

债券研究报告/可转债策略研究报告

十二月份可转债投资策略——关注转债长期配置的有效时机

1、十一月份 A 股市场震荡下跌，连创新低，沪深 300 指数月下跌-5.11%，但中信标普可转债指数相对抗跌，微涨了 0.15%。可转债 6 涨 14 跌，可转债平均下跌了 -0.38%，而可转债正股平均下跌了 -4.39%，可转债相对比较抗跌，其中，国投转债上涨 4.49%，工行转债上涨 1.41%，相比之下，美丰转债下跌-4.69%，恒丰转债下跌 -2.63%。转债市场 11 月份成交金额为 172.24 亿元，较 10 月份的 115.47 亿元大幅度增加，尽管市场比较低迷，但转债成交相对增加，隐含着市场企稳的概率比较大。总体看，11 月份转债呈现价减量增的态势，各只转债平均成交 8.61 亿，相对于 10 月份的 6.07 亿大幅度增加；转债平均价格为 101.95 元，相对于前月的 102.52 元有所下降。

2、转债估值水平相对合理，呈弱股性、较强债性特点。截止 11 月末，转债市场平均纯债溢价率为 9.77%，相对于 10 月末的 10.29%有所减少，所有转债的纯债到期收益率平均为 2.72%，相对于 10 月末的 2.49%有所增加，债性相对小幅增强。转债市场平均转股溢价率为 47.23%，相对于 10 月末的 40.69%有所增加，股性有所减弱。转债估值结构性高估与低估并存，收益与风险并存，转债市场价格相对于其理论价格折价，其溢价率为-3.19%，相比前期溢价率比减小，有些转债市场价格大于理论价格。其中，南山转债的折价率为-17.10%，重工转债为-6.00%，国投转债的溢价率为-8.14%，值得关注。市场调整就是转债配置的时机，11 月份正股下跌，转债的抗跌明显，其长期投资价值凸显，可关注股性较强的转债或有修正条款预期的转债。

3、中国宏观经济有逐渐企稳迹象，11 月汇丰 PMI 初值为 50.4，13 个月来首次荣枯线上，而 10 月为 49.5。但近期 A 股市场低迷，连创新低，12 月创业板和中小板合计解禁市值 595.56 亿，占全年解禁市值的 17.26%，这对市场的压力比较大，估计 12 月 A 股市场仍处于弱势调整之中，风险不容忽视。中长期看，A 股已具备相当的投资价值。十二月份转债的投资策略是，对于偏股型转债在转债回调时可谨慎参与，采取适度参与配置的策略，如 11 月的国投转债提供了一个很好的投资品种。而对偏债性转债可认为其是替代信用债的一个策略，如新钢转债。对于平衡型转债，可把握行业基本面转暖的转债结构性机会，谨慎参与，控制风险。我们前两月推荐的国投转债在 11 月份表现比较好，上涨 4.49%。建议 12 月份配置电力类转债，关注银行转债，逢低介入南山转债、重工转债、石化转债，挖掘转债的结构性机会。从拟申购的转债看，同仁堂转债 12 月 4 日发行，值得关注，但南山转债申购的亏损，可能打击机构投资者对新上市转债申购的热情和动力，建议控制风险。

可转债溢价率

证券简称	理论价格	溢价率
新钢转债	103.990	-0.654%
博汇转债	103.683	-3.668%
歌华转债	91.551	1.037%
海运转债	101.652	-3.012%
国投转债	122.850	-8.140%
石化转债	103.808	-6.462%
川投转债	110.935	-9.415%
中海转债	90.545	-1.662%
国电转债	107.637	-3.258%
恒丰转债	104.506	5.946%
南山转债	120.896	-17.102%
中行转债	97.346	-1.763%
工行转债	108.690	-5.171%
重工转债	106.438	-6.002%
深机转债	92.800	-1.294%
唐钢转债	111.880	-0.141%
美丰转债	110.281	-4.245%
中鼎转债	102.829	2.306%
燕京转债	97.199	3.705%
巨轮转 2	122.287	-4.732%

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. 十一月份可转债市场回顾.....	3
2. 可转债投资价值评价	5
3. 十二月份可转债投资策略与建议——关注转债长期配置的有效时机.....	9

1. 十一月份可转债市场回顾

十一月份 A 股市场在十月份下跌的基础上再度震荡下跌，连创新低，月 K 线收阴，说明市场并没有企稳，而是弱式调整。为了防止欧债危机的进一步恶化，欧盟委员会正式批准四家西班牙银行的重组计划，西班牙银行可以获得欧洲稳定机制发放的 370 亿欧元（约合 480 亿美元）的救助资金，重组计划将确保西班牙银行作为健全的信贷机构回归长期健康状况，这使欧元区经济的复苏有了一定的基础。美联储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。但我国目前运用逆回购来解决流动性问题，货币政策放松的力度有可能减小，估计 12 月降准和降息的可能性比较小，但也不能排除。中国宏观经济复苏尽管比较艰难，但有逐渐企稳迹象，11 月汇丰 PMI 初值为 50.4，13 个月来首返荣枯线上，而 10 月为 49.5，这隐含着国内经济企稳回升的迹象比较明显。但中国经济面临去产能化等复杂问题，经济复苏的基础仍不牢固，中期面临下行风险。另外，10 月份央行口径的外汇占款仅增加 11 亿元，外汇占款已进入“微增长”阶段，推动基础货币投放的外汇资产已迅速减弱。这些隐含着中国经济仍然比较复杂，经济有筑底态势但依然不容乐观。十二月份即将召开中央经济工作会议，对明年的经济工作有一个明确的政策指向，可以说十二月份市场面临着“经济寻底”与“政策保底”之间的博弈，稳增长政策能否传导到实体经济，对政府的决策影响比较大。目前 A 股市场企业盈利预期不大乐观，再加上货币政策预期带来的估值提升，不排除十二月份股市有望出现一波修复性反弹行情。但十二月份市场面临复杂的外部环境，各种“稳增长”政策带来的利好有利于市场结构性行情，市场仍在寻找底部，明年初阶段性反弹的概率比较大，投资者要谨慎乐观，从长期看，耐心等待估值修复带来的投资机会。截至 2012 年 10 月 31 日，沪深 300 指数收于 2139.66 点，月下跌-5.11%。转债市场走势相对于正股比较抗跌，截止十一月末，中信标普可转债指数收于 2497.27 点，微涨了 0.15%，这也从侧面反映了可转债的双重属性，受到债券市场和股票市场的影响，在市场下跌时相对比较抗跌。

表 1 可转债市场交易情况（2012 年 11 月 1 日-11 月 30 日）

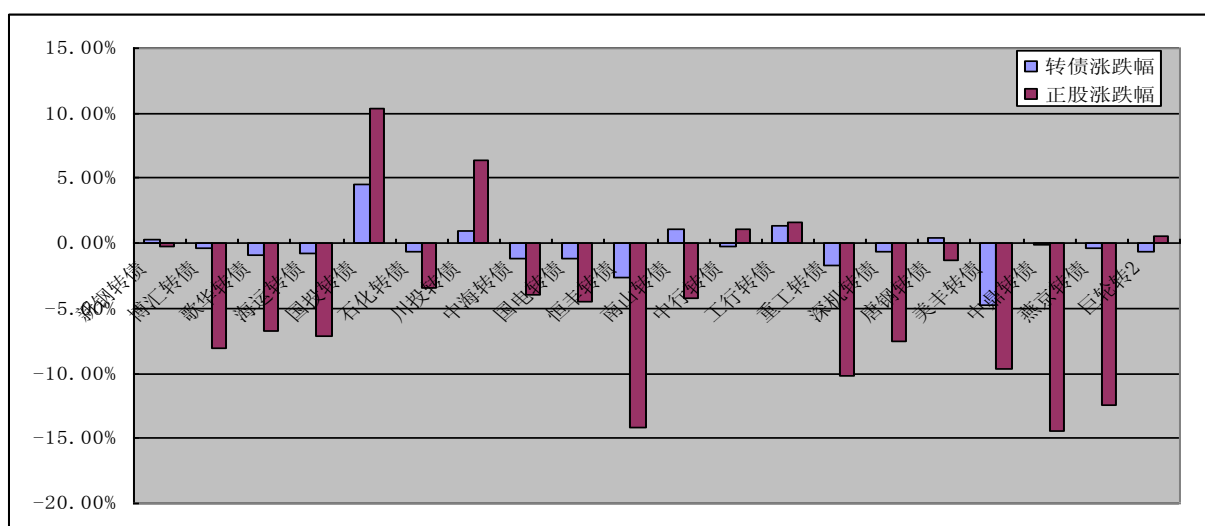
代码	名称	收盘价 元	转债涨跌 幅	正股涨跌 幅	转债成 交量(手)	转债成交额 (万元)	正股成交额 (万元)
110003.SH	新钢转债	103.310	0.33%	-0.25%	512,737.00	52,907.58	34,798.13
110007.SH	博汇转债	99.880	-0.41%	-8.09%	113,579.00	11,347.32	15,878.56
110011.SH	歌华转债	92.500	-0.95%	-6.74%	250,875.00	23,309.82	61,189.44
110012.SH	海运转债	98.590	-0.81%	-7.10%	95,500.00	9,460.85	35,265.58
110013.SH	国投转债	112.850	4.49%	10.32%	901,981.00	99,069.10	160,803.64
110015.SH	石化转债	97.100	-0.59%	-3.37%	2,240,152.00	217,986.71	207,807.93
110016.SH	川投转债	100.490	0.91%	6.42%	152,700.00	15,249.86	179,958.73
110017.SH	中海转债	89.040	-1.19%	-3.95%	167,149.00	14,973.68	21,477.35
110018.SH	国电转债	104.130	-1.11%	-4.53%	357,884.00	37,351.06	138,358.76
110019.SH	恒丰转债	110.720	-2.63%	-14.13%	1,747.00	199.03	12,504.20
110020.SH	南山转债	100.220	1.12%	-4.19%	3,250,709.00	325,117.57	63,013.18
113001.SH	中行转债	95.630	-0.28%	1.10%	2,586,142.00	247,760.82	167,715.07
113002.SH	工行转债	103.070	1.41%	1.57%	3,708,625.00	379,835.45	344,592.00
113003.SH	重工转债	100.050	-1.73%	-10.24%	1,423,536.00	143,258.86	173,306.93
125089.SZ	深机转债	91.599	-0.60%	-7.51%	192,400.30	17,658.61	18,092.36
125709.SZ	唐钢转债	111.722	0.35%	-1.27%	1,006,766.20	112,338.91	82,523.15
125731.SZ	美丰转债	105.600	-4.69%	-9.61%	12,438.20	1,337.57	80,799.50
125887.SZ	中鼎转债	105.200	-0.16%	-14.38%	21,785.40	2,285.46	32,375.22
126729.SZ	燕京转债	100.800	-0.42%	-12.41%	911.20	91.62	69,466.05

129031.SZ	巨轮转 2	116.500	-0.61%	0.50%	90,350.70	10,906.52	85,478.99
-----------	-------	---------	--------	-------	-----------	-----------	-----------

数据来源：东北证券,WIND

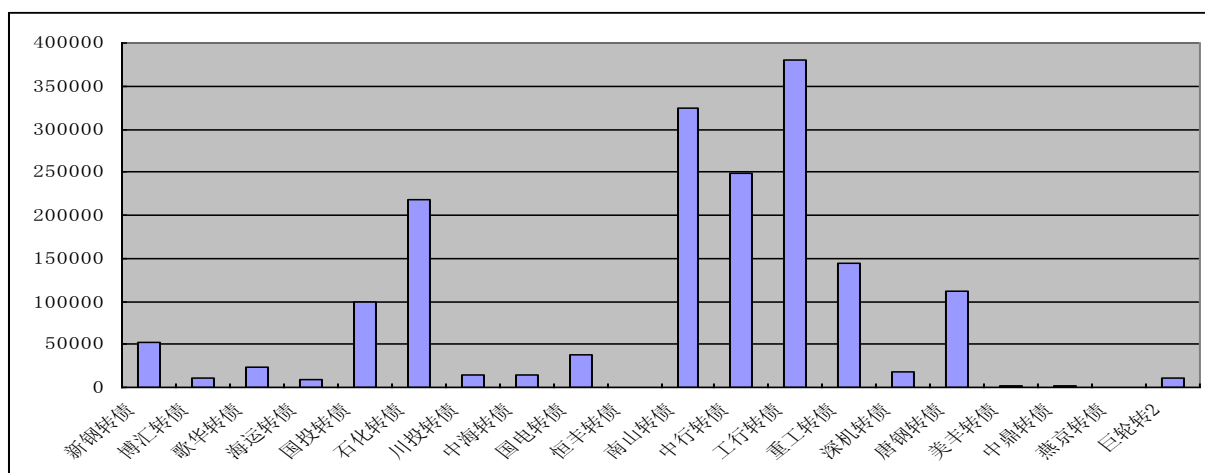
从表 1 可以看出,十一月份可转债 6 涨 14 跌,可转债平均下跌了-0.38%,而可转债正股平均下跌了-4.39%,可转债相对比较抗跌,可转债表现强于正股。其中,国投转债上涨 4.49%,工行转债上涨 1.41%,南山转债上涨 1.12%,而国投电力上涨了 10.32%,偏债的唐钢转债、新钢转债在弱市中微弱上涨 0.35%、0.33%。相比之下,美丰转债下跌-4.69%,恒丰转债下跌-2.63%,其正股分别下跌了-9.61%、-14.13%,重工转债、中海转债分别下跌-1.73%、-1.19%,相对比较多。偏股性的转债在市场极度弱的环境下跌幅比较大,上月策略月报中我们指出了其潜在的风险,美丰转债、重工转债下跌就是一个说明。但总体而言,转债比较抗跌,大部分转债与标的股票连动性比较强,基本与正股走势相吻合。值得注意的是,泰尔重工、中信海直转债获证监会批准,估计即将发行,尽管规模比较小,也难免对转债市场估值有所压制,南山转债上市的当日就跌破面值,即将发行的同仁转债,能否成功发行可能存在一定的不确定性。11 月份,转债表现并不如人意,尤其是恒丰转债、美丰转债表现相对比较弱,转债市场连续调整,但电力转债表现可圈可点,其中国投转债连续两个月上涨,表现比较抢眼。截止十一月末,转债平均价格为 101.95 元,相对于上月的 102.52 元有所下降,但平均值仍在面值以上。部分股性比较强的转债,受正股影响比较大,如恒丰转债、重工转债等。转债市场走势伴随着正股,如果正股能够反弹,则转债的机会远大于风险,但在目前的市场环境下,十二月份正股不排除有阶段和结构性反弹的可能,转债的结构性投资机会值得关注,但转债的短期风险不容忽视。

图 1 正股与可转债月涨跌幅比较



数据来源：东北证券,WIND

图 2 可转债月成交金额 (万元)



数据来源：东北证券,WIND

转债市场 11 月份成交金额为 172.24 亿元，较 10 月份的 115.47 亿元大幅度增加，尽管市场比较低迷，但转债成交相对增加，成交活跃，隐含着市场企稳的概率比较大，其中工行转债成交额为 37.98 亿，南山转债 32.51 亿，中行转债的月成交额达到 24.77 亿元，石化转债成交 21.79 亿，重工转债 14.32 亿，特别是工行转债成交额最大，受到投资者的青睐，转股现象突出。值得注意的是，新钢转债成交达到 5.29 亿，国电转债成交 3.73 亿，国投转债成交 9.91 亿，由于债市目前处于震荡时期，股市也在低迷探底阶段，当然不排除 12 月份阶段性反弹的概率，这使得转债市场的结构性机会也比较大。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。10、11 月份市场调整，但转债相对抗跌，也有结构性机会，如国投转债，正如我们在 11 月份投资策略报告中分析的，投资转债要等待机会，12 月份对于转债在多一份风险意识的基础上，要把握其结构性机会。总体看，11 月份转债呈现价减量增的态势，各只转债平均成交 8.61 亿，相对于 10 月份的 6.07 亿大幅度增加，也不排除转债市场已经接近阶段性底部，长期投资价值凸显。

表 2 11 月份可转债转股统计情况

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(%)	月最后交 易日期
113002.SH	工行转债	3.77	23,663.44	57,971.99	8.98	2012-11-29
110013.SH	国投转债	4.74	0.74	0.93	0.00	2012-11-27
110015.SH	石化转债	6.98	0.01	11,775.83	3.73	2012-11-13
110016.SH	川投转债	9.15	0.55	0.79	0.00	2012-11-21
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
代码	名称	转股价 格(元)	变动后 余额(万元)	本月变动 (万元)	变动前 余额(万元)	变动日期
125709.SZ	唐钢转债	7.57	299,989.26	-0.15	299,989.41	2012-11-26
129031.SZ	巨轮转 2	5.47	33,672.45	-1,320.99	34,993.44	2012-11-27

数据来源：东北证券,WIND

十一月份市场震荡下跌，连创新低，转债正股表现大部分下跌，而转债表现相对比较抗跌，即使正股下跌，转债也在上涨。在这种市场状况下投资者转股的热情有所恢复，部分投资者在进行转股，但工行转债由于本月上涨，正股上涨 1.57%，甚至为负的溢价率，投资者转股动力增强，工行转债 11 月份有 23,663.44 万股转股，大大超过前月的 3819.04 万股转股，累计转股数量为 57,971.99 万股，累计转股比例为 8.98%，转股比例月增加了 3.60%。国投转债转股了 0.74 万股，博汇转债转股了 4.06 万股，巨轮转 2 转股了 1,320.99 万，其余转债没有转股或转股比较少。整体而言，11 月份转债除了工行转债外转股相对比较清淡，这是由于市场低迷以及大部分转债都是价外的缘故，没有转股收益投资者自然不愿意转股了。

2. 可转债投资价值评价

表 3 可转债债券价值（11 月 30 日）

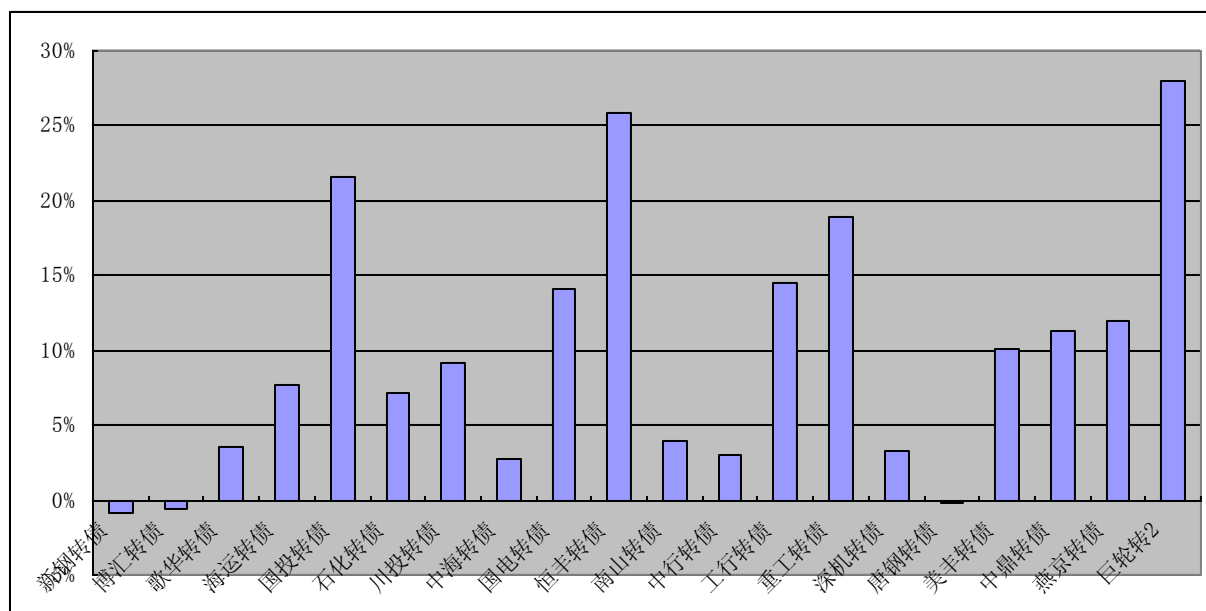
证券 代码	证券 简称	收盘价 元	纯债到期 收益率	纯债价值 元	纯债溢价 元	纯债溢价 率	应计利息 元	剩余期限 天
110003.SH	新钢转债	103.31	4.97%	104.226	-0.916	-0.88%	0.783	264
110007.SH	博汇转债	99.88	4.82%	100.484	-0.604	-0.60%	0.321	662
110011.SH	歌华转债	92.50	4.25%	89.322	3.178	3.56%	0.016	1,456
110012.SH	海运转债	98.59	2.50%	91.561	7.029	7.68%	0.809	1,133
110013.SH	国投转债	112.85	0.27%	92.810	20.040	21.59%	0.595	1,517
110015.SH	石化转债	97.10	3.46%	90.622	6.478	7.15%	0.539	1,546

110016.SH	川投转债	100.49	3.05%	92.073	8.417	9.14%	0.489	1,572
110017.SH	中海转债	89.04	4.62%	86.676	2.364	2.73%	0.234	1,705
110018.SH	国电转债	104.13	2.27%	91.230	12.900	14.14%	0.143	1,723
110019.SH	恒丰转债	110.72	-0.37%	87.935	22.785	25.91%	0.485	1,574
110020.SH	南山转债	100.22	4.47%	96.382	3.838	3.98%	0.441	2,146
113001.SH	中行转债	95.63	4.22%	92.865	2.765	2.98%	0.549	1,280
113002.SH	工行转债	103.07	1.37%	90.014	13.057	14.51%	0.227	1,370
113003.SH	重工转债	100.05	1.94%	84.164	15.886	18.88%	0.247	2,012
125089.SZ	深机转债	91.60	4.48%	88.673	2.927	3.30%	0.305	1,688
125709.SZ	唐钢转债	111.72	6.69%	112.000	-0.278	-0.25%	1.929	14
125731.SZ	美丰转债	105.60	0.80%	95.891	9.709	10.13%	0.598	914
125887.SZ	中鼎转债	105.20	1.50%	94.471	10.729	11.36%	0.883	1,168
126729.SZ	燕京转债	100.80	0.90%	90.069	10.731	11.91%	0.116	1,049
129031.SZ	巨轮转 2	116.50	-1.90%	91.011	25.489	28.01%	0.370	1,327

数据来源：东北证券,WIND

截止 11 月末，转债市场平均纯债溢价率为 9.77%，相对于 10 月末的 10.29%有所减少，债性相对小幅增强。纯债溢价率作为度量转债债性的指标，纯债溢价率愈高，债性愈弱。债性愈弱的转债当正股走弱时难以获得纯债价值的支撑，随着正股调整的风险愈大。唐钢转债的纯债溢价率为负，债性比较强，属于偏债性，如唐钢转债已经结束交易，其到期收益率为 6.69%，新钢转债的到期收益率为 4.97%，转债价格与其债券价值较为接近，下跌空间有限，所有转债的纯债到期收益率平均为 2.72%，相对于 10 月末的 2.49%有所增加，隐含着债性支持有所提升。由于 11 月份市场大幅度震荡，使得转债的整体股性有所减弱，债性相对增强，但整体上交债的债性仍比较高，不容忽视。

图 3 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 30 日)

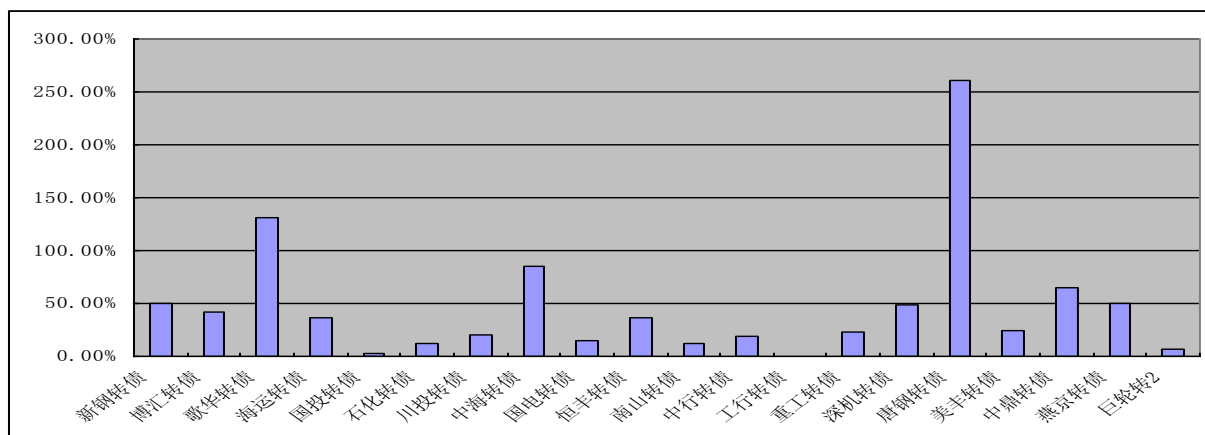
证券代码	证券简称	收盘价元	理论价格元	转股价元	转股比例	转换价值元	转股溢价元	转股溢价率	转股稀释率	隐含波动率
110003.SH	新钢转债	103.310	103.990	5.88	17.01	68.71	34.60	50.36%	25.20%	21.34%

110007.SH	博汇转债	99.880	103.683	6.16	16.23	70.13	29.75	42.42%	23.88%	4.81%
110011.SH	歌华转债	92.500	91.551	14.89	6.72	39.96	52.54	131.48%	9.20%	37.88%
110012.SH	海运转债	98.590	101.652	4.51	22.17	72.51	26.08	35.98%	15.48%	25.48%
110013.SH	国投转债	112.850	122.850	4.74	21.10	110.55	2.30	2.08%	16.94%	20.34%
110015.SH	石化转债	97.100	103.808	6.98	14.33	86.25	10.85	12.58%	3.53%	10.28%
110016.SH	川投转债	100.490	110.935	9.15	10.93	83.39	17.10	20.51%	10.42%	14.80%
110017.SH	中海转债	89.040	90.545	8.60	11.63	48.02	41.02	85.41%	11.89%	25.24%
110018.SH	国电转债	104.130	107.637	2.57	38.91	90.27	13.86	15.35%	12.20%	14.44%
110019.SH	恒丰转债	110.720	104.506	6.88	14.53	81.25	29.47	36.27%	22.02%	37.89%
110020.SH	南山转债	100.220	120.896	6.92	14.45	89.31	10.91	12.22%	30.95%	29.12%
113001.SH	中行转债	95.630	97.346	3.44	29.07	80.23	15.40	19.19%	4.00%	10.29%
113002.SH	工行转债	103.070	108.690	3.77	26.53	102.92	0.15	0.15%	1.76%	0.30%
113003.SH	重工转债	100.050	106.438	4.93	20.28	81.74	18.31	22.39%	10.02%	22.51%
125089.SZ	深机转债	91.599	92.800	5.60	17.86	61.61	29.99	48.68%	17.44%	18.45%
125709.SZ	唐钢转债	111.722	111.880	7.57	13.21	30.91	80.81	261.43%	3.60%	25.41%
125731.SZ	美丰转债	105.600	110.281	7.06	14.16	85.27	20.33	23.84%	15.12%	23.55%
125887.SZ	中鼎转债	105.200	102.829	12.66	7.90	63.98	41.22	64.42%	3.83%	40.31%
126729.SZ	燕京转债	100.800	97.199	7.58	13.19	67.02	33.78	50.41%	0.43%	39.82%
129031.SZ	巨轮转 2	116.500	102.287	5.47	18.28	109.51	6.99	6.39%	12.98%	17.92%

数据来源：东北证券,WIND

截止 2012 年 11 月末，转债市场平均转股溢价率为 47.23%，相对于 10 月末的 40.69%有所增加，隐含着股性有所减弱，转债估值水平有所提升。转股溢价率是衡量转债股性最重要的指标，转股溢价率愈高，转债股性愈弱，正股波动对其价格影响愈低。一般而言，转债的转股溢价率与价内外程度和转股价值负相关。价内外程度和转股价值愈高的转债，受赎回条款制约愈明显。当价内外程度达到赎回条件，发行人发布赎回公告时，转股溢价率迅速向零收敛，转债与正股将出现同涨同跌的现象。目前巨轮转 2、国投转债、工行转债属于偏股型，其中国投转债、工行转债转股溢价率分别为 2.08%、0.15%，与标的股票有较强联动性，值得投资者关注，国投转债 11 月表现非常优异。工行转债从长期看具有投资价值，但短线要注意风险，同样国投转债在正股上涨后其转股价值有所增加。总体而言，偏股性的国投转债、工行转债的转换溢价及债券溢价均比较低，价格接近债券价值，下跌空间有限，且其股性较强，适合投资者参与配置。大部分转债属于平衡型，其转股溢价和债券溢价也比较高，这类转债可根据正股的走势进行选择，如果在反弹期间正股有比较好的表现，可适度参与，12 月份投资者可关注银行类、电力类、有色类转债的投资机会，但要控制风险。整体而言，转债表现为弱股性、较强债性的特点。

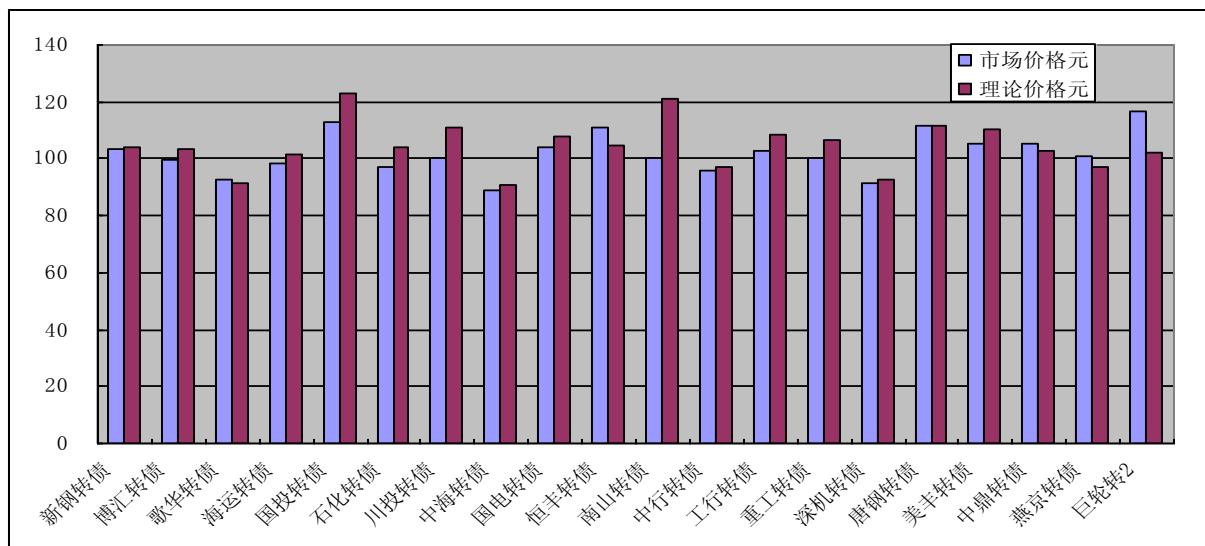
图 4 转股溢价率比较



数据来源：东北证券,WIND

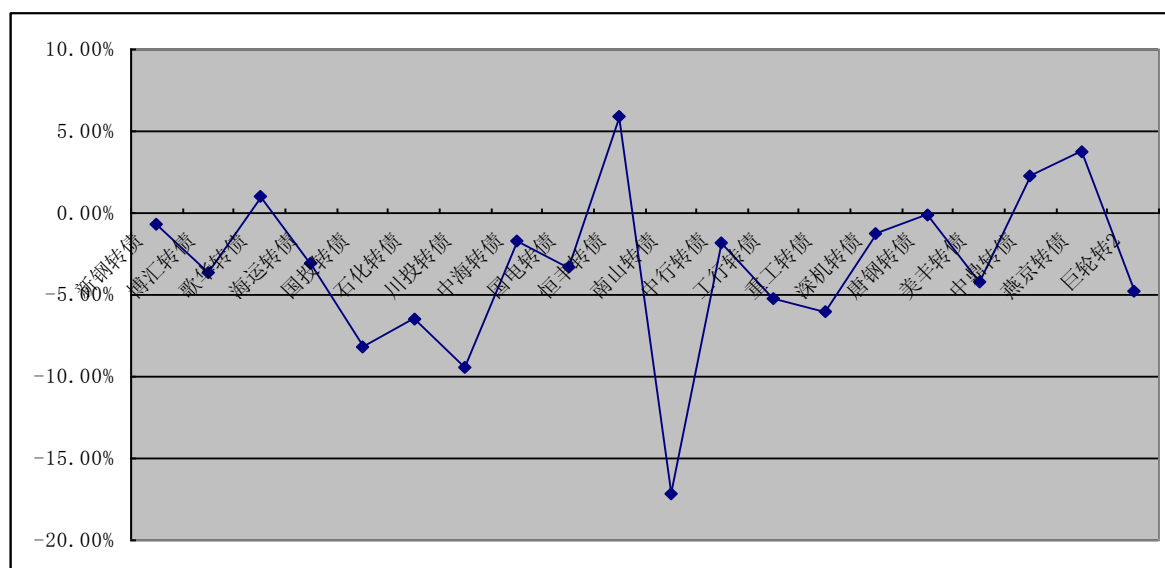
目前转债平均隐含波动率在 22.01%左右，估值相对有吸引力，转债市场估值已处于相对历史低位，隐含波动率比较低，债性比较强，纯债价值对转债支撑保护功能比较强，但由于正股持续下跌，使得转债期权价值下降，转债隐含的风险加大。如果市场反弹，转债的转股价值值得期待。

图 5 转债市场价格与理论价格比较



数据来源：东北证券,WIND

图 6 可转债溢折价比的比较



数据来源：东北证券,WIND

从理论上讲，债性、股性和估值水平是转债价格上涨的主要驱动因素，其中，股性和估值水平对转债价格的影响更为显著。而转债回售压力和赎回风险则预示着转债的下跌空间和上涨空间，从转债估值看，目前转债市场平均纯债溢价率为 9.77%，不考虑偏债性的歌华转债转股溢价率平均为 35.8%，股性有所减弱，但转债市场仍呈现弱股性、较强债性的特点。总体而言，大盘转债的估值水平相对合理，而中小盘转债由于正股的价值分化导致转债价值分歧比较大，转债估值结构性高估与低估并存，收益与风险并存。如果从理论价格看，转债市场价格相对于其理论价格折价，其溢折价比为-3.19%，尽管呈价值低估，但相比前期溢折价比减小，有些转债市场价格大于理论价格，如歌华转债、恒丰转债、中鼎转债、燕京转债。其中，南山转债的

折价率为-17.10%，重工转债为-6.00%，国投转债的溢折价比为-8.14%，国电转债的折价率为-3.26%，值得关注，而燕京转债、歌华转债市场价格高估，风险比较大，投资者要回避。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，11月份正股下跌，转债的抗跌明显，其长期投资价值凸显，可关注股性较强的转债或有修正条款预期的转债。

3. 十二月份可转债投资策略与建议——关注转债长期配置的有效时机

11月份可转债表现并不佳，但比较抗跌，长期投资价值显现，预计未来货币政策有望结构性放宽，但相对偏紧，近期美国公布的数据显示美国经济温和复苏，但财政悬崖问题让美国经济雪上加霜，预计在12月份该问题对市场的影响比较大，估计最终该问题也能得到解决。希腊已于11月27日获得了437亿欧元的救助资金，希腊债务危机进一步缓解，基本上走出了国家破产的危机边缘，欧元区的系统性风险在降低，这为世界经济的复苏奠定了基础。值得注意的是，近期A股市场低迷，连创新低，进入了1时代，但不容忽视的是，11月-12月是创业板和中小板年内解禁的高峰期，12月创业板和中小板合计解禁市值595.56亿，占全年解禁市值的17.26%，这对市场的压力比较大，估计12月A股市场仍处于弱势调整之中，风险不容忽视。目前宏观经济下滑的趋势有止跌现象，企稳迹象显现，但中期仍有再度下滑的可能，可以说，经济基本面的变化和政策放松预期之间的博弈可能主导年末市场走向，市场面临估值回调的风险。11月市场震荡下跌，估计12月市场仍然处于震荡探底阶段，但不排除小幅反弹的可能，值得期待，但十二月份大小非解禁处于高峰，这难免会冲击着A股，投资者要注意风险。我们的观点是，12月份投资者要注意控制风险，市场调整，是投资者介入转债的机会，个别转债如果涨幅较高，可落袋为安，12月份可能是转债的一个转折时期，不排除转债可能有所大幅度下跌，在控制风险的前提下结构性配置部分有价值的转债，从长期看转债有配置价值，11月国投转债的涨幅比较可观，就是一个验证，我们推荐工行转债、南山转债的长期配置价值。12月份可审慎申购新发转债，如果市场持续反弹，平价偏股型转债在正股的活跃下有可能显现债转股的行情，以获得转股收益，投资者可关注。在股市低迷时期，转债条款博弈不容忽视，可关注中行转债的转股价预期修正可能。

11月份市场震荡下跌，连创新低，进入1时代，外围市场环境向好，估计A股12月震荡，不排除下半年会有小幅反弹的可能。由于经济下行的惯性很大，中国经济在四季度很难大幅回升，但各种数据显示基本面可能会走稳，企稳迹象显现，但上市公司利润的恢复可能需要一段时间。中长期看，A股已具备相当的投资价值。十二月份转债的投资策略是，对于偏股型转债在转债回调时可谨慎参与，采取适度参与和配置的策略，有望获得收益，如11月的国投转债提供了一个很好的投资品种。而对偏债性转债可认为其是替代信用债的一个策略，作为固定收益来看待，如新钢转债。反观平衡型转债可把握行业基本面转暖且溢价率不高的转债的结构性机会，如电力类、有色类转债，但这类转债依赖于股市的走势，建议投资者在12月份谨慎关注这类转债，12月份转债若继续调整，可逐步介入，加大配置比例。大盘转债的防御性比较好，但收益率未必令投资者满意，工行转债考虑到正股的走势，建议适度关注，中行转债具有较强的债底保护，是弱市环境下较好的防御性品种，目前已触发向下修正条款，可关注下调转股价的可能性，有望提升其内在价值；而风险偏好者可关注行业转暖的转债，如电力类，如国电、国投转债调整的波段性机会以及有色类转债如南山转债，我们前2月推荐的国投转债在11月份表现比较好，上涨4.49%。另外，橡胶零件、模具制造、造纸等行业景气度有所恢复，可积极关注。建议12月份积极配置电力类转债，关注银行转债，逢低介入南山转债、重工转债、石化转债，挖掘转债的结构性机会。从长期看，也可关注高到期收益率转债的条款博弈，如新钢转债。从拟申购的转债看，同仁堂转债12月4日发行，值得关注，但南山转债申购的亏损，可能打击机构投资者对新上市转债申购的热情和动力。上个月我们建议投资者控制转债风险，特别是中大盘转债的风险，重工转债有所下跌，本月我们推荐南山转债、电力转债和银行转债，审慎关注新发转债的申购机会，但要控制风险。

表 5 可转债估值分析

代码	名称	转股溢价率	纯债溢价率	类型	建议
110003.SH	新钢转债	50.36%	-0.87%	偏债型	关注
110007.SH	博汇转债	42.42%	-0.59%	偏债型	观望
110011.SH	歌华转债	131.48%	3.55%	偏债型	观望
110012.SH	海运转债	35.98%	7.68%	平衡型	观望
110013.SH	国投转债	2.08%	21.57%	平衡型	关注
110015.SH	石化转债	12.58%	7.16%	平衡型	关注
110016.SH	川投转债	20.51%	9.14%	平衡型	关注
110017.SH	中海转债	85.41%	2.72%	偏债型	观望
110018.SH	国电转债	15.35%	14.14%	平衡型	适度介入
110019.SH	恒丰转债	36.27%	25.92%	平衡型	关注
110020.SH	南山转债	12.22%	3.99%	平衡型	关注
113001.SH	中行转债	19.19%	2.98%	平衡型	关注
113002.SH	工行转债	0.15%	14.48%	平衡型	介入
113003.SH	重工转债	22.39%	18.88%	平衡型	关注
125089.SZ	深机转债	48.68%	3.31%	偏债型	观望
125709.SZ	唐钢转债	264.54%	-0.12%	偏债型	--
125731.SZ	美丰转债	23.84%	10.13%	平衡型	观望
125887.SZ	中鼎转债	64.42%	11.36%	偏债型	关注
126729.SZ	燕京转债	50.41%	11.89%	平衡型	观望
129031.SZ	巨轮转 2	6.39%	28.03%	平衡型	关注

数据来源：东北证券,WIND

目前有多只转债等待发行，预示着可转债进入了一个发行周期，10 月份发行了南山转债，但申购收益是负的，12 月初发行的同仁转债可积极关注，估计 12 月份发行其余转债的可能性比较大，投资者可积极关注申购时机，估计有一定的申购收益。但南山转债上市当天就跌破面值，使得申购者申购风险比较大，这也加大了未来新转债发行的难度，未来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 亿转债获得证监会批准，这些转债估计未来发行的概率比较高，这对转债市场估值压力比较大。投资者可结构性审慎选择有申购价值的转债进行申购，关注这些转债的发行时机。

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	12 月 4 日发行	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
002065.SZ	东华软件	董事会预案	6	2012-11-20	/	计算机应用服务业

数据来源：东北证券,WIND

推荐品种：南山转债，有色转债的代表

南山铝业作为有色金属行业的企业，是国内产业链最完整的铝一体化公司。新项目的投产将形成 60 万吨的生产能力，该投建项目将充分利用企业原有设施，发挥其技术优势，建成具有世界先进水平的超大规格高性能特种铝合金熔铸、热轧、冷轧生产线，满足市场急需的高性能特种铝合金材料，从而提升公司的市场地位和综合竞争力，为长期发展拓展空间，优化了公司业务结构，有利于公司业务的持续发展和核心竞争力的提升。从长期看，公司发展前景广阔，有着良好的发展契机，目前股价估值相对处于底部，投资价值可期。但其上市首日就跌破面值，使得申购投资者亏损，但随着正股的上涨，投资者可关注其可转债。目前南山转债的转股溢价率为 12.22%，溢折价比为-17.10%，理论价格为 120.9 元，票面利率为 3.5%，到期收益率为 4.47%，具有中长期配置价值，建议重点关注。

国电转债，风险偏好投资者青睐的品种，具有长期配置性价值

国电电力目前总体发电量仍有增长，后续项目储备丰厚。截至上半年，公司控股装机容量达到 3214 万千瓦，清洁能源比重达到 28.7%，电力结构较为均衡。在经济逐渐恢复的大背景下，公司业绩有望释放并改善。值得注意的是，公司大渡河瀑布沟、深溪沟电站完全投产和电价上调，使得公司水电盈利预期比较乐观。目前国电转债的转股溢价率为 15.35%，溢折价比为-3.26%，理论价格为 107.64 元，具有中长期配置价值，建议关注。

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