

# “债市有底”系列之三 ——大类资产角度看转债风险与机会

2016 年 1 月 6 日

## 投资要点

- ❖ 我们在可转债 2016 年投资策略报告中提出用一句话来判断明年转债的走势，即“先填估值的坑，再赚正股的钱”。这一论断其实代表了两个阶段，第一阶段是正股上行在提前赎回压力背景下带来的转债估值压缩，第二阶段是估值压缩后正股与转债联动性提高，转债随正股一同上涨带来后续收益。因此在上述两阶段走势中，正股表现的重要性不言而喻。
- ❖ 2015 年股票市场的牛市成就了转债市场存量老券的提前赎回，但同样由于牛市与熊市快速更迭转债市场存量标的估值被动拉大，即使价格在 130 元之上获得支撑但高估值依旧成为其继续向上突破的坎。
- ❖ **风险端：相对风险与低价可交换债。**风险端从两个方面来分析，一是对转债自身而言的底部价格支撑，我们建议即使供给冲击来袭，也应该坚守我们提出的 125-130 元价格底线关键点位的判断，若市场调整过度我们认为不失为一个较好的介入机会。对于可交换债则主要关注低价品种，在债底支撑下下行空间应十分有限；二是相对其余大类资产而言，转债是债券品种中风险相对较小的一类。
- ❖ **机会端：回归基本面的正股与溢价待收敛的转债。**我们认为 2016 年 A 股基本面的因素仍将决定着转债个券的超额收益高低，从时间点来看抓住基本面拐点将是决定性的因素之一，预计上半场在汇率贬值压力冲击下将面临着一定的出清压力，但全年来看并不悲观。从标的选择来看风格有望向主板蓝筹股过渡，但内部的分化也许将更加明显。回到转债市场，在正股孕育着希望、转债价格又存在底线的背景下，等待高溢价的收敛成为转债突破价格压力的前提。**我们重申年度策略中的判断：在 2016 年估值收敛将成为贯穿全年的主旋律，平价逐步向转债价格靠拢进而触发提前赎回。**
- ❖ **再议资产荒：高收益低风险资产的稀缺。**站在 2016 年初，我们认为利率债与产业债在目前点位已处于牛尾行情，风险更值得关注，其中尤需关注低等级产业债的信用风险暴露问题；城投债在 2016 年全年来看可能收益上更具备优势且信用风险更为可控，因此对配置盘吸引力更大；而转债与可交换债作为股债结合产品下有支撑，目前风险相对有限，我们看好在估值收敛后可以分享正股继续上行的一部分收益，同时低价可交换债具有一定的配置价值；股票依旧是高风险高收益产品的代表，我们认为内部分化可能会加剧，上半场承压但全年不应太过悲观。
- ❖ **转债策略：时间与空间的交换。**短期来看转债市场高估值收敛成为主要任务，在估值收敛前继续大幅向上的可能性与空间均有限，而在供给冲击下需把握好节奏。个券方面，我们认为主要关注三点：一是在目前转债价格依旧较高，转债高估值外生收敛没有完成的背景下继续向上幅度有限，而在供给冲击之下价格承压较大；二是关注个券提前赎回触发进程，由于在提前赎回压力下估值需要逐步回归到 0，因此谨慎的投资者可以逐步减持，风险偏好较大的投资者则可以考虑价格超调时部分介入；三是新券打新，在一级市场新券中签率低同时二级市场转债估值高的背景下，转债优先配售权的机会更显重要，同样需要在时点上把握好节奏，我们建议投资者在新券获得批文之后可以考虑介入正股获得优先配售机会，并在股权登记日后择机出售以规避转债发行稀释股权可能带来的冲击。



## 中信证券研究部

联系人：明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

胡玉峰

电话：010-60836745

邮件：huyufeng@citics.com

执业证书编号：S1010514050002



目录

成也牛市败也牛市的转债 .....1

风险与机会不对称的转债市场 .....1

    风险端：相对风险与低价可交换债 ..... 1

    机会端：回归基本面的正股与溢价待收敛的转债 ..... 2

    再议资产荒：高收益低风险资产的稀缺 ..... 3

转债策略：时间与空间的交换 .....3

我们在可转债 2016 年投资策略报告中提出用一句话来判断明年转债的走势，即“先填估值的坑，再赚正股的钱”。这一论断其实代表了两个阶段，第一阶段是正股上行在提前赎回压力背景下带来的转债估值压缩，第二阶段是估值压缩后正股与转债联动性提高，转债随正股一同上涨带来后续收益。因此在上述两阶段走势中，正股表现的重要性不言而喻。

## 成也牛市败也牛市的转债

回顾 2015 年，一方面无风险利率持续下降债市连续第二年走牛，另一方面 A 股起伏走出过山车行情。作为股债混合体的转债在两方面的影响之下也走出了与过往完全不一样的行情。

第一、在上半年 A 股牛市的背景下，存量转债价格不断创出新高，最终大部分个券满足提前赎回条款退市，特别是大盘转债的退市导致转债市场步入标的稀缺时代。

第二、由于股灾突袭，年内在牛市中高平价发行的新券正股价格从最高点几乎全部腰斩，拖累存量转债价格下跌同时个券进入平价债性区间。但是值得注意的是下半年即使平价远低于债底，传统可转债的价格依旧在 130-140 元间受到明显支撑。

第三、可交换债走势分化，一部分可交换债类似于传统可转债拥有较高的估值与溢价，但以国盛 EB 与天集 EB 为首的可交换债则主要受到债底支撑在 110 元之上徘徊。

总结来看，2015 年股票市场的牛市成就了转债市场存量老券的提前赎回，但同样由于牛市与熊市快速更迭转债市场存量标的估值被动拉大，即使价格在 130 元之上获得支撑但高估值依旧成为其继续向上突破的坎。

## 风险与机会不对称的转债市场

### 风险端：相对风险与低价可交换债

风险端从两个方面来分析，一是转债自身而言的底部价格支撑，二是相对其他大类资产而言，转债是债券品种中风险相对较小的一类。

我们在“债市有底”系列之一与之二两篇专题报告中，论述了在目前环境下传统转债与可交换债价格的底线思维。对于传统可转债而言，在转股预期之下，转债价格的下限支撑在 125-130 元，当市场环境稳定时价格中枢料将长期保持在 140 元之上。而随着蓝标转债的发行，预示着新一轮的新券发行正式开闸，140 元中枢所代表的稳定市场环境已经打破。目前市场有观点认为供给冲击会对转债价格与估值产生较大的压力，但我们认为虽然供给冲击不可避免也不可忽视，但冲击并不是无限的。目前全部待发转债的规模在 250 亿左右（包括所有 7 支拿到批文的转债，规模在 133 亿左右），而目前存量转债的规模（含蓝标、三一、国贸）在 340 亿元左右，合计不到 600 亿元。虽然新券规模相对较大，但合计的规模与 2015 年初的转债市场规模相比依旧减少不少，特别考虑到目前流动性宽松叠加资产荒的背景之下，预计 600 亿的规模并不会成为问题。我们建议即使供给冲击来袭，也应该坚守我们提出的 125-130 元价格底线关键位点的判断，若市场调整过度我们认为不失为一个较好的介入机会。对于可交换债则主要关注低价品种，在债底支撑下下行空间应十分有限。

从相对角度而言，基于前述的价格的底线思维，我们认为转债作为债券类品种中类股权的产品其风险相对低于利率品与信用品。利率品方面，随着近期银行资金提前入场配置，各期限国债利率迅速下行，与逆回购利率的利差不断收窄。目前银行间杠杆水平高，负债利率

压缩难，利率下行配置户的风险也在不在增加，因此即使利率仍有下行可能但空间已然不大同时风险却不断增大。信用品方面债务违约风险还在不断发酵。2015 年可以称为债务违约元年，从民企到央企，从小公司到大公司均不断爆出债务违约的消息，部分公司甚至已实质性违约。虽然我们认为债务违约总体风险可控并不会大规模爆发违约事件，但是继续配置信用品的风险已有明显提高。

## 机会端：回归基本面的正股与溢价待收敛的转债

我们认为 2016 年 A 股基本面的因素仍将决定着转债个券的超额收益高低，从时间点来看抓住基本面拐点将是决定性的因素之一，预计上半场在汇率贬值压力冲击下将面临着一定的出清压力，但全年来看并不悲观。从标的选择来看风格有望向主板蓝筹股过渡。

上市公司的盈利水平与估值高低决定了市场价格，而目前市场传统行业与新兴行业的表现截然不同。传统行业盈利增速向下估值较低，新兴行业盈利增速向上估值较高。进一步分析，传统行业受经济基本面的拖累业绩不断走低，新兴行业则在外延式并购的支撑下获得较高速的盈利增长。我们认为 2016 年在传统行业估值相对较低的背景下盈利改善将成为主要推动力，而新兴行业外延式并购料将放缓，并由此带来盈利增速下降同时估值承压。

**经济底叠加政策底利好周期性板块。**为完成到 2020 年 GDP 翻番的目标，未来数年经济增长的底线预计为 6.5%，从高层思路来看“供给侧”改革成为重点，我们认为在“供给侧”改革框架下，内部国企改革技术革新叠加经济“走出去”大国金融战略将会助力 2016 年经济企稳。在 2015 年 12 月召开的中央经济工作会议上，其中有两点值得重点关注，一是供给侧改革的措施落地，减税增赤的财政政策发力的组合非常明确；二是温和而非激烈地调节产能过剩问题。上述两点皆是为托底经济防止出现崩盘风险而出。在 2015 年货币政策刺激效果有限的背景下，2016 年财政政策有望发力，同时行业政策也料将如同 2015 年一样层出不穷并有望增加力度。从政策托底经济的角度而言我们更加看好将在 2016 年去产能逐步接近尾声的传统行业，伴随着经济的企稳相关行业的重启也许在 2016 年年末就可以开始展露迹象。

**对于新兴行业而言，持续外延式并购带来的营收与利润高速增长料将减缓，“沙里淘金”不可避免。**一是注册制最快或将在今年 3 月实施，虽然量价的放开不会一蹴而就，但今年融资规模与数量会比 2015 年放大；二是战略新三板在今年推出是大概率事件，预计也将类似创业板吸引众多新兴行业企业；三是新三板的分层与转板正在分别逐步推进与研究，三板市场的相关机制在今年也将更加成熟。所以整体来看，高估值的中小创标的也许将在 2016 年面临着业绩证实与证伪的考验。

**汇率因素影响不能忽视，贬值压力下权益类市场承压。**2016 年汇率因素不断加码主要有两层原因，一方面经济依旧在底部徘徊，孱弱的基本面表现导致 2015 年人民币大幅贬值，而在 2016 年汇率贬值压力依旧较大；另一方面，人民币国际化加速，2015 年央行对人民币汇率的管制有所放松，在岸市场的汇率价格更加参考离岸价格的涨跌，而目前两者存有较大的外汇价差。我们判断在 2016 年人民币可能会遵循有序、可控贬值路径，资本外流压力加大，在此背景下权益类市场预计也无法独善其身，汇率将会通过资金流动、基本面因素以及预期等多个途径产生影响。所以我们认为在经济尚未企稳的上半场汇率可能会对权益类市场产生一定拖累。

总结来看，我们从选股风格上更加偏向于蓝筹股，其在无风险利率下台阶的背景下有着较为稳定的分红与低波动特性，且类似于固定收益产品具有稳定股息率的蓝筹标的的估值中枢也可能提升，这也是 2015 年大牛市与险资举牌的重要逻辑，虽然 2016 年整体趋势性行情的再度发生不太可能，但对具有相关特质的标的的价值发掘依旧存有机会。



投资主线上我们认为有三条大的方向：一是看业绩，经济探底更显业绩的价值，故继续看好成长股与绩优股；二是看政策，政策刺激永远是强心剂，有助提振上市公司的业绩预期；三是看题材，题材热点能够吸引资金并推升二级市场估值，属于短期炒作的范畴。

因此总体上我们对 2016 年的资本市场的判断是上半场有压力，全年并不悲观，但内部的分化也许将更加明显。回到转债市场，在正股孕育着希望、转债价格又存在底线的背景下，等待高溢价的收敛成为转债突破价格压力的前提。我们重申年度策略中的判断：在 2016 年估值收敛将成为贯穿全年的主旋律，平价逐步向转债价格靠拢进而触发提前赎回。

## 再议资产荒：高收益低风险资产的稀缺

2015 年下半年，“资产荒”成为出现频率很高的一个关键词。其实从年中转债的价格底线到年末无风险收益率的快速下行皆是所谓“资产荒”的一种表现。但是从绝对数量来看，市场上的资产并不是稀缺的，IPO 已经重启，企业债发行主体和范围也不断扩大，转债的审批也已经加速，其实市场真正缺少的是高收益低风险资产。

我们主要讨论的大类资产包括股票、利率债、产业债、城投债、可转债与可交换债。我们作为债券研究者更加关注债权品种的细化，对于股票产品则以单一大类来考察。

站在 2016 年初，我们认为利率债与产业债在目前点位已处于牛尾行情，风险更值得关注，其中尤需关注低等级产业债的信用风险暴露问题；城投债在 2016 年全年来看可能收益上更具备优势且信用风险更为可控，因此对配置盘吸引力更大；而转债与可交换债作为股债结合产品下有支撑，目前风险相对有限，我们看好在估值收敛后可以分享正股继续上行的一部分收益，同时低价可交换债具有一定的配置价值；股票依旧是高风险高收益产品的代表，我们认为内部分化可能会加剧，上半场承压但全年不应太过悲观。

## 转债策略：时间与空间的交换

短期来看转债市场高估值收敛成为主要任务，在估值收敛前继续大幅向上的可能性与空间均有限，而在供给冲击下需把握好节奏。估值方面，我们认为供给冲击对估值的压力不可忽视，但更重要的是辨明冲击节奏。新券募集说明书公告后数个交易日往往是供给冲击最严重阶段，而在新券供给中间的间隔转债价格与估值有望企稳。我们判断 1 月份还将至少有 3-4 支个券发行，而后续的白云机场与广汽集团的规模均较大，因此相关时间段投资者需要格外谨慎。风格上我们建议投资者目前可以提升对低价可交换债的关注程度。总的来看，转债依旧处于时间换空间的阶段。

个券方面，通过前述对估值的分析，我们认为主要关注三点：一是在目前转债价格依旧较高，转债高估值外生收敛没有完成的背景下继续向上幅度有限，而在供给冲击之下价格承压较大；二是关注个券提前赎回触发进程，由于在提前赎回压力下估值需要逐步回归到 0，因此谨慎的投资者可以逐步减持，风险偏好较大的投资者则可以考虑价格超调时部分介入；三是新券打新，我们在年度策略中提出，2016 年需要更加注重转债与正股之前组合投资带来的机会，在一级市场新券中签率低同时二级市场转债估值高的背景下，转债优先配售权的机会更显重要，同样需要在时点上把握好节奏，我们建议投资者在新券获得批文之后可以考虑介入正股获得优先配售机会，并在股权登记日后择机出售以规避转债发行稀释股权可能带来的冲击。

## 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

**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 Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《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。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 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/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。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](mailto: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 2016 版权所有。保留一切权利。