

债券研究报告/可转债周报研究报告

正股下跌致使转债价值回归，风险加大——可转债周报

1、沪深市场上周震荡下跌，截至7月13日沪深300指数收于2450.63点，周下跌-0.89%，相对而言，转债表现相对比较抗跌。可转债9涨10跌，平均下跌了-0.21%，而可转债正股平均下跌了-2.00%，可转债下跌幅度小于正股，其中国电转债上涨1.86%，重工转债上涨1.73%，而工行转债、燕京转债下跌最多，分别为-2.11%、-1.61%。截止7月13日，转债平均价格为105.57元，相对于前周平均价格105.81元略微有所减少。

2、转债市场上周交易相对活跃，上周成交金额46.3亿元，相对于前周的37.008亿元有所增加，其中重工转债成交10.99亿，占比23.7%，国电转债成交5.25亿元，表现也不错，几个大盘转债成交相对稳定，工行转债成交11.51亿元，中行转债4.47亿元，石化转债9.54亿元，反观燕京转债周成交额只有10.01万元，凸显转债的流动性风险差异。上周转债呈价减量增态势，各只转债平均成交2.437亿，相对于前一周的1.95亿有所增加。

3、转债估值水平提升，正股下跌致使转债价值回归，蕴含风险激增。截止7月13日，转债市场平均纯债溢价率为15.22%，比前周的15.65%略微有所减少，纯债到期收益率平均为1.43%，相对于上周的1.47%有所减少。平均转股溢价率为51.53%，比前周的48.67%相对略微有所增加，股性下降。目前转换价值平均在73.84元，相对有所下降。不考虑偏债的唐钢、博汇转债，转股溢价率平均为38.07%，相对于上周估值水平35.57%有所增加。前期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。在目前的弱市环境下，如果转债正股持续下跌，转债期权价值下降，不排除转债价格再度大幅下跌，其短期风险值得关注。

4、上半年宏观经济下滑，二季度GDP涨7.6%，创13个季度新低；6月份CPI同比涨幅降至2.2%，PPI同比下降2.1%，通胀压力有所降低。目前，经济下行压力仍然较大，管理层将适当加大政策预调微调力度，从这个角度看，三季度经济企稳回升的概率比较大。在宽松的货币政策环境下，不排除7月份可能会有一次降准的可能。市场目前在复杂纠结中运行，本周估计市场有可能继续弱势调整。在弱市环境下依然有个股在创历史新高，贵州茅台就是一个典型的案例。本周我们建议投资者继续回避转债风险，耐心等待时机。

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	56.28%	-0.58%
博汇转债	110.98%	1.44%
歌华转债	94.03%	8.72%
海运转债	48.63%	8.61%
国投转债	17.70%	20.93%
石化转债	20.05%	13.12%
川投转债	51.92%	14.89%
中海转债	72.86%	12.93%
国电转债	12.13%	29.53%
恒丰转债	15.00%	32.89%
中行转债	21.88%	7.37%
工行转债	6.44%	18.83%
重工转债	34.11%	24.75%
深机转债	35.04%	11.16%
唐钢转债	220.95%	-0.45%
美丰转债	21.48%	23.03%
中鼎转债	58.30%	16.05%
燕京转债	23.02%	24.25%
巨轮转2	58.35%	21.71%

相关报告
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

沪深市场上周大幅度震荡，截至 2012 年 7 月 13 日沪深 300 指数收于 2450.63 点，周下跌-0.89%，相对而言，转债指数表现可圈可点，反映了可转债的股债双重属性以及抗跌的性能。

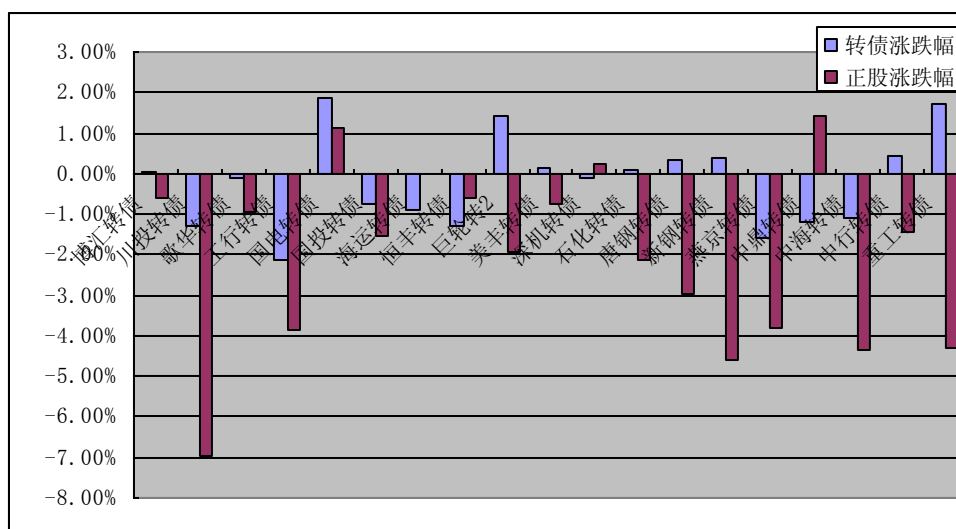
表 1 可转债市场交易统计（2012 年 7 月 9 日 - 7 月 13 日）

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	101.9	0.05%	-0.60%	26,196.00	2,666.42	3,717.26
110016.SH	川投转债	104.1	-1.31%	-6.97%	31,674.00	3,329.00	23,246.01
110011.SH	歌华转债	96.43	-0.11%	-0.94%	11,915.00	1,146.13	19,638.17
113002.SH	工行转债	106.16	-2.11%	-3.84%	1,075,588.00	115,100.58	61,521.68
110018.SH	国电转债	116.93	1.86%	1.13%	449,868.00	52,510.35	119,433.42
110013.SH	国投转债	110.5	-0.75%	-1.55%	151,044.00	16,855.77	27,007.21
110012.SH	海运转债	97.88	-0.92%	0.00%	22,015.00	2,154.34	2,774.30
110019.SH	恒丰转债	115	-1.29%	-0.58%	5,385.00	619.93	1,094.69
129031.SZ	巨轮转 2	110	1.43%	-1.92%	10,791.80	1,178.28	1,841.19
125731.SZ	美丰转债	116.148	0.13%	-0.74%	5,544.40	641.23	11,799.66
125089.SZ	深机转债	97.664	-0.13%	0.25%	25,341.60	2,471.91	5,410.21
110015.SH	石化转债	100.89	0.09%	-2.14%	950,323.00	95,441.57	132,687.90
125709.SZ	唐钢转债	110.235	0.35%	-2.99%	63,588.50	7,003.64	27,017.83
110003.SH	新钢转债	104.83	0.36%	-4.62%	48,908.00	5,115.22	2,768.17
126729.SZ	燕京转债	111.01	-1.61%	-3.80%	89.60	10.01	51,092.84
125887.SZ	中鼎转债	107.911	-1.20%	1.41%	7,646.90	829.00	5,264.44
110017.SH	中海转债	96.88	-1.07%	-4.37%	13,277.00	1,286.32	9,520.80
113001.SH	中行转债	98.14	0.45%	-1.42%	458,324.00	44,788.75	20,400.84
113003.SH	重工转债	103.3	1.73%	-4.31%	1,076,617.00	109,896.90	61,044.29

数据来源：东北证券,WIND

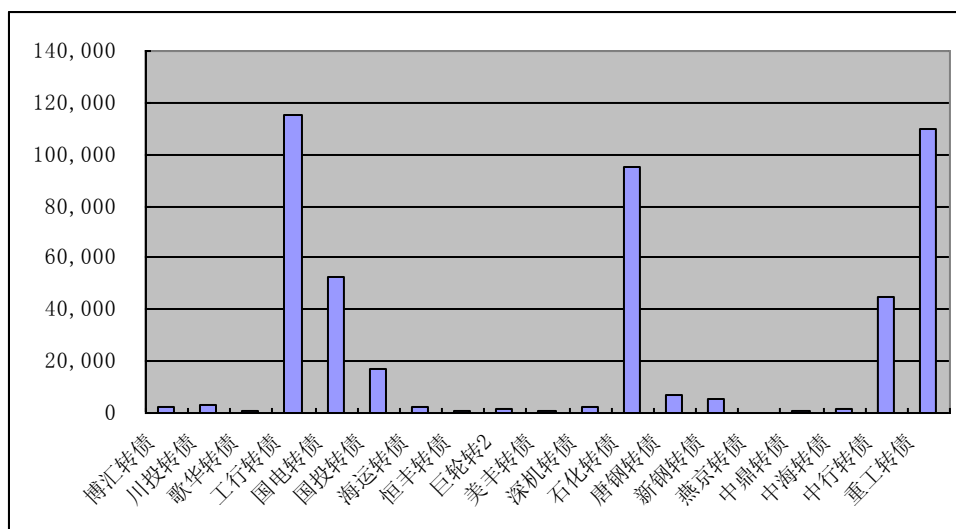
A 股市场上周震荡下跌，可转债 9 涨 10 跌，双良转债停牌，可转债平均下跌了-0.21%，而可转债正股平均下跌了-2.00%，可转债下跌幅度小于正股，表现尚可，预期投资者对后市的谨慎看法。强者恒强，是可转债运行的一大特点。上周国电转债上涨 1.86%，重工转债上涨 1.73%，在连续下跌后终于反弹，而工行转债、燕京转债下跌最多，分别为-2.11%、-1.61%，而川投转债也下跌-1.31%，这时因为其正股川投能源业绩下滑幅度比较大，导致正股下跌-6.97%，是其转债下跌的主要原因。整体而言，上周可转债表现相对于正股尚可。在债性支持下，转债跟随正股波动而波动，多只转债从跌破面值已经回升到面值以上，但有些转债最近有跌破面值，截止 7 月 13 日，转债平均价格为 105.57 元，相对于前周平均价格 105.81 元略微有所减少，平均值在面值以上维持了相当长时间，上周正股震荡，而转债表现亦然值得称道，相对抗跌，如果市场活跃，维持在面值以上可能是常态，但部分转债仍在面值之下。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，如恒丰转债，工行转债具有较强的弹性，长期投资价值突出，但短期风险要回避，尽管目前转债伴随正股在进行估值泡沫挤压，风险逐步得到释放，长期看投资回报可期，在经过连续下跌后重工转债的投资价值值得关注，但短期风险投资者不要忽视。

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)

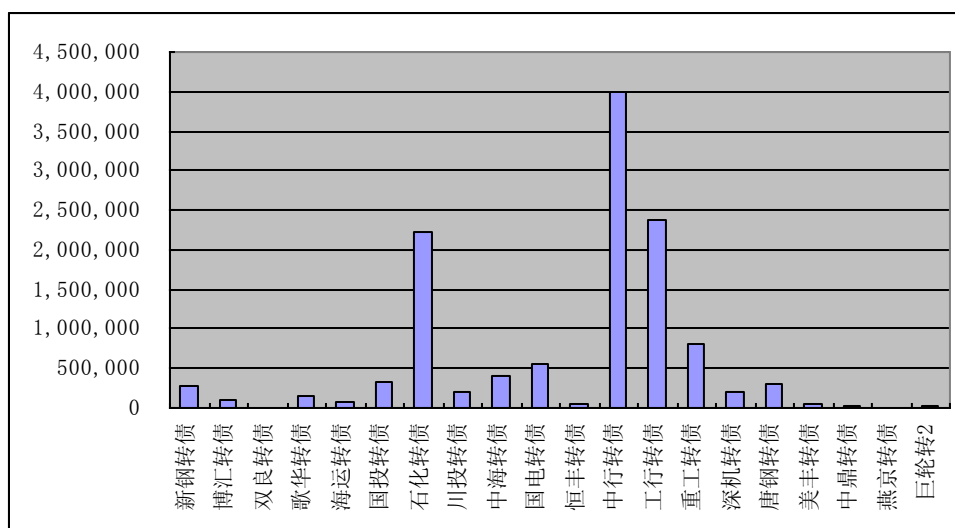


数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周总共成交 4434136.8 手转债，周成交金额为 46.3 亿元，相对于前周的 37.008 亿元有所增加，其中重工转债成交 10.99 亿，占比 23.7%，刚上市的可转债活跃度比较高。目前债券市场相对比较活跃，货币政策宽松，央行再次降息，使得债市持续走强，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，电力类转债近期的强势就是行业转暖的一个表现。目前股票市场进入震荡调整阶段，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，但要控制风险。上周正股震荡，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，上周转债相对比较抗跌，反映了转债的股债双重的属性，有预期分享股市上涨的成果和抗跌的性质。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 11.51 亿元，中行转债的周成交额达到 4.47 亿元，石化转债成交 9.54 亿元，石化、中行和工行转债是转债市场的交易主力，国电转债成交 5.25 亿元，国投转债成交 1.68 亿元，其他转债成交都较少，而燕京转债周成交额只有 10.01 万元，相对比较可怜，可能是其余额比较少的缘故。转债之间成交差异比较大，流动性也大不一样，值得关注。上周转债呈现价减量增态势，各只转债平均成交 2.437 亿，

相对于前一周的 1.95 亿有所增加。

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	转股价格(元)	当日转股数量(万股)	累计转股数量(万股)	累计转股比例(%)	交易日期
110015.SH	石化转债	7.08	0.14	11,775.06	3.73	2012-7-9
110015.SH	石化转债	7.08	0.18	11,775.25	3.73	2012-7-11
110018.SH	国电转债	2.57	0.04	32.29	0.02	2012-7-9
110018.SH	国电转债	2.57	0.08	32.36	0.02	2012-7-11

数据来源：东北证券,WIND

上周转债市场交易相对有所增加，但投资者的转股热情并不高，惟有石化转债、国电转债有少量的转股，石化转债于 7 月 11 日转股了 0.18 万股，上周累计转股 0.32 万股，截止 7 月 11 日，累计转股数量 11,775.25 万股，累计转股比例为 3.73%。中行转债于 6 月 4 日转股了 0.11 万股，截止 6 月 5 日，累计转股数量 17.53 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，7 月 11 日转股 0.08 万股，上周累计转股 0.12 万股，累计转股数量为 32.36 万股，累计转股比例为 0.02%。燕京转债 7 月 6 日转股 1.00 万股，累计转股 78434.19 万元，回售 26226.81 万元，债券余额为 8339 万元，余额占比 7.38%。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%。美丰转债已转股 1833 万元，债券余额为 63167 万元，余额占比 97.18%。燕京转债余额为 8,338.94 万元外，转股比例超过 90%，余额不足 1 成。双良转债大幅度回售 2119.95 万元，目前只有 467.55 万元，余额占比 0.65%。根据上交所发布的《关于可转换公司债券参与质押式回购交易业务的通知》，中国重工公司于 2012 年 7 月 4 日申请“重工转债”参与质押式回购交易业务。经上交所同意，“重工转债”于 2012 年 7 月 12 日正式成为上海证券交易所债券质押式回购交易的质押券，其对应的申报和转回代码（1058090）。

2. 可转债价值评价

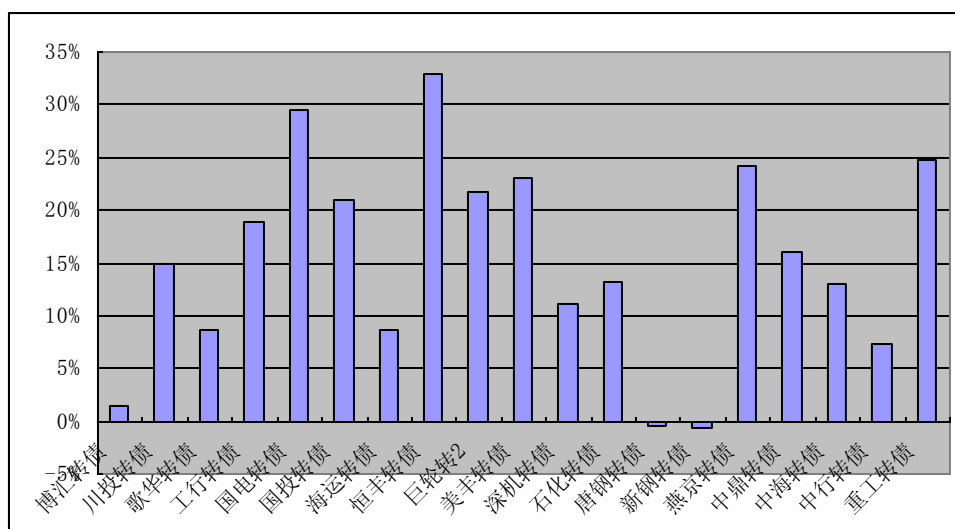
表 3 可转债债券价值（7 月 13 日）

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 限年
110007.SH	博汇转债	101.9	3.66%	100.45	1.45	1.44%	1.13	2.20
110016.SH	川投转债	104.1	2.01%	90.61	13.49	14.89%	0.22	4.69
110011.SH	歌华转债	96.43	3.06%	88.70	7.74	8.72%	0.51	4.37
113002.SH	工行转债	106.16	0.68%	89.34	16.82	18.83%	0.61	4.14
110018.SH	国电转债	116.93	-0.16%	90.27	26.66	29.53%	0.45	5.10
110013.SH	国投转债	110.5	0.72%	91.38	19.12	20.93%	0.33	4.54
110012.SH	海运转债	97.88	2.44%	90.12	7.76	8.61%	0.46	3.49
110019.SH	恒丰转债	115	-1.15%	86.54	28.46	32.89%	0.22	4.70
129031.SZ	巨轮转 2	110	-0.09%	90.38	19.62	21.71%	0.79	4.02
125731.SZ	美丰转债	116.148	-2.61%	94.40	21.74	23.03%	0.14	2.89
125089.SZ	深机转债	97.664	2.90%	87.86	9.81	11.16%	0.60	5.01
110015.SH	石化转债	100.89	2.30%	89.19	11.70	13.12%	0.27	4.62
110009.SH	双良转债	96.32	2.88%	91.77	4.55	4.95%	0.21	2.81
125709.SZ	唐钢转债	110.235	3.84%	110.74	-0.50	-0.45%	1.16	0.42
110003.SH	新钢转债	104.83	4.01%	105.44	-0.61	-0.58%	2.15	1.11
126729.SZ	燕京转债	111.01	-1.98%	89.34	21.67	24.25%	0.52	3.26
125887.SZ	中鼎转债	107.911	0.60%	92.99	14.92	16.05%	0.46	3.58
110017.SH	中海转债	96.88	2.60%	85.79	11.09	12.93%	0.48	5.05
113001.SH	中行转债	98.14	3.08%	91.40	6.74	7.37%	0.13	3.89
113003.SH	重工转债	103.3	1.25%	82.81	20.49	24.75%	0.05	5.90

数据来源：东北证券,WIND

由于市场震荡下跌，转债债性小幅下滑，基本持平，截止 2012 年 7 月 13 日，转债市场平均纯债溢价率为 15.22%，比前周的 15.65%略微有所减少，债性相对仍比较高，不容忽视。目前转债市场债性相对仍较高，除美丰转债、国电、燕京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，其中新钢转债的债性最强，属于偏债性，其到期收益率为 4.01%，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，唐钢转债到期收益率为 3.84%，博汇转债到期收益率也为正，达到 3.656%，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.43%，相对于上周的 1.47%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，如唐钢转债，而工行转债、恒丰、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 3.08%，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 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。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-0.45%，新钢转债为-0.58%，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比较强，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 3.8%，可作为收益率品种配置，唐钢、新钢的债券溢价低于 1%，为负，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，即为低风险收益率品种，近期的上涨就是一个明证。

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 (7 月 13 日)

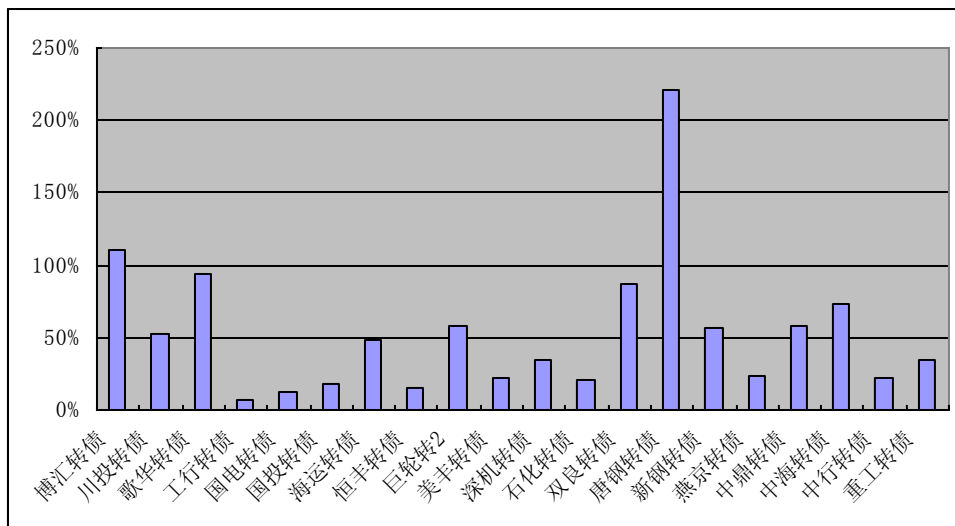
证券简称	收盘价 元	转股价 元	转股比 例	转换价 值元	转股溢 价元	转股溢 价率	转股稀 释率	隐含波 动率
博汇转债	101.9	10.29	9.72	48.30	53.60	110.98%	15.81%	39.34%
川投转债	104.1	9.15	10.93	68.52	35.58	51.92%	10.42%	24.55%
歌华转债	96.43	14.89	6.72	49.70	46.73	94.03%	9.20%	18.73%
工行转债	106.16	3.77	26.53	99.73	6.43	6.44%	1.78%	12.31%
国电转债	116.93	2.57	38.91	104.28	12.65	12.13%	12.20%	18.57%
国投转债	110.5	4.74	21.10	93.88	16.62	17.70%	16.94%	10.59%
海运转债	97.88	4.51	22.17	65.85	32.03	48.63%	15.48%	28.09%
恒丰转债	115	6.88	14.53	100.00	15.00	15.00%	22.02%	17.14%
巨轮转 2	110	8.09	12.36	69.47	40.53	58.35%	9.49%	28.51%
美丰转债	116.148	7.06	14.16	95.61	20.54	21.48%	15.12%	12.33%
深机转债	97.664	5.6	17.86	72.32	25.34	35.04%	17.44%	18.33%
石化转债	100.89	7.08	14.12	84.04	16.85	20.05%	3.48%	0.53%
双良转债	96.32	13.48	7.42	51.63	44.69	86.55%	0.04%	41.56%
唐钢转债	110.235	7.57	13.21	34.35	75.89	220.95%	3.60%	28.04%
新钢转债	104.83	6.47	15.46	67.08	37.75	56.28%	23.44%	3.53%
燕京转债	111.01	7.58	13.19	90.24	20.77	23.02%	0.43%	10.52%
中鼎转债	107.911	12.66	7.90	68.17	39.74	58.30%	3.83%	29.60%
中海转债	96.88	8.6	11.63	56.05	40.83	72.86%	11.89%	34.32%
中行转债	98.14	3.44	29.07	80.52	17.62	21.88%	4.00%	11.49%
重工转债	103.3	6.05	16.53	77.02	26.28	34.11%	8.32%	39.18%

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，上周正股市场震荡下跌，转债市场平均转股溢价率为 51.53%，比前周转股溢价率 48.67% 相对略微有所增加，转债市场股性稍微有所下降，总体来说股性相对有减弱迹象，估值逐步提升。目前工行转债、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 6.44%，石化转债转股溢价率为 20.05%，恒丰转债为 15.00%，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 12.13%，国投转债为 17.70%，总体来说，工行转债、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，在若是环境下可考虑配置，大部分转债属于平衡型，其余转债的转股溢价率都比较高，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，尽管转债表现可圈可点，转债下跌小于正股，但短期风险也不容忽视。

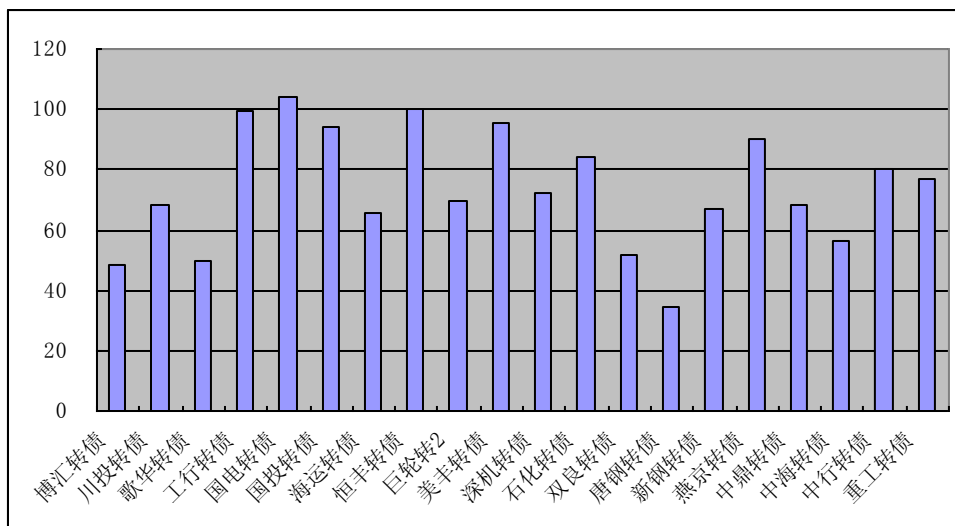
图 5 转股溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 73.84 元，相对于上周 75.3 元下降，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 20.96%，偏股性的转债转换价值在 100 元左右的转股溢价率平均为 13.56%，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，能够转股收益的转债大幅减少，回避风险是当务之急。

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 21.36% 左右，估值水平相对有所提升。尽管转债隐含波动率比较低，债性比较强，纯债价值对转债支撑保护功能比较显著，但偏股性转债和平衡性转债的估值略有提升，若正股再度下跌，导致转债的期权价值下跌，转债下跌也就不难理解了，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。但目前市场极度低迷，不排除正股大幅度下跌，因此目前转债投资的关键在于回避风险，短期可把资金配置在偏债型的转债，获取一个固定收益收益率。总体而言，工行、恒丰转债转股溢价较低，股性很强，属高报酬品种，但若正股下跌，转债风险也比较大。而国电转债的转股溢价率低于 20%，其股性相对强一些，可作为潜力品种配置，而中行转债债券溢价为 7.37%，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 38.07%，相对于上周估值水平 35.57%有所增加，但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，基本呈价值低估，如恒丰转债、国电转债等。前期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，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。而再度降息又利好债券市场，使得转债市场债底保持稳定，提升纯债收益率，利好转债市场。上交所可转债从 5 月 21 日起计入回购质押库，当日即有约 210 亿元可转债提交进入质押库，这一方面利用了上交所回购市场的优势，另一方面解决了可转债投资者融资的问题，提升了市场流动性。深交所近日公布拟允许可转债作为质押券进行回购交易，这又拓展了流动性管理新渠道，有利于投资者通过增大杠杆来提升收益率。从目前可转债估值来看，尽管比年初略有提升，但依然值得期待，未来转债市场投资的关键在于正股是否能够上涨，如果市场再度下跌，不排除转债大幅下跌的可能，转债价值回归，但可转债作为股债双市兼得的配置品种，长远看有配置价值，但投资者要耐心等待其调整时机。

3. 可转债投资策略与建议

上半年宏观经济下滑，二季度 GDP 涨 7.6%，创 13 个季度新低；6 月新增贷款 9198 亿，高于市场预期；6 月份 CPI 同比涨幅降至 2.2%，PPI 同比下降 2.1%，通胀压力有所降低。目前，经济下行压力仍然较大，是否见底仍有待观察。管理层将适当加大政策预调微调力度，实施积极的财政政策，从这个角度看，三季度经济企稳回升的概率比较大。而货币政策的持续宽松以及企业成本的下降，为经济的恢复奠定了基础，当然不排除 7 月份可能会有一次降准的可能。在通货膨胀有所降低的大背景下，市场面临着“经济寻底”与“政策保底”之间的博弈，经济何时见底仍是一个值得关注的焦点。海外形势有所改善，风险偏好提升，但不确定性依然比较大。市场目前在复杂纠结中运行，要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，但短期投资者要回避风险，耐心等待估值修复带来的投资机会。估值情绪修复来源于政策预期，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、通货膨胀压力减小，政策红利等多重因素。

上周市场震荡下跌，本周估计市场有可能继续弱势调整。货币政策适度宽松是方向，降准或降息依然值得期待，市场结构性行情仍在，在弱市环境下依然有个股在创历史新高，贵州茅台就是一个典型的案例，短线热点集中在新兴产业、水泥、基建、中报预增等个股，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。目前市场总体估值尽管处在历史底部，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，个股风险仍然比较大。可转债市场上周表现尚可，这也反映了转债的双重属性，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，尽管上周市场震荡，但转债表现也可，跌幅比较小，预计短线不排除转债再次调整，但中线的市场机会大于风险。可见，长期看转债跟随正股上涨可望有 5%至 10%的空间。风险偏好投资者可在目前均衡格局中把握结构性投资机会，如国电转债、国投转债等，恒丰转债长期值得跟踪，重工转债在大幅度调整后可谨慎关注，上周表现尚可，投资者可精选个券，持有股性较强、且安全边际较高的转债以及转股预期较强的小盘转债。本周我们建议投资者关注转债调整风险的同时，谨慎把握适度逢低建仓的机会，从中期看可关注能源转债等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。对于强势转债，风险偏好者可采取趋势策略，如国电转债。A 股市场短期很难有趋势性机会，震荡依然是主流，盈利下滑较小的行业可能估值上升，这类转债可关注，如电力行业。能源转债近期涨幅较大，估值水平有所偏高，可关注其调整配置的时机。

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
110003.SH	新钢转债	56.28%	-0.58%	偏债型
110007.SH	博汇转债	110.98%	1.44%	偏债型
110011.SH	歌华转债	94.03%	8.72%	偏债型
110012.SH	海运转债	48.63%	8.61%	偏债型
110013.SH	国投转债	17.70%	20.93%	平衡型
110015.SH	石化转债	20.05%	13.12%	平衡型
110016.SH	川投转债	51.92%	14.89%	偏债型
110017.SH	中海转债	72.86%	12.93%	偏债型
110018.SH	国电转债	12.13%	29.53%	平衡型
110019.SH	恒丰转债	15.00%	32.89%	平衡型
113001.SH	中行转债	21.88%	7.37%	平衡型
113002.SH	工行转债	6.44%	18.83%	平衡型
113003.SH	重工转债	34.11%	24.75%	平衡型
125089.SZ	深机转债	35.04%	11.16%	平衡型
125709.SZ	唐钢转债	220.95%	-0.45%	偏债型
125731.SZ	美丰转债	21.48%	23.03%	平衡型
125887.SZ	中鼎转债	58.30%	16.05%	偏债型
126729.SZ	燕京转债	23.02%	24.25%	平衡型
129031.SZ	巨轮转 2	58.35%	21.71%	偏债型

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，石化转债 2 的 300 亿已经被证监会批准，平安的 260 亿可转债正由相关部门审批，如南山铝业的 60 亿、民生银行 200 亿也有望发行，这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。但转债需求的影响也不容忽视，近两年来，可转债市场的发展催生出越来越多的转债基金，博时转债、富国转债等，目前可转债基金已增至 11 只。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工行、国电转债。目前投资者应耐心等待市场调整后的机会，不排除在正股下跌之际转债期权价值下降导致转债再度大幅下跌，建议短期回避偏股和平衡性转债的风险。

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