

11 月可转债投资策略---偏股性转债投资价值凸显

可转债投资策略研究报告

发布时间：2011 年 11 月 2 日

投资要点：

1、10 月份在欧债危机初步缓解及国内 CPI 指数预计继续回落的情况下，外围股指及 A 股均出现强劲反弹走势。截至 2011 年 10 月 31 日，沪深 300 指数收于 2695.31 点，月涨幅为 4.41%。中信标普可转债指数收于 2545.07 点，上涨了 7.88%，可转债涨幅远大于股票市场，表现可圈可点。除澄星转债下跌外其余转债都上涨，可转债平均上涨了 5.38%，其中，石化转债上涨 14.11%，反弹幅度最大，歌华转债上涨 11.22%，美丰转债上涨 10.59%，国投转债上涨 10.52%，惟有澄星转债下跌-0.67%。

2、可转债成交比较平稳，但转债流动性差异比较大。10 月转债市场总成交金额为 185.94 亿元，其中工行转债 41.81 亿元，中行达到 43.70 亿元，石化转债成交 67.32 亿，而巨轮转 2 的成交额只有 1915.09 万元。从日均成交额来看，石化转债最高，达到 4.488 亿，双良转债只有 119.93 万元。石化转债换手率比较高，交投活跃。

3、从转债估值看，截止 10 月末，转股溢价率为 32.2%，纯债溢价率为 17.64%，由于 10 月份转债市场大幅度反弹，转债市场呈现弱股性、较强债性的特点，纯债到期收益率平均为 0.95%。转债估值结构性合理，如唐钢转债债性较强，属于偏债性，而工行转债、美丰转债属于偏股型，大部分转债属于平衡型，偏股性转债的长期配置投资价值凸显。

4、尽管目前通货膨胀压力比较大，11 月份货币政策不排除定向宽松，市场反弹有望持续，故此转债的结构性机会也显现。投资者可根据正股的基本面，深入挖掘转偏股性转债，分享其正股上涨带来的转债期权收益，特别是选择转股溢价率相对较低且股性比较强的转债，了关注工行转债、美丰转债等。澄星转债到期收益率为-16.21%，其剩余年限不足一年，建议投资者择机抛售或转股。

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)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: Email: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

11 月可转债投资策略——偏股性转债投资价值凸显

一、可转债投资价值评价

从可转债的各项指标上来看，2011 年 10 月份可转债转股溢价率呈现波动下降状态，股性较弱，而纯债溢价率呈现波动上升的趋势，债性增强，特别是纯债到期收益率自 2011 年初的-2.699%上升到 9 月 30 日的 2.13%，再到 10 月 31 日的 0.95%的水平。转股溢价率由 2011 年初的 59.15%下行到 9 月 30 日的 39.96%，再到 10 月 31 日的 32.22%，纯债溢价率则从 2011 年初的 32.99%下跌到 9 月 30 日的 11.51%，10 月 31 日上升到 17.64%。整体而言，2011 年 10 月份由于转债市场在罕见大幅度下跌后连续三周反弹，转债市场呈现弱股性、强债性的特点，即相对债性增强又减弱的过程。3 季度转债市场大幅度下跌，股票市场持续低迷是基础原因，宏观紧缩导致债券市场下跌以及资金紧张是外在原因，而石化转债 2 的发行导致转债估值水平下降和投资观念的变化是催化剂。但 10 月份石化转债反弹力度最大，回到面值上方，这有利于石化转债 2 的发行，否则在面值以下，石化转债很难发行，或者要修正转股价格。

从转债估值看，截止 10 月度末转债市场平均纯债溢价率为 17.64%，平均转股溢价率为 32.22%，股性比较弱，而债性比较强，转债估值整体上比较合理。其中唐钢转债的债性较强，属于偏债性，而工行转债、美丰转债属于偏股型，总体看转债市场呈现弱股性、较强债性的特点，估值结构性高估与低估值并存。投资者可根据正股的基本面，深入挖掘转债的结构性投资机会，特别是偏股性的转债。

二、11 月可转债投资策略

10 月份可转债市场大幅度反弹，11 月份可转债是否有投资机会？民生、石化 2 转债又要发行，如何进行可转债投资？拟发行转债民生银行和中国石化 500 亿元的可转债对转债市场影响比较大，特别是石化转债 2，在原石化转债还没有完全转股的情况下，又要发行转债。尽管目前机构投资者对转债的需求也在增加，如债券基金、理财产品、社会保险基金等对转债的配置需求比较旺盛，特别是债券型基金和新成立的债基需求比较强烈，但转债估值压力显而易见。11 月份货币政策不排除定向宽松，尽管通货膨胀压力仍然比较大，但估计政府会在某种程度上结构性和定向放宽货币政策，这就为证券市场反弹提供了一个契机，故此转债的结构性机会也会显现。投资者可关注正股基本面好、符合市场主题题材的可转债的投资机会，分享其正股上涨带来的转债期权收益。特别是要选择转股溢价率相对较低且股性比较强的转债，即偏股性转债如工行转债、美丰转债；另外，海运转债、中海转债、国投转债也值得关注。

表 1 可转债估值分析（截止 10 月末）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型	估值
新钢转债	49.82%	1.02%	偏债型	高估
博汇转债	53.17%	5.20%	偏债型	高估
双良转债	33.76%	17.90%	平衡型	高估
歌华转债	39.83%	17.12%	平衡型	高估
海运转债	21.07%	20.85%	平衡型	合理
国投转债	13.62%	19.92%	平衡型	合理
石化转债	33.08%	19.32%	平衡型	高估
川投转债	31.89%	14.52%	平衡型	高估
中海转债	18.06%	24.18%	平衡型	高估
国电转债	8.92%	22.98%	平衡型	合理
澄星转债	18.31%	11.90%	平衡型	合理
中行转债	15.97%	12.22%	平衡型	合理

工行转债	1.05%	31.56%	偏股型	低估
深机转债	15.80%	19.22%	平衡型	合理
唐钢转债	160.33%	-1.31%	偏债型	高估
美丰转债	7.68%	33.87%	偏股型	合理
中鼎转债	23.96%	21.94%	平衡型	高估
燕京转债	44.57%	21.51%	平衡型	高估
巨轮转 2	21.23%	21.16%	平衡型	高估

资料来源：东北证券和 WIND 系统

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（平价溢价率）=(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)、纯债溢价率（底价溢价率）=(转债价格-纯债价值)/纯债价值



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。