

债券研究报告/可转债周报研究报告

泰尔重工、中信海直转债获证监会批准，转债发行进入扩张周期——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	48.88%	-0.64%
博汇转债	121.15%	0.59%
歌华转债	119.35%	3.34%
海运转债	23.18%	9.43%
国投转债	12.52%	15.35%
石化转债	10.27%	7.54%
川投转债	31.62%	7.92%
中海转债	80.66%	4.11%
国电转债	12.89%	15.91%
恒丰转债	20.54%	31.85%
中行转债	22.18%	3.79%
工行转债	-0.16%	13.02%
重工转债	11.66%	21.61%
深机转债	39.40%	4.61%
唐钢转债	255.40%	-0.21%
美丰转债	27.19%	15.98%
中鼎转债	45.02%	11.55%
燕京转债	34.59%	13.68%
巨轮转 2	11.58%	28.81%

1、沪深市场在连续反弹三周后震荡下跌，截至 10 月 26 日沪深 300 指数周下跌-3.63%，相对而言，转债指数表现可圈可点，中信标普可转债指数周下跌-1.11%。可交易的转债 2 涨 2 平 15 跌，海运转债恢复交易，可转债平均下跌了-0.71%，而可转债正股平均下跌-1.28%，可转债下跌幅度小于正股。其中，重工转债、工行转债下跌最多，分别为-2.19%、-2.07%，相比之下，海运转债、唐钢转债分别上涨 0.97%、0.09%，其中海运转债正股宁波海运复牌上涨 16.56%。上周转债呈现价减量增的态势，转债成交 35.22 亿元，相对于前周的 28.69 亿元有所增加；转债平均价格为 102.77 元，相对于前周平均价格 103.76 元有所下降，转债交易呈分化格局。工行转债由于转股溢价率为负且具有转股价值，上周转股 3387.1304 万元，累计转股比例为 5.32%。

2、转债呈弱股性、较强债性特点。截止上周末，转债市场平均纯债溢价率为 10.96%，比前周的 11.78%有所减少，转债纯债到期收益率平均为 2.25%，相对于上周的 2.06%增加，债性小幅增加；不考虑偏债的唐钢、博汇转债，转股溢价率平均为 32.43%，相对于上周估值水平 31.22%略微有所增加，股性有所减弱。转债市场估值结构性高估与低估并存，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，相对而言，大盘转债集中在银行、石化、电力等行业，估值尽管不高，但这类股票的弹性比较差，降低了转债的吸引力。长期看，可转债有相对配置价值，但目前转债交易价值微弱。

3、美国经济目前呈温和增长，美联储维持现有的宽松货币政策，而欧元区 10 月制造业 PMI 指数初值跌至 45.3，10 月份欧元区综合 PMI 指数初值更跌至近 40 个月以来的新低，这隐含着欧元区经济加速下行，这些都显示世界经济复苏的艰难和复杂性，国际经济下行的风险概率比较大。中国宏观经济复苏也是比较艰难，但 10 月中国制造业采购经理人指数初值升至 49.1，较 9 月终值 47.9 高出 1.2 个百分点，创下三个月来新高，显示“稳增长”政策逐步显效，预计经济企稳回升。市场上周在连续反弹后大幅度下跌，也在意料之中，可转债市场上周表现一般，选择转债要兼顾安全性和转股价格修正博弈等因素。泰尔重工和中信海直转债获证监会批准，目前有五只可转债等待发行，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，可关注新发转债的申购机会。

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.....	8

1. 上周可转债市场回顾

沪深市场在连续反弹三周后震荡下跌态势，且跌幅比较大，截至 2012 年 10 月 26 日沪深 300 指数收于 2247.91 点，周下跌-3.63%，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 2500.21 点，周下跌-1.11%，这在某种程度上反映了可转债的股债双重属性特点。

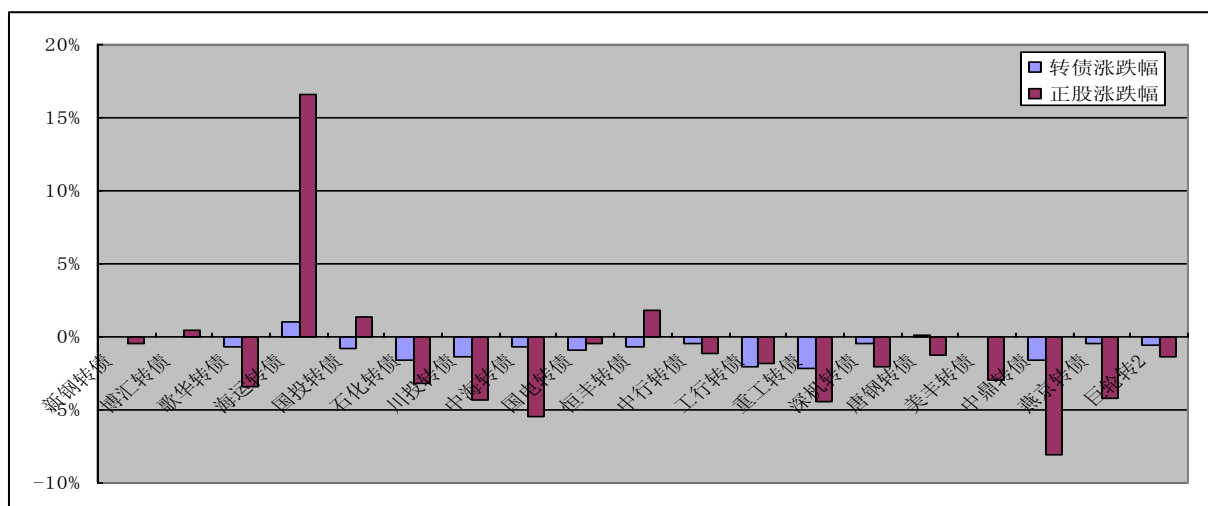
表 1 可转债市场交易统计（2012 年 10 月 22 日 - 10 月 26 日）

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	103.05	0.00%	-0.49%	66,485.0	6,850.20	8,874.73
110007.SH	博汇转债	100.58	-0.02%	0.43%	24,985.0	2,513.55	8,492.25
110011.SH	歌华转债	93.10	-0.64%	-3.36%	86,428.0	8,097.35	14,991.33
110012.SH	海运转债	99.96	0.97%	16.56%	166,790.0	16,976.45	20,489.17
110013.SH	国投转债	107.06	-0.79%	1.35%	7,716.0	834.93	19,497.16
110015.SH	石化转债	97.47	-1.55%	-3.14%	666,230.0	65,409.76	52,978.79
110016.SH	川投转债	99.40	-1.39%	-4.29%	9,770.0	979.72	18,930.85
110017.SH	中海转债	90.33	-0.74%	-5.49%	45,191.0	4,102.49	14,175.52
110018.SH	国电转债	105.86	-0.88%	-0.41%	60,242.0	6,389.60	36,696.70
110019.SH	恒丰转债	115.98	-0.73%	1.85%	138.0	15.97	6,915.87
113001.SH	中行转债	96.25	-0.43%	-1.09%	789,993.0	76,079.92	18,090.87
113002.SH	工行转债	101.69	-2.07%	-1.79%	1,110,406.0	114,553.38	52,699.26
113003.SH	重工转债	102.60	-2.19%	-4.43%	391,322.0	40,725.71	46,381.72
125089.SZ	深机转债	92.85	-0.50%	-2.10%	12,417.7	1,157.03	9,531.06
125709.SZ	唐钢转债	111.27	0.09%	-1.25%	64,938.2	7,225.75	48,066.87
125731.SZ	美丰转债	110.80	0.00%	-3.00%	163.5	18.11	7,549.64
125887.SZ	中鼎转债	105.16	-1.63%	-8.11%	1,777.6	188.93	15,554.57
126729.SZ	燕京转债	102.10	-0.45%	-4.17%	288.0	29.42	32,561.23
129031.SZ	巨轮转 2	117.09	-0.56%	-1.37%	137.3	16.18	4,989.73

数据来源：东北证券,WIND

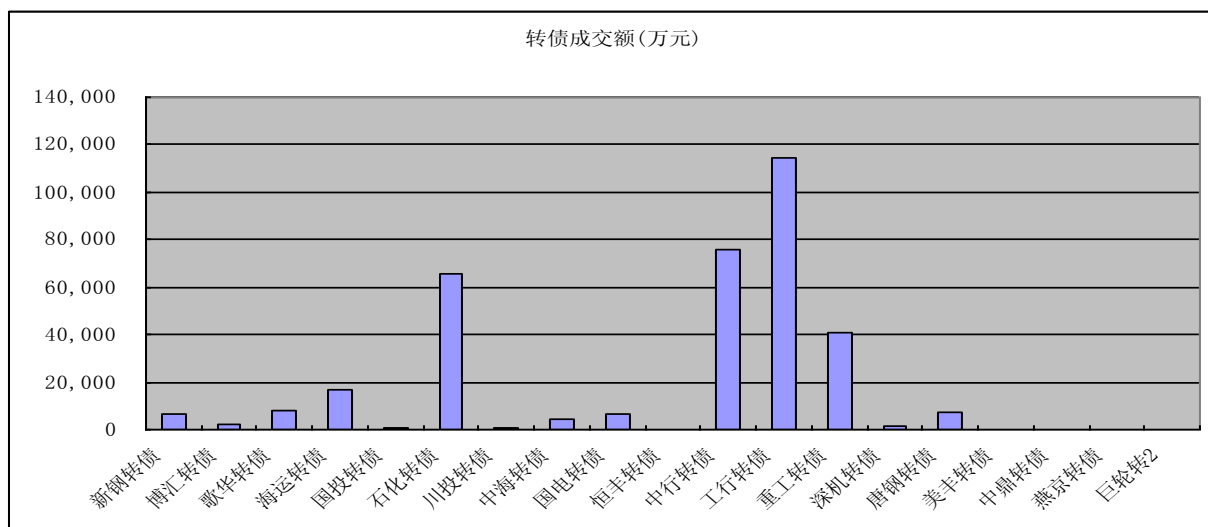
A 股市场上周大幅度下跌，可交易的转债 2 涨 2 平 15 跌，海运转债恢复交易，双良转债停牌，可转债平均下跌了-0.71%，而可转债正股平均下跌-1.28%，可转债下跌幅度小于正股，可转债表现可圈可点。上周偏股性的重工转债、工行转债下跌最多，分别为-2.19%、-2.07%，这是由于上周蓝筹股跌幅比较大，相比之下，海运转债、唐钢转债分别上涨 0.97%、0.09%，其中海运转债正股宁波海运复牌上涨 16.56%。整体而言，上周可转债表现相对于正股抗跌，但转债下跌幅度也比较大。在债性支持下，转债跟随正股波动而波动，截止 10 月 26 日，转债平均价格为 102.77 元，相对于前周平均价格 103.76 元有所下降，下跌 0.95%。债性比较强的转债受正股影响不大，如新钢转债、博汇转债，部分股性比较强的转债，受正股影响比较大如重工转债、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，也值得关注。

图 1 正股与可转债涨跌幅比较



数据来源：东北证券，Wind

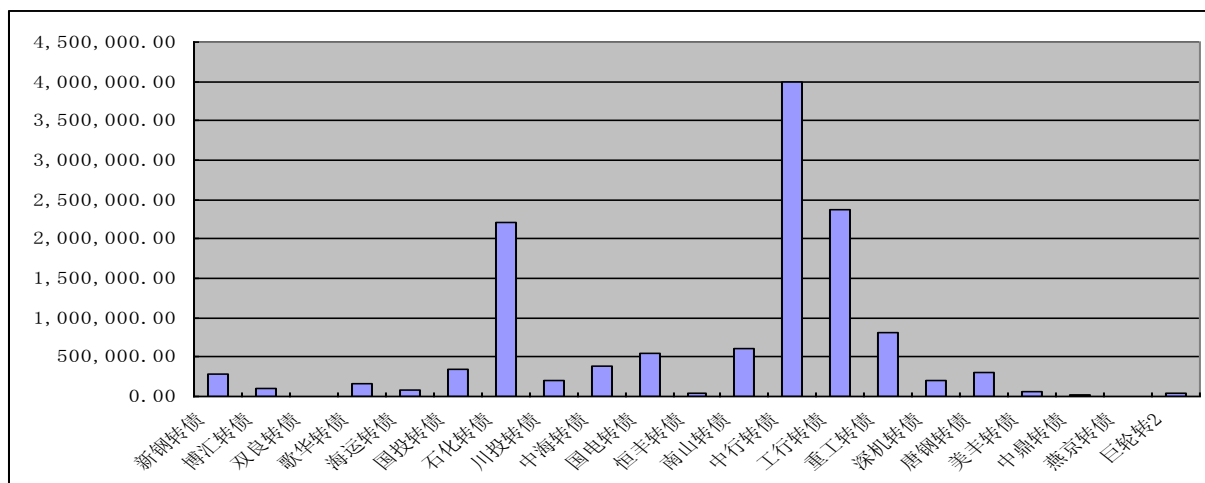
图 2 可转债成交金额比较



数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周成交金额为 35.22 亿元，相对于前周的 28.69 亿元有所增加。目前由于经济持续低迷，前 3 季度 GDP 增长率为 7.7%，经济下滑迹象明显，利率在相对较低阶段，不排除有下调可能，债券市场尤其是信用债市场震荡调整，收益率有所上行。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，中期看，转债的机会大于信用债，关键看股票市场的走势。上周正股震荡下跌，转债指数整体表现平平。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 11.45 亿元，中行转债的周成交额达到 7.61 亿元，石化转债成交 6.54 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 4.07 亿，海运转债成交 1.69 亿，国电转债成交 0.64 亿元，唐钢转债 0.72 亿元，新钢转债成交 0.68 亿元，其他转债成交都较少，而恒丰转债周成交额只有 15.969 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、巨轮转 2、恒丰转债成交都在 100 万元以下，值得关注。上周转债呈现价减量增的态势，各只转债平均成交 1.85 亿，相对于前一周的 1.59 亿有所增加，显示转债市场在下跌之际成交放大，但两极分化比较严重，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)	当日转股数 量(万元)	累计转股 数量(万元)	累计转股 比例(%)	交易日期
113002.SH	工行转债	3.77	299.71	30,572.88	4.85	2012-10-22
113002.SH	工行转债	3.77	1,519.73	32,092.61	5.08	2012-10-23
113002.SH	工行转债	3.77	1,567.69	33,660.30	5.32	2012-10-24

数据来源：东北证券,WIND

上周转债市场交易相对比较平稳，只有工行转债有转股，工行转债于10月24日转股了1,567.69万元，上周转股3387.1304万元，截止10月26日，累计转股数量33,660.30万元，累计转股比例为5.32%。这是因为工行转债转股溢价为负，转股价值超过100元，具有转股价值，因此工行转债转股也就不难理解了。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。博汇10月12日发布转股价修正公告，公司将于2012年10月28日召开2012年第二次临时股东大会审议转债修正议案。鉴于博汇纸业价格低于每股净资产，估计10月底股东大会召开时，新转股价将可能为6.09元。修正后，博汇转债对总股本的摊薄压力上升至31.7%，难免对股价形成负面压力。修正后的博汇转债上涨空间不大，博汇基本面难有改善，债底是定价的主要依据。唐钢转债即将于2012-12-14日进入到期日，川投能源自2012年10月22日停牌。

2. 可转债价值评价

表3 可转债债券价值（10月26日）

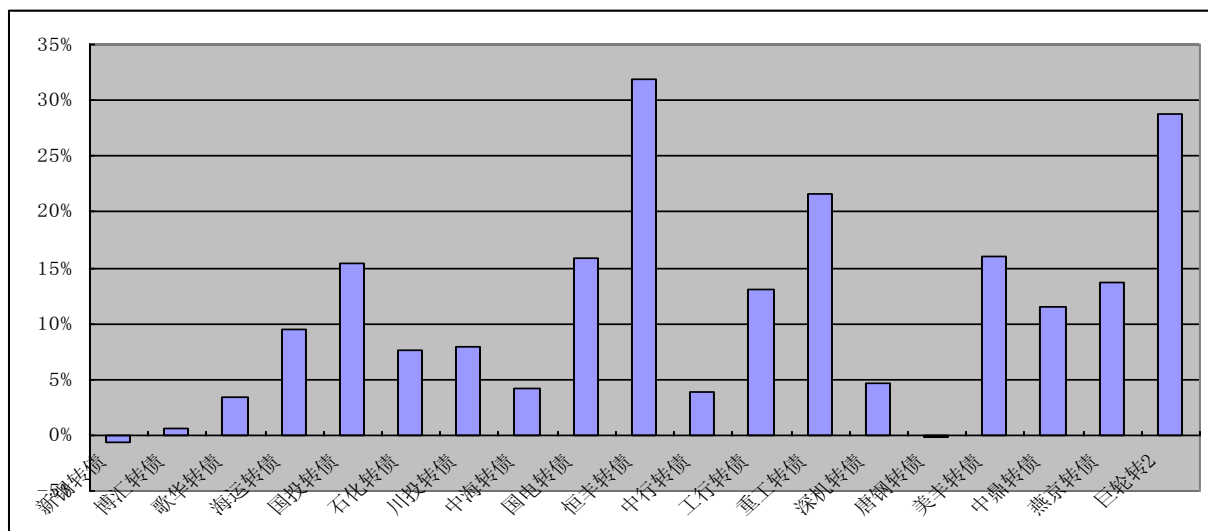
证券简称	收盘价 元	纯债到期 收益率	纯债价值 元	纯债溢价 元	纯债溢价 率	应计利息 元	剩余 期限天
新钢转债	103.05	4.70%	103.72	-0.67	-0.64%	0.514	299
博汇转债	100.58	4.19%	99.99	0.59	0.59%	0.158	697
歌华转债	93.10	4.20%	90.09	3.01	3.34%	0.736	1,491
海运转债	99.96	1.98%	91.35	8.61	9.43%	0.723	1,168
国投转债	107.06	1.54%	92.82	14.24	15.35%	0.527	1,552
石化转债	97.47	3.29%	90.63	6.84	7.54%	0.472	1,581
川投转债	99.40	3.25%	92.10	7.30	7.92%	0.422	1,607

中海转债	90.33	4.20%	86.77	3.56	4.11%	0.167	1,740
国电转债	105.86	1.86%	91.33	14.53	15.91%	0.095	1,758
恒丰转债	115.98	-1.42%	87.96	28.02	31.85%	0.418	1,609
中行转债	96.25	3.91%	92.73	3.52	3.79%	0.443	1,315
工行转债	101.69	1.70%	89.98	11.71	13.02%	0.141	1,405
重工转债	102.60	1.44%	84.37	18.23	21.61%	0.199	2,047
深机转债	92.85	4.08%	88.75	4.09	4.61%	0.228	1,723
唐钢转债	111.27	5.02%	111.50	-0.24	-0.21%	1.737	49
美丰转债	110.80	-1.10%	95.53	15.27	15.98%	0.483	949
中鼎转债	105.16	1.46%	94.27	10.89	11.55%	0.778	1,203
燕京转债	102.10	0.43%	89.81	12.29	13.68%	0.030	1,084
巨轮转 2	117.09	-1.98%	90.90	26.19	28.81%	0.274	1,362

数据来源：东北证券,WIND

由于市场震荡下跌,转债债性小幅增强,截止 2012 年 10 月 26 日,转债市场平均纯债溢价率为 10.96%,比前周的 11.78%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 5.02%,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 4.70%,博汇转债到期收益率也为正,达到 4.19%,所有转债的纯债到期收益率平均为 2.25%,相对于上周的 2.06%增加。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,而工行债属于偏股型。从到期收益率来看,中行转债到期收益率为正,为 3.91%,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-0.21%,新钢转债为-0.64%,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、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,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

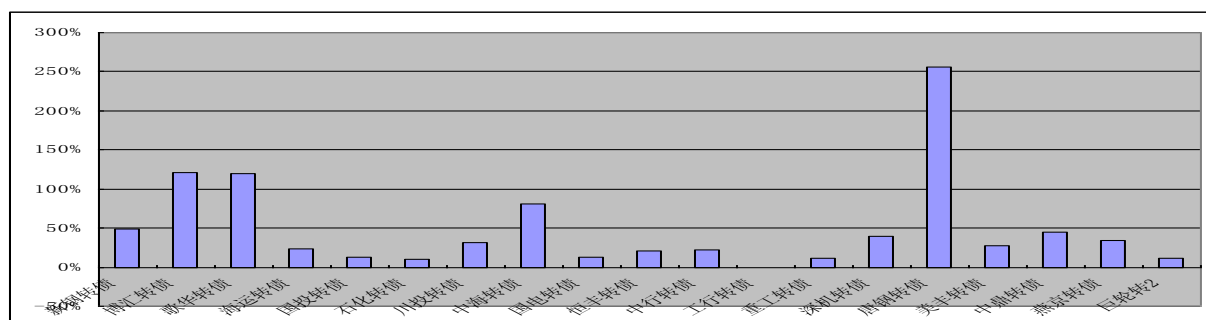
表 4 可转债转股价值评价（10 月 26 日）

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
新钢转债	103.050	5.88	17.01	69.22	33.83	48.88%	25.20%	6.17%
博汇转债	100.580	10.29	9.72	45.48	55.10	121.15%	15.81%	32.86%
歌华转债	93.100	14.89	6.72	42.44	50.66	119.35%	9.20%	34.20%
海运转债	99.960	4.51	22.17	81.15	18.81	23.18%	15.48%	21.13%
国投转债	107.060	4.74	21.10	95.15	11.91	12.52%	16.94%	13.75%
石化转债	97.470	6.98	14.33	88.40	9.07	10.27%	3.53%	8.92%
川投转债	99.400	9.15	10.93	75.52	23.88	31.62%	10.42%	18.37%
中海转债	90.330	8.60	11.63	50.00	40.33	80.66%	11.89%	26.99%
国电转债	105.860	2.57	38.91	93.77	12.09	12.89%	12.20%	13.40%
恒丰转债	115.980	6.88	14.53	96.22	19.76	20.54%	22.02%	31.01%
中行转债	96.250	3.44	29.07	78.78	17.47	22.18%	4.00%	12.36%
工行转债	101.690	3.77	26.53	101.86	-0.17	-0.16%	1.78%	0.45%
重工转债	102.600	4.93	20.28	91.89	10.71	11.66%	10.02%	17.22%
深机转债	92.847	5.60	17.86	66.61	26.24	39.40%	17.44%	17.52%
唐钢转债	111.266	7.57	13.21	31.31	79.96	255.40%	3.60%	26.38%
美丰转债	110.800	7.06	14.16	87.11	23.69	27.19%	15.12%	31.20%
中鼎转债	105.160	12.66	7.90	72.51	32.65	45.02%	3.83%	31.97%
燕京转债	102.100	7.58	13.19	75.86	26.24	34.59%	0.43%	33.77%
巨轮转 2	117.091	5.47	18.28	104.94	12.16	11.58%	13.42%	23.35%

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 48.84%，比前周转股溢价率 47.56% 相对有所增加，转债市场股性有所减弱，这是由于正股下跌的缘故，正股平均下跌-1.28%，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-0.16%，具有套利和转股价值，而重工转债为 11.66%，石化转债转股溢价率为 10.27%，恒丰转债为 20.54%，巨轮转 2 为 11.58%，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，重工转债上周下跌比较多就是一个例子。国电转债的转股溢价率较低，为 12.89%，国投转债为 12.52%，总体来说，工行转债、石化转债、重工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。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，我们连续多次提醒偏股性转债的风险，10 月份反弹似乎已经结束，如果市场回调，则是吸纳偏股和平衡性转债的时机。

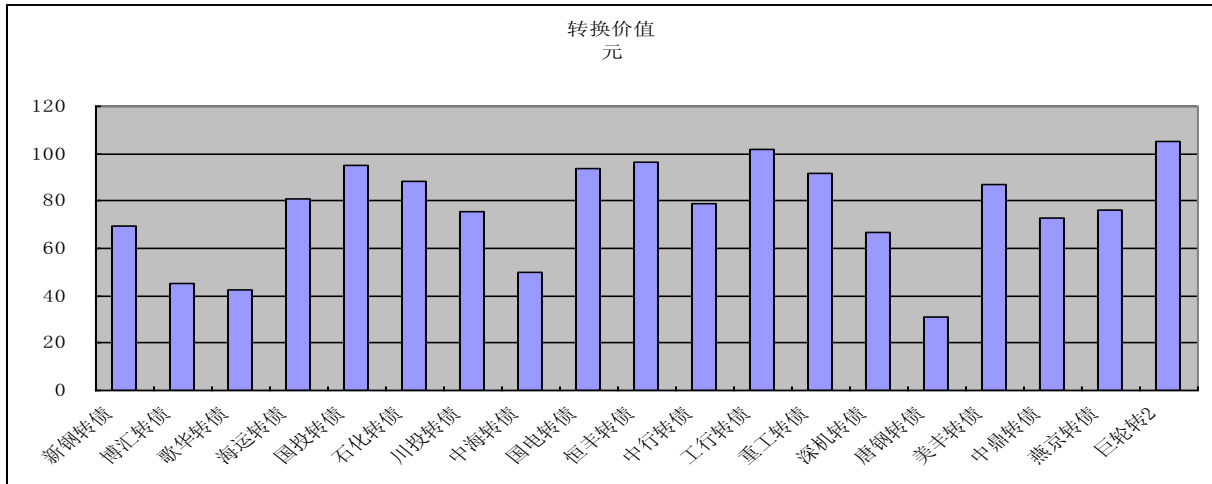
图 5 转股溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 76.22 元，相对于上周 77.24 元有所减少，转换价值在 80 元左右转债转股溢价率平均为 24.18%，偏股性的转债转换价值在 90 元左右转股溢价率平均为 11.83%，而转换价值在 100 元的转债只有巨轮转 2、工行转债，转股溢价率平均为 5.71%，其长期投资价值突出。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。目前转债估值水平略有上升，能够转股收益转债大幅减少，大部分转债不能转股，只有等待修正相关条款，甚至作为纯债投资。

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 21.11% 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、重工转债转股溢价较低，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 3.79%，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 32.43%，相对于上周估值水平 31.22% 略微有所增加，股性有所减弱，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。从长期看，转债投资价值期待正股的估值提升，质押强劲提升了转债估值；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，尽管比年初有所提升，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，但风险也不容忽视。转债市场处在一个两难的周期和阶段，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，如修正转股价格的概率较高。相对而言，大盘转债集中在银行、石化、电力等行业，估值尽管不高，但这类股票的弹性比较差，不利于转债的估值水平提升。可转债作为股债兼得的配置品种，目前有配置价值，从风险、收益的视野看，可转债相对于纯债和股票已具有比较优势，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，回避市场震荡下跌的风险。

3. 可转债投资策略与建议

美国经济目前呈温和增长，近几个月就业市场得以改善，家庭消费和企业固定资产投资继续增长，通货膨胀水平有所上升，但国际金融市场的紧张状态对美国经济前景形成下行风险。为了刺激经济复苏，美联储 25 日声明将维持现有的宽松货币政策，将联邦基金利率维持在零至 0.25% 区间至少到 2014 年下半年。欧债危机持续蔓延，金融交易税在欧盟国家的实施可能打击金融市场的交投，不利于全球金融市场的稳定。数据

显示，欧元区 10 月制造业 PMI 指数初值跌至 45.3，创两个月新低，而 10 月份欧元区综合 PMI 指数初值更跌至近 40 个月以来的新低，这隐含着欧元区经济加速下行，国际经济形势仍不乐观。这些都显示世界经济复苏的艰难和复杂性，国际经济下行的风险概率比较大。中国宏观经济复苏也是比较艰难，三季度 GDP 同比增长 7.4%，创三年半新低，但 10 月中国制造业采购经理人指数初值升至 49.1，较 9 月终值 47.9 高出 1.2 个百分点，创下三个月来新高，显示“稳增长”政策逐步显效，预计经济企稳回升。可见，中国经济增长出现见底回升迹象的概率较大。随着欧洲和美国再次启动大规模量化宽松措施，货币宽松将成为影响世界经济的主因，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，资金面出现了紧张格局，中短期利率反弹而长期利率不变，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。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，即将进入 11 月，18 大召开，需要一个稳定安全的局面，A 股市场进入维稳阶段，但边际效应可能递减。估计市场处于震荡状态，是一个政策基本面和资金面博弈的过程。但目前的市场一大风险在于四季度解禁潮，合计 4 千多亿的解禁令市场压力比较大。而美国政府的选举结果也对全球资本市场的影响比较大，如果民主党奥巴马当选，可能对华政策相对比较温和，而共和党罗姆尼当选，可能把中国列为“货币操纵国”，中美贸易摩擦势必加大。

市场上周在连续反弹后大幅度下跌，也在意料之中，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，目前股票市场的形势仍不乐观。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，如中国银行转债、工行转债、新钢转债等，即将上市的南山铝业转债值得跟踪，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，兼顾安全性和转股价格修正博弈等因素，波段操作。可转债相对配置价值有所提升，交易价值不存在，其短期震荡风险不容忽视。

我们建议投资者谨慎把握适度逢低建仓个别转债的配置机会，积极关注偏股性转债的机会，特别是电力转债等中盘转债的结构性机会，上周市场大跌，偏债性转债如唐钢转债比较抗跌。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，在市场调整时可关注，如工行转债，这适合于风险偏好者，可审慎把握有修正预期的转债，重工转债近期由于正股的下跌其溢价率有所回升，重工转债、国投转债值得长期关注，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，关注转债的长期配置价值。

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	48.88%	-0.64%	偏债型	高估
110007.SH	博汇转债	121.15%	0.59%	偏债型	纯债替代
110011.SH	歌华转债	119.35%	3.34%	偏债型	高估
110012.SH	海运转债	23.18%	9.43%	平衡型	高估
110013.SH	国投转债	12.52%	15.35%	平衡型	合理
110015.SH	石化转债	10.27%	7.54%	平衡型	合理
110016.SH	川投转债	31.62%	7.92%	平衡型	合理
110017.SH	中海转债	80.66%	4.11%	偏债型	高估

110018.SH	国电转债	12.89%	15.91%	平衡型	合理
110019.SH	恒丰转债	20.54%	31.85%	平衡型	合理
113001.SH	中行转债	22.18%	3.79%	平衡型	高估
113002.SH	工行转债	-0.16%	13.02%	平衡型	低估
113003.SH	重工转债	11.66%	21.61%	平衡型	合理
125089.SZ	深机转债	39.40%	4.61%	偏债型	高估
125709.SZ	唐钢转债	255.40%	-0.21%	偏债型	纯债替代
125731.SZ	美丰转债	27.19%	15.98%	平衡型	合理
125887.SZ	中鼎转债	45.02%	11.55%	偏债型	高估
126729.SZ	燕京转债	34.59%	13.68%	平衡型	合理
129031.SZ	巨轮转 2	11.58%	28.81%	平衡型	合理

数据来源：东北证券,WIND

证监会发审委 2012 年第 188 次会议审议通过安徽泰尔重工股份有限公司和中信海洋直升机股份有限公司发行可转债申请。目前有五只可转债等待发行，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。石化转债 2 的 300 亿、民生银行 200 亿转债、同仁堂 12.05 亿转债获得证监会批准，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。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。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。南山铝业转债规模比较适中，流动性较好，其中签率为 0.806%，申购收益尚可，若转债上市当日上涨 3%，申购收益率为 0.12%，若上涨 4%，则为 0.16%，积极关注南山转债的上市时机。

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
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	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

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