

债券研究报告/可转债策略研究报告

二月份可转债投资策略——把握转债的超额收益，关注偏债性转债的投资机会并控制风险

1、一月份 A 股市场继续强势上涨，连创本轮反弹新高，月 K 线收阳，说明市场比较强势，沪深 300 指数月上涨 6.5%，中信标普可转债指数上涨 7.63%，涨幅超过正股，体现期权价值。一月份可转债全线上涨，不考虑当月上市的泰尔转债、海直转债，可转债平均上涨了 6.67%，而可转债正股平均上涨了 6.15%，可转债上涨超过正股，凸显期权价值。其中，美丰转债、重工转债、南山转债涨幅超过 10%，分别为 15.75%、10.4%、10.32%，新钢转债涨幅最小，为 1.36%。泰尔转债、海直转债分别上涨 16.01%、24.70%，海直转债上市后表现出色。截止一月末，转债平均价格为 113.04 元，大幅度增加。一月份转债表现验证了一个论点，即在转债上涨的中期阶段，转债估值水平提升，转债上涨超过正股，也是投资转债的最佳时机。

2、转债估值水平提升，转债呈现为强股性、较弱债性的特点。转债市场平均纯债溢价率为 23.93%，相对于前月末的 14.59%有所增加，债性减弱，前期纯债溢价率为负的转债都变为正，偏债性转债数量减少，到期收益率也大幅度减小，平均为-0.37%。不考虑偏债性的歌华转债、新钢转债等的转股溢价率平均为 15.15%，股性增强。转债市场价格相对于其理论价格折价，其溢折价比为-2.25%，相比前期溢折价比减小，说明转债的估值水平提升，如南山转债的折价率为-10.19%，国投转债的溢折价比为-6.12%，川投转债的折价率为-4.61%，值得关注。可关注股性较强的转债或有修正条款预期的转债，中行转债下调转股价格，有利于其股性增强。

3、本轮经济回暖、估值修复和政策驱动的行情有望在二月份持续，但不排除有阶段性调整的可能，我们的观点是，2 月份投资者要积极参与转债市场，若市场有波段调整，是投资者加大转债比例的机会，个别转债如果涨幅较高，可落袋为安，2 月份可能是转债的一个收获期。二月份转债的投资策略是，对于偏股型转债要积极把握，采取增加权重的参与策略，有望获得超额收益，分享期权收益。而对偏债性转债，有条款博弈的可能，可关注债性比较强的转债投资机会，如中海、海运转债等。我们前期推荐的重工、南山转债在 1 月份表现比较好，均上涨超过 10%。建议 2 月份积极配置银行类、电力类转债，关注有色、医药类转债等，特别是中行转债、工行转债、南山转债、重工转债、石化转债、美丰转债和泰尔转债等，从拟申购的转债看，民生转债值得关注。

可转债溢折价比

名称	理论价格元	溢折价比
新钢转债	104.79	0.40%
博汇转债	105.58	-3.07%
歌华转债	92.88	4.40%
海运转债	102.86	3.36%
国投转债	135.26	-6.12%
石化转债	114.29	-4.09%
川投转债	122.09	-4.61%
中海转债	92.80	1.88%
国电转债	123.71	-2.72%
恒丰转债	114.23	-1.25%
南山转债	131.00	-10.19%
同仁转债	128.03	-0.96%
中行转债	102.93	1.90%
工行转债	121.31	-1.90%
重工转债	118.95	-1.61%
深机转债	98.47	0.51%
美丰转债	140.68	-7.95%
中鼎转债	113.24	-2.60%
燕京转债	98.46	7.14%
海直转债	138.14	-9.73%
泰尔转债	121.31	-4.37%
巨轮转 2	135.88	-8.00%

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. 2013 年 1 月份可转债市场回顾.....	3
2. 可转债投资价值评价	5
3. 十一月份可转债投资策略与建议——积极把握转债的超额收益，关注偏 债性转债的投资机会	9

1. 2013 年 1 月份可转债市场回顾

一月份 A 股市场继续强势上涨，连创本轮反弹新高，月 K 线收阳，说明市场比较强势，是否是反转，值得进一步观察。美联储 1 月 30 日发布新的利率决议，继续维持现有的宽松货币政策，将利率维持在零的历史低位。美国失业率及通货膨胀水平仍给宽松政策留有比较大的操作空间，日本央行推出无限量 QE 计划，把通货膨胀目标上调到 2%，并做出无上限资产购买承诺。这难免导致我国货币政策也相对比较宽松，但受通货膨胀预期的影响，宽松的力度可能有限，估计 2 月降准和降息的可能性不大，但短期货币工具可能采纳。中国宏观经济复苏有企稳迹象，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，中期下行风险仍不能排除。1 月汇丰 PMI 新订单指数小幅回落，说明中国经济复苏并没有预期的乐观，本轮复苏不会一帆风顺。目前外汇占款已进入“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，经济有复苏态势但依然不容乐观。二月份面临春节到来，随着地方两会的召开，本轮经济回暖、估值修复和政策驱动的行情有望转变以政策驱动为主，节后有望成为新一轮上涨的开始，三月份召开两会，对 2013 年的经济工作有一个明确的政策指向，可以说二月份市场面临着“经济回暖”与“政策驱动”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有所缓解，再加上货币政策预期带来的估值提升，估计二月份股市仍然继续修复性反弹行情。但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，但市场震荡难免，不排除有阶段性调整，投资者要谨慎乐观，在控制风险的基础上积极把握这次估值修复带来的投资机会。截至 2013 年 1 月 31 日，沪深 300 指数收于 2686.88 点，月上涨 6.5%。转债市场走势相对于正股比较强，截止一月末，中信标普可转债指数收于 2806.54 点，上涨了 7.63%，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，在市场反弹中期时相对比较超过正股。

表 1 可转债市场交易情况（2013 年 1 月 4 日-1 月 31 日）

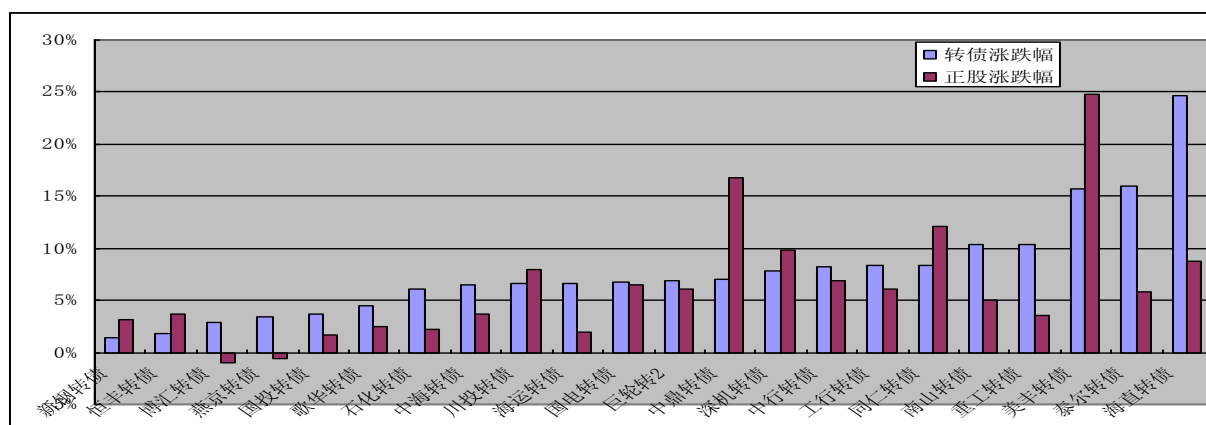
代码	名称	市场价	转债涨跌幅	正股涨跌幅	转债成交量(手)	转债成交额(万元)	正股成交额(万元)
110003.SH	新钢转债	105.21	1.36%	3.16%	759,040.00	79,316.14	19,736.30
110007.SH	博汇转债	102.34	2.85%	-1.06%	303,132.00	30,690.06	41,230.42
110011.SH	歌华转债	96.97	4.50%	2.54%	1,056,468.00	99,231.78	135,266.18
110012.SH	海运转债	106.32	6.65%	2.00%	166,682.00	17,202.62	49,766.41
110013.SH	国投转债	126.98	3.65%	1.74%	1,428,091.00	180,718.80	233,216.28
110015.SH	石化转债	109.62	6.03%	2.17%	7,989,624.00	861,421.27	689,373.53
110016.SH	川投转债	116.46	6.65%	8.01%	559,390.00	63,956.29	292,640.58
110017.SH	中海转债	94.54	6.52%	3.66%	901,938.00	83,342.13	72,787.21
110018.SH	国电转债	120.34	6.69%	6.46%	1,801,333.00	213,936.70	479,560.94
110019.SH	恒丰转债	112.80	1.79%	3.74%	78,950.00	8,928.04	29,263.43
110020.SH	南山转债	117.65	10.32%	4.99%	2,890,829.00	324,822.87	246,435.59
110022.SH	同仁转债	126.80	8.39%	12.12%	689,876.00	86,139.47	492,250.59
113001.SH	中行转债	104.89	8.29%	6.85%	12,659,934.00	1,260,562.18	365,495.84
113002.SH	工行转债	119.00	8.36%	6.02%	7,719,488.00	884,769.07	939,932.95
113003.SH	重工转债	117.03	10.40%	3.56%	4,039,746.00	457,168.56	682,219.38
125089.SZ	深机转债	98.97	7.87%	9.87%	450,536.10	43,278.34	55,721.22
125731.SZ	美丰转债	129.50	15.75%	24.83%	335,474.90	41,515.27	225,267.58
125887.SZ	中鼎转债	110.30	7.04%	16.76%	134,359.50	14,360.88	134,563.94
126729.SZ	燕京转债	105.49	3.43%	-0.53%	3,608.60	374.14	205,952.70
127001.SZ	海直转债	124.70	24.70%	8.72%	682,188.90	81,814.35	217,603.79
128001.SZ	泰尔转债	116.01	16.01%	5.81%	257,127.80	28,828.62	42,497.79

129031.SZ	巨轮转 2	125.01	6.84%	6.03%	61,773.00	7,569.37	45,636.44
-----------	-------	--------	-------	-------	-----------	----------	-----------

数据来源：东北证券,WIND

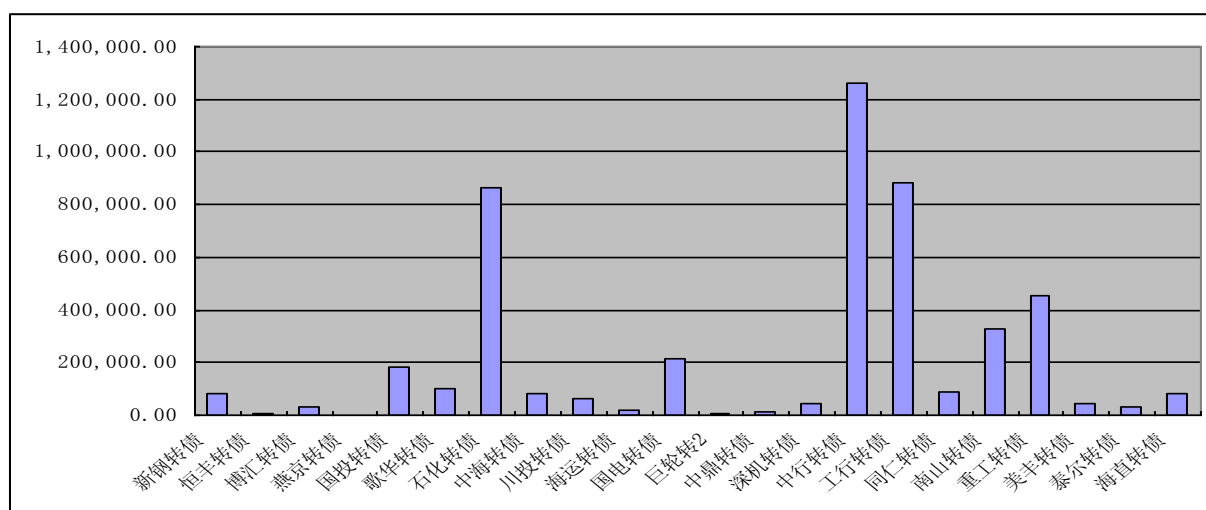
从表1可以看出,一月份可转债全线上涨,不考虑刚上市的泰尔转债、海直转债,可转债平均上涨了6.67%,而可转债正股平均上涨了6.15%,可转债相对比较强,可转债上涨超过正股。其中,美丰转债、重工转债、南山转债涨幅超过10%,分别为15.75%、10.4%、10.32%,新钢转债涨幅最小,为1.36%,值得注意的是,工行、中行、石化转债等大部分转债上涨幅度超过正股,也验证了我们前期所提出的论点,即在转债上涨的中期阶段,转债估值水平提升,转债上涨超过正股,也是投资转债的最佳时机。国投转债上涨3.65%,工行转债上涨8.36%,国电转债上涨6.69%,偏债的博汇转、新钢转债上涨幅度比较小。偏债性的转债在市场活跃的环境下涨幅比较小,这是其债性比较强的缘故。但总体而言,一月份转债比较强势,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,弹性比较高。值得注意的是,泰尔重工、中信海直转债一月份上市,申购收益率比较多,泰尔转债、海直转债分别上涨16.01%、24.70%,海直转债上市后表现出色。1月份,转债表现可圈可点,尤其是石化转债、美丰转债表现相对较强,转债市场连续上涨,电力转债表现比较稳健。截止一月末,转债平均价格为113.04元,相对于上月末的105.3元大幅度增加。部分股性比较强的转债,受正股影响比较大,如南山转债、重工转债等。转债市场走势伴随着正股,如果正股能够持续反弹,则转债的机会远大于风险,但在目前的市场环境下,二月份正股有望继续保持上涨,但不排除有阶段和结构性调整的可能,转债的投资机会值得关注,建议投资者积极参与,获得丰厚的收益,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 1 月份成交金额为 486.99 亿元，转债成交增加，市场交易比较活跃，其中工行转债成交额为 88.47 亿，南山转债 32.48 亿，中行转债的月成交额达到 126.05 亿元，石化转债成交 86.14 亿，重工转债 45.72 亿，特别是中行转债成交额最大，受到投资者的青睐。值得注意的是，新钢转债成交达到 7.93 亿，国电转债成交 21.39 亿，国投转债成交 18.07 亿，2 月份持续反弹的概率比较大，这使得转债市场的结构性机会也比较大。1 月份市场持续上涨，转债相对涨幅比较大，投资机会突出，正如我们在 2012 年 12 月份投资策略报告中分析的，要把握转债上涨中期的高弹性阶段，2 月份对于转债在获取丰厚回报的基础上，要有一份清醒的认识，谨防回调的风险。总体看，1 月份转债呈现价增量增的态势，各只转债平均成交 22.136 亿，相对于前月大幅度增加，转债市场已经接近获取丰厚回报的阶段，投资者可积极把握和关注。

表 2 1 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(%)
113003.SH	工行转债	4.77	2383.604	62404.7742	9.65
110011.SH	歌华转债	14.89	0.0268	0.7042	0.01
110014.SH	国投转债	5.74	3243.438	3507.7438	4.89
110016.SH	石化转债	7.98	0.2289	11776.1401	3.73
110016.SH	川投转债	9.15	0.0437	0.8369	0
113001.SH	中行转债	3.44	0.0581	18.1115	0
110019.SH	国电转债	3.53	3.8121	36.6432	0.02
113004.SH	重工转债	5.93	0.2633	0.3848	0
代码	名称	转股价格	变动后余额(万元)	本月变动(万元)	变动前余额(万元)
110009.SH	双良转债	13.48	422.50	-106.80	529.30
125732.SZ	美丰转债	7.06	63166.78	-5.82	63166.88

数据来源：东北证券,WIND

一月份市场震荡上涨，连创反弹新高，大部分转债表现强于正股，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，其中工行转债由于本月上涨，正股上涨 6.02%，甚至为负的溢价率，投资者转股动力增强，工行转债 1 月份有 2383.604 万股转股，累计转股数量为 62404.7742 万股，累计转股比例为 9.65%。国投转债转股了 3243.438 万股，累计转股数量为 3507.7438 万股，累计转股比例为 4.89%。国电转债转股了 3.8121 万股，重工转债转股了 0.2633 万股，其余转债没有转股或转股比较少。整体而言，1 月份转债除了工行、国投转债外转股相对比较少，尽管市场比较活跃，但转债估值提升，转债价格上涨比较多，大部分投资者不愿意转股，这也是转股比较少的缘故。

2. 可转债投资价值评价

表 3 可转债债券价值(1 月 31 日)

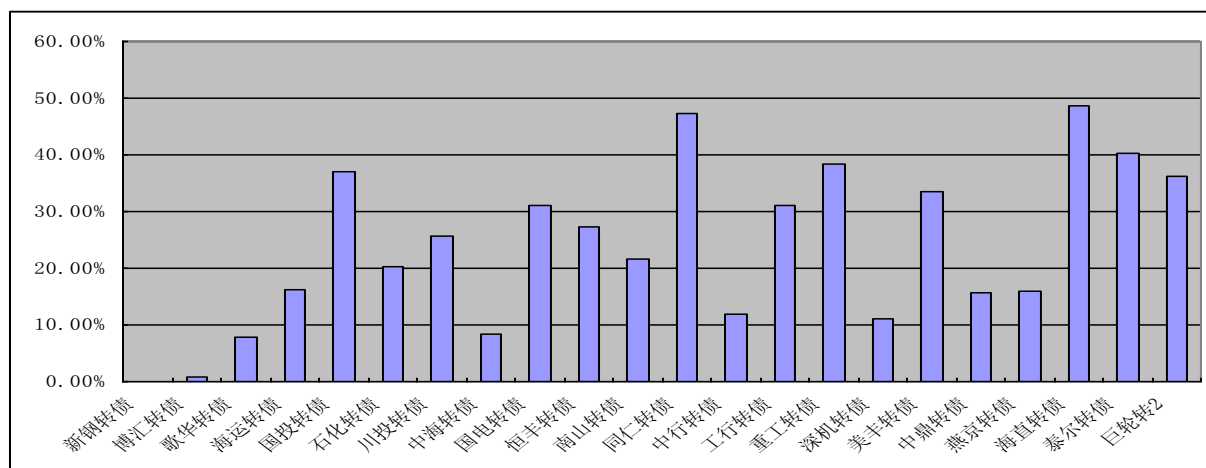
代码	名称	收盘价 元	纯债价值 元	纯债溢价 元	纯债到期 收益率	纯债溢价 率	应计利息 元	剩余期限 天
110003.SH	新钢转债	105.21	105.09	0.12	3.10%	0.12%	1.26	202
110007.SH	博汇转债	102.34	101.64	0.70	3.77%	0.69%	0.61	600
110011.SH	歌华转债	96.97	89.98	6.99	3.14%	7.76%	0.19	1394
110012.SH	海运转债	106.32	91.54	14.78	-0.30%	16.14%	0.08	1071
110013.SH	国投转债	126.98	92.75	34.23	-2.84%	36.90%	0.02	1455
110015.SH	石化转债	109.62	91.20	18.42	0.50%	20.20%	0.66	1484
110016.SH	川投转债	116.46	92.69	23.77	-0.50%	25.64%	0.61	1510
110017.SH	中海转债	94.54	87.19	7.35	3.39%	8.43%	0.35	1643

110018.SH	国电转债	120.34	91.74	28.60	-0.92%	31.18%	0.23	1661
110019.SH	恒丰转债	112.80	88.52	24.28	-0.84%	27.42%	0.60	1512
110020.SH	南山转债	117.65	96.81	20.84	1.46%	21.52%	1.04	2084
110022.SH	同仁转债	126.80	86.06	40.74	-2.90%	47.34%	0.08	1768
113001.SH	中行转债	104.89	93.67	11.22	1.52%	11.98%	0.74	1218
113002.SH	工行转债	119.00	90.72	28.28	-2.61%	31.17%	0.38	1308
113003.SH	重工转债	117.03	84.53	32.50	-1.00%	38.44%	0.33	1950
125089.SZ	深机转债	98.97	89.18	9.79	2.82%	10.98%	0.44	1626
125731.SZ	美丰转债	129.50	96.95	32.55	-7.70%	33.58%	0.80	852
125887.SZ	中鼎转债	110.30	95.36	14.94	-0.03%	15.67%	1.07	1106
126729.SZ	燕京转债	105.49	90.99	14.51	-0.75%	15.94%	0.27	987
127001.SZ	海直转债	124.70	83.90	40.79	-1.70%	48.62%	0.06	2147
128001.SZ	泰尔转债	116.01	82.63	33.38	-1.78%	40.40%	0.04	1803
129031.SZ	巨轮转 2	125.01	91.70	33.31	-4.00%	36.32%	0.54	1265

数据来源：东北证券,WIND

截止 1 月末，转债市场平均纯债溢价率为 23.93%，相对于前月末的 14.59%有所增加，债性相对小幅减弱。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。目前转债的债性减弱，前期纯债溢价率为负的转债都变为正，偏债性转债数量减少，到期收益率也大幅度减小，如博汇转债的到期收益率为 3.77%，转债价格与其债券价值较为接近，所有转债的纯债到期收益率平均为-0.37%，相对于前月末的 1.65%大幅度减小，隐含着债性支持有所减弱。由于 1 月份市场大幅度上涨，使得转债的整体股性有所增强，债性相对减弱，整体上交债的债性相对于前期降低，弱债性。

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 (1 月 31 日)

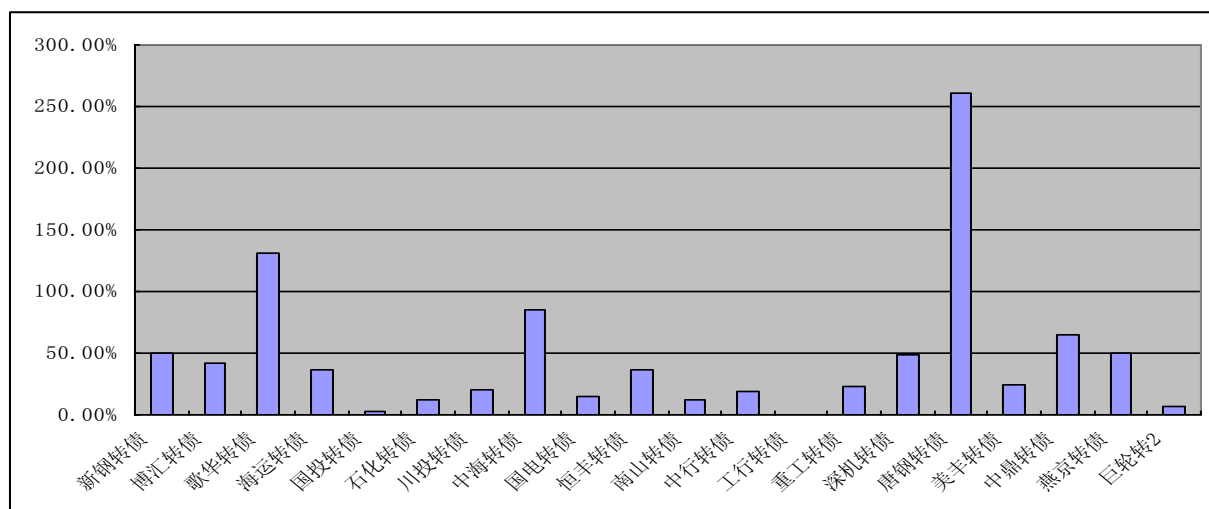
名称	市场价元	理论价格元	溢折价比	转股价元	转股比例	转换价值元	转股溢价元	转股溢价率	转股稀释率	隐含波动率
新钢转债	105.21	104.79	0.40%	5.88	17.01	72.28	32.93	45.56%	25.20%	18.91%
博汇转债	102.34	105.58	-3.07%	6.16	16.23	75.97	26.37	34.70%	23.87%	13.87%
歌华转债	96.97	92.88	4.40%	14.89	6.72	46.14	50.83	110.17%	9.20%	44.99%
海运转债	106.32	102.86	3.36%	4.51	22.17	79.16	27.16	34.31%	15.48%	35.48%
国投转债	126.98	135.26	-6.12%	4.74	21.10	123.63	3.35	2.71%	16.88%	0.09%
石化转债	109.62	114.29	-4.09%	6.98	14.33	101.29	8.33	8.22%	3.53%	14.34%

川投转债	116.46	122.09	-4.61%	9.15	10.93	98.69	17.77	18.01%	10.42%	24.14%
中海转债	94.54	92.80	1.88%	8.60	11.63	55.93	38.61	69.03%	11.89%	32.65%
国电转债	120.34	123.71	-2.72%	2.53	39.53	110.67	9.67	8.74%	11.20%	16.87%
恒丰转债	112.80	114.23	-1.25%	6.88	14.53	96.66	16.14	16.70%	22.02%	26.74%
南山转债	117.65	131.00	-10.19%	6.92	14.45	103.47	14.18	13.71%	30.95%	8.74%
同仁转债	126.80	128.03	-0.96%	17.72	5.64	112.75	14.05	12.46%	4.96%	29.84%
中行转债	104.89	102.93	1.90%	3.44	29.07	90.70	14.19	15.65%	4.00%	16.88%
工行转债	119.00	121.31	-1.90%	3.77	26.53	116.71	2.29	1.96%	1.69%	11.89%
重工转债	117.03	118.95	-1.61%	4.93	20.28	100.20	16.83	16.79%	10.02%	28.93%
深机转债	98.97	98.47	0.51%	5.60	17.86	75.54	23.43	31.02%	17.44%	22.14%
美丰转债	129.50	140.68	-7.95%	7.06	14.16	128.19	1.31	1.02%	15.12%	36.75%
中鼎转债	110.30	113.24	-2.60%	12.66	7.90	85.31	24.99	29.30%	3.83%	29.31%
燕京转债	105.49	98.46	7.14%	7.58	13.19	74.01	31.48	42.54%	0.43%	42.18%
海直转债	124.70	138.14	-9.73%	7.10	14.08	117.61	7.09	6.03%	15.13%	20.30%
泰尔转债	116.01	121.31	-4.37%	15.34	6.52	106.84	9.17	8.58%	16.71%	25.55%
巨轮转2	125.01	135.88	-8.00%	5.47	18.28	119.01	5.99	5.04%	12.98%	19.19%

数据来源：东北证券,WIND

截止 2013 年 1 月末，转债市场平均转股溢价率为 24.19%，相对于 2012 年 12 月末的 25.17%略微有所减少，隐含着股性有所增强，转债估值水平大幅度提升，转债价格涨幅超过正股。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，如国投转债。目前重工转债、工行转债等属于偏股型，偏股性转债达到 8 个，其中工行转债、重工转债转股溢价率分别为 1.96%、16.79%，与标的股票有较强联动性，值得投资者关注。工行转债、南山具有投资价值，但短线要注意风险，同样石化转债属于价内期权，其转股价值增加。总体而言，偏股性的重工转债、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，且其股性较强，适合投资者积极参与，有望获得超额收益。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，可参与，2 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，转债表现为强股性、较弱债性的特点。

图 4 转股溢价率比较

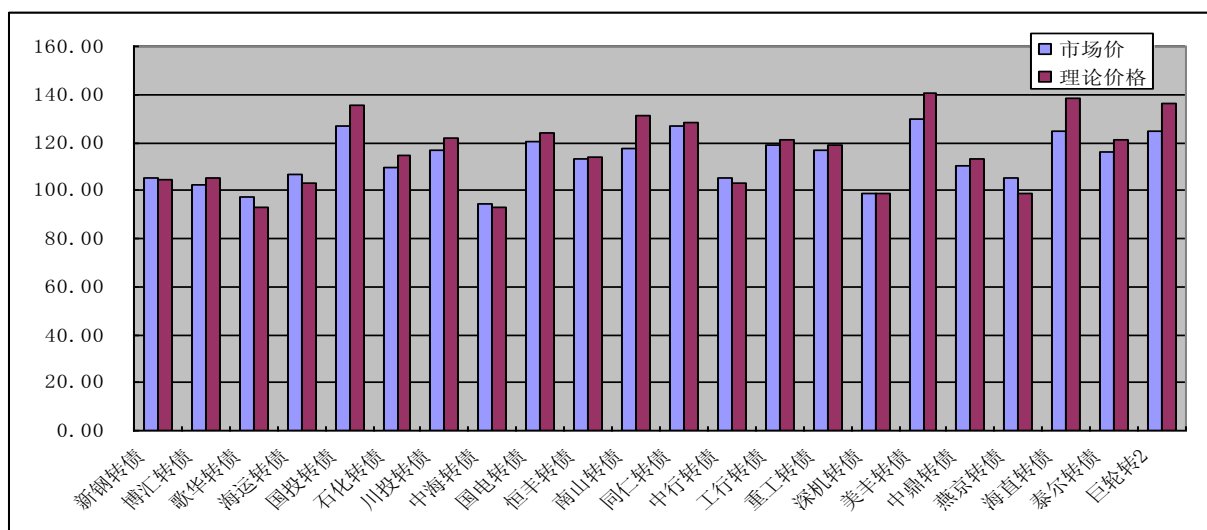


数据来源：东北证券,WIND

目前转债平均隐含波动率在 23.63%左右，估值相对有吸引力，转债市场估值相对比较高，隐含波动率

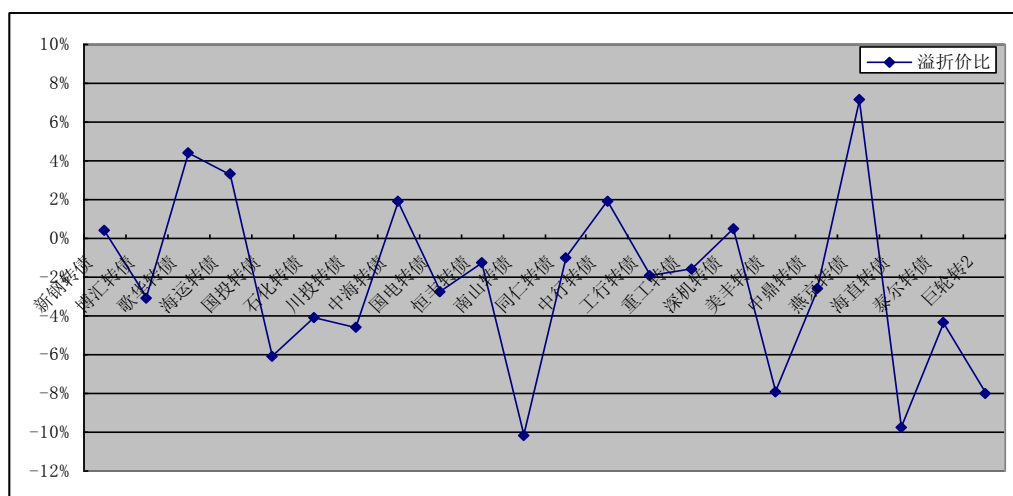
有所提升，股性增强，债性减弱，纯债价值对转债支撑保护功能相对减弱，但由于正股持续上涨，使得转债期权价值增加，转债隐含的转股价值增加。如果市场持续反弹甚至反转，转债的投资价值值得期待，可积极参与。

图 5 转债市场价格与理论价格比较（元）



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

1 月份转债上涨幅度之所以能够超过正股，主要在于估值水平提升。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 23.93%，不考虑偏债性的歌华转债、新钢转债等的转股溢价率平均为 15.15%，股性有所增强，但转债市场仍呈现强股性、较弱债性的特点。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-2.25%，尽管相比前期溢折价比减小，说明转债的估值水平提升，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-10.19%，重工转债为-1.61%，国投转债的溢折价比为-6.12%，川投转债的折价率为-4.61%，值得关注，而燕京转债、海运转债、歌华转债等市场价格高估，风险不容忽视，投资者要谨慎。可转债作为股债兼得的配置品种，目前有配置和交易价值，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，1 月份上涨超过正股，期权价值显现，

如果市场持续反弹，可转债获得超额收益的机会就在眼前，我们反复强调过，每一次市场调整，就是转债逐步加仓的机会，市场调整就是转债增加权重的时机，可关注股性较强的转债或有修正条款预期的转债。如中行转债要下调转股价格，有利于其股性增强，2月份投资者可关注债性比较强的转债投资机会，如中海、海运转债等。

3. 十一月份可转债投资策略与建议——积极把握转债的超额收益，关注偏债性转债的投资机会

1月份可转债表现比较强势，预计2月份货币政策有望比较宽松，在美联储和日本量化宽松政策刺激下，全球流动性比较泛滥，欧美宽松政策的流动性外溢的结果可能导致股市、债市比较活跃。值得注意的是，证监会正在推动各项创新措施，对证券公司业务创新松绑，融资融券标的证券扩容，这对股票市场可能是一个利好。目前宏观经济基本企稳，但通货膨胀不排除有反弹的可能。经济基本面的变化和政策放松预期之间的博弈可能主导市场走向，市场风险偏好提升。1月市场持续反弹，估计2月市场震荡反弹，但不排除有阶段性调整，二月份大小非解禁处于高峰，这难免会冲击着A股。统计数据显示，2月的解禁金额为1847.3亿元，为今年上半年单月解禁额的最高水平，但剔除大股东解禁股份之后，2月解禁压力并不大。这时因为国有企业控股大股东一般减持的可能性比较小，剔除大股东解禁股份之后解禁金额只有482亿元，为2013年上半年的第二低水平。因此，对于2月份的解禁压力对于市场的影响相对比较小。但创业板的解禁压力比较大，15家创业板公司解禁数量占全月的比例为31.25%，解禁市值143.28亿元，为自创业板成立以来解禁市值第三高月份，这一点风险值得关注。我们的观点是，2月份投资者要积极参与转债市场，若市场有波段调整，是投资者加大转债比例的机会，个别转债如果涨幅较高，可落袋为安，特别是接近孰回价的转债，如国投转债，2月份可能是转债的一个收获期，不排除转债可能有大幅度上涨，在控制风险的前提下结构性增加部分有价值的转债的权重，转债有配置和交易价值，如工行转债。前2个月，申购转债收益比较显著，2月份可积极申购新发转债，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。当然，转债条款博弈不容忽视，特别是偏债性转债，有可能下调转股价，中行转债就是一个例证。

1月份市场震荡反弹，月线收阳，外围市场环境向好，估计A股2月出现持续上涨的概率较大。由于经济基本企稳，上市公司利润会开始逐渐改观，为股市的走好奠定了基础。中期看，A股已具备相当的投资价值。二月份转债的投资策略是，对于偏股型转债要积极把握，采取增加权重的参与和配置的策略，有望获得超额收益，分享期权收益。而对偏债性转债，和以往不一样，不能再把其作为固定收益来看待，如博汇转债，如果市场持续上涨，其股性可能增加，不排除上市公司下调转股价格的可能。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，如有色、电力类转债，但这类转债依赖于股市的走势，建议投资者在2月份谨慎关注这类转债，2月份转债若继续上涨，可逐步加大配置比例。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、石化转债相对上涨比较缓慢，但中等规模转债比较活跃，如重工、南山转债，上涨幅度比较大，考虑到正股的走势，建议关注，中行转债具有较强的债底保护，我们前期反复强调其是较好的防御性品种，已触发向下修正条款，关注下调转股价的可能性，期望变为现实，中行已经决议下调转股价格，有望提升其内在价值，可积极关注；而风险偏好者可关注行业转暖的转债，如电力、有色类，如国电、川投转债的波段性机会以及有色类转债如南山转债，我们前月推荐的重工、南山转债在1月份表现比较好，均上涨超过10%。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2月份积极配置银行类、电力类转债，关注有色、医药类转债，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。适度关注偏债性转债的机会，也可关注高到期收益率转债的条款博弈，如海运转债。从拟申购的转债看，民生转债值得关注。上个月我们建议投资者积极把握转债投资机会，特别是中大盘偏股和平衡性转债的投资机会，重工转债、南山转债表现比较好，本月我们推荐银行类转债、南山转债、审慎关注偏债性转债，积极关注新发转债的申购机会，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	45.56%	0.12%	偏债型	关注
110007.SH	博汇转债	34.70%	0.69%	偏债型	关注
110011.SH	歌华转债	110.17%	7.76%	偏债型	关注
110012.SH	海运转债	34.31%	16.14%	平衡型	关注
110013.SH	国投转债	2.71%	36.90%	偏股型	关注
110015.SH	石化转债	8.22%	20.20%	平衡型	参与
110016.SH	川投转债	18.01%	25.64%	平衡型	介入
110017.SH	中海转债	69.03%	8.43%	偏债型	关注
110018.SH	国电转债	8.74%	31.18%	偏股型	介入
110019.SH	恒丰转债	16.70%	27.42%	平衡型	介入
110020.SH	南山转债	13.71%	21.52%	平衡型	介入
110022.SH	同仁转债	12.46%	47.34%	偏股型	介入
113001.SH	中行转债	15.65%	11.98%	平衡型	介入
113002.SH	工行转债	1.96%	31.17%	偏股型	介入
113003.SH	重工转债	16.79%	38.44%	平衡型	介入
125089.SZ	深机转债	31.02%	10.98%	平衡型	观望
125731.SZ	美丰转债	1.02%	33.58%	偏股型	介入
125887.SZ	中鼎转债	29.30%	15.67%	平衡型	关注
126729.SZ	燕京转债	42.54%	15.94%	平衡型	观望
127001.SZ	海直转债	6.03%	48.62%	偏股型	介入
128001.SZ	泰尔转债	8.58%	40.40%	偏股型	介入
129031.SZ	巨轮转 2	5.04%	36.32%	偏股型	介入

数据来源：东北证券,WIND

2013 年可转债的需求估计比较旺盛,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。目前有三只转债等待发行,在市场活跃阶段,大盘转债发行的可能性比较大,特别是民生转债。2013 年是转债市场发行的大年,可转债发行考验市场。目前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、长园集团 7.8339 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不容忽视。投资者可积极把握有申购价值的转债进行申购,投资者可积极关注申购时机,估计有不错的申购收益。2012 年 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%,而泰尔转债达到 2%,而网上申购收益尚可,平均在 0.29%,即一个亿的资金申购可以达到 29 万的收益。

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
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	证监会批准	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	股东大会通过	6	2012-11-20	2012-12-6	计算机应用服务业

数据来源：东北证券,WIND

推荐品种：

银行股转债：积极关注

2013年银行股的修复行情值得期待，民生银行连创新高。工行的股性较高，我们建议加大配置比例，工行转债的转股溢价率为1.96%，股性相对较强，是替代正股的不错品种，有望超过正股，投资者可以关注。中行转债的到期收益率为1.52%，纯债溢价率11.98%，转股溢价率为15.65%，转股价格下调，有利于价值提升，积极关注。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介入时机，重点关注中行转债。

石化转债：谨慎关注

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 8.22%，股性比较强，中国石化连创本轮反弹的新高，石化转债投资价值突出，可关注石化转 2 上市时机。

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。目前南山转债的转股溢价率为 13.71%，溢折价比为-10.19%，理论价格为 131.00 元，票面利率为 3.5%，到期收益率为 1.46%，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

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 16.79%，溢折价比为-1.61%，理论价格为 118.95 元。作为中等转债，其流动性好，受益于转债的质押，具有投资价值，性价比超越正股。

美丰转债：积极关注

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，每年春天，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 1.02%，溢折价比为-7.95%，理论价格为 140.68 元，具有介入价值，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