

五月份可转债投资策略

可转债投资策略研究报告

发布时间：2012 年 5 月 2 日

投资要点：

1、转债市场价格相对于其理论价格折价，估值呈价值低估，其溢价折价比为-5.57%，其中，恒丰转债的溢价折价为-10.45%，国电转债为-8.29%。目前转债市场平均纯债溢价率为 15.08%，相对于三月末的 11.51%有所增加，债性相对减弱；平均转股溢价率为 33.34%，相对于三月末的 38.95%有所下降，隐含着股性有所增强，可见股性有增强、债性有减弱的迹象。总体而言，偏股性转债的估值水平相对合理，而股、债兼顾的平衡性转债价值差异比较大。

2、四月份 A 股市场反弹，沪深 300 指数月上涨 6.98%，而中信标普可转债指数上涨了 2.36%，反映了可转债的双重属性。转债市场四月份成交金额 128.05 亿元，较三月份的 163.73 亿元有所下降，成交相对萎缩，其中中行转债的月成交额达到 39.62 亿元，受到投资者的青睐。四月份转债呈现价增量减的态势，各只转债平均成交 6.74 亿，相对于三月份的 9.09 亿减少；平均价格为 103.82 元，相对于三月末的 101.59 元有所回升。不考虑新上市的恒丰转债，可转债 16 涨 2 跌，可转债平均上涨了 1.77%，而可转债正股平均上涨了 3.4%，小盘转债表现优异，美丰转债、巨轮转 2 上涨 3.95%、3.77%，中鼎转债、澄星转债分别下跌-1.79%、-0.22%。恒丰转债上市表现良好，开盘在 107 元，比预期高，上涨 12.3%，申购收益丰厚。

3、五一假日期间，管理层出台了一系列利好政策，包括证监会公布新股发行体制改革指导意见、主板以及中小板退市方案征求意见、A 股交易的经手费降低等，这对高市盈率新股、高价小盘股的冲击可能比较大，但长期对市场是一个利好。估计五月市场维持震荡反弹的可能，5 月下旬出现冲高回落的概率较大，投资者要注意风险。四月份市场反弹，为投资者配置转债提供了机会。若投资者没有配置，五月份仍可积极关注并配置。五月份之后是转债的收获期，可根据正股把握结构性转债的投资机会，特别是偏股性转债如工行、国电转债、恒丰转债，同时关注新转债的上市申购机会如重工转债。而风险偏好者可关注巨轮转 2、新钢转债、国投转债的机会。

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	100.88	102.328	-1.42%
川投转债	97.79	105.347	-7.17%
歌华转债	94.23	96.731	-2.59%
工行转债	111.84	117.721	-5.00%
国电转债	106.25	115.853	-8.29%
国投转债	100.76	109.878	-8.30%
海运转债	97.26	104.93	-7.31%
恒丰转债	112.3	125.409	-10.45%
巨轮转 2	104.32	116.818	-10.70%
美丰转债	114.2	125.658	-9.12%
深机转债	95.605	102.164	-6.42%
石化转债	103.8	112.933	-8.09%
唐钢转债	108.9	109.119	-0.20%
新钢转债	103.85	108.329	-4.13%
燕京转债	110.522	111.148	-0.56%
中鼎转债	109	114.712	-4.98%
中海转债	96.5	99.141	-2.66%
中行转债	97.32	100.223	-2.90%

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

五月份可转债投资策略

一、四月份可转债市场回顾

四月份 A 股市场在三月份震荡的基础上持续反弹，宏观经济的探底使得央行有可能下调存款准备金率甚至降息，货币政策有向宽松的格局发展可能，这些是四月份市场反弹的主要原因。欧洲经济继续衰退，不排除进入新的动荡期，但美国复苏预期相对乐观，国内经济正在探底，复苏逐渐显现，特别是资源价格改革、金融改革等制度红利有望持续释放。截至 2012 年 4 月 27 日，沪深 300 指数收于 2626.16 点，月上涨 6.98%。转债市场走势相对于滞后于正股，截止四月末，中信标普可转债指数收于 2581.42 点，上涨了 2.36%，可转债上涨幅度小于正股，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，但其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。

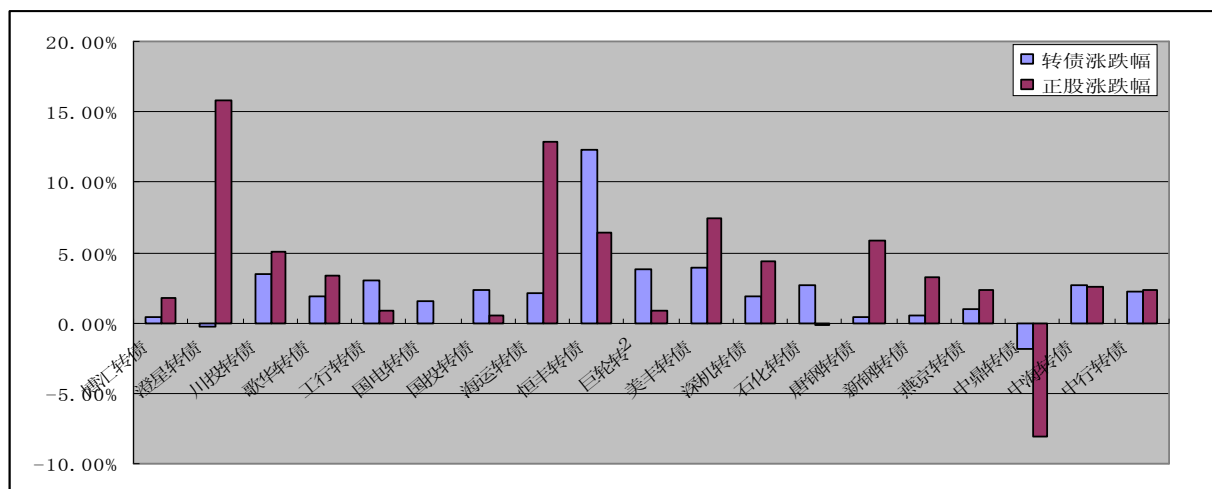
表 1 可转债市场交易情况（2012 年 4 月 5 日 - 4 月 27 日）

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	100.88	0.39%	1.81%	144,177.00	14,537.17	76,699.07
110078.SH	澄星转债	107.33	-0.22%	15.80%	94,653.00	10,168.73	353,013.50
110016.SH	川投转债	97.79	3.53%	5.09%	338,213.00	32,614.29	247,083.18
110011.SH	歌华转债	94.23	1.94%	3.38%	172,697.00	16,096.06	114,993.32
113002.SH	工行转债	111.84	2.98%	0.92%	2,706,687.00	299,557.99	326,350.74
110018.SH	国电转债	106.25	1.60%	0.00%	580,317.00	61,325.66	186,778.21
110013.SH	国投转债	100.76	2.30%	0.51%	112,375.00	11,298.16	82,979.76
110012.SH	海运转债	97.26	2.15%	12.90%	64,188.00	6,198.70	37,303.71
110019.SH	恒丰转债	112.3	12.30%	6.42%	330,429.00	36,270.54	31,825.17
129031.SZ	巨轮转 2	104.32	3.77%	0.87%	38,395.80	4,040.39	38,663.30
125731.SZ	美丰转债	114.2	3.95%	7.44%	89,979.10	10,246.12	174,994.04
125089.SZ	深机转债	95.605	1.86%	4.42%	143,710.20	13,624.67	36,492.61
110015.SH	石化转债	103.8	2.63%	-0.14%	2,895,566.00	299,542.77	386,983.38
125709.SZ	唐钢转债	108.9	0.37%	5.90%	293,092.80	31,891.52	125,200.11
110003.SH	新钢转债	103.85	0.50%	3.27%	201,853.00	20,969.44	19,159.11
126729.SZ	燕京转债	110.522	1.02%	2.30%	10,842.70	1,204.15	201,501.24
125887.SZ	中鼎转债	109	-1.79%	-8.12%	48,910.70	5,347.84	47,096.86
110017.SH	中海转债	96.5	2.73%	2.53%	98,386.00	9,332.99	51,192.74
113001.SH	中行转债	97.32	2.17%	2.35%	4,111,184.00	396,223.38	131,857.18

资料来源：WIND，东北证券

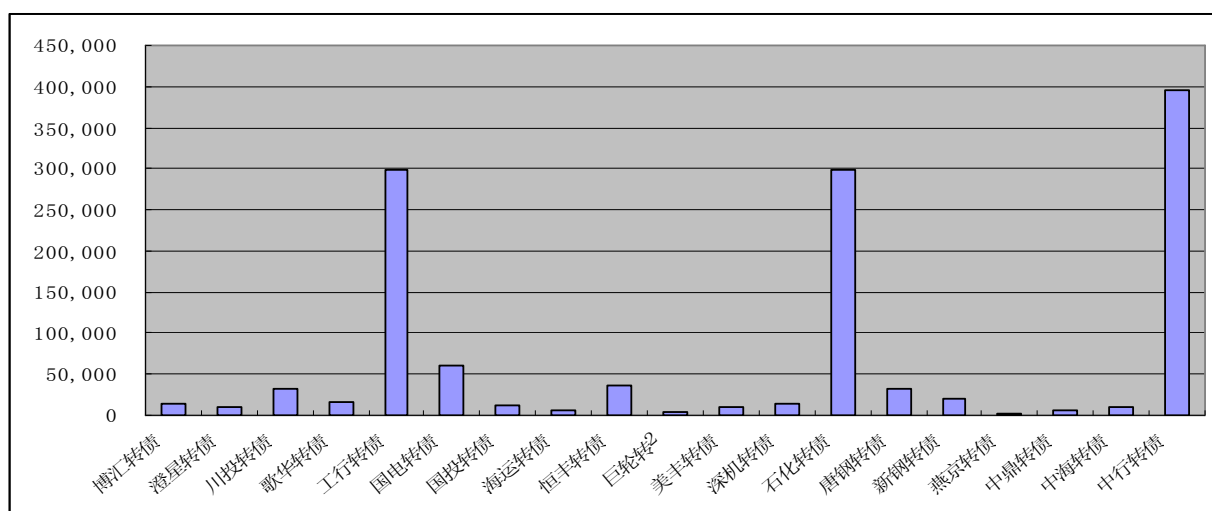
从表 1 可以看出，不考虑新上市的恒丰转债，四月份可转债 16 涨 2 跌，可转债平均上涨了 1.77%，而可转债正股平均上涨了 3.4%，可转债表现不及正股。小盘转债表现优异，美丰转债、巨轮转 2 上涨最多，分别为 3.95%、3.77%，其正股表现尚可，美丰股份上涨 7.44%，川投、工行转债表现也不错。相比之下，中鼎转债、澄星转债分别下跌-1.79%、-0.22%，而中鼎转债正股下跌达到-8.12%。恒丰转债上市表现良好，开盘在 107 元，比预期的高，上涨 12.3%，申购收益丰厚。可以说，大部分转债与标的股票连动性比较强，基本与正股走势相吻合。石化转债估值有一定的优势，而石化转债 2 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。在四月份，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、石化转债表现尚可。截止四月末，转债平均

价格为 103.82 元，相对于三月末的 101.59 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)

转债市场四月份成交金额为 128.05 亿元，较三月份的 163.73 亿元有所下降，成交相对萎缩，其中工行转债成交额为 29.95 亿，相对于上月的 38.14 亿元下降比较多，中行转债的月成交额达到 39.62 亿元，石化转债成交 29.95 亿，相对于上月的 53.86 亿元大幅度萎缩，特别是中行转债成交额最大，受到投资者的青睐。值得注意的是，新钢转债成交达到 2.09 亿，国电转债成交 6.13 亿，新上市的恒丰转债成交 3.62 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。三月份市场小幅调整，震荡整理，四月份再度反弹，转债蕴藏的投资机会显现，也是比较好的建仓转债的机会，估计 5、6 月份是转债的收获期。总体看，四月份转债呈现价增量减的态势，各只转债平均成交 6.74 亿，相对于三月份的 9.09 亿减少。

表 2 四月份可转债转股统计情况

代码	名称	转股价格(元)	当月转股数量(万股)	累计转股数量(万股)	累计转股比例(%)
113003.SH	工行转债	3.97	762.8196	30252.03	4.8
110011.SH	歌华转债	14.99	0.2001	0.6439	0.01
110016.SH	石化转债	7.28	4.1345	11774.77	3.73
110010.SH	双良转债	13.63	0.1392	1.9054	0.04
113001.SH	中行转债	3.59	0.0278	17.4189	0
110079.SH	澄星转债	10.53	1.6988	2270.391	54.46
110019.SH	国电转债	3.59	0.0748	23.7029	0.01
代码	名称	变动后(万元)	本月变动(万元)	变动前(万元)	累计转股比例(%)
125089.SZ	深机转债	199993.9	-0.81	199994.7	0
125732.SZ	美丰转债	63170.82	-0.84	63170.85	2.81
126730.SZ	燕京转债	8346.75	-1.56	8348.31	92.61
129031.SZ	巨轮转 2	34996.66	-0.56	34997.22	0.01

资料来源: WIND, 东北证券

四月份市场震荡幅度比较大, 先跌后升, 转债正股表现尚可, 大部分上涨, 但转债表现不及正股, 有部分投资者进行转股, 但转股的热情并没有以往高, 尤其是工行转债, 工行转债四月份转股 762.82 万股, 累计转股数量为 30252.03 万股, 累计转股比例为 4.8%, 相对于上月增加 1.31%, 石化转债只转股了 4 万股。其余转债转股都比较少。偏股性转债深受投资者青睐, 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 23.70 万股。但整体而言, 四月份转债转股相对于以前月份转股比较少, 比较清淡。

二、可转债投资价值评价---弱股性、较强债性(股性有增强、债性有减弱的迹象)

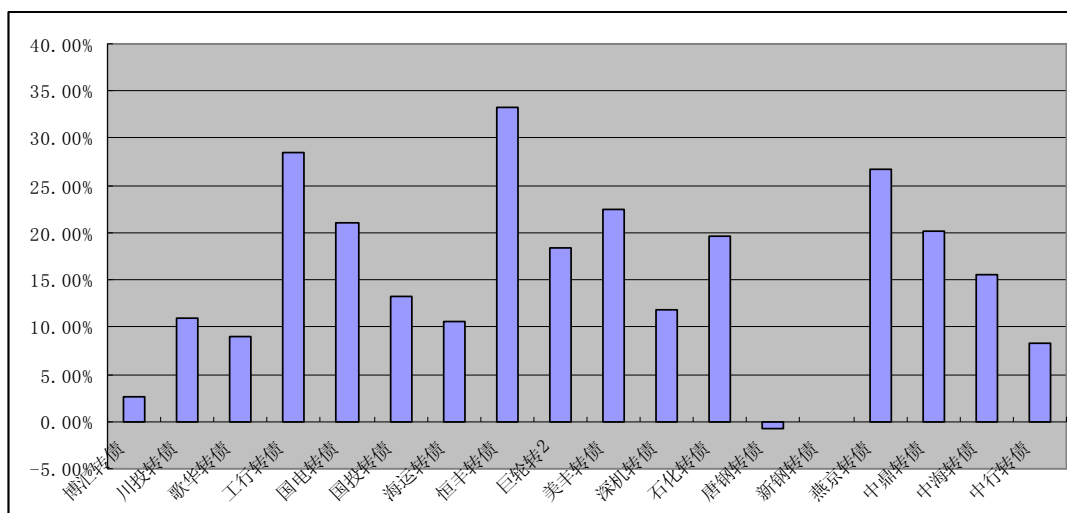
表 3 可转债债券价值(4月27日)

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
110007.SH	博汇转债	100.88	3.77%	98.38	2.50	2.54%	2.41
110016.SH	川投转债	97.79	3.26%	88.20	9.59	10.88%	4.90
110011.SH	歌华转债	94.23	3.45%	86.39	7.84	9.07%	4.58
113002.SH	工行转债	111.84	-0.58%	87.04	24.80	28.49%	4.35
110018.SH	国电转债	106.25	1.70%	87.82	18.43	20.98%	5.32
110013.SH	国投转债	100.76	2.70%	88.94	11.82	13.29%	4.75
110012.SH	海运转债	97.26	2.47%	87.93	9.33	10.61%	3.70
110019.SH	恒丰转债	112.3	-0.62%	84.23	28.07	33.32%	4.91
129031.SZ	巨轮转 2	104.32	1.20%	88.08	16.24	18.43%	4.23
125731.SZ	美丰转债	114.2	-1.61%	93.23	20.97	22.49%	3.10
125089.SZ	深机转债	95.605	3.21%	85.49	10.11	11.83%	5.22
110015.SH	石化转债	103.8	1.58%	86.82	16.98	19.56%	4.83

125709.SZ	唐钢转债	108.9	4.53%	109.66	-0.76	-0.70%	0.63
110003.SH	新钢转债	103.85	4.10%	103.90	-0.05	-0.04%	1.32
126729.SZ	燕京转债	110.522	-1.73%	87.22	23.30	26.72%	3.47
125887.SZ	中鼎转债	109	0.29%	90.71	18.29	20.17%	3.79
110017.SH	中海转债	96.5	2.57%	83.48	13.02	15.60%	5.27
113001.SH	中行转债	97.32	3.34%	89.90	7.42	8.26%	4.10

资料来源：WIND，东北证券

截止四月末，转债市场平均纯债溢价率为 15.08%，相对于三月末的 11.51%有所增加，债性相对减弱，但仍比较高。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，如唐钢转债的到期收益率为 4.53%，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 1.87%，相对于三月末的 2.37%有所下降。由于四月份市场震荡反弹，使得转债的整体股性有所增强，债性相对减弱，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

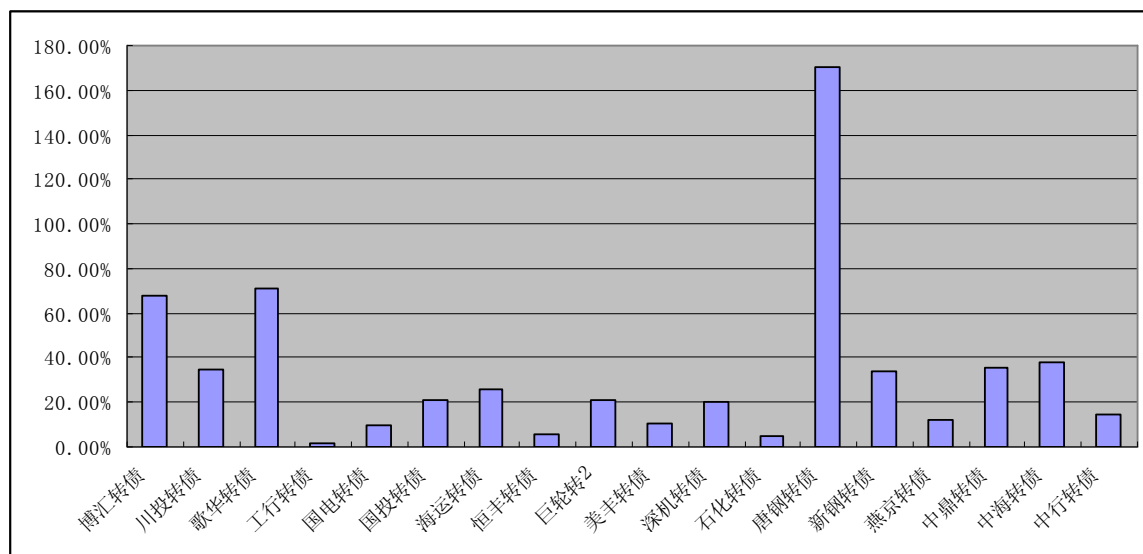
表 4 可转债转股价值评价 (4 月 27 日)

证券简称	收盘价 元	理论 价格	溢折 价比	转股价 元	转股比 例	转换价 值元	转股溢 价元	转股溢 价率	隐含波 动率
博汇转债	100.88	102.328	-1.42%	10.29	9.72	60.06	40.82	67.97%	29.55%
川投转债	97.79	105.347	-7.17%	16.51	6.06	72.56	25.23	34.77%	16.50%
歌华转债	94.23	96.731	-2.59%	14.99	6.67	55.10	39.13	71.01%	34.03%
工行转债	111.84	117.721	-5.00%	3.97	25.19	110.08	1.76	1.60%	16.49%
国电转债	106.25	115.853	-8.29%	2.67	37.45	96.63	9.62	9.96%	14.40%
国投转债	100.76	109.878	-8.30%	7.12	14.04	83.29	17.47	20.98%	4.72%
海运转债	97.26	104.93	-7.31%	4.54	22.03	77.09	20.17	26.16%	0.15%
恒丰转债	112.3	125.409	-10.45%	6.88	14.53	105.96	6.34	5.98%	20.11%
巨轮转 2	104.32	116.818	-10.70%	8.09	12.36	86.28	18.04	20.91%	40.35%
美丰转债	114.2	125.658	-9.12%	7.26	13.77	103.44	10.76	10.40%	14.94%

深机转债	95.605	102.164	-6.42%	5.66	17.67	79.33	16.28	20.52%	7.65%
石化转债	103.8	112.933	-8.09%	7.28	13.74	98.63	5.17	5.25%	13.43%
唐钢转债	108.9	109.119	-0.20%	7.57	13.21	40.29	68.61	170.29%	37.52%
新钢转债	103.85	108.329	-4.13%	6.5	15.38	77.69	26.16	33.67%	8.58%
燕京转债	110.522	111.148	-0.56%	15.37	6.51	98.37	12.15	12.35%	14.55%
中鼎转债	109	114.712	-4.98%	12.66	7.90	80.49	28.51	35.42%	2.16%
中海转债	96.5	99.141	-2.66%	8.7	11.49	69.77	26.73	38.31%	19.51%
中行转债	97.32	100.223	-2.90%	3.59	27.86	84.96	12.36	14.55%	4.21%

资料来源：WIND，东北证券

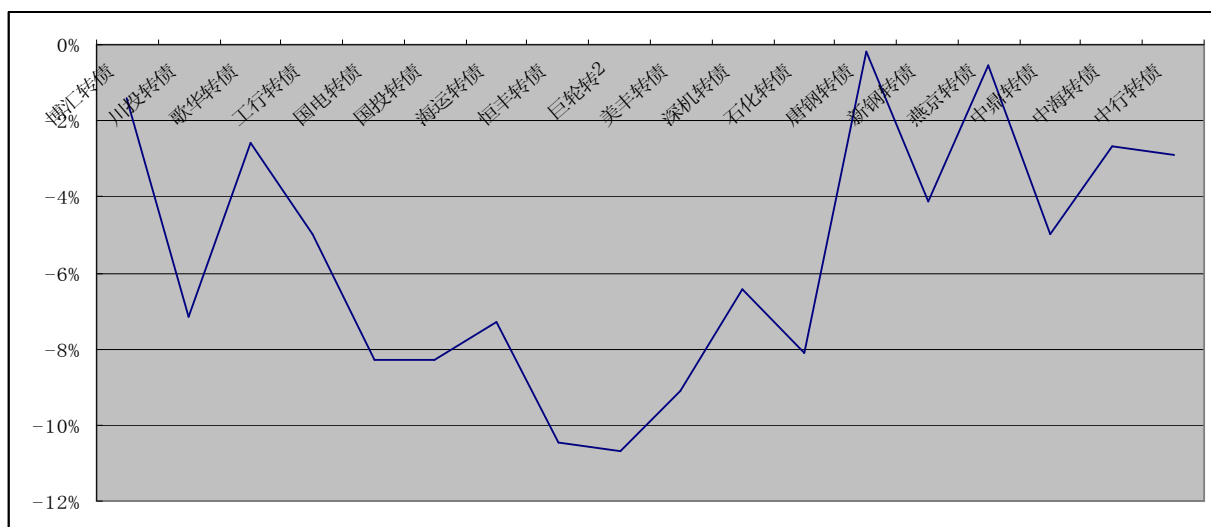
截止 2012 年四月末，转债市场平均转股溢价率为 33.34%，相对于三月末的 38.95%有所下降，隐含着股性有所增强，但仍相对比较弱。转股溢价率是衡量转债股性最重要的指标，转股溢价率愈高，转债股性愈弱，正股波动对其价格影响愈低。一般而言，转债的转股溢价率与价内外程度和转股价值负相关。价内外程度和转股价值愈高的转债，受赎回条款制约愈明显。当价内外程度达到赎回条件，发行人发布赎回公告时，转股溢价率迅速向零收敛，转债与正股将出现同涨同跌的现象。目前工行转债、石化转债、恒丰转债、国电转债属于偏股型，其中工行转债、石化转债转股溢价率分别为 1.60%、5.25%，内在价值突出，与标的股票有较强联动性，值得投资者关注。工行转债具有投资价值，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。总体而言，偏股性的工行转债、石化转债、恒丰转债、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，五月份投资者可关注银行类、能源类转债的介入机会。整体而言，转债表现为弱股性、较强债性的特点，但股性逐渐增强、债性有所减弱迹象。



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 16.6%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 转债溢折率比较

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 15.08%，转股溢价率为 33.34%，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，其溢折率比值为-5.57%，基本呈价值低估。其中，恒丰转债的折价率为-10.45%，国电转债为-8.29%。

三、五月份可转债投资策略与建议

恒丰纸业可转债四月份上市表现良好，涨幅 12.3%，申购收益可观，而中国重工可转债已获得证监会批准，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，投资者可关注其申购机会，有不错的申购收益。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，四月份可转债表现不及正股，尽管五月份可能有中大盘转债的发行，加之五月份预计货币政策有望结构性放宽，导致市场流动性转好。目前宏观经济下滑的趋势仍然没有改变，通货膨胀依然有反弹的可能。证监会公布新股发行体制改革指导意见，加之创业板退市制度的实施，这对高市盈率新股、高价小盘股的冲击可能比较大，而股票交易费用的减轻对股市是一个利好。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，当前，市场整体估值合理。中小盘股票绝对估值稍高，但动态估值合理，在新股定价改革背景下，面临一定的估值下行压力，行业之间估值差异比较明显。估计五月市场维持震荡反弹的可能，不排除继续挑战前期高点。五月大盘在政策利好边际效益递减作用下继续上冲，但空间可能有限，在 5 月下旬出现冲高回落的概率较大，投资者要注意风险。我们的观点是，三、四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，五月份之后可能是一个收获期，长期看转债有配置价值。五月份仍是配置转债的时机，并积极申购新发转债，如果市场持续反弹，平价偏股型转债在正股的活跃下有可能显现转债转股的行情，以获得转股收益。

五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，有望获得收益，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，四月份市场反弹，为投资者配置转债提供了机会。如果投资者没有配置，五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、恒丰转债，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，如巨轮转 2、新钢转债、国投转债的波段性机会。

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。