

转债的 alpha 和 beta

2018 年 4 月 10 日

投资要点

- ❖ 前十多篇基础研究系列报告我们从转债基础指标扩展到一系列的衍生指标，以微观视角研究了转债投资策略。本篇报告将从转债投资与股票投资的差异出发，以更高层面的角度来审视转债投资的方法论。
- ❖ **好股票=好转债？**在不考虑交易成本的前提下，持有一类资产的最终收益率由买入价格与卖出价格决定。由于各类条款因素的限制，转债买入价格下限是纯债价值，而卖出价格上限则由提前赎回条款限制以提前赎回线为锚在提前赎回期内上下波动，因此转债资产买入与卖出的价差空间存在天然天花板。由转债条款带来的区别使得转债与股票的投资逻辑产生了巨大差异。从收益率的角度来表述，股票资产投资者可以用时间换取空间，然而转债通过时间换取空间的收益相对有限，这决定了适用于股票资产的长期逻辑在转债标的上的收益率需要打上折扣。换言之，一支好的正股可能蛰伏一段时间后可以获取不俗的收益，但是其对应的转债由于价格上限的压制并不能分享到正股全部潜在红利，其最终的年化收益率可能并不具有较大的吸引力，从性价比的角度看其并非一支好转债。
- ❖ **转债的 alpha 与 beta。**转债的 alpha 策略价值取决于潜在空间的大小，在转债卖出价格上限被条款限制的背景下，需要降低买入价格提高性价比，因此个券价格相对较低时转债 alpha 策略更有效。转债 alpha 其本源来自于正股的 alpha，看似两者类同但转债研究与正股研究的差异放大了传统固收投资者把握转债 alpha 的难度，对于正股基本面的微观把握并非固收投资者的长处，而对于中观与宏观的分析则是固收投资者的本行，因此从某种角度看 beta 策略更为可取。转债的 beta 同样基于正股的 beta，但转债绝对价格的高低并非重要的影响因素，相反更加关注正股行业或者板块轮动，宏观到中观自上而下的分析视角更为适用，即使正股并非龙头标的，但受益于整体板块行情其所对应的转债短期收益同样不俗。换言之从中长期看其表现或许不及龙头标的，但收益水平对于空间有限的转债品种而言已经足够。
- ❖ **转债投资逻辑的再思考。**由于转债收益空间存在天然天花板，对其预期收益率也需要适当放低，我们认为可以适当接受一些有“瑕疵”的标的，更多的重点工作是把握市场的大方向即可，这也正是我们前述所讲的 beta 策略。回到 alpha 策略，固收投资者可能也面临同样的劣势。假设找到了具有潜在 alpha 收益的正股，同时转债价格也相对合适，但是否一定能够赚取相对较高的收益呢？此时的挑战来自于投资者的多元化带来的交易复杂性，一支具有潜在 alpha 正股对应的转债标的，大概率将会吸引权益视角投资者以及传统固定收益视角投资者的关注，往往对潜在收益具有较高的预期，可能导致一方面对应转债的溢价率高于市场平均水平，另一方面固定收益视角投资者交易的节奏可能慢于权益视角投资者，交易成本冲击较大。最后正股的潜在 alpha 收益都消耗于溢价率的压缩与价格波动之中，最终结果是转债的获利程度有限。所以我们认为在关注一线龙头标的的同时，要提高对二线品种的关注，与权益视角的投资者打一个“时间差”，当板块行情起势时龙头标的往往首当其冲，二线标的随后乏力，此时直接与权益视角投资者竞争不占优势，转攻二线品种提早埋伏，犹如“田忌赛马”一般获取相对优势。
- ❖ 总而言之，权益视角更多用好坏来定义标的的性价比，而转债视角则更倾向用贵或者便宜来定义标的的性价比。转债投资逻辑与权益投资逻辑存在内生性的差异，也决定了转债并不是相应正股的简单影子标的。



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

相关研究

1. 转债基础研究系列之十五：构建转债“收益率曲线”……2018-02-06
2. 转债基础研究系列之十四：一种根据转债价格择券的策略……2018-01-02
3. 转债基础研究系列之十三：一种缩小目标券范围的筛选思路……2017-12-29
4. 转债基础研究系列之十二：从回售看条款博弈的核心……2017-10-13
5. 转债基础研究系列之十一：可转债定价模型理论概述……2017-09-19
6. 转债基础研究系列之十：股性估值的表与里……2017-08-25
7. 转债基础研究系列之九：关于转债负溢价套利的一切……2017-08-01
8. 转债基础研究系列之八：基于资产轮动的视角……2017-07-19
9. 转债基础研究系列之七：变与不变——转债发行新机制初探……2017-06-14

前十多篇基础研究系列报告我们从转债基础指标扩展到一系列衍生指标，从微观视角研究了转债投资策略。然而微观是基础、宏观是方向，所以我们尝试从微观视角跳出，以更高层面的角度来审视转债投资的方法论。众所周知转债作为股债结合产品兼具股票与债券性质，最终其获利上限或者说最为关键的因素取决于正股走势，因而无法避免的一个疑问是转债投资与股票投资的差异在何处，单纯的指标性质区分并不能给予太多的策略指导，本篇报告我们将从这一问题着手讨论并阐述我们的转债策略方法论。

好股票=好转债？

在《可转债专题——从持仓结构看转债投资机构变迁》（2018-3-12）中，我们指出当前转债市场集合了多种不同类型的投资者，他们的诉求、策略均有着明显差异。对于回撤要求较高的投资者，我们在《可转债基础研究系列之十四：一种根据转债价格择券的策略》（2018-1-2）给予了一类可行的思路，对于获取更高收益率为目标的投资者，我们基于股票衍生指标开发了相关方法（详见《转债基础研究系列之十三——一种缩小目标券范围的筛选思路》2018-12-29）。

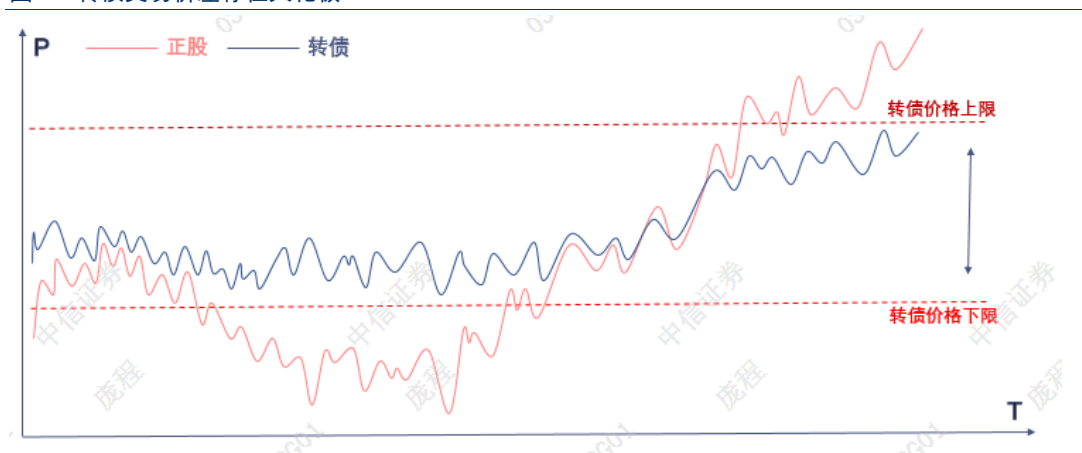
将目光聚焦在以收益率为目标的策略，前述思路的核心是优质正股所带来的转债潜在高收益，但近期也出现了部分市场相对关注度不高的正股及其对应转债获得了不俗收益的例子，例如次新券里的宝信转债、万信转债、崇达转债等，上市初期正股市场关注度较低正股也并非细分领域的绝对龙头，但后续无论正股或是转债的表现均有目共睹；但以雨虹转债、生益转债等为例，其正股是细分领域无可争议的龙头，转债上市初期一段时间也曾带来了相对不错的收益，但近期无论持续性亦或是涨幅均弱于市场多数个券。

抛开市场风格的争论，此时我们面临的直接疑惑是更好的正股是否一定对应更好的转债，相对弱势的正股对应的就是相对弱势的转债么？

解决这一问题则需回到股票投资与转债投资逻辑差异上。

在不考虑交易成本的前提下，持有一类资产的最终收益率由买入价格与卖出价格决定。对于股票资产而言，买入价格理论下限可以低至零，而卖出价格则没有上限。对于转债而言，这两方面与股票资产存在着明显的差异，由于各类条款因素的限制，转债买入价格下限是纯债价值，而卖出价格上限则由提前赎回条款限制以提前赎回线为锚在提前赎回期内上下波动，因此转债资产买入与卖出的价差空间存在天然天花板。

图 1：转债交易价差存在天花板



资料来源：Wind，中信证券研究部

由转债条款带来的区别使得转债与股票的投资逻辑产生了巨大差异。从收益率的角度表述，股票资产投资者可以用时间换取空间，然而转债通过时间换取空间的收益相对有限，这决定了适用于股票资产的长期逻辑在转债标的上收益率需要打上折扣。

换言之，一支好的正股可能蛰伏一段时间后可以获取不俗的收益，但是其对应的转债由于价格上限的压制并不能分享到正股全部潜在红利，其最终的年化收益率可能并不具有较大的吸引力，从性价比的角度看其并非一支“好”转债。

回到本段开头的例子，对于宝信转债之流，虽然正股在权益市场关注度颇低，但受益于较低的上市价格以及板块行情，转债表现不俗；对于雨虹转债之流，权益市场颇为看好，不否认长期看正股潜在收益较大，但其转债价格与溢价率均偏高，中短期性价比相对有限。

转债的 alpha 与 beta

Alpha 策略意在长跑中胜出，前述转债的特殊性质决定了找到个券 alpha 难度提升，也导致转债的交易性质更趋浓厚 beta 价值更加凸显，因此有必要讨论适合转债的 alpha 和 beta 策略。

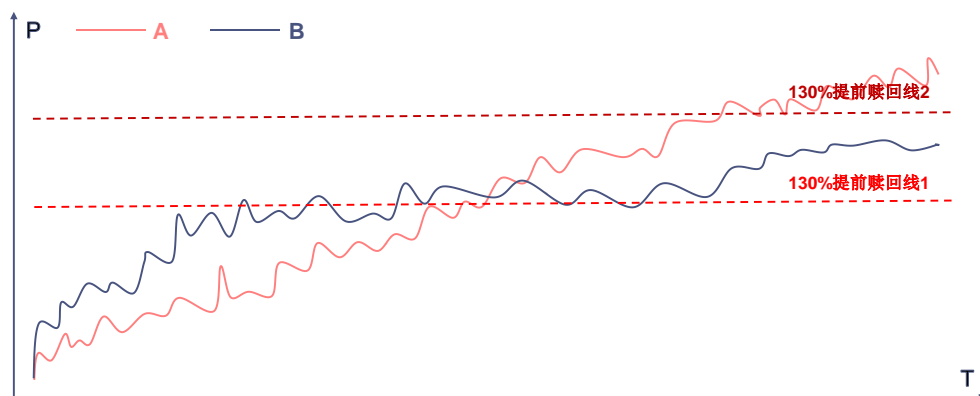
转债的 alpha 策略价值取决于潜在空间的大小，在转债卖出价格上限被条款限制的背景下，需要降低买入价格提高性价比，因此个券价格相对较低时转债 alpha 策略更有效。转债 alpha 其本源来自于正股的 alpha，看似两者类同但转债研究与正股研究的差异放大了传统固收投资者把握转债 alpha 的难度，对于正股基本面的微观把握并非固收投资者的长处，而对于中观与宏观的分析则是固收投资者的本行，因此从某种角度看 beta 策略更为可取。

转债的 beta 同样基于正股的 beta，但转债绝对价格的高低并非重要的影响因素，相反更加关注正股行业或者板块轮动，宏观到中观自上而下的分析视角更为适用，即使正股并非龙头标的，但受益于整体板块行情其所对应的转债短期收益同样不俗。换言之从中长期看其表现或许不及龙头标的，但收益水平对于空间有限的转债品种而言已经足够。

以图 2 为示例，正股 A 具有潜在 alpha 收益，而正股 B 仅具有 beta 收益，短期来看 B 相对 A 表现更佳长期则 A 优于 B。若对应的转债价格起点较高，则较快提前赎回线 1，转债 B 收益好于转债 A。倘若转债价格起点较低，则触发提前赎回线 2 时间拉长，转债 A 收益好于转债 B。

Alpha 和 beta 策略背后其实是配置和交易的选择，其并没有孰优孰劣之分，只是在不同的背景下对不同的标的采用不同的策略。例如在 17 年 12 月初市场调整后转债整体处于平均价格较低的环境下，此时正是寻找 alpha 收益的好时候，但是 18 年 2 月市场同样历经调整但整体价格依旧处于中性位置，后续反弹以来 beta 策略相关转债表现则更好。

图 2: alpha 与 beta 策略示意图



资料来源: Wind, 中信证券研究部

转债投资逻辑的再思考

转债的 **alpha** 与 **beta** 策略背后体现的是转债相对独特的投资逻辑，其中可能存在“精确的谬误”这一陷阱。

从本源看转债最终的收益上限取决于正股表现，其又可以细分为两个方面，正股自身资质和对正股的研究深度。在这两个方面转债市场皆面临一些“问题”，一是转债市场优质标的的数量相对有限，转债作为一个小众品种，即使近半年发行数量及预案爆发式增长，其标的数量依旧占整个 A 股比例相对有限，且无论已发标的或是待发标的，绝对的行业龙头（包括细分领域）仍然较少，多数标的从基本面来看可能或多或少存在瑕疵；二是对正股的研究深度面临挑战，正如前述所言微观基本面的研究并不是传统固定收益投资者的“本行”，进一步考虑到转债标的分布行业之广，对多数标的研究深度和敏感度或难以媲美权益研究员。如果精确研究放大上述两大“问题”，我们则有可能错过不少转债标的，而这些标的恰恰从转债自身角度具有不俗的收益率，谓之“精确的谬误”。

由于转债收益空间存在天然天花板，对其预期收益率也需要适当放低，我们认为可以适当接受一些有“瑕疵”的标的，例如并非行业龙头、资质在板块内相对一般、对基本面的把握没那么详细，更多的重点工作是把握市场的大方向，这也正是我们前述所讲的 **beta** 策略。

回到 **alpha** 策略，固收投资者可能也面临同样的劣势。假设找到了具有潜在 **alpha** 收益的正股，同时转债价格也相对合适，但是否一定能够赚取相对较高的收益呢？此时的挑战来自于投资者的多元化带来的交易复杂性，一支具有潜在 **alpha** 正股对应的转债标的，大概率将会吸引权益视角投资者以及传统固定收益视角投资者的关注，往往对潜在收益具有较高的预期，可能导致一方面对应转债的溢价率高于市场平均水平，另一方面固定收益视角投资者交易的节奏可能慢于权益视角投资者，交易成本冲击较大。最后正股的潜在 **alpha** 收益都消耗于溢价率的压缩与价格波动之中，最终结果是转债的获利程度有限。

所以我们认为在关注一线龙头标的的同时，要提高对二线品种的关注，与权益视角的投资者打一个“时间差”，当板块行情起势时龙头标的往往首当其冲，二线标的随后乏力，此时直接与权益视角投资者竞争不占优势，转攻二线品种提早埋伏，犹如“田忌赛马”一般获取相对优势。

总而言之，权益视角更多用好坏来定义标的的性价比，而转债视角则更倾向用贵或者便宜来定义标的的性价比。转债投资逻辑与权益投资逻辑存在内生性的差异，也决定了转债并不是相应正股的简单影子标的。

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
股票评级	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；
行业评级	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

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。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（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 CLSA Americas 提供服务的“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联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），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”分发。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) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大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。

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向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，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或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。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 2018 版权所有。保留一切权利。