

债券研究报告/可转债周报研究报告

风险偏好提升，偏股性转债投资价值显现——可转债周报

可转债价值评价

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率
新钢转债	48.25%	-0.95%
博汇转债	33.54%	-1.36%
歌华转债	120.88%	3.71%
海运转债	24.94%	8.38%
国投转债	0.98%	26.59%
石化转债	7.92%	11.15%
川投转债	18.47%	11.39%
中海转债	72.17%	2.29%
国电转债	14.47%	17.88%
恒丰转债	15.20%	21.20%
南山转债	9.12%	8.73%
中行转债	14.10%	4.05%
工行转债	-0.07%	20.39%
重工转债	15.89%	20.95%
深机转债	40.58%	3.09%
美丰转债	13.11%	11.88%
中鼎转债	49.72%	10.29%
燕京转债	40.82%	11.87%
巨轮转 2	5.29%	29.14%

1、沪深市场上周大幅度反弹，沪深 300 指数周上涨 4.86%，而中信标普可转债指数周上涨 1.41%，弱于市场。可交易转债 13 涨 6 跌，可转债平均上涨了 0.82%，而可转债正股平均上涨 2.85%，可转债上涨幅度小于正股。上周巨轮转 2、工行转债表现出色，分别上涨 4.40%、2.46%，相比之下，恒丰转债、中鼎转债下跌-1.04%、-0.47%。上周转债呈现价增量增态势，转债平均价格 102.897 元，相对于前周 102.031 元略微增加；转债平均成交 4.245 亿，相对于前一周 3.46 亿增加，转债交易活跃。

2、转债估值比较合理，偏股和平衡型转债的转股溢价率平均为 11.62%，转股价值提升，股性突出；而偏债性转债的转股溢价率平均为 57.99%，纯债溢价率平均为 4.13%，债性突出，平均到期收益率为 3.78%，纯债价值对转债支撑功能比较强。整体而言转债市场价格相对于其理论价格折价，估值结构性高估与低估并存。偏股、平衡型转债部分安全边际比较高，甚至有估值洼地特点，如川投、南山、非银行大盘等，市场风险偏好上升，偏股性转债的投资价值显现。偏债型转债属于低风险及收益率品种，债券价格与价值较为接近，可作为固定收益的替代品，是低风险配置的品种。南山转债相对估值有吸引力，转债流动性好，性价比合算；川投转债是电力转债的潜力品种，中行转债具备纯债替代价值，重工转债正股有资产注入、军工题材等，其博弈价值比较高。从长期看，转债的投资与配置价值凸显，但短期要控制个债风险。

3、美联储推出 QE4，并维持超低利率，政策层面的不确定性因素在减小，美国房地产市场和就业市场好于预期，11 月失业率从 7.9%下降到 7.7%，创四年新低。欧元区经济尽管比较疲软，但降幅趋缓，暂时避免了二次衰退的风险。中国宏观经济复苏尽管比较艰难，但有逐渐企稳迹象，12 月份汇丰中国制造业采购经理人预览指数(PMI) 为 50.9，升至 14 个月高点，该指数连续第二个月高于荣枯分界线，表明中国经济的复苏动能在内需驱动下有所增强。受中央经济工作会议举行以及改革预期增强等因素，沪深股市 14 日放量暴涨，显示市场反弹有望继续，不排除有一波中级反弹行情，估计本周市场仍处于震荡反弹。可转债市场上周表现相对正股比较弱，投资者可把握偏股性转债的结构性投资机会，如重工转债、工行转债、国投转债、南山转债等，小盘转债如巨轮转 2、恒丰转债等流动性差，没有操作性。风险厌恶者可关注偏债性转债的配置价值，如新钢转债、歌华转债、博汇、中海和深机等。由于近期市场回暖，同仁转债上市定价可能比我们预期的高，其价值中枢有望在 103-108 元左右，投资者可关注新发转债的机会，中信海直拟发 6.5 亿元可转债，12 月 19 日申购。

证券分析师：赵旭

执业证书编号：S0550511010005

TEL: (21)20361161 FAX: (21)20361138

目 录

1. 上周可转债市场回顾	3
2. 可转债价值评价	5
3. 可转债投资策略与建议.....	9

1. 上周可转债市场回顾

沪深市场上周大幅度反弹，截至 2012 年 12 月 14 日沪深 300 指数收于 2355.86 点，周上涨 4.86%，相对而言，转债指数表现弱于市场，中信标普可转债指数收于 2568.51 点，周上涨 1.41%，这在某种程度上反映了可转债的股债双重属性以及反弹初期的滞后性特点。

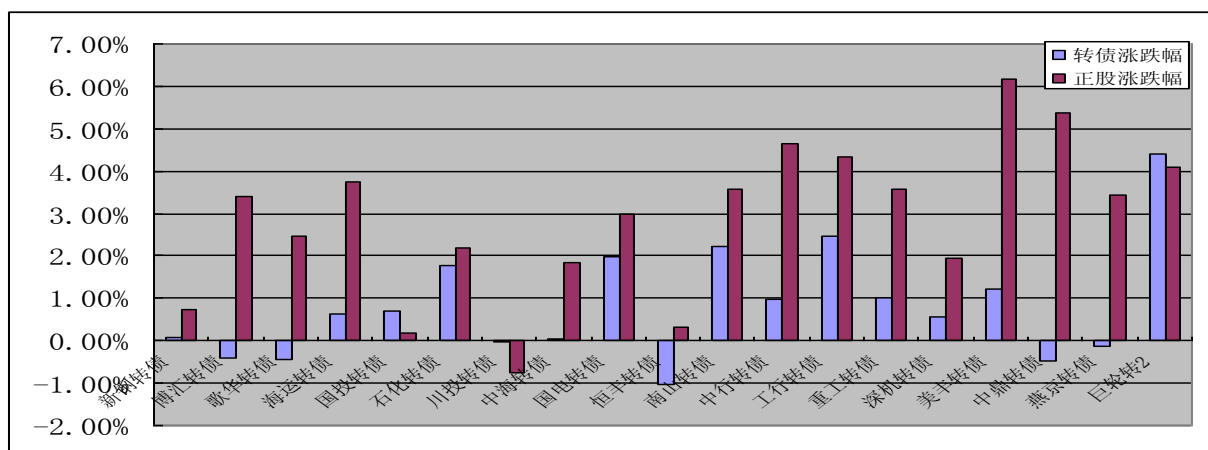
表 1 可转债市场交易统计（2012 年 12 月 10 日-12 月 14 日）

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)
110003.SH	新钢转债	103.370	0.08%	0.74%	186,211.00	19,241.14	4,093.83
110007.SH	博汇转债	99.290	-0.40%	3.39%	59,768.00	5,943.33	8,085.61
110011.SH	歌华转债	92.860	-0.44%	2.45%	79,256.00	7,364.22	26,227.95
110012.SH	海运转债	99.450	0.62%	3.76%	11,727.00	1,163.11	12,994.41
110013.SH	国投转债	117.810	0.69%	0.18%	222,758.00	26,061.81	43,217.96
110015.SH	石化转债	100.960	1.77%	2.19%	1,364,240.00	136,083.20	105,320.20
110016.SH	川投转债	102.800	-0.03%	-0.75%	101,943.00	10,495.74	60,534.93
110017.SH	中海转债	88.890	0.06%	1.83%	99,487.00	8,835.38	8,971.17
110018.SH	国电转债	107.790	2.00%	2.98%	181,257.00	19,261.31	87,123.68
110019.SH	恒丰转债	106.830	-1.04%	0.31%	6,348.00	679.45	5,751.43
110020.SH	南山转债	105.020	2.21%	3.58%	1,150,530.00	119,290.29	36,312.85
113001.SH	中行转债	96.850	0.99%	4.66%	1,765,898.00	170,320.80	71,140.11
113002.SH	工行转债	108.680	2.46%	4.33%	2,072,251.00	222,399.33	184,656.76
113003.SH	重工转债	102.020	1.00%	3.58%	417,455.00	42,437.70	112,193.60
125089.SZ	深机转债	91.631	0.55%	1.96%	123,277.10	11,269.19	8,480.21
125731.SZ	美丰转债	107.498	1.23%	6.17%	25,858.70	2,771.92	30,670.45
125887.SZ	中鼎转债	104.424	-0.47%	5.37%	14,289.80	1,496.20	33,124.03
126729.SZ	燕京转债	101.063	-0.13%	3.42%	1,755.80	177.40	28,361.02
129031.SZ	巨轮转 2	117.800	4.40%	4.08%	12,250.10	1,405.40	7,006.27

数据来源：东北证券,WIND

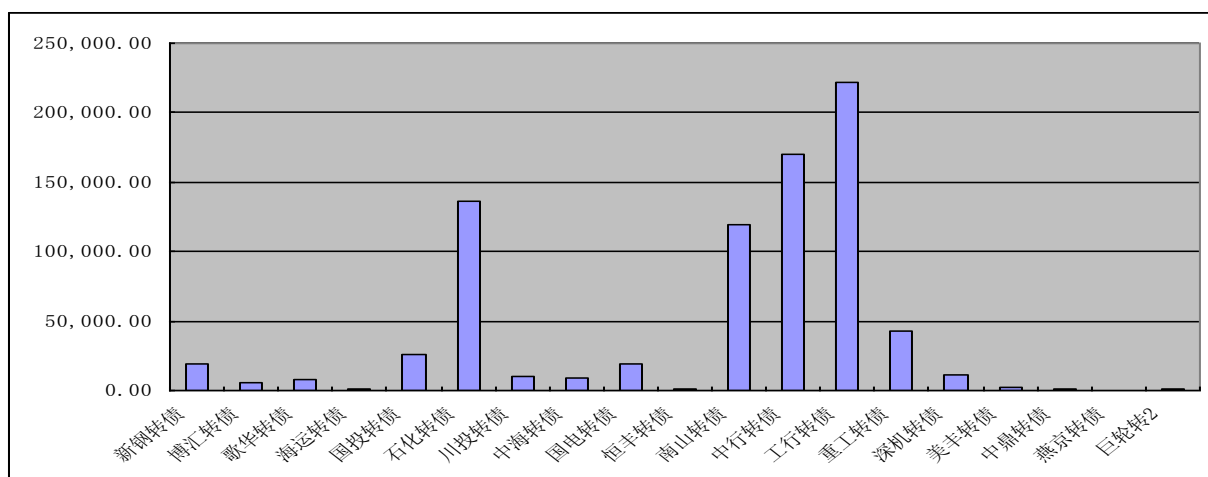
A 股市场上周震荡反弹，可交易的转债 13 涨 6 跌，双良转债停牌，可转债平均上涨了 0.82%，而可转债正股平均上涨了 2.85%，可转债上涨幅度小于正股。上周巨轮转 2、工行转债表现出色，分别上涨 4.40%、2.46%，为最多，南山转债、国电转债分别上涨 2.21%、2.00%，相比之下，恒丰转债、中鼎转债分别下跌-1.04%、-0.47%，偏债性转债上涨幅度较小甚至下跌，如博汇转债下跌-0.40%。整体而言，上周可转债表现相对于正股比较弱，转债上涨幅度比较小。在债性支持下，转债跟随正股波动而波动，截止 12 月 14 日，转债平均价格为 102.897 元，相对于前周平均价格 102.031 元略微增加，南山转债、国电转债上周涨幅尚可。债性比较强的转债受正股影响不大，如新钢转债、博汇转债，博汇转债正股上涨了 3.39%，而转债下跌了 0.40%，部分股性比较强的转债，受正股影响比较大如工行转债、巨轮转 2，市场风险偏好上升，偏股性转债的投资价值显现。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、南山转债，其具有较强的弹性，长期投资价值突出，尽管转债伴随正股在进行估值泡沫挤压，前期风险逐步得到释放，长期看投资回报可期，工行转债、重工转债、石化转债值得重视，投资者可审慎把握。电力类转债投资价值显现，南山转债、国电转债值得关注。

图1 正股与可转债涨跌幅比较



数据来源：东北证券，Wind

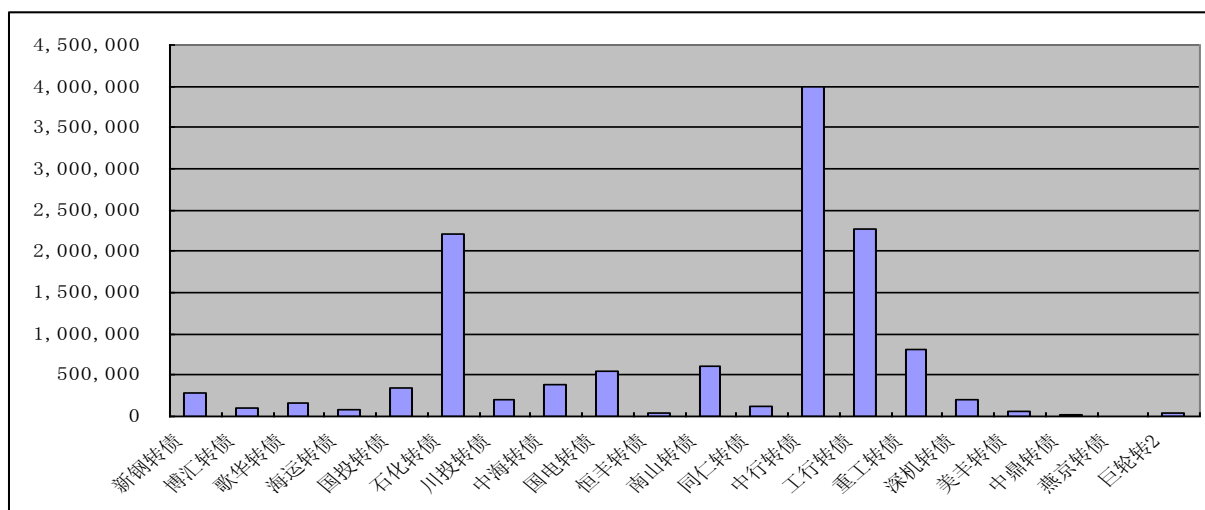
图2 可转债成交金额比较(万元)



数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周成交金额为 80.67 亿元，相对于前周的 65.83 亿元大幅度上升，增加 23%。目前经济有企稳迹象，利率在相对较低阶段，债券市场进入震荡阶段，相对而言，转债市场也基本进入相对平稳发展阶段，债底保护比较强，转债投资价值关键在于正股走势，如果权益市场活跃或反弹，转债可能跟随正股进行波动，不排除有一波小反弹，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，同时考虑行业景气程度的差异。上周五，市场放量上涨，估计市场有望有一波中级反弹行情，转债机会大于信用债，我们前期反复强调转债的底部在来临，现在是投资的时机了。上周正股震荡反弹，转债反弹力度相对比较小。从成交量看，处于市场成交量第一梯队的转债有中行转债、工行转债、石化转债等发行规模较大的转债，其中工行转债成交额达到 22.24 亿元，中行转债的周成交额达到 17.03 亿元，石化转债成交 13.61 亿元，石化、中行和工行转债是转债市场的交易主力，南山转债成交比较大，成交 11.93 亿，占比 14.79%，重工转债成交 4.24 亿，国投转债成交 2.61 亿，国电转债成交 1.93 亿元，新钢转债成交 1.92 亿元，其他转债成交都比较少，而燕京转债周成交额只有 177.4 万元，转债之间成交差异比较大，流动性也大不一样，燕京转债、恒丰转债成交都在 1000 万元以下，值得关注。上周转债呈现价增量增的态势，各只转债平均成交 4.245 亿，相对于前一周的 3.46 亿增加，但两极分化严重，大盘转债成交相对多，而小盘转债成交比较清淡，流动性风险凸显。

图3 可转债余额比较 (万元)



数据来源：东北证券，Wind

表2 可转债转股情况

代码	名称	转股价格 (元)	转股数量 (万股)	累计转股数量 (万股)	累计转股比 例(%)	交易日期
113002.SH	工行转债	3.77	0.03	59,381.07	9.20	2012-12-10
113002.SH	工行转债	3.77	0.05	59,381.12	9.20	2012-12-13
113001.SH	中行转债	3.44	0.29	18.05	0.00	2012-12-11
代码	名称	变动原因	变动后(万元)	本次变动(万元)	变动前(万元)	变动日期
125709.SZ	唐钢转债	到期	0.00	-299,989.06	299,989.06	2012-12-13
125709.SZ	唐钢转债	转债转股	299,989.06	-0.06	299,989.12	2012-12-11
125709.SZ	唐钢转债	转债转股	299,989.12	-0.03	299,989.15	2012-12-10
129031.SZ	巨轮转2	转债转股	33,671.45	-1.00	33,672.45	2012-12-13

数据来源：东北证券,WIND

上周转债市场交易相对比较平稳，工行转债有少量转股，上周转股 0.08 万元，12 月 13 日转股了 0.05 万元，截止 12 月 14 日，累计转股数量 59,381.12 万元，累计转股比例为 9.2%。中行转债上周有少量转股，转股了 0.29 万股，累计转股数量 18.05 万股。巨轮转 2 上周转股 1.00 万元。唐钢转债于 2012 年 12 月 13 日到期，转债已经赎回，从而退出了转债市场。新钢转债将于明年 8 月 20 日到期，其转股的可能性也不是很大。中国平安 260 亿元可转债的审批已经获得了中国保监会同意发行的批复，目前正处于证监会的监管审批过程中。同仁堂公司已经于 12 月 4 日发行了可转债，中签率 0.778%，18 日上市；中信海直拟发 6.5 亿元可转债，12 月 19 日申购。

2. 可转债价值评价

表3 可转债债券价值 (12 月 14 日)

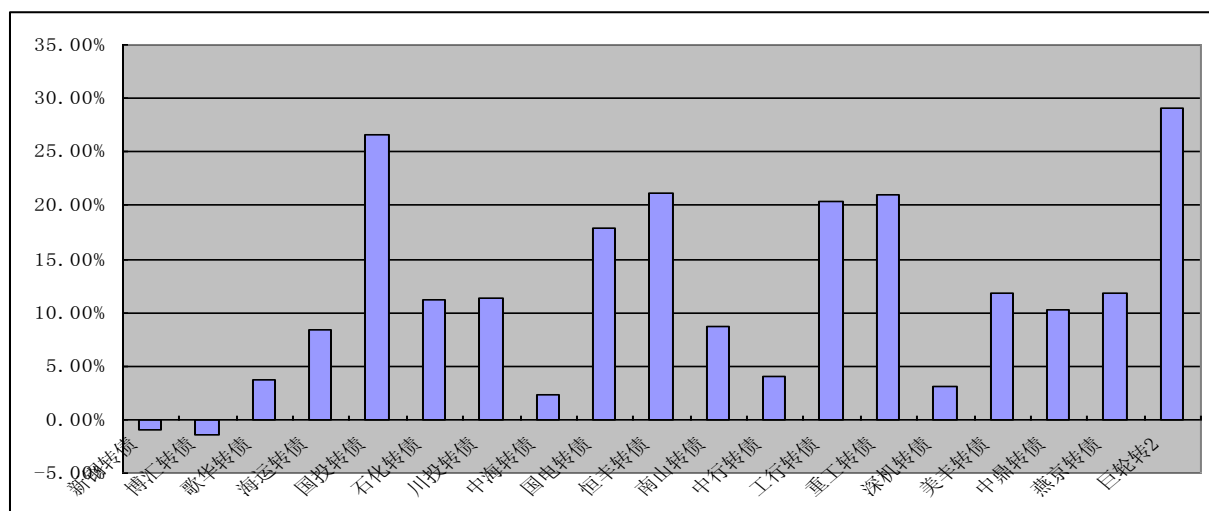
证券 代码	证券 简称	收盘价 元	纯债到期 收益率	纯债价值 元	纯债溢价 元	纯债溢价 率	应计利息 元	剩余期限 天
110003.SH	新钢转债	103.370	5.17%	104.36	-0.99	-0.95%	0.890	250
110007.SH	博汇转债	99.290	5.28%	100.66	-1.37	-1.36%	0.387	648
110009.SH	双良转债	96.320	3.40%	93.39	2.93	3.14%	0.678	871
110011.SH	歌华转债	92.860	4.19%	89.53	3.33	3.71%	0.055	1,442
110012.SH	海运转债	99.450	2.24%	91.76	7.69	8.38%	0.843	1,119

110013.SH	国投转债	117.810	-0.79%	93.06	24.75	26.59%	0.621	1,503
110015.SH	石化转债	100.960	2.52%	90.84	10.12	11.15%	0.566	1,532
110016.SH	川投转债	102.800	2.52%	92.29	10.51	11.39%	0.516	1,558
110017.SH	中海转债	88.890	4.70%	86.90	1.99	2.29%	0.261	1,691
110018.SH	国电转债	107.790	1.52%	91.44	16.35	17.88%	0.162	1,709
110019.SH	恒丰转债	106.830	0.48%	88.14	18.69	21.20%	0.512	1,560
110020.SH	南山转债	105.020	3.60%	96.59	8.43	8.73%	0.575	2,132
113001.SH	中行转债	96.850	3.88%	93.08	3.77	4.05%	0.591	1,266
113002.SH	工行转债	108.680	-0.07%	90.27	18.41	20.39%	0.261	1,356
113003.SH	重工转债	102.020	1.58%	84.35	17.67	20.95%	0.266	1,998
125089.SZ	深机转债	91.631	4.51%	88.88	2.75	3.09%	0.335	1,674
125731.SZ	美丰转债	107.498	0.08%	96.08	11.41	11.88%	0.644	900
125887.SZ	中鼎转债	104.424	1.76%	94.68	9.74	10.29%	0.925	1,154
126729.SZ	燕京转债	101.063	0.82%	90.34	10.72	11.87%	0.150	1,035
129031.SZ	巨轮转 2	117.800	-2.22%	91.22	26.58	29.14%	0.408	1,313

数据来源：东北证券,WIND

由于市场震荡反弹,转债债性小幅减弱,截止 2012 年 12 月 14 日,转债市场平均纯债溢价率为 11.61%,比前周的 10.09%有所增加。但目前转债市场债性相对仍较高,除工行、巨轮转 2、国投转债到期收益率为负值外,其余转债到期收益率为正值,其中博汇转债的债性最强,属于偏债性,其到期收益率为 5.28%,为最高,转债价格与其债券价值较为接近,下跌空间有限,新钢转债到期收益率为 5.17%,南山转债到期收益率也为正,达到 3.6%,深机转债为 4.51%,所有转债的纯债到期收益率平均为 2.20%,相对于上周的 2.44%减少。偏债性转债属收益率品种,稳健投资者在多头市场可积极配置,如新钢转债,而工行转债、国投转债属于偏股型。从到期收益率来看,中行转债到期收益率为正,为 3.88%,如果持有该债均可获得正的持有期收益,而中行转债剩余期限在 3 年多,其债性投资吸引力可能更为突出,是平衡型转债配置的一个好品种,如果正股上涨,还可以获得转股收益。偏债型转债属于低风险及收益率品种,债券价格与价值较为接近。新钢等转债的债券溢价为-0.95%,博汇转债-1.36%,转债价格接近债券价值,下跌空间有限,属于低风险投资品种,可作为固定收益的替代品。目前转债的债券属性仍相对比较强,债性支撑保护作用不容忽视。整体看,新钢转债、博汇转债、中海转债、深机转债、歌华转债收益率超过 4%,可作为收益率品种配置,新钢、博汇转债的债券溢价低于 1%,为负,转债下跌空间小,具有正向收益率,可作为低风险品种配置。

图 4 可转债纯债溢价率比较



数据来源：东北证券, Wind

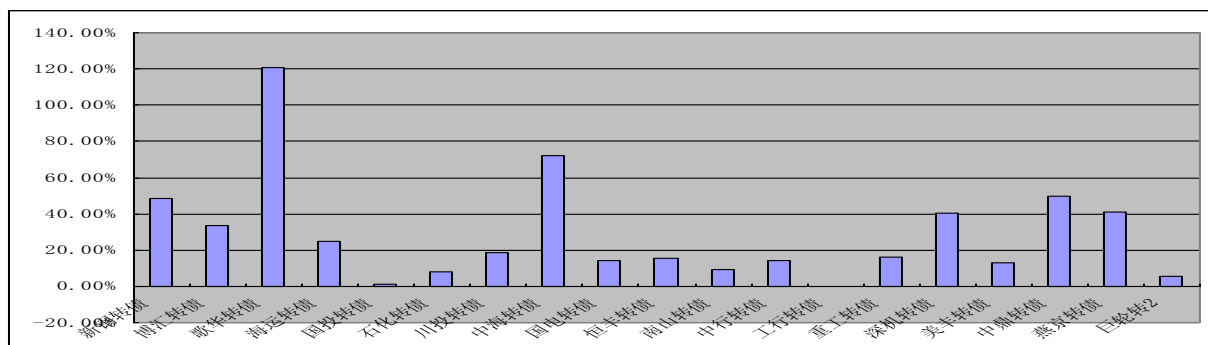
表 4 可转债转股价值评价（12 月 14 日）

证券代码	证券简称	收盘价元	转股价元	转股比例	转换价值元	转股溢价元	转股溢价率	转股稀释率	隐含波动率
110003.SH	新钢转债	103.370	5.88	17.01	69.73	33.64	48.25%	25.20%	8.13%
110007.SH	博汇转债	99.290	6.16	16.23	74.35	24.94	33.54%	23.88%	0.27%
110011.SH	歌华转债	92.860	14.89	6.72	42.04	50.82	120.88%	9.20%	36.68%
110012.SH	海运转债	99.450	4.51	22.17	79.60	19.85	24.94%	15.48%	21.35%
110013.SH	国投转债	117.810	4.74	21.10	116.67	1.14	0.98%	16.94%	21.24%
110015.SH	石化转债	100.960	6.98	14.33	93.55	7.41	7.92%	3.53%	9.63%
110016.SH	川投转债	102.800	9.15	10.93	86.78	16.02	18.47%	10.42%	15.45%
110017.SH	中海转债	88.890	8.60	11.63	51.63	37.26	72.17%	11.89%	21.74%
110018.SH	国电转债	107.790	2.57	38.91	94.16	13.63	14.47%	12.20%	15.90%
110019.SH	恒丰转债	106.830	6.88	14.53	92.73	14.10	15.20%	22.02%	21.86%
110020.SH	南山转债	105.020	6.92	14.45	96.24	8.78	9.12%	30.95%	0.49%
113001.SH	中行转债	96.850	3.44	29.07	84.88	11.97	14.10%	4.00%	8.90%
113002.SH	工行转债	108.680	3.77	26.53	108.75	-0.07	-0.07%	1.69%	0.49%
113003.SH	重工转债	102.020	4.93	20.28	88.03	13.99	15.89%	10.02%	20.05%
125089.SZ	深机转债	91.631	5.60	17.86	65.18	26.45	40.58%	17.44%	15.85%
125731.SZ	美丰转债	107.498	7.06	14.16	95.04	12.46	13.11%	15.12%	17.44%
125887.SZ	中鼎转债	104.424	12.66	7.90	69.75	34.68	49.72%	3.83%	32.98%
126729.SZ	燕京转债	101.063	7.58	13.19	71.77	29.30	40.82%	0.43%	35.48%
129031.SZ	巨轮转 2	117.800	5.47	18.28	111.88	5.92	5.29%	12.98%	16.59%

数据来源：东北证券,WIND

偏股性转债受股票价格波动的影响比较显著，上周正股市场震荡反弹，转债市场平均转股溢价率为 28.7%，比前周转股溢价率 42.02% 相对有所减小，转债市场股性有所增强，这是由于正股反弹的缘故，正股平均上涨 2.85%，估值水平比较合理。目前大部分转债属于平衡型，其中工行转债转股溢价率为 -0.07%，具有套利价值，国投转债为 0.98%，具有转股价值，而重工转债为 15.89%，石化转债转股溢价率为 7.92%，南山转债为 9.12%，巨轮转 2 为 5.29%，这些转债与标的股票有较强联动性，在正股反弹时上涨可观，巨轮转 2 上周上涨比较多就是一个例子，其弹性比较大。国电转债的转股溢价率较低，为 14.47%，总体来说，工行转债、石化转债、国投转债的转换溢价比较低，价格高于债券价值，且其股性较强，属于潜力报酬投资品种，如果市场上涨，回报可观，适合投资者参与配置，是目前市场的偏好者。歌华转债、新钢转债属于偏债性，适合作为纯债对待，是稳健型投资者配置的重点，大部分转债属于平衡型，其转股溢价都比较高，同时债券溢价也比较高，这类转债在控制风险的条件下应根据正股的走势来判断其投资价值。整体而言，在市场风险偏好提升的大环境下，反弹有望延续，上周转债市场表现为较强股性、较强债性的特点，转债表现相对正股反弹比较弱，如果市场持续反弹，则是投资偏股和平衡性转债的时机。

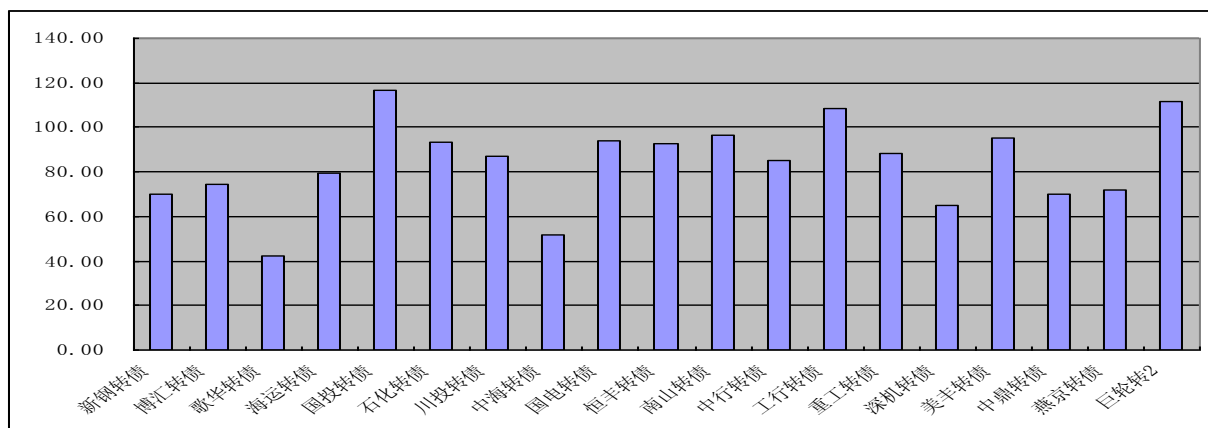
图 5 转股溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 83.83 元，相对于前周 79.06 元有所增加，转换价值在 80 元左右转债转股溢价率平均为 19.52%，偏股性的转债转换价值在 90 元左右转股溢价率平均为 13.37%，而转换价值在 100 元以上的转债有国投转债、巨轮转 2、工行转债，转股溢价率平均为 2.07%，长期投资价值突出。若市场持续上涨，预期看好，则转债估值结构是股性增强、债性减弱。目前转债估值水平比较合理，能够转股收益转债在逐步增加，转股价值提升。

图 6 可转债转换价值比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转债平均隐含波动率在 16.87% 左右，债性比较强，纯债价值对转债支撑保护功能比较显著，但偏股性转债和平衡性转债的估值有所提升，若正股持续反弹，导致转债的期权价值增加，转债上涨也就很自然了，如果市场下跌，转股溢价率逐步增加，导致转债价格也有所下降。投资转债的超额收益关键在于预期正股的上涨和转股的收益，如果市场反弹力度比较大，则转债上涨的概率更高，投资者可把资金配置在偏股型的转债，获取转股收益。目前巨轮转 2、工行转债、国投转债转股溢价较低，股性比较强，属高报酬风险品种，如果正股持续反弹，转债上涨也比较大，值得投资者关注。而国电转债的转股溢价率为 14.47%，其股性相对强一些，可作为潜力品种配置，中行转债债券溢价为 4.05%，抗跌风险较好。偏股和平衡型转债的转股溢价率平均为 11.62%，转股价值提升，股性突出；而偏债性转债的转股溢价率平均为 57.99%，纯债溢价率平均为 4.13%，债性突出，平均到期收益率为 3.78%，整体而言转债市场价格相对于其理论价格折价，估值结构性高估与低估并存，且折价幅度大幅减少，甚至个别转债出现高估。转债投资价值期待正股的估值提升，转债市场债底保持稳定，提升纯债收益率。从可转债估值来看，股性、债性比较合理，中小盘转债价格和溢价比较高，如果正股不能上涨，其风险不容忽视，但可关注是否修正相关条款。相对而言，大盘转债集中在银行、石化、电力等行业，估值比较合理，但这类股票的弹性比较差，依赖于正股的走好。偏股、平衡型转债部分安全边际比较高，甚至有估值洼地特点，如川投、南山、非银行大盘等，可转债作为股债兼得的配置品种，目前有配置价值，转债平均价格为 102 元左右，从风险、收益的视野看，可转债相对于纯债已具有比较优势，如果市场持续反弹，可转债市场机会就在眼前，我们反复强调过，每一次市场调整，就是转债逐步建仓的机会，市场调整就是转债配置的时机，可关注股性较强的转债或有修正条款预期的转债。新钢和博汇

面临回售压力，都有回售条款博弈机会，。

3. 可转债投资策略与建议

美联储如期推出 450 亿美元 QE4，并维持超低利率，但下调了 2012 年至 2015 年的美国经济增长预期，且伯南克警告称央行没有应对财政悬崖潜在危害的手段，但总体而言，政策层面的不确定性因素在减小。美国经济复苏好于欧、日等发达经济体，房地产市场和就业市场好于预期，11 月失业率从 7.9% 下降到 7.7%，创四年新低。欧元区经济尽管比较疲软，但降幅趋缓，暂时避免了二次衰退的风险，希腊债券回购计划已经成功，欧元区制造业活动表现为 8 个月来最佳，这为欧元区经济的复苏奠定了基础。世界经济复苏、主权债务风险等不稳定、不确定因素，在某种程度上影响了世界经济，可见，世界经济复杂性在增加。欧债危机持续蔓延，短期内很难完全解决，这些都显示世界经济复苏的艰难，国际经济下行的风险概率仍比较大。

中国宏观经济复苏尽管比较艰难，但有逐渐企稳迹象，12 月份汇丰中国制造业采购经理人预览指数 (PMI) 为 50.9，升至 14 个月高点，而 11 月份终值为 50.5，该指数连续第二个月高于荣枯分界线，表明中国制造业仍在扩张，中国经济的复苏动能在内需驱动下有所增强，铁道部最新公布的数据显示，前 11 月我国铁路固定资产投资达到 5069 亿元，同比增长 3.1%，进一步反映中国经济正在走向复苏。可见，中国经济增长出现见底回升迹象的概率较大，但中国经济面临去产能化等复杂问题，经济复苏的基础仍不牢固，出口订单下降和 11 月份出口增长不及预期显示中国经济复苏的复杂性和艰难性，中期面临下行风险。经济增速下滑的趋势还未得到根本扭转，只是部分经济数据显现增强迹象，有一定的回暖苗头，是否能够持续是关注的焦点。

近期人民币即期汇率连创新高，热钱难免会涌入人民币地区，预期年内货币政策以谨慎宽松为主，不排除降息和存款准备金率仍有下调可能，但可能性比较小。稳增长的重心将偏向财政政策，货币政策将持续微调，经济结构调整是目前的关键。股票市场面临着“经济寻底”与“政策保底”之间的博弈，市场目前在复杂纠结中运行，面对经济触底与政策红利博弈，各种“稳增长”带来的利好有利于市场结构性行情。估计市场处于震荡反弹状态，是一个政策基本面和资金面博弈的过程。

市场上周震荡反弹，由于宏观经济还没有达到预期的反转，经济仍处于寻底阶段，从这个角度看，非经济层面的驱动力所推升的股指只能是阶段性反弹，而不是反转。尽管目前市场总体估值处在历史底部，但估值的历史低位不等于未来合理的均衡价格，经济转型期估值体系的调整和重构是正常现象，估值修复的前提是企业赢利能力的增加和恢复，这可能是一个缓慢的过程，目前股票市场的形势比较复杂，受中央经济工作会议即将举行以及改革预期增强等因素，沪深股市 14 日放量暴涨。上证综指收复 2100 点整数位，上涨 4.32%，沪深 300 指数涨幅更高达 5% 以上。在超跌的大背景下，反弹行情有望持续，估计本周市场仍处于震荡反弹。中央政治局会议稳定了投资者信心，投资者对改革寄予期待，近期市场的热点基本围绕着城镇化展开，房地产、建筑、机械、水泥等诸多相关股票出现了强劲反弹。未来市场的走势关键在于资金供需矛盾是否能够有效化解，另一方面企业盈利能否有效改善。但目前的市场风险在于解禁潮，创业板的大小非解禁股抛售反映当前中国股市产业资本和金融资本的博弈，本周两市共有 30 家公司的解禁股上市流通，共计 55.97 亿股，解禁市值约 586 亿元，其中沪市 42.07 亿股，深市 13.90 亿股，沪市 9 家公司为 482.34 亿元，深市 21 家公司为 104.38 亿元。本周两市解禁股数是今年以来单周解禁额第四高水平，值得注意的是，12 月 17 日解禁的新华保险将有 9.42 亿股限售股解禁上市，为沪市下周解禁市值最大公司，解禁压力集中在周一，可见解禁给市场带来的影响还是不容忽视的。

可转债市场上周表现相对正股比较弱，如果股票市场能够持续反弹，转债结构性机会仍然可期，目前转债的均价已经接近历史底部，从中线看转债的市场机会大于风险。风险偏好投资者可在目前均衡格局中把握偏股性转债的结构性投资机会，特别是偏股性转债和有修正预期的个券，如重工转债、工行转债、国投转债、南山转债等。投资者可精选个券，阶段性持有预期修正条款、且安全边际较高的转债，兼顾安全性和转股价格修正博弈等因素，波段操作。市场风险偏好的提升，有利于偏股性转债的投资价值挖掘，如果正股上涨，建议投资者谨慎把握适度逢低建仓个别转债的交易性机会，积极关注偏股性转债的投资机会，特别是电力转债等中盘转债的结构性机会，如国投转债，工行转债上涨比较多，表现可圈可点。由于转债市场的个券行业分布有限，使得投资者选择转债受到约束，加之债券市场的疲软，其对转债债性支撑力度可能有所弱化。目前转债投资策略是对于平衡性转债和偏股性转债挖掘结构性机会，在市场反弹时可关注工行、国投等转债，

波段操作，这适合于风险偏好者，可审慎把握有修正预期的转债，重工转债、南山转债、国电转债值得长期关注，小盘转债如巨轮转 2、恒丰转债等弹性比较大，但其成交清淡，对于机构投资者没有操作性，风险厌恶者可关注偏债性转债的配置价值，如新钢转债、歌华转债，但投资者还是要控制风险。南山转债相对估值有吸引力，转债流动性好，性价比合算；川投转债是电力转债的潜力品种，中行转债具备纯债替代价值，重工转债正股有资产注入、军工题材等，其博弈价值比较高，防御可选择偏债型品种，如博汇、中海和深机等。

表 5 可转债估值分析

证券代码	证券简称	转股溢价率	纯债溢价率	类型	估值水平
110003.SH	新钢转债	48.25%	-0.95%	偏债型	纯债替代
110007.SH	博汇转债	33.54%	-1.36%	偏债型	纯债替代
110011.SH	歌华转债	120.88%	3.71%	偏债型	纯债替代
110012.SH	海运转债	24.94%	8.38%	平衡型	合理
110013.SH	国投转债	0.98%	26.59%	偏股型	低估
110015.SH	石化转债	7.92%	11.15%	平衡型	合理
110016.SH	川投转债	18.47%	11.39%	平衡型	合理
110017.SH	中海转债	72.17%	2.29%	偏债型	高估
110018.SH	国电转债	14.47%	17.88%	平衡型	合理
110019.SH	恒丰转债	15.20%	21.20%	平衡型	合理
110020.SH	南山转债	9.12%	8.73%	平衡型	合理
113001.SH	中行转债	14.10%	4.05%	平衡型	合理
113002.SH	工行转债	-0.07%	20.39%	偏股型	低估
113003.SH	重工转债	15.89%	20.95%	平衡型	合理
125089.SZ	深机转债	40.58%	3.09%	偏债型	高估
125731.SZ	美丰转债	13.11%	11.88%	平衡型	合理
125887.SZ	中鼎转债	49.72%	10.29%	偏债型	高估
126729.SZ	燕京转债	40.82%	11.87%	偏债型	合理
129031.SZ	巨轮转 2	5.29%	29.14%	偏股型	合理

数据来源：东北证券,WIND

目前有多只可转债等待发行，可以说转债市场进入了一个新的发行周期，供给压力比较大，而转债短期需求力量相对比较疲软。石化转债 2 的 300 亿、民生银行 200 亿转债获得证监会批准，这些转债估计近期发行的概率比较高，这对转债市场估值压力比较大。从理论上讲，可转债投资一方面可获得债券的稳健收益，另一方面可分享股票市场上涨的成果。投资者投资可转债，是为了希望正股上涨而获得转股收益。如果市场反弹，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国投转债、工行转债。风险偏好投资者可适度参与有修正预期的转债，同时关注新发转债的申购机会，如中信海直。南山铝业转债上市首日表现不佳，可能影响后续可转债的发行，特别是影响机构投资者申购的积极性，投资者可审慎关注拟发行转债的时机，同仁堂转债原股东配售金额为 9 亿，网上有效申购资金 30 亿，只有 2400 万申购成功，有 241 家机构申购，网下有效申购金额 361 亿，中签率 0.78%。由于南山转债申购的亏损，此次同仁转债的资金大为减少，因此中签率比预期的略高也就很自然了，投资者可关注其上市表现，由于近期市场回暖，同仁转债上市定价可能比我们预期的高，其价值中枢有望在 103-106 元左右。

表 6 可转债发行预案统计

公司代码	公司名称	方案进度	发行规模(亿元)	预案公告日	股东大会公告日	证监会行业
601233.SH	桐昆股份	股东大会通过	14.5	2012-2-4	2012-2-21	制造业
000099.SZ	中信海直	证监会批准	6.5	2011-12-3	2012-5-11	交通运输、仓储业

600269.SH	赣粤高速	股东大会通过	23	2011-5-4	2011-5-19	交通运输、仓储业
600028.SH	中国石化	证监会批准	300	2011-8-29	2011-10-13	采掘业
002535.SZ	林州重机	股东大会通过	6.5	2012-3-27	2012-4-17	制造业
601318.SH	中国平安	股东大会通过	260	2011-12-21	2012-2-9	金融、保险业
002347.SZ	泰尔重工	证监会批准	3.2	2012-2-16	2012-3-13	制造业
600008.SH	首创股份	股东大会通过	18	2010-3-20	2010-4-16	电力、煤气及水业
600016.SH	民生银行	证监会批准	200	2012-2-23	2012-5-4	金融、保险业
002318.SZ	久立特材	股东大会通过	5.2	2012-3-13	2012-4-11	制造业
600820.SH	隧道股份	股东大会通过	26	2012-8-29	2012-9-14	土木工程建筑业
600525.SH	长园集团	股东大会通过	7.8339	2012-9-7	2012-9-25	电子元器件制造业
601238.SH	广汽集团	董事会预案	20	2012-9-11	/	交通运输制造业
002065.SZ	东华软件	董事会预案	6	2012-11-20	/	计算机应用服务业

数据来源：东北证券,WIND

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

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760