

可转债专题报告

债市有底系列之一从转债估值内生冲击到短期机会

2016年2月22日

投资要点

- ❖ 我们在本篇报告中着力分析目前市场估值的分析框架，进而在我们提出的新定价模式下判断目前市场的投资机会。
- ❖ 从来源区分，转债估值的变动因素分为外生因素与内生因素。外生因素源自传统转债分析框架，包括债底支撑、赎回压力以及转股价下修对估值变化的外生冲击；而内生因素主要分为两个方面，一是转债市场的供需冲击，二是投资者对市场的预期，包括对权益类市场走势的预期和对转债最终转股成功的预期。估值的内生变化因素与外生变化因素并非新近出现，但在去年之前，传统的转债分析框架大行其道，外生因素是分析研究的重点，而从2015年开始内生因素的影响开始占据主动。
- ❖ 转债反向思维定价。我们从投资者角度出发，投资转债是为获得必要收益，因此我们将未来转债能够带来的现金流使用必要收益率进行贴现便可以反向得到转债当前价格的下限，得到目前存量的9支传统转债的价格区间在117-126元之间。上述价格是一个下限价格。
- ❖ 我们判断未来估值内生变化将会在短期内影响转债市场的价格走势。其一，供给冲击后续将会成为常态，但规模比数量更重要。预计后续转债的供给将会以平稳有序的节奏释放。市场最担心的并非节奏而是供给规模。我们判断，后续供给冲击的边际效应在趋弱，更需担忧的是类似宁波银行的预案公布，若发生则短期冲击将较为剧烈。其二，权益类市场企稳一致预期还未成型，市场波动可能较大。内生因素中对权益类市场的预期同样十分重要。我们判断A股市场上通道正在成型，虽然其中仍会有一定波折，但其趋势难以改变。其三，内生因素导致短期扰动，但新定价模式下价格将会逐步回稳。随着近两周转债市场的反弹，大部分转债重新站上了我们前述分析的底部价格区域，转债指数也回到了1月7日的水平附近。从背后逻辑来看，套用我们前述提出的内生因素分析框架，一方面转债的供给冲击步入尾声，后续发行转债规模节奏均较为平稳；另一方面A股逐步企稳，投资者信心增强，市场预期开始偏向乐观。因此本轮市场反弹也较容易理解。所以，结合一二两点的判断，后续内生因素的冲击以短期扰动的形式为主，但各子项影响因素消退，市场反弹带来的交易性机会值得把握。
- ❖ 转债策略：抓住估值内生因素冲击带来的交易性机会。随着大部分个券站上我们的目标价位，后续我们强调个券会有望走向前台。重申从三个方面进行考察，一是从业绩出发结合估值水平择券，建议可以长线依次关注格力、电气、九州、歌尔转债等；二是博弈市场的情绪因素，特别在市场冲击后博反弹，其中以高弹性的格力、清控EB等为主要关注品种。根据我们测算的底部价格区域，预计电气、蓝标、国贸等个券还存有一定向上空间；三是博弈债底支撑，国资EB与国盛EB等个券的到期收益率回落到2%附近时具有较佳的避险配置价值。在当前背景下，以前两个策略长短结合配置为主。



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

估值的外生变化与内生变化	1
再议转债定价新模式	2
反向思维的定价	2
转债策略：抓住估值内生因素冲击带来的交易性机会	3

插图目录

图 1：转债估值的外生因素与内生因素	1
--------------------------	---

表格目录

表 1：可转债价格底部区域估算	3
-----------------------	---

2016 年年初转债市场经历了一轮惨痛的“杀估值”的历程，这一事件恰似 2015 年上半年转债市场在牛市起步的背景下估值扩张的反面镜像。在这两起事件中，估值的变动对转债市场的表现起了决定性的作用。在年初这一轮估值冲击发生后，市场多有声音认为悬在转债市场头上的“斯摩达克斯之剑”已经落下，估值将会回归传统，但是我们对此并不认同。从去年下半年开始我们便强调目前市场的定价模式已经有所变化，事实上 1 月底以来转债市场整体表现即超越了正股也好于大盘。因此我们在本篇报告中着力分析目前市场估值的分析框架，进而在我们提出的新定价模式下判断目前市场的投资机会。

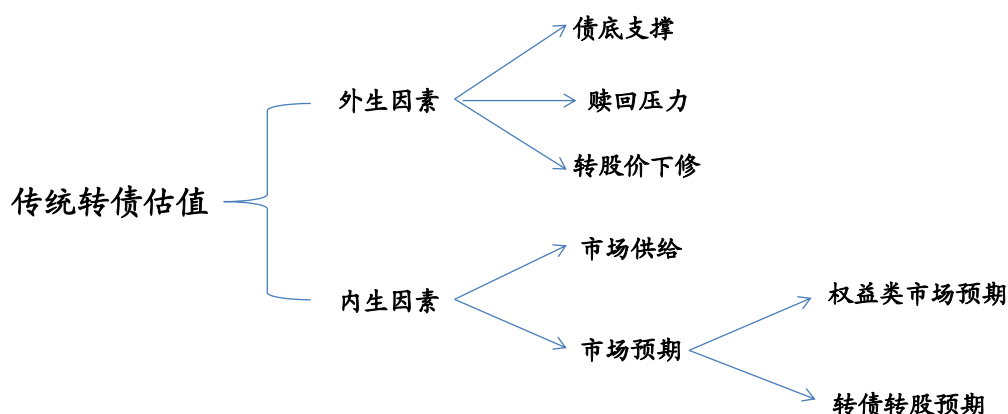
估值变动的外生因素与内生因素

从来源区分，转债估值的变动因素分为外生因素与内生因素。

由传统的转债市场分析框架可知，当转债跌入债性区间时估值将会拉大，当转债进入强股性区间时估值将会压缩，转债债性与股性的区分一般根据平价的高低来判断。此外转股价下修带来的平价跃升也将会显著压缩估值。我们把这一类统称为估值变化的外生因素，因为这一变化绝大情况下受制于转债市场之外因素的影响。

估值变化的内生因素主要来自两个方面。1) 转债市场的供给。2015 年上半年估值扩张的一个重要背景便是转债市场的稀缺性日益提升，而今年年初的“杀估值”也是在新券密集发行的供给冲击下发生。2) 市场预期。市场预期又分为两个子项。一是投资者对权益类市场的预期，其也会反映在转债市场估值变动之中。值得强调的是，市场情绪并不能简单地看为牛市预期或是熊市预期，而更应该看重情绪的变化，例如从熊市预期转向企稳，从震荡转向牛市预期都将会形成较为正面的影响。二是投资者对转债市场的预期，主要指的是条款博弈方面下修预期与转股预期。在前述外生变化中下修这一事件发生将会导致转债估值瞬间发生压缩，而此处所言的下修预期则是在下修事件尚未确定发生前投资者的判断，下修预期较强的个券将会享受更高的估值水平。而转股预期下转债市场的定价模式也许发生了新的变化。

图 1：转债估值的外生因素与内生因素



资料来源：Wind，中信证券研究部整理

估值的内生变化因素与外生变化因素并非新近出现，但去年之前，在传统的转债分析框架大行其道的背景下，外生因素是分析研究的重点。我们认为有几个因素导致这一情况，一是大盘转债存在背景下转债市场规模难以出现大幅波动；二是权益类市场震荡下跌多年投资者已经形成了一致预期；三是转债的下修模式已经较为清晰，从历史数据可以得知绝大多数转债在回售压力下基本都会选择下修。

但从 2015 年开始内生因素的影响开始占据主动。首先，2014 年底牛市起步，市场预期开始逆转，而从 2015 年四季度至现在，市场牛熊分歧依旧较大尚未形成一致预期；其次，随着牛市推进存量个券陆续退市，大盘转债陆续赎回，市场稀缺性开始提升，即使到目前时点转债市场依旧规模较小；最后，转债市场正逐渐被投资者所熟知，我们认为其定价模式也在传统分级框架上进行了革新，从而估值的变动也不能以传统视角来分析。

再议转债定价新模式

在去年 10 月份《可转债专题-债市有底系列之一——转债价格的底线思维》中我们提出了目前形势下转债新的定价模式，在具体分析时主要以当时存量 4 支标的为例，但目前存量传统转债已经扩充至 10 支，因此有必要通过新定价模式更新对存量个券目标价位的判断。

转债新定价模式主要有两种方式，正向思维与反向思维，其核心逻辑解释在转股预期下对未来平价或是转债价格的价位作出判断。由于正股的价格波动随机性较大而转债价格因受债券的存续时间限制有较为清晰历史规律可循，因此反向思维定价更加精确。

反向思维的定价

从投资者角度出发，投资转债是为获得必要收益，因此我们将未来转债能够带来的现金流以必要收益率进行贴现便可以反向得到转债当前价格的下限。

贴现期限方面，即是考虑转债存续的时间长度。2006 年以来转债的平均存续时间仅为 1.98 年，分年度而言，在 2007 年市场牛市最盛时期发行的转债由于上市后遭遇到熊市导致平均存续时间为 2.56 年，因此整体上交债存续的时间较为有限。

但考虑到历史上转债发行公司仅在转债有着明显的回售压力时才会选择下修转股价促使转股发生，目前转债（格力除外）的回售条款均在最后两个计息年度起效，这一趋势与历史上大多数转债回售条款从第三个计息年度起生效的设计存在差别，因此现在转债发行人相较以往转股价下修的时间点选择可能会推后。综合来看，保守起见，我们以目前九支转债回售条款生效日为转债生命周期截止日进行贴现。

现金流方面，需要考虑转债票息和最终价格，票息以九支转债发行时的实际设定计算，最终价格考虑到转债价格会比 130 元略高，我们假设 135 元为下限。实际上，观察 2006 年以来上市的转债存续期的最低价格，仅双良转债一度跌至 133.96 元，低于 135 元。

贴现率方面，我们以目前国债利率为无风险利率，考虑到转债存续期在 3-4 年左右，同时参考目前企业债利率，我们假设 AAA 级为 3.0%-3.2%，AA+级为 3.5%-3.7%，AA 级为 4.0%-4.2%。

按照上述设定，我们对存量的九支转债进行现金流贴现，我们便可以得到一个存量传统转债近期价格的底部区域。

表 1：可转债价格底部区域估算

名称	简称	收盘价（元）	剩余期限（年）	评级	估算的价格底部区域（元）
113008.SH	电气	122.27	4.96	AAA	125.13-126.51
128009.SZ	歌尔	133.88	4.81	AA+	123.83-125.28
110030.SH	格力	130.10	3.85	AA	122.48-123.82
110031.SH	航信	129.75	5.31	AAA	123.82-125.18
123001.SZ	蓝标	115.02	5.83	AA	117.72-119.01
110032.SH	三一	110.68	5.88	AA+	119.07-120.38
110033.SH	国贸	115.12	5.88	AA+	121.67-122.92
110034.SH	九州	139.36	5.91	AAA	121.21-121.92
113009.SH	广汽	123.08	5.93	AAA	121.6-122.93

资料来源：Wind，中信证券研究部整理并测算

转债策略：抓住估值内生因素冲击带来的交易性机会

我们判断未来估值内生变化将会在短期内影响转债市场的价格走势。

其一，供给冲击后续料将会成为常态，但规模比数量更重要。随着 IPO 的恢复，转债的发行步入正轨，年初待发转债的堰塞湖开闸供给迅速放量，但是堰塞湖的存在是客观因素（股灾）导致。后续转债的供给料将会以平稳有序的节奏释放。市场最担心的并非节奏而是供给规模，我们认为普通再融资发行转债其规模并不会过大，唯一需要担心的是银行补充核心一级资本转债的发行，年初宁波银行 100 亿预案的公布对市场脆弱的估值雪上加霜。我们判断，后续供给冲击的边际效应在趋弱，更需担忧类似宁波银行的预案公布，若发生则短期冲击将较为剧烈。

其二，权益类市场企稳一致预期还未成型，市场波动可能较大。内生因素中对权益类市场的预期同样十分重要。从年初以来 A 股持续下跌，虽然目前市场略有企稳，但市场还未形成一致预期，权益类市场的大波动也将会传导至转债这样一个小众市场。我们预计 A 股市场上升通道或正在成型，虽然其中仍会有一定波折，但其趋势料难以改变。

其三，内生因素导致短期扰动，但新定价模式下价格将会逐步回稳。随着近两周转债市场的反弹，大部分转债重新站上了我们前述分析的底部价格区域，转债指数也回到了 1 月 7 日的水平附近。从背后逻辑来看，套用我们前述提出的内生因素分析框架，一方面转债的供给冲击步入尾声，后续发行转债规模节奏均较为平稳；另一方面 A 股逐步企稳投资者信心增强，市场预期开始偏向乐观。因此本轮市场反弹也较容易理解。所以，结合一二两点的判断，预计后续内生因素的冲击将以短期扰动的形式为主，但各子项影响因素消退，市场反弹带来的交易性机会值得把握。

具体策略方面，随着大部分个券站上我们的目标价位，后续我们强调个券机会有望走向前台。

重申从三个方面进行考察，一是从业绩出发结合估值水平择券，我们建议可以长线依次关注格力、电气、九州、歌尔转债等；二是博弈市场的情绪因素，特别在市场冲击后博反弹，其中以高弹性的格力、清控 EB 等为主要关注品种。根据我们测算的底部价格区域，预计电气、蓝标、国贸等个券还存有一定向上空间；三是博弈债底支撑，国资 EB 与国盛 EB 等个券的到期收益率回落到 2% 附近时具有较佳的避险配置价值。在当前背景下，以前两个策略长短结合配置为主。

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。

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。