

债券研究报告/可转债周报研究报告

转债连续两周上涨回避短期风险——可转债周报
可转债价值评价

1、沪深市场上周震荡反弹,截至6月1日沪深300指数收于2633.00点,周涨幅2.33%,而中信标普转债指数收于2612.88点,周上涨0.63%,转债指数连续两周上涨,表现可圈可点,转债质押回购提升了转债的投资价值和估值水平。转债市场上成交金额30.35亿元,相对于前周的45.56亿元萎缩,其中工行转债成交5.92亿元,中行转债4.85亿元,石化转债成交11.26亿元,而燕京转债周成交额只有181.22万元。上周转债呈现价增量减的态势,各只转债平均成交1.686亿,相对有所下滑。

2、可转债上周16涨2跌,平均上涨了1.17%,而可转债正股平均上涨了1.13%,可转债上涨幅度高于正股,小盘转债表现强势,巨轮转2、中鼎转债上涨最多,分别为3.45%、3.17%,美丰转债表现也不错,上涨3.05%,超过3%,唯有博汇转债、海运转债下跌,分别为-0.07%、-0.01%。截止6月1日,转债平均价格为105.8元,相对于前周平均价格104.55元增加1.2%,转债连续2周上涨后短期风险投资者要谨慎。

3、质押回购提升了转债估值水平,截止6月1日,转债市场平均纯债溢价率为14.53%,比前周的15.04%有所减少,债性小幅增加;平均转股溢价率为37.49%,比前周的37.86%相对略微有所减少,股性小幅提升。不考虑偏债的唐钢、博汇转债,转股溢价率平均为26.00%,转债市场价格相对于其理论价格平均溢折价比为-5.24%,基本呈价值低估,其中巨轮转2的折价率高达19.7%。

4、美国就业数据的不佳导致上周五欧美股市大跌,希腊问题悬而未决,加重了投资者对全球经济发展前景的担忧。上周五国家统计局公布的5月份采购经理人指数(PMI)为50.4%,较上月大幅回落2.9个百分点,大幅低于预期,中国宏观经济超预期下滑,使得稳增长成为政策的当务之急。对经济下行的担忧情绪以及海外市场的动荡拖累A股市场,本周估计市场有可能震荡波动,但向下的空间有限,可转债不建议追涨,应关注等调整出来的机会。中国重工可转债于6月4日发行,预计重工转债申购中签率在0.34%-0.54%左右,网下申购收益率达到0.136%-0.268%,建议机构投资者申购。

名称	转股溢价率	纯债溢价率
博汇转债	85.02%	2.48%
川投转债	30.32%	11.73%
歌华转债	74.14%	7.84%
工行转债	5.53%	25.65%
国电转债	12.81%	17.57%
国投转债	24.18%	13.50%
海运转债	36.16%	9.70%
恒丰转债	4.69%	33.53%
巨轮转2	32.92%	17.45%
美丰转债	9.18%	24.66%
深机转债	26.38%	10.15%
石化转债	10.22%	16.03%
唐钢转债	173.69%	0.31%
新钢转债	43.18%	1.40%
燕京转债	7.53%	28.63%
中鼎转债	39.42%	21.47%
中海转债	43.11%	12.61%
中行转债	16.26%	6.90%

证券分析师：赵旭

执业证书编号：S0550511010005

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

证券分析师：

执业证书编号：

研究助理：

执业证书编号：

目 录

1. 上周可转债市场回顾	3
2. 可转债价值评价	6
3. 可转债投资策略与建议.....	9

1. 上周可转债市场回顾

沪深市场上周在政策支持的预期下前 2 个交易日上涨，后三个交易日震荡，截至 2012 年 6 月 1 日沪深 300 指数收于 2633.00 点，周涨幅 2.33%，相对而言，转债指数表现可圈可点，截止 6 月 1 日，中信标普转债指数收于 2612.88 点，周上涨 0.63%，转债指数连续两周上涨，反映了可转债的股债双重属性以及未来分享股市上涨的成果预期。

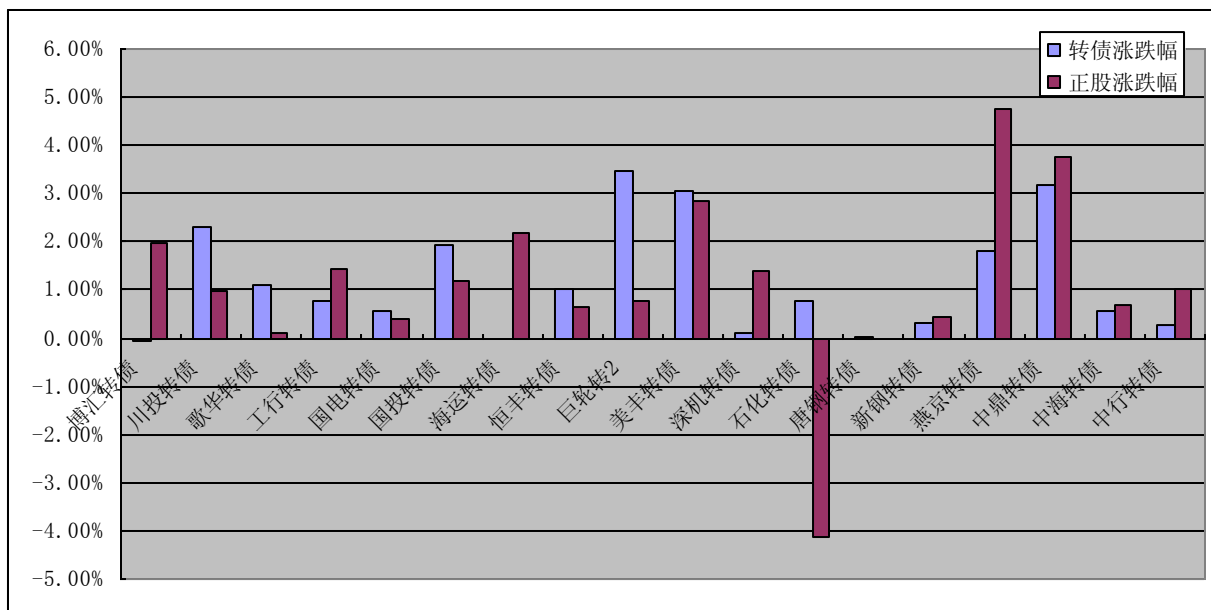
表 1 可转债市场交易统计（2012 年 5 月 28 日 - 6 月 1 日）

代码	名称	收盘价	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	101.41	-0.07%	1.99%	25,504.00	2,596.09	6,865.67
110016.SH	川投转债	102.12	2.32%	0.99%	83,316.00	8,449.01	41,377.86
110011.SH	歌华转债	96.25	1.09%	0.12%	33,356.00	3,198.48	19,911.05
113002.SH	工行转债	112.71	0.79%	1.44%	526,659.00	59,232.61	71,208.30
110018.SH	国电转债	107.32	0.56%	0.40%	221,646.00	23,853.01	39,311.60
110013.SH	国投转债	104.47	1.92%	1.18%	74,359.00	7,708.40	10,285.37
110012.SH	海运转债	98.72	-0.01%	2.19%	6,204.00	614.35	9,288.59
110019.SH	恒丰转债	116.56	1.01%	0.66%	9,654.00	1,120.23	6,242.29
129031.SZ	巨轮转 2	106.471	3.45%	0.78%	18,847.60	1,973.10	4,637.35
125731.SZ	美丰转债	118	3.05%	2.83%	24,897.30	2,906.92	22,132.10
125089.SZ	深机转债	97.799	0.12%	1.39%	12,818.00	1,255.56	7,163.30
110015.SH	石化转债	104.3	0.77%	-4.15%	1,079,346.00	112,638.93	108,367.57
125709.SZ	唐钢转债	109.55	0.04%	0.00%	113,385.80	12,427.59	38,050.41
110003.SH	新钢转债	104.85	0.32%	0.42%	101,620.00	10,650.52	4,667.07
126729.SZ	燕京转债	114.531	1.79%	4.73%	1,590.40	181.22	73,814.67
125887.SZ	中鼎转债	112.88	3.17%	3.74%	12,925.30	1,446.98	19,921.83
110017.SH	中海转债	97.68	0.57%	0.69%	48,651.00	4,738.94	10,906.29
113001.SH	中行转债	98.77	0.25%	1.00%	490,139.00	48,515.36	18,943.20

数据来源：东北证券,WIND

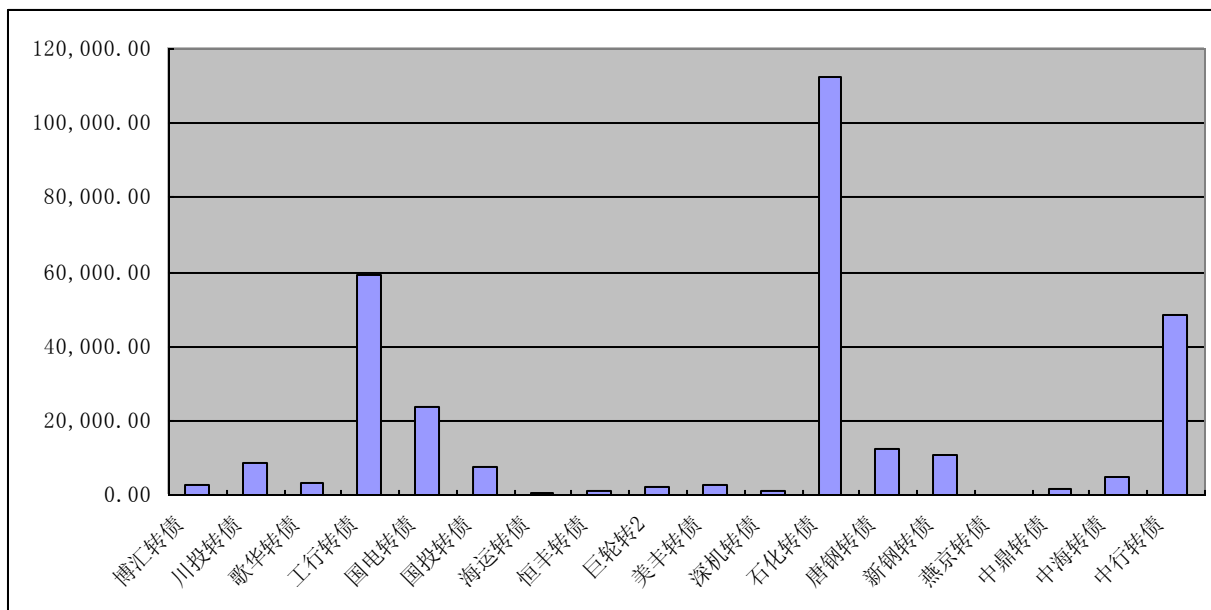
A 股市场上周震荡略上涨，可转债 16 涨 2 跌，双良转债停牌，可转债平均上涨了 1.17%，而可转债正股平均上涨了 1.13%，可转债上涨幅度高于正股，预期投资者对后市持乐观看法，也反映了在市场反弹的中期阶段转债的表现。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上周可转债整体表现相对于正股尚可，小盘转债表现强势，巨轮转 2、中鼎转债上涨最多，分别为 3.45%、3.17%，而中鼎转债正股上涨了 3.74%，其中美丰转债表现也不错，上涨 3.05%，超过 3%，但其正股上涨了 2.83%，反映偏股性转债的特点，而博汇转债、海运转债下跌，分别为 -0.07%、-0.01%，而海运转债正股上涨了 2.19%。在市场偏暖的环境下，转债跟随正股波动而波动，多只转债从跌破面值已经回升到面值以上，截止 6 月 1 日，转债平均价格为 105.8 元，相对于前周平均价格 104.55 元略微有所上涨，增加 1.2%，连续两周累计增加超过 2%，平均值在面值以上维持了相当长时间，如果市场活跃，可能是常态。债性比较强的转债受正股影响不大，如唐钢转债，部分股性比较强的转债，受正股影响比较大如美丰转债、恒丰转债。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、石化转债、恒丰转债，工行转债具有较强的弹性，长期投资价值突出，尽管目前转债经过估值泡沫挤压，风险得到释放，长期看投资回报可期，但连续 2 周上涨后短期风险投资者要谨慎。

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)

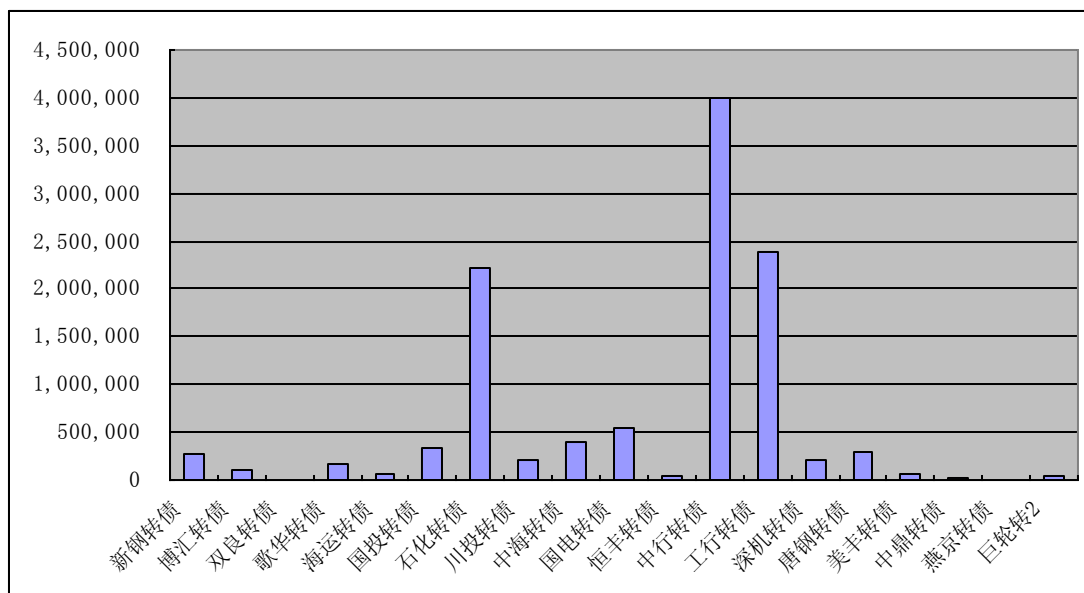


数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周总共成交 2884918.4 手转债，周成交金额为 30.35 亿元，相对于前周的 45.56 亿元大幅度萎缩，目前债券市场相对比较活跃，货币政策宽松，使得债市走强，转债市场也基本进入相对平稳发展阶段，估值修复和质押预期阶段尽管已经结束，转债可能跟随正股进行波动，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。目前股票市场进入震荡阶段，但未来中期看好，如果持有转债，等待获取收益，可见转债机会比较多。上周正股震荡上涨，转债指数整体表现尚可，反映投资者对后市预期的相对乐观，但短期转债的震荡风险不容忽视，上周转债上涨，反映了投资者看好市场以及转债的股债双重的属性，有预期分享股市上涨的成果。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 5.92 亿元，中行转债的周成交

额达到 4.85 亿元，石化转债成交 11.26 亿元，石化、中行和工行转债是转债市场的交易主力，石化转债成交额增加比较多，而新钢转债成交 1.065 亿元，国电转债成交 2.385 亿元，唐钢转债成交 1.24 亿元，其他转债成交都比较少，而燕京转债周成交额只有 181.22 万元，相对比较低迷，可能是其余额比较少的缘故。中行、石化转债换手率比较高，转债之间成交差异比较大，流动性也大不一样，值得关注。上周转债呈现价增量减的态势，各只转债平均成交 1.686 亿，相对于前一周的 2.53 亿有所减少。

图 3 可转债余额比较（万元）



数据来源：东北证券，Wind

表 2 上周可转债转股情况

代码	名称	交易日期	当日转股数量(万股)	累计转股数量(万股)	累计转股比例(%)
113002.SH	工行转债	2012-5-29	0.03	30,259.20	4.81
110015.SH	石化转债	2012-5-28	0.14	11,774.92	3.73
110009.SH	双良转债	2012-5-30	0.01	1.93	0.04
代码	名称	变动日期	变动后(万元)	本次变动(万元)	变动前(万元)
125731.SZ	美丰转债	2012-5-31	63,166.98	-0.01	63,166.99
125731.SZ	美丰转债	2012-5-29	63,166.99	-0.01	63,167.00
125731.SZ	美丰转债	2012-5-28	63,167.00	-0.01	63,167.01
126729.SZ	燕京转债	2012-6-1	8,340.97	-0.18	8,341.15
126729.SZ	燕京转债	2012-5-31	8,341.15	-0.63	8,341.78
126729.SZ	燕京转债	2012-5-30	8,341.78	-0.05	8,341.83

数据来源：东北证券,WIND

上周转债市场交易相对有所清淡，投资者的转股热情也并不高，惟有石化转债、美丰转债、燕京转债有少量的转股，美丰转债已转股 1833 万元，债券余额为 63167 万元，余额占比 97.18%。燕京转债已转股 78432.19 万元，回售 26226.81 万元，债券余额为 8,341.00 万元，余额占比 7.38%。工行转债于 5 月 29 日转股为 0.03 万股，截止 5 月 29 日，累计转股数量 30,259.20 万股，累计转股比例为 4.81%。石化转债于 5 月 28 日转股了 0.14 万股，截止 5 月 28 日，累计转股数量 11,774.92 万股，累计转股比例为 3.73%。中行转债于 4 月 12 日转

股了 0.03 万股，截止 4 月 12 日，累计转股数量 17.42 万股，累计转股比例为 0.00%，上周没有转股。川投转债于 5 月 14 日转股了 0.01 万股，截止 5 月 14 日，累计转股数量 0.25 万股，累计转股比例为 0.00%。国电转债转股数量比较少，4 月 20 日转股 0.04 万股，累计转股数量为 23.70 万股，累计转股比例为 0.01%。深机转债已转股 6.33 万元，债券余额为 199993.67 万元，余额占比 99.99%。除双良转债余额为 2590.59 万元，余额占比 3.6%，燕京转债余额为 8,342.51 万元外，转股比例超过 90%，余额不足 1 成，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，唐钢转债本年度已无回售权。歌华转债转股价格于 5 月 28 日后由 14.89 元/股调整至 14.88 元/股。南山转债修订了发行条款，（拟）票面利率每年不低于 3%，不超过每年 4%；到期赎回价格不超过 108 元（含最后一期利息），南山铝业拟发行转债的票息在历史上来看已属于较高水平。“美丰转债”的初始转股价格于 2012 年 5 月 18 日起由原来的每股人民币 7.26 元调整为每股人民币 7.06 元。5 月 25 日中国保监会公布了中国平安可转债获批的通告，同意发行 A 股次级可转换公司债券，发行规模不超过人民币 260 亿元。

2. 可转债价值评价

表 3 可转债债券价值（6 月 1 日）

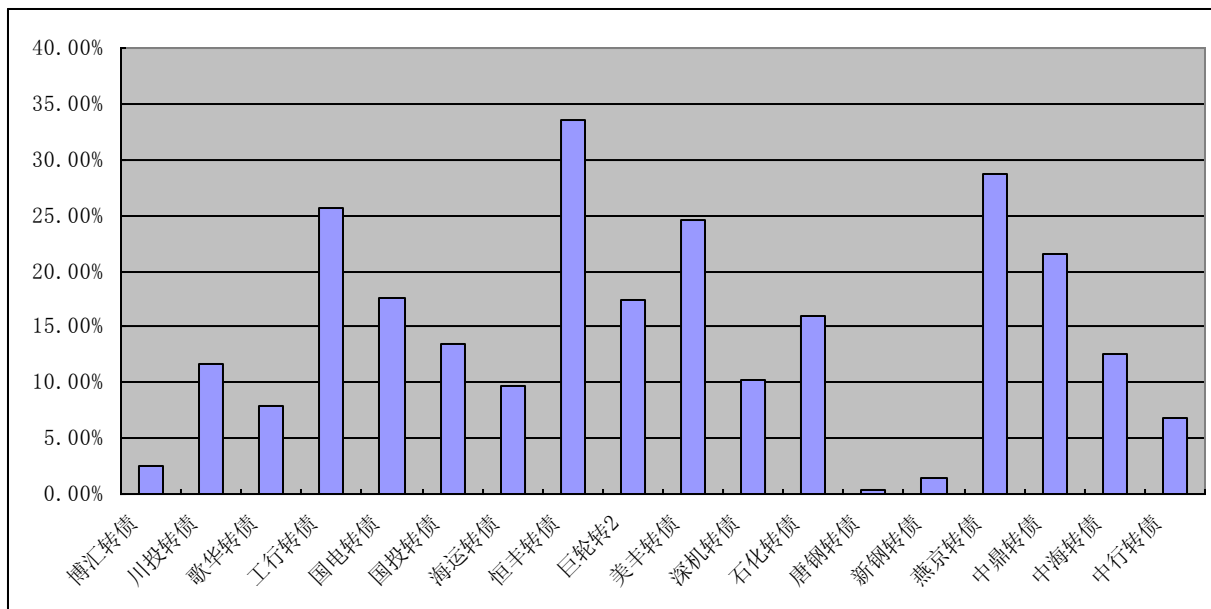
代码	名称	收盘价	纯债价值	到期收益率	纯债溢价率	剩余期限（年）	债券余额(万元)	债券评级
110007.SH	博汇转债	101.41	98.95	3.70%	2.48%	2.312	97500	AA-
110016.SH	川投转债	102.12	91.39	2.38%	11.73%	4.806	210000	AA+
110011.SH	歌华转债	96.25	89.25	3.03%	7.84%	4.488	159984	AAA
113002.SH	工行转债	112.71	89.70	-0.79%	25.65%	4.252	2379750	AAA
110018.SH	国电转债	107.32	91.28	1.54%	17.57%	5.219	549945	AAA
110013.SH	国投转债	104.47	92.05	1.95%	13.50%	4.655	340000	AAA
110012.SH	海运转债	98.72	89.99	2.12%	9.70%	3.603	71985.6	AA
110019.SH	恒丰转债	116.56	87.29	-1.41%	33.53%	4.811	45000	AA
129031.SZ	巨轮转 2	106.471	90.66	0.72%	17.45%	4.132	34996.66	AA-
125731.SZ	美丰转债	118	94.66	-2.75%	24.66%	3.006	63166.99	AA
125089.SZ	深机转债	97.799	88.79	2.81%	10.15%	5.121	199993.7	AAA
110015.SH	石化转债	104.3	89.89	1.51%	16.03%	4.734	2214210	AAA
125709.SZ	唐钢转债	109.55	109.21	4.24%	0.31%	0.534	299989.2	AAA
110003.SH	新钢转债	104.85	103.40	3.63%	1.40%	1.219	276000	AA+
126729.SZ	燕京转债	114.531	89.04	-2.84%	28.63%	3.370	-17885.7	AA+
125887.SZ	中鼎转债	112.88	92.93	-0.66%	21.47%	3.699	29999.58	AA
110017.SH	中海转债	97.68	86.74	2.38%	12.61%	5.170	395000	AAA
113001.SH	中行转债	98.77	92.40	2.83%	6.90%	4.006	4000000	AAA

数据来源：东北证券,WIND

由于市场震荡反弹，但转债债性反而增强，截止 2012 年 6 月 1 日，转债市场平均纯债溢价率为 14.53%，比前周的 15.04%有所减少，债性相对增强，不容忽视。目前转债市场债性相对仍比较高，除美丰转债、燕京转债、工行转债、中鼎转债和恒丰转债到期收益率为负值外，其余转债到期收益率为正值，其中唐钢转债的债性最强，属于偏债性，其到期收益率为 4.24%，为最高，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，新钢转债到期收益率为 3.63%，博汇转债到期收益率也为正，达到 3.70%，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.36%，相对于上周的 1.66%有所减少。偏债性转债属收益率品种，在多头市场可积极配置，工行转债、石化、国电转债属于偏股型。从到期收益率来看，中行转债到期收益率为正，为 2.83%，现价买入该债均可获得正的持有期收益，而中行转债剩余期限在 4 年左右，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。值得注意的是，几乎所有转债价格均略高于或大幅低于其债券价值，下跌空间均不大，属于低风险及收益率品种，债券价格与价值较为接近。唐钢等转债的债券溢价为 0.31%，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。可以说，目前转债的债券属性仍相对较强，债性支撑保护作用不容忽视。整体看，唐钢、新钢转债收益率超过 3.5%，可作为高收益率品种配置，唐钢、新钢的债券溢价低于 2%，转债下跌空间小，且具有正向收益率，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 (6 月 1 日)

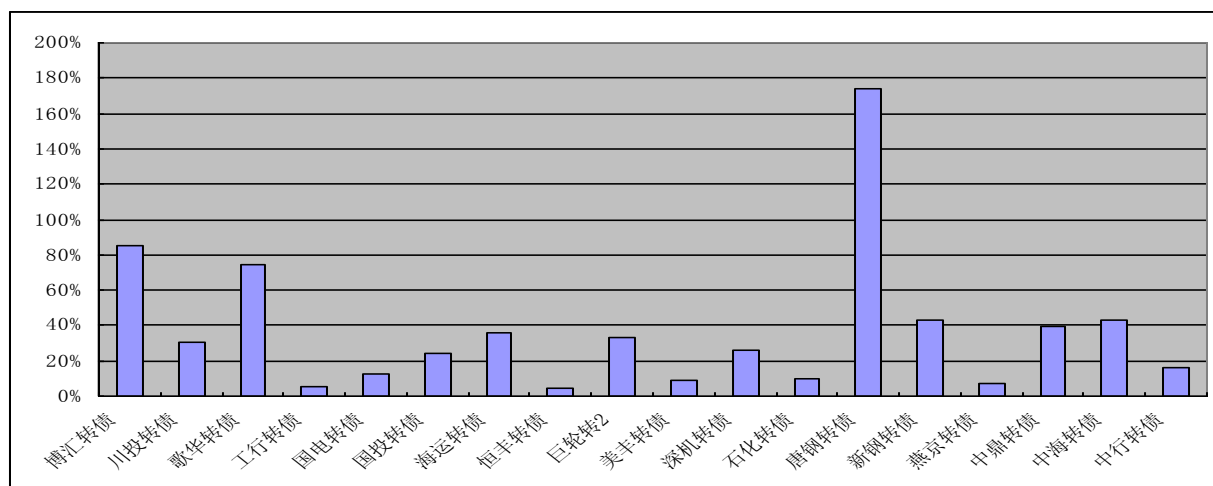
代码	名称	收盘价	理论价格	溢折价比	转股价	转股比例	转股价值	转股溢价	转股溢价率
110007.SH	博汇转债	101.41	102.147	-0.72%	10.29	9.72	54.81	46.60	85.02%
110016.SH	川投转债	102.12	112.109	-8.91%	9.15	10.93	78.36	23.76	30.32%
110011.SH	歌华转债	96.25	98.696	-2.48%	14.89	6.72	55.27	40.98	74.14%
113002.SH	工行转债	112.71	115.477	-2.40%	3.97	25.19	106.80	5.91	5.53%
110018.SH	国电转债	107.32	115.925	-7.42%	2.67	37.45	95.13	12.19	12.81%
110013.SH	国投转债	104.47	111.432	-6.25%	7.12	14.04	84.13	20.34	24.18%
110012.SH	海运转债	98.72	104.58	-5.60%	4.51	22.17	72.51	26.21	36.16%
110019.SH	恒丰转债	116.56	129.625	-10.08%	6.88	14.53	111.34	5.22	4.69%
129031.SZ	巨轮转 2	106.471	132.566	-19.68%	8.09	12.36	80.10	26.37	32.92%
125731.SZ	美丰转债	118	129.891	-9.15%	7.06	14.16	108.07	9.93	9.18%
125089.SZ	深机转债	97.799	102.095	-4.21%	5.66	17.67	77.39	20.41	26.38%
110015.SH	石化转债	104.3	111.032	-6.06%	7.08	14.12	94.63	9.67	10.22%
125709.SZ	唐钢转债	109.55	109.949	-0.36%	7.57	13.21	40.03	69.52	173.69%
110003.SH	新钢转债	104.85	107.205	-2.20%	6.5	15.38	73.23	31.62	43.18%
126729.SZ	燕京转债	114.531	118.502	-3.35%	15.37	6.51	106.51	8.02	7.53%
125887.SZ	中鼎转债	112.88	116.045	-2.73%	12.66	7.90	80.96	31.92	39.42%

110017.SH	中海转债	97.68	100.891	-3.18%	8.7	11.49	68.26	29.42	43.11%
113001.SH	中行转债	98.77	101.702	-2.88%	3.59	27.86	84.96	13.81	16.26%

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，在市场震荡上升的大环境下，市场反弹，转债偏股的属性就有所增强，若转债涨幅大于正股，说明投资者预期看好后市，反之亦然。上周正股市场震荡反弹，转债市场平均转股溢价率为 37.49%，比前周转股溢价率 37.86% 相对略微有所减少，转债市场股性稍微有所增强，总体来说股性相对有增强迹象，估值有提升可能。目前工行转债、石化转债、恒丰转债、国电转债属于偏股型，其中工行转债转股溢价率为 5.53%，石化转债转股溢价率为 10.22%，恒丰转债为 4.69%，这些转债与标的股票有较强联动性，属于低风险高报酬品种。国电转债的转股溢价率较低，为 12.81%，美丰转债为 9.18%，总体来说，工行转债、石化转债、国电转债的转换溢价均比较低，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。唐钢转债、博汇转债、新钢转债属于偏债性，适合作为纯债对待，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，要控制风险，根据正股的走势来确定。整体来说，在目前震荡的大环境下，上周转债市场表现为弱股性、较强债性的特点，如果市场持续上涨，可能会呈现强股性、弱债性的格局，上周转债表现可圈可点，转债上涨，但风险也不容忽视。

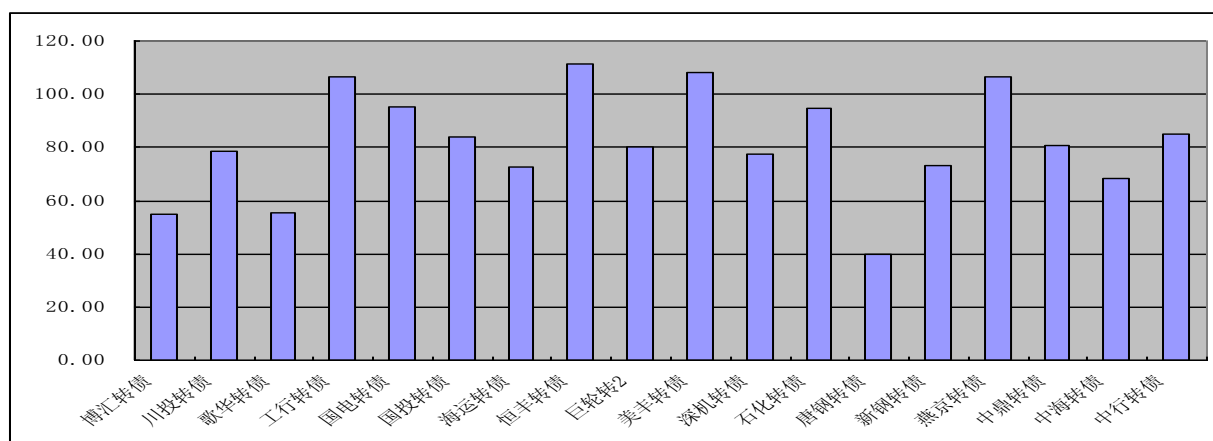
图 5 转股溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 81.8 元，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 34.22%，偏股性的转债转换价值在 100 元左右的转股溢价率平均为 8.36%，投资价值突出。如果转债估值进一步下降，则债性增强，股性减弱。若市场上涨，预期看好，则转债估值结构是股性增强、债性减弱。目前转债的估值水平略有上升。

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 18% 左右，估值相对有吸引力。可以说，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，但转债的超额收益关键在于预期正股的上涨和转股的收益。总体而言，工行、石化转债转股溢价较低，股性很强，属高报酬品种，其中石化转债债券溢价为 16.03%，下跌空间有限，具有正向收益率，风险相对较低。而国电、燕京、美丰、中行转债的转股溢价率低于 15%，其股性相对强一些，可作为潜力品种配置，其中中行转债债券溢价为 6.90%，抗跌风险较好。不考虑偏债的唐钢、博汇转债，转股溢价率平均为 26.00%，转债市场价格相对于其理论价格折价，平均溢折价比为 -5.43%，估值结构性高估与低估并存，基本呈价值低估，如恒丰转债、国投转债等，其中巨轮转 2 的折价率高达 19.7%。

由于目前转债品种的发行人大多为蓝筹股，若蓝筹股行情爆发，很大程度上利于转债的债转股热情，进而提升了转债期权估值的水平。可见，可转债质押的推出，机构投资者有望增加对可转债的投资，提升转债的流动性和收益率。目前投资可转债的年收益率在 4% 左右，通过质押回购交易，收益率可提高 1-2% 左右，前 2 周转债的上涨已经基本透支了质押回购预期，未来转债投资价值期待正股的估值提升，上周正股下跌而转债反而集体上涨，可以说是在质押回购的影响下，转债市场估值水平有所回升，质押强劲提升了转债估值。

3. 可转债投资策略与建议

欧债危机短期内难以根除，美国就业数据的不佳导致上周五欧美股市大跌，加重了投资者对全球经济发展前景的担忧，油价近期大跌就是一个明证。欧洲经济走向也并不明朗，特别是希腊和西班牙的债务危机值得关注，希腊问题悬而未决，一旦希腊退出欧元区，可能后果更加严重。6 月 17 日希腊组阁是否成功以及新政府如何抉择，是资本市场投资者最为关注的。西班牙的银行最近也出了问题，导致西班牙股市连续重挫，可见欧债危机对全球股市和经济的影响不容忽视。中国宏观经济超预期下滑，使得政府把稳增长提到了议事日程，一季度 GDP 增速已经跌到 8.1%，二季度第一个月即 4 月份出现超预期下滑，但稳增长能否达到预期的效果值得观察。5 月 30 日召开的国务院常务会议讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，对节能环保产业、新一代信息技术产业、生物产业、高端装备制造产业、新能源产业、新材料产业和新能源汽车产业七大产业明确了发展方向。对经济下行的担忧情绪以及海外市场的动荡拖累 A 股市场。目前市场的机会关键在于政策面的支持和预期，包括货币政策的微调、房地产政策的适度宽松以及对新股发行制度改革、创业板退市制度、金融制度改革等政策，上周五国家统计局公布的 5 月份采购经理人指数（PMI）为 50.4%，较上月大幅回落 2.9 个百分点，大幅低于预期，显示经济下滑的压力比较大。监管层对市场的强力支持政策可能是推动市场阶段性行情的主要动力之一，“稳增长”的各种政策措施推出，如关于结构性减税、增值税改革、对节能家电等进行补贴、加大铁路行业的投资力度等。如果政策面的利好不能持续出台，市场很难短期内走好。另一方面，货币政策有望结构性放松，不排除未来几个月内下调贷款基准利率的可能性。

在经历了上周的震荡反弹，本周估计市场有可能小幅震荡波动，股指呈震荡的概率较大。上周五，中国政府网公布了发改委等八部委制订的《关于加快培育国际合作和竞争新优势指导意见》，包括“适时启动境外企业到境内发行人民币股票试点”，这难免会对市场造成一定负面影响。目前政策的主流导向是重蓝筹，蓝筹股有望成为市场反弹主力军。估值情绪修复来源于政策预期，发改委加速了项目审批，国务院重又“把稳增长放在更加重要的位置”，从中期看，也就是未来几个月可能是政策面与基本面相互互动做多的一个阶段性投资时机，政策性制度红利依然存在，支撑市场阶段性上涨的因素包括国内宏观经济筑底、流动性改善、政策红利等多重因素，蓝筹股有望替代题材股，ST 板块及绩差股可能被投资者抛弃，市场结构分化，投资风格转化。从资金供给的角度看，货币政策有望从紧缩转向适度宽松，结构性行情仍在，短线热点集中在生物医药、汽车家电、建材机械、新能源汽车和新能源等个股，投资者可关注，而风险偏好者可关注估值复苏主线，如金融、有色等周期性个股的机会。目前市场总体估值基本合理，但结构性泡沫存在，特别是主板和创业板退市制度的实施，加大了绩差股和小盘股的风险。可转债市场上周表现非常好，这也反映了转债的双重属性以及投资者的乐观态度，也是转债质押回购的预期结果。如果股票市场能够持续反弹，转债结构性机会仍然可期，转债在上周大幅度上涨之后，预计短线有望暂时调整，但中线的市场机会大于风险。可见，转债跟随正股上涨可望有 5% 至 10% 的空间。风险投资者可在目前均衡格局中把握结构性投资机会，如工行、石化和国

电转债，巨轮转 2 弹性比较大，但其流动性不佳，可操作性不强，恒丰转债长期值得跟踪，近期表现非常优异，投资者可精选个券，持有股性较强、且安全边际较高的大盘转债以及转股预期较强的小盘转债。本周我们建议投资者可关注中盘转债的结构性机会，同时关注即将上市的转债申购机会，但不建议追涨，应关注等调整出来的机会。

表 5 可转债估值分析

代码	名称	转股溢价率	纯债溢价率	类型
110007.SH	博汇转债	85.02%	2.48%	偏债型
110016.SH	川投转债	30.32%	11.73%	平衡型
110011.SH	歌华转债	74.14%	7.84%	偏债型
113002.SH	工行转债	5.53%	25.65%	平衡型
110018.SH	国电转债	12.81%	17.57%	平衡型
110013.SH	国投转债	24.18%	13.50%	平衡型
110012.SH	海运转债	36.16%	9.70%	偏债型
110019.SH	恒丰转债	4.69%	33.53%	偏股型
129031.SZ	巨轮转 2	32.92%	17.45%	平衡型
125731.SZ	美丰转债	9.18%	24.66%	平衡型
125089.SZ	深机转债	26.38%	10.15%	平衡型
110015.SH	石化转债	10.22%	16.03%	平衡型
125709.SZ	唐钢转债	173.69%	0.31%	偏债型
110003.SH	新钢转债	43.18%	1.40%	偏债型
126729.SZ	燕京转债	7.53%	28.63%	平衡型
125887.SZ	中鼎转债	39.42%	21.47%	平衡型
110017.SH	中海转债	43.11%	12.61%	偏债型
113001.SH	中行转债	16.26%	6.90%	平衡型

数据来源：东北证券,WIND

目前转债供给压力在于拟发行的可转债，转债大幅度供给因素是可转债市场的主要风险点，2012 年拟发行的可转债接近 1000 亿，如中国平的 260 亿、南山铝业的 60 亿、民生银行 200 亿、石化转债 2 的 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，但在市场转暖时可转债的发行对估值影响比较小。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。如果市场持续反弹，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。恒丰纸业转债申购收益高使得我们对即将发行的转债持乐观态度，中国重工可转债于本周一发行。其发行 80.5015 亿元可转债，存续期为六年，即自 2012 年 6 月 4 日至 2018 年 6 月 4 日。票面利率分别为 0.5%、0.5%、1.0%、1.0%、2.0%、2.0%，初始转股价格为 6.05 元/股。重工转债信用评级为 AAA，可以质押。该转债规模比较适中，流动性较好，但票面利率不高，转股价格修正条款相对比较宽松，但回售条款相对一般，只有最后两年才可回售。重工转债债券价值为 82.82 元。若中国重工股价在 5.8-6.8 元之间，重工转债的理论价格在 106-126 元之间。如果中国重工股票在 6 元，转股溢价率在 10%-15%之间，则重工转债上市时其价格在 107-111 元的可能性比较大，价值中枢在 109 元，估计至少也会达到 106 元左右，不排除可转债上冲 115 元以上的可能。最近转债估值重心上移，这有利于中盘转债重工转债的上市定价。预计重工转债申购中签率在 0.34%-0.54%左右。假设中国重工转债涨幅在 8-10%左右，则网上申购收益率在 0.027%-0.054%，网下申购收益率达到 0.136%-0.268%。

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	股东大会通过	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
600219.SH	南山铝业	股东大会通过	60	2011-12-10	2011-12-27	制造业
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	股东大会通过	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	股东大会通过	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
600085.SH	同仁堂	股东大会通过	12.05	2011-11-15	2011-12-1	制造业

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