%股权，试图实现迪威普光纤焊接机与公司主营光纤光缆业务的协同发展。我们认为，公司入股迪威普，有助于拓展公司通信业务，支撑公司传统通信业务快速增长。

公司5月公告，将收购苏州瑞翼信息51%的股权。该互联网公司主要为中小企业提供挂机短信、引动搜索等业务，通过与运营商进行分成来获取利润。当前瑞翼信息已经形成了一定规模的客户群体，而公司向移动互联行业的迈进，也显示了其转型的意愿。瑞翼信息的技术能力、客户资源以及公司在三大运营商的客户资源，必将发挥协同效应。



溢价率和转换价值走势

暂无

公司通过参股瑞翼信息，开发的“流量掌厅”业务，满足用户对流量的使用查看需求。具体来看，主要包括提供用户流量查看的 APP，以悬浮 APP 的形式时刻展示用户的流量使用信息，抓住用户的核心需求。公司基于流量监控的流量掌厅 APP 将在全国推广，来自于客户流量查看的刚性需求。公司抓住这个流量查看的入口，吸引用户，并通过移动分发市场等方式来变现。

整体看，公司通过转债项目募集资金的技术投入，加之近期订单情况好转和 4G 网络建设的体术，2014 年业绩仍存有较大反弹可能。瑞翼信息的流量掌厅模式清晰，客户快速增长，可能成为后期上行动力。当前转债还没上市，截止到 2014 年 8 月 29 日，转换价值在 98 元左右。预计该小盘转债的转股溢价率不低，投资者可能在上市初期迎来较为有利的买入时点。

债性分析

本次可转债为无担保，主体和债项外部评级为 AA-/AA-。公司负债率适中，但短期偿债指标并不稳固。经营性现金流较差，后续投资压力较大，自由现金流不足，可能仍有融资压力。整体看，具有一定信用风险，建议投资者稍加注意。

条款博弈

转债在 2015 年 2 月进入转股期。考虑到公司面临一定的融资压力，促转股意愿较强。

债券发行概况

债券简称	久立转债
起息日期	2014-02-25
到期日期	2020-02-24
债券年限	6
债券余额	4.87亿元
利率结构	票面利率为第一年0.50%、第二年0.70%、第三年1.00%、第四年1.30%、第五年1.70%、第六年2.10%。
补偿利率条款	本次发行的可转债到期后5个交易日内，公司将按债券面值的108%（含最后一期利息）的价格赎回未转股的可转债。
发行量	4.87亿元
是否有担保	无
转股价格	19.76元
转股日期	2014-09-04
主体评级	AA
债项	AA
评级机构	联合信用评级有限公司
下修条款	10/20, <85%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	国信证券股份有限公司
行业	钢铁-钢铁 II

主要财务指标

债券简称	久立转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	34.73	31.00	27.60	25.20
净资产	20.25	18.58	16.69	15.35
货币资金	3.40	3.84	3.70	3.88
短期债务	4.83	4.12	5.90	6.89
总债务	8.51	5.17	6.40	7.14
主营业务收入	13.57	28.49	26.60	21.62
EBITDA	2.13	4.07	3.35	2.40
净利润	1.06	2.21	1.61	1.21
经营活动净现金流	0.44	3.97	3.45	(0.83)
投资活动净现金流	(2.65)	(3.56)	(2.79)	(3.01)
筹资活动净现金流	1.18	0.41	(2.13)	3.57

WIND 盈利预测

债券简称	久立转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	28.49	32.92	38.29	43.53
同比(%)	7.09	15.58	16.30	13.68
归母净利润(亿元)	2.17	2.75	3.50	4.21
同比(%)	40.22	26.40	27.46	20.40
EPS(元/股)	0.70	0.87	1.10	1.33
ROE(%)	12.16	13.29	14.76	15.59
ROA(%)	7.54	8.95	11.75	13.35
PE	29.02	23.34	18.31	15.23
PEG	0.64	0.87	0.66	0.73

久立转债

基本情况

公司为民营企业，股东为浙江久立集团股份有限公司，周志江为公司的实际控制人。公司主营业务为工业用不锈钢及特种合金管材、管件的研发、生产和销售，所处行业为金属制品业，细分为工业用不锈钢管材与管件制品，其中工业用不锈钢产品的收入占比在 90%以上。不锈钢产品可以广泛运用于能源装备、机械制造等高端工业领域。核电等清洁能源用管和油气网络 LNG 用管是公司当前重要的下游需求。成本端来看，不锈钢以钢管原材料为主，也包括铬、镍等其他金属。据特钢业协会统计，2009-2012 年度，公司在工业不锈钢业市场占比位居全国第一，为行业龙头。

从 2013 年报看，公司具体产品主要为无缝管和焊接管，占比为 55%、34%，毛利率在 15%，较为接近。

股性分析

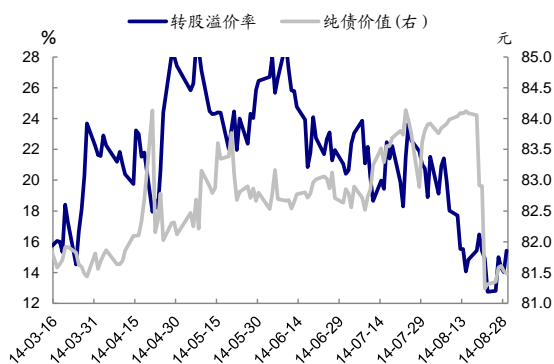
2014 年上半年公司主营业务收入 13.57 亿元，同比下滑 1.82%，归母净利润 1.05 亿元，同比增长 3.52%。公司营业收入下滑主要来自于原材料下跌下出厂价格下跌所致。公司油气领域业务需求好转，一定程度上抵御了产品价格下滑的风险。此外，公司的管理费用、资产减值等均出现环比、同比减少，也是净利润走强的主要原因。公司层面的经营较为稳健，主要依赖于 LNG 的高景气增长以及核电国有投资重启。

公司 2 万吨的超长口径 LNG 输送不锈钢焊管项目将在 2014 年贡献增量。公司现有产能 7.5 万吨，随着新建项目投产，2014 年突破 10 万吨，产能增长及结构优化巩固不锈钢管龙头地位。受益油气投资高景气及核电建设提速，2014 年产量预计 7.5 万吨左右，业绩增速维持 30%以上增长。

国内核电蒸发器用 U 型管双寡头的格局下，下游需求随着大额招标重启以及国产装备化的大趋势出现明显好转。公司是国内唯一两家具具有核电蒸发器用 U 型传热管生产能力及认证资质的企业之一。2014 年 690TT 合金管订单约 100 吨，单吨售价在 90~100 万元。随着国内核电建设项目提速，我们预计未来每年国内核电管市场需求在 1000 吨左右，公司核电管业务有望成为继油气管后又一利润增长点。

不断追求产品结构的调整与优化升级将成为公司经营战略的主线。公司在专业领域的地位将确保公司能够实现相对稳定的增长。公司虽处于传统周期行业板块中，但对应于大能源下的装备升级的大趋势下，高端新品带来高毛利率的稳定，

溢价率和转换价值走势



新增产能释放带动收入增长，均值得投资者期待。当前转债转股溢价率 15% 左右，股性不强。

债性分析

久立转债为无担保债，发行人为民营企业。公司资产负债率较低，短期偿债指标好，自由现金流充沛。依托于强大的技术优势，公司毛利率明显高于其他特钢企业。整体看我们认为公司违约风险较小。当前转债债底价值为 84 元，债性偏弱，对于转债的支撑力度很小。

条款博弈

该转债将在 9 月进入转股期，当前正股价格距离转股价 130% 或 85% 均有较大空间，暂无条款博弈机会。

债券发行概况

债券简称	华天转债
起息日期	2013-08-12
到期日期	2019-08-11
债券年限	6
债券余额	3.31亿元
利率结构	票面利率：第一年0.5%、第二年0.7%、第三年0.9%、第四年1.1%、第五年1.3%、第六年1.5%。
补偿利率条款	本次发行的可转债到期后5个交易日内，公司将以108元（含最后一期利息）的价格赎回全部未转股的可转债。
发行量	4.61亿元
是否有担保	无
转股价格	9.74元
转股日期	2014-02-17
主体评级	AA
债项	AA
评级机构	鹏元资信评估有限公司
下修条款	20/30, <90%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	第一创业摩根大通证券有限责任公司
行业	电子-半导体

主要财务指标

债券简称	华天转债			
(单位：亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	38.20	35.59	25.55	23.07
净资产	21.82	19.73	15.33	14.49
货币资金	3.23	4.74	3.12	3.32
短期债务	2.90	2.38	4.09	1.94
总债务	8.52	9.13	5.67	4.70
主营业务收入	15.63	24.47	16.23	13.09
EBITDA	3.19	4.73	3.24	2.34
净利润	1.41	2.01	1.22	0.80
经营活动净现金流	1.80	3.88	2.15	2.18
投资活动净现金流	(2.39)	(8.03)	(2.40)	(7.32)
筹资活动净现金流	(0.25)	4.11	0.58	4.24

WIND 盈利预测

债券简称	华天转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	24.47	34.95	44.13	56.46
同比(%)	50.76	42.82	26.27	27.94
归母净利润(亿元)	1.99	2.85	3.82	4.81
同比(%)	64.55	42.87	34.19	25.86
EPS(元/股)	0.31	0.43	0.58	0.73
ROE(%)	11.22	13.94	16.47	18.09
ROA(%)	6.56	8.27	9.73	10.70
PE	40.91	28.64	21.34	16.96
PEG	0.56	0.67	0.62	0.66

华天转债

基本情况

公司为民营企业，控股股东为天水华天微电子股份有限公司，实际控制人为肖胜利等 13 名一致行动人，所属行业为制造业，细分行业为计算机、通信和其他电子设备制造业。公司主要从事半导体集成电路、MEMS 传感器、半导体元器件的封装测试业务，是我国集成电路行业工信部重点监控企业、西部地区最大的集成电路封装基地，净利润率自 2007 年上市连续四年位居国内同行企业上市公司第一位。

从 2013 年报看，公司核心产品为集成电路产品，营业收入占比为 98.17%，综合毛利率为 21.86%。销售区域方面，公司主要面向国内市场，销量占比约 60%，不过近几年出口市场增速较快。

股性分析

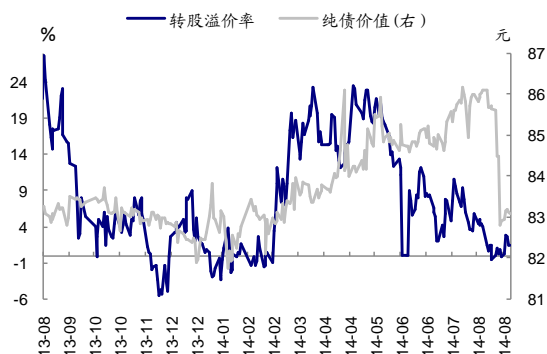
中报显示公司营业收入为 15.63 亿元，同比大幅增长 44.06%，主要原因为上半年产能稳步增长，产能利用率提高。实现规模利润 1.39 亿元，同比上升 36.67%。

公司地处西部地区，具有较低的人力资源成本、土地使用、生产动力等方面的价格优势，随着集成电路封装规模的不断扩大以及成本管控的持续开展，公司在成本方面的竞争优势将进一步得到加强和巩固。

公司已经形成了昆山、西安和天水三地的高中低端封装测试的产能布局。2014 年上半年，公司继续实施“通讯与多媒体集成电路封装测试产业化项目”和“40 纳米集成电路先进封装测试产业化项目”，通过项目的顺利实施，有效地提高了集成电路封装产能。在持续扩大集成电路封装规模的同时，公司进一步加大国家科技重大专项 02 专项等科技创新和技术研发项目的实施力度。“阵列镜头智能成像 TSV-CIS 集成模块工艺开发与产业化”项目获得立项批复，高深宽比 TSV 技术研发和 Bumping 生产线的组建正在积极实施之中，有效地促进了公司集成电路封装技术水平和科技创新能力的提升。

整体来看，公司基本面较好，盈利能力较强。国务院于 2014 年 6 月 24 日颁布了《国家集成电路产业发展促进纲要》，为我国集成电路产业的发展提供了有力的政策和资金支持，营造了良好发展环境。公司依托国家级企业技术中心、甘肃省微电子工程技术研究中心及微电子工程实验室等研发验证平台，技术优势不断提升。通过多项目的实施推进，有望提高公司集成电路封装测试水平和市场占有率。同时，拥有成本

溢价率和转换价值走势



领先优势，客户群体稳定、销售网络强大，随着我国集成电路市场需求的稳定增长，预计经营业绩将持续增长。当前转债转股溢价率在 5% 左右，股性极强。

债性分析

华天转债为无担保债，发行人为民营企业。从中报数据来看，公司资产负债率为 42.87%，半导体行业为资金密集型，债务负担在合理范围，短期偿债指标较好，流动比率、速动比率均略高于行业平均水平，一季度经营性现金净流量为 1.8 亿元，但投资规模持续超过经营现金流，存在一定的自由现金流缺口。

整体看，集成电路产业为国家战略性资源，行业景气度持续提升，政策支持力度较大，我们认为随着半导体市场需求的提升，公司有望保持业绩增长，经营变现效率较高，违约风险较小。当前转债债底价值为 86 元左右，债性相对弱于股性，对于转债的支撑力度较低。

条款博弈

该转债年初已进入赎回期，近期正股价格与转股价 130% 十分接近，年内有引发强制赎回的可能。

债券发行概况

债券简称	恒丰转债
起息日期	2012-03-23
到期日期	2017-03-23
债券年限	5
债券余额	3.1亿元
利率结构	本次发行的可转债票面利率为第一年0.7%、第二年0.9%、第三年1.1%、第四年1.3%、第五年1.5%。
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后5个交易日内，公司将以本次发行的可转债票面面值的105%（含最后一期利息）向投资者赎回全部未转股的可转债
发行量	4.5亿元
是否有担保	有
转股价格	6.67元
转股日期	2012-09-24
主体评级	0
债项	AA
评级机构	0
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	中国中投证券有限责任公司
行业	轻工制造-造纸 II

主要财务指标

债券简称	恒丰转债			
(单位: 亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	26.86	26.61	27.71	23.31
净资产	15.83	15.57	13.94	12.41
货币资金	2.89	2.13	3.43	3.13
短期债务	5.17	5.62	6.69	5.90
总债务	8.65	9.03	11.35	8.67
主营业务收入	6.51	15.18	14.50	13.27
EBITDA	1.56	3.56	3.29	2.84
净利润	0.26	0.74	0.91	0.89
经营活动净现金流	1.63	1.76	1.84	0.68
投资活动净现金流	(0.24)	(1.07)	(3.84)	(4.06)
筹资活动净现金流	(0.63)	(1.61)	2.48	3.15

WIND 盈利预测

暂无

恒丰转债

基本情况

公司为国有企业，控股股东为牡丹江恒丰纸业集团有限责任公司，持股比例为 36.75%，实际控制人为牡丹江市国资委，所属行业为制造业，细分行业为造纸和纸制品业。公司是国内最大的卷烟配套系列用纸制造商和中国烟草总公司确定的卷烟辅料生产基地。产品包括各种系列卷烟纸、滤嘴棒成型纸、滤嘴棒接装原纸、铝箔衬纸、无碳复写原纸等，主要产品均为国家专营产品，主导产品“天鹅”牌卷烟纸销往国内 130 余家卷烟厂和 70 多家卷烟材料厂。同时还销往俄罗斯、东南亚、朝鲜等国际市场。

公司生产主要原材料为商品木浆，木浆价格的波动对烟配用纸行业的成本影响较大。2013 年以来，木浆价格有所上涨推动成本上升。能源主要为电力和蒸汽。多年来与各主要供应商保持着长期稳定的业务关系，原辅材料和能源供应较充足、渠道畅通，生产所需商品木浆主要为自营进口，小部分从国内代理商处购进；电力由恒丰集团向牡丹江电业局购买后通过变电站进行变压后向公司供应，蒸汽全部由恒丰热电直接供应。

从 2013 年报看，公司主要产品为卷烟纸、滤嘴棒纸、铝箔衬纸等，营业收入占比分别为 41.88%、26.77%和 15.00%，毛利率分别为 35.80%、22.56%和 6.94%。中国大陆地区实现销售收入为 14.86 亿元，国际市场覆盖区域进一步扩大，全年实现出口销售收入 8084.47 万元，同比增长 27.08%。

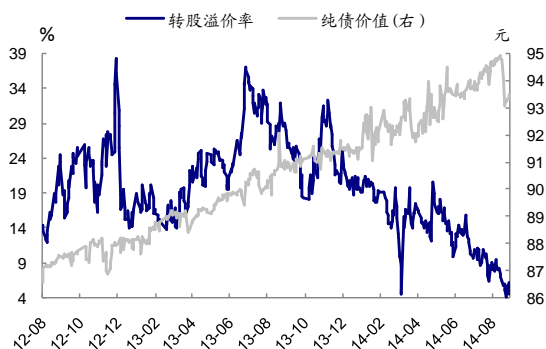
股性分析

中报显示公司营业收入为 6.51 亿元，同比上升 1.58%，产品销量有所增长、滤嘴棒纸生产线产能利用率提高；。实现规模利润 2600 万元，同比下降 4.78%，主要原因为公司加强费用预算管理，上半年管理费用、财务费用、销售费用均同比降低。

2013 年，公司国内综合市场占有率继续提高至 32%左右，行业竞争优势进一步增强。烟配用纸的生产对技术的要求较高，只有不断研发出市场需求的新产品才能保持市场地位。公司研发能力较强，产品在技术上较为领先，形成了一定的技术优势。

在我国，卷烟纸属于特许经营产品，毛利率较高。近年来卷烟纸生产厂家纷纷引进生产线扩大产能，造成产能过剩。目前我国对卷烟纸的需求量在 10 万吨左右，而卷烟纸的生产能力在每年 30 万吨左右，国内卷烟配套系列用纸市场整体供

溢价率和转换价值走势



过于求。同时，受控烟政策以及限制职务消费、公务消费等相关政策的影响，卷烟行业生产、销售增速放缓，公司作为卷烟产业链的其中一环，不可避免得受到了影响。

整体来看，公司基本面尚可，随着滤嘴棒纸、圣经纸等增加的产能继续释放，同时加大国内外市场拓展力度，公司营业收入规模稳步增长，但存在一定的产能闲置。在目前卷烟行业增速放缓、甚至下滑的情况下，产能未来能否全部消化存在一定不确定性。加上 2013 年四季度来生产用原材料木浆价格上涨，可能对未来盈利能力造成一定的不良影响。当前转债转股溢价率 3.2%，股性极强。

债性分析

恒丰转债为无担保债，发行人为国有企业。中报数据来看，资产规模与结构较为稳定，但应收账款增长较快，资产规模在同行业内较小，公司资产负债率为 41.05%，呈逐年缩减态势，短期偿债指标较好，流动比率、速冻比率均高于行业平均水平，上半年经营性现金净流量为 1.69 亿元。

整体看，我们认为公司产品销量稳健增长，现金流规模较小，盈利能力较好，违约风险小。本期债券由牡丹江市国有资产投资控股有限公司提供全额不可撤销的连带责任保证担保，牡国投综合实力较强，在资产注入、财政补贴方面持续得到当地政府的大力支持，2014 年主体长期信用等级维持为 AA，其提供的担保仍能为债券的偿还提供较好的保障。当前转债债底价值为 95 元左右，债性相对弱于股性，对于转债的支撑力度一般。

条款博弈

受益于 2 季度以后轻工板块良好表现，正股涨幅较大。从市场给予的溢价率看，对于后续冲击转股较为悲观。尽管转股价格较每股净资产仍有一定距离，但短期博弈机会不大。

债券发行概况

债券简称	泰尔转债
起息日期	2013-01-09
到期日期	2018-01-08
债券年限	5
债券余额	2.47亿元
利率结构	票面利率：第一年到第五年的利率分别为：第一年0.6%、第二年0.9%、第三年1.2%、第四年1.6%、第五年2.0%。
补偿利率条款	无
发行量	3.2亿元
是否有担保	有
转股价格	8.49元
转股日期	2013-07-15
主体评级	AA-
债项	AA
评级机构	鹏元资信评估有限公司
下修条款	10/20, <90%
赎回条款	20/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	民生证券股份有限公司
行业	机械设备-通用机械

主要财务指标

债券简称	泰尔转债			
(单位：亿元)	2014-6	2013	2012	2011
总资产	17.58	16.52	12.34	11.71
净资产	9.70	9.27	8.55	8.44
货币资金	3.13	2.48	0.71	2.17
短期债务	2.57	1.58	1.18	0.54
总债务	5.45	4.67	1.70	0.56
主营业务收入	1.80	3.58	4.07	4.03
EBITDA	0.38	0.60	0.84	0.93
净利润	0.14	0.15	0.43	0.67
经营活动净现金流	(0.04)	(0.44)	(1.24)	0.31
投资活动净现金流	(0.12)	(1.27)	(0.62)	(1.69)
筹资活动净现金流	0.79	3.46	0.28	(1.06)

WIND 盈利预测

债券简称	泰尔转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	3.58	4.17	4.85	5.44
同比(%)	(11.98)	16.47	16.31	12.06
归母净利润(亿元)	0.15	0.36	0.46	0.57
同比(%)	(65.96)	146.79	29.61	22.66
EPS(元/股)	0.08	0.19	0.24	0.30
ROE(%)	1.57	3.50	3.70	4.50
ROA(%)	1.01	2.00	2.20	2.70
PE	133.36	54.05	41.69	33.99
PEG	(1.50)	0.37	1.41	1.50

泰尔转债

基本情况

公司为民营企业，控股股东和实际控制人为邵正彪，持股48.87%。公司主要从事钢铁行业用方向联轴器、鼓形齿式联轴器的生产与销售。公司主要产品用于钢铁行业，为钢铁行业轧制设备提供配套传动零部件，同时也用于铜铝等其他有色金属的冶炼传动部件。上下游关系看，公司主要采购铸件、锻件等钢铁标准材料，成本端对于钢材的价格有一定敏感性。下游主要对接与中大型钢铁厂预计其他工程机械生产商，占比分别为55%和30%左右。行业地位来看，公司为中国最大的联轴器生产商之一，市场占有率在20%左右。

2013年年报来看，公司万向和鼓形齿式联轴器收入占比分别为45.84%、32.21%，显示主营中联轴器类业务集中度较高。精密卷筒和剪刀占比为4.74%、3.61%。毛利率看，剪刀稍低，其余维持在40%左右。相对于传统钢铁、机械设备行业，公司毛利率并不低。

股性分析

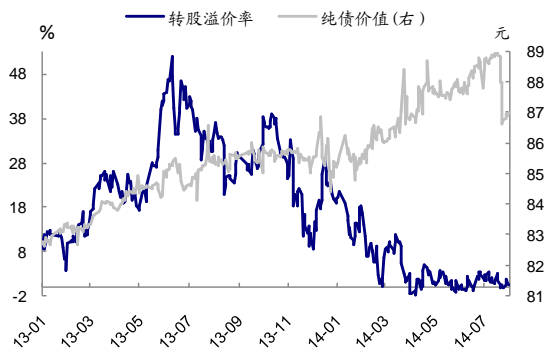
2季报显示公司营业收入1.8亿元，同比减0.56%。实现归母净利润0.14亿元，同比减少34.02%。公司毛利率为35.32%，较同期下滑2.52%。净利率为7.97%，同比下滑4.04%。净利率的大幅下滑主要来自于费用的大幅度上行，从21.44%上行至23.79%。其中财务费用率从1.29%上行至3.12%，幅度为1倍多。此外，公司资产减值损失从2013年同期的0.04亿元上行至0.11亿元，同样是利润下滑的主要原因。

公司生产品种为工业耗材类，平均使用寿命在1-3年。长期来看，受钢铁、工程机械行业的需求下滑，传统业务的需求前景并不佳，主要通过有限的固有设备更新换代实现。虽然2014年2季度以后钢铁行业景气度有一定提升，但在降低成本、收缩产能的大背景下，较多钢厂对传动轴等设备零件采取低库存的采购政策，导致公司的原材料库存和应收账款有积压的现象。下游需求不足也是限制正股估值表现的重要原因。

2013年公司发行转债项目主要用于精密卷筒、冷轧万向联轴器和复合滑板三个项目。从目前进度看，年内完成投产是大概率。预计项目完成后，可以年生产110套精密卷筒、1160套冷轧万向联轴器，7500件复合滑板。此类产品目前主要供给来自于进口，同时具备一定技术壁垒，潜在需求尚可。后期大概率将成为公司新的增长点，但也需要谨防大规模投资后，产能利用率不足的风险，从而对利润短期造成负面影响。

公司大股东于3月通过控股公司在二级市场增持股票，计划6

溢价率和转换价值走势



个月内增持不超过股本的 2%。显示股东对于公司长期趋势的看好。此外，公司前期也公告与硅谷天堂的合作，可能对公司产业转型和升级带来正面因素。另外公司投资 9000 万元持有安徽惊天液压公司 5.22% 股权。后者为液压破拆领域中重要的制造企业。如果惊天液压公司的拆解机器人需求旺盛，公司有望继续做大做强机器人业务板块。

整体来看，我们认为公司传统的联轴器业务乏善可陈，近期资本市场运作更值得关注。此外参股机器人拆解行业可能对正股估值有一定利好。正股 2 季度以后表现不弱，主要来自于钢铁行业复苏预期跟涨，但空间不宜过高估计。当前转债转股溢价率接近 0%，股性极强。

债性分析

该转债由大股东邵正彪通过股权质押和保证担保，担保力度一般，主体和债项外部评级为 AA-/AA。整体来看，公司在传统周期制造业中利润率较高，现金流充沛，资产负债率低。我们认为公司的违约风险很小。当前债底在 89 元左右，相对转债价格 120 元差距很大，更多为股性驱动。

条款博弈

转债在 2013 年 7 月已进入转股期。当前正股价格距离转股价 130% 不远，预计股东方促进股价继续上行的主观意愿较强。

债券发行概况

债券简称	东华转债
起息日期	2013-07-26
到期日期	2019-07-25
债券年限	6
债券余额	1.26亿元
利率结构	本次发行的可转债第一年到第六年的票面利率分别为：第一年0.5%、第二年0.8%、第三年1.1%、第四年1.5%、第五年1.5%、第六年2.0%。
补偿利率条款	在本次发行的可转债期满后5个交易日内，公司将以本次发行的可转债票面面值上浮5%（含最后一期利息）的价格向投资者赎回全部未转股的可转债。
发行量	10亿元
是否有担保	无
转股价格	11.79元
转股日期	2014-02-07
主体评级	AA
债项	AA
评级机构	上海新世纪资信评估投资服务有限公司
下修条款	10/20, <85%
赎回条款	15/30, ≥130%
回售条款	30/30, <70%
主承销商	华泰联合证券有限责任公司, 高盛高华证券有限责任公司
行业	计算机-计算机应用

主要财务指标

债券简称 (单位: 亿元)	东华转债			
	2014-6	2013	2012	2011
总资产	65.21	60.10	40.10	33.56
净资产	48.42	37.14	27.66	22.67
货币资金	9.03	13.02	4.76	4.50
短期债务	3.16	4.24	3.53	2.73
总债务	4.13	11.90	3.53	2.73
主营业务收入	20.01	44.23	34.91	25.86
EBITDA	4.58	9.53	6.74	4.96
净利润	3.54	7.71	5.69	4.21
经营活动净现金流	(5.77)	3.14	1.66	0.76
投资活动净现金流	(0.48)	(3.83)	(0.88)	(0.58)
筹资活动净现金流	2.26	8.95	(0.49)	(0.03)

WIND 盈利预测

债券简称	东华转债			
	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(亿元)	44.23	55.55	70.46	90.31
同比(%)	26.68	25.59	26.85	28.16
归母净利润(亿元)	7.71	10.90	14.70	19.13
同比(%)	35.44	41.42	34.82	30.14
EPS(元/股)	1.12	0.72	0.97	1.27
ROE(%)	20.75	23.73	24.93	24.50
ROA(%)	15.39	12.50	15.80	17.15
PE	33.60	23.76	17.62	13.54
PEG	0.86	0.57	0.51	0.45

东华转债

基本情况

公司为民营企业，股东为北京东华诚信电脑科技发展有限公司，薛向东为公司的实际控制人。公司以应用软件开发、计算机系统集成及信息技术服务为主要业务，所处行业为信息技术，细分为应用软件。公司是国内少数已通过软件能力成熟度模型 5 级(CMMI5 级)认证的软件企业之一，是国内第一家同时具有系统集成一级资质、涉密甲级资质、CMMI5 级资质的企业，同时也是国内软件和系统集成的龙头企业。

从 2014 中报看，公司主营收入主要来自系统集成、自制及定制软件、技术服务，占比分别为 58.58%、19.37%、18.78%，毛利率分别为 16.09%、76.56%、54.14%。

股性分析

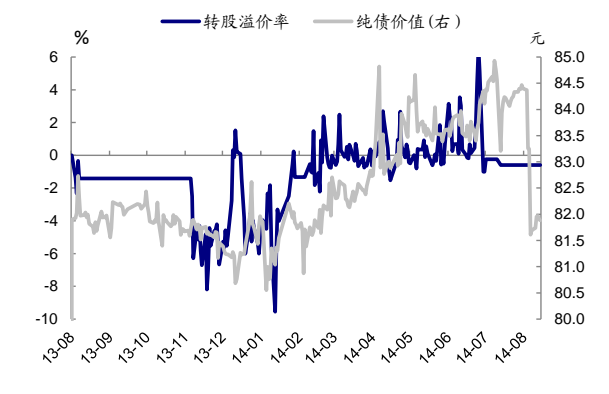
2014 年上半年公司营业收入 20 亿元，同比增长 15.01%，净利润 3.54 亿元，同比增长 15.40%。营业收入和净利润增速均低于市场预期，主要原因为威锐达并表时间晚于预期以及部分投标项目延后，而研发投入大幅增长亦压缩了利润空间。但并表时间和投标项目的延后并不会对公司全年业绩产生影响，半年报公司预计前三季度净利润为 5.50-6.41 亿，同比增长 20-40%，较上半年有所回升。东华软件未来的看点主要有以下三方面：

首先，公司正在加速布局互联网医疗。公司与支付宝于 2014 年 7 月达成战略合作，共同推进“未来医院计划”。双方首个合作成果，昆明医科大学第二附属医院的“移动智能就医”已上线，可用支付宝钱包实现挂号、诊间付费、医保结算、智能就医提醒等功能。未来双方将利用大数据、移动互联网技术，用 5-10 年打造以患者为中心的移动智能就医平台。此次合作显示东华软件布局互联网医疗的意图，后续相应业务的估值有较大想象空间。

其次，公司在智慧城市领域预计将有良好表现。2014 年以来，公司先后获得前海、永川、海南、新郑、衢州等地的大型智慧城市项目。同时，公司与阿里云建立战略合作伙伴关系，拟在云计算、大数据、智慧城市等领域广泛开展合作，有助于进一步扩大公司在智慧城市领域的市场份额。公司计划将全面布局智慧城市项目，未来有望获得更多智慧城市建设和运营项目的订单。

整体来看，公司业务结构正在不断优化，自有软件产品化程度持续提升，综合毛利率持续增长。公司利用“云计算、物联网、移动互联、大数据”等技术，积极进行产品和业务模式创新。公司坚持“内生+外延”发展战略，自 7 月 15 日停

溢价率和转换价值走势



牌，筹划发行股份购买资产事项，计划最晚于 10 月 20 日复牌。停牌前东华转债转股溢价率为负，显示其股性很强，考虑到正股和转债价格此前经历了大幅下跌，若复牌后正股止跌企稳，可考虑买入转债。

债性分析

公司虽然为民营企业，且转债没有担保，但整体来看债务压力并不大。由于公司所在行业前景较好，过去几年公司净利润保持稳定增长，经营净现金流亦逐年增加。公司当前资产负债率仅 25.74%，货币资金是总债务的 2 倍以上，显示偿债能力较强。但需要注意的是，当前东华转债纯债价值 84 元左右，远低于停牌前的价格，对转债的支撑力度较小。

条款博弈

该转债距离回售期尚较远，正股触发强制赎回条款也有相当长一段时间，但公司并未采取促转股行动，意味着对持有人持续转股抱有信心。停牌前东华转债余额仅剩 1.26 亿元，预计复牌后转债将会在年内完成转股。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为信用债评级和转债评级。以报告发布后的建议 3 个月内的信用债净价为比较基准，报告发布后的建议投资期限内的信用债指数为比较基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 3 个月内信用债净价的涨跌幅，3 个月内转债价格相对于信用债指数的涨跌幅。

	评级	说明
信用评级	增持	信用风险下降，净价上涨
	中性	净价不变
	减持	信用风险上升，净价下跌
转债评级	增持	强于信用债指数
	中性	与信用债指数持平
	减持	弱于信用债指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		