

债券研究报告/可转债周报研究报告
南山转债表现不佳影响后续转债的发行——可转债周报

1、沪深市场上周震荡反弹,截至11月2日沪深300指数周上涨2.62%,相对而言,转债指数表现比较滞后,中信标普可转债指数收于2510.82点,周上涨0.42%。不考虑刚上市的南山转债,可交易的转债10涨9跌,可转债平均上涨了0.14%,而可转债正股平均上涨了3.03%,可转债上涨幅度小于正股。其中,国投转债、工行转债、石化转债上涨最多,分别为2.61%、1.48%、1.11%,而恒丰转债、深机转债分别下跌-1.71%、-0.80%。上周转债呈现价平量增的态势,截止11月2日,转债平均价格为102.76元,相对于前周平均价格102.77元基本持平,各只转债平均成交2.47亿,相对于前一周的1.85亿有所增加,但转债交易分化严重。

2、转债股性、债性都有所增强,截止上周末,转债市场平均纯债溢价率为10.58%,比前周的10.96%有所减少,转债纯债到期收益率平均为2.41%,相对于上周的2.25%增加,债性小幅增加;不考虑偏债的唐钢、歌华转债,转股溢价率平均为22.82%,股性大幅增强。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,大盘转债估值合理,尽管交易价值比较小,但银行、石化、电力等转债配置价值凸显。

3、世界经济形势目前仍不乐观,国际经济下行的风险概率不容忽视。美国经济不确定性在增加,美国大选即将开始,欧元区经济也比较艰难。10月官方制造业PMI重新回到荣枯线以上,PMI指数连续第二个月回升,并创下了自7月以来的3个月新高,表明我国经济有回暖迹象。本周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。估计市场可能震荡反弹,风险偏好投资者可挖掘大盘转债的局部交易机会,如工行转债,南山铝业转债上市首日表现不佳,可能影响后续可转债的发行,特别是影响机构投资者申购的积极性,投资者可审慎关注拟发行转债的时机。

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	48.68%	-0.86%
博汇转债	29.19%	0.13%
歌华转债	111.06%	3.38%
海运转债	28.74%	8.58%
国投转债	7.14%	18.15%
石化转债	7.31%	8.58%
川投转债	23.18%	8.31%
中海转债	73.42%	3.75%
国电转债	10.97%	15.70%
恒丰转债	18.84%	29.43%
南山转债	5.87%	3.37%
中行转债	18.12%	3.15%
工行转债	-0.50%	14.51%
重工转债	11.39%	21.77%
深机转债	36.08%	3.65%
唐钢转债	249.70%	-0.22%
美丰转债	15.24%	16.02%
中鼎转债	43.90%	12.20%
燕京转债	28.89%	12.85%
巨轮转2	4.27%	29.18%

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

沪深市场上周震荡反弹，截至 2012 年 11 月 2 日沪深 300 指数收于 2306.77 点，周上涨 2.62%，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 2510.82 点，周上涨 0.42%，这在某种程度上反映了可转债的股债双重属性特点以及反弹阶段转债的滞后性。

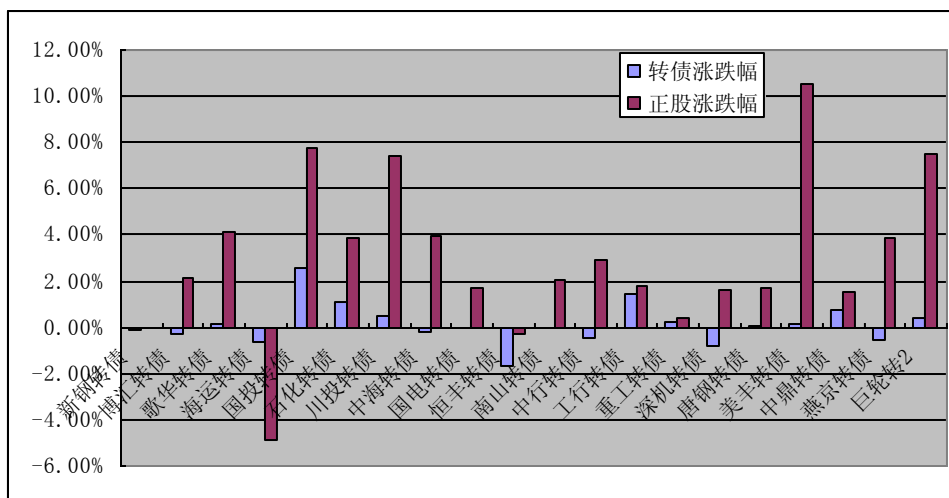
表 1 可转债市场交易统计（2012 年 10 月 29 日 - 11 月 2 日）

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	102.910	-0.14%	0.00%	98,795.00	10,169.57	3,933.19
110007.SH	博汇转债	100.250	-0.33%	2.14%	49,494.00	4,966.89	12,324.62
110011.SH	歌华转债	93.270	0.18%	4.11%	30,789.00	2,870.94	9,458.85
110012.SH	海运转债	99.340	-0.62%	-4.92%	47,128.00	4,695.02	30,123.73
110013.SH	国投转债	109.850	2.61%	7.76%	95,512.00	10,366.45	27,905.74
110015.SH	石化转债	98.550	1.11%	3.89%	488,205.00	47,830.78	59,743.68
110016.SH	川投转债	99.890	0.49%	7.38%	3,846.00	383.04	28,484.12
110017.SH	中海转债	90.140	-0.21%	3.95%	18,287.00	1,649.13	6,296.49
110018.SH	国电转债	105.790	-0.07%	1.66%	71,191.00	7,487.25	31,627.26
110019.SH	恒丰转债	114.000	-1.71%	-0.30%	246.00	28.00	7,307.71
110020.SH	南山转债	99.900	0.00%	2.03%	2,117,134.00	211,175.55	13,891.17
113001.SH	中行转债	95.800	-0.47%	2.95%	629,128.00	60,330.33	23,741.99
113002.SH	工行转债	103.190	1.48%	1.82%	784,998.00	80,268.16	56,377.02
113003.SH	重工转债	102.800	0.19%	0.44%	208,911.00	21,357.82	39,503.65
125089.SZ	深机转债	92.100	-0.80%	1.61%	39,772.10	3,661.63	4,316.00
125709.SZ	唐钢转债	111.331	0.06%	1.69%	237,467.30	26,428.82	22,856.70
125731.SZ	美丰转债	110.998	0.18%	10.57%	3,251.80	361.01	53,059.90
125887.SZ	中鼎转债	105.937	0.74%	1.53%	615.50	64.95	11,863.46
126729.SZ	燕京转债	101.516	-0.57%	3.83%	13.70	1.40	18,341.57
129031.SZ	巨轮转 2	117.610	0.44%	7.49%	7,969.30	936.80	7,947.81

数据来源：东北证券,WIND

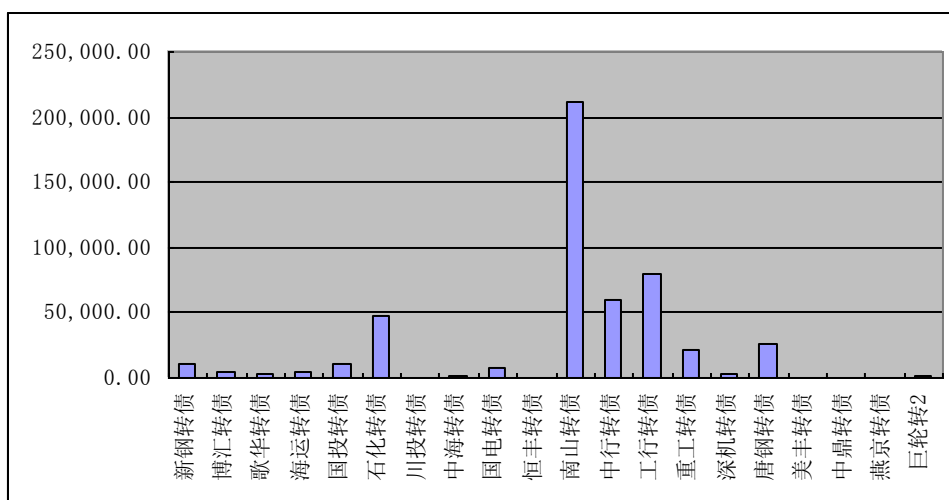
A 股市场上周震荡反弹，不考虑刚上市的南山转债，可交易的转债 10 涨 9 跌，双良转债停牌，可转债平均上涨了 0.14%，而可转债正股平均上涨了 3.03%，可转债上涨幅度小于正股，可转债表现不如意。上周大盘的国投转债、工行转债、石化转债上涨最多，分别为 2.61%、1.48%、1.11%，这是由于上周蓝筹股涨幅比较大，短期内蓝筹股可能有所表现，相比之下，恒丰转债、深机转债分别下跌-1.71%、-0.80%。整体而言，上周可转债表现相对于正股比较弱，转债上涨幅度比较小。在债性支持下，转债跟随正股波动而波动，截止 11 月 2 日，转债平均价格为 102.76 元，相对于前周平均价格 102.77 元基本持平，刚上市的南山转债当日就跌破面值，影响了转债的估值水平。债性比较强的转债受正股影响不大，如新钢转债、歌华转债，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、南山转债，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，石化转债也值得审视，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，国投转债近一个月是转债市场的明星冠军，就说明了这个问题。

图 1 正股与可转债涨跌幅比较



数据来源：东北证券，Wind

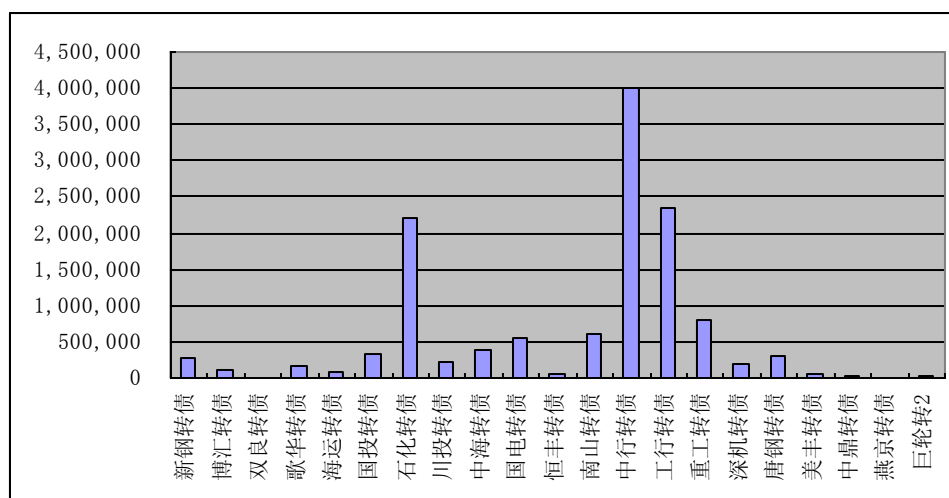
图 2 可转债成交金额比较



数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周成交金额为 49.50 亿元，相对于前周的 35.22 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，转债机会大于信用债，关键看股票市场走势。上周正股震荡反弹，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 8.03 亿元，中行转债的周成交额达到 6.03 亿元，石化转债成交 4.78 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 2.13 亿，国投转债成交 1.03 亿，国电转债成交 0.64 亿元，唐钢转债 2.64 亿元，新钢转债成交 1.01 亿元，其他转债成交都比较少，有 6 只转债在 1000 万以下，而燕京转债周成交额只有 1.4 万元，转债之间成交差异比较大，流动性也大不一样，中鼎转债、燕京转债、恒丰转债成交都在 100 万元以下，值得关注。上周转债呈现价平量增的态势，各只转债平均成交 2.47 亿，相对于前一周的 1.85 亿有所增加，主要是新上市的南山转债成交比较大，成交 21.12 亿，占比 42.66%，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(万股)	累计转股数 量(万股)	累计转股 比例(%)	交易日期
113002.SH	工行转债	3.77	219.63	34,308.55	5.42	2012-10-31
113002.SH	工行转债	3.77	1,821.14	36,129.69	5.69	2012-11-1
110019.SH	恒丰转债	6.88	0.06	0.06	0.00	2012-11-1
110007.SH	博汇转债	6.16	4.06	4.32	0.03	2012-11-1

数据来源：东北证券,WIND

上周转债市场交易相对比较平稳，有工行、恒丰、博汇转债有转股，其中工行转债于 11 月 1 日转股了 1,821.14 万元，上周转股 2040.77 万元，截止 11 月 2 日，累计转股数量 36,129.69 万元，累计转股比例为 5.69%。这是因为工行转债转股溢价率为负，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。博汇修正了转股价格，11 月 1 日转股了 4.06 万元，累计转股数量 4.32 万元，累计转股比例为 0.03%。恒丰转债也有少量的转股，转股了 0.06 万元。11 月 1 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。博汇转债修正了转股价格，由原来的 10.29 元转变为 6.16 元。修正后，博汇转债对总股本的摊薄压力上升，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 日进入到到期日，川投能源自 2012 年 10 月 22 日停牌。260 亿元可转债的审批已经获得了中国保监会同意发行的批复，目前正处于证监会的正常监管审批过程中。

2. 可转债价值评价

表 3 可转债债券价值 (11 月 2 日)

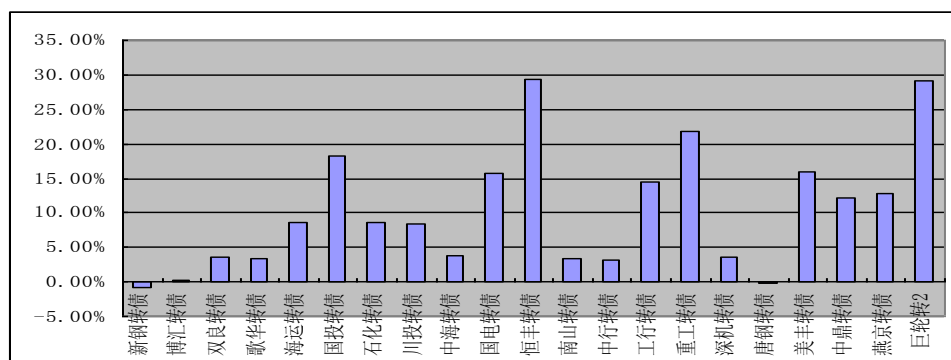
证券 代码	证券 简称	收盘价 元	纯债到期 收益率	纯债价 值元	纯债溢价 元	纯债溢价 率	应计利息 元	剩余期限 天
----------	----------	----------	-------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

110003.SH	新钢转债	102.910	4.99%	103.80	-0.89	-0.86%	0.57	292
110007.SH	博汇转债	100.250	4.41%	100.12	0.13	0.13%	0.19	690
110011.SH	歌华转债	93.270	4.18%	90.22	3.05	3.38%	0.75	1,484
110012.SH	海运转债	99.340	2.19%	91.49	7.85	8.58%	0.74	1,161
110013.SH	国投转债	109.850	0.92%	92.97	16.88	18.15%	0.54	1,545
110015.SH	石化转债	98.550	3.04%	90.76	7.79	8.58%	0.49	1,574
110016.SH	川投转债	99.890	3.14%	92.23	7.66	8.31%	0.44	1,600
110017.SH	中海转债	90.140	4.27%	86.89	3.25	3.75%	0.18	1,733
110018.SH	国电转债	105.790	1.89%	91.43	14.36	15.70%	0.10	1,751
110019.SH	恒丰转债	114.000	-1.04%	88.08	25.92	29.43%	0.43	1,602
110020.SH	南山转债	99.900	4.47%	96.64	3.26	3.37%	0.17	2,174
113001.SH	中行转债	95.800	4.07%	92.88	2.92	3.15%	0.46	1,308
113002.SH	工行转债	103.190	1.31%	90.12	13.07	14.51%	0.16	1,398
113003.SH	重工转债	102.800	1.41%	84.42	18.38	21.77%	0.21	2,040
125089.SZ	深机转债	92.100	4.28%	88.86	3.24	3.65%	0.24	1,716
125709.SZ	唐钢转债	111.331	5.34%	111.57	-0.24	-0.22%	1.78	42
125731.SZ	美丰转债	110.998	-1.18%	95.68	15.32	16.02%	0.51	942
125887.SZ	中鼎转债	105.937	1.24%	94.42	11.52	12.20%	0.80	1,196
126729.SZ	燕京转债	101.516	0.63%	89.96	11.56	12.85%	0.05	1,077
129031.SZ	巨轮转 2	117.610	-2.11%	91.05	26.56	29.18%	0.29	1,355

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 11 月 2 日，转债市场平均纯债溢价率为 10.58%，比前周的 10.96%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 5.34%，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 4.99%，博汇转债到期收益率也为正，达到 4.41%，南山转债 4.47%，所有转债的纯债到期收益率平均为 2.41%，相对于上周的 2.25%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 4.07%，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-0.22%，新钢转债为-0.86%，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。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、南山转债、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

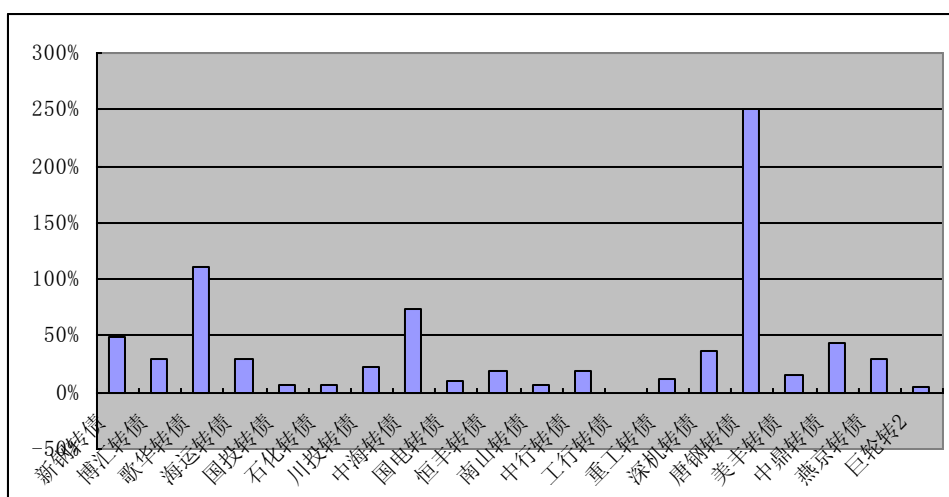
表 4 可转债转股价值评价（11 月 2 日）

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	102.910	5.88	17.01	69.22	33.69	48.68%	25.20%	0.66%
博汇转债	100.250	6.16	16.23	77.60	22.65	29.19%	23.88%	9.17%
歌华转债	93.270	14.89	6.72	44.19	49.08	111.06%	9.20%	32.91%
海运转债	99.340	4.51	22.17	77.16	22.18	28.74%	15.48%	23.02%
国投转债	109.850	4.74	21.10	102.53	7.32	7.14%	16.94%	9.69%
石化转债	98.550	6.98	14.33	91.83	6.72	7.31%	3.53%	7.57%
川投转债	99.890	9.15	10.93	81.09	18.80	23.18%	10.42%	15.19%
中海转债	90.140	8.60	11.63	51.98	38.16	73.42%	11.89%	24.89%
国电转债	105.790	2.57	38.91	95.33	10.46	10.97%	12.20%	11.91%
恒丰转债	114.000	6.88	14.53	95.93	18.07	18.84%	22.02%	28.49%
南山转债	99.900	6.92	14.45	94.36	5.54	5.87%	30.95%	29.12%
中行转债	95.800	3.44	29.07	81.10	14.70	18.12%	4.00%	9.48%
工行转债	103.190	3.77	26.53	103.71	-0.52	-0.50%	1.78%	10.97%
重工转债	102.800	4.93	20.28	92.29	10.51	11.39%	10.02%	17.14%
深机转债	92.100	5.60	17.86	67.68	24.42	36.08%	17.44%	15.54%
唐钢转债	111.331	7.57	13.21	31.84	79.49	249.70%	3.60%	25.41%
美丰转债	110.998	7.06	14.16	96.32	14.68	15.24%	15.12%	22.21%
中鼎转债	105.937	12.66	7.90	73.62	32.32	43.90%	3.83%	32.29%
燕京转债	101.516	7.58	13.19	78.76	22.76	28.89%	0.43%	29.91%
巨轮转 2	117.610	5.47	18.28	112.80	4.81	4.27%	13.42%	14.61%

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 38.57%，比前周转股溢价率 48.84% 相对有所减少，转债市场股性有所增强，这是由于正股上涨的缘故，正股平均上涨 2.98%，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 -0.50%，具有套利和转股价值，而重工转债为 11.39%，石化转债转股溢价率为 7.31%，恒丰转债为 18.84%，巨轮转 2 为 5.47%，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，但下跌时也较多，恒丰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 10.97%，国投转债为 7.14%，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。歌华转债、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，11 月初如果市场反弹，则是投资偏股和平衡性转债的时机。

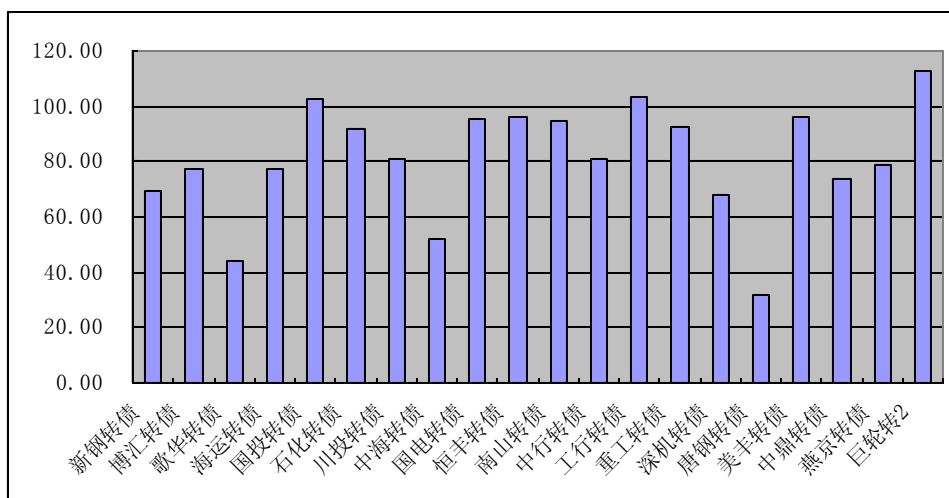
图 5 转股溢价率比较



数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 80.97 元，相对于上周 76.22 元有所增加，转换价值在 80 元左右转债转股溢价率平均为 23.4%，偏股性的转债转换价值在 90 元左右转股溢价率平均为 9.35%，而转换价值在 100 元的转债只有巨轮转 2、国投转债、工行转债，转股溢价率平均为 3.63%，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 18.51% 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 3.15%，抗跌风险较好。不考虑偏债的唐钢、歌华转债，转股溢价率平均为 22.82%，相对于上周估值水平 32.43% 略微有所增加，股性有所增强，这是由于博汇转债修正转股价格的缘故，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，本周即将召开 18 大，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

美国财政部 10 月 31 日表示，预计美国联邦政府的公共债务总额将在今年底达到 16.4 万亿美元的上限，有关上调债务上限的谈判将在美国总统大选结束后展开，这些预期已经引发美国政府近期和未来的紧缩措施，而房地产市场危机导致地方政府的财政收入急剧减少，已限制了其支出能力。可见，美国经济不确定性在增加。但利好的消息是，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。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 月官方制造业 PMI 重新回到荣枯线以上，但其有季节性因素，经济是否就此见底需要继续观察 11 月的数据，市场反转时机仍要耐心等待。PMI 指数连续第二个月回升，并创下了自 7 月以来的 3 个月新高，表明我国经济有回暖迹象。其中，生产指数升至 52.1%、新订单指数升至 50.4%，原材料库存回升表明企业增加库存的意愿增强，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，上周公开市场净投放 3790 亿，创历史新高，接近一次降准释放的资金量，同时终结了连续两周的净回笼，央行着力缓解短期资金紧张。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，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，本周 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，本周两市共有 27 家公司共计 84.47 亿解禁股上市流通，合计解禁市值约 888 亿元，是年内单周解禁最高水平。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，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，如中行转债、工行转债、新钢转债等，10 月 31 日南山转债开盘在 100.10 元，收盘在 99.11 元，盘中最高 100.70 元，最低 99.01 元。

当日成交金额 14.40 亿元。11 月 2 日的收盘价在 99.90 元，目前未回到 100 元面值以上。南山转债上市表现低于预期，申购投资者无一例外都亏损，打击了机构投资者申购转债的积极性，使得未来转债的发行难度加大。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，上周市场反弹，国投转债上涨比较多，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	48.68%	-0.86%	偏债型	高估
110007.SH	博汇转债	29.19%	0.13%	偏债型	合理
110011.SH	歌华转债	111.06%	3.38%	偏债型	高估
110012.SH	海运转债	28.74%	8.58%	平衡型	高估
110013.SH	国投转债	7.14%	18.15%	平衡型	合理
110015.SH	石化转债	7.31%	8.58%	平衡型	合理
110016.SH	川投转债	23.18%	8.31%	平衡型	合理
110017.SH	中海转债	73.42%	3.75%	偏债型	高估
110018.SH	国电转债	10.97%	15.70%	平衡型	合理
110019.SH	恒丰转债	18.84%	29.43%	平衡型	合理
110020.SH	南山转债	5.87%	3.37%	平衡型	合理
113001.SH	中行转债	18.12%	3.15%	平衡型	合理
113002.SH	工行转债	-0.50%	14.51%	平衡型	低估
113003.SH	重工转债	11.39%	21.77%	平衡型	合理
125089.SZ	深机转债	36.08%	3.65%	偏债型	高估
125709.SZ	唐钢转债	249.70%	-0.22%	偏债型	纯债替代
125731.SZ	美丰转债	15.24%	16.02%	平衡型	合理
125887.SZ	中鼎转债	43.90%	12.20%	偏债型	高估
126729.SZ	燕京转债	28.89%	12.85%	平衡型	合理
129031.SZ	巨轮转 2	4.27%	29.18%	偏股型	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

转债上市首日表现不佳，可能影响后续可转债的发行，特别是影响机构投资者申购的积极性，投资者可审慎关注拟发行转债的时机。

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