

黎明将至

2017 年 11 月 20 日

投资要点

- ❖ **2017 年转债市场回顾：从“新”出发。**2017 年必定会在 A 股转债史上留下浓重的一笔，也可能成为转债市场转折的关键一年。
- ❖ **市场现状：黎明的前夜。**转债一级市场风向大变供给节奏显著加速，打新收益几乎消失后引发了多种连锁反应，重塑了转债一级市场生态。二级市场转债个券结构性特征十分明显，即使股债市场走势各异，转债市场总会带来一定机会。结合历史经验 10%-15% 是转债估值相对合理的区间，目前股性估值已经基本进入合理区间之内。转债市场外生的制度性变革已然发生，内生的变化正在逐步呈现，转债的投资策略也正在经历一场洗礼，但赚钱效应或者隐藏的机会已经开始显现，从大类资产比对的角度看亦是性价比上佳的资产品种。
- ❖ **我们的框架：转债“新时代”的新内涵。**监管新规是一切的开始，一是发行新动态。二是打新新变化。再融资新规的变化导致越来越多优质个券开始涉足转债市场。使得转债投资者可以更加充分地分享权益市场红利，内生结构的迁徙使得转债市场真正步入主流市场。隐忧在于未来市场上仍有可能存在诸多流动性堪忧的标的。
- ❖ **供需分析：关注供给需求的周期性。**新券发行将会逐步提升至一个相对稳定的节奏，未来一年可能保持和上会节奏相似的一周二支左右的水平。按照这个速度估计未来一年发行的转债数量可能超过百支的水平。年融资规模势必突破千亿挑战两千亿水平。我们更加强调要将转债的供给与需求结合起来看，两者之间往往会出现周期不匹配的情况，这是转债价格的短期波动重要原因之一，也是转债不同于股票的独立波动性主要原因。
- ❖ **市场展望：黎明将至。**新的环境，新的政策，转债市场新的时代正在到来。
 (1) 抢权博弈逐步深化。短期抢权策略更适合小规模资金量参与，快进快出的绝对收益水平也相对有限。从更长远的角度更加推荐在转债待发新券中选择部分资质较好的正股，在公告转债预案后便先行介入分享正股红利，以及可以长期持有持续分享成长红利。
 (2) 未来一年条款博弈案例仍将层出不穷，且有望愈演愈烈。
 (3) 明年溢价率并不成为导致转债市场波动的关键因素，影响价格的核心变量主要是正股。既然估值难起波澜，可能会导致明年难以出现类似于今年二季度转债市场整体“黄金坑”的机会。
 (4) 横向择券纵向择时。择券大于择时可能成为转债市场长期的操作法则，进一步细分到个券层面需要认真考虑择时问题，最终市场内部分化可能愈发明显。
- ❖ **转债策略：机会在细节。**(1) 抢权背后是股债结合新思路。有必要强调转债的股性特征，将其与正股的联动进一步放大。(2) 基于正股择券。随着转债市场供给的增大也将放大正股分化对转债标的的影响，策略最为核心的部分是择券。(3) 选择一个相对更好的时机。(4) 目前市场的存量个券虽然其市场规模占比将会急速地缩减，但其中依旧存在一定机会。我们根据前述的分析框架、逻辑与策略，重点关注偏股型个券，诸如金融标的转债、三一转债、九州转债、国贸转债以及汽车转债均具有较高的性价比，其次在价格相对较低、溢价率尚可接受的标的中埋伏，诸如辉丰转债、蓝标转债同样值得关注。相比来看则需要担心潜在供给对其余金融个券的短期冲击。
- ❖ **风险因素：**个券相关公司业绩不及预期；宏观流动性收紧。



中信证券研究部

明明

电话：010-60837202
 邮件：mingming@citics.com
 执业证书编号：S1010517100001

余经纬

电话：010-60836514
 邮件：yujingwei@citics.com
 执业证书编号：S1010517070005

章立聪

电话：021-20262132
 邮件：zhanglicong@citics.com
 执业证书编号：S1010514110002

转债市场走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

相关研究

1. 可转债 2017 年下半年投资策略—破晓前的混沌..... 2017-5-24
2. 可转债 2017 投资策略—尴尬的价格与难以舍弃的收益..... 2016-11-07
3. 可转债 2016Q3 市场展望—专注正股，把握节奏，提前布局..... 2016-07-07
4. 可转债 2016 年下半年投资策略—博弈下半场，估值让位正股..... 2016-05-20
5. 可转债 2016 年投资策略——蓦然回首，正股回归..... 2015-11-30
6. 可转债 2015 年下半年投资策略——“疯牛”终，转债“新”..... 2015-5-29

目录

2017 年转债市场回顾：从“新”出发	1
监管变化成为关键词	1
估值坐上过山车，供给颇具灰犀牛特征	2
A 股市场结构分化的映射，转债成也萧何败也萧何	2
条款博弈风起云涌转债再起波澜	3
策略回顾：择时与择券的轮回	4
市场现状：黎明的前夜	5
一级市场打新红利消失	5
转债正处分化期不乏机会	6
股性估值进入合理区间波动	6
现在正是黎明的前夜	7
我们的框架：转债“新时代”的新内涵	8
监管新规是一切的开始	8
新的内涵更重要	8
新的隐忧：流动性分化	9
供需分析：关注供给需求的周期性	9
供给加速预期之内	9
需求快速提升	11
关注供需不匹配带来的估值波动	11
市场展望：黎明将至	12
抢权博弈将会逐步深化	12
条款博弈风云再起	13
正股主宰溢价率退后分化才是主线	13
横向择券纵向择时	14
转债策略：机会在细节	15
抢权背后是股债结合新思路	15
基于正股择券	15
选择一个相对更好的时机	16
握紧股性标的	16
待发个券巡礼	16
海利得	16
铁汉生态	17
赣锋锂业	17
兄弟科技	18
蓝思科技	18
风险因素	19

请务必阅读正文之后的免责条款部分

“慧博资讯”是中国领先的投研大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

插图目录

图 1: 市场规模与个券支数稳步增长	1
图 2: 转债预案累积了规模快速上升	1
图 3: 估值走过三个阶段	2
图 4: 转债指数与上证综指存在明显背离	2
图 5: 个券走势分化明显	3
图 6: 权重转债占据绝对比例	3
图 7: 歌尔、白云转债提前赎回博弈	3
图 8: 蓝标转债下修博弈	3
图 9: 2017H1 转债策略回顾	4
图 10: 雨虹转债高开低走	5
图 11: 新时达与久立特材走出抢权行情	5
图 12: 个券机会难以被忽视	6
图 13: A 股结构分化明显	6
图 14: 股性估值渐入平稳	7
图 15: 部分偏债 EB 持续下跌	7
图 16: 2017Q3 转债基金表现抢眼	11
图 17: 转债基金仓位持续提升	11
图 18: 存量转债价格 vs 转股价值	13

表格目录

表 1: 转债已过会未发行个券列表	6
表 2: 待发转债预案列表	10

2017 年转债市场回顾：从“新”出发

2017 年的转债市场跌宕起伏，几乎完美呈现了转债各类影响因子的推动与冲击，同时还伴随着内外一系列监管规则的变化。2017 年必定会在 A 股转债史上留下浓重的一笔，也可能成为转债市场转折的关键一年。

从市场走势来看上下半年截然相反，从一二级市场的策略来看同样差异巨大。可以说自千禧年前后逐步成熟的转债市场正历经了一场“成年礼”，从“新”出发也许是当下市场最好的注脚。

监管变化成为关键词

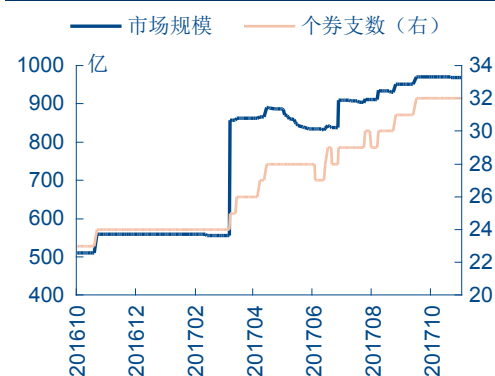
监管规则的变化是造就转债新时代的重要推手，不同于 2006 年转债监管条例的修订，本次监管规则从外生到内生全方位进行了革新，因而其影响程度与意义是过往几次修订难以企及的。

外生方面，2 月份再融资新规从严限制上市公司通过非公开发行等方式融资，可转债成为其余不受限制的再融资方式中最具吸引力的替代选择。效果立竿见影，3 月起转债待发个券数量开始井喷，呈现于历史上前所未有的预案潮，其中有不少上市公司直接撤回定增预案转向可转债融资。监管层也着力鼓励上市公司选择可转债融资。可以说倘若没有这些外生力量的推动，转债市场也不会受到如此前所未有的关注，监管态度的变化是一切故事的开端。

内生方面，打新新规出台落地扫清了转债大规模发行最后的绊脚石。在旧规则下，转债发行需要冻结一定规模资金，然而近一年以来市场资金面较为脆弱，这一背景下转债冻结资金规模往往备受关注正处风口浪尖，常常被指责为短期资金价格抬升的原因，因而转债发行节奏常受到非内生因素干扰，面对天量的转债预案继续沿用旧规则存在不小的障碍，发行规则势必迎来修订。9 月转债打新新规正式落地改信用申购后转债发行冻结资金的问题被彻底解决，转债发行节奏迎来加速期。

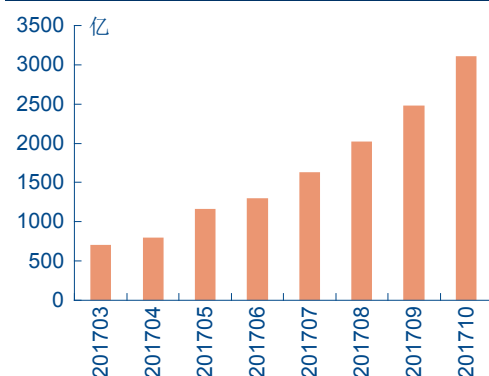
正由于外生与内生来两方面的变化，转债市场迎来了一个前所未有的“新”时代，这些规则的变化催生出转债市场新特征，深入看转债市场的一些核心要素与策略也发生了深刻变化，“新”时代的内涵更值得我们关注，对此后文我们将会详细论述。

图 1：市场规模与个券支数稳步增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：转债预案累积了规模快速上升



资料来源：Wind，中信证券研究部，截止 2017 年 10 月底

估值坐上过山车，供给颇具灰犀牛特征

转债自身指标中估值今年备受市场关注，毫不夸张的说前三个季度的转债市场随估值的变化而起落，若能把握好估值变化趋势今年转债市场投资便成功了一半。根据走势变化以及驱动因素不同，我们将今年估值走势分为三个阶段：

1、年初至 5 月中旬。A 股疲软叠加货币政策中性偏紧转债估值持续压缩，特别在二季度市场走出一波近似的股债双杀行情，转债估值下探至年内底部。

2、5 月中旬至 7 月初。受益于货币政策边际放松股债市场双双走好，历经小半年压缩的转债估值逆向走扩，同时由于发行新规尚未落地，转债一级市场呈现预案热而非发行热转债供给极为有限，进一步推升存量个券估值水平。

3、7 月初至今。估值呈现宽幅震荡中枢缓慢走低的趋势。虽然新规已经发布，但是转债市场的供给与需求周期不匹配越发明显，天量的新券预案犹如灰犀牛一般扰动市场情绪。在供给压力下转债估值必然回归，然而供给开闸的时间与节奏充满不确定性，导致市场估值容易出现反复。因而三季度以来转债估值波动幅度依旧较大，背后反映的是市场多空力量的反复博弈。

总结而言估值先压缩又走扩后重回压缩趋势，这也决定了今年转债市场表现颇具戏剧性，上半年走势十分惨淡但年中却一跃成为表现最好的大类资产之一。估值是今年转债市场仅次于监管的第二核心要素。

图 3：估值走过三个阶段



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：转债指数与上证综指存在明显背离



资料来源：Wind，中信证券研究部

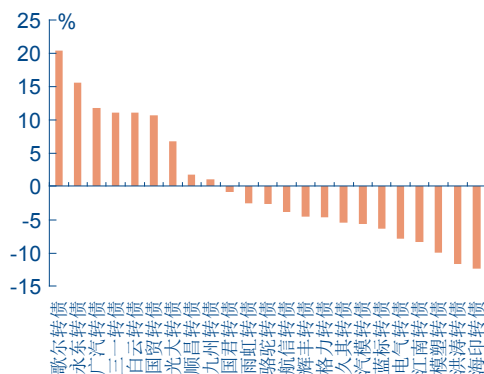
A 股市场结构分化的映射，转债成也萧何败也萧何

回顾完监管与估值再来回顾转债市场的长期价格之锚——正股。今年 A 股市场结构分化特征明显，从大消费抱团到周期盛宴，最终价值战胜了成长成为今年权益类市场的主旋律。市场分化较为明显，虽然下半年形势出现了些许逆转的端倪，但总体来看前三季度抱团价值是市场不二的主线，最终受益的核心标的多数是权重股及白马股。

转债市场由于标的相对稀缺以及分布不均衡并不能完全反映 A 股的结构化特征，但是市场部分个券表现精彩纷呈不乏机会。而随着二季度歌尔、白云转债的退市，后续银行转债的发行，转债指数逐渐成为金融个券影子指数，下半年伊始券商转债发行进一步加深了这一现象，两者合计占到转债指数的半数权重，明显导致转债指数的失真，自 5 月底开始的转债市场反弹其实反映的更多是金融板块的强势，同样 9 月初转债的调整也是伴随着金融个券的调整。

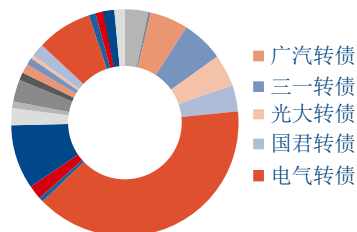
其实在权重个券之外，其余各券同样表现精彩纷呈不容忽视。三支个券的成功提前赎回退市，部分个券也努力挑战 130 元的提前赎回线，今年的转债市场虽然有惨淡的上半年，但赚钱效应也十分明显，下半年则进一步放大了这一效应，择券是关键点。

图 5：个券走势分化明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：权重转债占据绝对比例



资料来源：Wind，中信证券研究部，按照规模计

条款博弈风起云涌转债再起波澜

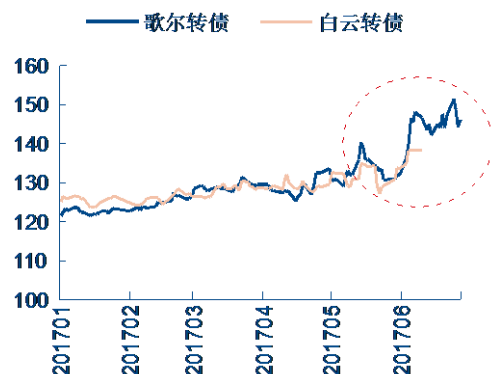
过去两年转债条款博弈并非市场关注的重点，无论是提前赎回、转股价下修亦或是回售条款离被触发均较为遥远，但是今年条款博弈重回舞台中央。

从年初蓝标转债突然下修转股价，到年中歌尔、白云、汽模转债提前赎回，再到近期江南转债回售预期，条款博弈每一方面都给出了极具代表性的案例。我们也在报告《转债基础研究》系列专题中对条款博弈做出了详尽的分析。

得益于 A 股分化走势在转债市场的映射，我们才能看到转债个券截然不同的表现，既有提前赎回，也出现了下修与回售博弈，其中的预先判断、短期波动均充满了机遇和风险。总体来看，要赚条款博弈的钱较为繁复，且幅度相对有限，不同的投资者有不同的预期，对“是否参与”、“值不值得参与”、“能不能参与”有着不同的判断和结果。

但条款博弈的大门已经打开，随着存量老券步入中年期，新券快速发行，条款的博弈只会愈演愈烈更难以被忽视。

图 7：歌尔、白云转债提前赎回博弈



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：蓝标转债下修博弈



资料来源：Wind，中信证券研究部

策略回顾：择时与择券的轮回

今年转债市场的策略主线徘徊在择时与择券之间，其背后反映的是市场核心矛盾是估值还是正股。

去年年底我们判断估值矛盾开始让位于正股矛盾，在今年上半年估值虽然依旧缓慢压缩，但决定个券走势的关键因素已是正股，虽然总体疲软但依旧涌现出诸如歌尔、白云转债等具有超额收益的正股标的，可以认为上半年择券比择时更为重要。

但时至年中随着估值压缩到渐进底部，转债市场预期十分悲观之时，择时开始成为关键点，寻找一个拐点推动市场整体性上涨的时机。而这一拐点出现在 5 月底，货币政策边际放松，压在股债市场上的大山被移开，市场开启了今年最美好的一段时光，转债则同时受益于股债两方面的推动录得客观涨幅，此时择券相对弱化绝大多数个券录得不俗上涨。

然而在供给压力下转债估值的走扩终究不可持续，随着估值转入宽幅震荡中枢压缩的趋势后，只能寄希望于正股给转债价格带来正贡献。自 7 月底择券开始回归，市场热点轮动较快，转债个券的涨跌较为混乱，市场更多时候展现出交易性机会的特征，叠加估值小幅压缩的负贡献，转债价格波动加大机会并不好把握。

随着市场核心矛盾的演变，我们转债策略也随之切换，力求能够前瞻性的把握整体或是个券的机会：

在上半年我们观察到 A 股出现明显的二八分化行情，市场人气不足，对于股指依旧不算低的转债市场而言情绪可能主导估值压缩，因此我们重点提示抓住市场的核心标的，通过正股上涨来抵消估值的负面影响，但总体看转债市场相对机会有限。

年中经历过估值压缩后，我们观察到宏观流动性的边际放松，有望逆转转债估值压缩趋势，从历史对比来看转债估值也基本触底，市场不应过于悲观，我们年中策略用《破晓前的混沌》来表达对市场中长期期的期待，短期在市场股债双轮推动的行情中主要提示核心标的的价值。

进入下半年随着供给箭在弦上，我们对估值的判断转入谨慎，但是 A 股市场结构性行情愈发明显，转债市场的机会也必然存在，我们用《黎明的前夜》来展望四季度的转债市场，从近一个多月的进程来看不少标的已经展现出非常明显的赚钱效应，再次强调转债正处交易时间。

图 9：2017H1 转债策略回顾



资料来源：Wind，中信证券研究部

市场现状：黎明的前夜

回到当下转债市场，历经了跌宕起伏的一年后当前转债市场与年初相比已经大为不同。其面临的外部环境出现了显著的变化，其内生指标也存在着诸多的新特征。总体看，一级市场风向大变供给节奏显著加速，二级市场结构性特征突出赚钱效应凸显，股性估值难言绝对便宜但进入合理区间。变革正在发生，我们就在黎明的前夜。

一级市场打新红利消失

自从信用申购新规落地以来转债打新最大的变化便是过往红利消失。

虽然理论上发行人仍可设置网上+网下发行的打新模式，但在实践中多数发行人出于便捷性等多方面考虑取消了针对机构的网下发行仅提供网上模式，将机构与散户一视同仁。在取消网上发行定金后，机构的资金优势也荡然无存，散户与机构具有完全平等的地位，但机构账户的数量远远不及散户账户数量，导致参与打新的账户数量上升至百万级别且上限申购，最终导致打新结果成为平均单个账户难以中签一手转债，沦为鸡肋。

机构的打新收益几近消失后进一步引发了多种连锁反应，重塑了转债一级市场生态。

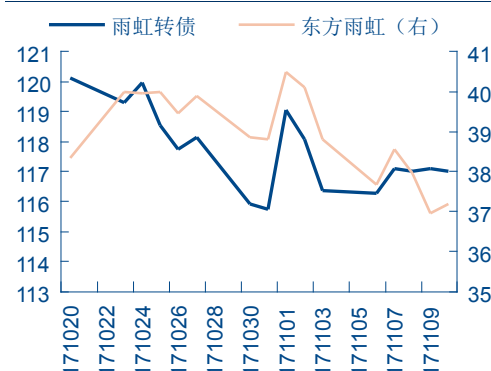
1、机构开始退出一级市场转债打新。目前打新规则下机构参与可谓吃力不讨好，选择放弃转债打新也并不会产生实质性损失。

2、转债上市价格高开低走。机构对转债的配置需求将会在上市后集中释放，而优配或打新的抛压将会持续打压价格。但是此时配置需求在明而抛售压力在暗，开盘价又具有边际定价的特征往往会成交在一个相对较高的位置，随后数日震荡回落。

3、短期抢权行情更加明显转债优配比例加大。转债募集说明书公告前后正股出现短暂的抢权行情，而参与优配的原股东比例大幅上升。然而其中博弈并不简单，后文我们将会详细讨论。

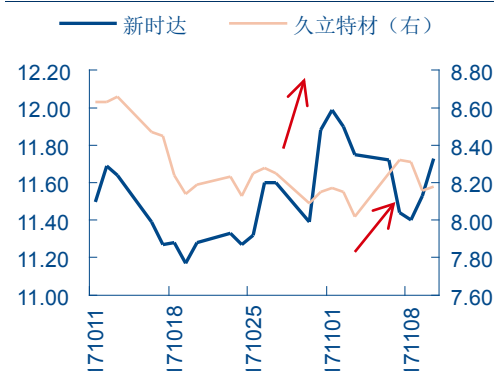
目前转债一级市场供给节奏已经显著加速，待发预案过会与拿批文速度不断加快，实质性发行面临的障碍已经明显减少，新券的堰塞湖高企问题正在逐步解决。未来供给趋势如何后文我们同样会详细讨论。

图 10：雨虹转债高开低走



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：新时达与久立特材走出抢权行情



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 1：转债已过会未发行个券列表

公司代码	公司名称	上会	拿到批文	公司代码	公司名称	上会	拿到批文
002142.SZ	宁波银行	2016/5/20		002707.SZ	众信旅游	2017/9/28	
600845.SH	宝信软件	2017/7/21	2017/10/11	300168.SZ	万达信息	2017/11/6	
300197.SZ	铁汉生态	2017/11/3		601966.SH	玲珑轮胎	2017/11/3	
000783.SZ	长江证券	2017/9/5	2017/10/30	002658.SZ	雪迪龙	2017/10/27	
300059.SZ	东方财富	2017/10/20		300433.SZ	蓝思科技	2017/9/20	2017/11/6
002562.SZ	兄弟科技	2017/8/29	2017/10/17	601929.SH	吉视传媒	2017/11/6	
002206.SZ	海利得	2017/11/3		002078.SZ	太阳纸业	2017/9/19	
002284.SZ	亚太股份	2017/7/21	2017/9/13	600863.SH	内蒙华电	2017/11/6	
600183.SH	生益科技	2017/8/15	2017/10/10	002008.SZ	大族激光	2017/9/28	
002728.SZ	特一药业	2017/9/28		002100.SZ	天康生物	2017/10/27	
002460.SZ	赣锋锂业	2017/9/28		002815.SZ	崇达技术	2017/10/27	
300388.SZ	国祯环保	2017/9/28	2017/11/7	300409.SZ	道氏技术	2017/11/3	
603738.SH	泰晶科技	2017/10/27		600372.SH	中航电子	2017/11/6	
002273.SZ	水晶光电	2017/8/9	2017/10/9				

资料来源：wind，中信证券研究部整理；截止 2017 年 11 月 10 日

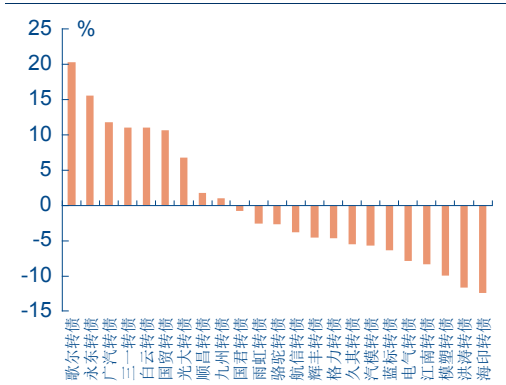
转债正处分化期不乏机会

二级市场转债个券结构性特征十分明显，从另一个角度看即使股债市场走势各异，但转债市场总会带来一定机会。前述我们回顾今年的转债市场表现也充分说明了这一特点。

分化的结果基于两点原因：一是存量转债个券的支数与规模稳步扩大，今年以来新发行十五支转债（可交换债），提前赎回三支，存量规模较年初显著扩容超过 400 亿。同时支数扩大导致转债正股覆盖更多的细分行业；二是 A 股的结构化行情，正股走势是影响转债价格表现的中长期因素，今年沪深两市多数时间处于明显的板块分化走势，白马股持续表现行业热点此消彼长，正股行业覆盖面扩大后的转债市场可以更为便捷分享 A 股红利，导致今年转债市场的分化特性也十分突出。

目前转债市场仍处于这一趋势之中，择券与调仓成为机构参与者的重点关注策略。如年初的歌尔、白云转债到年中的金融转债再到下半年的保险个券。正股层面带来的转债个券机会层出不穷。

图 12：个券机会难以被忽视



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 13：A 股结构分化明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

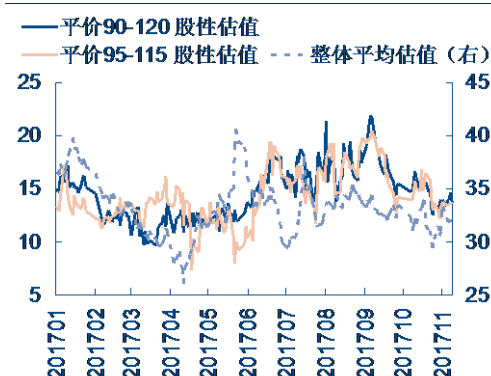
股性估值进入合理区间波动

我们在报告《可转债基础研究系列之十：股性估值的表与里》（2017 年 8 月 25 日）中提出了对转债股性估值测算的方法。目前平价在 90-120 以及 95-115 元转债整体股性估值均已经回落至 15% 之内，且近期波动有收敛的趋势。结合历史经验我们认为 10%-15% 是转债估值相对合理的区间，目前股性估值已经基本进入合理区间之内。

股性估值与诸多因素相关，既涉及到市场情绪也与市场供需密切联动，短期转债股性估值波动收敛的背景是上述几大因素近期并未出现明显变化，转债估值没有受到明显的冲击或拉动。经历过长时间的起起落落后转债估值是否会步入一个相对稳定的状态，后续趋势与变化我们将在后文详解。

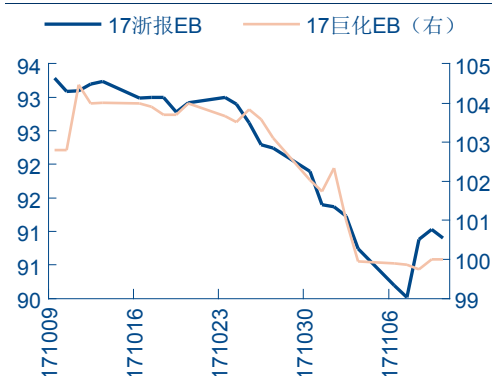
我们在报告《转债基础研究系列之六——知往鉴今：什么是转债债性估值与底部》（2017 年 5 月 23 日）中提出了对转债债性估值测算的方法，YTM 可以拆分为 YTM 利差与基准利率。YTM 利差即债性估值并非现在市场关注的重点，在没有流动性边际冲击发生时转债市场很难出现一个“黄金坑”。对不少 EB 而言由于换股意愿的缺失，其 YTM 利差并不能直接与转债比较可能持续处于较低的位置，这也是部分偏债 EB 近期持续下跌的重要原因。对于转债而言，近一个月以来基准利率持续走高成为 YTM 最大的风险，相比 YTM 利差我们更关注基准利率的波动。因此经历过年初宏观流动性冲击后的债性估值已经持续处于合理的位置。

图 14：股性估值渐入平稳



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：部分偏债 EB 持续下跌



资料来源：Wind，中信证券研究部

现在正是黎明的前夜

回看我们在今年年中撰写的转债市场下半年市场展望，对年中市场的判断是比较“尴尬”——“市场显著缺乏流动性上佳、价格较低（空间较大）、估值相对合理的个券”。但现在转债市场的“尴尬”标签已经逐步褪去，我们前述已经从交易性机会估值的合理程度等多个角度分析，市场现在“新”意盎然。

我们在年中时将可转债市场 2017 年下半年的策略展望起名为《破晓前的混沌》，用“混沌”形容当时市场的复杂与尴尬，用“破晓”表达我们的期待，继续沿着这个逻辑判断当前的转债市场，我们称之为“黎明的前夜”，转债市场外生的制度性变革已然发生，内生的变化正在逐步呈现，转债的投资策略也正在经历一场洗礼，但赚钱效应或者隐藏的机会已经开始显现，从大类资产比对的角度看亦是性价比上佳的资产品种。虽然还需要时间推进还需要投资者进一步熟悉，但不可否认我们已经离“黎明”越来越近。我们认为这也正是现在转债市场关注度爆发式增长，增量资金已经开始进场的核心原因。

我们的框架：转债“新时代”的新内涵

正如前文所言随着一系列制度性变革的发生，转债市场迎来了“新时代”。深入看转债的“新时代”既有表层含义——发行新动态打新新变化，也有更为深刻的内涵——结构新气象、策略新思考，同样也有着一些新问题出现。我们的分析框架也随着这些新变化进一步发展完善，然而核心骨架依旧维持，重点在新内涵。

监管新规是一切的开始

转债“新时代”起源于监管新规。我们在前述市场回顾中已经详细介绍了监管的变革，它直接导致了两方面结果。

一是发行新动态。目前过会与发行速度持续维持在高位，新规落地后压缩审核流程加快发行节奏有望成为常态，未来发行时间安排将会进一步理顺；

二是打新新变化。更为重要的是发行人纷纷取消网下针对机构发行的设置，主要采用原股东优先配售加上网上发行模式，导致优配比例居高不下，而打新层面收益基本被散户获得，因此抢权以及上市之后吸筹成为更为关键的一点。然而这些都是表层的新变化，我们在报告相应部分都进行了详细的分析。

新的内涵更重要

相比表层的现象我们更关注转债新时代的内涵，发行新规带来的不仅仅是规模的扩大更重要的是重塑了转债市场的生态。主要体现在两个层面：市场内生结构与股债策略的差异。

市场内生结构的迁徙

再融资新规的变化导致越来越多的优质上市公司开始涉足转债市场。过去上市公司并没有太强意愿发行可转债，转债市场也难觅行业龙头或是高成长性正股，往往需等到一波牛市存量转债纷纷触发提前赎回退市，内生差异有限。但是再融资新规落地，可转债成为上市公司为数不多的选择，待发公司中出现了不少相关正股备受权益投资者所追捧的。但是即使越来越多的优质公司取道转债市场再融资，也存在一些结构性特征。

细看一线龙头由于占据有市场绝对份额现金流往往较好，再融资需求较弱，因此我们或许难以见到贵州茅台或是格力电器这类公司抛出转债预案。但是二线龙头、细分领域龙头或是成长股，再融资是其进一步向前迈进的重要一环，抛出转债预案不足为奇，因而新规落地以来我们看到林洋能源、隆基股份、蓝思科技、铁汉生态等企业纷纷借助可转债进行融资。这类企业需要可转债这样的工具，而可转债市场也需要这样的优质企业。

由此而来待发个券的整体资质出现明显提升，使得转债投资者可以更加充分的分享权益市场红利，这一盛况在过去几乎难以见到，内生结构的迁徙使得转债市场真正步入主流市场。

转债与股票的差异

若转债仅仅只是分享股票的红利，那就成为正股的傀儡，单纯研究转债的意义可能不大。即使长期看转债走势终究取决于正股，但是路径可能存在不同。转债和股票存在较大差异，其投资者策略也存在明显区别。

转债和正股间最主要的差别在于溢价率，条款博弈等外生因素可以导致溢价率的突然变化，而市场内生因素也可以导致溢价率的变化，因而在一定时间段转债与股票的走势出现差异，进而导致策略出现差异。

1、某些时间段溢价率体现出缓冲垫的作用，例如触发提前赎回前溢价率被动压缩到零值，转债的债底支撑，此时转债的弹性明显弱于股票。

2、某些时间段溢价率体现出杠杆的作用，例如宏观流动性的缓和与收紧，市场情绪的高涨与消退，此时转债的弹性又显著大于股票。

3、转债与股票投资者机构的不同也导致预期不同，对于不同投资者转债与股票的性价比存在差异。固定收益投资者更关注稳健回报与回撤可能，股票投资者更加关注弹性因而预期更高，因此不少稳健标的可能并不满足权益投资者的预期但对于转债投资者而言却是较好的选择。

随着市场参与者越来越多，配置型机构占比下降，交易型机构占比上升，导致转债的弹性增大，然而溢价率有时候是天使有时候是魔鬼，交易型策略占比提升更需要把握好溢价率的趋势，关键核心是转债的弹性与股票弹性的差异，再结合自身预期选择好的时机介入转债标的。这是与股票策略最大的不同。

新的隐忧：流动性分化

过往转债市场的整体流动性常被投资者诟病，随着供给的增加，市场总体流动性出现改善但是结构分化会十分明显，未来市场上仍有可能存在诸多流动性堪忧的标的。

新券层面，待发新券中出现了诸多迷你转债，我们以 15 亿为限，发行规模高于 15 亿元的转债支数刚刚超过三分之一，剩余的小规模个券先天流动性不足。进一步随着存量个券的选择越来越多，小规模个券中缺乏弹性或是缺乏看点的标的可能更加受到抛弃，未来是否会出现一些“僵尸债券”值得警惕。

存量层面，高溢价率标的压力较大，其中尤以 EB 为主。随着可选标的的增加，性价比不高的标的逐步受到抛弃。主要有三类标的承压，一是偏债型的公募 EB，由于换股意愿本来存在疑问，此类标的更不受投资者喜欢；二是偏债型转债，转债是提供弹性的选择，单纯从收益率的角度来配置转债并不具备相对优势；三是非偏债性的高溢价率标的，主要受到供给冲击的影响，待溢价率合理后部分标的的性价比开始呈现。

未来市场在流动性层面的隐忧需要更多的制度层面设计来改变。

供需分析：关注供给需求的周期性

转债供给是市场颇为关注的话题，但随着新规的逐步落地，投资者对转债供给的爆发已经颇为熟悉，现在市场需求同样被投资者持续关注。相对于独立的看转债市场的供给与需求，我们更加强调要将转债的供给与需求结合来看，两者之间往往会出现周期不匹配的情况，这是转债价格的短期波动重要原因之一，也是转债不同于股票的独立波动性主要原因，更值得我们关注。

供给加速预期之内

供给方面预案爆发不可逆转，未来有望与非公开增发平分天下。

发行节奏快速提升，预案堰塞湖的问题有望被迅速解决。截止 11 月 10 日，转债待发预案已经多达 132 支，规模高达 3926 亿元，其中不少发行人直接撤销定增方案改为转债预案。转债预案爆发直接受益于政策的推动与监管的鼓励，只要这一政策不出现变化，未来转债与定增将会成为再融资方式中最为主要的两类选择。然而预案的爆发现在市场已经习以为常，并不会对存量标的产生明显的冲击，相反转债实质性发行的节奏更被投资者关注。

目前转债过会的速度已经明显加速，随着大发审委的上任，转债上会节奏开始理顺，未来一段时间预计将会保持在每周二到四支左右的速度。虽然过会已经全速推进，但是从拿批文到发行，这两阶段的节奏依旧相对存在不确定性。我们认为监管主要通过拿批文到实质发行这一阶段来控制供给节奏，前文我们分析一级市场的新动态新变化也出现了一些新问题，新规的细节可能还要在实践中逐步调整变化，实际上仔细观察前几支新规发行的个券，例如网下申购上限等部分细节便存在一些差别。

我们判断新券发行将会逐步提升至一个相对稳定的节奏，未来一周可能保持和上会节奏相似的一周二支左右的水平。这样和每周新预案公告的速度大致持平，实际情况还会结合个券募集自己规模以及 IPO 速度判断。部分大盘转债的发行节奏可能会相对更慢，以平衡对市场再融资的冲击。如果按照这个速度估计未来一年发行的转债数量则可能超过百支水平，年融资规模势必突破千亿、挑战两千亿水平。

表 2：待发转债预案列表

公司代码	公司名称	发行规模(亿)	公司代码	公司名称	发行规模(亿)	公司代码	公司名称	发行规模(亿)
002142.SZ	宁波银行	100	601929.SH	吉视传媒	15.6	300115.SZ	长盈精密	16
600705.SH	中航资本	48	002329.SZ	皇氏集团	9.6	000623.SZ	吉林敖东	24.13
601099.SH	太平洋	17	002078.SZ	太阳纸业	12	603568.SH	伟明环保	8.45
601998.SH	中信银行	400	603989.SH	艾华集团	6.91	300273.SZ	和佳股份	10
600845.SH	宝信软件	16	603618.SH	杭电股份	9	300539.SZ	横河模具	1.4
300197.SZ	铁汉生态	11	600863.SH	内蒙华电	18.76223	002741.SZ	光华科技	3.2
000783.SZ	长江证券	50	603019.SH	中科曙光	11.2	600109.SH	国金证券	68
002807.SZ	江阴银行	20	002083.SZ	孚日股份	12	002179.SZ	中航光电	13
300059.SZ	东方财富	50	002008.SZ	大族激光	23	002758.SZ	华通医药	2.24
002249.SZ	大洋电机	18	300496.SZ	中科创达	4.000284	600350.SH	山东高速	80
002562.SZ	兄弟科技	7	603588.SH	高能环境	8.4	002555.SZ	三七互娱	21
002472.SZ	双环传动	10	002100.SZ	天康生物	10	603228.SH	景旺电子	9.78
603027.SH	千禾味业	3.56	600674.SH	川投能源	40	603345.SH	安井食品	5
002206.SZ	海利得	11	603816.SH	顾家家居	10.973109	002793.SZ	东音股份	2.8132
600908.SH	无锡银行	30	603601.SH	再升科技	4.36	600690.SH	青岛海尔	56.4
601128.SH	常熟银行	30	002542.SZ	中化岩土	6.8	603677.SH	奇精机械	3.3
600183.SH	生益科技	18	002616.SZ	长青集团	8	002822.SZ	中装建设	7.5
002284.SZ	亚太股份	10	000665.SZ	湖北广电	17.33592	603023.SH	威帝股份	2
002131.SZ	利欧股份	21.975475	002548.SZ	金新农	6.5	603797.SH	联泰环保	3.9
002728.SZ	特一药业	3.54	603668.SH	天马科技	3.05	300422.SZ	博世科	4.3
002130.SZ	沃尔核材	3.9	603808.SH	歌力思	6.069	600521.SH	华海药业	18
002460.SZ	赣锋锂业	9.5	300601.SZ	康泰生物	3.56	600525.SH	长园集团	9
002224.SZ	三力士	6.2	002815.SZ	崇达技术	8	603577.SH	汇金通	3.36
603959.SH	百利科技	3.4	300409.SZ	道氏技术	4.8	601800.SH	中国交建	200
300388.SZ	国祯环保	5.97	000001.SZ	平安银行	260	300284.SZ	苏交科	8.43
300288.SZ	朗玛信息	6.5	600372.SH	中航电子	24	603628.SH	清源股份	3.63
600016.SH	民生银行	500	002482.SZ	广田集团	9	603955.SH	大千生态	3.9
601375.SH	中原证券	25.5	603323.SH	吴江银行	25	002285.SZ	世联行	17.3
603421.SH	鼎信通讯	6	603225.SH	新凤鸣	21.53	002717.SZ	岭南园林	8.8
603738.SH	泰晶科技	2.15	002013.SZ	中航机电	21	002391.SZ	长青股份	9.138
002273.SZ	水晶光电	12	300473.SZ	德尔股份	6	603313.SH	梦百合	6
300407.SZ	凯发电气	3.498948	300568.SZ	星源材质	4.8	300657.SZ	弘信电子	2.6
603179.SH	新泉股份	4.5	603626.SH	科森科技	6.1	603085.SH	天成自控	3.84
002772.SZ	众兴菌业	9.2	600831.SH	广电网络	8	600000.SH	浦发银行	500
600566.SH	济川药业	8.6	300297.SZ	蓝盾股份	11	002841.SZ	视源股份	9.418304
002303.SZ	美盈森	15.8	000810.SZ	创维数字	10.4	300232.SZ	洲明科技	6.98502
300168.SZ	万达信息	9	002258.SZ	利尔化学	8.52	300237.SZ	美晨科技	7
603007.SH	花王股份	3.3	002823.SZ	凯中精密	4.36	603008.SH	喜临门	9.95
002707.SZ	众信旅游	7	603355.SH	莱克电气	12.02911	601186.SH	中国铁建	100
002099.SZ	海翔药业	12.47	002446.SZ	盛路通信	10	601579.SH	会稽山	7.35
601966.SH	玲珑轮胎	20	300014.SZ	亿纬锂能	8	300057.SZ	万顺股份	9.5

公司代码	公司名称	发行规模(亿)	公司代码	公司名称	发行规模(亿)	公司代码	公司名称	发行规模(亿)
300433.SZ	蓝思科技	48	600621.SH	华鑫股份	16	300571.SZ	平治信息	1.2
002658.SZ	雪迪龙	5.2	002839.SZ	张家港行	30	600398.SH	海澜之家	30
600221.SH	海航控股	150	601985.SH	中国核电	78	600548.SH	深高速	22

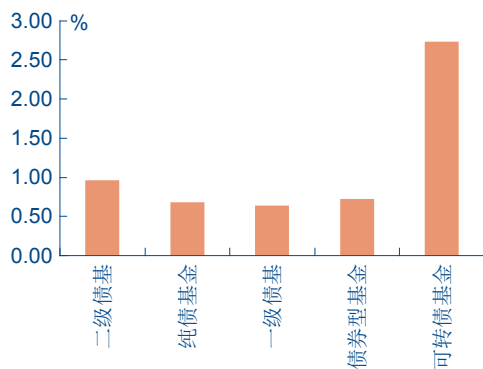
资料来源：wind，中信证券研究部整理；截止 2017 年 11 月 10 日

需求快速提升

需求层面并没有过多的公开数据可以追溯，基金的季报数据也相对滞后。但客观两个数据可以说明需求的快速提升。

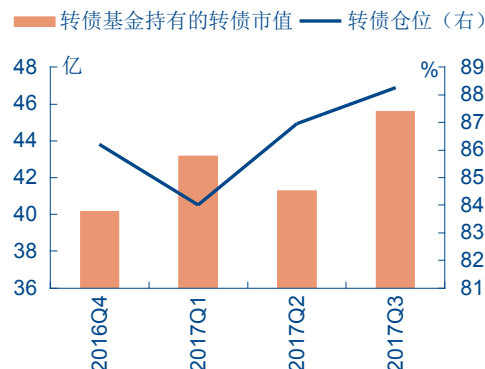
一是存量转债基金的规模在三季度加仓转债。经历了相对较为惨淡的 9 月后转债基金的仓位依旧相对二季度有所增加，已经来到今年最高的位置，表明转债基金依旧对后市充满期待。

图 16：2017Q3 转债基金表现抢眼



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：转债基金仓位持续提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

二是不少机构开始发行转债基金。11 月中欧可转债基金成功发行，募集规模超过 3 亿元，后续预计将会有更多的机构发行可转债基金，有望迎来史上较大规模的转债基金发行潮。唯有市场存在机会机构才会蜂拥而至。

从我们自身感受而言，今年转债市场的关注度在不断提升，既有政策推动市场规模扩大、大规模资金能够参与的原因，也有相较于纯债今年以来转债品种着实有着不错赚钱效应的原因。举例来说时隔近两年之后转债市场再次迎来提前赎回的标的，这也是转债的相对价值体现。

除去资金开始进场，我们还需要关注资金以何种形式来参与，是以一个纯债券账户还是混合类账户。目前市场参与资金以设置混合类账户为主，这也是我们一直强调和提倡的模式。转债一级市场打新收益的前移进一步提升了股债相结合的重要性，我们后文的策略也会对此进一步分析。

关注供需不匹配带来的估值波动

我们在《转债基础研究系列之八》中分析过供给与需求的周期可能存在错位不匹配从而导致存量市场股性估值的波动加大，特别对于流动性较好的个券更为明显。转债供给更多是一个时点冲击且供给节奏并不稳定，而相反需求具有持续性。

关键在于预期与相对性价比，由于天量转债新券堰塞湖存在，其犹如一个灰犀牛，只是发行时间与节奏存在不确定性。转债的赚钱效应又带来了持续的需求，每一个需求方有着不同的心理价位但总体的需求具有持续性。供给的不确定性与需求的持续性相碰撞，便带来了市场估值的内生波动。

这一波动分为两个层面，一是转债市场整体估值的压缩与扩张，例如今年 6 月份溢价率走扩行情；二是个券层面的估值波动，特别关注新券标的对存量个券的替代性问题。

对于未来的转债市场我们更需要基于供给需求相对独立的判断，来预判其周期性。

市场展望：黎明将至

随着今年上半年有关转债品种监管新规的落地，我们深刻的感觉到转债市场将会迎来前所未有的变革。但是任何的革新都需要过程，其道路也毕竟曲折，我们对转债市场的理解也随之进化。

从年中策略开始到四季度市场展望，我们陆续发布了对转债市场的前瞻判断，从《破晓前的混沌》到《黎明前夜》，从期间的变化看，转债市场的前景愈发光明。

站在 2017 年的末尾展望未来一年的转债市场，《黎明将至》是我们深思熟虑的判断，也是对转债市场拨云见日的期待，我们认为新的环境新的政策，转债市场新的时代正在到来。总结来看有以下几方面的判断：抢权博弈逐步深化、条款博弈风云再起、正股成为核心变量估值难起波澜供给冲击走向新模式、以及横向择券纵向择时。

抢权博弈将会逐步深化

转债抢权并非一个新的策略，但是受益于转债预案的大爆发以及信用申购新规的落地，其重要性显著抬升。

从理论而言无论是转债发行预案的爆发式增长或是申购新规，转债抢权的模式与逻辑并没有发生变化。不同的是新环境下可转债受到市场的广泛关注，而转债发行方案中优先配售这一近乎免费套利设置的存在使得这一权利备受市场追捧，从而在信用申购新规落地后发行的数支新券几乎皆产生了较为明显地抢权行情。但是我们认为这并非一个稳态，抢权行情投资逻辑仍在演变中。

前述我们讨论市场现状时强调一个较为短期的博弈策略是在转债发行股权登记日前买入正股，对于新近发行的数支个券此类策略效果明显。但随着越来越多的机构以及散户了解到这一简单策略的存在，赚“轻松”钱的难度将会不断上升，我们判断未来此类博弈的可能难度加大胜率降低。

1、更加提前埋伏。募集说明书公告日并非最佳介入时机。提前半周到一周时间效果或更好。因此需要对新券发行节奏做出预判，前述在供需分析环节我们分析到新券发行节奏将会理顺，过会速度决定发行速度，作为机构投资者的优势在于可以根据过会速度较为精准的预判新券的发行时间，为提前埋伏抢权提供支持。

2、优先配权并非核心。我们在《转债基础研究之五》中明确强调所谓的抢权其实本质是获取正股红利，这一优先配售权的价值着实有限。由于现在抢权愈发受到重视，因此股权登记日后正股的抛压不容小觑，从近期发行的数支新券在股权登记日后正股多数下跌。但是这一模式的新趋势是抛压开始提前到股权登记日当日或更早。既然股权登记日后大概率下跌，那理性投资者应该提前卖出，在这一反馈链条下导致抛压前移。未来或许对于转债短期抢权会演变为募集说明书公告后即出明显抛压，因此更加体现出提前埋伏的重要性。

3、择券仍属必要。一级打新的红利前移至转债抢权，但风险高低不可比拟，转债打新近乎无风险收益而正股抢权需要承受正股波动的风险，为了提高胜率可以从几个方面做出筛选，一方面虽然抢权的核心并不是为了获得优先配售权，但倘若权的价值越高抢权的吸引力

越大，而稀释率与权的价值成正比；另一方面选择资质相对较好弹性较大的标的，在某种意义上高弹性的成长股是上佳选择。

上述我们讨论的是一个短期抢权策略更适合小规模资金量参与，快进快出的绝对收益水平也相对有限。关键在于短期抢权效应公开化后，博弈的不确定性骤然增大。

从更长远的角度来看我们更加推荐在转债待发新券中选择部分资质较好的正股，在公告转债预案后便先行介入分享正股红利，以及可以长期持有持续分享成长红利。

条款博弈风云再起

2017 年条款博弈已经开始崭露头角，蓝标转债的下修、歌尔、白云转债的提前赎回皆是转债条款博弈的经典案例。**未来一年，我们判断条款博弈案例仍将层出不穷，且有望愈演愈烈，从提前赎回、转股价下修到回售皆存在博弈机会。**

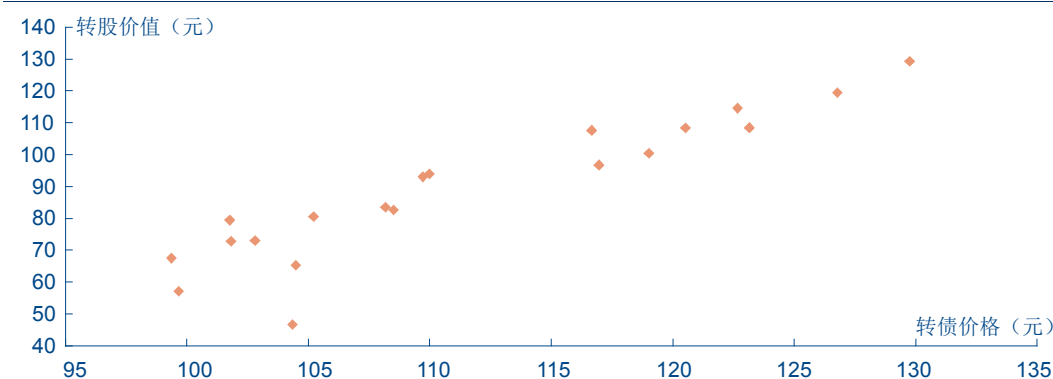
首先存量老券还是纷纷接近回售期，其中不少个券发行于 15 年牛市前后时间段，导致目前转债平价远低于面值处于偏债区间，此类个券将在明年开始面临回售压力，我们预计其中将会有部分转债标的采取提前下修来规避回售风险，而处于债性区间的公募 EB 何去何从同样非常值得关注。

其次个别存量标的离提前赎回也仅仅一步之遥，将有部分标的在未来一段时间步歌尔、白云转债的后尘而提前赎回，值得期待。

最后现在转债新券发行的速度较快，初步估计未来一年将会有百支以上个券发行，其中部分个券可能会快速的触发提前赎回条款。

总的来看，未来一年将是条款博弈轮番登上舞台的一年，各类条款将会对价格产生不小影响，而且我们也非常期待看到公募 EB 回售条款的作用是否进一步弱化 EB 的转股预期。

图 18：存量转债价格 vs 转股价值



资料来源：Wind，中信证券研究部

正股主宰溢价率退后分化才是主线

从中长期的角度而言转债的价格基于正股与转股溢价率两大因素，我们判断明年溢价率并不成为导致转债市场波动的关键因素，影响价格的核心变量主要是正股。

对于估值我们更加提醒投资者注意估值的内生分化，核心观测指标转债股性估值的水平可能长期维持在 10-15% 的区间。股性估值受供需与情绪影响，背后则是宏观流动性的映射。

随着供给节奏的逐步平稳，未来转债新券的发行将会大致遵循可以预测的节奏，我们对转债市场的总体需求并不担忧，随着规模的扩张需求也将随之增加。越来越多龙头公司通过

可转债进行融资，市场所蕴含的机会也将吸引相当规模的投资者。从大类资产比对的角度而言，可转债将会是具有不俗弹性的优质资产。基于供给与需求双扩张的判断，从供需角度看转债市场总体股性估值压缩空间不大。

市场情绪则需从股市与债市两个角度分析，根据前述股市大体仍旧属于结构市，只是内部结构可能出现一定变化，我们判断转债新券中将会出现不少标的与未来市场热门板块相契合，可能导致这类标的估值持续略有偏高，而冷门行业的估值可能持续偏低。债市而言可能大体也处于一个弱势震荡的状态，市场情绪也处于弱势，机会可能来自于明年下半年，但总体上市场情绪并不会对转债市场产生过于明显的影响。

影响股性估值的终极因素来自流动性，我们判断宏观流动性将会长期维持在紧平衡的环境下，央行通过“削峰填谷”来及时平抑市场流动性的波动，通过公开市场操作工具的创新运用来保持市场流动性的稳定可控，因此宏观流动性对于转债市场可能处于一个弱影响的状态。

结合上述三个方面的考察，明年转债市场的整体股性估值难起波澜，大致处于一个相对合理的区间内波动，我们更加关注市场估值的内生分化问题，也可以说供给冲击切换到新的模式：

1、前述已经阐明股性估值内部存在分化。

2、并不属于我们股性估值观测范围的低平价高溢价率个券估值可能面临明显压缩。

3、大小盘转债的估值可能有所分化。从今年开始大盘转债重新陆续发行，短期由于市场的稀缺性等因素导致大盘转债的估值位居高位，与历史相比也明显偏高。未来随着更多大盘转债的发行，我们预计银行转债的估值将会明显偏低，但可能也不会回到历史上银行转债估值普遍个位数的水平。

4、供给冲击带来个券层面的替代效应。新券大量发行会进一步导致存量标的的稀缺性被不断稀释。将待发标的与存量标的对比，诸如银行、券商等行业待发个券数量与规模不小，存量标的的相对稀缺的现状将会在未来一年得到改善，若不属于行业龙头标的，存量标的的估值水平可能会受到压制。

既然估值难起波澜，可能会导致明年难以出现类似于今年二季度转债市场整体“黄金坑”的机会。我们判断，转债市场的机会长期主要来自于正股以及短期条款博弈的机会。

横向择券纵向择时

转债市场中长期高度聚焦于正股走势，我们认为明年 A 股将会依旧维持结构性行情的走势，在一线龙头今年普遍创下股灾后新高的背景下，二线龙头、细分行业龙头以及成长股已经具备估值提升空间。若增速与估值能够相匹配，此类标的有望持续向好。我们重点关注大消费、制造、金融、农林牧渔、化工、新能源等产业链机会。总体上未来一年 A 股有望为转债市场提供一个适宜的市场环境，为转债市场的结构性行情提供坚实的基础。

结构性股性行情下第一要务是横向择券。随着供给的增多我们判断投资者对正股的选择余地将会大大增加，可能会更加关注正股相对稳健确定性较高的品种，或将逐步抛弃正股资质一般弹性大转债溢价率较高的品种。

正股的分化直接导致转债的分化，既包括横向不同个券之间走势分化也包括纵向单支个券不同时间段走势的差异，横向择券之后则是纵向择时。

从总体看择券大于择时可能成为转债市场长期的操作法则，进一步细分到个券层面需要认真考虑择时问题，最终市场内部分化可能愈发明显。

转债策略：机会在细节

从框架到展望，我们大致梳理了对未来一年转债市场的判断，最终将落脚在转债策略之上。总而言之，我们认为转债的机会在细节，换句话说黎明将至的市场必定充满了诸多的机会，但并不是随手予取予求，达到目标收益还需在多个方面下功夫。

抢权背后是股债结合新思路

前述我们讨论了抢权的重要性与深化的方向，从策略的角度来看转债抢权反映的是股债结合思路。

实际上目前可转债基金多数是二级债基，股票已经成为其投资的一个重要品种，当前这一趋势愈发重要，一方面转债待发新券增多新券资质普遍提升，从转债待发新券标的中便可以择出较好的标的，相较于过往固定收益投资经理从整个市场中择股的难度其实有所降低；另一方面更为重要的是打新新规下转债获利的空间有所缩小，过往转债打新的收益尚可，如今机构打新难见收益，可以理解为机构直接损失了转债上市价格超过面值这一部分的收益，弥补这一部分损失的重要方式便是正股。除去发行前短期的抢权，更加提前的择股获取收益更为推荐。

除去转债基金纷纷采用二级债基这一模式外，越来越多的转债市场参与机构设置股债结合账户，可以更好的在增厚收益同时享受转债的稳健性。

因此我们有必要强调转债的股性特征，将其与正股的联动进一步放大。

基于正股择券

随着转债市场供给的增大，也将放大正股分化对转债标的的影响，策略最为核心的部分是择券。

将策略角度分为两个层面：

一方面是备受市场追捧正股的转债。受益于正股的高预期此类转债也将会受到投资者重点关注，从长期来看若正股的预期可以兑现此类转债也可以带来不俗的收益。正如前述此类转债可能拥有偏高的溢价率，若正股持续上涨则转债应该尽力去享受正股行情，若正股历经调整由于转债弹性较大我们建议并不急于抄底待趋势逆转后再行参与。

另一方面请勿忽略弹性稍弱但稳健性正股对应的转债。此类正股标的可能受到市场关注度较小，但自身仍具有不俗的稳健性。

关键在于权益类市场投资者的预期与固定收益投资者的预期存在差别，往往受到权益类市场关注的正股预期涨幅较大，然而固收投资者可以接受的预期涨幅相对较低，更加关注稳健性。因此一些正股标的可能满足不了权益类投资者的预期但却非常适合固收投资者，此类转债可能可以持续提供较为稳定的回报。

因此更为重要的是在预期和价格之间找到平衡，转债由于溢价率的存在在不同的时间段会对转债价格产生正面或负面的影响，导致正股的走势与转债的走势可能在一定时间段出现背离，寻找更好的时机介入同样十分重要。

选择一个相对更好的时机

前文市场展望中我们已经强调横向择券纵向择时，择券之后择时将会直接影响短期收益，需要把握存在细节中的机会。

根据我们的分析框架，个券层面的择时是基于正股预期后结合转债价格与溢价率进行判断。因此前提依旧是找到合意的正股，也正是我们上文所谈及的两大方向。

若正股备受追捧，可能导致上市价格与溢价率偏高，此时在提前赎回触发线之下留给转债价格的空间已经相对较小，且偏高的溢价率可能成为隐患，一旦受到流动性冲击或是正股出现大幅调整，溢价率压缩将会导致转债投资者承受更大的损失。

相比较为稳健低调的正股上市后其转债的价格与溢价率的性价比更高，短期内给予了充分的上行空间同时安全垫较厚。再次强调此类标的也许被股票研究员忽略但对于转债投资者而言并非过差的选择。

进一步而言我们认为转债投资中价格是一个相对更为重要的变量，固定收益投资能够承受的波动与预期收益都相对较低，因此低价格带来的转债潜在安全垫尤为重要，价格越高风险越大。再结合正股考虑，转债标的中诸多正股并非十分突出的个券往往在一定时间段内可以带来更加稳健的收益。

握紧股性标的

由于转债供给大幕刚刚来开，未来一年市场结构将从存量快速过度到增量个券，对待发新券暂时还无法结合转债要素进行详细甄别，我们在后文将会列出数个值得关注的正股。

目前市场的存量个券虽然其市场规模占比将会急速地缩减，但其中依旧存在一定机会。我们根据前述的分析框架、逻辑与策略，重点关注偏股型个券，诸如金融标的转债、三一转债（110032）、九州转债（110034）、国贸转债（110033）以及汽车转债均具有较高的性价比，其次在价格相对较低、溢价率尚可接受的标的中埋伏，诸如辉丰转债（128012）、蓝标转债（123001）同样值得关注。相比来看则需要担心潜在供给对其金融个券的短期冲击。

待发个券巡礼

基于前述抢权策略，我们列出部分值得关注的待发个券正股。

海利得

海利得是一家专注于生产涤纶工业长丝、塑胶材料、涤纶帘子布三大产品的公司，拥有三大特色差异化车用涤纶工业丝，分别为高模低收缩丝、涤纶安全带丝、涤纶气囊丝，具有较高技术壁垒，达到国际先进水平。

2016 年公司实现营业收入 25.67 万元（yoy21.01%），归属于上市公司股东净利润 2.55 万元（yoy30.51%）。2017 年一季度实现营业收入 6.75 亿元（yoy18.89%），归属于上市公司股东净利润 0.79 亿元（yoy15.52%），2017 年上半年实现营业收入 14.99 亿元（yoy24.20%），归属于上市公司股东净利润 2.57 亿元（yoy10.71%），2017 年三季度实现营业收入 23.32 亿元（yoy24.07%），归属于上市公司股东净利润 2.57 亿元（yoy10.71%），增长主要受益于公司主要产品帘子布及其石塑地板产能的释放。

三大差异化产品优势显著，带动公司高速发展。从产品端看，公司的车用涤纶工业丝产品在行业中竞争优势明显，优等品率、性能远高于同行，是全球第一家以自主研发的涤纶替

代尼龙的涤纶汽车用安全气囊丝的企业，生产的涤纶车用安全产品（高模低收缩丝、安全带丝、安全气囊丝、帘子布）在全球行业中具有品牌优势。此外，新增产能中增加了高毛利率的创新产品有色安全带丝，有望成为公司又一产品亮点。从下游客户端看，目前公司的高技术产品高模低收缩丝和帘子布已经得到米其林、住友、韩泰、固铂、中策等国际一线品牌客户的认证，新增诺基亚、SOUCY、CGSSAVAPRINT 等轮胎企业，客户结构进一步优化，毛利率将继续提升。安全带丝和安全气囊丝方面 AUTOLIV、TRW、KSS、TAKATA 全球四大安全总成厂商等客户。总体来说，公司的产品差异化显著，竞争优势明显，下游客户品质一流，销量持续释放。

2017 年 8 月 30 日，公司发布可转债预案（修订稿），募集资金总额（含发行费用）不超过 10.8 亿，债券期限为 6 年，募集资金将用于年产 40,000 吨车用工业丝和 30,000 吨高性能轮胎帘子布技改项目、年产 1,200 万平方米环保石塑地板项目、年产 20 万吨功能性聚酯项目等三个项目的投资，目前可转债发行议案已经股东大会通过，且可转债发行申请已获得中国证监会发行审核委员会审核通过。

铁汉生态

铁汉生态是一家致力于生态修复及城市景观环境营造，集生态环境建设工程设计、技术研发、工程施工与养护、苗木种植、生物有机肥生产等产业链于一体的国家级高新技术企业，拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项乙级资质等专业资质。

2016 年公司实现营业总收入 45.73 亿元（yoy75.00%），归属于上市公司股东的净利润 5.22 亿元（yoy70.59%）。2017 年一季度实现营业收入 76.54 亿元（yoy92.11%），归属于上市公司股东净利润-0.41 亿元（yoy7.21%），2017 年上半年实现营业收入 27.95 亿元（yoy92.84%），归属于上市公司股东净利润 2.69 亿元（yoy51.80%），2017 年三季度实现营业收入 47.41 亿元（yoy93.62%），归属于上市公司股东净利润 4.59 亿元（yoy59.26%）。一季度收入大幅增加是由营业收入持续稳定增长以及星河园林 2016 年 3 月纳入合并报表所致，而归属于上市公司股东净利润仍为负是受到春节效应及季节因素的影响。

在手订单饱满，PPP 推进下业绩有望进一步增加。随着政府在市政生态园林及生态环保市场投资的 PPP 政策的推广，公司积极推进 PPP 业务模式，2016 年公司新签订各类工程施工合同 113 项，累计合同金额 121.843 亿元，其中，PPP 项目合计金额 75.986 亿元（yoy260%），占比达到 62.36%；新签设计合同 107 份，合同累计金额 1.6 亿元。2017 年以来，公司公告新订单合同金额超过 55 亿元，公告中标 PPP 项目 11.87 亿元。充足的订单为未来公司业绩的增长提供了保障，PPP 项目的推进也将加速业绩的增长。

2017 年 4 月 18 日，公司发布可转债预案（修订稿），募集资金总额（含发行费用）不超过 11 亿，债券期限为 6 年，募集资金将用于海口市滨江西带状公园二期（江滩部分）PPP 项目、临湘市长安文化创意园 PPP 项目、宁海县城市基础设施 PPP 项目以及五华县生态技工教育创业园 PPP 项目的投资，目前可转债发行议案已经股东大会通过，且可转债发行申请已获得中国证监会发行审核委员会审核通过。

赣锋锂业

赣锋锂业是中国深加工锂产品行业的龙头企业，也是全球最大的金属锂生产供应商，专业从事锂铷铯和锂电新材料系列产品研发、生产及销售，拥有特种无机锂、有机锂、金属锂及锂合金等系列产品，广泛应用于新医药、新材料、新能源领域，是国内锂系列产品品种最齐全、产品加工链最长、工艺技术最全面的专业生产商。

2016 年公司实现营业总收入 28.44 亿元（yoy110.06%），归属于上市公司股东的净利润 4.64 亿元（yoy271.03%）。2017 年一季度实现营业收入 6.25 亿元（yoy-5.75%），归属于上市公司股东净利润 1.36 亿元（yoy27.03%），2017 年上半年实现营业收入 16.25 亿元

(yoy21.00%)，归属于上市公司股东净利润 6.07 亿元 (yoy118.36%)，2017 年三季度实现营业收入 28.42 亿元 (yoy40.51%)，归属于上市公司股东净利润 10.04 亿元 (yoy106.57%)。二三季度收入现在增长，而一季度收入下降是由于一季度下游需求减小及价格回落导致。

强化矿山股权，解决原材料瓶颈问题，提高收益。2017 年 3 月，公司全资子公司赣锋国际拟收购 RIM 公司不超过 13.8% 的股权，此前，公司持有 RIM43.1% 的股权，收购完成后公司将以 56.9% 的股权获得控股权。但如果另一股东 PMI 与赣锋国际同时行使优先认购权，结果将是两家各持 50% 的股权。RIM 公司 100% 控股 Mt Marion 矿山，此矿山锂精矿产能 40 万吨/年，折合碳酸锂约 6.4 万吨/年。公司强化对矿山的股权，可以解决原材料瓶颈的问题，有利于公司的盈利增长。

2017 年 7 月 22 日，公司发布可转债预案（修订稿），募集资金总额（含发行费用）不超过 9.28 亿，债券期限为 6 年，募集资金将用于年产 6 亿瓦时高容量锂离子动力电池项目、年产 1.5 万吨电池级碳酸锂建设项目、年产 2 万吨单水氢氧化锂项目的投资，目前可转债发行申请已获得中国证监会发行审核委员会审核通过。

兄弟科技

兄弟科技是为全球最大的维生素 K3 供应商、中国最大的皮革化工企业和中国最大的铬鞣剂供应商。公司主要从事维生素和皮革化学品的研发、生产与销售等业务。公司的主要产品为维生素 K3、维生素 B1、铬鞣剂和皮革助剂。公司“维生素 K3 饲料添加剂”项目被科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为国家级火炬计划项目；公司研制的维生素 K3 饲料添加剂被浙江省科学技术厅认定为浙江省高新技术产品。公司有 5 项产品被浙江省科学技术厅认定为浙江省高新技术产品、16 项产品被浙江省科学技术厅鉴定为“省级新产品”、4 项产品被浙江省技术经纪人协会鉴定为“省级新产品”。公司被科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，承担了多项国家火炬计划项目。

2016 年公司实现营业总收入 10.63 亿元 (yoy17.46%)，归属于上市公司股东的净利润 1.68 亿元 (yoy103.87%)。2017 年一季度实现营业收入 2.86 亿元 (yoy7.63%)，归属于上市公司股东净利润 0.66 亿元 (yoy96.92%)，2017 年上半年实现营业收入 6.54 亿元 (yoy28.61%)，归属于上市公司股东净利润 1.54 亿元 (yoy129.42%)，2017 年三季度实现营业收入 10.79 亿元 (yoy46.16%)，归属于上市公司股东净利润 2.51 亿元 (yoy157.91%)。营业收入及归母净利润的大幅增长主要归因于今年贯穿全年的维生素行情。

2017 年上半年，公司紧紧围绕 2017 年度经营计划书确定的各项目标与重点工作计划要求，准确把握市场走向，加大市场开拓力度，不断扩大品牌影响力，继续保持了经营业绩的快速健康增长。同时，为了进一步丰富公司产品结构、完善产品产业链，实现兄弟科技的可持续发展，公司注册成立了江西兄弟医药有限公司，公司 2015 年度非公开发行的募投项目正在按计划推进，计划于今年下半年正式投产，受调试、试生产、市场开拓等因素影响，产能将逐步释放。江西二期的三个项目（苯二酚项目、碘造影剂项目、研发中心项目），虽然再融资情况发生了些变化，但项目仍将按原计划推进。

2017 年 3 月 20 日，公司发布可转债预案，募集资金总额（含发行费用）不超过 7 亿，债券期限为 6 年，募集资金将用于年产 20,000 吨苯二酚、31,100 吨苯二酚衍生物建设项目——一期工程的投资，目前可转债发行申请已获得中国证监会发行审核委员会核准。

蓝思科技

蓝思科技主营视窗触控防护玻璃面板、触控模组及视窗触控防护新材料的研发、生产和销售。公司连续三年成为湖南省排名第一的进出口加工贸易企业，跻身中国非公经济 500 强。公司在全球高端智能品牌手机、平板电脑等电子消费产品主机配套零部件制造领域，凭借特有的技术创新和产品国际化经营的管理模式创新，以及持续保持领先的研发工程投入，具备

了从专用模具开发设计到专用生产设备研制开发、再到加工产品大规模生产的能力，工艺、技术、规模居国际领先地位。未来，公司致力于打造受人尊重的国际化企业。

2016 年公司实现营业总收入 152.36 亿元（yoy-11.56%），归属于上市公司股东的净利润 12.04 亿元（yoy-21.98%）。2017 年一季度实现营业收入 41.08 亿元（yoy53.54%），归属于上市公司股东净利润 2.21 亿元（yoy33.66%），2017 年上半年实现营业收入 86.61 元（yoy53.09%），归属于上市公司股东净利润 3.11 亿元（yoy25.87%），2017 年三季度实现营业收入 151.17 亿元（yoy41.93%），归属于上市公司股东净利润 8.93 亿元（yoy12.39%）。在 2017 年，公司的营业收入与归母净利润都显著增长，主要归因于新产品的量产和新产能的释放。

2017 年上半年，公司充分发挥已有的核心竞争优势，经营上以扩大市场份额、提升产能利用率为主，使得产销量、营业收入、净利润同比实现增长；饱满的生产使得公司一线生产员工人数、熟练员工人数保持在较高水平，同时，公司从第二季度就开始为浏阳南园新生产基地提前招聘大量新员工进行培训，虽然增加了一定的当期人力成本，但为下半年大客户新产品集中大量投产储备了人力资源，有利于确保下半年按照客户订单足额按期交货并实现重大效益。

2017 年 6 月 8 日，公司发布可转债预案（修订稿），募集资金总额（含发行费用）不超过 48 亿，债券期限为 6 年，募集资金将用于消费电子产品外观防护玻璃建设项目、视窗防护玻璃建设项目的投资，目前可转债发行申请已获得中国证监会发行审核委员会核准。

风险因素

个券相关公司业绩不及预期、宏观流动性收紧。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发”。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。