

债券研究报告/可转债周报研究报告

审慎挖掘偏股性转债的投资机会——可转债周报

1、沪深市场节前一周在探新低后大幅度反弹，沪深 300 指数周上涨 4.28%，相对而言，转债指数表现比较弱，中信标普可转债指数周上涨 0.61%。可交易的转债 13 涨 5 跌，平均上涨了 0.39%，而可转债正股平均上涨 1.32%，可转债上涨幅度小于正股。其中，石化转债、国电转债、工行转债上涨最多，分别为 1.56%、1.53%、1.43%，而美丰转债、恒丰转债下跌最多，分别为-1.10%、-1.04%，重工转债也下跌了-0.54%。转债呈现价增量减的态势，成交金额为 39.88 亿元，相对于前周的 55.52 亿元有所萎缩；转债平均价格为 102.70 元，相对于前周平均价格 102.55 元略微有所增加。但受正股的影响，转债的活跃度似乎在增加。

2、转债债性小幅减弱，截止节前周末，转债市场平均纯债溢价率为 11.21%，比前周的 10.90%有所增加，转债纯债到期收益率平均为 2.24%，相对于前周的 2.32%减少；不考虑偏债的唐钢、博汇转债，转股溢价率平均为 34.4%，股性相对前周的 35.57%有所提升。转债估值相对合理，值得关注。

3、美国 9 月份美国非农就业人数增长 11.4 万人，基本符合预期，失业率降至 7.8%，表明美国就业市场逐步改善，经济正在缓慢复苏。9 月份中国制造业 PMI 为 49.8%，较前月回升 0.6 个百分点，经济企稳的迹象已显现。11 月十八大的召开，政府的维稳政策，使得市场持续反弹依然可期。但长假过后的第一个交易周，沪深股市有 18 亿股迎来限售股解禁，这对市场的反弹是一个考验。本周建议投资者谨慎把握逢低建仓偏股性转债的机会，风险偏好者可快进快出有修正预期的转债和偏股性转债如重工、工行转债，重点推荐重工转债和电力类转债，关注新发转债的申购机会。

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	47.39%	-0.65%
博汇转债	129.65%	1.41%
歌华转债	119.59%	3.96%
海运转债	42.19%	8.72%
国投转债	16.21%	12.60%
石化转债	13.77%	8.08%
川投转债	32.65%	8.97%
中海转债	80.15%	5.37%
国电转债	12.31%	15.24%
恒丰转债	24.27%	32.89%
中行转债	22.88%	4.34%
工行转债	1.60%	12.67%
重工转债	6.90%	22.56%
深机转债	40.02%	5.45%
唐钢转债	260.57%	-0.23%
美丰转债	23.42%	15.27%
中鼎转债	40.58%	12.25%
燕京转债	47.98%	13.94%
巨轮转 2	13.52%	30.09%

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

沪深市场节前一周在探新低后大幅度反弹，截至 2012 年 9 月 28 日沪深 300 指数收于 2293.11 点，周上涨 4.28%，相对而言，转债指数表现比较弱，中信标普可转债指数收于 2497.82 点，周上涨 0.61%，相对小于市场指数，这在某种程度上反映了可转债的股债双重属性以及反弹时的滞后特点。

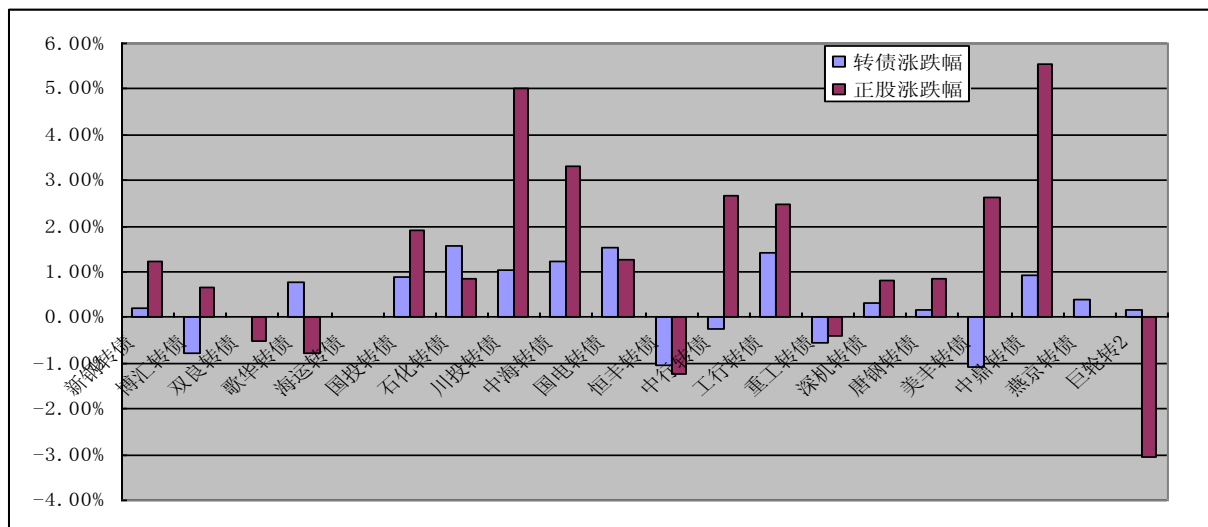
表 1 可转债市场交易统计（2012 年 9 月 24 日 - 9 月 28 日）

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	102.77	0.21%	1.23%	151,283.00	15,520.85	3,204.52
110007.SH	博汇转债	101.1	-0.78%	0.67%	48,987.00	4,935.56	2,199.37
110011.SH	歌华转债	93.35	0.76%	-0.78%	14,447.00	1,341.25	19,439.70
110012.SH	海运转债	99	0.00%	0.00%	0.00	0.00	0.00
110013.SH	国投转债	104.2	0.87%	1.92%	36,365.00	3,772.93	9,755.67
110015.SH	石化转债	97.63	1.56%	0.84%	675,615.00	65,283.70	55,267.26
110016.SH	川投转债	100.03	1.04%	5.02%	8,007.00	797.81	21,795.15
110017.SH	中海转债	91.12	1.24%	3.33%	16,231.00	1,466.79	11,808.18
110018.SH	国电转债	104.88	1.53%	1.27%	31,729.00	3,305.56	27,770.21
110019.SH	恒丰转债	116.5	-1.04%	-1.23%	609.00	71.20	3,264.84
113001.SH	中行转债	96.45	-0.26%	2.66%	817,788.00	78,840.64	38,919.28
113002.SH	工行转债	101.06	1.43%	2.46%	1,048,861.00	104,717.59	64,711.56
113003.SH	重工转债	103	-0.54%	-0.42%	1,002,239.00	102,690.76	90,841.48
125089.SZ	深机转债	93.261	0.33%	0.81%	28,350.40	2,632.17	3,246.67
125709.SZ	唐钢转债	110.98	0.18%	0.87%	77,226.30	8,559.38	20,846.20
125731.SZ	美丰转债	109.782	-1.10%	2.61%	724.90	79.32	6,062.11
125887.SZ	中鼎转债	105.49	0.94%	5.56%	29,396.30	3,094.40	17,295.23
126729.SZ	燕京转债	102.885	0.38%	0.00%	914.90	93.82	24,203.16
129031.SZ	巨轮转 2	117.88	0.18%	-3.07%	13,522.10	1,583.66	6,811.86

数据来源：东北证券,WIND

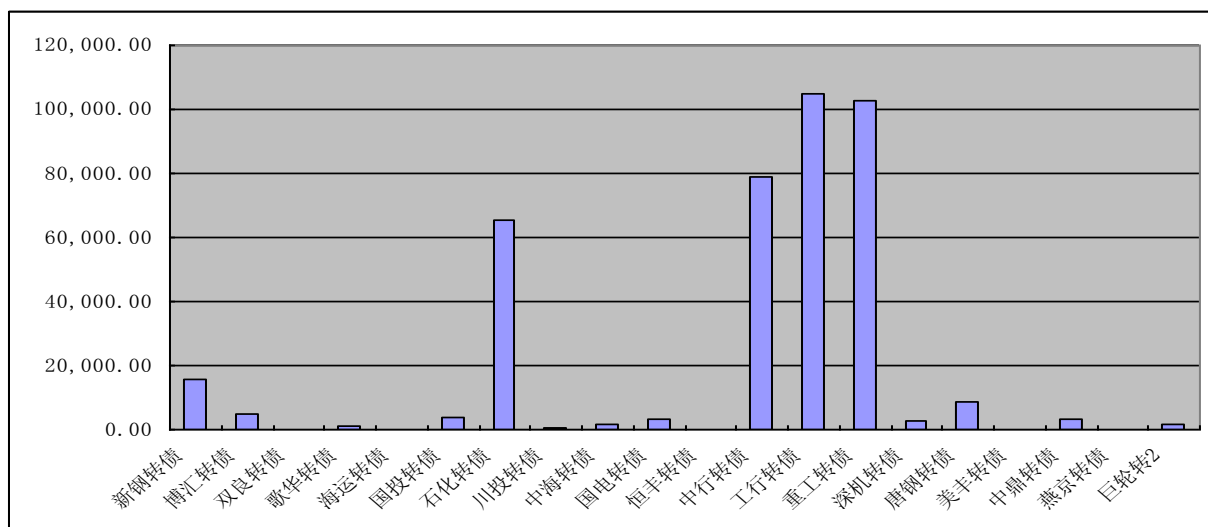
A 股市场节前最后一周在连创新低后大幅度反弹，可交易的转债 13 涨 5 跌，海运转债临时停止交易，双良转债停牌，可转债平均上涨了 0.39%，而可转债正股平均上涨了 1.32%，可转债上涨幅度小于正股，可转债表现不及正股。上周偏股性的石化转债、国电转债、工行转债上涨最多，分别为 1.56%、1.53%、1.43%，而美丰转债、恒丰转债下跌最多，分别为-1.10%、-1.04%，重工转债也下跌了-0.54%。整体而言，上周可转债表现并不尽如意，市场反弹，但转债上涨幅度不大。在债性支持下，转债跟随正股波动而波动，截止 9 月 28 日，转债平均价格为 102.70 元，相对于前周平均价格 102.55 元略微有所增加。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国电转债、工行转债，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，如重工、工行转债，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，在经过连续下跌后工行转债、重工转债的投资价值值得关注，投资者可审慎把握。电力类转债的持续下跌，使得其投资价值显现，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)

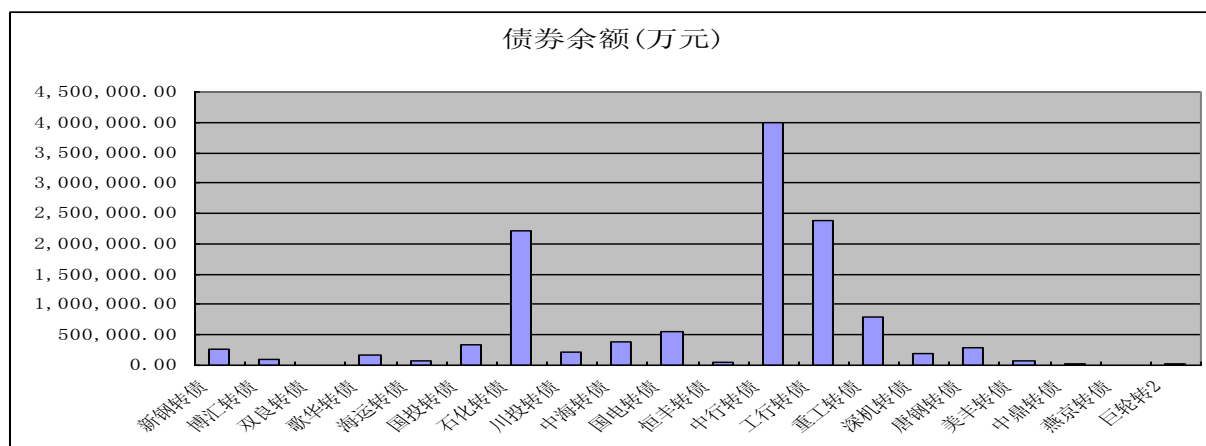


数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周成交金额为 39.88 亿元，相对于前周的 55.52 亿元有所萎缩。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，估计四季度会反弹。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，现在的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。我们估计 10 月市场反弹的概率比较大，但中期看，转债的机会大于信用债，关键看股票市场的走势。在股票市场连续调整 4 个月之后，随着国家一系列刺激政策的出台，市场有望进入一波中级反弹行情，持有转债，可获取收益，但短期震荡风险也要注意。上周正股震荡反弹，转债指数整体表现并不好。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 10.47 亿元，中行转债的周成交额达到 7.88 亿元，石化转债成交 6.53 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 10.27 亿，国电转债成交 0.33 亿元，唐钢转债 0.86 亿元，新钢转债成交 1.55 亿元，其他转债成交都比较少，而恒丰转债周成交额只有 71.20 万元，转债之间成交差异比较大，流动性也大不一样，美丰转债、燕京转债、恒丰转债成交都在 100 万元以下，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 2.21 亿，相对于前一周的 3.08 亿有所减少，显示转债市场比较活跃，但两极分化比

较严重，大盘转债成交相对活跃，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
110015.SH	石化转债	6.98	0.04	11,775.81	3.73	2012-9-17
110018.SH	国电转债	2.57	0.04	32.83	0.02	2012-9-18
代码	名称		变动后(万元)	本次变动(万元)	变动前(万元)	变动日期
129031.SZ	巨轮转 2	5.47	34,994.47	-0.10	34,994.57	2012-9-20

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冷淡，几乎没有转债有转股现象。石化转债于 9 月 17 日转股了 0.04 万股，截止 9 月 21 日，累计转股数量 11,775.81 万股，累计转股比例为 3.73%，上周转股 0.04 万股。国电转债于 9 月 18 日转股了 0.04 万股，截止 9 月 21 日，累计转股数量 32.83 万股，累计转股比例为 0.02%，上周转股 0.04 万股。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 上周转股 0.10 万元，已转股 6 万元，转债余额 34994 万元，余额占比 99.98%，其转股价由 8.05 元每股修正至 5.47 元，修正幅度 32%，该债成为偏股性债券，有利于其内在价值提升。同仁堂发行可转换公司债券获中国证券监督管理委员会审核通过。8 月 31 日，新钢股份公司披露董事会建议公司根据转股价格修正条款向下修正转股价格。受上半年亏损 3.87 亿元的影响，新钢股份 2012 年中期每股净资产从 2011 年年报时的 6.18 元降至 5.87 元，9 月 18 日新钢股份发布公告称，公司董事会决定自 2012 年 9 月 19 日（含当日）起“新钢转债”转股价格由原来的 6.47 元/股调整为 5.88 元/股，下调幅度在 9.2%，相对不高，这时由于其每股净资产达到 5.87 元，达到了转股价格下限。

2. 可转债价值评价

表 3 可转债债券价值（9 月 28 日）

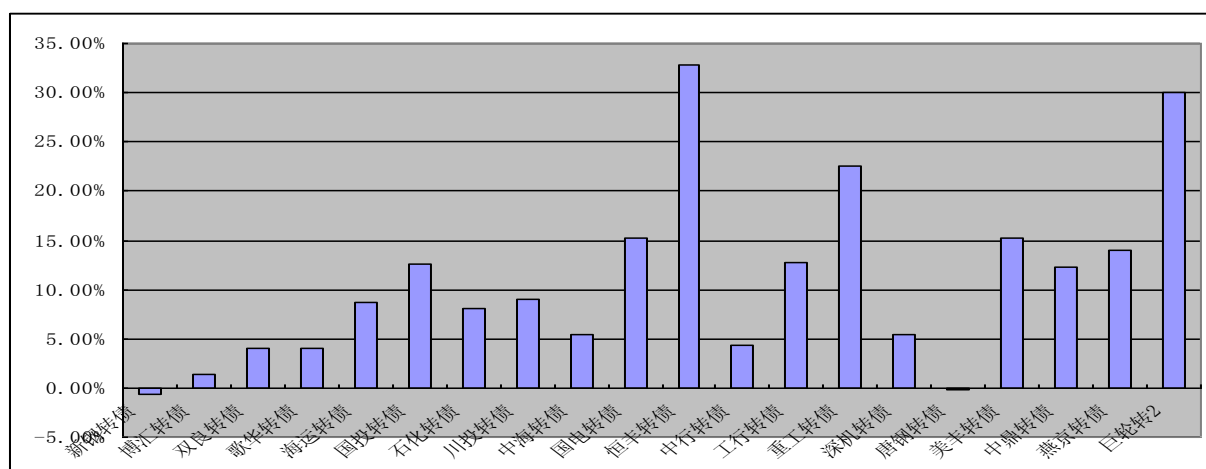
证券代码	证券简称	收盘价 元	纯债到期 收益率	纯债价值 元	纯债溢价 元	纯债溢价 率	已计息天 数天	应计利息 元
110003.SH	新钢转债	102.77	4.61%	103.45	-0.68	-0.65%	39	0.299
110007.SH	博汇转债	101.1	3.75%	99.70	1.40	1.41%	6	0.028
110009.SH	双良转债	96.32	3.12%	92.55	3.77	4.07%	148	0.446
110011.SH	歌华转债	93.35	4.05%	89.80	3.55	3.96%	309	0.675
110012.SH	海运转债	99	2.24%	91.06	7.94	8.72%	266	0.653

110013.SH	国投转债	104.2	2.16%	92.54	11.66	12.60%	248	0.474
110015.SH	石化转债	97.63	3.19%	90.33	7.30	8.08%	219	0.418
110016.SH	川投转债	100.03	3.04%	91.79	8.24	8.97%	192	0.368
110017.SH	中海转债	91.12	3.94%	86.48	4.64	5.37%	59	0.113
110018.SH	国电转债	104.88	2.03%	91.01	13.87	15.24%	41	0.056
110019.SH	恒丰转债	116.5	-1.50%	87.67	28.83	32.89%	190	0.364
113001.SH	中行转债	96.45	3.77%	92.44	4.01	4.34%	119	0.359
113002.SH	工行转债	101.06	1.83%	89.69	11.37	12.67%	29	0.072
113003.SH	重工转债	103	1.35%	84.04	18.96	22.56%	117	0.160
125089.SZ	深机转债	93.261	3.91%	88.44	4.82	5.45%	76	0.167
125709.SZ	唐钢转债	110.98	4.43%	111.23	-0.25	-0.23%	290	1.584
125731.SZ	美丰转债	109.782	-0.72%	95.24	14.54	15.27%	119	0.391
125887.SZ	中鼎转债	105.49	1.33%	93.98	11.51	12.25%	231	0.693
126729.SZ	燕京转债	102.885	0.39%	90.30	12.58	13.94%	350	0.669
129031.SZ	巨轮转 2	117.88	-2.12%	90.62	27.26	30.09%	72	0.197

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 9 月 28 日，转债市场平均纯债溢价率为 11.21%，比前周的 10.90%有所增加。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，其中新钢转债的债性最强，属于偏债性，其到期收益率为 4.61%，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 4.43%，博汇转债到期收益率也为正，达到 3.75%，所有转债的纯债到期收益率平均为 2.24%，相对于上周的 2.32%减少。偏债性转债属收益率品种，在多头市场可积极配置，如新钢转债，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 3.77%，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-0.25%，新钢转债为-0.68%，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

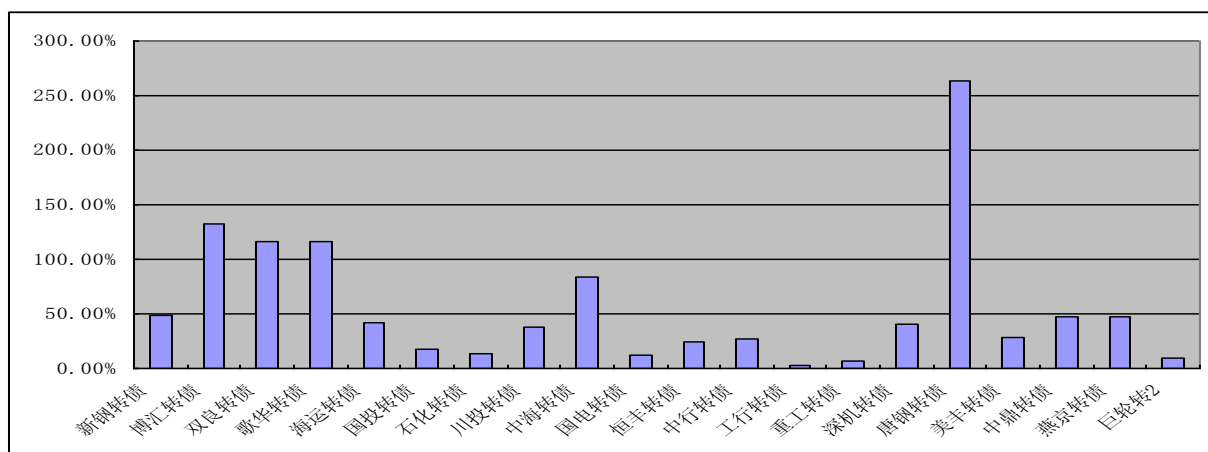
表 4 可转债转股价值评价 (9 月 28 日)

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	102.77	5.88	17.01	69.73	33.04	47.39%	25.20%	5.76%
110007.SH	博汇转债	101.1	10.29	9.72	44.02	57.08	129.65%	15.81%	44.05%
110009.SH	双良转债	96.32	13.48	7.42	44.36	51.96	117.12%	0.04%	49.47%
110011.SH	歌华转债	93.35	14.89	6.72	42.51	50.84	119.59%	9.20%	18.45%
110012.SH	海运转债	99	4.51	22.17	69.62	29.38	42.19%	15.48%	24.97%
110013.SH	国投转债	104.2	4.74	21.10	89.66	14.54	16.21%	16.94%	0.25%
110015.SH	石化转债	97.63	6.98	14.33	85.82	11.81	13.77%	3.53%	0.16%
110016.SH	川投转债	100.03	9.15	10.93	75.41	24.62	32.65%	10.42%	15.92%
110017.SH	中海转债	91.12	8.6	11.63	50.58	40.54	80.15%	11.89%	16.11%
110018.SH	国电转债	104.88	2.57	38.91	93.39	11.49	12.31%	12.20%	9.36%
110019.SH	恒丰转债	116.5	6.88	14.53	93.75	22.75	24.27%	22.02%	12.98%
113001.SH	中行转债	96.45	3.44	29.07	78.49	17.96	22.88%	4.00%	12.67%
113002.SH	工行转债	101.06	3.77	26.53	99.47	1.59	1.60%	1.78%	8.72%
113003.SH	重工转债	103	4.93	20.28	96.35	6.65	6.90%	10.02%	37.31%
125089.SZ	深机转债	93.261	5.6	17.86	66.61	26.65	40.02%	17.44%	22.08%
125709.SZ	唐钢转债	110.98	7.57	13.21	30.78	80.20	260.57%	3.60%	20.42%
125731.SZ	美丰转债	109.782	7.06	14.16	88.95	20.83	23.42%	15.12%	11.31%
125887.SZ	中鼎转债	105.49	12.66	7.90	75.04	30.45	40.58%	3.83%	21.10%
126729.SZ	燕京转债	102.885	7.58	13.19	69.53	33.36	47.98%	0.43%	28.97%
129031.SZ	巨轮转 2	117.88	5.47	18.28	103.84	14.04	13.52%	13.42%	17.65%

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 51.35%，比前周转股溢价率 52.67% 相对有所减少，转债市场股性有所增强，这是由于正股大幅度反弹的缘故，正股平均上涨 1.32%，但总体来说股性仍比较弱，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 1.60%，重工转债为 6.90%，石化转债转股溢价率为 13.77%，恒丰转债为 24.27%，巨轮转 2 为 13.52%，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，但下跌时也比较多。国电转债的转股溢价率较低，为 12.31%，国投转债为 16.21%，总体来说，工行转债、重工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。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，在目前市场震荡的大环境下，上周转债市场表现为弱股性、较强债性的特点，转债表现相对比较弱，7、8 月份我们连续多次提醒偏股性转债的风险，10 月份我们认为市场有一个中级反弹，如果市场回调，则是吸纳偏股和平衡性转债的时机。当然，市场反弹，偏股性转债上涨力度也比较大。目前在控制风险的基础上适度介入，选择有价值的转债。

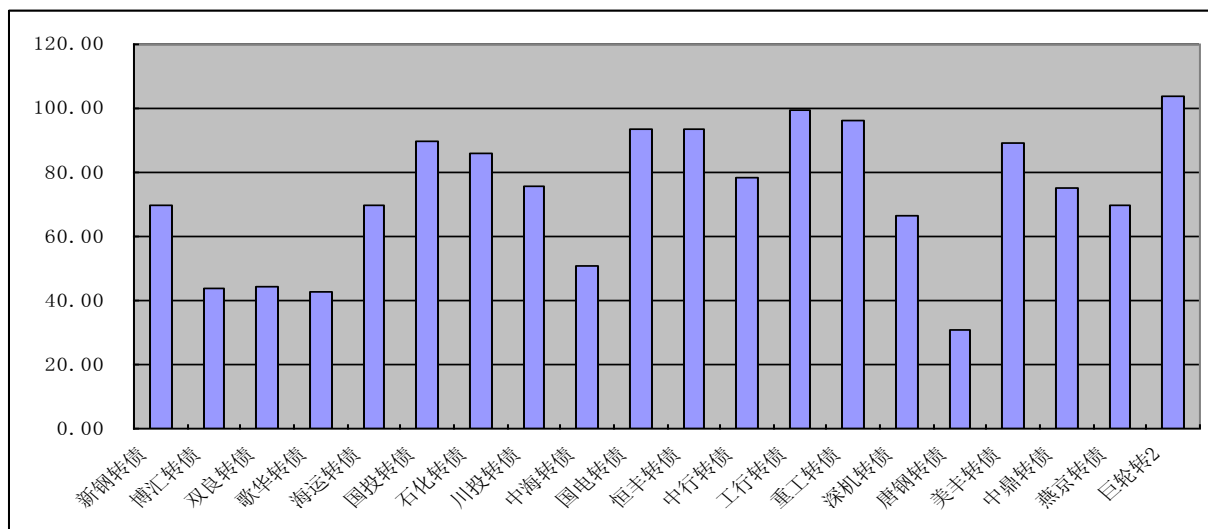
图 5 转股溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 74.92 元，相对于上周 72.59 元有所增加，转换价值在 80 元左右的转债转股溢价率平均为 20.02%，偏股性的转债转换价值在 90 元左右的转股溢价率平均为 17.59%，而转换价值在 100 元的转债只有巨轮转 2 债券，其长期投资价值突出。不像前一时期的转股价值在 100 元左右的转债高达 3 只以上，说明转股价值有所下降。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，甚至作为纯债对待。

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 17.28% 左右，估值水平相对比较合理。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。总体而言，巨轮转 2、工行转债、重工转债转股溢价率较低，股性比较强，属高报酬风险品种，如果正股反弹，转债上涨也比较大，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，中行转债债券溢价为 4.34%，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 34.44%，相对于上周估值水平 35.57% 略微有所减少，股性有所增强，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，且折价幅度大幅减少，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，估计在 18 大召开之际，维稳行情有望展开，未来市场反弹的概率比较高，可转债作为股债兼得的配置品种，有配置价值，可挖掘转债结构性机会，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，如果市场反弹，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，但短期要控制个债风险。

3. 可转债投资策略与建议

10 月 5 日，美国劳工部发布 9 月非农就业报告显示，9 月份美国非农就业人数增长 11.4 万人，基本符合预期，当月失业率进一步下滑，降至 7.8%，创下 2009 年 1 月以来的最低值。这表明美国就业市场逐步改善，经济正在缓慢复苏。中国物流与采购联合会、国家统计局服务业调查中心 1 日发布的数据显示，9 月份中国制造业 PMI 为 49.8%，较上月回升 0.6 个百分点，这与此前公布的 9 月汇丰中国制造业 PMI 数据基本一致，PMI 的小幅回升显示经济有筑底态势。可见尽管中国经济并未完全触底，但经济企稳的迹象已开始显现，8 月房地产业新开工、投资的回升，煤炭、水泥价格 9 月反弹。美国 QE3 的实施，海外市场流动性相对比较宽松，欧美经济复苏迹象依然艰难，而中美、中欧贸易摩擦导致出口恢复似乎比较难上加难。年内降息和存款准备金率仍有下调可能。稳增长的重心将偏向财政政策，货币政策将持续微调。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 10 月份市场可能面临一波反弹行情，市场处于一个政策基本面和资金面博弈的过程，11 月十八大的召开，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，节前市场震荡反弹，后市持续反弹依然可期。长假过后的第一个交易周，沪深股市有 19 只股票总计超过 18 亿股迎来限售股解禁，解禁总市值将达 178.7 亿元，这对市场的反弹是一个考验。

市场上周出现震荡反弹，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反弹。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。可转债市场上周表现比较一般，如果股票市场能够持续反弹，转债结构性机会仍然可期，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，如博汇转债、新钢转债等，恒丰转债长期值得跟踪，工行、重工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“稳增长”是政策的主基调，股市进入反弹阶段，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。

节后第一周我们建议投资者谨慎把握适度逢低建仓个别转债的机会，积极关注偏股性转债的机会，特别是能源转债等中盘转债的结构性机会。目前最好的策略是对于平衡性转债和偏股性转债挖掘结构性机会，在市场调整时可关注，风险偏好者可快进快出有修正预期的转债和偏股性转债如重工、工行转债，我们重点推荐重工转债，小盘转债如巨轮转 2、恒丰转债等在反弹行情中涨幅可观，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机会如新钢转债，但投资者还是要控制风险，不要追涨，等待低吸机会。

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	47.39%	-0.65%	偏债型
110007.SH	博汇转债	129.65%	1.41%	偏债型
110009.SH	双良转债	117.12%	4.07%	偏债型

110011.SH	歌华转债	119.59%	3.96%	偏债型
110012.SH	海运转债	42.19%	8.72%	偏债型
110013.SH	国投转债	16.21%	12.60%	平衡型
110015.SH	石化转债	13.77%	8.08%	平衡型
110016.SH	川投转债	32.65%	8.97%	平衡型
110017.SH	中海转债	80.15%	5.37%	偏债型
110018.SH	国电转债	12.31%	15.24%	平衡型
110019.SH	恒丰转债	24.27%	32.89%	平衡型
113001.SH	中行转债	22.88%	4.34%	平衡型
113002.SH	工行转债	1.60%	12.67%	平衡型
113003.SH	重工转债	6.90%	22.56%	平衡型
125089.SZ	深机转债	40.02%	5.45%	偏债型
125709.SZ	唐钢转债	260.57%	-0.23%	偏债型
125731.SZ	美丰转债	23.42%	15.27%	平衡型
125887.SZ	中鼎转债	40.58%	12.25%	偏债型
126729.SZ	燕京转债	47.98%	13.94%	偏债型
129031.SZ	巨轮转 2	13.52%	30.09%	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、同仁堂 12.05 亿转债获得证监会的批准，这些转债估计四季度发行的概率比较高，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。隧道股份 8 月 29 日预案拟发行 26 亿转债，尚待股东大会通过。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、重工转债。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。9 月 11 日广汽集团董事会预案发行 20 亿可转债，可转债募集资金将用于广汽丰田汽车公司扩大产能及增加新品种、广汽丰田发动机公司增加新产品建设、广汽乘用车公司增加车型和新发动机平台建设、众诚汽车保险公司增资扩股及补充流动资金。

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

600820.SH	隧道股份	董事会预案	26	2012-8-29	/	土木工程建筑业
600525.SH	长园集团	董事会预案	7.8339	2012-9-7	/	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

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