



我国债性回归中的可转债市场

广东金融学院 黄奕

【摘要】 国内严格的发行条件从基本上保证了可转债市场具有良好的投资价值。正在进行的股权分置改革促使可转债市场不断向债性回归,可转债的纯债券到期收益率随之不断提高,可转债以债性为主的投资价值得到普遍体现。在当前市场环境中,建议投资者持有到期收益高且偏债性的可转债,以取得良好的保底收益,并关注债性和股性结合优良的低风险价值型品种;对于股性可转债,建议转股或出售以减少损失。

【关键词】 可转债市场 股权分置改革 债性 股性

我国发行可转债的公司需要满足相当严格的条件,包括最近3年连续盈利且净资产利润率平均在10%以上,属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低,但是不得低于7%,可转债发行后资产负债率不高于70%等。监管部门支持业绩优良、成长性强、运作规范的上市公司发行可转债。这些条件决定了可转债的发行公司均为质地优良的企业,具备良好的盈利能力和偿债能力,从基本上保证了可转债具备良好的投资价值。

一、股权分置改革促使我国可转债市场向债性回归

2005年上半年,随着股权分置改革试点工作的启动,股市呈现出阶段性回暖,可转债市场也随之整体上涨,可转债股性有所恢复。然而,随着股权分置改革的全面展开和金牛模式的推广运用,可转债投资人成为股权分置改革中被遗忘的利益群体,可转债市场出现整体回落。股权分置改革中的可转债均面临两难处境,即可转债持有人若不转股则无法享受对价,而转股又将承担相当于转股溢价率的损失。因此,不受纯债券底价或转股价值支持的可转债面临极大的风险。

表1 股权分置改革可转债一览表

可转债名称	股权分置改革对价方案	股权分置改革进程
金牛转债	每10股送2.5股	已完成
民生转债	公积金转送,相当于每10股送5.024 16股	已完成
丰原转债	每10股送2.249 6股	已完成
铜都转债	每10股送2.5股	已完成
华西转债	每10股送4.7股	已完成
江淮转债	公积金转送,相当于每10股送11股	进行中
万科转2	每10股送8份认沽权证,行权价为3.73元	进行中
首钢转债	每10股送2.4股派现2.71元	进行中
水运转债	每10股送3股	进行中

资料来源:根据市场公开资料整理,截至2005年11月11日。

可以注意到已经进入股权分置改革程序的可转债可分

为两类:一类是股性较强,受转股价值支持的可转债,如金牛、丰原、江淮、民生、铜都转债等,由于其转股溢价率较低、转股成本较低,持有人基本上会通过转股或卖出可转债来规避或减少损失。事实上,以上可转债已因实现全部或绝大部分转股而停止交易。另一类是债性较强、受纯债券价值支持的可转债,如华西、首钢、水运转债,由于其转股溢价率较高、转股损失较大,但其价格本身受纯债券价值支撑,下跌空间有限,受股权分置改革的影响较小。而目前市场中大部分可转债价格在股权分置改革预期下均有所调整,尤其是前期转股溢价率和纯债券溢价率相对较高的品种,在股市低迷无法受到基础股价支撑的情况下,可转债价值逐渐向纯债券价格靠拢,随着大部分可转债寻求底价支持以及进入股权分置改革的股性可转债逐步退出交易市场,可转债市场的整体债性随之加强。

纯债券溢价率反映可转债价格高于其纯债券价值的比率。根据2005年11月11日市场收盘数据计算,目前可交易的24只可转债平均纯债券溢价率为3.88%,较10月下旬平均水平下降了近50%,其债性凸显迅速。

二、债性可转债市场的收益与风险分析

1. 债性凸显后的收益率价值。当前较低的可转债价格使得可转债的纯债券到期收益率有所提高,可转债以债性为主

表2 部分具有较高到期收益的可转债

可转债名称	到期收益率(%)	剩余年限(年)
西钢转债	3.79	2.75
桂冠转债	3.27	2.63
国电转债	3.13	2.68
邯钢转债	3.55	3.04
营港转债	3.20	3.52
创业转债	3.51	3.63
晨鸣转债	3.14	3.84
华西转债	3.07	2.80
首钢转债	3.53	3.09

资料来源:根据市场公开资料及2005年11月11日市场收盘数据计算整理。

的投资价值得以普遍体现。

经测算后发现,以上可转债的到期收益率相对于同级别的企业债券而言具有较大的优势。可转债的纯债券到期收益率可以看做其保底收益率,而一旦股市出现转机,其隐含的期权价值也将给投资者带来一定的回报。

2. 市场风险分析。

(1) 债性风险。目前国内债券市场在经过较长一段时间的高位运行后已进入高风险领域,一旦未来债市进行回调,可转债的纯债券底价将随之回落,受债性支持的可转债价格有可能进一步下跌。因此在对可转债进行债性投资挖掘的同时,要注意未来可能出现的债性风险。

(2) 股性风险。随着市场价格的整体下跌,可转债市场的整体股性风险已有所释放。但对于部分偏股性可转债而言,股性风险仍然是其最为突出的风险。在目前主流的以送股支付对价的股权分置改革方式下,由于转股价格不作同步调整,对价股票的即期上市和非流通股股票的陆续上市所产生的基础股票自然除权效应将使得可转债的转股价值大大下降,受转股价值支撑的股性可转债价格也将随之下跌。

(3) 流动性风险。由于市场整体低迷,可转债的交易并不十分活跃,流动性问题也存在于部分可转债当中。部分可转债由于转股的原因,其现有余额较低,如水运、云化转债等,余额均低于两亿元,此类可转债缺乏流动性,同时由于回售带来的现金压力不大,发行公司没有足够动力采取措施促成转股,从而其内含期权价值也难以显现,在品种选择上应予以规避。

三、债性回归中的可转债投资策略

1. 持有偏债性可转债度过股权分置改革。对于股性可转债,由于其转股溢价率较低,转股成本也较低,为避免股权分置改革后基础股价自然除权造成转股价值大幅降低而带来更大损失,转股是一个明智的选择。而对于债性可转债而言,由于其转股溢价率较高,转股损失较大,而转债价格本身受纯债券价值支撑,受股权分置改革的影响较小,同时到期收益率也较为理想,因此持有至到期是一个更合理的选择。如首钢转债,在进入股权分置改革方案表决程序前的最后一个交易日,转股损失约为 16%,而持有到期年收益率为 3.53%,剩余年限为 3.1 年,收益率高于同级别的企业债券。

2. 选择到期收益率较高且已经或即将进入回售保护程序的品种。由于股市低迷,部分可转债基础股票的价格已逼近或达到回售价格。表 3 中在华电转债以上的可转债是正处在回售期的可转债,而在其以下的是距离回售期不到一年的可转债。这些可转债都处在回售的边缘,而且除了水运转债之外,其余还没有进行股权分置改革,根据现在的行情,我们有理由认为股权分置改革后对价股票造成的自然除权效应将很可能使得这些可转债触发回售条款,而一旦触发回售条款,可转债价格将由纯债券价格向回售价格回升,存在较大的获利空间;而发行公司如欲避免回售,必然积极提升基础股价或向下修正转股价格,从而提升转股价值,促使可转债价格回升。同时,这些可转债还有一个共同点就是具有较高的到期收益率,在股市具有较大系统风险时,这些低风险品种值得关注。

3. 关注债性与股性结合较好的低风险价值型品种。通过分析各可转债的纯债券溢价率和转股溢价率可以发现,目前

存在一批“双低”品种,即具有较低的纯债券溢价率和较低的转股溢价率,前者控制了下跌风险,而后者保持了恰当的股性,一旦股市行情好转,这部分可转债能够较先获益。这类债性与股性结合较好的低风险价值型可转债是当前投资机会较大的品种。

表 3 已经或即将进入回售期的可转债 货币单位:元

可转债名称	可转债价格	基础股价	当前回售条件*	回售起始日	当前回售价格	到期收益率(%)
燕京转债	100.78	5.5	20日, <4.94	2003-10-16	103	0.84
复星转债	102.99	4.66	15日, <4.02	2004-4-28	103	2.33
邯钢转债	103.57	2.74	20日, <2.69	2004-5-26	105	3.55
桂冠转债	105.20	4.10	20/30日, <4.33	2004-6-30	104	3.27
营港转债	104.40	8.44	15/20日, <7.18	2004-11-20	105	3.2
海化转债	102.50	4.15	20日, <3.29	2005-3-8	103	2.42
南山转债	100.21	5.32	20日, <5.2	2005-4-19	105	2.95
华电转债	105	3.09	30/40日, <3.09	2005-6-3	106	2.78
创业转债	102.23	3.46	20/30日, <4.26	2006-6-30	103	3.51
水运转债	97.82	4.42	20日, <3.89	2006-8-23	102	2.32
华西转债	101.34	2.66	20日, <5.17	2006-8-31	108	3.07
丝绸转债	98.28	2.33	20日, <2.1	2006-9-9	101.8	2.96
晨鸣转债	101.03	4.06	25日, <5.27	2006-9-15	105	3.14

资料来源:根据市场公开资料及2005年11月11日市场收盘数据计算整理。

注:回售条款通常表述为连续若干日基础股价低于当前转股价的一定幅度时,投资者有权将所持可转债按约定价格回售给发行人。具体而言,“20日, <4.94”的含义为任意连续20个交易日基础股票(平均)收盘价低于4.94元;“20/30, <4.33”的含义为任意连续30个交易日中累计20个交易日基础股票(平均)收盘价低于4.33元,其余类推。

表 4 低风险价值型可转债 货币单位:元

可转债名称	可转债价格	当前转股价	基础股价	转股价值	转股溢价率	纯债券价格
包钢转债	103	4.25	4.19	100.96	2.02%	97.24
招行转债	103.21	6.23	6.11	98.07	5.24%	99.01
华菱转债	105.07	4.40	4.60	104.55	0.50%	98.54
山鹰转债	104.52	3.32	3.17	95.48	9.47%	101.94
雅戈转债	106.50	3.35	3.31	98.81	7.79%	103.80

资料来源:根据市场公开资料及2005年11月11日市场收盘数据计算整理。

4. 回避债性较弱且不具备股性支持的品种。对债性较弱且不具备股性支持的可转债,目前要坚决予以回避。对于已经进入股权分置改革程序的股性可转债,建议及时转股或卖出以减少损失,否则股权分置改革完成后,由于转股价格不作同步调整,对价股票上市导致的股价自然除权将造成可转债转股价值大幅降低,持有人将承担更大的损失。

主要参考文献

① 杨如彦,魏刚,刘孝红,孟辉.可转换债券及其绩效评价.北京:中国人民大学出版社,2002

② 李刚剑等.可转换公司债券的融资与投资.北京:中国财政经济出版社,1998