

证券研究报告

发布时间：2013-03-05

债券研究报告/可转债策略研究报告

三月份可转债投资策略——控制风险、等待机会

1、二月份市场大幅度震荡，沪深 300 指数小幅下跌-0.5%，振幅 8.43%，转债市场走势相对抗跌，中信标普可转债指数下跌了-0.46%。可转债 11 涨 11 跌，可转债平均上涨了 1.02%，而可转债正股平均上涨了 3.08%，可转债上涨不及正股。其中，美丰转债涨幅为 10.44%，而中鼎转债、重工转债涨幅分别为 6.07%、4.93%，巨轮转 2、国投转债表现也比较出色。相对而言，工行转债、南山转债受正股下跌的影响分别下跌-3.71%、-2.77%，转债涨跌呈现分化。2 月份转债呈现价增量减的态势，各只转债平均成交 14.29 亿，相对于前月 22.136 亿大幅度减少；转债平均价格为 114.34 元，相对于上月末的 113.04 元略微增加。

2、转债估值水平略高，截止 2 月末，转债市场平均纯债溢价率为 24.49%，相对于前月末的 23.93%有所增加，债性相对小幅减弱。所有转债的纯债到期收益率平均为-0.77%，相对于前月末的-0.37%减小，隐含着债性支持减弱，若市场不能持续上涨，则风险比较大。不考虑偏债性转债，转债转股溢价率平均为 12.88%，股性相对较强，国投转债、美丰转债有负的转股溢价率，具有套利价值，套利空间分别为 0.14 元、2.59 元，但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溢折价比为 0.005%，也就是转债价格高估，若市场下跌，则偏股型和平衡型转债的风险比较大，转债缺乏债性的支持和股性的牵引，风险比较大，回避风险是关键。

3、房地产严厉调控政策打击了市场，市场的反弹可能告一段落，三月份市场有阶段和结构性调整的可能，转债的投资机会与风险相比，风险大于机会，建议投资者回避风险，三月份转债的投资策略是，对于偏股型和平衡型转债要谨慎，回避风险，兑现收益，特别是弹性比较大的转债，而不是二月份的采取增加权重的参与和配置策略。而对偏债性转债，可博弈其条款变化。建议 3 月份规避风险为上，如果要配置，可关注医药类、电力类转债，其具有防御性特点，逢低建仓要耐心等待回调到位。审慎关注新发转债的申购机会，控制风险。

证券简称	理论价格	溢折价比
博汇转债	103.3	-0.83%
川投转债	115.36	1.32%
歌华转债	96.51	-0.32%
工行转债	114.7	-0.10%
国电转债	119.67	0.18%
国投转债	131.65	-0.11%
海运转债	106.35	-0.07%
海直转债	124.68	-0.02%
恒丰转债	111.76	0.10%
巨轮转 2	130.53	-0.76%
美丰转债	145.61	-1.78%
南山转债	116.82	-2.08%
深机转债	98.4	-0.81%
石化转债	110.03	-0.29%
泰尔转债	113.39	2.30%
同仁转债	130.66	0.25%
新钢转债	106.47	1.04%
燕京转债	106.19	-0.57%
中鼎转债	117.48	-0.42%
中海转债	93.42	1.04%
中行转债	103.3	0.65%
重工转债	121.15	1.36%

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 2 月份可转债市场回顾.....	3
2. 可转债投资价值评价	5
3. 三份可转债投资策略与建议——控制风险、等待机会.....	9

1. 2013年2月份可转债市场回顾

二月份 A 股市场冲高回落，月 K 线收阴，市场大幅度震荡，而房地产严厉调控政策打击了市场，市场的反弹可能告一段落。美联储 2 月份透露的信息，宽松货币政策有可能退出，美元连续升值，使得市场风险偏好发生变化，黄金价格下跌，流动性是否发生变化值得关注。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。2 月 27 日公布的数据显示，英国 2012 年修正后的四季度 GDP 环比萎缩 0.3%，同比增速为 0.3%，这意味着英国的经济自 2010 年以来基本上停滞不前。穆迪以英国经济增长前景糟糕为由，把该国主权债信用评级下调一档，并导致英镑对美元跌至 2010 年 7 月份以来的最低水平，这表明欧洲经济复苏仍比较艰难。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。2 月汇丰 PMI 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。但受通货膨胀预期的影响，货币政策宽松的力度可能有限。三月份面临两会的召开，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，二月份市场震荡，对 2013 年的经济工作有一个明确的政策指向，可以说三月份市场面临着“经济回暖”与“政策驱动”之间的博弈，两会有关经济增长政策可能对市场影响比较大。目前 A 股市场企业盈利预期有所缓解，再加上政策预期带来的估值提升，估计三月份股市有可能延续修复性和业绩驱动行情，但三月份市场面临复杂的外部环境，尤其是房地产调控中的 20% 税收可能中断了市场的反弹行情，各种政策预期带来的市场结构性行情很难持续，市场可能大幅度震荡，不排除有阶段性调整，投资者要谨慎，回避风险。截至 2013 年 2 月 28 日，沪深 300 指数收于 2673.33 点，月小幅下跌-0.5%，振幅 8.43%。转债市场走势相对于正股比较强，截止二月末，中信标普可转债指数收于 2793.68 点，下跌了-0.46%，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，在市场震荡时相对比较抗跌。

表 1 可转债市场交易情况（2013 年 2 月 1 日-2 月 28 日）

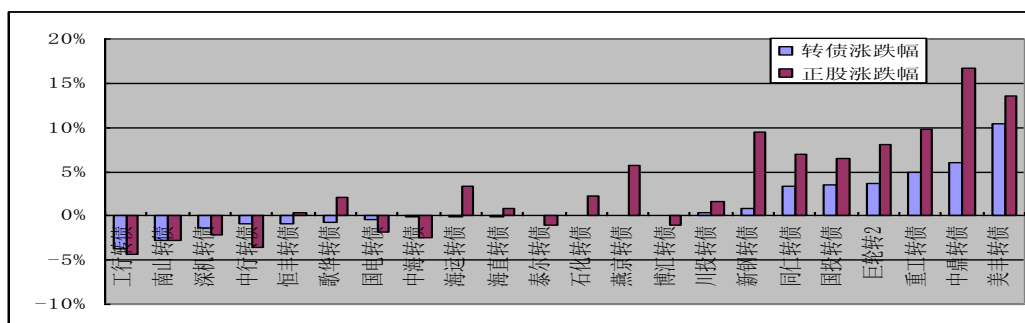
代码	名称	收盘价 元	转债涨 跌幅	正股涨 跌幅	转债成交 量(手)	转债成交额 (万元)	正股成交额 (万元)
110003.SH	新钢转债	106.08	0.83%	9.41%	580,930.00	61,777.42	24,138.96
110007.SH	博汇转债	102.44	0.10%	-1.07%	154,182.00	15,851.59	27,751.73
110011.SH	歌华转债	96.20	-0.79%	2.04%	390,335.00	37,988.87	81,926.82
110012.SH	海运转债	106.28	-0.04%	3.36%	46,775.00	4,989.32	18,160.47
110013.SH	国投转债	131.51	3.57%	6.48%	913,111.00	117,705.25	138,874.44
110015.SH	石化转债	109.71	0.08%	2.26%	5,880,448.00	646,940.19	653,051.64
110016.SH	川投转债	116.88	0.36%	1.66%	261,993.00	30,290.38	153,705.08
110017.SH	中海转债	94.39	-0.16%	-2.49%	436,309.00	41,385.43	36,974.88
110018.SH	国电转债	119.89	-0.37%	-1.79%	892,644.00	107,166.39	248,610.61
110019.SH	恒丰转债	111.87	-0.82%	0.30%	60,115.00	6,798.13	13,258.18
110020.SH	南山转债	114.39	-2.77%	-2.79%	1,850,630.00	215,394.06	152,128.23
110022.SH	同仁转债	130.99	3.30%	6.91%	299,094.00	39,500.47	350,179.02
113001.SH	中行转债	103.97	-0.88%	-3.53%	6,679,408.00	697,932.42	355,162.65
113002.SH	工行转债	114.59	-3.71%	-4.32%	6,397,515.00	744,455.70	718,745.33
113003.SH	重工转债	122.80	4.93%	9.72%	2,185,184.00	265,094.11	467,226.53
125089.SZ	深机转债	97.60	-1.38%	-2.13%	204,013.00	20,057.47	21,729.53
125731.SZ	美丰转债	143.02	10.44%	13.59%	310,899.40	43,214.76	224,005.65
125887.SZ	中鼎转债	117.00	6.07%	16.76%	71,993.30	8,177.66	132,082.06
126729.SZ	燕京转债	105.59	0.09%	5.70%	2,159.80	227.66	187,586.94
127001.SZ	海直转债	124.66	-0.03%	0.84%	109,144.60	13,682.54	70,009.94
128001.SZ	泰尔转债	116.00	-0.01%	-1.10%	129,671.70	15,033.56	38,153.92

129031.SZ	巨轮转 2	129.54	3.63%	7.99%	86,847.50	11,167.26	53,402.76
-----------	-------	--------	-------	-------	-----------	-----------	-----------

数据来源：东北证券,WIND

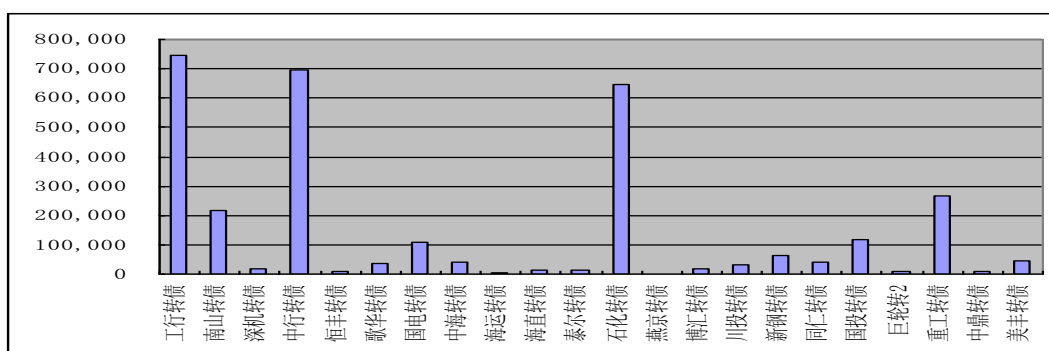
从表 1 可以看出,二月份可转债 11 涨 11 跌,可转债平均上涨了 1.02%,而可转债正股平均上涨了 3.08%,可转债上涨不及正股。其中,美丰转债涨幅超过 10%,为 10.44%,而中鼎转债、重工转债涨幅分别为 6.07%、4.93%,巨轮转 2、国投转债表现也比较出色。相对而言,工行转债、南山转债受正股下跌的影响分别下跌 -3.71%、-2.77%,转债涨跌呈现分化。偏债的新钢转债上涨幅度比较小,偏债性的转债在市场活跃的环境下涨幅比较小,这是其债性比较强的缘故。但总体而言,二月份转债比较强势,出现结构性分化,大部分转债与标的股票连动性比较强,基本与正股走势相吻合,弹性比较高。美丰转债表现相对比较强,电力转债表现比较稳健。截止二月末,转债平均价格为 114.34 元,相对于上月末的 113.04 元略微增加。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,但其风险也比较大。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,受房地产新政的影响,三月份市场有阶段和结构性调整的可能,转债的投资机会与风险相比,风险大于机会,建议投资者回避风险,等待下一次投资机会。

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 2 月份成交 314.48 亿元,相对 1 月份 486.99 亿元有所减少,当然这其中春节假期的缘故,但转债市场交易比较活跃,其中工行转债成交额为 74.45 亿,南山转债 21.54 亿,中行转债的月成交额达到 69.79 亿元,石化转债成交 64.69 亿,重工转债 26.51 亿,特别是工行转债成交额最大,值得注意的是,新钢转债成交达到 6.17 亿,国电转债成交 10.71 亿,国投转债成交 11.77 亿,3 月份市场调整的概率比较大,这使得转债市场的风险大于机会。2 月份转债市场出现分化,3 月份要有一份清醒的认识,谨防回调的风险。总体看,2 月份转债呈现价增量减的态势,各只转债平均成交 14.29 亿,相对于前月 22.136 亿大幅度减少,转债市场风险比较大,投资者要回避。

表 2 1 月份可转债转股统计情况

代码	名称	转股价格 (元)	月转股数量 (万股)	累计转股数量 (万股)	累计转股 比例(%)
----	----	-------------	---------------	----------------	---------------

113003.SH	工行转债	3.77	1.6176	62406.39	9.65
110014.SH	国投转债	4.74	1409.051	4916.794	6.85
110016.SH	石化转债	6.98	0.1717	11776.31	3.73
110017.SH	中海转债	8.6	0.0116	0.0459	0
110018.SH	国电转债	2.53	0.0395	36.6827	0.02
113004.SH	重工转债	4.93	0.8923	1.2771	0
代码	名称	转股价格 (元)	月变动 (万元)	变动前 (万元)	变动后 (万元)
125089.SZ	深机转债	5.6	-1.31	199993.7	199992.4
129032.SZ	巨轮转 2	5.47	-116.47	33671.42	33554.95
125732.SZ	美丰转债	7.06	-15101.4	63161.06	48059.64

数据来源：东北证券,WIND

二月份市场大幅度震荡，但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，其中美丰转债由于本月上涨，正股上涨 13.59%，甚至为负的溢价率，投资者转股动力增强，美丰转债 2 月份有 15101.4 万元转股，变动后转债余额为 48059.64 万元。国投转债转股了 1409.051 万股，累计转股数量为 4916.794 万股，累计转股比例为 6.85%。巨轮转 2 转股了 116.47 万元，重工转债转股了 0.8923 万股，其余转债没有转股或转股比较少。整体而言，2 月份转债除了美丰、国投转债外转股相对比较少，尽管市场比较活跃，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。美丰转债再 8 日收盘价高于 9.18 即赎回条款，赎回面值为 103.00%(包含利息); 国投转债再 18 日收盘价高于 6.16 即赎回条款，赎回面值为 100.00%(加上当年利息)。

2. 可转债投资价值评价

表 3 可转债债券价值 (2 月 28 日)

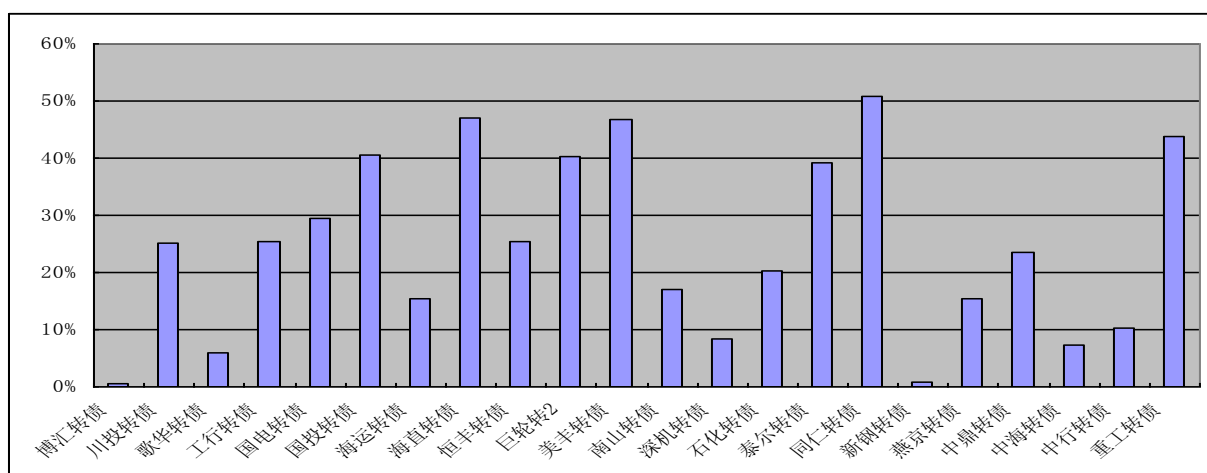
证券代码	证券简称	收盘价 元	纯债价值 元	纯债溢价 元	纯债溢价 率	纯债到期 收益率	应计利息 元	剩余期限 天
110007.SH	博汇转债	102.44	101.95	0.49	0.48%	3.90%	0.74	572
110016.SH	川投转债	116.88	93.42	23.46	25.11%	-0.60%	0.66	1482
110011.SH	歌华转债	96.20	90.70	5.50	6.06%	3.43%	0.26	1366
113002.SH	工行转债	114.59	91.42	23.17	25.35%	-1.60%	0.45	1280
110018.SH	国电转债	119.89	92.55	27.34	29.54%	-0.85%	0.27	1633
110013.SH	国投转债	131.51	93.52	37.99	40.63%	-3.77%	0.09	1427
110012.SH	海运转债	106.28	92.06	14.22	15.44%	-0.29%	0.16	1043
127001.SZ	海直转债	124.66	84.76	39.90	47.08%	-1.72%	0.10	2119
110019.SH	恒丰转债	111.87	89.22	22.65	25.38%	-0.65%	0.66	1484
129031.SZ	巨轮转 2	129.54	92.39	37.16	40.22%	-5.11%	0.62	1237
125731.SZ	美丰转债	143.02	97.37	45.65	46.88%	-11.97%	0.89	824
110020.SH	南山转债	114.39	97.74	16.65	17.04%	2.04%	1.30	2056
125089.SZ	深机转债	97.60	89.96	7.64	8.49%	3.20%	0.50	1598
110015.SH	石化转债	109.71	91.26	18.45	20.22%	0.32%	0.02	1456
128001.SZ	泰尔转债	116.00	83.39	32.61	39.11%	-1.81%	0.08	1775
110022.SH	同仁转债	130.99	86.84	44.15	50.85%	-3.61%	0.12	1740
110003.SH	新钢转债	106.08	105.35	0.73	0.70%	1.83%	1.47	174
126729.SZ	燕京转债	105.59	91.56	14.03	15.32%	-0.80%	0.34	959

125887.SZ	中鼎转债	117.00	94.81	22.18	23.40%	-2.37%	0.07	1078
110017.SH	中海转债	94.39	87.96	6.43	7.31%	3.49%	0.41	1615
113001.SH	中行转债	103.97	94.27	9.70	10.29%	1.84%	0.82	1190
113003.SH	重工转债	122.80	85.35	37.45	43.88%	-1.94%	0.37	1922

数据来源：东北证券,WIND

截止2月末，转债市场平均纯债溢价率为24.49%，相对于前月末的23.93%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-0.77%，相对于前月末的-0.37%减小，隐含着债性支持有所减弱。由于2月份市场大幅度震荡，使得转债的整体股性有所增强，债性相对减弱，整体上转债的债性相对于前期降低，呈弱债性特点。

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(2月28日)

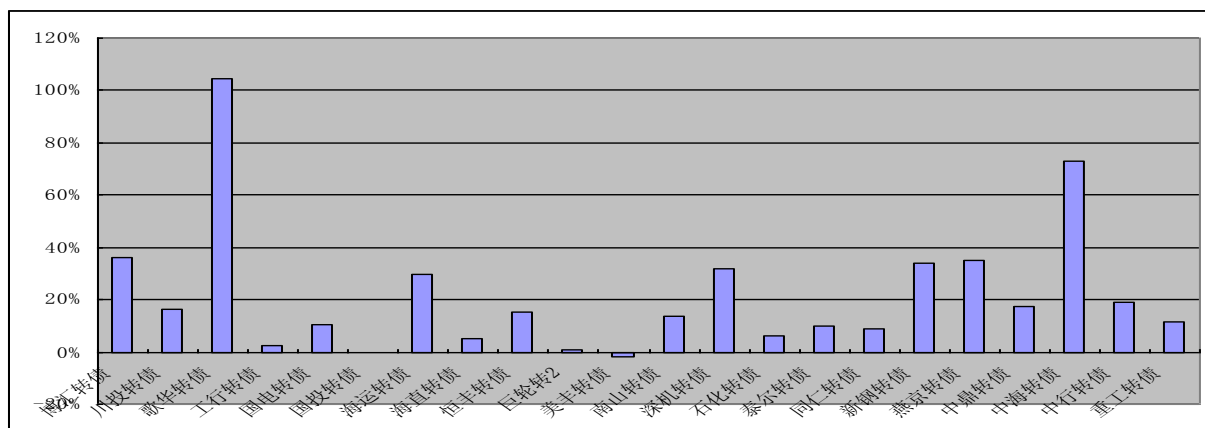
证券简称	收盘价 元	理论 价格	溢折 价比	套利 空间	转股 价元	转股 比例	转换价值 元	转股溢价 率	隐含波 动率
博汇转债	102.44	103.3	-0.83%	-27.28	6.16	16.23	75.16	36.29%	13.61%
川投转债	116.88	115.36	1.32%	-16.55	9.15	10.93	100.33	16.50%	22.49%
歌华转债	96.2	96.51	-0.32%	-49.12	14.89	6.72	47.08	104.34%	40.09%
工行转债	114.59	114.7	-0.10%	-2.92	3.77	26.53	111.67	2.61%	11.02%
国电转债	119.89	119.67	0.18%	-11.19	2.53	39.53	108.70	10.30%	17.56%
国投转债	131.51	131.65	-0.11%	0.14	4.74	21.10	131.65	-0.10%	1.99%
海运转债	106.28	106.35	-0.07%	-24.46	4.51	22.17	81.82	29.90%	32.53%
海直转债	124.66	124.68	-0.02%	-6.07	7.1	14.08	118.59	5.12%	18.22%
恒丰转债	111.87	111.76	0.10%	-14.92	6.88	14.53	96.95	15.39%	24.52%
巨轮转2	129.541	130.53	-0.76%	-1.02	5.47	18.28	128.52	0.80%	24.57%
美丰转债	143.02	145.61	-1.78%	2.59	7.06	14.16	145.61	-1.78%	1.44%
南山转债	114.39	116.82	-2.08%	-13.81	6.92	14.45	100.58	13.73%	5.88%
深机转债	97.6	98.4	-0.81%	-23.67	5.6	17.86	73.93	32.02%	20.11%
石化转债	109.71	110.03	-0.29%	-6.13	6.98	14.33	103.58	5.92%	12.21%
泰尔转债	116	113.39	2.30%	-10.33	15.34	6.52	105.67	9.77%	26.08%
同仁转债	130.99	130.66	0.25%	-10.45	17.72	5.64	120.54	8.67%	26.62%

新钢转债	106.08	106.47	1.04%	-	5.88	17.01	79.08	34.14%	26.61%
燕京转债	105.59	106.19	-0.57%	-27.36	7.58	13.19	78.23	34.97%	37.66%
中鼎转债	116.998	117.48	-0.42%	-17.38	12.66	7.90	99.61	17.46%	27.42%
中海转债	94.39	93.42	1.04%	-39.86	8.6	11.63	54.53	73.08%	32.09%
中行转债	103.97	103.3	0.65%	-16.47	3.44	29.07	87.50	18.82%	17.60%
重工转债	122.8	121.15	1.36%	-12.86	4.93	20.28	109.94	11.70%	26.36%

数据来源：东北证券,WIND

截止 2013 年 2 月末，转债市场平均转股溢价率为 21.8%，相对于 2013 年 1 月末的 24.19%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，如国投转债转股溢价率为 -0.1%。目前国投转债、美丰转债等属于偏股型，偏股性转债达到 7 个，其中工行转债、重工转债转股溢价率分别为 2.61%、11.70%，与标的股票有较强联动性，值得投资者关注。国投转债、美丰转债有负的转股溢价率，具有套利价值，套利空间分别为 0.14 元、2.59 元，工行转债、南山转债具有投资价值，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，若市场下跌，要回避风险，特别是偏股性转债的风险。整体而言，转债表现为股性增强、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 21.21%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。

表 5 转债股性统计

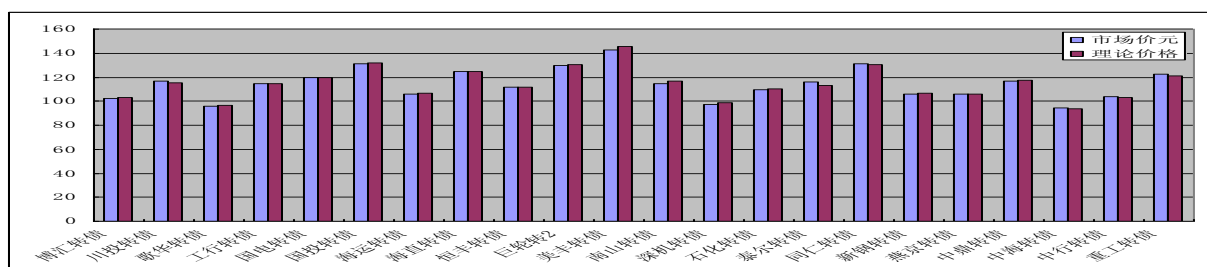
名称	5 日股性		10 日股性		20 日股性	
深机转债		0.00%		0.41%		0.40%
美丰转债		0.56%		0.55%		0.76%
中鼎转债		-0.11%		0.28%		0.28%
燕京转债		-0.68%		0.41%		0.10%

海直转债		-3.74%		-2.71%		-0.32%
泰尔转债		0.42%		-1.79%		—
巨轮转 2		0.48%		0.44%		0.29%
新钢转债		0.34%		0.12%		0.13%
博汇转债		1.05%		-0.08%		—
双良转债		—		—		—
歌华转债		-0.16%		-0.77%		0.41%
海运转债		-0.99%		1.97%		3.81%
国投转债		0.50%		0.46%		0.59%
石化转债		-0.55%		0.04%		0.29%
川投转债		0.46%		0.27%		0.56%
中海转债		0.62%		0.22%		-1.24%
国电转债		0.10%		0.74%		—
恒丰转债		-1.18%		0.84%		-0.06%
南山转债		1.96%		0.89%		-0.41%
同仁转债		2.09%		0.58%		0.45%
中行转债		-0.01%		0.35%		8.06%
工行转债		-0.01%		1.29%		0.65%
重工转债		0.35%		-0.02%		0.66%

数据来源：东北证券，www.TraderOne.com.cn

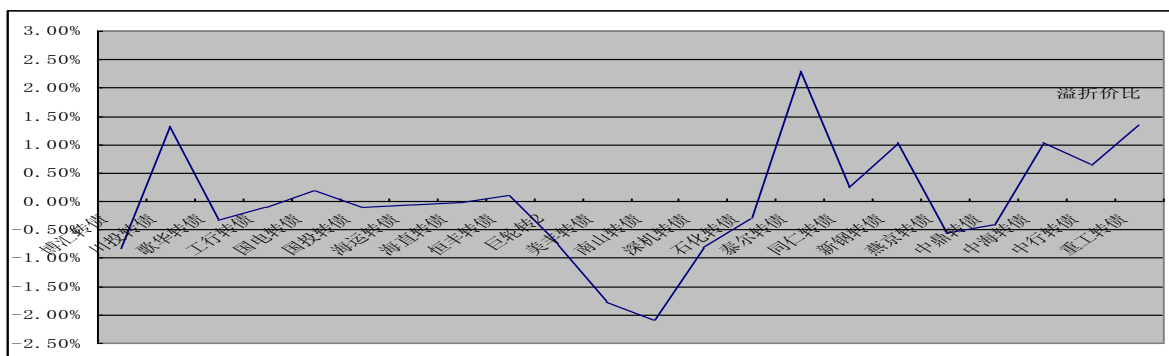
这里，五日历史股性等于可转债 5 日报酬率除以标的股票 5 日报酬率，其表示在过去一段时间内，当标的股票涨跌 1%时，可转债涨跌的百分点。值得注意的是，历史股性是由历史资料计算所得。其中，海直转债的 5 日股性是-3.74%,南山转债是 1.96%。

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

2 月份转债之所以能够抗跌，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 24.49%，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 12.88%，股性有所增强，但转债市场仍呈现股性增强、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溢价，其溢价率为 0.005%，尽管相比前期溢价率-2.25%增加，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，如川投转债、泰尔转债。其中，南山转债的折价率为-2.08%，美丰转债为-1.78%，国投转债的溢价率为-0.11%，川投转债的折价率为 1.32%，值得关注，而中海转债、新钢转债、国电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，目前风险比较大，若市场下跌，则偏股型和平衡型转债的风险比较大，转债缺乏债性的支持和股性的牵引，风险比较大，可等待下一次的投资机会，可关注有修正条款预期的转债。

3. 三份可转债投资策略与建议——控制风险、等待机会

2 月份可转债表现比较分化，预计 3 月份货币政策相对比较宽松，但也不排除结构性收紧，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，但风险不容忽视。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，资产证券化有望扩容，保险资金可能入市，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。PMI 回落至 50.1%，1、2 月累计下降 0.5 个点，低于历史均值的 0.7，生产降至 51.2%，环比降 0.1，放缓速率明显降低，呈见底迹象，生产稳中略降，库存指数降至 46.6%，是 2 年来新低，反映了企业销售顺畅，经济动能在回升，PMI 略高于荣枯线，经济是弱复苏，估计 3 月份进入一个补库存周期，进而增强经济复苏潜能。经济基本面的变化和政策预期之间的博弈可能主导市场走向，市场风险偏好提升。2 月市场震荡，由于房地产新政的影响，估计 3 月市场可能震荡走低，不排除有大幅度调整的可能，3 月全部 A 股开始流通股份合计 100.64 亿股，解禁市值大致估算为 973.71 亿元，与 2 月份 1878.17 亿元相比，3 月份解禁规模环比将下降 48%，3 月份 A 股解禁规模也是全年最低。从结构上看，深证中小企业板解禁 365.46 亿元，较 2 月份 313.62 亿元增长 17%，深证创业板解禁 159.38 亿元，较 2 月份 103.71 亿元大幅增加 54%。可见，中小板和创业板的解禁规模呈环比放大特点，创业板解禁额放大特别显著，风险不容忽视。我们的观点是，3 月份投资者要回避转债市场，特别是对于偏股性转债，要逢高减持，兑现收益，落袋为安，特别是接近赎回价的转债，如国投转债，3 月份关键是控制风险。前几个月，申购转债收益比较显著，3 月份可积极申购新发转债，如民生转债，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转债转股的行情，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，可关注其他偏债性转债。

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。但 3 月 1 日国务院关于房地产调控的五项规定，短期看对房地产股是一个利空。三月份转债的投资策略是，对于偏股型转债要谨慎把握，回避风险，波段操作，及时兑现收益，而不是二月份的采取增加权重的参与和配置的策略。而对偏债性转债，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，可博弈其条款变化。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 3 月份谨慎关注这类转债，回避风险。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，弹性比较大，适合波段操作，考虑到正股的走势，建议风险偏好者等待机会，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，下调转股价有望变为现实，中行已经决议下调转股价格，可以提升其内在价值，可积极关注。建议 3 月份规避风险为上，如果要投资，可配置医药类、电力类转债，其具有一方面具有进攻性，也有防御性特点，而有色、小盘转债可波段操作，逢低介入南山转债、重工转债、

石化转债，挖掘转债的结构化机会，但这要耐心等待回调到位。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、美丰转债表现比较好，本月我们建议以控制风险为主，审慎关注电力类、医药类转债和偏债性转债，积极关注新发转债的申购机会，控制风险。

表 6 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
110003.SH	新钢转债	34.14%	0.70%	偏债型	纯债替代
110007.SH	博汇转债	36.29%	0.48%	偏债型	纯债替代
110011.SH	歌华转债	104.34%	6.06%	偏债型	纯债替代
110012.SH	海运转债	29.90%	15.44%	平衡型	合理
110013.SH	国投转债	-0.10%	40.63%	偏股型	低估
110015.SH	石化转债	5.92%	20.22%	平衡型	合理
110016.SH	川投转债	16.50%	25.11%	平衡型	合理
110017.SH	中海转债	73.08%	7.31%	偏债型	纯债替代
110018.SH	国电转债	10.30%	29.54%	平衡型	合理
110019.SH	恒丰转债	15.39%	25.38%	平衡型	合理
110020.SH	南山转债	13.73%	17.04%	平衡型	合理
110022.SH	同仁转债	8.67%	50.85%	偏股型	合理
113001.SH	中行转债	18.82%	10.29%	平衡型	合理
113002.SH	工行转债	2.61%	25.35%	偏股型	低估
113003.SH	重工转债	11.70%	43.88%	偏股型	合理
125089.SZ	深机转债	32.02%	8.49%	平衡型	高估
125731.SZ	美丰转债	-1.78%	46.88%	偏股型	低估
125887.SZ	中鼎转债	17.46%	23.40%	平衡型	合理
126729.SZ	燕京转债	34.97%	15.32%	平衡型	高估
127001.SZ	海直转债	5.12%	47.08%	偏股型	低估
128001.SZ	泰尔转债	9.77%	39.11%	偏股型	合理
129031.SZ	巨轮转 2	0.80%	40.22%	偏股型	低估

数据来源：东北证券,WIND

券商理财产品有望成为转债需求的生力军，由于转债可以质押式回购，增加了投资需求，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，估计 3 月份很可能发行。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，估计民生转债也有不错的申购收益。

表 7 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

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