

12 月份可转债市场投资策略---控制风险

可转债投资策略研究报告

发布时间：2011 年 12 月 2 日

投资要点：

1、11 月沪深市场震荡下跌，截至 11 月 30 日，沪深 300 指数收于 2521.52 点，跌幅-6.45%。相对而言，转债指数走势相对比较抗跌，中信标普转债指数收于 2491.31 点，月下跌-2.11%。11 月可转债 4 涨 15 跌，可转债平均下跌了-1.76%，而可转债正股平均下跌了-5.86%，可转债下跌幅度小于正股，其中，偏债性的唐钢转债、新钢转债分别上涨 1.34%、1.10%，而澄星转债、歌华转债下跌幅度最大，分别为-7.78%、-4.43%。截止 11 月末，转债平均价格为 101.84 元，在面值以上。

2、可转债成交相对活跃，工行转债转股比较显著。转债市场 11 月成交金额为 203.27 亿元，较 10 月份的 185.94 亿元有所增加，其中工行转债成交额 42.19 亿元，中行转债 59.38 亿元，石化转债成交 47.05 亿元。值得注意的是，工行转债 11 月转股 5682.92 万股，累计转股数量 5790.446 万股，转股比例为 0.92%，11 月是工行转债转股最为显著的一个月份。

3、转债估值相对合理，整体上呈弱股性、较强债性特征，截止 11 月末，转债市场平均纯债溢价率为 14.44%，比前月的 17.64%有所减少，债性相对增强；平均转股溢价率为 35.96%，比前月转股溢价率 32.2%相对有所增加，股性减弱，工行转债属于偏股型，是低风险高回报品种，转股溢价率为 1.19%，理论价格为 109.13 元，溢折价比为-0.0213%。而唐钢转债、新钢转债属于偏债性，大部分转债属于平衡性。值得注意的是，大部分转债市场价格低于理论价格，投资价值凸显，值得关注。

4、周三央行宣布下调存款准备金率 50 个基点，银根放松迹象初显。欧债危机愈演愈烈，甚至有扩大的趋势，不排除经济有二次探底的可能。估计 12 月份股票市场有可能维持震荡趋势，12 月份转债市场以震荡为主，很难有大的投资机会，可转债供给压力较大，不排除有新转债发行的可能，投资者要控制风险为上，审慎评估转债的收益与风险。

可转债价值评价（11 月 30 日）

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
新钢转债	64.78%	1.26%	偏债型
博汇转债	67.28%	4.07%	偏债型
双良转债	47.65%	16.99%	偏债型
歌华转债	48.19%	11.53%	偏债型
海运转债	29.58%	16.73%	平衡型
国投转债	19.37%	14.53%	平衡型
石化转债	31.37%	15.85%	平衡型
川投转债	36.49%	12.63%	平衡型
中海转债	27.00%	17.69%	平衡型
国电转债	5.73%	22.70%	平衡型
澄星转债	28.53%	2.71%	偏债型
中行转债	17.75%	8.23%	平衡型
工行转债	1.19%	26.45%	偏股型
深机转债	17.71%	16.34%	平衡型
唐钢转债	138.79%	-0.68%	偏债型
美丰转债	16.32%	31.29%	平衡型
中鼎转债	19.90%	18.09%	平衡型
燕京转债	43.69%	18.90%	平衡型
巨轮转 2	21.95%	19.00%	平衡型

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: zhaox@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编 200002

12 月份可转债市场投资策略——控制风险

一、11 月可转债市场回顾

1、可转债下跌幅度相对小于正股，表现可圈可点

11 月沪深市场处于下跌状态，截至 2011 年 11 月 30 日，沪深 300 指数收于 2521.52 点，跌幅为-6.45%。转债指数走势可圈可点，相对比较抗跌，反映可转债的防御性特点，截止 11 月 30 日，中信标普转债指数收于 2491.31 点，月下跌-2.11%。

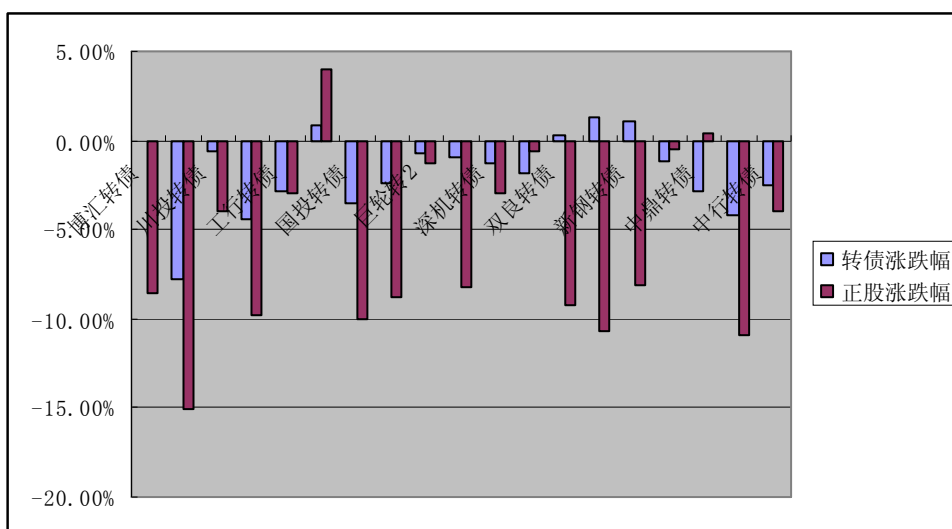
表 1 可转债市场交易情况（2011 年 11 月 1 日 - 11 月 30 日）

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	99.49	-0.09%	-8.52%	78,193.00	7,854.94	36,485.70
110078.SH	澄星转债	109	-7.78%	-15.11%	21,766.00	2,543.56	544,877.78
110016.SH	川投转债	96.95	-0.56%	-3.92%	321,061.00	31,998.10	113,737.68
110011.SH	歌华转债	93.52	-4.43%	-9.82%	311,648.00	30,499.77	367,189.80
113002.SH	工行转债	106.8	-2.87%	-3.01%	3,823,396.00	421,859.42	298,368.59
110018.SH	国电转债	104.54	0.89%	3.94%	1,793,061.00	190,732.07	402,275.21
110013.SH	国投转债	99.42	-3.47%	-10.02%	550,158.00	56,907.00	123,157.27
110012.SH	海运转债	100.47	-2.40%	-8.81%	55,354.00	5,717.24	25,586.84
129031.SZ	巨轮转 2	101.75	-0.73%	-1.32%	12,842.20	1,332.15	47,334.72
125731.SZ	美丰转债	118.88	-0.93%	-8.28%	71,984.10	8,637.95	306,084.58
125089.SZ	深机转债	96.499	-1.33%	-2.93%	182,696.70	17,994.43	37,884.20
110015.SH	石化转债	98.18	-1.84%	-0.56%	4,696,512.00	470,454.96	468,726.80
110009.SH	双良转债	102.8	0.24%	-9.19%	28,229.00	2,902.31	119,607.75
125709.SZ	唐钢转债	108.51	1.34%	-10.65%	577,458.20	62,419.50	481,529.73
110003.SH	新钢转债	102.68	1.10%	-8.07%	896,296.00	91,991.01	52,213.80
126729.SZ	燕京转债	100.7	-1.13%	-0.52%	65,075.20	6,658.69	120,929.35
125887.SZ	中鼎转债	104.937	-2.84%	0.45%	32,143.30	3,446.15	56,651.00
110017.SH	中海转债	95.32	-4.17%	-10.91%	252,399.00	24,908.45	70,954.78
113001.SH	中行转债	94.46	-2.53%	-4.00%	6,124,815.00	593,833.25	99,911.92

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

11 月 A 股市场震荡下跌，可转债 4 涨 15 跌，可转债平均下跌了-1.76%，而可转债正股平均下跌了-5.86%，可转债下跌幅度小于正股，可转债表现可圈可点，反映可转债的抗跌性。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上月可转债整体表现尚可，正股下跌而可转债下跌幅度相对比较小，其中，唐钢转债、新钢转债分别上涨 1.34%、1.10%，而其正股分别下跌了-10.65%、-8.07%，这可能是由于这两个转债几乎是纯债了，澄星转债、歌华转债分别下跌-7.78%、-4.43%，为最大。转债上月跟随正股回调，相对比较合理。多只转债从跌破面值已经回升到面值以上，截止 11 月 30 日，转债平均价格为 101.84 元，平均仍在面值以上。债性比较强的转债受正股影响不大，部分股性比较强的转债，受正股上涨影响的而上涨幅度比较大。从长远看收益率比较高、溢价不高的可转债是长期投资关注的焦点，如工行转债，尽管目前转债经过估值泡沫挤压，风险得到释放，长期看具备投资价值。

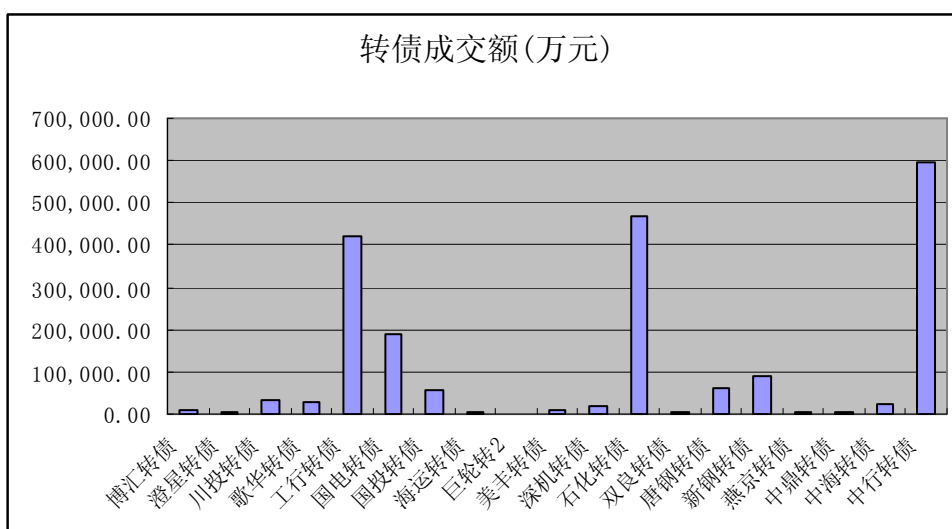
图1 正股与可转债涨跌幅比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

2、可转债成交相对活跃，工行转债转股比较显著

图2 可转债成交金额比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

转债市场 11 月总共成交 19895087.7 手转债，成交金额为 203.27 亿元，较 10 月份的 185.94 亿元有所增加。由于债券市场已经见底，可能会进入一波小牛市，转债市场可能跟随正股进行波动。其中工行转债成交额达到 42.19 亿元，中行转债成交额达到 59.38 亿元，石化转债成交 47.05 亿元，石化、中行和工行转债成为市场的交易主力，而巨轮转 2 月成交额只有 1332.14 万元，比较低迷。

表 2 11 月可转债转股情况

代码	名称	交易日期	转股价格(元)	当日转股户数(户)	当日转股数量(万股)	累计转股数量(万股)	累计转股比例(%)
110078.SH	澄星转债	2011-11-7	10.53	1	0.01	2,268.69	54.42
113002.SH	工行转债	2011-11-1	3.97	3	0.50	108.03	0.02
113002.SH	工行转债	2011-11-3	3.97	1	2,267.00	2,375.03	0.38
113002.SH	工行转债	2011-11-4	3.97	4	2,015.26	4,390.30	0.70
113002.SH	工行转债	2011-11-14	3.97	1	0.05	4,390.35	0.70
113002.SH	工行转债	2011-11-15	3.97	1	0.03	4,390.37	0.70
113002.SH	工行转债	2011-11-17	3.97	1	1,395.31	5,785.69	0.92
113002.SH	工行转债	2011-11-18	3.97	3	4.61	5,790.30	0.92
113002.SH	工行转债	2011-11-22	3.97	1	0.03	5,790.32	0.92
113002.SH	工行转债	2011-11-25	3.97	1	0.13	5,790.45	0.92
110015.SH	石化转债	2011-11-15	9.50	1	0.08	3.08	0.00

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

工行转债 11 月转股 5682.92 万股，累计转股数量为 5790.446 万股，累计转股比例为 0.92%，可以说 11 月是工行转债转股最为显著的一个月份，其中有套利机会。新钢转债 102.68，债券价值 103.35，债券溢价 -0.65%。澄星转债即将于 2012-05-10 日进入到到期日。唐钢转债即将于 2011-12-13 付息 1.70%，海运转债即将于 2012-01-06 付息 0.70%。巨轮转 2 再 7 日收盘价低于 6.88 即符合修正条款，海运转债再 12 日收盘价低于 3.63 即符合修正条款，澄星转债再 6 日收盘价低于 9.48 即符合修正条款。新钢转债再连续 16 日收盘价低于 5.63 即回售条款，回售面值为 104.00%(包含利息)。双良转债再连续 29 日收盘价低于 9.54 即回售条款，回售面值为 103.00%(包含利息)。唐钢转债于 2011-11-30 符合回售条款，回售面值为 100.00%(加上当年利息)。除双良转债的余额为 7108.5 万元，其余所有转债的余额均在 1 亿元以上，尚存在较大规模余额。

二、可转债估值分析---弱股性、较强债性

1、债性评价-----较强债性

表 3 可转债债券价值评价（11 月 30 日）

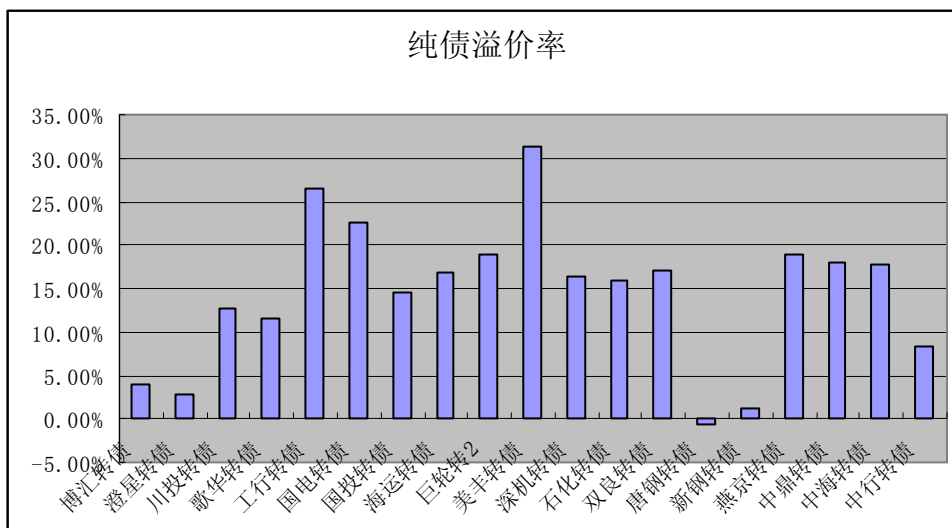
证券代码	证券简称	收盘价元	当期收益率	纯债到期收益率	纯债价值元	纯债溢价元	纯债溢价率	剩余期限年
110007.SH	博汇转债	99.49	1.41%	3.72%	95.60	3.89	4.07%	2.82
110078.SH	澄星转债	109	2.48%	-2.67%	106.13	2.87	2.71%	0.44
110016.SH	川投转债	96.95	0.52%	3.27%	86.08	10.87	12.63%	5.31
110011.SH	歌华转债	93.52	0.86%	3.32%	83.85	9.67	11.53%	4.99
113002.SH	工行转债	106.8	0.66%	0.46%	84.46	22.34	26.45%	4.76
110018.SH	国电转债	104.54	0.48%	1.87%	85.20	19.34	22.70%	5.72
110013.SH	国投转债	99.42	0.50%	2.85%	86.81	12.61	14.53%	5.16
110012.SH	海运转债	100.47	0.70%	1.58%	86.07	14.40	16.73%	4.11
129031.SZ	巨轮转 2	101.75	0.79%	1.65%	85.51	16.24	19.00%	4.64
125731.SZ	美丰转债	118.88	0.84%	-2.57%	90.55	28.33	31.29%	3.51

125089.SZ	深机转债	96.499	0.62%	2.79%	82.95	13.55	16.34%	5.63
110015.SH	石化转债	98.18	0.51%	2.66%	84.75	13.43	15.85%	5.24
110009.SH	双良转债	102.8	0.78%	0.63%	87.87	14.93	16.99%	3.43
125709.SZ	唐钢转债	108.51	1.57%	4.66%	109.25	-0.74	-0.68%	1.04
110003.SH	新钢转债	102.68	2.34%	3.79%	101.40	1.28	1.26%	1.73
126729.SZ	燕京转债	100.7	0.70%	0.87%	84.69	16.01	18.90%	3.88
125887.SZ	中鼎转债	104.937	0.76%	1.38%	88.86	16.07	18.09%	4.20
110017.SH	中海转债	95.32	0.52%	2.61%	80.99	14.33	17.69%	5.67
113001.SH	中行转债	94.46	0.85%	3.73%	87.28	7.18	8.23%	4.51

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

纯债溢价率一般用作度量转债债性的指标，一般而言，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。另外，纯债溢价率也还受到债券市场利率的影响，在相同条件下，市场利率愈低，纯债溢价率愈低，转债的债性愈强。一般情况下，市场利率与纯债溢价率呈正相关关系。截止 11 月末，转债市场平均纯债溢价率为 14.44%，比前月的 17.64% 有所减少，债性相对增强。目前转债市场债性相对适中，除澄星转债、美丰转债外其余转债到期收益率成为正值，其中唐钢转债的债性较强，属于偏债性，唐钢转债到期收益率为 4.66%，为最高，债性比较强，转债价格与其债券价值较为接近，下跌空间有限，但即将到期，中鼎转债、新钢转债、国投转债、歌华转债、川投转债、博汇转债、石化转债、中海转债、深机转债等到期收益率为正值，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.93%，这些转债属收益率品种，在多头市场可积极配置。工行转债、国电转债、美丰转债属于偏股型。值得注意的是，大部分转债的转股价值低于或接近于其债券价值，下跌空间均有限，澄星转债的收益率水平最低，为-2.67%，但债券价格与价值较为接近，股性比较显著，目前转股比例超过 75%，但由于剩余年限仅在半年左右，建议投资者择机抛售或转股，不适宜长期持有。总体来说，目前转债的债券属性相对较强，纯债价值对转债的支撑比较强，纯债价值的安全边际比较高。

图 3 可转债纯债溢价率比较



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

2、转债股性评价

表 4 可转债转股价值评价 (11 月 30 日)

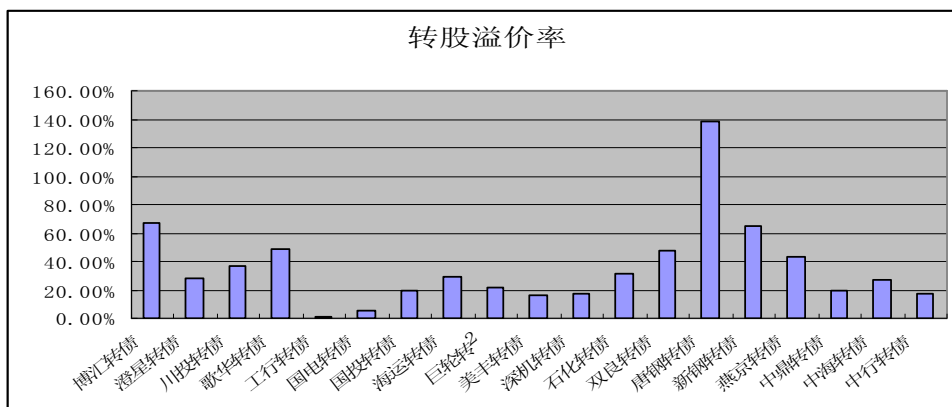
证券简称	收盘 价元	股票 价格	理论 价格	溢折 价比	转股价 元	转股 比例	转换价 值元	转股溢 价元	转股溢 价率	转股市 盈率
------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	-----------	-----------	-----------	-----------

博汇转债	99.49	6.12	99.97	-0.005%	10.29	9.72	59.48	40.01	67.28%	28.30
澄星转债	109	8.93	109.3	-0.003%	10.53	9.50	84.81	24.19	28.53%	178.78
川投转债	96.95	12.26	99.38	-0.024%	17.26	5.79	71.03	25.92	36.49%	42.29
歌华转债	93.52	9.46	97.03	-0.036%	14.99	6.67	63.11	30.41	48.19%	66.41
工行转债	106.8	4.19	109.13	-0.021%	3.97	25.19	105.54	1.26	1.19%	9.02
国电转债	104.54	2.64	104.85	-0.003%	2.67	37.45	98.88	5.66	5.73%	20.68
国投转债	99.42	5.93	97.94	0.015%	7.12	14.04	83.29	16.13	19.37%	42.31
海运转债	100.47	3.52	103.26	-0.027%	4.54	22.03	77.53	22.94	29.58%	54.89
巨轮转 2	101.75	6.75	109.53	-0.071%	8.09	12.36	83.44	18.31	21.95%	41.16
美丰转债	118.88	7.42	116.46	0.021%	7.26	13.77	102.20	16.68	16.32%	21.92
深机转债	96.499	4.64	103.24	-0.065%	5.66	17.67	81.98	14.52	17.71%	17.49
石化转债	98.18	7.1	98.84	-0.007%	9.5	10.53	74.74	23.44	31.37%	13.48
双良转债	102.8	9.49	103	-0.002%	13.63	7.34	69.63	33.17	47.65%	102.20
唐钢转债	108.51	3.44	107.58	0.009%	7.57	13.21	45.44	63.07	138.79%	54.76
新钢转债	102.68	5.01	104	-0.013%	8.04	12.44	62.31	40.37	64.78%	37.52
燕京转债	100.7	15.18	101.6	-0.009%	21.66	4.62	70.08	30.62	43.69%	33.66
中鼎转债	104.937	11.08	105.01	-0.001%	12.66	7.90	87.52	17.42	19.90%	29.52
中海转债	95.32	6.53	92.09	0.035%	8.7	11.49	75.06	20.26	27.00%	34.63
中行转债	94.46	2.88	99.67	-0.052%	3.59	27.86	80.22	14.24	17.75%	9.69

资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

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。在市场震荡的大环境下，转债偏股的属性就有所减弱，截止 11 月末，转债市场平均转股溢价率为 35.96%，比前月转股溢价率 32.2% 相对有所增加，转债市场股性减弱。目前工行转债、国电转债、美丰转债属于偏股型，其中工行转债转股溢价率为 1.19%，与标的股票有较强联动性，属于低风险高报酬品种，理论价格为 109.13 元，溢折价比为 -0.0213%。美丰转债、国电转债的转股溢价率较低，也是具有潜在投资价值的品种，如国电转债的转股溢价率为 5.73%，理论价格为 104.85 元；唐钢转债、博汇转债、新钢转债属于偏债性，大部分转债属于平衡型，其余转债的转股溢价都比较高，同时债券溢价也比较高，这类转债不宜作为安全配置的考虑。整体来说，在目前震荡的大环境下，转债可能跟随正股波动，很难有系统性投资机会。

图 4 转股溢价率比较

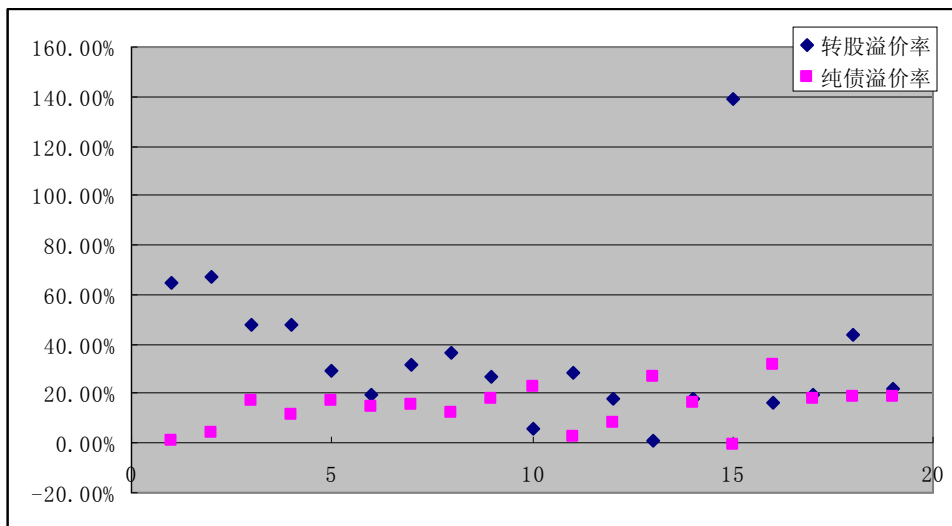


资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

3、可转债总体估值水平

一般而言，转债价格上涨的驱动因素有债性、股性和估值水平，其中，股性和估值水平对转债价格的影响更为显著。而转债的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，反映了其内在价值。从转债估值看，截止 11 月末，转债市场平均纯债溢价率为 14.44%，平均转股溢价率为 35.96%，股性比较弱，而债性相对较强，转债估值整体上比较合理。其中，唐钢转债的债性比较强，属于偏债性，而工行转债属于偏股性，总体来看转债市场呈现弱股性、较强债性的特点，转债估值高估与低估二元结构并存。

图 5 可转债债性、股性分析



资料来源：根据 WIND 统计和东北证券

三、12 月可转债市场投资策略----拟发行可转债供给压力大，审慎评价可转债的收益与风险

近日中国物流与采购联合会发布的中国制造业采购经理指数(PMI)为 49.0%，环比回落 1.4 个百分点，显示中国经济增速逐步放缓，可能超于市场预期。周三央行宣布下调存款准备金率 50 个基点，银根放松迹象初显。由于欧债危机愈演愈烈，甚至有扩大的趋势，不排除经济有二次探底的可能。在这种背景下，估计 12 月份股票市场有可能维持震荡趋势，不排除有可能探底小幅回升，再度大幅度下跌的概率比较小，维持底部区域箱体震荡的可能性较大。转债市场上月跟随正股小幅下跌，估计 12 月份转债市场以震荡波动为主，股性比较强的转债如工行转债可能受到投资者青睐，而钢铁类转债由于债性比较强而相对抗跌。

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	64.78%	1.26%	偏债型	高估
博汇转债	67.28%	4.07%	偏债型	高估
双良转债	47.65%	16.99%	偏债型	高估
歌华转债	48.19%	11.53%	偏债型	高估
海运转债	29.58%	16.73%	平衡型	合理
国投转债	19.37%	14.53%	平衡型	合理
石化转债	31.37%	15.85%	平衡型	高估
川投转债	36.49%	12.63%	平衡型	高估

中海转债	27.00%	17.69%	平衡型	高估
国电转债	5.73%	22.70%	平衡型	合理
澄星转债	28.53%	2.71%	偏债型	合理
中行转债	17.75%	8.23%	平衡型	合理
工行转债	1.19%	26.45%	偏股型	低估
深机转债	17.71%	16.34%	平衡型	合理
唐钢转债	138.79%	-0.68%	偏债型	高估
美丰转债	16.32%	31.29%	平衡型	合理
中鼎转债	19.90%	18.09%	平衡型	高估
燕京转债	43.69%	18.90%	平衡型	高估
巨轮转 2	21.95%	19.00%	平衡型	高估

资料来源：东北证券和 WIND 系统

目前转债供给压力在于拟发行的可转债中国重工公司拟发行总额不超过人民币 80.5 亿元可转换公司债券，期限为 6 年，发行的可转债票面利率不超过 3.0%，同仁堂拟发行 12.05 亿转债，民生银行拟发行 200 亿转债，石化转债 2 拟发行 300 亿，使得可转债市场供给明显加大，对转债市场估值压力比较大。如果 12 月份市场反弹，偏股性转债有望带来机会，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，如工行转债、国电转债，若市场维持弱势调整，投资者可关注偏债性转债如钢铁类转债，审慎评估转债结构性收益与风险。

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。