

四月份可转债投资策略——积极申购新发转债

可转债投资策略研究报告

发布时间：2012 年 4 月 5 日

投资要点：

1、转债估值基本呈价值低估，转债市场价格相对于其理论价格折价，其溢折价比为-5.16%，工行转债具有套利价值，但中小盘转债由于正股的价值分化导致转债价值分歧比较大。目前转债市场平均纯债溢价率为 11.51%，相对于二月末的 11.6%小幅下降，债性增强；转股溢价率为 38.95%，相对于二月末的 31.44%有所上升，隐含着股性有所下降。可见，转债市场呈弱股性、较强债性的特点。

2、三月份沪深 300 指数月跌幅为-6.80%，而中信标普可转债指数收于 2522.01 点，下跌了-1.25%，转债市场走势强于正股。转债市场三月份成交金额为 163.73 亿元，较前一交易月的 218.99 亿元有所下降，成交相对萎缩。大盘转债成交比较多，其中最高的石化转债成交 53.86 亿元，各只转债平均成交 9.09 亿。三月份可转债 11 涨 7 跌，可转债平均上涨了 0.38%，而可转债正股平均下跌了-4.94%，可转债表现好于正股，转债平均价格为 101.59 元。其中燕京转债由于转股价格的下调提升内在价值而上涨了 7.66%，巨轮转 2、博汇转债分别上涨 2.63%、2.02%，相比之下，石化转债、工行转债分别下跌-3.42%、-2.59%。石化转债 2 已经有条件被证监会审核通过，估计在二季度发行，这可能对市场是一个严峻的考验。

3、经济基本面的变化和政策放松预期之间的博弈可能主导市场走向，四月份货币政策有望结构性宽松，对外资的 QFII 额度放宽到 500 亿美元，对股市是一个政策性利好，估计市场在三月份调整之后反弹的概率较大。我们的观点是，三月份市场调整是配置可转债的一个合理时间点，四月份仍然是配置转债的不错时机，可关注国电转债、巨轮转 2、新钢转债、国投转债的波段性机会，并积极申购新发转债。恒丰纸业 4.5 亿可转债发行已经结束，中签率为 0.42%，而中国重工可转债已经获得证监会批准，中国石化发行可转债的申请获有条件通过，预示着可转债进入了一个新的发行周期，投资者可关注其中申购机会。四月份转债的一个风险点是石化转债 2 的发行，其对市场估值的影响比较大，可能在某种程度上使得转债的估值重心下移。

可转债价值评价

证券简称	收盘 价元	理论 价格	溢折 价比
博汇转债	100.49	101.16	-0.66%
澄星转债	107.57	108.19	-0.57%
川投转债	94.46	103.71	-8.92%
歌华转债	92.44	95.80	-3.50%
工行转债	108.60	115.57	-6.03%
国电转债	104.58	115.45	-9.42%
国投转债	98.49	109.84	-10.33%
海运转债	95.21	99.74	-4.54%
巨轮转 2	100.53	115.38	-12.87%
美丰转债	109.86	120.39	-8.75%
深机转债	93.86	100.01	-6.15%
石化转债	101.14	111.64	-9.41%
双良转债	97.12	96.28	0.87%
唐钢转债	108.50	108.73	-0.21%
新钢转债	103.33	108.20	-4.50%
燕京转债	109.41	109.92	-0.47%
中鼎转债	110.99	117.38	-5.44%
中海转债	93.94	98.00	-4.14%
中行转债	95.25	98.27	-3.08%

东北证券金融工程研究小组

分析师:赵旭

执业证书号码: S0550511010005

TEL: (8621)20361161

FAX: (8621)20361138

E-mail: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市浦东新区源深路 305 号 4 楼

邮编 200135

四月份可转债投资策略——积极申购新发转债

一、三月份可转债市场回顾

三月份 A 股市场在一、二月份反弹的基础上震荡下跌，这与我们的预期基本一致，央行下调存款准备金率、通货膨胀逐步回落，使得货币政策相对稳健，也有向偏松的格局发展的可能，这些都利于市场的持续反弹。尽管伊朗问题、叙利亚政局等国际政治局势使得国际经济形势比较复杂，但美国经济正在复苏，欧债危机得到初步化解，亚洲经济增长比较强劲，有利于世界经济逐步恢复。截至 2012 年 3 月 30 日，沪深 300 指数收于 2454.9 点，月跌幅为-6.80%。转债市场走势相对于正股抗跌，截止三月末，中信标普可转债指数收于 2522.01 点，下跌了-1.25%，可转债下跌幅度小于正股，这也从侧面反映了可转债的双重属性，受到债券市场和股票市场的影响，但更是震荡市场一个比较好的投资品种，如果市场持续反弹，可转债的投资价值凸显。

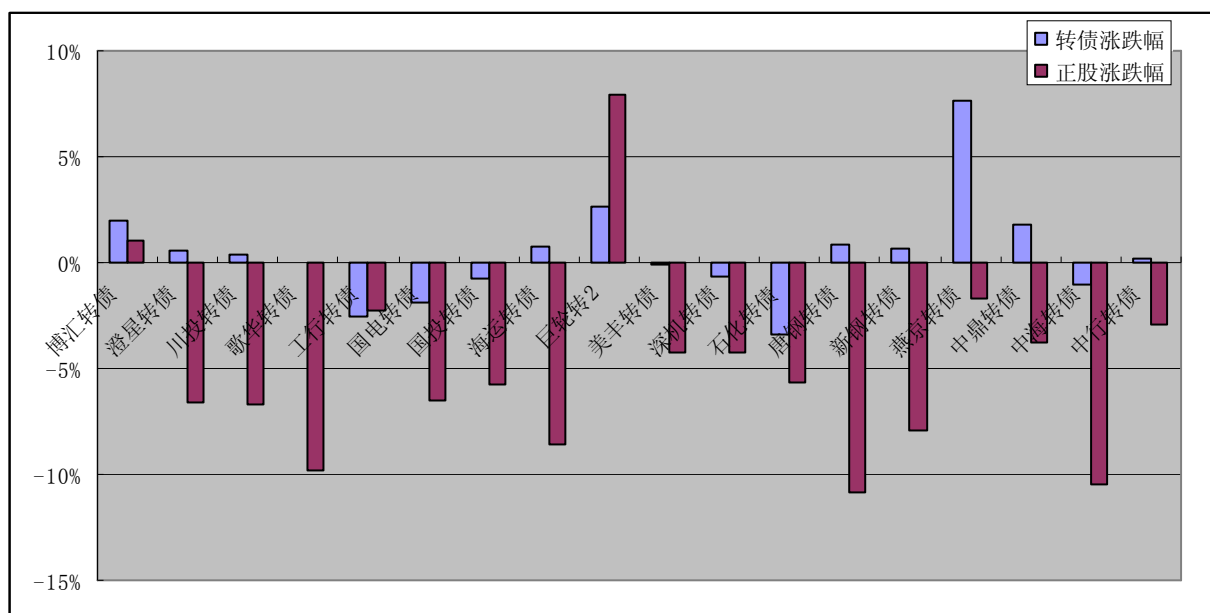
表 1 可转债市场交易情况（2012 年 3 月 1 日 - 3 月 30 日）

代码	名称	收盘价 元	转债涨 跌幅	正股涨 跌幅	转债成交 量(手)	转债成交 额(万元)	正股成交 额(万元)
110007.SH	博汇转债	100.49	2.02%	1.00%	124,550.00	12,464.05	132,632.45
110078.SH	澄星转债	107.57	0.52%	-6.61%	56,428.00	6,162.03	702,876.46
110016.SH	川投转债	94.46	0.34%	-6.71%	332,299.00	31,517.88	382,503.39
110011.SH	歌华转债	92.44	0.01%	-9.82%	234,153.00	21,675.50	238,845.51
113002.SH	工行转债	108.6	-2.59%	-2.26%	3,459,524.00	381,390.25	433,475.10
110018.SH	国电转债	104.58	-1.93%	-6.52%	577,640.00	61,566.69	306,169.95
110013.SH	国投转债	98.49	-0.72%	-5.75%	235,886.00	23,779.56	108,893.35
110012.SH	海运转债	95.21	0.71%	-8.55%	96,534.00	9,194.64	22,653.48
129031.SZ	巨轮转 2	100.531	2.63%	7.96%	36,787.70	3,735.41	49,025.00
125731.SZ	美丰转债	109.859	-0.13%	-4.25%	127,424.70	14,269.34	224,149.54
125089.SZ	深机转债	93.858	-0.68%	-4.23%	136,819.50	12,993.94	45,679.58
110015.SH	石化转债	101.14	-3.42%	-5.64%	5,169,346.00	538,623.38	585,173.40
125709.SZ	唐钢转债	108.502	0.84%	-10.84%	256,370.10	27,719.53	215,684.03
110003.SH	新钢转债	103.33	0.65%	-7.91%	487,017.00	50,449.88	38,613.80
126729.SZ	燕京转债	109.405	7.66%	-1.73%	184,670.50	19,375.82	178,446.80
125887.SZ	中鼎转债	110.99	1.83%	-3.73%	88,577.10	10,040.76	76,527.23
110017.SH	中海转债	93.94	-1.07%	-10.44%	167,835.00	15,821.83	62,529.08
113001.SH	中行转债	95.25	0.18%	-2.93%	4,162,483.00	396,521.65	199,219.83

资料来源：WIND，东北证券

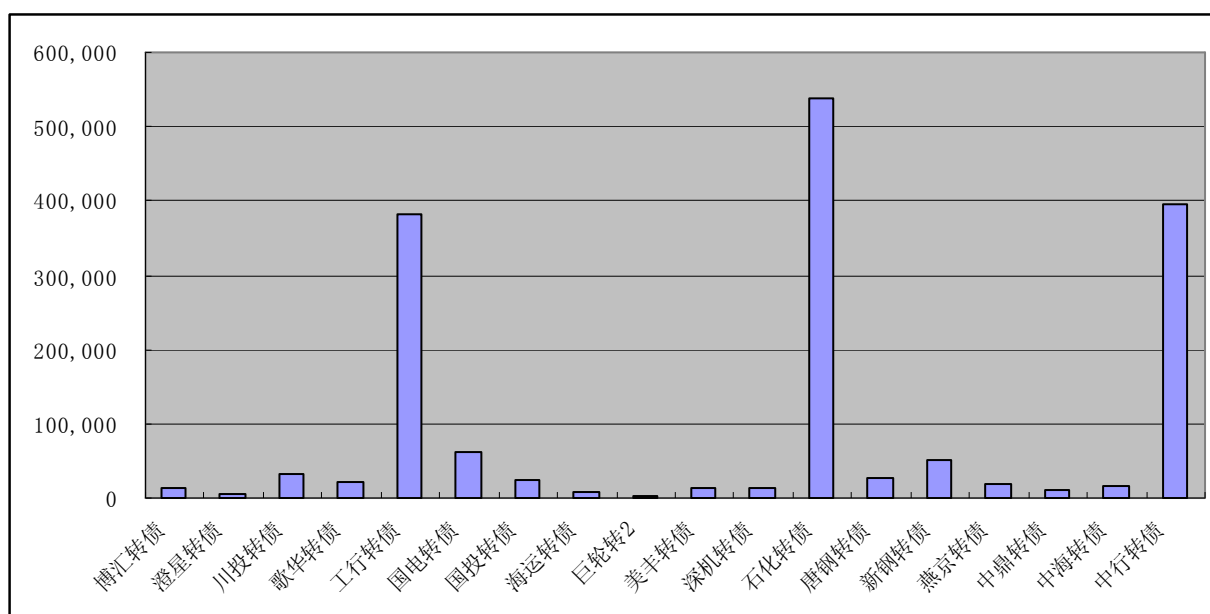
从表 1 可以看出，三月份可转债 11 涨 7 跌，可转债平均上涨了 0.38%，而可转债正股平均下跌了-4.94%，可转债表现好于正股。小盘转债表现优异，其中燕京转债由于转股价格的下调提升内在价值而上涨了 7.66%，而其正股下跌了-1.73%。巨轮转 2、博汇转债上涨次之，分别为 2.63%、2.02%，其正股表现尚可，分别上涨 7.96%、1.00%，中鼎转债表现也不错。相比之下，石化转债、工行转债分别下跌-3.42%、-2.59%，而中国石化下跌达到-5.64%。可以说，大部分转债与标的股票连动性比较强，基本与正股走势相吻合。石化转债下跌也是对其前期上涨的合理回调，但石化转债估值有一定的优势，而石化转债 2 已经有条件证监会审核通过，估计在二季度发行，这可能对市场是一个严峻的考验。在 3 月份调整行情中，转债表现可圈可点，偏股性转债表现也可以，多只转债从跌破面值已经回升到面值以上，尤其是工行转债、石化转债充当反弹的急先锋。截止三月末，转债平均价格为 101.59 元，相对于二月末的 101.225 元有所回升，平均值在面值以上。部分股性比较强的转债，受正股上涨影响而反弹幅度比较大。转债市场走势伴随着正股，如

果正股能够持续反弹，则转债的机会远大于风险，值得关注。



资料来源: WIND, 东北证券

图1 正股与可转债月涨跌幅比较



资料来源: WIND, 东北证券

图2 可转债月成交金额 (万元)

转债市场三月份成交金额为 163.73 亿元, 较二月份的 218.99 亿元有所下降, 成交相对萎缩, 这是因为市场下跌, 交易整体清淡。特别是大盘转债成交有所萎缩, 其中工行转债成交额为 38.14 亿, 相对于上月的 64.06 亿元下降比较多, 中行转债的月成交额达到 39.65 亿元, 石化转债成交 53.86 亿元, 比二月份的 75.9 亿元萎缩, 特别是石化转债成交额最大, 受到投资者的青睐。值得注意的是, 新钢转债成交达到 5.05 亿, 鉴于债市在上半年可能进入一波小牛市, 股市在调整后有望持续反弹, 转债市场的机会也比较大。投资转

债的机会成本在于把握股市上涨的时间点和克服不确定性。一、二月份市场反弹，三月份小幅调整，震荡整理，但使得转债蕴藏的投资机会显现，也是比较好的建仓转债的机会。总体看，三月份转债呈现价增量减的态势，各只转债平均成交 9.09 亿，相对于二月份的 12.16 亿减少。

表 2 三月份可转债转股统计情况

名称	转股价格(元)	转股户数(户)	月转股数量(万股)	累计转股数量(万股)	累计转股比例(%)
工行转债	3.97	22	752.9206	28517.6968	4.53
石化转债	7.28	18	61.3179	11770.6317	3.73
双良转债	13.63	6	0.2784	1.7662	0.04
中行转债	3.59	1	0.2785	17.3911	0
中海转债	8.7	2	0.0343	0.0343	0
国电转债	2.67	33	4.7554	23.6281	0.01
	转股价格(元)	变动后	本次变动	变动前	累计转股比例(%)
深机转债	5.66	199994.7	0	199994.72	0
美丰转债	7.26	63170.85	-0.7	63171.55	2.81
中鼎转债	12.66	29999.58	-0.17	29999.75	0
燕京转债	15.37	8348.31	-78403.4	86751.69	92.61
巨轮转 2	8.09	34997.22	-2.6	34999.82	0.01

资料来源：WIND，东北证券

三月份市场相对比较低迷，转债正股表现一般，大部分下跌，但转债表现尚可，有部分投资者进行转股，尤其是工行转债，工行转债三月份转股 752.92 万股，累计转股数量为 28517.6968 万股，累计转股比例为 4.53%，相对于上月增加 0.12%，而燕京转债三月份转股 78403.4 万股，累计转股数量 86751.69 万股，累计转股比例为 92.61%，燕京转债之所以转股比较突出，是由于修正转股价后，其内在价值突出，加之投资者看好燕京啤酒的后市走势，转股突出也就比较自然了。偏股性转债深受投资者青睐，而且经常出现转股溢价率为负的情况，转股自然有正的收益。此外，深机、美丰转债、燕京转债也有少量的转股，其中美丰转债的转股比例达到 2.81%。值得注意的是，国电转债于已累计转股 23.6281 万股。但整体而言，三月份转债转股相对于二月份转股比较少，比较清淡，是由于市场低迷的缘故。

二、可转债投资价值评价---弱股性、较强债性

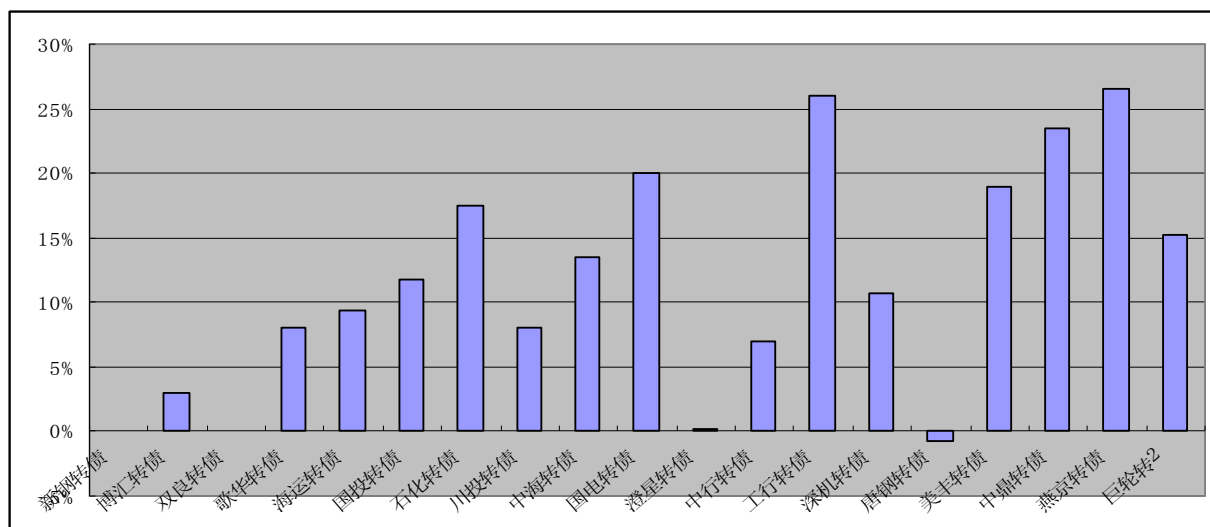
表 3 可转债债券价值（3 月 30 日）

证券代码	证券简称	收盘价元	纯债到期收益率	纯债价值元	纯债溢价元	纯债溢价率	剩余期限年
110003.SH	新钢转债	103.33	4.25%	103.30	0.03	0.03%	1.39
110007.SH	博汇转债	100.49	3.81%	97.56	2.93	3.01%	2.48
110009.SH	双良转债	97.12	2.60%	87.60	9.52	0.11%	3.10
110011.SH	歌华转债	92.44	3.83%	85.61	6.83	7.98%	4.66
110012.SH	海运转债	95.21	3.01%	87.09	8.12	9.32%	3.78
110013.SH	国投转债	98.49	3.15%	88.15	10.34	11.73%	4.83
110015.SH	石化转债	101.14	2.10%	86.04	15.10	17.55%	4.91

110016.SH	川投转债	94.46	3.94%	87.42	7.04	8.05%	4.98
110017.SH	中海转债	93.94	3.07%	82.78	11.16	13.48%	5.34
110018.SH	国电转债	104.58	1.99%	87.09	17.49	20.08%	5.39
110078.SH	澄星转债	107.57	1.08%	107.36	0.21	0.20%	0.11
113001.SH	中行转债	95.25	3.83%	89.05	6.20	6.96%	4.18
113002.SH	工行转债	108.6	0.11%	86.23	22.37	25.95%	4.42
125089.SZ	深机转债	93.858	3.53%	84.77	9.09	10.72%	5.30
125709.SZ	唐钢转债	108.502	4.57%	109.25	-0.74	-0.68%	0.71
125731.SZ	美丰转债	109.859	-0.34%	92.37	17.49	18.94%	3.18
125887.SZ	中鼎转债	110.99	-0.19%	89.85	21.14	23.53%	3.87
126729.SZ	燕京转债	109.405	-1.41%	86.46	22.95	26.55%	3.55
129031.SZ	巨轮转2	100.531	2.07%	87.25	13.28	15.22%	4.31

资料来源：WIND，东北证券

截止三月末，转债市场平均纯债溢价率为 11.51%，相对于二月末的 11.6% 小幅下降。纯债溢价率作为度量转债债性的指标，纯债溢价率愈高，债性愈弱。债性愈弱的转债当正股走弱时难以获得纯债价值的支撑，随着正股调整的风险愈大。唐钢转债的纯债溢价率为负，债性比较强，属于偏债性，如唐钢转债的其到期收益率为 4.57%，转债价格与其债券价值较为接近，下跌空间有限，所有转债的纯债到期收益率平均为 2.37%，相对于二月末的 2.61% 有所下降。由于三月份市场调整，使得转债的整体股性有所减弱，债性相对增强，但整体上转债的债性仍比较强。



资料来源：WIND，东北证券

图 3 可转债纯债溢价率比较

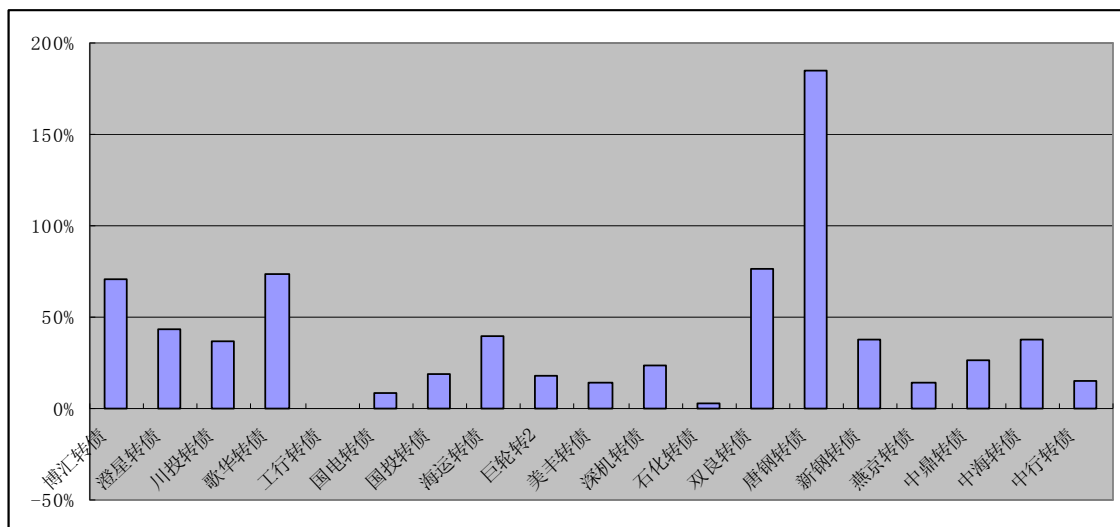
表 4 可转债转股价值评价 (3 月 30 日)

证券简称	收盘价 元	理论 价格	转股 价元	转换 价值元	转股 溢价元	转股溢 价率	转股稀 释率	隐含波 动率	股票 价格	转换 平价	溢折 价比
博汇转债	100.49	101.16	10.29	58.99	41.50	70.35%	15.81%	31.23%	6.07	10.34	-0.66%
澄星转债	107.57	108.19	10.53	75.12	32.45	43.20%	1.47%	44.07%	7.91	11.33	-0.57%
川投转债	94.46	103.71	16.51	69.05	25.41	36.80%	10.40%	18.91%	11.40	15.60	-8.92%
歌华转债	92.44	95.80	14.99	53.30	39.14	73.43%	9.15%	34.88%	7.99	13.86	-3.50%

工行转债	108.6	115.57	3.97	109.07	-0.47	-0.43%	1.70%	4.86%	4.33	4.31	-6.03%
国电转债	104.58	115.45	2.67	96.63	7.95	8.23%	11.80%	13.95%	2.58	2.79	-9.42%
国投转债	98.49	109.84	7.12	82.86	15.63	18.86%	16.92%	0.79%	5.90	7.01	-10.33%
海运转债	95.21	99.74	4.54	68.28	26.93	39.44%	15.40%	23.76%	3.10	4.32	-4.54%
巨轮转2	100.531	115.38	8.09	85.54	14.99	17.53%	9.49%	40.48%	6.92	8.13	-12.87%
美丰转债	109.859	120.39	7.26	96.28	13.58	14.10%	14.76%	37.33%	6.99	7.98	-8.75%
深机转债	93.858	100.01	5.66	75.97	17.89	23.54%	17.29%	11.26%	4.30	5.31	-6.15%
石化转债	101.14	111.64	7.28	98.76	2.38	2.41%	3.52%	11.66%	7.19	7.36	-9.41%
双良转债	97.12	96.28	13.63	54.95	42.17	76.74%	0.24%	28.74%	7.49	13.24	0.87%
唐钢转债	108.502	108.73	7.57	38.04	70.46	185.20%	3.60%	43.67%	2.88	8.21	-0.21%
新钢转债	103.33	108.20	6.5	75.23	28.10	37.35%	23.36%	10.47%	4.89	6.72	-4.50%
燕京转债	109.405	109.92	15.37	96.16	13.24	13.77%	0.45%	13.35%	14.78	16.82	-0.47%
中鼎转债	110.99	117.38	12.66	87.60	23.39	26.70%	3.83%	8.03%	11.09	14.05	-5.44%
中海转债	93.94	98.00	8.7	68.05	25.89	38.05%	11.77%	20.46%	5.92	8.17	-4.14%
中行转债	95.25	98.27	3.59	83.01	12.24	14.75%	3.84%	5.88%	2.98	3.42	-3.08%

资料来源：WIND，东北证券

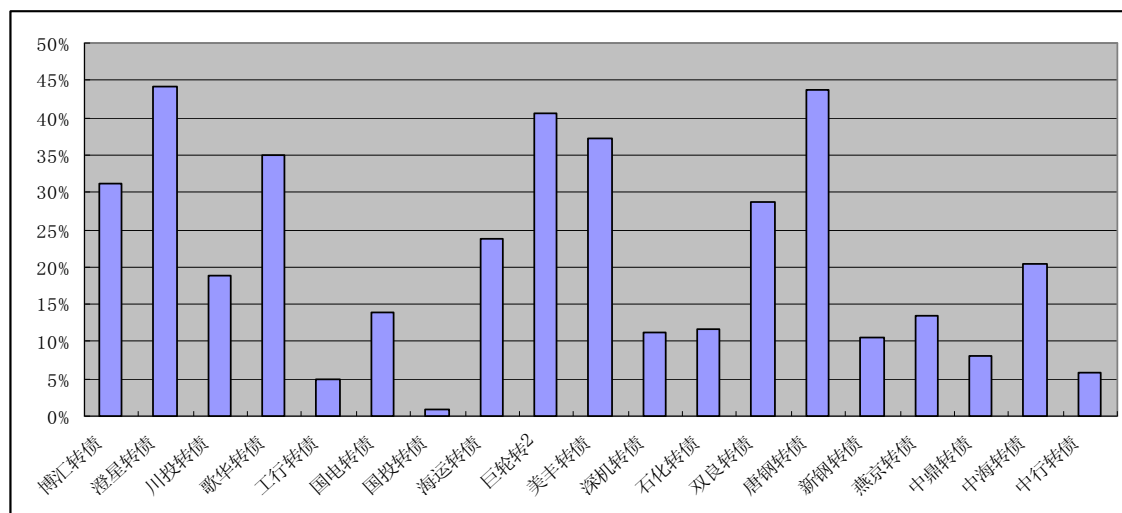
截止 2012 年三月末，转债市场平均转股溢价率为 38.95%，相对于二月末的 31.44%有所上升，隐含着股性有所下降，但仍相对比较弱。转股溢价率是衡量转债股性最重要的指标，转股溢价率愈高，转债股性愈弱，正股波动对其价格影响愈低。一般而言，转债的转股溢价率与价内外程度和转股价值负相关。价内外程度和转股价值愈高的转债，受赎回条款制约愈明显。当价内外程度达到赎回条件，发行人发布赎回公告时，转股溢价率迅速向零收敛，转债与正股将出现同涨同跌的现象。目前工行转债、石化转债、国电转债属于偏股型，其中工行转债、石化转债转股溢价率分别为-0.43%、2.41%，内在价值突出，与标的股票有较强联动性，值得投资者关注。工行转债具有套利价值，同样石化转债在修正转股价格之后属于价内期权，加之正股上涨，其投资价值凸显。总体来说，偏股性的工行转债、石化转债、国电转债的转换溢价及债券溢价均比较低，价格接近债券价值，下跌空间有限，且其股性较强，适合投资者参与配置。大部分转债属于平衡型，其转股溢价和债券溢价也比较高，这类转债可根据正股的走势进行选择，如果在反弹期间正股有比较好的表现，可适度参与，四月份投资者可关注银行类、石化类转债的介入机会。整体而言，转债表现为弱股性、较强债性的特点。



资料来源：WIND，东北证券

图 4 转股溢价率比较

目前转债平均隐含波动率在 21.25% 左右，估值相对有吸引力，转债市场估值已处于相对历史低位，隐含波动率比较低，债性比较强，纯债价值对转债支撑保护功能比较强，风险相对比较小。如果市场持续反弹，转债的投资价值突出。



资料来源：WIND，东北证券

图5 隐含波动率比较

从理论上讲，债性、股性和估值水平是转债价格上涨的主要驱动因素，其中，股性和估值水平对转债价格的影响更为显著。而转债回售压力和赎回风险则预示着转债的下跌空间和上涨空间，从转债估值看，目前转债市场平均纯债溢价率为 11.51%，转股溢价率为 38.95%，尽管股性有所增强，但转债市场仍呈现弱股性、较强债性的特点。总体而言，大盘转债的估值水平相对合理，而中小盘转债由于正股的价值分化导致转债价值分歧比较大，转债估值结构性高估与低估并存，收益与风险并存。如果从理论价格看，转债市场价格相对于其理论价格折价，其溢折价比为-5.16%，基本呈价值低估。

三、四月份可转债投资策略与建议

恒丰纸业 4.5 亿可转债发行已经结束，中签率为 0.42%，而中国重工可转债已经获得证监会批准，中国石化发行可转换债券的申请获有条件通过，预示着可转债进入了一个新的发行周期，投资者可关注其中申购机会。2012 年是转债市场发行的大年，900 多亿元的可转债发行考验市场，三月份可转债表现强于正股，尽管四月份有中大盘转债的发行，加之四月份预计货币政策有望结构性放宽，进而导致市场流动性转好。目前宏观经济能否在二季度摆脱疲弱的态势，值得关注。证监会公布新股发行体制改革指导意见征求意见稿，这对高市盈率新股、高价小盘股的冲击可能比较大，而人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 和合格境外机构投资者 (QFII) 分别新增 500 亿元人民币和 500 亿美元的投资额度，有望给 A 股市场输送 3600 多亿新增资金。从长期看，这对中国证券市场是一个利好，有利于拓宽投资者结构。经济基本面的变化和政策放松预期之间的博弈可能主导市场走向，市场面临估值回调的风险，估计四月市场维持弱势震荡调整状态，反弹值得期待。我们的观点是，三月份是配置可转债的一个合理时间点，市场调整，是投资者介入转债的机会，长期看转债有配置价值。四月份仍然是配置转债的时机，并积极申购新发转债，如果市场再度反弹，平价偏股型转债在正股的活跃下有可能显现债转股的行情，以获得转股收益。

四月份转债的投资策略是，对于偏股型转债采取积极参与配置的策略，而对偏债性转债可认为其是替代信用债的一个策略，作为固定收益来看待，反观平衡型转债可把握行业基本面转暖且溢价率不高的转债的结构性机会。鉴于证券市场转入了估值修复过程，但盈利下降在某种程度上影响了其效力，三月份市场震荡，为投资者配置转债提供了机会。如果投资者没有配置，四月份仍可积极关注并配置。如果市场再度反弹，转债有望上涨，投资者可根据正股把握结构性转债的投资机会，特别是偏股性转债的投资价值如工行、国电转债，同时关注新转债的上市申购机会如重工转债。大盘转债的防御性比较好，但收益率未必令

投资者满意，而风险偏好者可关注转股溢价率在 30% 以下且行业转暖的转债，如国电转债、巨轮转 2、新钢转债、国投转债的波段性机会。四月份转债的一个风险点是石化转债 2 的发行，其对市场估值的影响比较大，可能在某种程度上使得转债的估值重心下移。

表 5 可转债估值分析

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型	估值
新钢转债	37.35%	0.03%	偏债型	高估
博汇转债	70.35%	3.01%	偏债型	高估
双良转债	76.73%	8.36%	偏债型	高估
歌华转债	73.43%	7.98%	偏债型	高估
海运转债	39.44%	9.32%	偏债型	合理
国投转债	18.86%	11.73%	平衡型	合理
石化转债	2.41%	17.55%	平衡型	低估
川投转债	36.80%	8.05%	偏债型	高估
中海转债	38.05%	13.48%	平衡型	高估
国电转债	8.23%	20.08%	平衡型	低估
澄星转债	43.20%	0.20%	偏债型	高估
中行转债	14.75%	6.96%	平衡型	合理
工行转债	-0.43%	25.95%	偏股型	低估
深机转债	23.54%	10.72%	平衡型	高估
唐钢转债	185.20%	-0.68%	偏债型	高估
美丰转债	14.10%	18.94%	平衡型	合理
中鼎转债	26.70%	23.53%	平衡型	合理
燕京转债	13.77%	26.55%	平衡型	合理
巨轮转 2	17.53%	15.22%	平衡型	合理

资料来源：WIND，东北证券

本报告部分指标注释：

- (1)、转股价值=股票价格×转换比例，转换比例=100/转股价格
- (2)、转股溢价率=(转债价格-转股价值)/转股价值，套利空间=转股价值-转债价格
- (3)、溢折价比=(转债价格-理论价格)/理论价格
- (4)、债券溢价率=(转债价格-债券价值)/债券价值

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。