

转债微观分析框架——基于资产轮动的视角

2017年7月6日

投资要点

- ❖ 本篇报告我们将基于已有的分析框架，从资产轮动的视角来讨论转债的投资价值何在。
- ❖ **利率影响的短期特征。**近年来转债市场情况出现了新特征，我们有必要重新审视利率与转债价格的关系。**在新的框架下我们将利率项看成转债价格的短期影响因素，此类冲击是市场整体流动性环境变化在转债市场的体现。若市场利率出现趋势性上行或下行拐点，转债价格将会受到明显的负向冲击。**我们重点阐明两大问题：**1、无论个券处于股性或是债性区间，利率市场的拐点与转债市场的拐点近乎吻合，更进一步讲是市场流动性边际变化在转债市场的映射。2、更关注利率驱动力的短期作用。**综合来看，对流动性边际变化的把握是利率对转债价格驱动力的最核心要素。我们预计在未来相当长的一段时间流动性边际变化或频繁发生，因此此类冲击带来的得与失有望多次出现，利率因素带来转债市场的交易性机会。
- ❖ **条款博弈的时点冲击。下修对转债价格的驱动：**我们认为有两条路径会对转债价格产生影响：**1、转债议案股东大会审议是否能够通过；2、转股价下修的程度。**从实践来看，下修预案被否属于小概率事件，但若被否短期会明显冲击转债价格。**提前赎回对转债价格的驱动：基于预期的公告效应。**在不考虑赎回期权益类市场牛市或是熊市的情况下，提前赎回策略上我们给予两点建议：**1、在进入数日子阶段时便卖出转债相对更优；2、对于投资者而言也可以坚定的从初期持有至赎回期的最后，或逢低介入。正由于条款博弈时点冲击的特征，操作节奏的预判显得尤为重要。**
- ❖ **估值短期交易色彩增厚。**转债估值的高低决定了转债市场的健康程度。股性估值水平主要受到两方面因素的影响，权益类市场情绪与转债市场供需情况。**股性估值的低点大致存在以下几点特征：1、权益类市场处预弱势是估值触底的背景，短期下跌或是长期疲弱均会冲击股性估值水平。2、大多数股性估值极低值出现在无风险利率快速上行阶段。3、个别转债干扰。4、正股长期弱势震荡叠加利率下行的组合，此时估值的水平维持在略低于10%的水平。若转债估值高企，则在其后的某一阶段转股溢价率必然面临着压缩。理论上存在两条路径，一是正股上涨转债价格估值被动压缩，二则是转债价格下跌主动去估值，此时转债市场极有可能经历一轮暴力去估值。对于转债债性估值我们大致总结：1、转债债性更多是托底的作用并不能带来太大的上涨空间；2、估值低不等于价格到底。判断转债价格的底部需要同时对基础利率与债性估值做出判断，估值低并不意味着绝对机会的到来；3、相比参考历史过往，从短期市场趋势中寻找答案也许更可取。**
- ❖ **正股是长期核心矛盾。估值决定了市场的健康程度，而正股则是决定了转债价格未来能够达到的高度。**
- ❖ **流动性是起点正股是终点。**宏观流动性环境的边际变化或将频繁出现，转债市场短期行情可能也会频繁上演，估值成为加减杠杆的工具，因此在上行行情的前半段转债成为大类资产中表现最为迅速的品种，看短做短成为主流的策略，选择个券流动性好的标的可以更加充分的参与此类行情。同时未来转债市场估值的波动或将加大，交易性机会也随之增多。对于流动性欠佳的个券，我们建议更多的去把握正股趋势，同时考虑相应的时间成本。当转债触发到提前赎回线时，投资者通过换股来兑现浮盈坐实收益，牺牲了流动性但是通过正股红利来弥补。综合看转债整体行情始于流动性但终于正股，个券行情则基于个券流动性差异而存在明显不同的策略。



中信证券研究部

联系人：明明

电话：010-60837202

邮件：mingming@citics.com

章立聪

电话：021-20262132

邮件：zhanglicong@citics.com

执业证书编号：S1010514110002

联系人：余经纬

电话：010-60836745

邮件：yujingwei@citics.com

相关研究

1. 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
2. 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.....2017-05-23
3. 转债基础研究系列之五：什么是抢权？我们需要怎样的抢权.....2017-04-25
4. 转债基础研究系列之四：转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析.....2017-04-05
5. 转债基础研究系列之三：转债生命路径与转股价条款全解读.....2017-03-20
6. 可转债专题：转债基础研究系列——转债监管变革的三生三世.....2017-02-27
7. 可转债专题：转债基础研究系列——供给冲击的前世今生全解析.....2017-02-15

目录

利率影响的短期特征	1
条款博弈的时点冲击	3
下修对转债价格的驱动：多重路径博弈预期	3
提前赎回对转债价格的驱动：基于预期的公告效应	4
估值短期交易色彩增厚	5
股性估值的高低之辩	6
债性估值的底在何处	8
正股是长期核心矛盾	9
流动性是起点正股是终点	10

插图目录

图 1：流动性环境对转债市场的映射	2
图 2：流动性因素在敏感与钝化中来回切换	3
图 3：董事会议案前平价呈下跌趋势	4
图 4：董事会议案前转债价格波动有限	4
图 5：正股赎回公告效应在 T-5 日左右出现	5
图 6：非牛市环境下赎回公告效应将会提前	5
图 7：提前赎回时转债价格受到双重冲击	5
图 8：非牛市环境转债价格面临较大冲击	5
图 9：股性估值的历史演变	7
图 10：股性估值与上证综指大致同步	7
图 11：股性估值部分时段与利率高度相关	7
图 12：股性估值与上证综指的短期分合	8
图 13：YTM 利差与上证综指、10Y 国债利率相关	9
图 14：YTM 利差与权益类市场波动率相关	9
图 15：歌尔转债价格与平价	10
图 16：白云转债价格与平价	10
图 17：转债基金定价权逐步旁落	11

表格目录

表 1：截止 2017 年 7 月 4 日可转债待发列表 10

在基础系列研究前七篇报告中我们从监管、条款博弈、一级市场等各个细微方面分析了影响转债市场的核心要素，将其综合更进一步便可得到我们对转债市场的分析框架。但在讨论分析框架时必然会涉及到不同产品之间的联动，因此本篇报告我们将基于已有的分析框架，从资产轮动的视角来讨论转债的投资价值何在。

我们将转债价格的四大驱动因素分为正股（平价）、估值（溢价率）、利率（债底）以及条款博弈（下修、赎回、回售）。上述四大因素皆会对转债价格产生不同的影响，但是其作用方式各不相同。

在任何时候转债价格都会受到这四类因素的影响，只是有的驱动力强有的弱，因此有必要根据这些因素对转债价格影响强弱持续的时间进行区分，划为长期与短期因素。我们将正股与估值看做长期因素，而将利率与条款博弈看做短期因素，但估值越来越呈现出短期交易的特征。

利率影响的短期特征

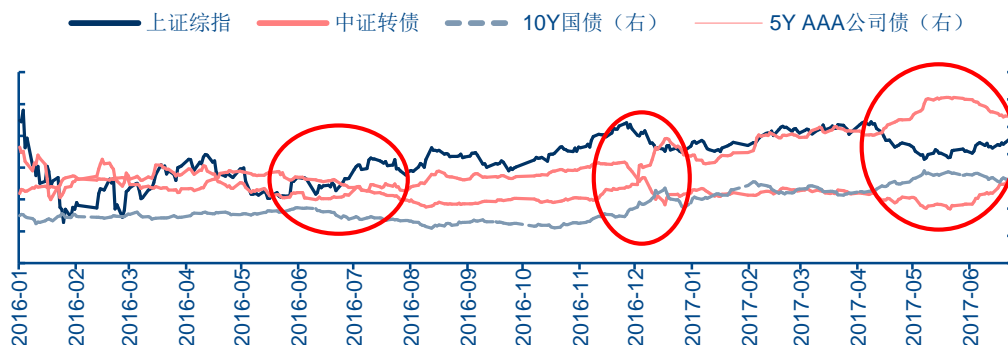
在最传统的转债分析框架下利率被看做长期影响因素，通过市场利率贴现出的债底给予转债债性支撑。一方面短期利率波动幅度相对有限，导致债底并不会出现快速波动；另一方面债底仅在转债处于债性区间时对转债价格产生较大的影响。事实上绝大多数时间段转债价格均离债底较远，因此利率因素也常被认为对转债价格的影响程度有限。

但近年来转债市场情况出现了新特征，例如 16 年 7 月至 8 月初利率的快速下行以及 16 年 12 月的“债灾”均对当时仍处于股性区间的转债价格产生了明显的影响，因此我们有必要重新审视利率与转债价格的关系。**在新的框架下我们将利率项看成转债价格的短期影响因素，此类冲击是市场整体流动性环境变化在转债市场的体现。若市场利率出现趋势性上行或下行拐点，转债价格将会受到明显的负向冲击。**我们重点阐明两大问题：

1、无论个券处于股性或是债性区间，利率市场的拐点与转债市场的拐点近乎吻合，更进一步讲是市场流动性边际变化在转债市场的映射。近一年以来转债市场暴涨暴跌的初期背后均有利率快速波动的影子。

2016 年 5 月利率趋势下行阶段的开启了去年转债市场最好也最为持久的行情，同年 11 月底的流动性风云突变带动股债双杀转债成为最惨烈的大类资产，而这一现象在今年近乎倒序的重演，4 月以来的利率上行转债指数创下数年来新低，随后 5 月底的流动性环境改善转债市场的反弹幅度超越了正股。

图 1：流动性环境对转债市场的映射



资料来源：Wind，中信证券研究部

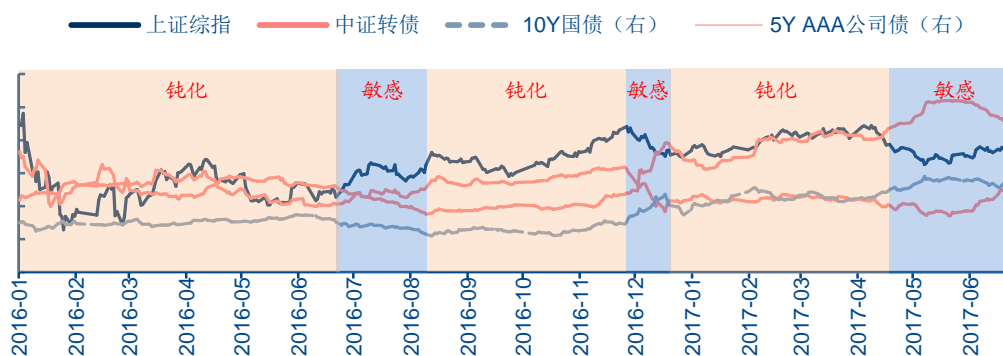
市场整体流动性趋势性缓和或者收紧权益类与债券市场首当其冲受到影响，进一步市场情绪的发酵将会冲击转债市场估值水平与供需平衡，从而正股与估值形成共振，在这一传导链条下转债市场某些时间段的波动幅度反而大于股票与债券，成为大类资产中表现较为极端的品种。

我们认为这一现象出现的核心原因在于目前转债定价模式已经出现了变化，在较强的转股预期下可以通过预期现金流以必要收益率贴现的方式得到一个新的转债价格目标区间，我们称之为转债的“隐含债底”（详见 2015 年 10 月份起陆续发布的《“债市有底”系列》报告）。传统债底仅仅以转债的债性现金流贴现，决定了其使用的局限性，实际上除非到期赎回否则转债的实际现金流与债性现金流存在较大差异，这也导致了转债价格长期远离传统债底。“隐含债底”则是使用预期下的转债实际现金流进行贴现，无论转债处于股性或是债性区间转债价格与“隐含债底”联系均较为紧密，传统债底只是“隐含债底”的一类特殊情形。而市场利率是计算“隐含债底”的关键因素，反映了市场流动性变化，从而对转债价格产生影响。

2、更关注利率驱动力的短期作用。从长期来看转债价格驱动力最终回归正股或是由债底托底，利率对转债价格的影响无法长期体现。

我们所关注的核心变量是流动性边际拐点。如果是趋势性行情，边际收紧的流动性叠加正股下跌冲击转债市场估值最终达到债底支撑为止，边际缓和的流动性叠加走强的正股推动转债市场估值走扩但最后在提前赎回触发线附近被动压缩，同样由于转债条款设置仅给予转债相对较小的波动空间使得流动性拐点带来的行情相对短期，最终走向弹性较小的债性或是弹性极大的纯股性，转债市场也从利率敏感期转入利率钝化阶段。

图 2：流动性因素在敏感与钝化中来回切换



资料来源：Wind，中信证券研究部

综合来看，对流动性边际变化的把握是利率对转债价格驱动力的最核心要素。我们预计在未来相当长的一段时间流动性边际变化或频繁发生，因此此类冲击带来的得与失有望多次出现，利率因素带来转债市场的交易性机会。

条款博弈的时点冲击

转债条款设置虽然相对复杂，但最终对转债价格会产生影响的条款集中在下修、回售与赎回三大条款之上，其中回售条款与到期赎回条款更多通过回售或者到期赎回 YTM 的方式来影响转债价格，类同于债性估值。因此价格产生时点冲击的转债条款主要为转股价下修与提前赎回。

我们在《20170405 可转债基础研究系列之四——转股价下修与提前赎回条款对转债价格的冲击路径解析》报告中对上述两大条款有过详细的论述。

下修对转债价格的驱动：多重路径博弈预期

我们发现在董事会下修议案公告后转债价格整体上涨趋势明显。若下修顺利实施平价将会迅速提升转债价格将从债性区间切换到股性区间，下修也进一步加强了转债的转股预期有利于提升估值水平，因此董事会下修议案日后转债价格将会基于预期平价定价进而上涨，而非等到下修真正实施之日。因此在股东大会审议下修议案的时点既关注股东大会审议也需预判下修幅度。

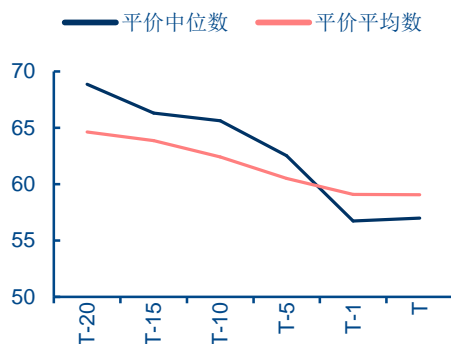
我们认为有两条路径会对转债价格产生影响：

- 1、转债议案股东大会审议是否能够通过；
- 2、转股价下修的程度。

从实践来看，下修预案被否属于小概率事件，但若被否短期会明显冲击转债价格。若下修议案被股东大会审核通过，基于转债价格上涨的一个前提假设，原本处于债性区间的个券通过转股价下修进入股性区间，这就要求下修后的转股价处于当时正股股价附近。实践中并

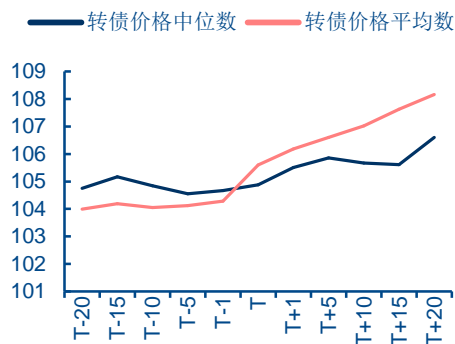
非全部如此，不少个券下修后的平价依旧离面值较远。当这一前提不成立时下修对转债价格的正向驱动略显乏力。

图 3：董事会议案前平价呈下跌趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：董事会议案前转债价格波动有限



资料来源：Wind，中信证券研究部

提前赎回对转债价格的驱动：基于预期的公告效应

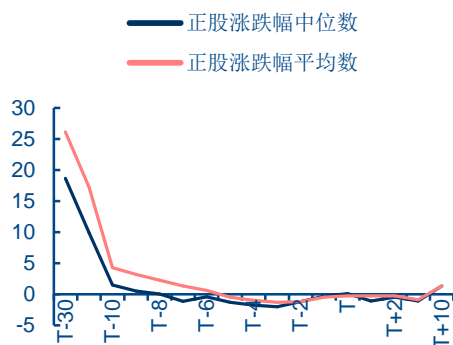
提前赎回对转债价格的驱动主要体现在三个方面：

- 1、赎回发生前转债的平价一般处于上行通道；
- 2、赎回公告日前 10 个交易日左右平价出现见顶迹象，之后便比较平稳，T 日平价中位数在 149 元；
- 3、由于可转债触发提前赎回之前投资者就有预期，转股溢价率从 30 日之前会逐渐压缩，甚至在赎回发生前压缩至负数。

基于预期的公告效应，我们分别统计了正股以及转债不同时点相对 T 日的涨跌幅，同时为了区分牛市与非牛市环境下赎回公告效应的差别，我们也对市场整体走势进行了区分。得出公告效应将提前出现这一结论：

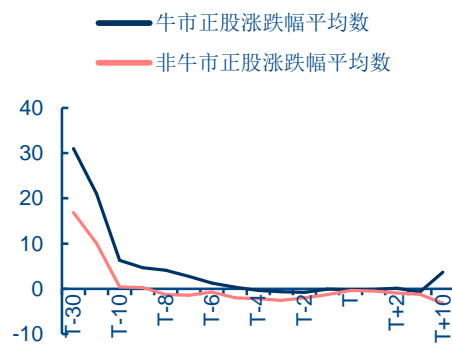
- 1、对于正股而言赎回公告效应的存在，以 T-5 至 T+2 日最为明显。需要明确的是，赎回公告效应并非在公告日后发生，而是在公告日之前基于预期的判断便出现。
- 2、非牛市环境下赎回公告效应会提前 5 个交易日左右出现，且持续时间更长。
- 3、转债价格受到正股赎回公告效应以及溢价率压缩双重冲击，相关时间段表现明显弱于正股。

图 5：正股赎回公告效应在 T-5 日左右出现



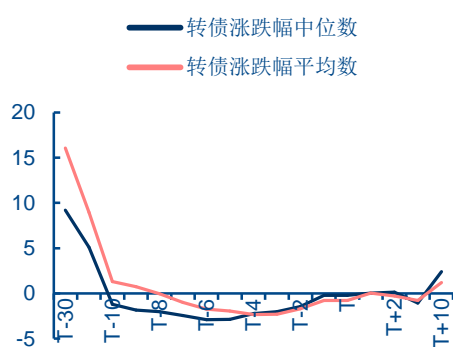
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：非牛市环境下赎回公告效应将会提前



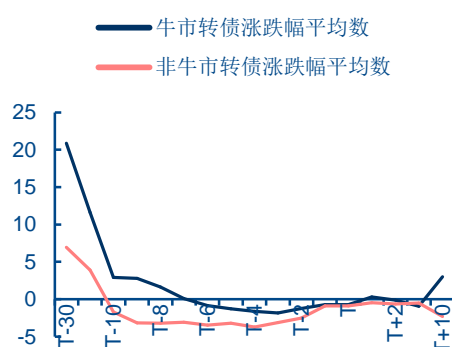
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 7：提前赎回时转债价格受到双重冲击



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：非牛市环境转债价格面临较大冲击



资料来源：Wind，中信证券研究部

在不考虑赎回期权类市场牛市或是熊市的情况下，提前赎回策略上我们给予两点建议：

- 1、由于赎回公告效应在实际触发前便会对转债价格产生冲击，因此在进入数日子阶段时便卖出转债相对更优；
- 2、在赎回触发日附近赎回效应对转债价格的冲击达到最大化，当进入赎回期后随着转股推进抛压开始逐步缓释，转债价格有望逐步企稳恢复，因此对于投资者而言也可以坚定的从初期持有至赎回期的最后，或逢低介入。

正由于条款博弈时点冲击的特征，操作节奏的预判显得尤为重要。对下修博弈从历史经验来看，在触发回售条款前介入性价比更高，过于提前博弈的机会成本颇高，同时还需要对下修幅度做出判断。对于赎回博弈而言，则是在波动中增厚投资收益。

估值短期交易色彩增厚

转债估值是一个永恒的话题，但首先需要明确估值的定义。转债作为股债结合品种，其估值也被区分为股性估值和债性估值，对于股性估值我们使用传统的转股溢价率作为分析指标，但对于债性估值我们则使用 YTM 利差指标。

转债估值的高低决定了转债市场的健康程度，若转债市场估值两方面均偏高，则以看短做短为主，若某一方面估值处于相对合理水平则转债市场进入有可为的阶段。

股性估值的高低之辩

股性估值的高低水平是转债市场永恒的话题，从本质来看转股溢价率相当于转债的天然杠杆，估值走扩等同于加杠杆，而估值缩窄则是去杠杆，因此股性估值水平成为讨论的核心问题。我们认为估值水平没有绝对的合理，只能看相对的水平结合市场环境分析是否聚集风险。

股性估值水平主要受到两方面因素的影响，权益类市场情绪与转债市场供需情况。值得注意的是前续我们讨论的流动性环境变化会直接反映在转债市场的需求层面。正股情绪看涨、个券稀缺性增加、流动性边际缓和均会推动估值走扩，反之估值则有收缩的压力。具体到个券层面则由于个券正股性质不同其转债股性估值也存在不小的差异。供给压力对转债估值的冲击则详见《20170215 可转债专题：转债基础研究系列——供给冲击前世今生全解析》，往往明显冲击来自于每一轮供给周期启动第一个标志性事件。

由于影响因素变化较快，多数时候只能根据市场情况判断一个估值的大致趋势。相比于去试图确定一个合理水平，我们更倾向于基于历史数据讨论股性估值底部的特征以及股性估值过高的潜在后果。

计算转债市场股性估值的前提是圈定样本券，其股性估值应该尽可能的减少条款干扰，例如由于提前赎回条款的存在当转债平价逼近 130 元时估值将会受到提前赎回条款的压制而被动收缩，因此可以认为我们主要考虑平价处于股性平衡区域个券股性估值的水平。

最终结果如图 9-11。从 2008 年以来的走势看股性估值的波动幅度较大，在牛市时股性估值可以冲高至 40% 水平之上，但低点可以低至接近 0% 水平。

股性估值的低点大致存在以下几点特征：

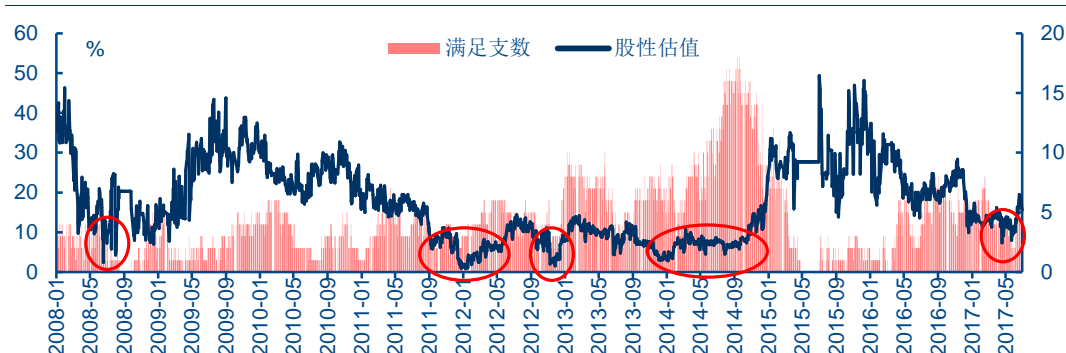
1、权益类市场处预弱势是估值触底的背景，无论是 2008M5 还是 2012Q1-2014Q4 或是近期的 2017Q5，其背景无一不是权益类市场表现不佳，短期下跌或是长期疲弱均会冲击股性估值水平。

2、大多数股性估值极低值出现在无风险利率快速上行阶段。如 2008M5，2013H2 以及 2017Q5，利率快速上行背后的流动性冲击对股性估值形成压制。2013 年钱荒，近期的去杠杆背景下转债市场均出现了杀估值的行情。

3、个别转债干扰。在 2008M5，2012Q1 以及 2012Q4 的极值区间满足计算标准的个券支数在 5 支以下，易受到部分个券较低溢价率的干扰，其中尤以中大盘转债为重点，例如工行转债、中行转债、平安转债等。

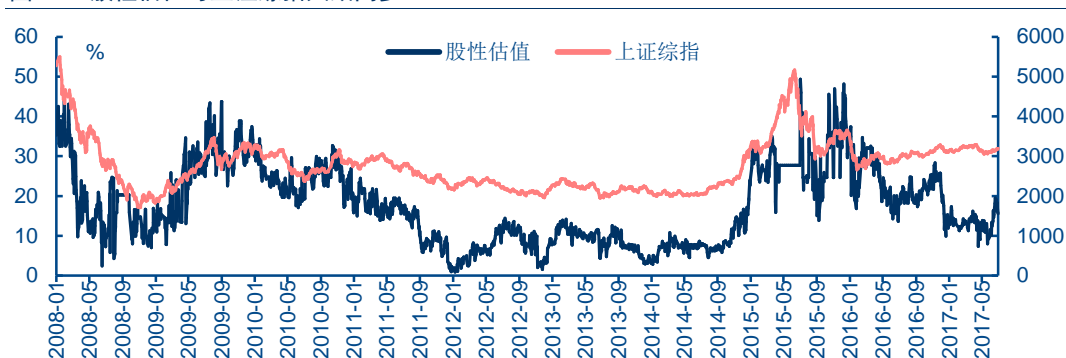
4、正股长期弱势震荡叠加利率下行的组合关注 2014Q2-Q3。此时估值的水平维持在略低于 10% 的水平，利率开始趋势性下行，A 股长期疲软但处于牛市前夜，同时并无个别标的的干扰，市场整体估值普遍较低。

图 9：股性估值的历史演变



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：股性估值与上证综指大致同步



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11：股性估值部分时段与利率高度相关



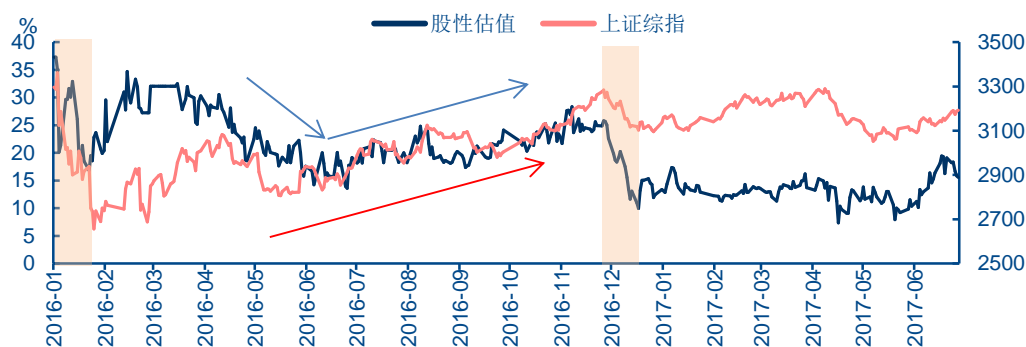
资料来源：Wind，中信证券研究部

在转债最终提前赎回转股的假设下，零值是转股溢价率的最后归宿。因此若转债估值高企，则在其后的某一阶段转股溢价率必然面临着压缩。理论上存在两条路径，一是正股上涨转债价格估值被动压缩，二则是转债价格下跌主动去估值，此时转债市场极有可能经历一轮暴力去估值。

若期望正股上涨被动压缩估值则权益类市场处于向上趋势之中，但是此时投资者容易对正股形成较高的期望转债估值不会压缩反而出现扩张的可能。此时估值核心变量来自于市场预期，当预期变化估值的趋势也容易出现逆转。以 2016M2-M11 为例，上半年正股正当向上成功压缩估值，但至下半年正股继续走好叠加前述的流动性环境边际改善导致估值持续扩张，即使 2016M9 后流动性边际收紧但在正股情绪推动下估值继续维持在较高水平。

若市场估值明显过高，主动去估值的结果往往十分苦涩，例如 2016M1 以及 2016M12。估值的主动压缩往往需要一个事件性的触发剂，去年年初的股市调整，去年年底的债市调整皆是导火索。当压缩历程启动后往往会出现踩踏效应后果十分惨烈。因此当转债估值明显偏高时投资者犹如走钢丝绳，一不小心可能陷入恶性循环，多数转债个券的流动性不足难以及时抽身，看短做短也许是当时更好的策略。

图 12：股性估值与上证综指的短期分合



资料来源：Wind，中信证券研究部

债性估值的底在何处

由于 YTM 与纯债溢价率并非线性对应，所以判断债性估值的合理水平时我们更加关注 YTM 指标。而 YTM 的合理水平取决于两个方面，市场利率水平以及利差。市场利率水平主要关注无风险利率以及信用债利率的趋势，YTM 利差则是我们关注的重中之重。类似于股性估值，债性估值的水平同样与市场环境相关。

我们在《20170523 可转债专题（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》中对债性估值的计算、分析、展望做出了详细的讨论。

将 YTM 利差中位数与权益类市场走势和基准利率走势结合起来看，可以得到一些大致经验规律：1、中长期视角看权益类市场的牛市带动 YTM 利差扩大。权益类市场的走牛正股上涨，转债市场转入正股驱动模式，此时 YTM 利差扩大理所当然，而市场利率的变化影响相对次要。2、权益类市场熊市利差成压缩趋势。熊市背景下一方面转债个券从正股驱动转向债底防守，股性向债性切换使得利差必然压缩，如果叠加基础利率的下行则利差也随之被动压缩。这一阶段如果持续，YTM 利差往往会走向历史可比极低的水平。3、权益类震荡背景下叠加基准利率上行利差大概率压缩。YTM 利差也是转债期权的一种表现性质，震荡背景下市场波动率可能下降，进而导致期权价值下降，但是并不会推动利差向极低值靠近。在震荡市的背景下需结合正股波动率与市场利率两者综合判断。

对于转债债性估值我们大致总结：

- 1、转债债性更多是托底的作用并不能带来太大的上涨空间；
- 2、估值低不等于价格到底。判断转债价格的底部需要同时对基础利率与债性估值做出判断，估值低并不意味着绝对机会的到来；
- 3、相比参考历史过往，从短期市场趋势中寻找答案也许更可取。

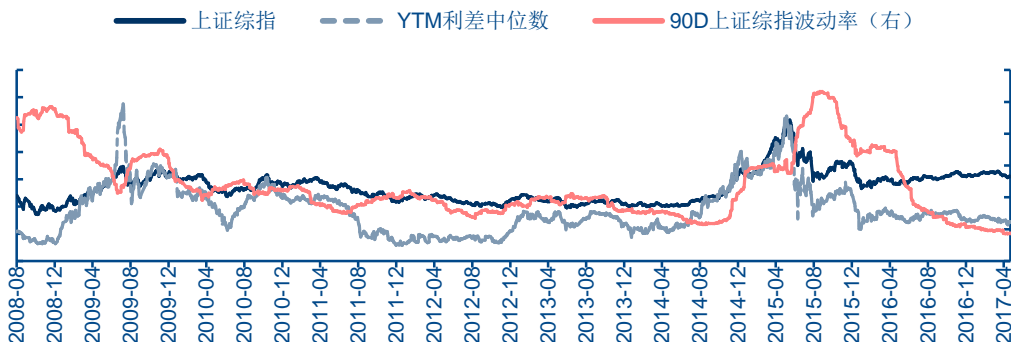
在 5 月末第六篇专题外发只是我们判断债性估值虽离历史底部还较为遥远，但并不具备被大幅压缩的基础短期以震荡为主，从后续市场走势来看也大致符合我们的判断。

图 13：YTM 利差与上证综指、10Y 国债利率相关



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据经过调整后可比

图 14：YTM 利差与权益类市场波动率相关



资料来源：Wind，中信证券研究部，数据经过调整后可比

正股是长期核心矛盾

估值决定了市场的健康程度，而正股则是决定了转债价格未来能够达到的高度。

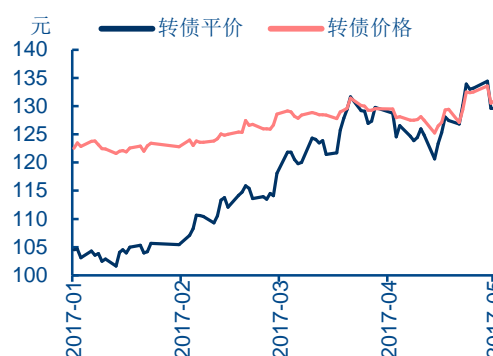
正股市场差异较大，且本文也无意阐述 A 股市场策略，但是我们认为由于未来存量转债支数较过往大幅提升，转债市场以正股矛盾为主时至少存在结构性机会，未来市场的内部分化或体现的更加明显。

表 1：截止 2017 年 7 月 4 日可转债待发列表

代码	简称	代码	简称	代码	简称
002142.SZ	宁波银行	002131.SZ	利欧股份	603007.SH	花王股份
002271.SZ	东方雨虹	601127.SH	小康股份	002707.SZ	众信旅游
601099.SH	太平洋	002728.SZ	特一药业	002099.SZ	海翔药业
601998.SH	中信银行	002130.SZ	沃尔核材	601966.SH	玲珑轮胎
600845.SH	宝信软件	002460.SZ	赣锋锂业	300433.SZ	蓝思科技
601222.SH	林洋能源	002224.SZ	三力士	002658.SZ	雪迪龙
002527.SZ	新时达	603959.SH	百利科技	600221.SH	海南航空
002597.SZ	金禾实业	002318.SZ	久立特材	601929.SH	吉视传媒
300197.SZ	铁汉生态	300388.SZ	国祯环保	002329.SZ	皇氏集团
601012.SH	隆基股份	300288.SZ	朗玛信息	002078.SZ	太阳纸业
000783.SZ	长江证券	002733.SZ	雄韬股份	603989.SH	艾华集团
002807.SZ	江阴银行	600016.SH	民生银行	603618.SH	杭电股份
300059.SZ	东方财富	601375.SH	中原证券	600863.SH	内蒙华电
603822.SH	嘉澳环保	603421.SH	鼎信通讯	603019.SH	中科曙光
002249.SZ	大洋电机	603738.SH	泰晶科技	002083.SZ	孚日股份
002562.SZ	兄弟科技	002273.SZ	水晶光电	002008.SZ	大族激光
002472.SZ	双环传动	300407.SZ	凯发电气	300355.SZ	蒙草生态
603027.SH	千禾味业	603179.SH	新泉股份	300496.SZ	中科创达
002206.SZ	海利得	002772.SZ	众兴菌业	603588.SH	高能环境
600908.SH	无锡银行	300370.SZ	安控科技	002100.SZ	天康生物
601128.SH	常熟银行	600566.SH	济川药业	600674.SH	川投能源
600183.SH	生益科技	002303.SZ	美盈森	603816.SH	顾家家居
002284.SZ	亚太股份	300168.SZ	万达信息	603601.SH	再升科技

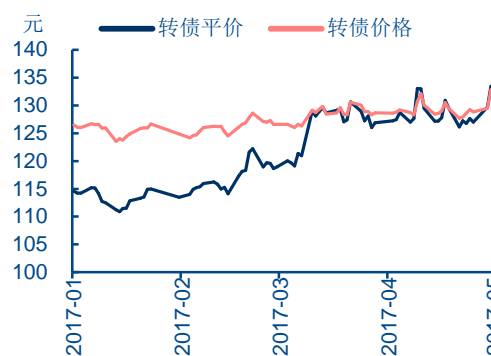
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15：歌尔转债价格与平价



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：白云转债价格与平价



资料来源：Wind，中信证券研究部

流动性是起点正股是终点

前述我们分析了转债价格的四个驱动力但在实际投资之中还需要考虑个券流动性的问题，这也就是流动性的微观层面对转债市场的影响。

在我们的投资分析框架里个券流动性是一个前置核心因素。

个券的流动性可以由两种方式提供：

1、个券发行规模。中大型转债的流动性天然好于小盘转债，从经验数据来看发行规模在 20 亿元之上的个券日成交额基本在千万元之上。此外偏股型转债优于偏债型转债。

2、正股的短期表现。正股的连续涨停、跌停或是大幅波动也会给转债带来一定的流动性，主要投资者情绪使然。

微观流动性的差异决定了我们如何在四个转债价格驱动力中寻找主要矛盾：

1、若市场整体流动性环境出现趋势性拐点，此时转债市场或出现整体行情。个券流动性上佳、估值相对较低的个券在上行行情中容易受到追捧，此时个券估值并非关注的核心焦点反而成为杠杆的替代品，但估值较高流动性较差的标的在下跌行情中最为惨烈。

2、流动性环境改善带来的整体向上行情持续时间长短取决于正股后续走势，分化或是第二阶段行情的关键词。对于流动性较好的个券正股是核心指标，对于流动性较为一般的个券则需提防走扩估值带来的风险，是否能够及时兑现浮盈是必须考虑的问题。

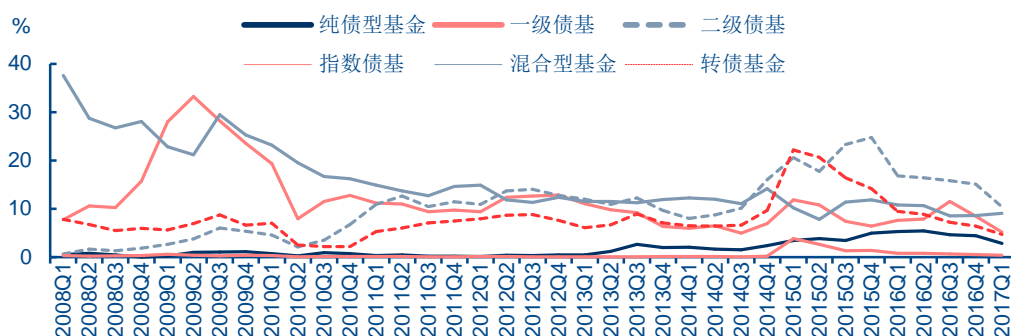
3、流动性环境收紧对转债市场产生冲击，估值压缩实属必然。但值得注意的是流动性带来股债双杀时转债大概率成为表现最差的资产，但是一旦这一流动性环境边际逆转，转债市场的反弹幅度也不容小觑。

4、在其余市场整体流动性环境不产生过大干扰的背景下，正股的重要性开始体现。个券流动性较好的标的则需要在估值与正股走势间寻找平衡，对于流动性不好的个券正股是更为核心的矛盾。

鉴于后续宏观流动性环境的边际变化或将频繁出现，转债市场短期行情可能也会频繁上演，估值成为加减杠杆的工具，因此在上行行情的前半段转债成为大类资产中表现最为迅速的品种，看短做短成为主流的策略，选择个券流动性好的标的可以更加充分的参与此类行情。同时转债上有顶的条款设置具有“止盈”特征，为转债成为短期交易工具提供了机制保障。我们判断未来转债市场估值的波动将会加大，交易性机会也随之增多。

从核心逻辑来讲我们认为上述现象是转债定价权的边际变化导致。过往转债基金作为转债市场持仓的绝对主力享有定价权，但是如今转债基金的规模持续下降，持仓占比相对较小且以配置为主。二级债基、混合型基金、一级债基成为转债持仓的主力且交易属性浓厚。此类资金转债仓位灵活具有看短做短的特征，更多的将转债当做高弹性增厚收益的品种，从图 17 可以发现这类机构转债持仓波动较大，某种程度上将转债视为股票的替代品。

图 17：转债基金定价权逐步旁落



资料来源：Wind，中信证券研究部

对于流动性不佳的个券，我们建议更多的去把握正股趋势，同时还要考虑相应的时间成本。当转债触发到提前赎回线时，投资者通过换股来兑现浮盈坐实收益，等于牺牲了流动性但是通过正股红利来弥补。

综合来看，转债整体行情始于流动性但终于正股，个券行情则基于个券流动性差异而存在明显不同的策略。

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 CLSASingaporePteLtd（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。