

债券研究报告/可转债周报研究报告

转债估值水平有望提升，把握逢低择券的时机——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	49.65%	-0.64%
博汇转债	33.34%	-1.20%
歌华转债	112.63%	3.73%
海运转债	31.07%	8.24%
国投转债	2.77%	31.79%
石化转债	6.77%	12.29%
川投转债	20.88%	14.49%
中海转债	68.45%	2.26%
国电转债	14.23%	18.30%
恒丰转债	13.94%	20.98%
南山转债	9.28%	9.23%
同仁转债	13.14%	30.52%
中行转债	16.25%	3.47%
工行转债	1.82%	20.08%
重工转债	16.17%	22.58%
深机转债	37.97%	3.27%
美丰转债	12.92%	12.02%
中鼎转债	49.40%	10.00%
燕京转债	43.27%	12.34%
巨轮转 2	4.47%	27.81%

1、沪深市场上周震荡反弹，市场连续三周上涨，截至 12 月 21 日沪深 300 指数收于 2372.00 点，周上涨 0.69%，而中信标普可转债指数周上涨 0.22%。不考虑刚上市的同仁转债，可交易的转债 11 涨 8 跌，平均上涨了 0.41%，而可转债正股平均上涨了 0.23%，可转债上涨幅度大于正股。其中国投转债、川投转债表现出色，分别上涨 3.98%、2.68%，电力转债可圈可点，而巨轮转 2、中行转债分别下跌-1.10%、-0.56%。上周转债呈现价增量增态势，转债平均价格为 103.769 元，相对于前周平均价格 102.897 元增加；转债市场上周成交金额 84.105 亿元，相对于前周的 80.67 亿元略微上升，转债成交活跃。

2、转债债性小幅减弱，平均纯债溢价率为 13.08%，比前周的 11.61% 有所增加，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.97%，相对于上周的 2.20% 减少。转债市场平均转股溢价率为 27.92%，比前周的 28.7% 相对有所减小，股性有所增强。偏股和平衡型转债的转股溢价率平均为 12.59%，转股价值提升，股性突出；由于正股的上涨带动转债上涨，转债估值水平略微有所提升，本周转债上涨超过正股，如果市场上涨态势有望延续，转债估值水平有望继续提升，正股及估值水平提升可能推动转债价格上涨的主要动力。南山转债、工行转债估值有吸引力，转债流动性好；川投转债、国投转债是电力转债的主力品种，重工转债、石化转债博弈价值高，转债的投资与配置价值双双凸显，可关注。

3、美国经济复苏好于欧、日等发达经济体，房地产市场和就业市场好于预期，欧元区经济降幅趋缓，暂时避免了二次衰退的风险，但国际经济下行的风险概率仍不容忽视。中国宏观经济复苏有逐渐企稳迹象，上周公开市场净投放，实现净投放 920 亿元。市场连续三周上涨后，估计本周市场可能处于震荡调整，但幅度不大，加之本周两市共有 45 家公司解禁股上市流通，共计 48.97 亿股，是年内第四高水平，对市场影响不容忽视。可转债市场上周表现相对正股比较强，如果股票市场能够持续反弹，转债结构性机会仍然可期，我们依然看好偏股性转债，重点关注重工转债、工行转债、国投转债、川投转债、南山转债等。刚上市的同仁转债当日在 110 元附近波动，上周收盘涨 11.8%，比预期的好，申购收益可观，可继续跟踪。同仁转债上市首日表现尚可，由于近期市场回暖，同仁转债上市定价比较高，申购收益丰厚，提升了转债投资者的人气，中信海直中签率为 0.823%，其中中签率比预期的高，可关注其上市表现，审慎关注拟发行转债的时机。

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

沪深市场上周震荡反弹，市场连续三周上涨，截至 2012 年 12 月 21 日沪深 300 指数收于 2372.00 点，周上涨 0.69%，相对而言，中信标普可转债指数收于 2574.07 点，周上涨 0.22%，这在某种程度上反映了可转债的股债双重属性以及反弹初期的滞后性特点。

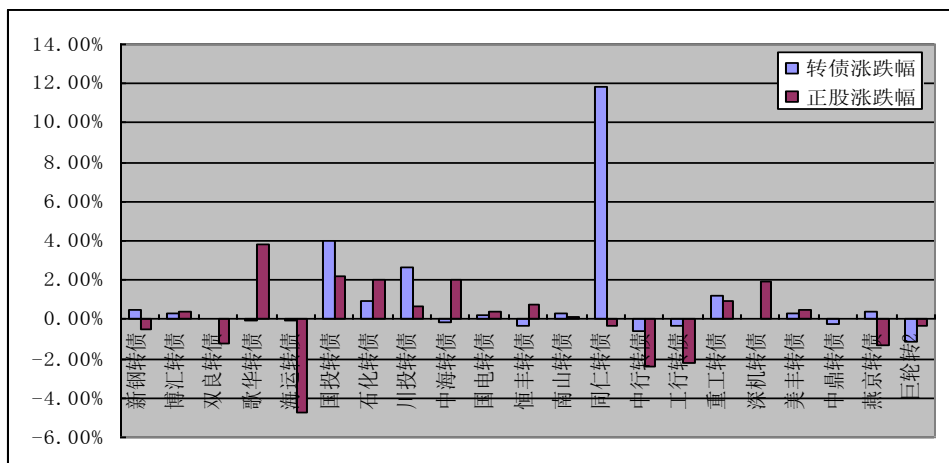
表 1 可转债市场交易统计（2012 年 12 月 17 日-12 月 21 日）

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	103.84	0.45%	-0.49%	231,653.00	24,001.59	3,594.88
110007.SH	博汇转债	99.57	0.28%	0.44%	60,267.00	5,994.27	6,638.90
110011.SH	歌华转债	92.82	-0.04%	3.83%	90,036.00	8,358.40	36,161.10
110012.SH	海运转债	99.39	-0.06%	-4.74%	8,676.00	863.33	7,352.97
110013.SH	国投转债	122.50	3.98%	2.17%	166,421.00	19,974.23	33,270.29
110015.SH	石化转债	101.87	0.90%	1.99%	1,701,298.00	173,764.75	132,623.76
110016.SH	川投转债	105.56	2.68%	0.63%	82,424.00	8,578.73	78,117.56
110017.SH	中海转债	88.73	-0.18%	2.03%	109,161.00	9,730.08	13,394.97
110018.SH	国电转债	108.01	0.20%	0.41%	99,799.00	10,848.20	82,849.49
110019.SH	恒丰转债	106.49	-0.32%	0.78%	6,727.00	718.30	4,297.37
110020.SH	南山转债	105.33	0.30%	0.15%	681,175.00	71,968.76	41,015.80
110022.SH	同仁转债	111.80	11.80%	-0.28%	929,841.00	102,514.84	72,537.25
113001.SH	中行转债	96.31	-0.56%	-2.40%	1,603,990.00	154,915.63	53,758.82
113002.SH	工行转债	108.30	-0.35%	-2.20%	1,716,675.00	187,408.93	143,245.15
113003.SH	重工转债	103.21	1.17%	0.92%	452,814.00	46,883.36	104,008.11
125089.SZ	深机转债	91.65	0.02%	1.92%	122,322.70	11,237.28	21,890.39
125731.SZ	美丰转债	107.80	0.28%	0.45%	14,327.10	1,548.41	24,371.69
125887.SZ	中鼎转债	104.20	-0.21%	0.00%	7,907.30	825.14	29,951.95
126729.SZ	燕京转债	101.50	0.43%	-1.29%	5,023.40	508.62	30,914.98
129031.SZ	巨轮转 2	116.50	-1.10%	-0.33%	3,470.70	407.69	6,593.98

数据来源：东北证券,WIND

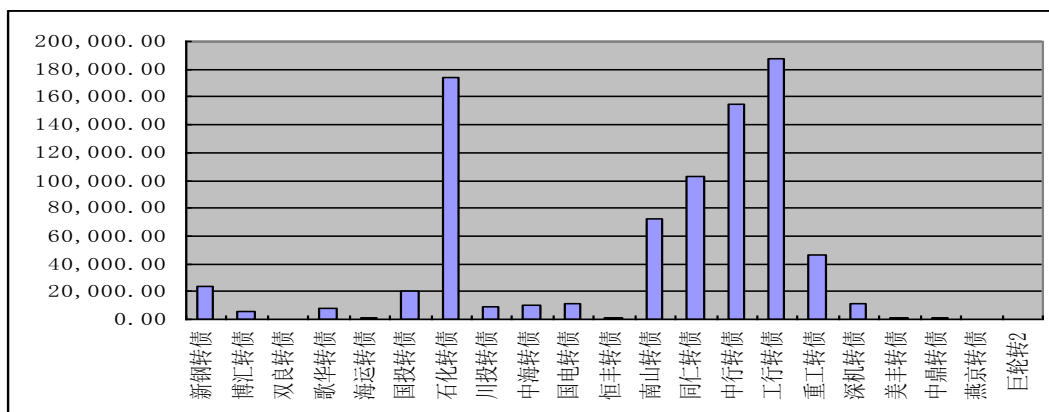
A 股市场上周震荡反弹，不考虑刚上市的同仁转债，可交易的转债 11 涨 8 跌，双良转债停牌，可转债平均上涨了 0.41%，而可转债正股平均上涨了 0.23%，可转债上涨幅度大于正股。上周国投转债、川投转债表现出色，分别上涨 3.98%、2.68%，为最多，电力转债可圈可点，重工转债、石化转债分别上涨 1.17%、0.90%，相比之下，巨轮转 2、中行转债分别下跌-1.10%、-0.56%，偏债性转债上涨幅度较小甚至下跌，如中海转债下跌-0.18%。整体而言，上周可转债表现相对于正股比较强，转债上涨幅度尚可。在债性支持下，转债跟随正股波动而波动，截止 12 月 21 日，转债平均价格为 103.769 元，相对于前周平均价格 102.897 元增加，刚上市的同仁转债当日在 110 元附近波动，上周收盘涨 11.8%，比我们预期的好，申购收益可观，可继续跟踪。债性比较强的转债受正股影响不大，如新钢转债、博汇转债，新钢转债正股下跌了-0.49%，而转债上涨了 0.45%，部分股性比较强的转债，受正股影响比较大如工行转债、巨轮转 2，市场风险偏好上升，偏股性转债的投资价值显现。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，如工行转债、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，工行转债、重工转债、石化转债值得重视，投资者可审慎把握。电力类转债投资价值显现，表现出色，南山转债、国电转债值得关注。

图 1 正股与可转债涨跌幅比较



数据来源：东北证券，Wind

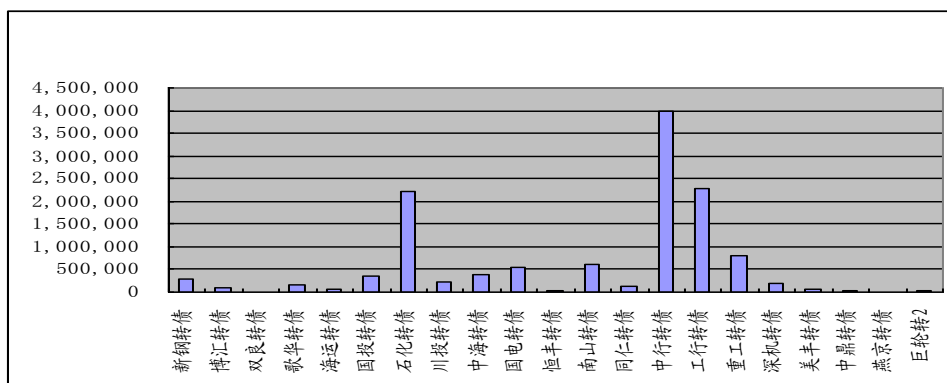
图 2 可转债成交金额比较 (万元)



数据来源：东北证券，Wind

转债市场上周成交金额为 84.105 亿元，相对于前周的 80.67 亿元略微上升，转债成交活跃。目前经济有企稳迹象，利率在相对较低阶段，债券市场进入震荡阶段，相对而言，转债市场也基本进入相对平稳发展阶段，债底保护比较强，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。估计市场有望有一波中级反弹行情，转债机会大于信用债，我们前期反复强调转债的底部在来临，现在是投资的时机了。上周正股震荡反弹，转债反弹力度相对比较大，强于前两周。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 18.74 亿元，中行转债的周成交额达到 15.49 亿元，石化转债成交 17.37 亿元，石化、中行和工行转债是转债市场的交易主力，南山转债成交比较大，成交 7.197 亿，占比 8.56%，刚上市的同仁转债成交 10.25 亿，比较可观，重工转债成交 4.688 亿，国投转债成交 1.997 亿，国电转债成交 1.085 亿元，新钢转债成交 2.40 亿元，深机转债成交 1.12 亿，其他转债成交都比较少，而巨轮转 2 周成交额只有 407.69 万元，转债之间成交差异比较大，流动性也大不一样，燕京转债、海运转债、巨轮转 2、中鼎转债、恒丰转债成交都在 1000 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 4.205 亿，相对于前一周的 4.245 亿略微减少，总量之所以增加，是由于同仁转债上市的缘故，但转债两极分化严重，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，值得注意。

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	0.03	59,676.50	9.24	2012-12-17
113002.SH	工行转债	3.77	0.45	59,676.95	9.24	2012-12-20
110013.SH	国投转债	4.74	0.19	212.47	0.30	2012-12-17
110013.SH	国投转债	4.74	33.76	246.23	0.34	2012-12-18
110013.SH	国投转债	4.74	17.93	264.16	0.37	2012-12-19
113003.SH	重工转债	4.93	0.04	0.12	0.00	2012-12-18

数据来源：东北证券,WIND

上周转债市场交易相对比较平稳，工行转债有少量转股，上周转股 0.48 万元，12 月 20 日转股了 0.45 万元，截止 12 月 21 日，累计转股数量 59,676.95 万元，累计转股比例为 9.24%。中重工债上周有少量转股，转股了 0.04 万股，累计转股数量 0.12 万股。国投转债上周转股 51.88 万股，12 月 19 日转股了 17.93 万股，截止 12 月 21 日，累计转股数量 264.16 万元，累计转股比例为 0.37%。巨轮转 2 上周没有转股，同仁转债上市表现良好，申购收益丰厚。新钢转债将于明年 8 月 20 日到期，其转股的可能性也不是很大。中国平安 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监管审批过程中。中信海直发 6.5 亿元可转债，12 月 19 日已经申购，中签率为 0.823%。

2. 可转债价值评价

表3 可转债债券价值 (12 月 21 日)

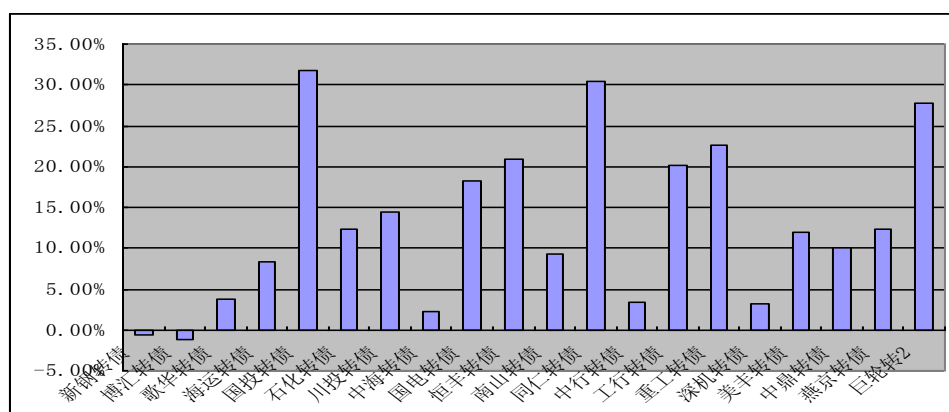
证券代码	证券 简称	收盘价 元	纯债到期 收益率	纯债价值 元	纯债溢价 元	纯债溢价 率	应计利息 元	剩余期限 天
110003.SH	新钢转债	103.84	4.61%	104.51	-0.67	-0.64%	0.94	243
110007.SH	博汇转债	99.57	5.17%	100.78	-1.21	-1.20%	0.42	641
110011.SH	歌华转债	92.82	4.22%	89.48	3.34	3.73%	0.07	1435
110012.SH	海运转债	99.39	2.28%	91.82	7.57	8.24%	0.86	1112
110013.SH	国投转债	122.50	-1.75%	92.95	29.55	31.79%	0.63	1496
110015.SH	石化转债	101.87	2.30%	90.72	11.15	12.29%	0.58	1525
110016.SH	川投转债	105.56	1.89%	92.20	13.36	14.49%	0.53	1551
110017.SH	中海转债	88.73	4.76%	86.77	1.96	2.26%	0.27	1684
110018.SH	国电转债	108.01	1.48%	91.30	16.71	18.30%	0.17	1702
110019.SH	恒丰转债	106.49	0.56%	88.03	18.46	20.98%	0.53	1553

110020.SH	南山转债	105.33	3.55%	96.43	8.90	9.23%	0.64	2125
110022.SH	同仁转债	111.80	-0.29%	85.66	26.14	30.52%	0.02	1809
113001.SH	中行转债	96.31	4.07%	93.08	3.23	3.47%	0.61	1259
113002.SH	工行转债	108.30	0.03%	90.19	18.11	20.08%	0.28	1349
113003.SH	重工转债	103.21	1.37%	84.20	19.01	22.58%	0.28	1991
125089.SZ	深机转债	91.65	4.53%	88.75	2.90	3.27%	0.35	1667
125731.SZ	美丰转债	107.80	-0.04%	96.24	11.56	12.02%	0.67	893
125887.SZ	中鼎转债	104.20	1.84%	94.73	9.47	10.00%	0.95	1147
126729.SZ	燕京转债	101.50	0.67%	90.35	11.15	12.34%	0.17	1028
129031.SZ	巨轮转 2	116.50	-1.93%	91.15	25.35	27.81%	0.43	1306

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 12 月 21 日,转债市场平均纯债溢价率为 13.08%,比前周的 11.61%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、国投转债和刚上市的同仁转债到期收益率为负值外,其余转债到期收益率为正值,其中博汇转债的债性最强,属于偏债性,其到期收益率为 5.17%,为最高,转债价格与其债券价值较为接近,下跌空间有限,新钢转债到期收益率为 4.61%,南山转债到期收益率也为正,达到 3.55%,深机转债为 4.53%,所有转债的纯债到期收益率平均为 1.97%,相对于上周的 2.20%减少。偏债性转债属收益率品种,稳健投资者在多头市场可积极配置,如新钢转债,而工行转债、国投转债属于偏股型。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。新钢等转债的债券溢价为-0.64%,博汇转债-1.20%,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较强,债性支撑保护作用不容忽视。整体看,新钢转债、博汇转债、中海转债、中行转债、深机转债、歌华转债收益率超过 4%,可作为收益率品种配置,新钢、博汇转债的债券溢价低于 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 (12 月 21 日)

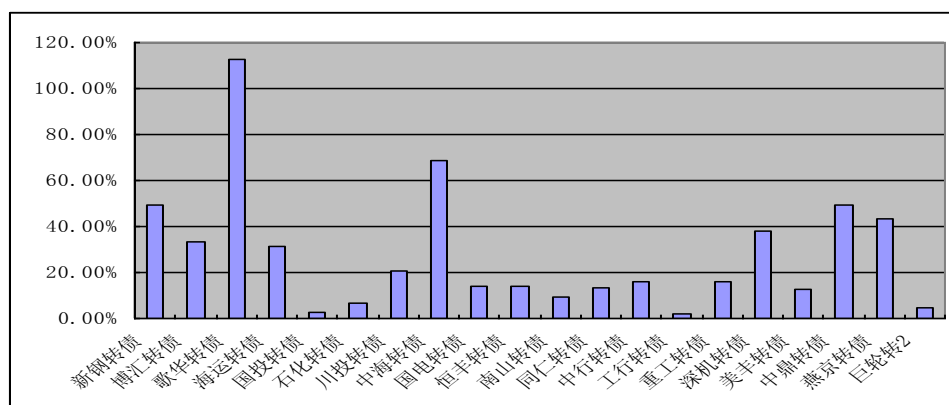
证券代码	证券简称	收盘价 元	转股价 元	转股 比例	转换价 值元	转股溢价 元	转股溢 价率	转股稀 释率	隐含波 动率
110003.SH	新钢转债	103.84	5.88	17.01	69.39	34.45	49.65%	25.20%	1.82%
110007.SH	博汇转债	99.57	6.16	16.23	74.68	24.89	33.34%	23.88%	2.61%

110011.SH	歌华转债	92.82	14.89	6.72	43.65	49.17	112.63%	9.20%	35.22%
110012.SH	海运转债	99.39	4.51	22.17	75.83	23.56	31.07%	15.48%	24.23%
110013.SH	国投转债	122.50	4.74	21.10	119.20	3.30	2.77%	16.94%	1.70%
110015.SH	石化转债	101.87	6.98	14.33	95.42	6.45	6.77%	3.53%	9.47%
110016.SH	川投转债	105.56	9.15	10.93	87.32	18.24	20.88%	10.42%	19.09%
110017.SH	中海转债	88.73	8.60	11.63	52.67	36.06	68.45%	11.89%	20.89%
110018.SH	国电转债	108.01	2.57	38.91	94.55	13.46	14.23%	12.20%	16.11%
110019.SH	恒丰转债	106.49	6.88	14.53	93.46	13.03	13.94%	22.02%	20.98%
110020.SH	南山转债	105.33	6.92	14.45	96.39	8.94	9.28%	30.95%	0.60%
110022.SH	同仁转债	111.80	17.72	5.64	98.81	12.99	13.14%	4.96%	23.63%
113001.SH	中行转债	96.31	3.44	29.07	82.85	13.46	16.25%	4.00%	9.72%
113002.SH	工行转债	108.30	3.77	26.53	106.37	1.93	1.82%	1.69%	8.82%
113003.SH	重工转债	103.21	4.93	20.28	88.84	14.37	16.17%	10.02%	21.19%
125089.SZ	深机转债	91.65	5.60	17.86	66.43	25.22	37.97%	17.44%	15.54%
125731.SZ	美丰转债	107.80	7.06	14.16	95.47	12.33	12.92%	15.12%	17.43%
125887.SZ	中鼎转债	104.20	12.66	7.90	69.75	34.45	49.40%	3.83%	32.58%
126729.SZ	燕京转债	101.50	7.58	13.19	70.84	30.66	43.27%	0.43%	37.43%
129031.SZ	巨轮转 2	116.50	5.47	18.28	111.52	4.98	4.47%	12.98%	15.07%

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 27.92%，比前周转股溢价率 28.7% 相对有所减小，转债市场股性有所增强，这是由于正股反弹的缘故，正股平均上涨 0.20%，估值水平比较合理。目前大部分转债属于平衡型，其中工行转债转股溢价率为 1.82%，具有转股价值，国投转债为 2.77%，而重工转债为 16.17%，石化转债转股溢价率为 6.77%，南山转债为 9.28%，巨轮转 2 为 4.47%，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，国投转债上周上涨比较多就是一个例子，其弹性比较大。国电转债的转股溢价率较低，为 14.23%，总体来说，工行转债、石化转债、国投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，是目前市场的偏好者。歌华转债、新钢转债属于偏债性，适合作为纯债对待，是稳健型投资者配置的重点，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，这类转债在控制风险的条件下应根据正股的走势来判断其投资价值。整体而言，在市场风险偏好提升的大环境下，反弹有望延续，上周转债市场表现为较强股性、较强债性的特点，转债表现相对正股反弹比较强，如果市场持续反弹，则是投资偏股和平衡性转债的时机。

图 5 转股溢价率比较

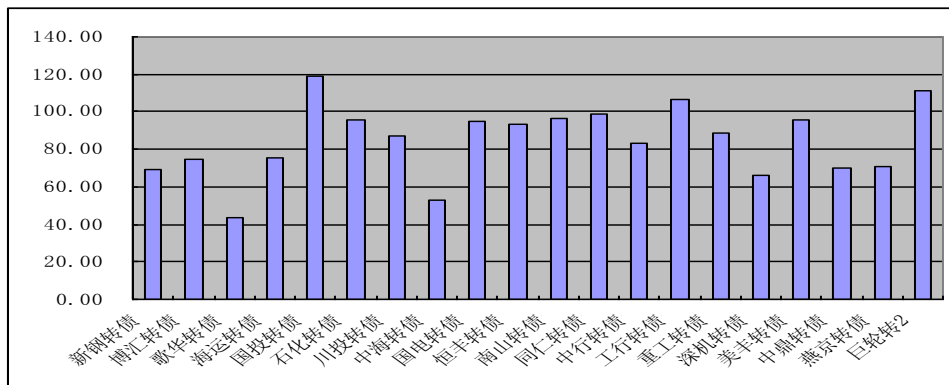


数据来源：东北证券，Wind

目前转换价值平均在 84.67 元，相对于前周 83.83 元有所增加，转换价值在 80 元左右转债转股溢价率

平均为 16.3%，偏股性的转债转换价值在 90 元左右转股溢价率平均为 12.78%，而转换价值在 100 元以上的转债有国投转债、巨轮转 2、工行转债，转股溢价率平均为 3.02%，长期投资价值突出。若市场持续上涨，预期看好，则转债估值结构是股性增强、债性减弱。目前转债估值水平比较合理，转股价值在 90 元以上的转债高达 9 只，可见，能够转股收益转债在逐步增加，转股价值提升。

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 16.71% 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，若正股持续反弹，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、国投转债转股溢价较低，股性比较强，属高报酬风险品种，如果正股持续反弹，转债上涨也比较大，值得投资者关注。而国电转债的转股溢价率为 14.23%，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 3.47%，抗跌风险较好。偏股和平衡型转债的转股溢价率平均为 12.59%，转股价值提升，股性突出；而偏债性转债的转股溢价率平均为 56.39%，纯债溢价率平均为 4.25%，债性突出，平均到期收益率为 3.69%，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。转债投资价值期待正股的估值提升，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，股性、债性比较合理，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。相对而言，大盘转债集中在银行、石化、电力等行业，估值比较合理，但这类股票的弹性比较差，依赖于正股的走好。偏股、平衡型转债部分安全边际比较高，甚至有估值洼地特点，如川投、南山、非银行大盘等，可转债作为股债兼得的配置品种，目前有配置价值，转债平均价格为 103 元左右，从风险、收益的视野看，可转债相对于纯债已具有比较优势，如果市场持续反弹，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，本周市场调整的可能性比较大，可关注股性较强的转债或有修正条款预期的转债。由于正股的上涨带动转债上涨，转债估值水平略微有所提升，本周转债上涨超过正股，估计市场上涨态势有望延续，转债估值水平有望继续提升，有可能像 5-6 月份转债可以质押的那波行情。如果市场持续反弹，正股及估值水平提升可能推动转债价格上涨的主要动力。

3. 可转债投资策略与建议

美国就财政悬崖问题仍在争论，但解决的可能性很大，政策层面的不确定性因素在减小。美国经济复苏好于欧、日等发达经济体，房地产市场和就业市场好于预期，11 月失业率从 7.9% 下降到 7.7%，创四年新低。欧元区经济尽管比较疲软，但降幅趋缓，暂时避免了二次衰退的风险，欧元区制造业活动表现为 8 个月来最佳，这为欧元区经济的复苏奠定了基础。日本央行 20 日宣布，将资产购买计划规模扩大 10 万亿日元至 101 万亿日元，将基准利率维持在 0 至 0.1% 的超低区间不变，同时还维持 1% 的通胀目标，日本经济有望止住下滑态势。世界经济复苏、主权债务风险等不稳定、不确定因素，在某种程度上影响了世界经济，可见，世界经济复杂性在增加。欧债危机持续蔓延，短期内很难完全解决，这些都显示世界经济复苏的艰难，国际经济

下行的风险概率仍比较大。

中国宏观经济复苏有逐渐企稳迹象，12 月份汇丰中国制造业采购经理人预览指数 (PMI) 为 50.9，升至 14 个月高点，而 11 月份终值为 50.5，该指数连续第二个月高于荣枯分界线，表明中国制造业仍在扩张，中国经济的复苏动能在内需驱动下有所增强。可见，中国经济增长出现见底回升迹象的概率较大，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，出口订单下降和 11 月份出口增长不及预期显示中国经济复苏的复杂性和艰难性，中期面临下行风险。经济增速下滑的趋势还未得到根本扭转，只是部分经济数据显现增强迹象，有一定的回暖苗头，是否能够持续是关注的焦点。

临近假日，除了中长期资金紧张外，上周四短期资金价格纷纷跳涨，银行间市场资金面阶段性紧张，央行也加大了逆回购投放力度，上周公开市场净投放，实现净投放 920 亿元。预期年内货币政策以谨慎宽松为主，降息和存款准备金率下调的可能性非常小。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。估计市场处于震荡反弹状态，是一个政策基本面和资金面博弈的过程。

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动的股指只能是阶段性反弹，而不是反转。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比较乐观，受中央经济工作会议相关精神以及改革预期增强等因素，沪深股市表现可圈可点，反弹行情有望持续，但连续三周上涨后，估计本周市场可能处于震荡调整，但幅度不大。中央经济工作会议稳定了投资者信心，投资者对改革寄予期待，近期市场的热点基本围绕着城镇化展开，房地产、建筑、机械、水泥等诸多相关股票出现了强劲反弹。未来市场的走势关键在于资金供需矛盾是否能够有效化解，另一方面企业盈利能否有效改善。但目前的市场风险在于解禁潮，创业板的大小非解禁股抛售反映当前中国股市产业资本和金融资本的博弈，本周两市共有 45 家公司解禁股上市流通，共计 48.97 亿股，占未解禁限售 A 股的 0.69%。其中，沪市 35.53 亿股，占总数 0.69%；深市 13.44 亿股，占深市限售股总数 0.69%。以 12 月 21 日收盘价为标准计算的市值为 456.37 亿元，占未解禁公司限售 A 股市值的 0.98%。其中，沪市 10 家公司为 320.90 亿元，占沪市流通 A 股市值的 0.26%；深市 35 家公司为 135.47 亿元，占深市流通 A 股市值的 0.31%。本周两市解禁股数量比前一周增加 11.70 亿股，增加幅度为 31.39%，是年内第四高水平，解禁压力集中在 24 日，可见解禁给市场带来的影响不容忽视。

可转债市场上周表现相对正股比较强，如果股票市场能够持续反弹，转债结构性机会仍然可期，目前转债的均价已经接近历史底部，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偏股性转债的结构性投资机会，特别是偏股性转债和有修正预期的个券，如重工转债、工行转债、国投转债、南山转债等。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。市场风险偏好的提升，有利于偏股性转债的投资价值挖掘，如果正股上涨，建议投资者谨慎把握适度逢低建仓个别转债的交易性机会，积极关注偏股性转债的投资机会，特别是电力转债等中盘转债的结构性机会，如国投转债，表现可圈可点。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。同仁转债作为一要行业的品种，增加了可选行业的品种。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，在市场反弹时可关注工行、南山、国投等转债，波段操作，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、南山转债、国电转债值得长期关注，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，上周成交仅有几百万，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配置价值，如新钢转债、歌华转债，但投资者还是要控制风险。南山转债相对估值有吸引力，转债流动性好，性价比合算；川投转债是电力转债的潜力品种，中行转债具备纯债替代价值，重工转债正股有资产注入、军工题材等，其博弈价值比较高，防御可选择偏债型品种，如博汇、中海和深机等。

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	49.65%	-0.64%	偏债型	纯债替代
110007.SH	博汇转债	33.34%	-1.20%	偏债型	纯债替代
110011.SH	歌华转债	112.63%	3.73%	偏债型	纯债替代
110012.SH	海运转债	31.07%	8.24%	平衡型	合理
110013.SH	国投转债	2.77%	31.79%	偏股型	低估
110015.SH	石化转债	6.77%	12.29%	平衡型	合理
110016.SH	川投转债	20.88%	14.49%	平衡型	合理
110017.SH	中海转债	68.45%	2.26%	偏债型	高估
110018.SH	国电转债	14.23%	18.30%	平衡型	合理
110019.SH	恒丰转债	13.94%	20.98%	平衡型	合理
110020.SH	南山转债	9.28%	9.23%	平衡型	合理
110022.SH	同仁转债	13.14%	30.52%	平衡型	合理
113001.SH	中行转债	16.25%	3.47%	平衡型	合理
113002.SH	工行转债	1.82%	20.08%	平衡型	低估
113003.SH	重工转债	16.17%	22.58%	平衡型	合理
125089.SZ	深机转债	37.97%	3.27%	偏债型	高估
125731.SZ	美丰转债	12.92%	12.02%	平衡型	合理
125887.SZ	中鼎转债	49.40%	10.00%	偏债型	高估
126729.SZ	燕京转债	43.27%	12.34%	偏债型	高估
129031.SZ	巨轮转 2	4.47%	27.81%	偏股型	合理

数据来源：东北证券,WIND

目前有多只可转债等待发行，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，而转债短期需求力量相对比较疲软。石化转债 2 的 300 亿、民生银行 200 亿转债获得证监会批准，这些转债估计近期发行的概率比较高，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投转债、工行转债。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，如中信海直。同仁转债上市首日表现尚可，由于近期市场回暖，同仁转债上市定价可能比我们预期的高，申购收益丰厚，提升了转债投资者的人气，上周中信海直转债发行，中信海直（000099）12 月 23 日晚间发布公告称，公司发行 6.5 亿元可转债网上网下申购工作已于 2012 年 12 月 19 日结束。海直转债本次发行 6.5 亿元，发行价格每张 100 元，原股东共优先配售 49.18 万张，即 4918.42 万元，占本次发行总量的 7.57%。本次最终确定的网上发行数量为 5.18 万张，即 518.5 万元，占本次发行总量的 0.80%。网上一般社会公众投资者的有效申购数量为 629.62 万张，即 6.29 亿元，中签率为 0.823505%。本次网下实际发行数量为 595.63 万张，即 5.95 亿元，占本次发行总量的 91.64%。机构投资者的有效申购数量为 7.23 亿张，申购金额为 723.31 亿元，网下实际配售比例为 0.823479%，其中中签率比我们预期的高，可关注其上市表现，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
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
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

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