

债券研究报告/可转债策略研究报告

把握市场回暖带来转债投资时机——2013 年可转债投资策略及机会分析

可转债价值评价

1、2012 年 A 股市场呈现震荡下跌但到 12 月份大幅度反弹态势，沪深 300 指数年涨幅为 7.55%。转债市场跟随正股的走势也呈现震荡上涨的走势，中信标普可转债指数上涨了 4.55%，不考虑退市的转债，可转债 17 涨 3 跌，可转债平均上涨了 7.03%，而可转债正股平均下跌了 -5.74%，可转债表现强于正股，其中，巨轮转 2、国投转债、川投转债分别上涨 26.35%、25.91%、18.09%，但其正股平均下跌 -8.39%，转债表现良好。

2、2012 年发行 5 只转债，申购中签率平均为 0.66%，其中上市 4 个转债，南山转债申购亏损，而其他几个转债表现尚可。申购中签率平均为 0.66%，相对于 2011 年 9 只转债的平均中签率 0.53% 有所提升。网上申购收益比较低，平均在千分之零点四，而鉴于有些转债提供网下 5 倍杠杆，因此网下申购收益还算可以，平均在 0.18%，即一个亿的资金申购可以达到 18 万的收益。从这个视野看，申购资金占用时间较短，收益稳定性高，故此网下申购转债对稳健投资者是较好的选择之一。

3、转债估值比较合理，股性和估值水平提升是转债价格上涨的主要驱动因素，从转债估值看，目前转债市场平均纯债溢价率和转股溢价率分别为 14.59%、25.17%，股性、债性比较合理，结构性分化，偏股和平衡型转债的转股溢价率平均为 12.89%，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 2.58%，债性突出，平均到期收益率为 4.33%。总体而言，转债估值结构性高估与低估并存，转债市场价格相对于其理论价格折价，其溢折价比为 -4.42%，有些转债市场价格大于理论价格，如歌华转债、燕京转债。其中，南山转债的折价率为 -16.06%，重工转债为 -7.22%，国投转债的溢折价比为 -8.6%，石化转债的折价率为 -6.92%，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。值得注意的是，偏股和平衡型转债的溢折价比平均为 -5.27%，根据正股的不同基本面，投资者可挖掘转债的结构性机会。

4、从现有拟发行转债的规模来看，大约有 890 亿元左右，转债供需结构基本匹配，2013 年投资转债的预期收益率比较乐观，2013 年证券市场上半年可能延续震荡慢牛格局，结构性投资机会显现，但下半年证券市场压力比较大，难免对转债市场估值压力，估计上证指数在 2100-2600 点之间波动。投资者投资可转债，要积极把握新上市可转债的申购收益，关注中国石化、民生银行和中国平安等转债发行时机。股市上涨，转债的弹性非常高，上涨潜力巨大。2013 年上半年是战略性投资转债的较好时机，是投资偏股性和平衡性转债的战略时机，战术上把握转债转股的时间点；下半年是投资偏债性转债的主要时间点，但投资者要衡量其相对机会成本。转债市场 2013 年获得正回报的可能性比较大，上半年收益率乐观，但下半年压力比较大。投资者可根据自身的风险偏好和收益预期把握可转债的投资时机，尤其是把握行业基本面转暖且溢价率不高的转债的结构性机会，如电力类转债、银行转债等，并控制风险。当前弹性居前的中大盘个券中的南山、重工、川投、石化、国投和工行等弹性比较高，而同仁转债具有稀缺性和稳定性，价内转债，建议增持。对于稳健型投资组合，包括石化、新钢、中行转债等，而激进型投资组合包括工行、国电、美丰、南山、川投、重工转债等，重点关注的品种包括工行转债、川投、南山、国电转债、石化、美丰、重工转债等。

证券简称	类型	估值水平	投资建议
新钢	偏债型	纯债	纯债买入
博汇	偏债型	纯债	纯债买入
歌华	偏债型	纯债	纯债买入
海运	平衡型	合理	回避
国投	偏股型	低估	买入
石化	平衡型	合理	买入
川投	平衡型	合理	积极买入
中海	偏债型	高估	中性
国电	平衡型	合理	关注
恒丰	平衡型	合理	关注
南山	平衡型	合理	买入
同仁	平衡型	合理	买入
中行	平衡型	合理	关注
工行	偏股型	低估	买入
重工	平衡型	合理	买入
深机债	偏债型	高估	纯债买入
美丰	平衡型	合理	买入
中鼎	偏债型	高估	中性
燕京	平衡型	高估	回避
巨轮	偏股型	合理	买入

证券分析师：赵旭

执业证书编号：S0550511010005

TEL: (21)20361161 FAX: (21)20361138

目 录

1. 2012 年可转债市场回顾.....	3
2. 可转债价值评价.....	6
3. 2013 年可转债市场展望及投资策略与机会分析.....	9

1. 2012 年可转债市场回顾

(1)、可转债比较抗跌，转债上涨而正股下跌

2012 年 A 股市场呈现震荡下跌但到 12 月份大幅度反弹态势，截至 2012 年 12 月 31 日，沪深 300 指数收于 2522.95 点，年涨幅为 7.55%。转债市场跟随正股的走势也呈现震荡上涨的走势，截止 2012 年 12 月 31 日，中信标普可转债指数收于 2607.53 点，上涨了 4.55%，这显示了可转债的抗跌性和防御性特点，既可攻又可守，是震荡市场一个比较好的防御性投资品种。

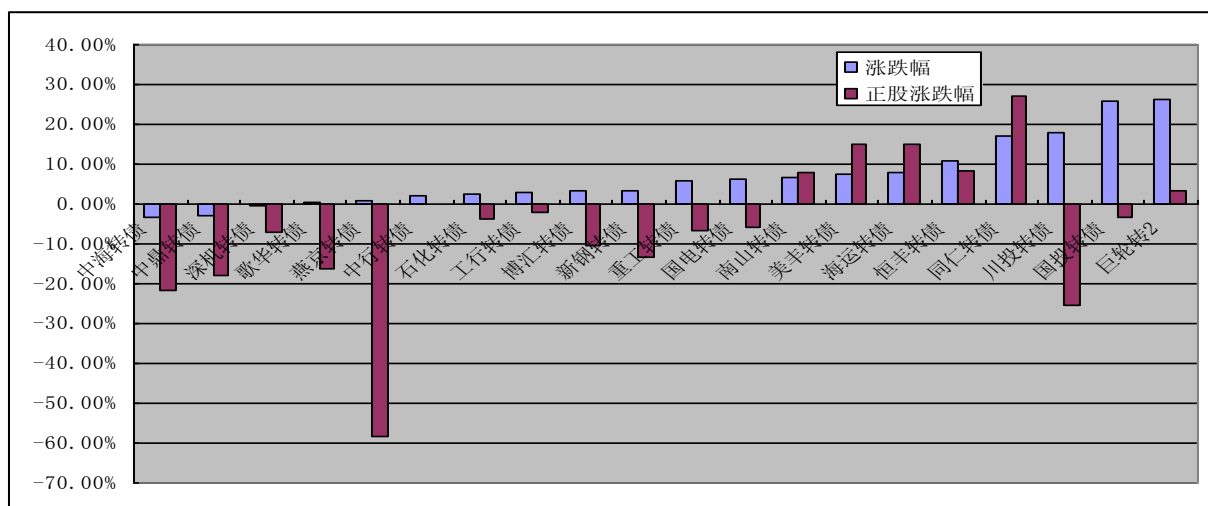
表 1 可转债 2012 年交易统计

代码	名称	收盘价	均价	涨跌幅	正股涨跌幅	成交额 (亿元)	交易日 (天)	日均成 交量 (万股)	日均成交 额(万元)
110003.SH	新钢转债	103.8	103.3	3.40%	-13.45%	51.45	242	20.58	2126.06
110007.SH	博汇转债	99.5	100.49	3.24%	-10.25%	17.90	242	7.36	739.81
110011.SH	歌华转债	92.79	93.69	0.23%	-16.15%	18.07	242	7.97	746.7
110012.SH	海运转债	99.69	97.34	7.98%	15.13%	9.24	180	5.27	513.45
110013.SH	国投转债	122.51	108.96	25.91%	-3.36%	54.38	241	20.71	2256.32
110015.SH	石化转债	103.39	102.37	2.52%	-3.62%	512.82	242	207	21190.93
110016.SH	川投转债	109.2	99.47	18.09%	-25.36%	25.43	237	10.79	1072.8
110017.SH	中海转债	88.75	92.87	-3.48%	-21.62%	20.45	240	9.17	851.95
110018.SH	国电转债	112.79	109.36	6.27%	-5.73%	104.69	240	39.89	4362.27
110019.SH	恒丰转债	110.82	110.91	10.82%	8.46%	5.80	178	2.94	325.65
110020.SH	南山转债	106.64	101.66	6.64%	7.74%	84.21	44	188.26	19138.44
110022.SH	同仁转债	116.99	110.87	16.99%	27.01%	11.77	10	106.18	11772.31
113001.SH	中行转债	96.86	96.62	2.01%	0.00%	433.70	241	186.25	17995.77
113002.SH	工行转债	109.82	107.07	2.97%	-2.12%	502.63	241	194.79	20856.07
113003.SH	重工转债	106.01	104.41	6.01%	-6.65%	182.33	135	129.35	13506.09
125089.SZ	深机转债	91.75	94.05	-0.61%	-7.23%	14.37	242	6.31	593.67
125731.SZ	美丰转债	111.88	111.7	7.58%	15.08%	8.40	240	3.13	350.02
125887.SZ	中鼎转债	103.05	108.62	-2.99%	-18.00%	5.41	242	2.06	223.46
126729.SZ	燕京转债	101.99	102.97	0.68%	-58.19%	7.20	241	2.9	298.68
129031.SZ	巨轮转 2	117	110.91	26.35%	3.54%	6.84	242	2.55	282.48

数据来源：东北证券,WIND

从上表可以看出，不考虑唐钢转债和澄星转债到期退市，2012 年可转债 17 涨 3 跌，可转债平均上涨了 7.03%，而可转债正股平均下跌了 -5.74%，可转债表现强于正股，转债表现相当好。其中，巨轮转 2、国投转债、川投转债分别上涨 26.35%、25.91%、18.09%，但其正股平均下跌 -8.39%，而中海转债、中鼎转债、深机转债分别下跌 -3.48%、-2.99%、-0.61%。转债与标的股票连动比较强，大部分基本与正股走势相吻合，相对比较抗跌。

图 1 可转债涨幅统计比较



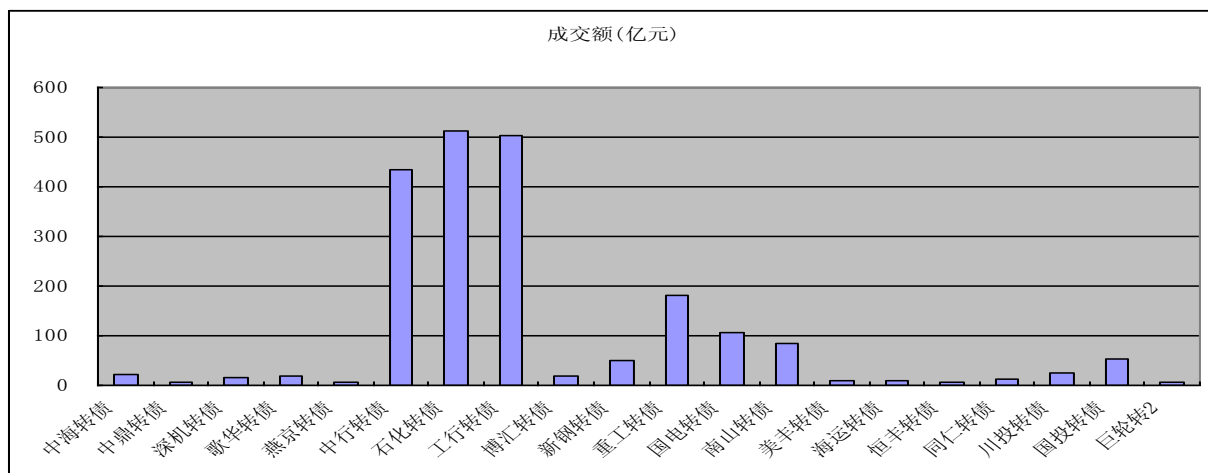
数据来源：东北证券,WIND

(2)、可转债成交平稳，转债流动性差异比较大

从成交额来看，转债市场总共成交 206875640.40 手转债，成交金额为 2127.2 亿元，相对于 2011 年的 2119.545 亿元基本持平。其中工行转债成交额达到 502.63 亿元，中行转债的成交额达到 433.70 亿元，石化转债成交 512.82 亿元，可见中行、石化和工行转债是市场交易主力，国投转债成交 54.377 亿，而中鼎转债的成交额只有 5.41 亿元，比较清淡。从日均成交额来看，平均达到 5960 万元，石化转债最高，达到 2.12 亿，工行次之，达到 2.085 亿，而巨能转 2 只有 282.48 万元，可见转债之间的成交差异比较大，流动性也大不一样。随着大盘转债的上市，市场成交量出现了比较大程度的上升，由几亿元的周成交量达到近 100 亿元的周成交量。

2012 年唐钢几乎全额赎回，澄星转债退市。

图 2 可转债成交额比较



数据来源：东北证券,WIND

(3)、转债申购收益率一般，中签率有所增加

2012 年发行 5 只转债，申购中签率平均为 0.66%，其中上市 4 个转债，南山转债申购亏损，而其他几个转债表现尚可。从 2012 年发行的可转债条款可以发现，大都有相对较为苛刻的回售条款和比较宽松的赎回条款，这使得投资者对可转债的条款把握的难度加大，条款吸引力并不大。

2012 年可转换债券发行 163.55 亿元，其中海直转债 6.5 亿在 2013 年上市，这增加了可转债市场的存量规模。中盘转债流动性较好和稳健回报高的特点获得了资金的热捧，值得注意的是，重工转债的网下申购资金冻结量达到了 10676.090 亿元。由于 2012 年下半年市场相对比较低迷，导致转债市场比较清淡，使得资金

申购不大热情，转债市场中签率有所反弹。恒丰转债中签率为 0.42%，相对比较低，而 10 月份发行的南山转债的中签率为 0.81%，海直转债的中签率为 0.82%，同仁转债中签率在 0.78%，其中重工转债的中签率为 0.46%。申购中签率平均为 0.66%，相对于 2011 年 9 只转债的平均中签率 0.53% 有所提升。转债中签率之所以上升主要在于 10 月份市场低迷，申购南山转债的投资者都遭受了损失，加之 2012 年的转债都是中小盘，规模不大。从申购收益来看，可转债收益小于创业板和主板 IPO。网上申购收益比较低，平均在千分之零点四，而鉴于有些转债提供网下 5 倍杠杆，因此网下申购收益还算可以，平均在 0.18%，即一个亿的资金申购可以达到 18 万的收益。从这个视野看，申购资金占用时间较短，收益稳定性高，故此网下申购转债对稳健投资者是较好的选择之一。

表 2 2012 年新上市可转债基本情况

代码	名称	发行规模 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (%)	补偿利 率(%)	上市日期
110019.SH	恒丰转债	4.5000	5.00	0.70	1.80	2012-4-12
125099.SZ	海直转债	6.5000	6.00	0.50	2.17	
110020.SH	南山转债	60.0000	6.00	3.50	4.50	2012-10-31
110022.SH	同仁转债	12.0500	5.00	0.50	2.04	2012-12-18
113003.SH	重工转债	80.5015	6.00	0.50	1.83	2012-6-18
代码	名称	到期日期	初始转股 价	最新转股 价	信用 等级	证监会行业
110019.SH	恒丰转债	2017-3-23	6.88	6.88	AA	造纸及纸制品业
125099.SZ	海直转债	2018-12-18	7.10	7.10	AA+	航空运输业
110020.SH	南山转债	2018-10-16	6.92	6.92	AA	有色金属业
110022.SH	同仁转债	2017-12-4	17.72	17.72	AAA	医药制造业
113003.SH	重工转债	2018-6-4	6.05	4.93	AAA	专用设备制造业

数据来源：东北证券,WIND

表 3 2012 年新上市可转债申购情况

名称	原流通股股 东有效申购 金额(亿元)	原流通股股东获 配金额(亿元)	网上有效申购 金额(亿元)	网上获配 金额 (亿元)	网上中签 率(%)
恒丰转债	1.967	1.967	25.914	0.108	0.42
重工转债	31.098	31.098	80.300	0.369	0.46
南山转债	5.690	5.690	42.917	0.346	0.81
同仁转债	9.004	9.004	30.229	0.235	0.78
海直转债	0.492	0.492	6.296	0.052	0.82
名称	网下有效申 购户数(户)	网下有效申购金 额(亿元)	网下获配金额 (亿元)	网下中签 率(%)	发行日期
恒丰转债	574	581.750	2.425	0.417	2012-3-23
重工转债	1,801	10676.090	49.035	0.459	2012-6-4
南山转债	1,173	6693.695	53.964	0.806	2012-10-16
同仁转债	241	361.075	2.811	0.778	2012-12-4
海直转债	624	723.310	5.956	0.823	2012-12-19

数据来源：东北证券,WIND

2. 可转债价值评价

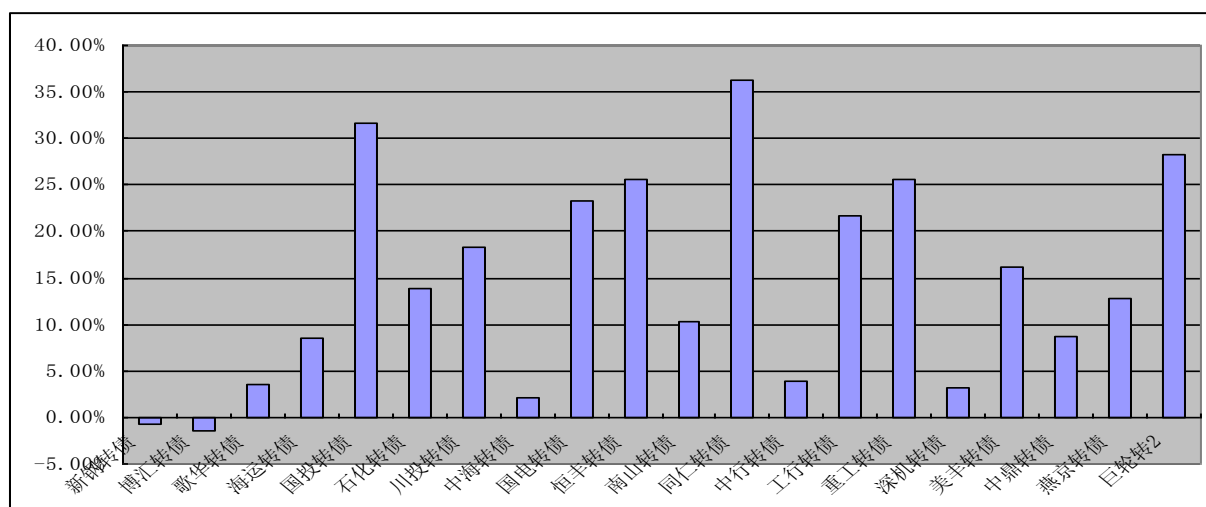
从可转债的各项指标上来看，2012 年转债到期收益率经历了下降、上涨而又下降的过程，转股溢价率经历了上升、下跌的波动变化过程，而纯债溢价率则由低到高变化。

表 4 可转债债券价值（2012 年 12 月 31 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	103.80	4.87%	104.57	-0.77	-0.74%	1.02	233
110007.SH	博汇转债	99.50	5.30%	100.87	-1.37	-1.36%	0.47	631
110011.SH	歌华转债	92.79	4.26%	89.59	3.20	3.58%	0.10	1425
110012.SH	海运转债	99.69	2.19%	91.88	7.81	8.50%	0.89	1102
110013.SH	国投转债	122.51	-1.77%	93.08	29.43	31.62%	0.65	1486
110015.SH	石化转债	103.39	1.95%	90.85	12.54	13.80%	0.60	1515
110016.SH	川投转债	109.20	1.07%	92.33	16.87	18.27%	0.55	1541
110017.SH	中海转债	88.75	4.79%	86.91	1.84	2.11%	0.29	1674
110018.SH	国电转债	112.79	0.52%	91.48	21.31	23.30%	0.18	1692
110019.SH	恒丰转债	110.82	-0.40%	88.18	22.64	25.67%	0.54	1543
110020.SH	南山转债	106.64	3.33%	96.64	10.00	10.35%	0.74	2115
110022.SH	同仁转债	116.99	-1.22%	85.83	31.16	36.30%	0.04	1799
113001.SH	中行转债	96.86	3.93%	93.16	3.70	3.97%	0.64	1249
113002.SH	工行转债	109.82	-0.36%	90.29	19.53	21.63%	0.30	1339
113003.SH	重工转债	106.01	0.87%	84.38	21.63	25.63%	0.29	1981
125089.SZ	深机转债	91.75	4.53%	88.91	2.83	3.19%	0.37	1657
125731.SZ	美丰转债	111.88	-1.58%	96.25	15.63	16.24%	0.70	883
125887.SZ	中鼎转债	103.05	2.23%	94.79	8.26	8.71%	0.98	1137
126729.SZ	燕京转债	101.99	0.50%	90.39	11.60	12.83%	0.19	1018
129031.SZ	巨轮转 2	117.00	-2.06%	91.25	25.75	28.22%	0.45	1296

数据来源：东北证券,WIND

图 3 可转债债性——纯债溢价率图示



数据来源：东北证券,WIND

纯债溢价率一般用作度量转债债性的指标，一般而言，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，随着正股调整其风险愈大。另外，纯债溢价率也还受到债券市场利率的影响，在相同条件下，市场利率愈低，纯债溢价率愈低，转债的债性愈强。一般情况下，市场利率与纯债溢价率呈正相关关系。2012 年 12 月 31 日，转债市场平均纯债溢价率为 14.59%，相对于 2012 年初的 9.76% 有所增加，债性略微下降。但目前转债市场债性仍相对比较高，博汇转债的债性最强，属于偏债性，其到期收益率为 5.30%，所有转债的纯债到期收益率平均为 1.65%，相对于年初的 3.16% 下降，债性支持减弱，部分转债属收益率品种，在多头市场可积极配置。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出现分化，偏债性转债的债性仍相对较强，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。可见，偏股性和平衡性转债的债性大幅度减弱，而偏债性转债的债性仍比较高。

表 5 可转债转股价值评价（2012 年 12 月 31 日）

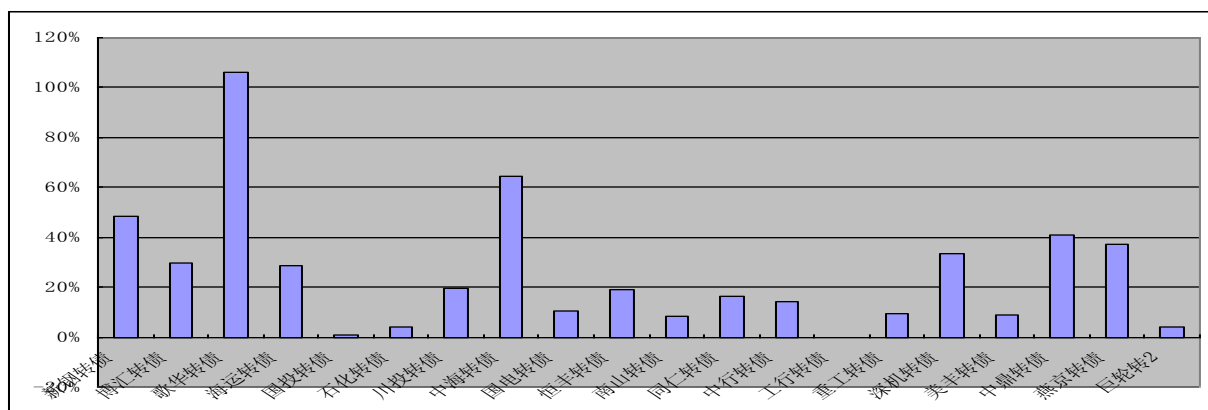
证券简称	收盘价元	理论价格	折价率	转股价元	转股比例	股票价格	转换平价	转换价值元	转股溢价元	转股溢价率	转股稀释率	隐含波动率
新钢转债	103.80	104.18	-0.36%	5.88	17.01	4.12	6.10	70.07	33.73	48.14%	25.20%	19.47%
博汇转债	99.50	105.66	-5.83%	6.16	16.23	4.73	6.13	76.79	22.71	29.58%	23.88%	22.95%
歌华转债	92.79	92.25	0.59%	14.89	6.72	6.70	13.82	45.00	47.79	106.22%	9.20%	33.60%
海运转债	99.69	103.97	-4.12%	4.51	22.17	3.50	4.50	77.61	22.08	28.46%	15.48%	23.44%
国投转债	122.51	134.03	-8.60%	4.74	21.10	5.76	5.81	121.52	0.99	0.82%	16.94%	21.24%
石化转债	103.39	111.08	-6.92%	6.98	14.33	6.92	7.22	99.14	4.25	4.29%	3.53%	7.24%
川投转债	109.20	117.59	-7.13%	9.15	10.93	8.36	9.99	91.37	17.83	19.52%	10.42%	20.79%
中海转债	88.75	92.25	-3.79%	8.60	11.63	4.64	7.63	53.95	34.80	64.49%	11.89%	19.83%
国电转债	112.79	114.26	-1.29%	2.57	38.91	2.63	2.90	102.33	10.46	10.22%	12.20%	15.11%
恒丰转债	110.82	112.03	-1.08%	6.88	14.53	6.41	7.62	93.17	17.65	18.95%	22.02%	27.08%
南山转债	106.64	127.05	-16.06%	6.92	14.45	6.82	7.38	98.56	8.08	8.20%	30.95%	0.69%
同仁转债	116.99	120	-2.51%	17.72	5.64	17.82	20.73	100.56	16.43	16.33%	4.96%	28.64%
中行转债	96.86	98.87	-2.03%	3.44	29.07	2.92	3.33	84.88	11.98	14.11%	4.00%	8.90%
工行转债	109.82	113.66	-3.38%	3.77	26.53	4.15	4.14	110.08	-0.26	-0.24%	1.69%	20.58%
重工转债	106.01	114.26	-7.22%	4.93	20.28	4.77	5.23	96.75	9.26	9.57%	10.02%	17.93%
深机转债	91.75	94.79	-3.21%	5.60	17.86	3.85	5.14	68.75	23.00	33.45%	17.44%	14.17%
美丰转债	111.88	119.1	-6.06%	7.06	14.16	7.25	7.90	102.69	9.19	8.95%	15.12%	16.72%
中鼎转债	103.05	105.07	-1.92%	12.66	7.90	9.25	13.05	73.06	29.99	41.04%	3.83%	27.50%
燕京转债	101.99	98.91	3.11%	7.58	13.19	5.64	7.73	74.41	27.58	37.07%	0.43%	35.34%
巨轮转 2	117.00	130.81	-10.56%	5.47	18.28	6.14	6.40	112.25	4.75	4.23%	12.98%	14.87%

数据来源：东北证券,WIND

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。截止 2012 年 12 月 31 日，转债市场平均转股溢价率为 25.17%，相对于 2012 年初的 49.82% 下降比较多，转债市场股性相对增强。目前工行转债、巨轮转 2、国投转债属于偏股型，其中工行转债转股溢价率为-0.24%，具有套利和转股价值，与标的股票有较强联动性，国电转债的转股溢价率较低，为 10.22%，石化转债转股溢价率为 4.92%，国投转债转股溢价率为 0.82%，南山转债为 8.20%，巨

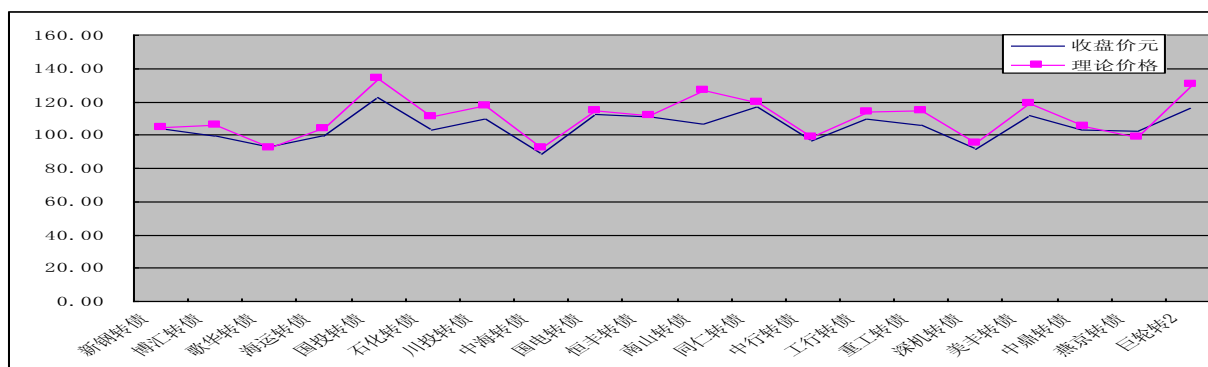
轮转 2 为 4.23%，重工转债为 9.57%，这些转债与标的股票有较强联动性，属于高报酬品种，在正股反弹时上涨可观，其弹性比较大。可以说，工行转债、石化转债、国投转债的转换溢价比较低，价格高于债券价值，且其股性较强，属于潜力报酬投资品种，如果市场上涨，回报可观，适合投资者参与配置，是目前市场的偏好者。歌华转债、新钢转债属于偏债性，适合作为纯债对待，是稳健型投资者配置的重点，大部分转债属于平衡型，其转股溢价都比较高，同时债券溢价也比较高，这类转债在控制风险的情况下应根据正股的走势来判断其投资价值。整体而言，在市场风险偏好提升的大环境下，2012 年市场反弹有望延续，偏股和平衡性转债的投资时机已经来临，总体来说，转债市场表现为较强股性、较强债性的结构性分化特点。

图 4 可转债股性—转股溢价率图示



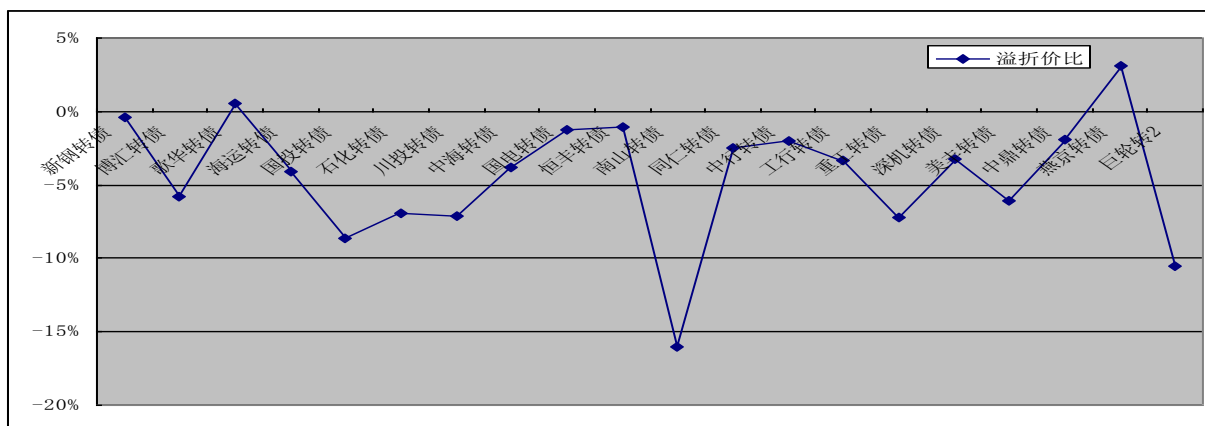
数据来源：东北证券,WIND

图 5 转债市场价格与理论价格比较



数据来源：东北证券,WIND

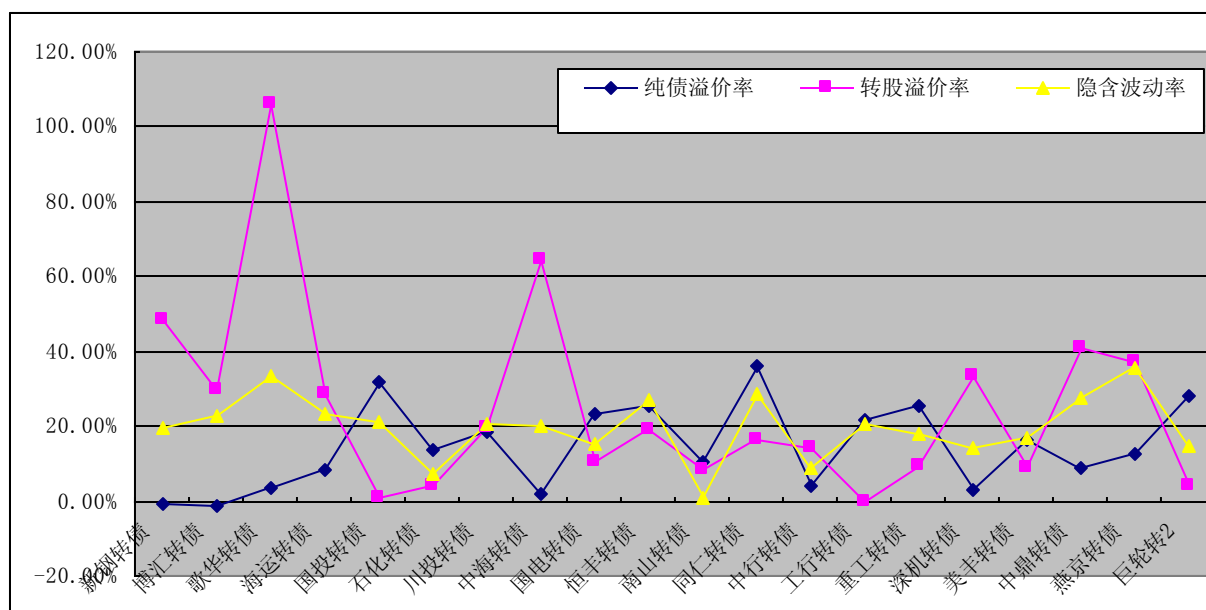
图 6 可转债溢折价比的比较



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和转股溢价率分别为 14.59%、25.17%，股性、债性比较合理，结构性分化，偏股和平衡型转债的转股溢价率平均为 12.89%，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 2.58%，债性突出，平均到期收益率为 4.33%。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-4.42%，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、燕京转债。其中，南山转债的折价率为-16.06%，重工转债为-7.22%，国投转债的溢折价比为-8.6%，石化转债的折价率为-6.92%，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。值得注意的是，偏股和平衡型转债的溢折价比平均为-5.27%，根据正股的不同基本面，投资者可挖掘转债的结构性机会。

图 7 可转债纯债溢价率、转股溢价率和隐含波动率比较



数据来源：东北证券,WIND

隐含波动率是市场对转债正股未来一段时间内的波动预期。如果市场出现大幅度下跌，转债隐含波动率相对较低，而出现大幅上涨时，隐含波动率会增加。目前平均隐含波动率在19.8%左右，估值相对有吸引力。燕京转债和歌华转债的隐含波动率较高，分别为35.34%、33.60%。相对估值优势明显的有石化转债、南山转债、中行转债，隐含波动率分别为7.24%、0.69%、8.90%。总体而言，目前转债市场估值已处于相对低部，隐含波动率比较低，转债估值相对比较合理。2013年投资转债的预期收益率中性乐观，关键在于股票市场的走势以及正股股价能否走强，估计上半年是投资偏股性和平衡性转债的战略时机，下半年是投资偏债性转债的主要时间点，但投资者要衡量其相对机会成本。

3. 2013 年可转债市场展望及投资策略与机会分析

3.1 2013 年可转债市场展望

2012 年可转债市场相对比较抗跌，投资收益率跑赢正股，那么，2013 年可转债市场究竟如何发展演变？

表 6 2013 年拟发行可转债的上市公司

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

从现有拟发行转债的规模来看，大约有890亿元左右，其中中国石化二次发行可转债300亿的规模最大，中国平安为260亿，民生银行为200亿元。可以发现，大盘、中小盘品种共存，使得投资者的选择更加多元化。更为重要的是，拟发行可转债的公司中，行业也多样化，有银行、保险、石化、基础设施、机械等行业，这样可使投资者借助于转债来进行行业配置。另一方面，2013年可转债的需求估计比较旺盛，证券市场的复杂震荡行情使得诸多机构投资者转战转债市场。值得注意的是，各种类型的转债基金也是一大需求主力，甚至包括券商的理财产品也是转债需求的主力军。由于转债可以质押式回购，增加了投资需求，其吸引力增加引发潜在的资金，而企业年金、保险资金等投资转债的条件放宽，也吸引了诸多资金来投资转债，估计2013年的转债供需结构基本是匹配的，估值水平比较合理。

3.2 2013 年可转债市场投资策略及机会分析

预计 2013 年中国经济比较复杂，处于底部调整时期，GDP 增长 7.5-7.8%，下半年比上半年表现略好，温和复苏可能在中期，在稳健的货币政策和积极财政政策支持下，2013 年如果经济不再恶化，降息的可能性比较小，不排除在 2013 年末进入升息周期。通货膨胀温和增加，估计 CPI 平均水平在 2.5-3.0%左右，下半年同比增幅有可能高于 4%。目前企业经营比较艰难，现金流紧张，应收账款上升，投资意愿低迷，库存比较高，使得中小企业的信用风险激增。2013 年，预计贸易顺差状况会略好于 2012 年，流动性会有所增加，但货币政策相对比较稳健，过度放松货币的可能性比较小。2012 年货币政策趋于稳健是大方向，上市公司业绩增长可能处于一个平稳的状态，由于欧债危机的影响，出口可能受到影响。中国宏观经济复苏有逐渐企稳迹象，中国制造业仍在扩张，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，中期下行风险仍不容忽视。面对经济触底与政策红利博弈，尤其是新领导层上台提出的经济改革预期和城镇化政策是 2013 年上半年证券市场回暖的催化剂，是一个政策基本面和资金面博弈的过程。“稳增长”带来的利好有利于市场结构性行情。考虑到 2013 年宏观经济、货币政策以及通货膨胀预期，2013 年证券市场上半年可能延续震荡慢牛格局，将承担相应估值修复压力，结构性投资机会显现，但下半年证券市场压力比较大，难免对转债市场估值压力比较大，估计上证指数在 2100-2600 点之间波动，2500 点以上是高估值区域。从这个角度看，转债市场也存在结构性机会。

(1)、积极把握新上市可转债的申购收益

2013年估计有多只大盘转债发行，尽管2012年可转债的中签率有所提升，但申购收益有喜有悲，申购南山转债甚至亏损，但网上申购收益率平均为0.04%，网下申购收益率平均为0.18%，在2013年市场回暖环境中申购可转债也许是一个投资策略之一。由于各种债券基金发行和持有人结构的多样化使得转债的需求比较多，要考虑可转债条款和大股东配售意愿，审慎合理申购。对于大盘转债要积极参与，特别是石化转债2、民生银行转债，估计会有一个较好的收益。但不排除投资者参与申购新债有可能会亏损的概率，因此申购可转债关键要看当时的市场环境，如果市场环境比较差，条款设计具有吸引力的转债难免也会跌破面值。但一般来说，条款设计具有吸引力转债抗跌性比较好，因此回售条款比较宽松或利率补偿较高的转债，可能会受到投资者的欢迎。对于机构投资者来说，积极参与具有杠杆效应的大盘可转债具有一定的收益，投资者可关注中国石化、民生银行和中国平安等转债发行时机，估计其申购收益比较有吸引力，投资者应审慎选择申购

可转债，获得合理的收益。

表 7 可转债申购收益率比较

代码	名称	中签率 (%)	首日涨幅	网上申购收益率	杠杆	网下申购收益率
110019.SH	恒丰转债	0.42	9.20%	0.04%	5	0.19%
113003.SH	重工转债	0.46	7.55%	0.03%	5	0.17%
110020.SH	南山转债	0.81	-0.89%	-0.01%	5	-0.04%
110022.SH	同仁转债	0.78	10.02%	0.08%	2	0.39%
127001.SZ	海直转债	0.82			2.5	

数据来源：东北证券, WIND

(2)、积极把握上半年偏股性和平衡性可转债的战略结构性投资机遇

短期看，股市回暖态势比较明朗，而转债供给等保障了转债市场的活跃度。股市上涨，转债的弹性非常高，上涨潜力巨大。因此，2013 年上半年是战略性投资转债的较好时机，战术上把握转债转股的时间点。从长期看，可转债具备战略投资价值，处于相对底部且具备结构性估值优势的转债是投资者股市、债市转换的有效博弈品种，退可守，进可攻，转债市场 2013 年获得正回报的可能性比较大，上半年收益率乐观，但下半年压力比较大。对可转债投资而言，大盘转债由于正股波动小而期权价值低使得收益稳定，适合配置，适合稳健投资者；而中小转债由于波动幅度大、期权价值高，适合获得超额回报收益，但其风险更大，流动性风险突出。

(3)、适度把握转债回售、赎回、修正相关条款博弈变化所带来的投资机会

转债条款设计是否合理是吸引投资者的关键因素，赎回条款促使转债触发赎回条款并以提前赎回迫使持有人转股，而修正转股价能使转债的转换价值得到提升，可转债回售条款对转债价格形成了有力的支撑。如果正股接近触发修正条款时，投资者可结合其回售及修正条款综合考虑，挖掘修正预期明显的转债。实践检验表明，大部分被赎回的转债最后交易价格基本在 130-180 元之间，目前转债的均价为 104.00 元左右，上涨空间较大。目前转债中中鼎、新钢有一定的回售压力，国投转债已经接近触发赎回价。可见，2013 年投资者也要结合赎回、回售和修正条款的变化，合理把握转债买入和卖出时机，关注进入回售期的美丰、海运和恒丰等转债的条款变化。

(4)、2013 年可转债重点投资个券分析——结构性投资机会显现

投资者可根据自身的风险偏好和收益预期把握可转债的投资时机，尤其是把握行业基本面转暖且溢价率不高的转债的结构性机会，如电力类转债、银行转债等，并控制风险。在经济企稳复苏、企业利润见底的预期下，转债正股所在行业的景气度有所改善。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。当前弹性居前的中大盘个券中的南山、重工、川投、石化、国投和工行等弹性比较高，而同仁转债具有稀缺性和稳定性，价内转债，建议增持。对于稳健型投资组合，包括石化、新钢、中行转债等，而激进型投资组合包括工行、国电、美丰、国投、南山、川投、重工转债等，重点关注的品种包括工行转债、川投、南山、国电转债、重工转债等。

推荐品种：

银行股转债：估值合理，风险较小

目前中国银行和工商银行的市盈率均处于历史相对低位，估值水平比较低。2013 年银行股的修复行情依然期待。工行的股性较高，我们建议采取波段操作，或进行套利操作，工行转债的转股溢价率为 -0.24%，股性相对较强，是替代正股的不错品种，投资者可以关注，分享在正股上涨时带来的投资收益。中行转债的到期收益率为 3.93%，纯债溢价率 3.97%，转股溢价率为 14.11，债性比较强，有较好的防御性。中行的优势在于估值安全和流动性较好，但很难跑赢市场，适合风险偏好较低的投资者关注。总体来说，银行股估值较低，银行转债相对其他转债有一定的估值优势，投资者可关注民生转债上市带来的配置时机，重点关注工行转债。

石化转债：谨慎对待

成品油定价机制市场化、天然气价格改革等可能是促使中国石化股价上涨的主要催化剂，鉴于潜在利好比较多，石化转债的估值可能比较高，目前石化转债转股溢价率为 4.29%，股性比较强，如果正股上涨，石化转债的投资价值突出，但石化转 2 上市可能对其构成一定的压力。

南山转债，有色转债的代表，弹性比较大

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，该在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，其转债的投资价值显现，投资者可关注其可转债。目前南山转债的转股溢价率为 8.20%，溢折价比为-16.06%，理论价格为 127.05 元，票面利率为 3.5%，到期收益率为 3.33%，具有中长期配置价值，建议重点关注。

重工转债，偏股性转债的代表，公司转股意愿比较强烈，股性相对比较活跃，具有军工题材

中国重工公司的竞争优势体现在是国内规模最大的全产业链船舶造修企业，在舰船装备和海洋工程方面具有行业领先优势，公司具有较强的盈利能力，核心产品拥有较高的市场占有率。目前重工转债的转股溢价率为 9.57%，溢折价比为-7.22%，理论价格为 114.26 元。作为中等转债，其流动性好，受益于转债的质押，具有中长期配置价值，性价比超越正股。建议逢低增持重工转债。

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 2012 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。国电转债转股溢价率为 10.22%，溢折价比为-1.29%，理论价格 114.26 元，具有中长期配置价值，建议关注。

新钢转债：有可能继唐钢转债成为第二只到期赎回的转债

新钢转债接近债底，到期收益率在 4.87% 以上，转股价为 5.88 元，转股价再度修正的可能性不大。当然，如果市场持续反弹，加之钢铁行业回暖，其股价上升的概率比较大，不排除其在到期前有转股的可能，但这种概率相对比较小。博弈新钢转债条款要审慎。

美丰转债：适当关注

公司主要从事合成氨、尿素、复合肥等化学肥料，以及三聚氰胺、塑料包装袋、PVC 管材管件的制造、销售。主要产品为尿素，但毛利率下降，业绩增速回归常态。尿素产品生产销售在公司生产经营中占据了主导地位，每天春天，市场需求旺盛，尿素产品的价格出现上涨，农肥行业景气度提升。估计一季度春季消费旺季到来后，公司盈利有上升空间，因此股价有望有所表现，目前美丰转债的转股溢价率为 8.95%，溢折价比为-6.06%，理论价格为 119.10 元，具有交易价值，建议关注。

表 8 可转债估值分析

证券代码	证券简称	收盘价 元	溢折价 比	纯债溢价 率	转股溢价 率	类 型	估值 水平	投资建议
110003.SH	新钢转债	103.80	-0.36%	-0.74%	48.14%	偏债型	纯债替代	纯债买入
110007.SH	博汇转债	99.50	-5.83%	-1.36%	29.58%	偏债型	纯债替代	纯债买入
110011.SH	歌华转债	92.79	0.59%	3.58%	106.22%	偏债型	纯债替代	纯债买入
110012.SH	海运转债	99.69	-4.12%	8.50%	28.46%	平衡型	合理	回避
110013.SH	国投转债	122.51	-8.60%	31.62%	0.82%	偏股型	低估	买入
110015.SH	石化转债	103.39	-6.92%	13.80%	4.29%	平衡型	合理	买入
110016.SH	川投转债	109.20	-7.13%	18.27%	19.52%	平衡型	合理	积极买入
110017.SH	中海转债	88.75	-3.79%	2.11%	64.49%	偏债型	高估	中性
110018.SH	国电转债	112.79	-1.29%	23.30%	10.22%	平衡型	合理	关注

110019.SH	恒丰转债	110.82	-1.08%	25.67%	18.95%	平衡型	合理	关注
110020.SH	南山转债	106.64	-16.06%	10.35%	8.20%	平衡型	合理	买入
110022.SH	同仁转债	116.99	-2.51%	36.30%	16.33%	平衡型	合理	买入
113001.SH	中行转债	96.86	-2.03%	3.97%	14.11%	平衡型	合理	关注
113002.SH	工行转债	109.82	-3.38%	21.63%	-0.24%	偏股型	低估	买入
113003.SH	重工转债	106.01	-7.22%	25.63%	9.57%	平衡型	合理	买入
125089.SZ	深机转债	91.75	-3.21%	3.19%	33.45%	偏债型	高估	纯债买入
125731.SZ	美丰转债	111.88	-6.06%	16.24%	8.95%	平衡型	合理	买入
125887.SZ	中鼎转债	103.05	-1.92%	8.71%	41.04%	偏债型	高估	中性
126729.SZ	燕京转债	101.99	3.11%	12.83%	37.07%	平衡型	高估	回避
129031.SZ	巨轮转 2	117.00	-10.56%	28.22%	4.23%	偏股型	合理	买入

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