

债券研究报告/可转债周报研究报告

转债跌幅大于正股，回避转债风险——可转债周报
可转债价值评价

1、沪深市场上周依旧低迷，震荡下跌，截至8月24日沪深300指数周下跌-1.63%，而中信标普可转债指数周下跌-0.94%，相对而言转债指数跌幅和前期相比有所扩大。可交易的转债全线下跌，平均下跌了-1.24%，而可转债正股平均下跌了-0.98%，可转债下跌幅度大于正股。其中，美丰转债、燕京转债下跌最多，分别为-4.96%、-2.73%，偏债性的唐钢转债下跌最小，只有-0.09%。同样，转债市场成交也大幅萎缩，上周仅成交26.39亿元，转债呈现价量均减的态势，转债平均价格为104.72元，相对于前周的106.00元下跌比较多，各只转债平均成交1.46亿，相对于前一周的2.01亿有所减少，主要是由于转债市场比较低迷的缘故。投资者转股热情比较低，只有石化转债、中鼎转债、巨轮转2有少量的转股。

2、转债市场估值水平略有上升，债性增加，股性减弱，截止8月24日，转债市场平均纯债溢价率为13.56%，比前周的14.89%略微有所减少，债性小幅增强，纯债到期收益率平均为1.78%，相对于上周的1.39%有所增加；平均转股溢价率为52.1%，比前周的49.02%相对略微有所增加，股性有所下降。由于目前市场比较低迷，正股下跌导致转债的期权价值下跌，转债再度下跌也就在所难免了。弱市回避转债风险，特别是偏股性和平衡性转债的下跌风险，耐心等待转债调整后的机会。同仁堂转债获证监会审核通过，转债供给压力的增加致使转债估值压力加大。

3、汇丰PMI再创新低，中国经济下行压力依然较大，国际经济也不乐观。市场目前在复杂纠结中运行，市场上周出现大幅度下跌，显示市场目前非常弱，估计本周市场仍惯性弱势调整，风险比较大。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。可转债市场上周表现不如人意，跌幅相对比较大，A股市场短期很难有趋势性机会，从7月份以来我们反复强调平衡性转债和偏股性转债的风险，目前最好的策略是对于平衡性转债是回避、观望，等待机会，风险偏好者可关注转股价格有修正预期的个券。

证券简称	转股溢价率	纯债溢价率
新钢转债	49.27%	-0.69%
博汇转债	117.94%	1.04%
歌华转债	98.67%	6.68%
海运转债	42.19%	8.84%
国投转债	17.43%	19.75%
石化转债	17.17%	10.64%
川投转债	42.67%	11.97%
中海转债	84.69%	10.17%
国电转债	12.41%	26.42%
恒丰转债	19.04%	34.45%
中行转债	20.31%	5.38%
工行转债	1.71%	13.97%
重工转债	31.82%	27.17%
深机转债	36.10%	8.95%
唐钢转债	226.46%	-0.66%
美丰转债	21.86%	17.62%
中鼎转债	58.07%	12.95%
燕京转债	24.05%	14.78%
巨轮转2	9.60%	28.28%

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	5
3. 可转债投资策略与建议.....	9

1. 上周可转债市场回顾

沪深市场上周震荡下跌，截至 2012 年 8 月 24 日沪深 300 指数收于 2275.68 点，周下跌-1.63%，相对而言，转债指数表现可圈可点，中信标普可转债指数收于 2545.44 点，周下跌-0.94%，尽管小于市场指数，但跌幅有所扩大，这在某种程度上反映了可转债的股债双重属性以及相对抗跌的特点，也说明市场持续下跌导致转债市场的估值压力加大。

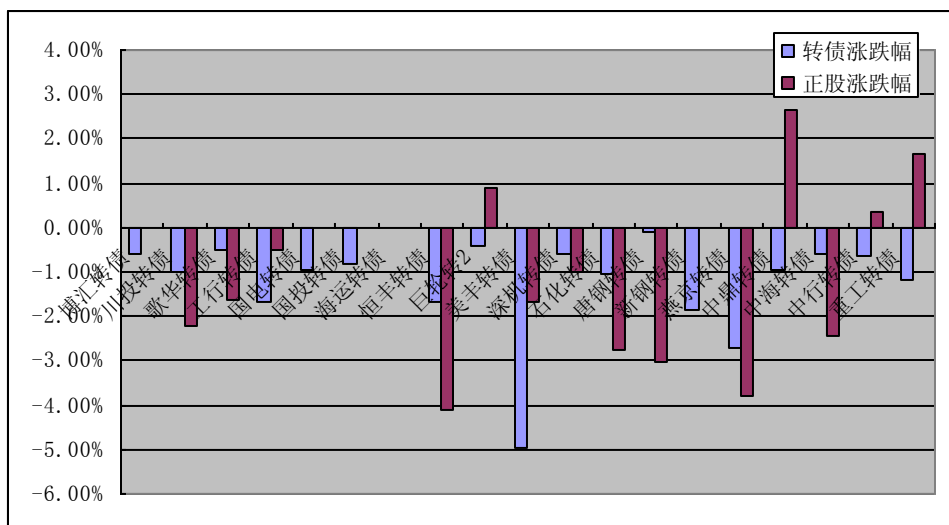
表 1 可转债市场交易统计（2012 年 8 月 20 日 - 8 月 24 日）

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)	证监会行业
110007.SH	博汇转债	102.30	-0.60%	0.00%	68,125.00	6,989.12	3,040.86	造纸及纸制品业
110016.SH	川投转债	102.44	-1.01%	-2.23%	7,271.00	748.10	25,317.48	电力、蒸汽、热水业
110011.SH	歌华转债	95.53	-0.51%	-1.65%	6,153.00	589.99	9,676.19	信息传播服务业
113002.SH	工行转债	102.79	-1.66%	-0.52%	784,282.00	81,031.88	55,125.12	银行业
110018.SH	国电转债	114.60	-0.94%	0.00%	87,445.00	10,043.31	21,273.41	电力、蒸汽、热水业
110013.SH	国投转债	110.49	-0.82%	0.00%	72,679.00	8,116.63	6,343.07	电力、蒸汽、热水业
110012.SH	海运转债	99.00	0.00%	0.00%	0.00	0.00	0.00	水上运输业
110019.SH	恒丰转债	117.48	-1.69%	-4.10%	9,490.00	1,114.90	2,207.67	造纸及纸制品业
129031.SZ	巨轮转 2	116.01	-0.42%	0.87%	2,671.20	311.61	2,626.00	专用设备制造业
125731.SZ	美丰转债	112.02	-4.96%	-1.67%	3,269.00	376.74	10,883.59	化学原料及化学制品业
125089.SZ	深机转债	96.00	-0.61%	-1.00%	10,367.20	999.79	3,981.06	交通运输辅助业
110015.SH	石化转债	99.63	-1.03%	-2.75%	611,861.00	61,226.78	42,823.27	石油和天然气开采业
125709.SZ	唐钢转债	110.40	-0.09%	-3.03%	83,364.00	9,206.81	14,646.01	黑色金属冶炼及压延业
110003.SH	新钢转债	102.90	-1.85%	0.00%	84,466.00	8,677.34	3,017.33	金属制品业
126729.SZ	燕京转债	103.59	-2.73%	-3.80%	2,820.50	294.26	14,887.36	饮料制造业
125887.SZ	中鼎转债	106.00	-0.94%	2.66%	2,866.10	305.56	12,314.58	橡胶制造业
110017.SH	中海转债	94.92	-0.61%	-2.43%	6,557.00	623.24	5,106.30	水上运输业
113001.SH	中行转债	97.23	-0.64%	0.36%	464,916.00	45,345.34	25,983.49	银行业
113003.SH	重工转债	106.33	-1.16%	1.67%	260,943.00	27,943.72	65,136.76	专用设备制造业

数据来源：东北证券,WIND

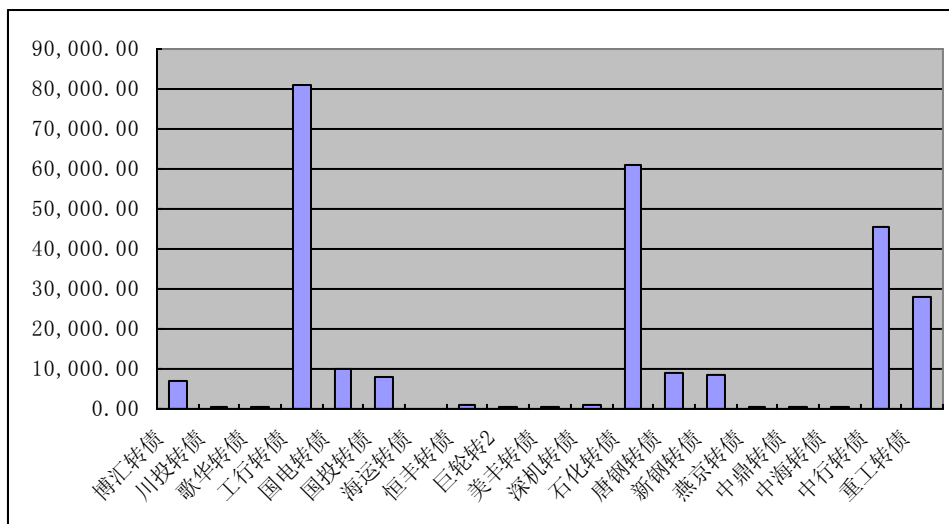
A 股市场上周震荡下跌，可交易的转债全线下跌，海运转债临时停止交易，双良转债停牌，可转债平均下跌了-1.24%，而可转债正股平均下跌了-0.98%，可转债下跌幅度大于正股，可转债表现不及预期，隐含着投资者对后市的悲观看法。由于转债期权价值的逐步丧失，上周偏股性的美丰转债、燕京转债下跌最多，分别为-4.96%、-2.73%，恒丰转债、工行转债下跌也超过了 1%，这说明在市场大幅度下跌时偏股性转债的下跌幅度比较大，风险不容忽视，我们在前期反复强调过；相比之下，偏债性的唐钢转债下跌最小，只有-0.09%，巨轮转 2 由于正股的上涨而下跌了-0.42%。整体而言，上周可转债表现相对于正股跌幅比较大。在债性支持下，转债跟随正股波动而波动，截止 8 月 24 日，转债平均价格为 104.72 元，相对于前周平均价格 106.00 元下跌比较多。债性比较强的转债受正股影响不大，如唐钢转债、博汇转债，部分股性比较强的转债，受正股影响比较大如美丰转债，近期波动比较大就是一个例证。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、国电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，在经过连续下跌后工转债的投资价值值得关注，投资者要审慎把握。

图 1 正股与可转债涨跌幅比较



数据来源：东北证券，Wind

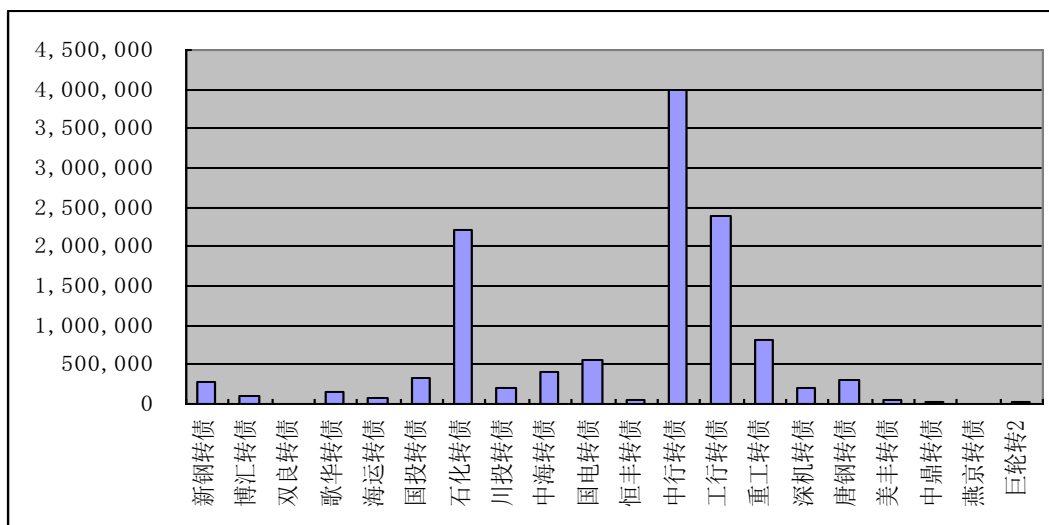
图 2 可转债成交金额比较 (万元)



数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周成交金额为 26.39 亿元，相对于前周的 36.25 亿元大幅度萎缩。目前由于经济持续下滑，利率在相对较低阶段，债券市场尤其是信用债市场进入调整阶段，后市不大乐观，机构在上半年在债券投资上获利颇丰，大部分有获利了结的动机，导致债券市场陷入调整时期，但其调整相对有限。相对而言，转债市场也基本进入相对平稳发展阶段，尽管估值修复和质押预期阶段已经结束，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。但中期看，转债的机会大于信用债，关键看股票市场的走势。但问题是目前股票市场进入震荡调整阶段，也许是深度调整，尽管未来中期看好，持有转债，可获取收益，但短期风险仍比较大。上周正股震荡下跌，转债指数整体表现病不好，短期转债的震荡风险不容忽视。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 8.10 亿元，中行转债的周成交额达到 4.53 亿元，石化转债成交 6.12 亿元，石化、中行和工行转债是转债市场的交易主力，重工转债成交 2.79 亿，国电转债成交 1.00 亿元，唐钢转债 0.92 亿元，新钢转债成交 0.87 亿元，其他转债成交都比较少，而燕京转债周成交额只有 294.26 万元，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。上周转债呈现价量均减的态势，各只转债平均成交 1.46 亿，相对于前一周的 2.01 亿有所减少，主要是由于转债市场比较低迷的缘故。

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	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 (%)
110015.SH	石化转债	2012-8-20	0.01	11,775.26	3.73
	名称	变动日期	变动后(万元)	本次变动(万元)	变动前(万元)
125887.SZ	中鼎转债	2012-8-22	29,999.48	-0.10	29,999.58
129031.SZ	巨轮转2	2012-8-22	34,994.57	-0.41	34,994.98

数据来源：东北证券,WIND

上周转债市场交易相对有所清淡，投资者转股热情比较低，只有石化转债、中鼎转债、巨轮转2有少量的转股，其中巨轮转2上周转股了0.41万元，已转股5万元，余额占比99.99%。石化转债8月20日转股0.01万股，累计转股数量为11775.26万股，累计转股比例为3.73%。工行转债于7月19日转股了0.08万股，截止7月19日，累计转股数量30,269.57万股，累计转股比例为4.81%，上周没有转股。中鼎转债于8月22日转股了0.10万，截止8月22日，累计转股1.00万，累计转股比例为0.00%。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%。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。巨轮转2转股价由8.05元每股修正至5.47元每股，修正幅度32%，该债成为偏股性债券，有利于其内在价值提升。重工转债设置的初始转股价格为6.05元/股，受市场疲软影响，目前已触发转股价修正条件，即“存续期内，任意连续30个交易日中至少15个交易日收盘价低于当期转股价格的85%”，对应触发股价5.14元即可调整转股价格，下调转股价格的议案将提交8月28日召开的股东大会进行审议，如果通过，这无疑提升了重工转债的投资价值，其内在价值在105-110元之间。同仁堂8月22日晚间公告称，根据中国证券监督管理委员会主板发行审核委员会工作会议审核结果，公司发行可转换公司债券方案获得审核通过。

2. 可转债价值评价

表3 可转债债券价值 (8月24日)

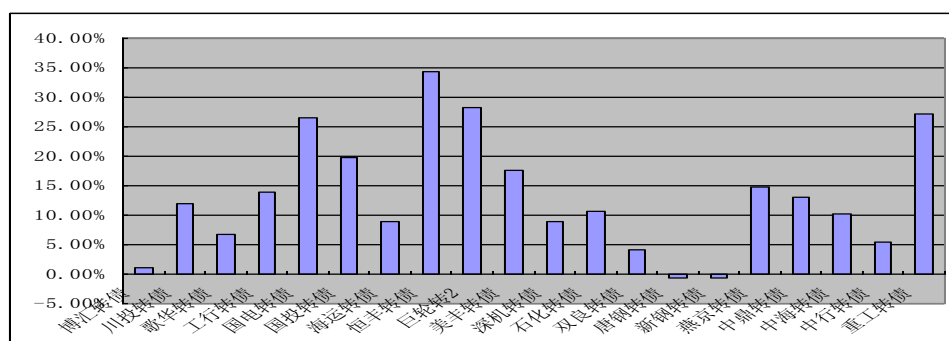
证券代码	证券简称	收盘价元	纯债到期 收益率	纯债价 值元	纯债溢 价元	纯债溢 价率
110007.SH	博汇转债	102.30	3.67%	101.24	1.06	1.04%

110016.SH	川投转债	102.44	2.43%	91.49	10.95	11.97%
110011.SH	歌华转债	95.53	3.38%	89.55	5.98	6.68%
113002.SH	工行转债	102.79	1.52%	90.19	12.60	13.97%
110018.SH	国电转债	114.60	0.16%	90.65	23.95	26.42%
110013.SH	国投转债	110.49	0.74%	92.27	18.22	19.75%
110012.SH	海运转债	99.00	2.17%	90.96	8.04	8.84%
110019.SH	恒丰转债	117.48	-1.65%	87.38	30.10	34.45%
129031.SZ	巨轮转 2	116.01	-1.66%	90.43	25.58	28.28%
125731.SZ	美丰转债	112.02	-1.43%	95.24	16.78	17.62%
125089.SZ	深机转债	96.00	3.21%	88.11	7.89	8.95%
110015.SH	石化转债	99.63	2.65%	90.05	9.58	10.64%
110009.SH	双良转债	96.32	3.00%	92.58	3.74	4.04%
125709.SZ	唐钢转债	110.40	4.80%	111.14	-0.74	-0.66%
110003.SH	新钢转债	102.90	4.02%	103.62	-0.72	-0.69%
126729.SZ	燕京转债	103.59	0.16%	90.26	13.34	14.78%
125887.SZ	中鼎转债	106.00	1.15%	93.85	12.15	12.95%
110017.SH	中海转债	94.92	2.99%	86.16	8.76	10.17%
113001.SH	中行转债	97.23	3.44%	92.27	4.96	5.38%
113003.SH	重工转债	106.33	0.76%	83.61	22.72	27.17%

数据来源：东北证券,WIND

由于市场震荡下跌，转债债性小幅增加，截止 2012 年 8 月 24 日，转债市场平均纯债溢价率为 13.56%，比前周的 14.89%略微有所减少。但目前转债市场债性相对仍较高，除美丰转债、巨轮转 2、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 4.80%，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 4.02%，博汇转债到期收益率也为正，达到 3.67%，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.78%，相对于上周的 1.39%有所增加。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 3.44%，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。唐钢等转债的债券溢价为-0.66%，新钢转债为-0.69%，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 4%，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，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

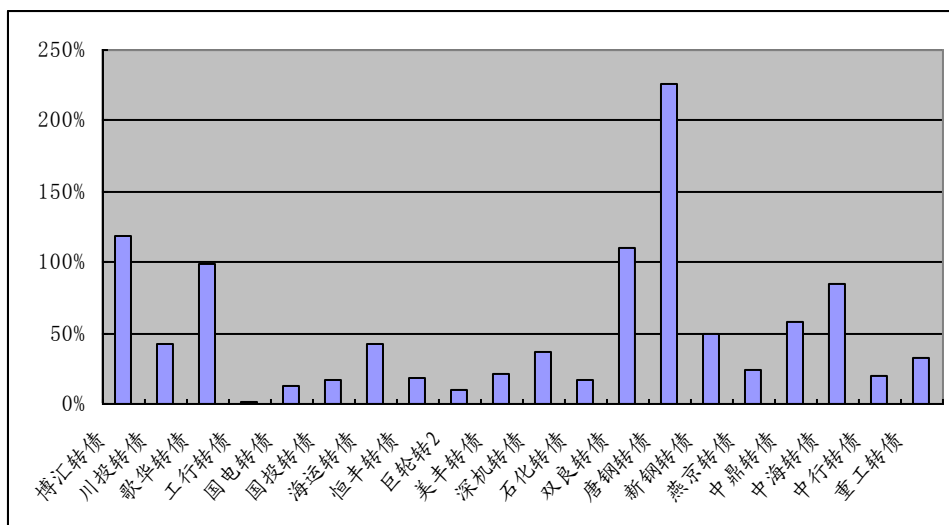
表 4 可转债转股价值评价 (8 月 24 日)

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
110007.SH	博汇转债	102.30	10.29	9.72	46.94	55.36	117.94%	15.81%	39.21%
110016.SH	川投转债	102.44	9.15	10.93	71.80	30.64	42.67%	10.42%	20.51%
110011.SH	歌华转债	95.53	14.89	6.72	48.09	47.44	98.67%	9.20%	18.35%
113002.SH	工行转债	102.79	3.77	26.53	101.06	1.73	1.71%	1.78%	8.50%
110018.SH	国电转债	114.60	2.57	38.91	101.95	12.65	12.41%	12.20%	16.82%
110013.SH	国投转债	110.49	4.74	21.10	94.09	16.40	17.43%	16.94%	10.29%
110012.SH	海运转债	99.00	4.51	22.17	69.62	29.38	42.19%	15.48%	24.79%
110019.SH	恒丰转债	117.48	6.88	14.53	98.69	18.79	19.04%	22.02%	16.76%
129031.SZ	巨轮转 2	116.01	5.47	18.28	105.85	10.16	9.60%	13.42%	17.66%
125731.SZ	美丰转债	112.02	7.06	14.16	91.93	20.09	21.86%	15.12%	9.99%
125089.SZ	深机转债	96.00	5.60	17.86	70.54	25.47	36.10%	17.44%	19.66%
110015.SH	石化转债	99.63	7.08	14.12	85.03	14.60	17.17%	3.48%	5.36%
110009.SH	双良转债	96.32	13.48	7.42	45.77	50.55	110.44%	0.04%	47.28%
125709.SZ	唐钢转债	110.40	7.57	13.21	33.82	76.58	226.46%	3.60%	26.19%
110003.SH	新钢转债	102.90	6.47	15.46	68.93	33.97	49.27%	23.44%	21.61%
126729.SZ	燕京转债	103.59	7.58	13.19	83.51	20.08	24.05%	0.43%	13.75%
125887.SZ	中鼎转债	106.00	12.66	7.90	67.06	38.94	58.07%	3.83%	29.65%
110017.SH	中海转债	94.92	8.60	11.63	51.40	43.52	84.69%	11.89%	16.14%
113001.SH	中行转债	97.23	3.44	29.07	80.81	16.42	20.31%	4.00%	10.67%
113003.SH	重工转债	106.33	6.05	16.53	80.66	25.67	31.82%	8.32%	40.05%

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 52.1%，比前周转股溢价率 49.02% 相对略微有所增加，转债市场股性有所下降，总体来说股性相对比较弱，估值水平比较高。目前大部分转债属于平衡型，其中工行转债转股溢价率为 1.71%，石化转债转股溢价率为 17.17%，恒丰转债为 19.04%，巨轮转 2 为 9.60%，这些转债与标的股票有较强联动性，在正股下跌时风险比较大。国电转债的转股溢价率较低，为 12.41%，国投转债为 17.43%，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，在弱市环境下可考虑配置，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。整体而言，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，转债表现不如人意，转债相对比较弱，短期风险不容忽视，我们多次提醒偏股性转债的风险，上周就是一个例证，如果市场再度下跌，转债下跌的可能性不能排除。当然，市场反弹，偏股性转债上涨力度也比较大。目前控制风险是当务之急。

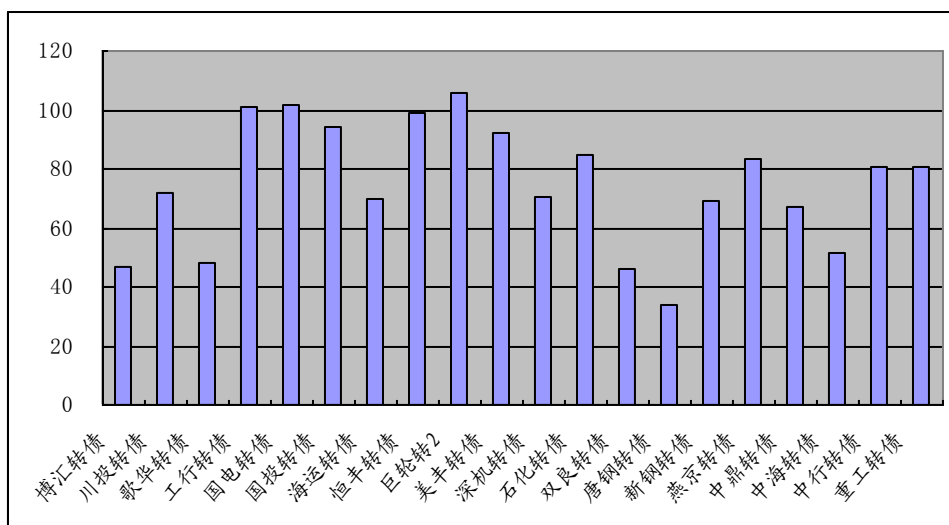
图 5 转股溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 74.87 元，相对于上周 77.11 元大幅度减少，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 23.24%，偏股性的转债转换价值在 100 元左右的转股溢价率平均为 7.91%，长期投资价值突出。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，大部分转债不能转股，只有等待修正相关条款，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 20.66% 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有所提升，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，上周偏股性转债大幅下跌就是一个验证，但若市场反弹，转股溢价率逐步下降，导致转债价格反弹幅度小。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，但目前市场反弹力度比较小，如果正股再度下跌，则转债的风险也比较大，短期可把资金配置在偏债型的转债，获取一个固定收益率，回避平衡性和偏股性转债，从 7 月份以来我们反复强调偏股性转债的风险，是由于短期对正股看淡。总体而言，巨轮转 2、恒丰转债转股溢价较低，股性比较强，属高报酬风险品种，但若正股下跌，转债风险也比较大，值得注意。而国电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，但要回避短线风险，而中行转债债券溢价为 5.38%，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 34.53%，相对于上周估值水平 35.01% 有所减少，这可能是由于转

债价格下跌比较多的原因，另一方面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，但折价幅度大幅减少，甚至个别转债出现高估，市场价格大于理论价格。从长期看，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。而转债市场债底保持稳定，提升纯债收益率。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，不排除转债下跌的可能，转债价值回归，这种风险值得关注。可转债作为股债兼得的配置品种，长远看有配置价值，但投资者要耐心等待其调整时机，挖掘结构性机会。债市陷入调整，一般而言，很难长期出现股债都熊的市场环境，尽管 A 股短期内很难有趋势性的上升态势，但从风险、收益的角度看，可转债相对于纯债和股票已具有比较优势，转债质押融资功能为未来提供了想象空间，可转债市场机会就在眼前，如果市场再度调整，就是转债逐步建仓的机会，可关注股性较强的转债或有修正条款预期的转债，但短期一定要控制偏股性和平衡性转债的风险，等待机会。

3. 可转债投资策略与建议

目前中国经济下行压力依然较大，汇丰 PMI 再创新低，国际经济也不乐观，美国 7 月份耐用品订单上升 4.2%，好于市场预期的 2.5%，但就业形势仍比较严峻。上周由于票据到期、正回购到期以及逆回购公开市场共投放资金 3980 亿元，而逆回购到期回笼资金 1200 亿元，故央行公开市场上周净投放资金 2780 亿元。货币政策的宽松以及企业成本下降，为经济恢复奠定了基础，尽管最近央行逆回购规模比较大，也不排除可能会有有一次降准甚至降息。在通货膨胀有所降低的大背景下，股票市场面临着“经济寻底”与“政策保底”之间的博弈。海外形势有所改善，风险偏好提升，但不确定性依然比较大，如果国际证券市场走向下跌通道，对 A 股的影响就比较大。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 3-5 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。可见，市场处于一个政策基本面和资金面博弈的过程，这种格局有望在三季度末期被打破。十八大的召开，政府的维稳政策，加之各种政策支持力度有望使经济回暖，从而吸引资金回流而给市场带来价值回归的动力，但投资者要耐心等待。

市场上周出现大幅度下跌，显示市场目前非常弱，估计本周市场仍惯性弱势调整，风险比较大。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，由于经济低迷，随着上市公司盈利的持续下降，A 股市场恐难避免重心下移，加大了个股风险。可转债市场上周表现不如人意，跌幅相对比较大，这也反映了转债的双重属性。如果股票市场能够持续反弹，转债结构性机会仍然可期，如果市场再度调整，不排除转债再次调整，但中线转债的市场机会大于风险，要等待机会。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，特别是有修正预期的个券，如博汇转债、新钢转债等，恒丰转债长期值得跟踪，工行转债在大幅度调整后可谨慎关注，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，波段操作。鉴于目前经济有所企稳，股市调整可能进入尾声阶段，可转债表现概率大增，转债市场估值溢价修复及重心上升带来的投资机会值得重视，可转债相对配置价值有所提升，但短期震荡风险不容忽视。

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个别转债的机会，从中期看可关注能源转债等中盘转债的结构性调整机会，同时关注即将上市的转债申购机会，但不建议追涨，应关注等待调整出来的机会。A 股市场短期很难有趋势性机会，震荡调整依然是主流，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。近期我们反复强调平衡性转债和偏股性转债的风险，目前最好的策略是对于平衡性转债是回避、观望，等待机会。风险偏好者可快进快出有修正预期的转债，但其承担的风险比较大，不建议采纳。如果市场下跌，偏股性转债的风险比较大。

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	49.27%	-0.69%	偏债型
110007.SH	博汇转债	117.94%	1.04%	偏债型

110011.SH	歌华转债	98.67%	6.68%	偏债型
110012.SH	海运转债	42.19%	8.84%	偏债型
110013.SH	国投转债	17.43%	19.75%	平衡型
110015.SH	石化转债	17.17%	10.64%	平衡型
110016.SH	川投转债	42.67%	11.97%	偏债型
110017.SH	中海转债	84.69%	10.17%	偏债型
110018.SH	国电转债	12.41%	26.42%	平衡型
110019.SH	恒丰转债	19.04%	34.45%	平衡型
113001.SH	中行转债	20.31%	5.38%	平衡型
113002.SH	工行转债	1.71%	13.97%	平衡型
113003.SH	重工转债	31.82%	27.17%	平衡型
125089.SZ	深机转债	36.10%	8.95%	平衡型
125709.SZ	唐钢转债	226.46%	-0.66%	偏债型
125731.SZ	美丰转债	21.86%	17.62%	平衡型
125887.SZ	中鼎转债	58.07%	12.95%	偏债型
126729.SZ	燕京转债	24.05%	14.78%	平衡型
129031.SZ	巨轮转 2	9.60%	28.28%	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，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，南山铝业的 60 亿、民生银行 200 亿转债获得证监会的批准，同仁堂 8 月 22 日晚间公告称，根据中国证券监督管理委员会主板发行审核委员会工作会议审核结果，公司发行可转换公司债券方案获得审核通过，这些转债估计在三季度末期发行的概率比较高，这对转债市场估值压力比较大，但在市场转暖时可转债发行对估值影响比较小。下半年债基对可转债的需求可能有所减弱，而供给扩大，可能在某种程度上加大了转债的估值风险。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电转债，但这种风险比较大。目前基金对于下半年转债的投资机会看法不一致，我们认为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，工行转债 7 月份下跌就是期权价值下跌导致的一个典型案例，强烈建议短期回避偏股和平衡性转债的风险，静等市场机会，普通投资者不要参与反弹，而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，不排除转债跟随正股有一波大幅杀跌行情，控制风险为上。

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	证监会批准	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	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

600085.SH	同仁堂	证监会批准	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