

## 市场上行，转债涨多跌少

2018年09月24日

### 可转债市场分析

- **可转债市场行情:** 上周(2018.9.17-2018.9.21)中证转债指数上涨1.34%。大部分可转债价格上涨，涨幅前三的分别是兄弟转债、安井转债和东财转债。按行业分类，可转债大部分上涨，其中食品饮料行业的平均涨幅最大。余额大于100亿元的可转债平均涨幅最大。上周五单日成交量为1621万张，单日成交额为17.12亿元。
- **整体市场行情:** 上周大盘上涨，中信一级行业大部分上涨。1年期和10年期国债收益率上行，5年期国债收益率下跌。除银行间存款质押7日利率下行外，其他资金面利率均上行。

### 可转债估值分析

- **估值趋势分析:** 目前纯债溢价率相对较低，转股溢价率相对较高，YTM相对较高；平价底价溢价率达到了历史较低水平，且为负值，可转债债性较强，表现出了一定的抗跌性。目前可转债的期权价值处于历史较低水平，期权价值被压缩会导致可转债被低估。
- **个券估值分析:** 盛路转债、安井转债、威帝转债的转股溢价率出现负值，主要是由于其刚上市不久，投资者对其估值还不够准确。而蓝标转债、顺昌转债、模塑转债、海印转债、洪涛转债、辉丰转债都呈现负的纯债溢价率，一方面这些转债价格过低，容易出现低估的情况，另一方面，可转债的信用风险也会影响到这些转债的估值情况。此外，康泰转债、鼎信转债等其隐含波动率相对较低、正股波动率相对较高，这些可转债的期权估值水平较低，未来价格或将上涨。
- **按行业分类估值分析:** 交通运输行业的可转债平均纯债溢价率为负值，期权价值较低，其价格处于较低水平，价值可能被低估，未来或将反弹。该行业的可转债主要有顺昌转债。
- **按余额分类估值分析:** 余额10亿元至20亿元的可转债上周涨幅最小，债性较强。而上周涨幅较大的余额大于100亿元的可转债则是具备股性较强的特点。
- **按平价分类估值分析:** 转换平价高于110时平均转股溢价率很低。转换平价小于50的可转债，其期权价值较低，可转债价格可能被低估，但也要警惕这些可转债的信用风险。
- **上周上市可转债:** 上周没有可转债上市。
- **上周触发条款可转债:** 详见正文。
- **风险提示:** 可转债价格不仅受到股市、债市等多方面影响，还与其信用风险有关，投资可转债需谨慎。

证券分析师 姚育婷

执业证号: S0600518080001

021-60199793

yaoyt@dwzq.com.cn

证券分析师 高子剑

执业证号: S0600518010001

021-60199793

gaozj@dwzq.com.cn

### 相关研究

- 1、《股市低迷，转债整体下跌》2018-09-16
- 2、《利率上行，转债涨多跌少》2018-09-10
- 3、《股市小幅下跌，转债涨多跌少》2018-09-03
- 4、《市场上行，偏股型转债表现较好》2018-08-27
- 5、《市场下行，偏债型转债表现较好》2018-08-20
- 6、《市场波动上涨，偏股型转债表现较好》2018-08-13
- 7、《股市大幅下跌，转债表现优于正股》2018-08-06
- 8、《可转债市场下行，偏债型转债表现较好》2018-07-30
- 9、《转债指数上涨，表现优于股市》2018-07-23
- 10、《市场上行，偏股型转债表现较好》2018-07-16

## 内容目录

<b>1. 可转债市场分析 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 可转债市场行情 .....	4
1.2. 整体市场行情 .....	5
1.2.1. 股市行情 .....	6
1.2.2. 债市行情 .....	6
1.2.3. 资金面 .....	6
<b>2. 可转债估值分析 .....</b>	<b>8</b>
2.1. 可转债估值趋势分析 .....	8
2.2. 各个可转债估值分析 .....	10
2.3. 按行业分类估值分析 .....	12
2.4. 按余额分类估值分析 .....	13
2.5. 按平价分类估值分析 .....	14
<b>3. 可转债发行列表 .....</b>	<b>16</b>
<b>4. 可转债触发条款进度 .....</b>	<b>17</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

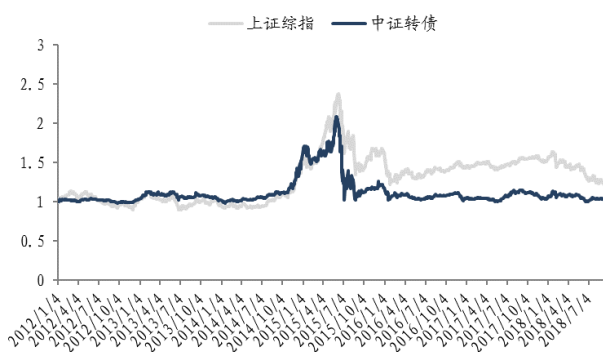
图 1: 中证转债和上证综指历史走势 .....	4
图 2: 中证转债和上证综指一周走势 .....	4
图 3: 可转债与正股的周涨跌幅 .....	4
图 4: 不同行业可转债平均周涨跌幅 .....	5
图 5: 不同余额可转债平均周涨跌幅 .....	5
图 6: 可转债的成交量、成交额与余额 .....	5
图 7: 指数一周走势 .....	6
图 8: 中信一级行业周涨跌幅 .....	6
图 9: 国债利率走势 .....	6
图 10: 资金面指标走势 .....	7
图 11: 可转债转股溢价率、纯债溢价率与 YTM .....	8
图 12: 可转债平价底价溢价率 .....	9
图 13: 可转债期权价值 .....	9
图 14: 转股溢价率锥 .....	10
图 15: 纯债溢价率锥 .....	10
图 16: YTM 锥 .....	10
图 17: 平价底价溢价率锥 .....	10
图 18: 转股溢价率、纯债溢价率与 YTM .....	11
图 19: 转股溢价率与纯债溢价率散点图 .....	11
图 20: 隐含波动率与正股波动率的散点图 .....	12
图 21: 不同行业可转债的转股溢价率、纯债溢价率和 YTM .....	13
图 22: 不同行业可转债的期权价值 .....	13
图 23: 不同余额可转债的转股溢价率、纯债溢价率和 YTM .....	14
图 24: 不同余额可转债的期权价值 .....	14
图 25: 不同平价可转债的转股溢价率、纯债溢价率和 YTM .....	15
图 26: 不同平价可转债的期权价值 .....	15
图 28: 可转债触发条款进度 .....	17

## 1. 可转债市场分析

### 1.1. 可转债市场行情

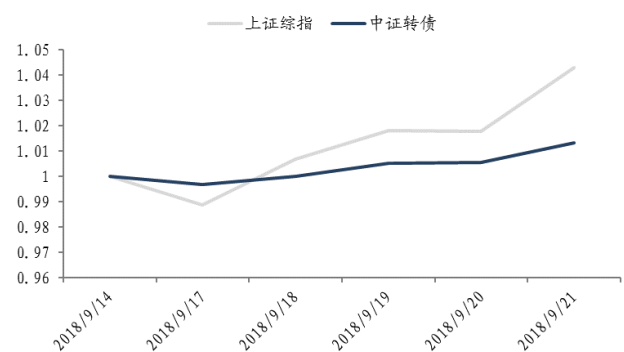
可转债价格变动主要源于正股的驱动，一般情况下正股上涨带动转债价格上涨，正股下跌带动转债价格下跌。中证转债指数与上证综指的变化趋势一致，但中证转债指数走势更加平缓，波动较小。2018年以来，大盘呈现下跌趋势，中证转债也出现一定下跌，但下跌幅度相对较小，体现了可转债的抗跌性。上周（2018.9.17-2018.9.21）上证综指波动上涨，一周上涨4.32%，中证转债指数上涨1.34%。

图1：中证转债和上证综指历史走势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

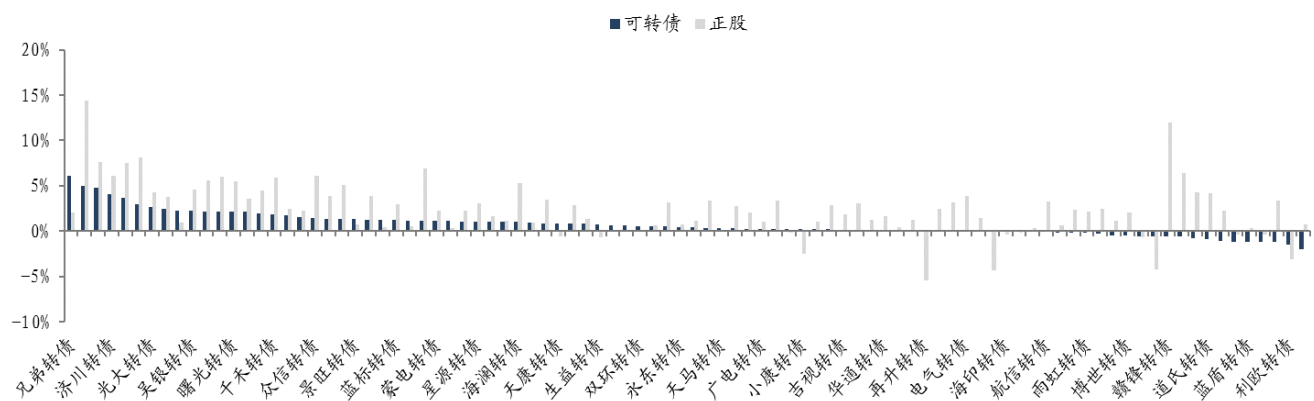
图2：中证转债和上证综指一周走势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

上周大部分可转债价格上涨，部分可转债价格出现不同程度下跌。可转债涨幅一般小于相应的正股，可转债跌幅一般也小于相应的正股。涨幅前三的可转债分别是兄弟转债(6.12%)、安井转债(4.97%)和东财转债(4.77%)；跌幅前三的分别是久其转债(-1.98%)，利欧转债(-1.48%)和众兴转债(-1.17%)。

图3：可转债与正股的周涨跌幅



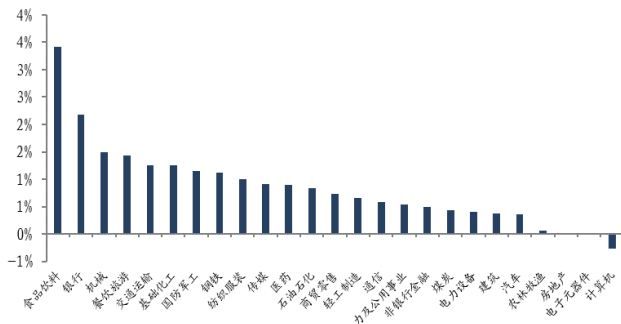
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

部分转债和正股出现了涨跌不一的情况，部分原因是由于转债已经破面，其债性较强，因此正股下跌转债反而上涨，如再升转债、江南转债。

将可转债按行业分类，结果显示大部分行业上涨，食品饮料行业的平均涨幅最高，为 3.41%，主要由于安井转债；有色金属行业的平均跌幅最大，为-0.61%，主要由于赣锋转债。

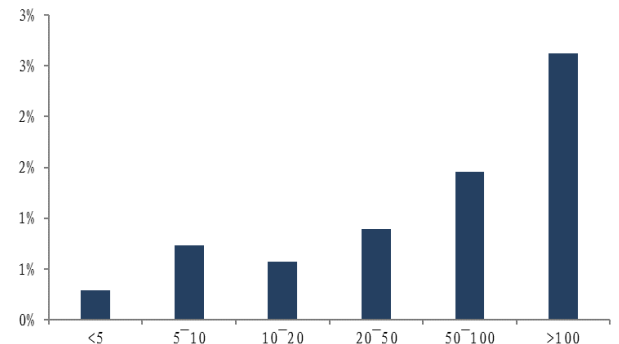
将可转债按余额分类，结果显示余额大于 100 亿元的可转债涨幅最大，主要是由于光大转债。

图 4：不同行业可转债平均周涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

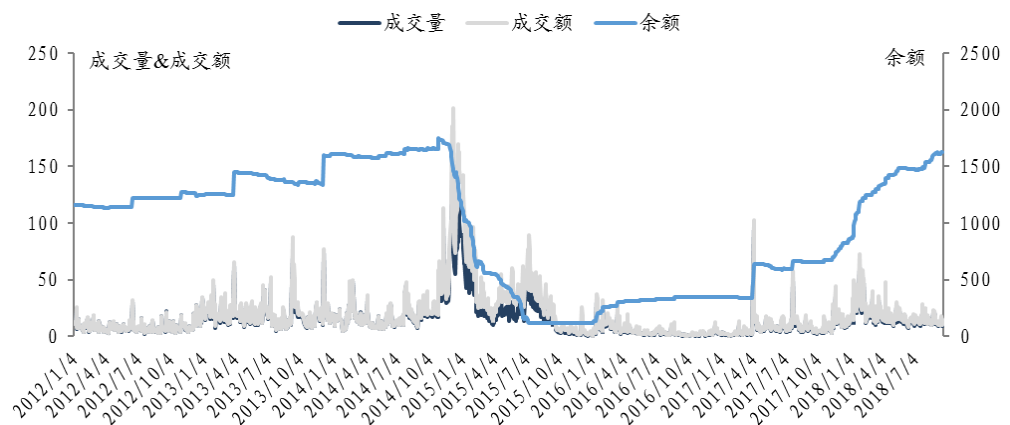
图 5：不同余额可转债平均周涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

近年来可转债发行加速，转债余额出现较大增长，截止至 2018 年 9 月 21 日，市场存量可转债共 92 支，转债余额为 1630.68 亿元。2012 年以来可转债平均每天成交量为 15.24 亿，平均每天成交额为 18.47 亿元。2018 年年初交易比较活跃，近期成交比较稳定，2018 年 9 月 21 日单日成交量为 1621 万张，成交量大幅上涨，单日成交额为 17.12 亿元。

图 6：可转债的成交量、成交额与余额



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 1.2. 整体市场行情

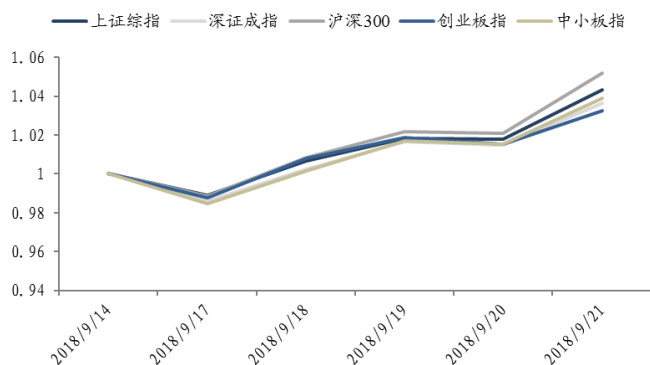
可转债同时具有债性和股性的特征，既受到权益市场的影响，也受到债券市场的影响和资金面的影响。

### 1.2.1. 股市行情

上周(2018.9.17-2018.9.21), 大盘上涨。总体来看, 上证综指、深证成指、沪深300、创业板指、中小板指一周分别上涨 4.32%、3.64%、5.19%、3.26%、3.90%。

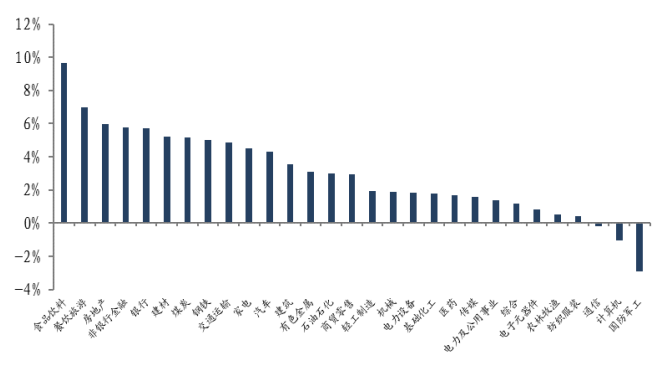
从行业表现来看, 中信一级行业大部分上涨, 其中食品饮料、餐饮旅游、房地产行业上涨最多, 周涨幅分别达到了 9.68%, 7.00%, 5.99%, 国防军工、计算机、通信行业下跌最多, 周跌幅分别达到了 2.90%, 1.03%, 0.19%。

图 7: 指数一周走势



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 8: 中信一级行业周涨跌幅

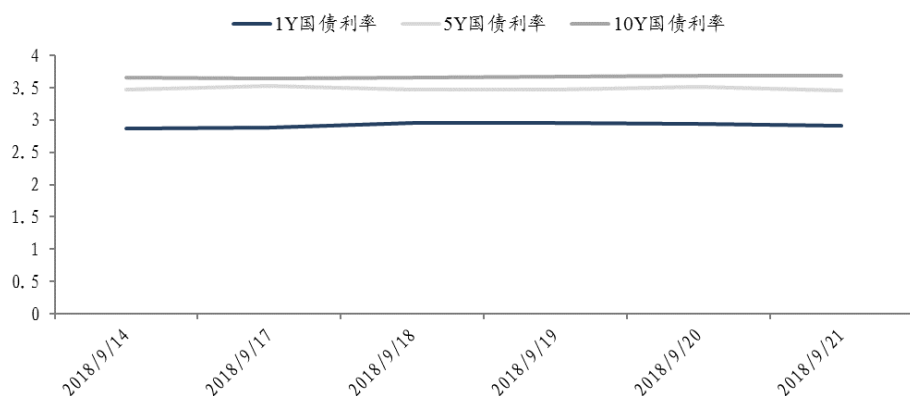


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 1.2.2. 债市行情

上周国债收益率波动较小, 1 年期国债收益率上周上涨 5.01BP, 5 年期国债收益率上周下跌 1.37BP, 10 年期国债收益率上周上涨 3.49BP。

图 9: 国债利率走势

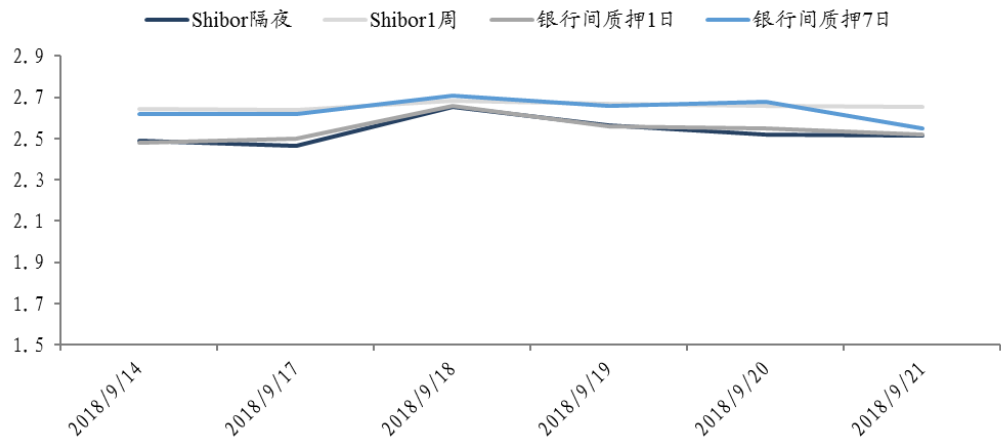


数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 1.2.3. 资金面

上周资金利率变化不一。Shibor 隔夜、一周分别上行 2.50BP, 0.90BP。银行间存款质押利率 1 日上行 4.00BP, 银行间存款质押利率 7 日下行 7.00BP。

图 10：资金面指标走势



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所



## 2. 可转债估值分析

### 2.1. 可转债估值趋势分析

可转债兼具股性和债性特征。纯债溢价率和纯债到期收益率（YTM）衡量的是可转债的债性特征，纯债溢价率越低（YTM 越高），其债性也就越强。转股溢价率衡量的是可转债的股性特征，转股溢价率越低，转债的股性也就越强。一般情况下，股市上涨，转股溢价率走低，纯债溢价率走高，YTM 走低；股市下跌，转股溢价率走高，纯债溢价率走低，YTM 走高。

目前纯债溢价率相对较低，转股溢价率相对较高，YTM 相对较高，可转债表现出较强的债性特征，即市场下跌时可转债相对具有抗跌性。

图 11：可转债转股溢价率、纯债溢价率与 YTM

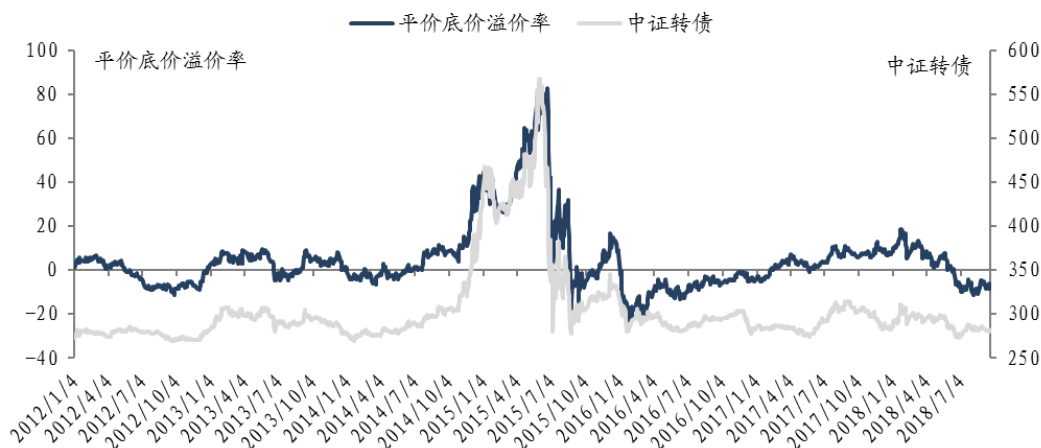


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

平价底价溢价率是衡量转债股性和债性的综合指标，平价底价溢价率为正时，股性更强；平价底价溢价率为负时，债性更强。2018 年以来平价底价溢价率呈现下降趋势，可转债的股性减弱债性增强。目前平价底价溢价率达到了历史较低水平，且为负值，可转债债性较强，表现出了一定的抗跌性。



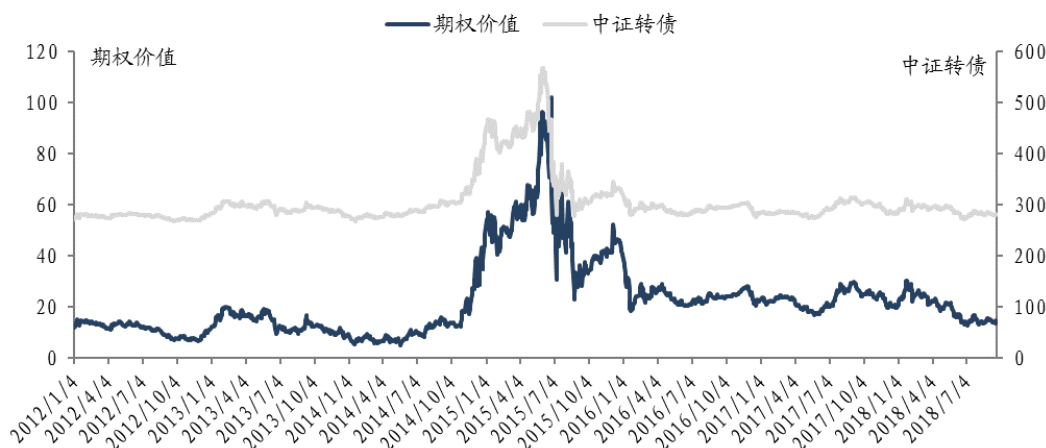
图 12：可转债平价底价溢价率



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

可转债内含转股权、赎回权、下修权、回售权等，其条款相互嵌套，无法分离。而可转债价格主要由纯债价值和期权价值组成，因此可以反推出交易的期权价值。由下图可以看出，可转债的期权价值与中证转债指数走势一致。目前可转债的期权价值处于历史较低水平，期权价值被压缩会导致可转债被低估。

图 13：可转债期权价值

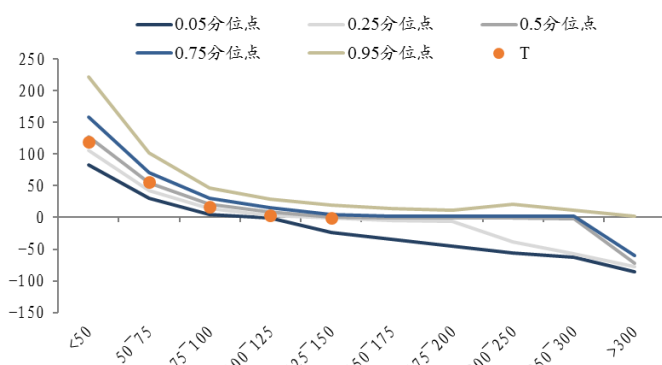


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

转换平价是指可转债转股时获得的对价。转换平价越高，可转债的股性越强，即转换平价较高，相应的转股溢价率较低，纯债溢价率较高，YTM 较低，平价底价溢价率较高；反之，转换平价较低，相应的转股溢价率较高，纯债溢价率较低，YTM 较高，平价底价溢价率较低。因此，东吴金工根据不同转换平价构造了转股溢价率锥、纯债溢价率锥、YTM 锥和平价底价溢价率锥。转股溢价率锥显示，转换平价较低时转股溢价率一般较高；纯债溢价率锥显示，转换平价较高时纯债溢价率一般较高；YTM 锥无明显规律，平价底价溢价率锥显示，转换平价较高时平价底价溢价率一般较高。

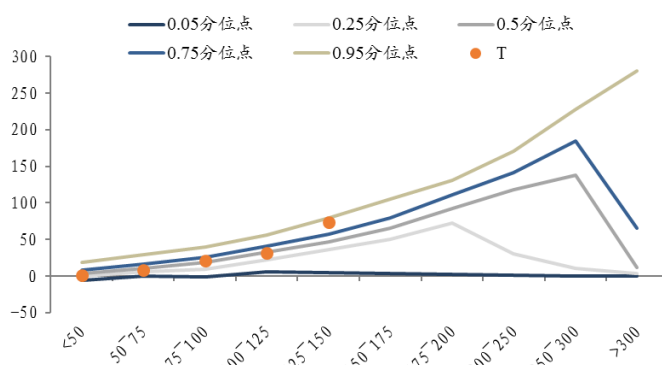
目前低转换平价的可转债，其转股溢价率略高于四分之一分位数水平，纯债溢价率低于历史中位数水平，平价底价溢价率处于历史较高水平，因此低转换平价的可转债兼具股性和债性特征。目前转换平价 100 左右的可转债，其转股溢价率低于历史中位数水平，纯债溢价率处于历史较高水平，平价底价溢价率略高于历史中位数水平，因此转换平价 100 左右的可转债债性较弱、股性较强。目前高转换平价的可转债，其转股溢价率处于历史中位数水平，纯债溢价率处于历史较高水平，平价底价溢价率处于历史较高水平，因此高转换平价的可转债股性较强、债性较弱。

图 14：转股溢价率锥



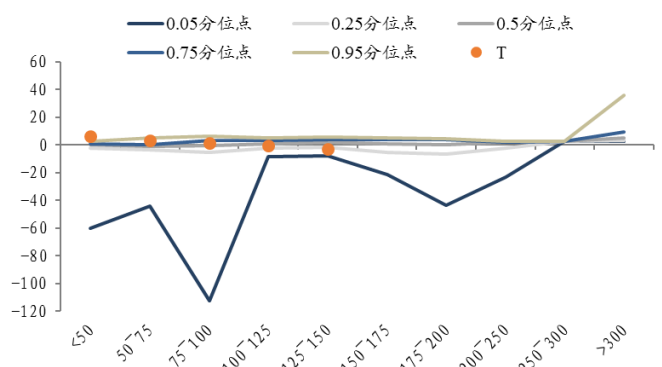
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 15：纯债溢价率锥



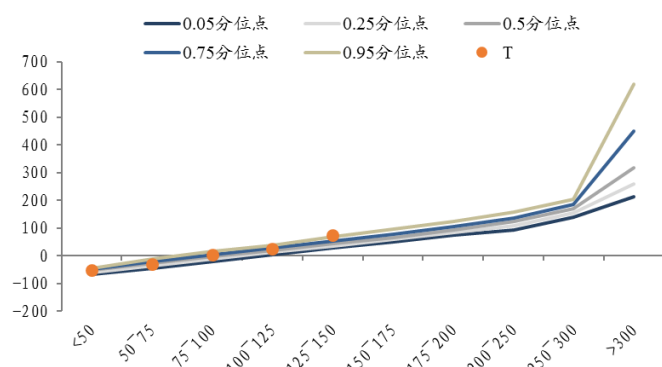
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 16：YTM 锥



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 17：平价底价溢价率锥



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

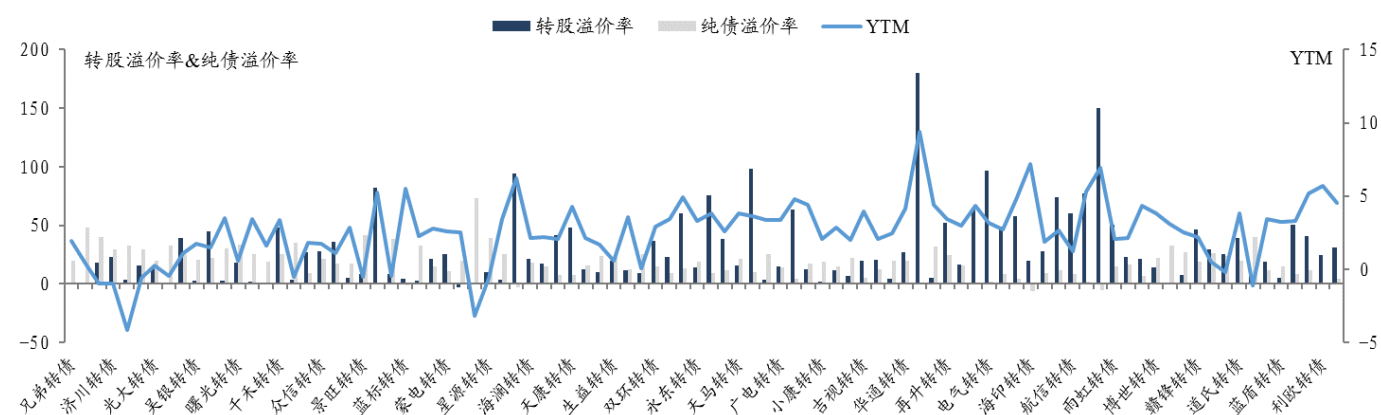
## 2.2. 各个可转债估值分析

一般转股溢价率越低，转债的股性也就越强，纯债溢价率越低（YTM 越高），其债性也就越强。为了分析可转债的表现，将可转债按上周涨跌幅从左到右排序，左边为上周上涨较多的可转债，右边为上周下跌较多的可转债。左边和最右边的可转债转股溢价率相对较低、纯债溢价率相对较高、YTM 相对较低；而中间的可转债转股溢价率相对较高、纯债溢价率相对较低、YTM 相对较高。换句话说，上周上涨较多的兄弟转债属

于偏股型可转债,下跌较多的机电转债是偏股型可转债;偏债型可转债上周涨跌幅较小,主要集中在中间区间。

此外,兄弟转债、安井转债、康泰转债、盛路转债、威帝转债的转股溢价率出现负值,部分是由于某些转债刚上市不久,投资者对其估值还不够准确。如果可转债持续维持较高的负的转股溢价率,可以在转股期的前一天买入可转债实现套利。而上周五蓝标转债、顺昌转债、模塑转债、海印转债、洪涛转债、辉丰转债都呈现负的纯债溢价率,一方面这些转债价格过低,容易出现低估的情况;另一方面,可转债的信用风险也会影响到这些转债的估值情况。

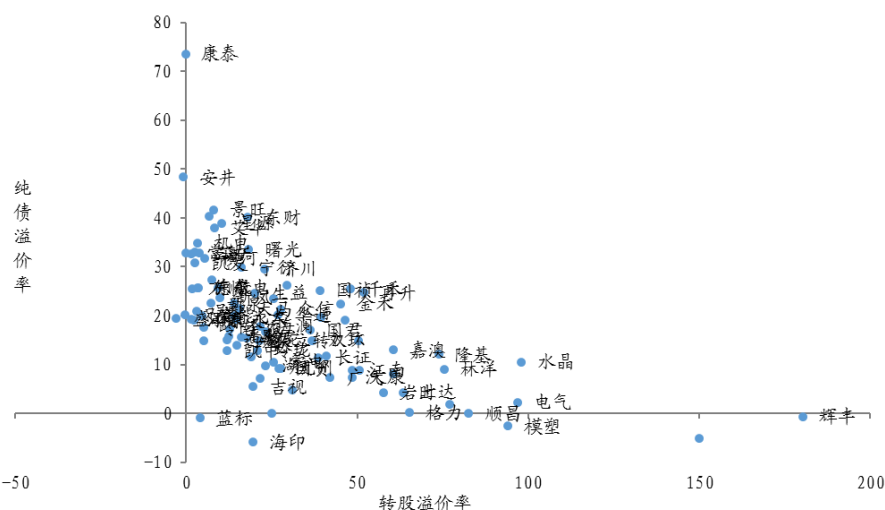
图 18: 转股溢价率、纯债溢价率与 YTM



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

下图为纯债溢价率和转股溢价率的散点图。越往左上,可转债的股性越强;越往右下,可转债的债性越强。股性较强的转债有康泰转债、安井转债;债性较强的转债有模塑转债、辉丰转债等。大部分转债主要集中在中间区域。

图 19: 转股溢价率与纯债溢价率散点图



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

从下图可以看出靠近左边的可转债，例如康泰转债、鼎信转债，其隐含波动率相对较低、正股波动率相对较高，这些可转债的期权估值水平较低，未来价格或将上涨。而靠近右边的江南转债、电气转债的隐含波动率相对较高、正股波动率相对较低，其期权估值水平较高，未来价格或将下跌。

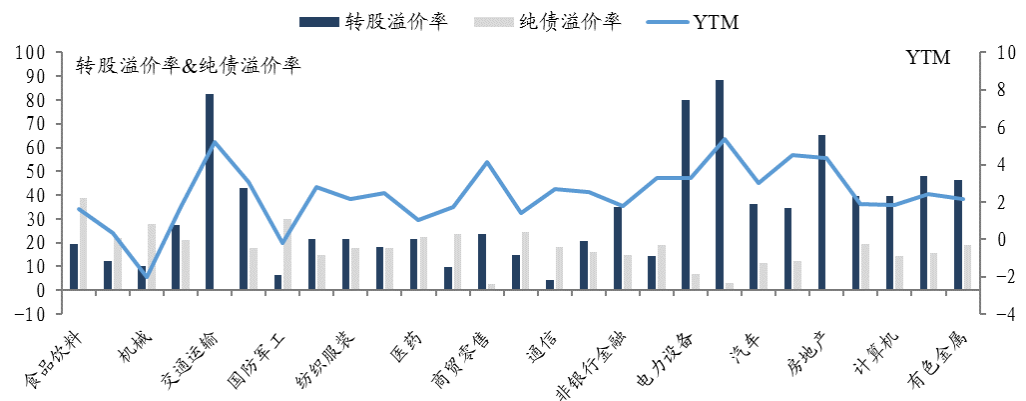
Scatter plot showing the relationship between Positive Stock Wave (Y-axis) and Hidden Volatility Rate (X-axis) for various companies. The Y-axis ranges from 0 to 70, and the X-axis ranges from 0 to 50. Data points are labeled with company names.

Company Name	Hidden Volatility Rate (X)	Positive Stock Wave (Y)
康泰	1	61
鼎信	1	48
天马	1	36
常熟	1	30
盛路	11	47
兄弟	14	46
顺昌	14	38
吴江	15	36
模塑	7	29
海智视	14	23
兄弟	18	45
顺昌	18	35
吴江	18	34
模塑	18	32
兄弟	20	43
顺昌	20	33
吴江	20	32
模塑	20	31
兄弟	22	42
顺昌	22	32
吴江	22	31
模塑	22	30
兄弟	24	41
顺昌	24	31
吴江	24	30
模塑	24	29
兄弟	26	40
顺昌	26	30
吴江	26	29
模塑	26	28
兄弟	28	39
顺昌	28	29
吴江	28	28
模塑	28	27
兄弟	30	38
顺昌	30	28
吴江	30	27
模塑	30	26
兄弟	32	37
顺昌	32	27
吴江	32	26
模塑	32	25
兄弟	34	36
顺昌	34	26
吴江	34	25
模塑	34	24
兄弟	36	35
顺昌	36	25
吴江	36	24
模塑	36	23
兄弟	38	34
顺昌	38	24
吴江	38	23
模塑	38	22
兄弟	40	33
顺昌	40	23
吴江	40	22
模塑	40	21
兄弟	42	32
顺昌	42	22
吴江	42	21
模塑	42	20
兄弟	44	31
顺昌	44	21
吴江	44	20
模塑	44	19
兄弟	46	30
顺昌	46	20
吴江	46	19
模塑	46	18
兄弟	48	29
顺昌	48	19
吴江	48	18
模塑	48	17
兄弟	50	28
顺昌	50	18
吴江	50	17
模塑	50	16

### 2.3. 按行业分类估值分析

此外，交通运输行业的平均纯债溢价率为负值，并且平均 YTM 高达 5.23%，该行业的可转债价格处于较低水平，价值可能被低估，未来或将反弹。交通运输行业的可转债主要是顺昌转债。

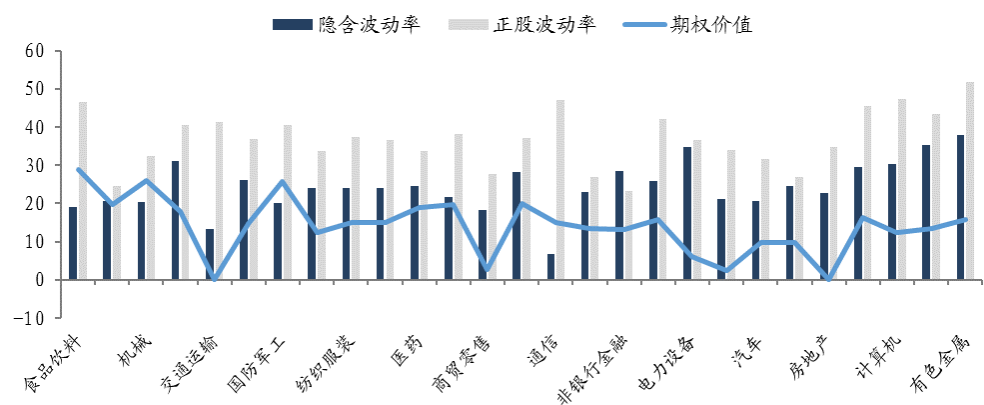
图 21：不同行业可转债的转股溢价率、纯债溢价率和 YTM



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

由下图可以看出，建筑、商贸零售行业、房地产、交通运输的可转债期权价值较低，该行业的可转债价格处于较低水平，价值可能被低估，未来或将反弹。建筑行业的可转债主要有洪涛转债、岩土转债。商贸零售的可转债主要有国贸转债、海印转债。房地产行业的可转债主要是格力转债。交通运输行业的可转债主要是顺昌转债。

图 22：不同行业可转债的期权价值

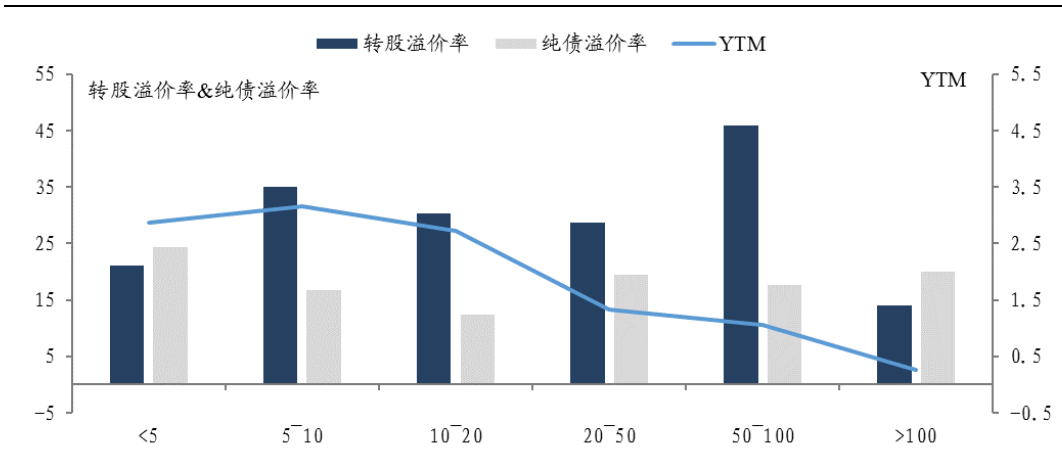


数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 2.4. 按余额分类估值分析

将可转债按余额分类，上周涨幅较少的是余额在 10 至 20 亿元之间的可转债，相应地其平均转股溢价率相对较高、平均纯债溢价率相对较低，平均 YTM 较高，这些可转债股性较弱、债性较强。而余额大于 100 亿元的可转债涨幅较大，其平均转股溢价率较低、平均纯债溢价率较高、平均 YTM 较低，这些可转债股性较强、债性较弱。

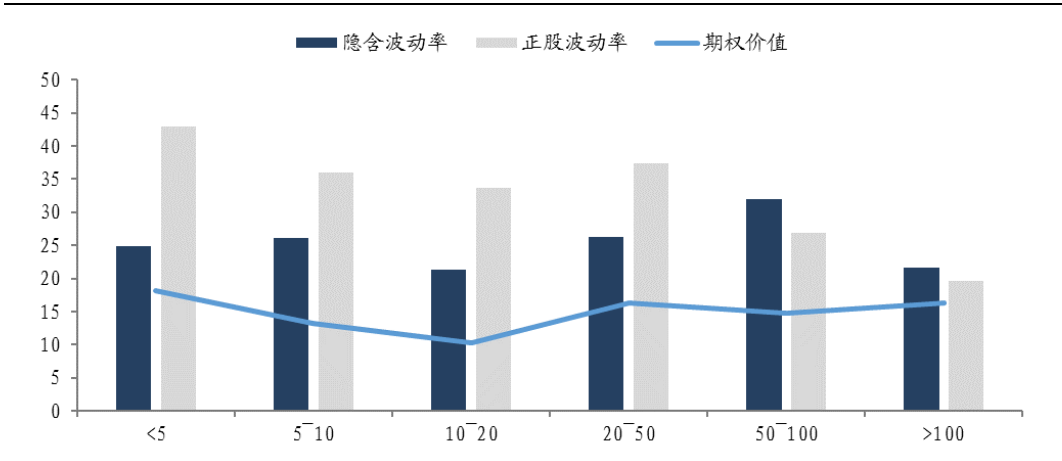
图 23：不同余额可转债的转股溢价率、纯债溢价率和 YTM



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

由下图可以看出，小余额的可转债和余额介于 20 亿元至 50 亿元之间的可转债的期权价值相对较高，而余额在 10 亿元和 20 亿元的可转债的期权价值相对较低。

图 24：不同余额可转债的期权价值



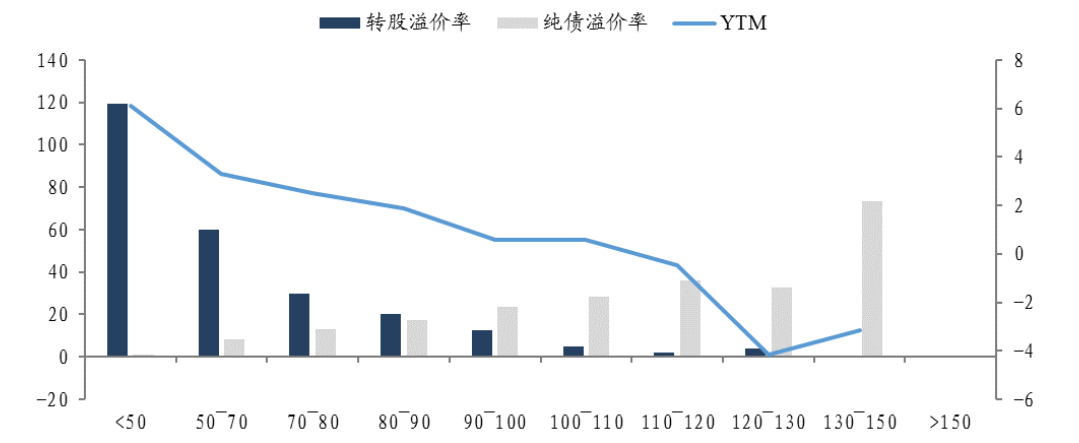
数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 2.5. 按平价分类估值分析

将可转债按转换平价分类，转换平价越高，一般转股溢价率越低，纯债溢价率越高、YTM 越低。由下图可以看出，转换平价高于 110 时其平均转股溢价率很低。上周没有转换平价大于 150 的可转债。



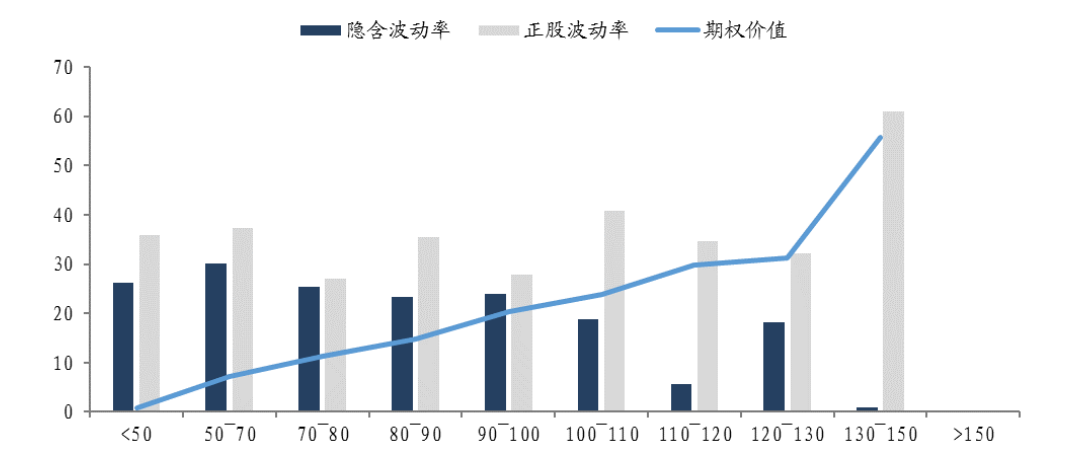
图 25：不同平价可转债的转股溢价率、纯债溢价率和 YTM



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

由下图可以看出，转换平价小于 50 的可转债，其期权价值较低，可转债价格可能被低估，但也要警惕这些可转债的信用风险。上周没有转换平价大于 150 的可转债。

图 26：不同平价可转债的期权价值



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所



### 3. 可转债发行列表

上周没有可转债上市

#### 4. 可转债触发条款进度

可转债内含转股权、赎回权、回售权、下修权，利欧转债本周进入转股期，无可转债触发回售条款、赎回条款，下修条款的触发进度如下：

图 27：可转债触发条款进度

本周进入转股期的可转债			
转债代码	转债简称	转股起始日期	
128038. SZ	利欧转债	2018/9/28	
触发赎回条款转债			
无			
触发回售条款转债			
无			
触发下修条款可转债			
转债代码	转债简称	触发条件	触发进度
113016. SH	小康转债	10/20, 90%	9/10
128044. SZ	岭南转债	15/30, 90%	11/15
113018. SH	常熟转债	15/30, 80%	10/15
128035. SZ	大族转债	20/30, 80%	12/20
128042. SZ	凯中转债	10/30, 85%	6/10
113506. SH	鼎信转债	15/30, 80%	6/15
128029. SZ	太阳转债	15/30, 85%	5/15
123014. SZ	凯发转债	15/30, 85%	4/15
128034. SZ	江银转债	15/30, 80%	4/15

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

#### 5. 风险提示

可转债价格不仅受到股市、债市等多方面影响，还与其信用风险有关，投资可转债需谨慎。

## 免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>