

“债市有底”系列之一 ——转债价格的底线思维

2015 年 10 月 21 日

投资要点

- ❖ 年初以来，分化是转债市场走势的关键词。转债市场分化包含两个方面：1、转债指数与大盘指数分化；2、转债指数与平价指数分化。
- ❖ 高估值与高价格成为目前转债市场的新特征。无论静态定价模型还是动态定价模型，我们发现均无法较好地解释目前市场出现的独特“双高”情形，因此在传统定价模型失效的背景下必须找到新的转债价格锚。
- ❖ 动态定价判断趋势，静态定价判断价格，但目前两种定价方式均存在失真的问题。为了找到转债价格真实的锚，我们回到转债价格的基本公式：转债价格=转债平价*转股溢价率。这个公式本质上依旧可以用来解释目前的转债价格，但是需要对转债平价进行再定义。我们认为目前转债的定价锚是投资者内心假设的平价价格或预期平价价格，而非真实市场所展现的平价价格。
- ❖ 转债再定价。在绝大多数情况下，无论正股价格如何波动，相应的转债平价大概率地会经历在面值附近以及 130 元之上这两个阶段。在这两个关键节点，我们可以得到两种目前转债定价的方式：
(1) 正向思维定价。平价最终会回到面值 100 元附近，因此这个平价便是投资者假设平价的下限，参考历史上溢价率水平在面值附近的中小盘转债，市场一般给予 20%-30%左右的转股溢价率较为合理，最后我们可以得到正向思维定价下转债的大致价格底部区间在 120-130 元，中位数为 125 元。
(2) 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现在价格的下限，得到的价格区间在 121-131 元之间。同样上述价格是一个下限价格。
- ❖ 结合正反向两种方法，我们认为目前转债价格在 120-130 元存在一个底部区域。由于上述两种定价方式均较为保守，因此在目前市场情况下转债合理的底部价格区域可能会长期稳定在上述区间中枢偏上的 125-130 元区域。正如年内 10 年期国债收益率以 3%为底，目前转债价格的底线同样十分明显。
- ❖ 新定价下的新常态。(1) 恐慌性抛售+流动性假象导致短期跌破价格区间。可以发现跌破支撑价均始于市场千股跌停之时，市场恐慌情绪蔓延叠加流动性匮乏，加之转债并没有涨跌停制度，因此为了保持一定的现金寸头，持有转债的投资者往往选择在转债市场上进行抛售，从而击穿了支撑价位；(2) 突破上限不难见到，但需仔细甄别。我们认为突破价格区间上限主要存在三种路径：1、低溢价率下正股带动转债价格向上突破；2、高溢价下市场情绪的提升推动转债价格在高溢价率背景下突破；3、市场情绪恢复，转债价格中枢将会抬升。(3) 目前情况下转债高价格与高溢价的收敛将是一条漫长的道路。当转债估值与价格相对收敛后，投资者的假设平价与实际平价也完成收敛，此时转债的新定价模式与传统定价模式实现了最终的统一，若转债价格进入价格支撑区间之上，我们则可以通过四轮驱动模型来判断未来转债价格的趋势，若平价下跌则可重新回归前述的新定价模式。
- ❖ 转债策略：用时间换空间。我们认为目前转债策略可以分为两个方面：短期把握节奏降低期待；长期看时间比空间更宝贵。



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

转债行情回顾——分化在上演	1
转债市场新特点——高价格与高估值并存	2
历史上熊市时转股溢价率与纯债溢价率走势背离	2
现实却不是历史的重演	3
传统转债定价模式的失效	3
静态定价以新券上市定价分析为重点	3
动态定价模型用于转债价格的趋势分析	3
传统转债定价模型的失效	4
债市有底——旧转债新定价	4
历史与现实的写照	4
转债再定价	6
新定价下的新常态	7
恐慌性抛售+流动性假象导致短期跌破价格区间	7
突破上限并不难见但需仔细甄别	7
漫漫长路——论双高的收敛路径	8
转债策略：用时间换空间	9
短期把握节奏降低期待	9
长期看时间比空间更宝贵	9

插图目录

图 1：转债指数与大盘指数分化	1
图 2：转债指数与平价指数分化	2
图 3：熊市时转股溢价率与纯债溢价率背离	2
图 4：目前转股溢价率与纯债溢价率均较高	3
图 5：转债生命路径关键节点	6

表格目录

表 1：退市转债生命路径	5
--------------	---

经过一轮牛熊市的洗礼，目前转债市场仅存有 4 支传统转债，加上 2 支可交换债，市场总余额也不到 200 亿元，同时近期市场交易量也极度萎缩。虽然市场容量有限，但近期转债市场的走势却极具特色，不仅有牛市时“神券”（通鼎转债）的昙花一现，更有如今不合常理的转债高价格高溢价出现。如同 A 股“过山车”行情让几乎所有股票定价模型一夜失效一般，传统转债定价的模式也已经无法完全解释目前的转债市场价格表现，难道是现在转债市场已经没有行之有效的分析框架与逻辑了么？答案是否定的。我们认为根据形势变化需要更新转债的研究思路，而其中的重中之重则是认清转债的定价新模式。

本文主要关注传统意义上的转债（不包括可交换债）价格形成机制，通过分析目前转债的行情特点、新的定价模式与分析框架，找寻转债投资的时间点与机会所在。

转债行情回顾——分化在上演

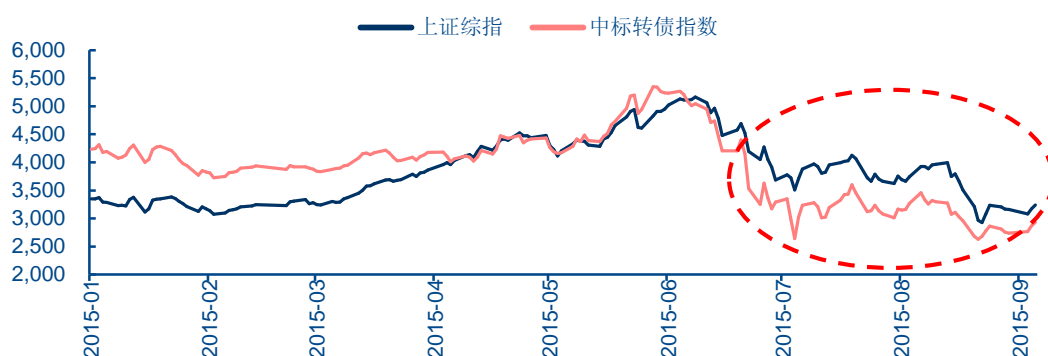
我们认为年初以来分化是转债市场走势的关键词。

转债市场分化包含两个方面：1、转债指数与大盘指数的分化；2、转债指数与平价指数的分化。

今年以来，转债市场随大盘走出了“过山车”行情，但在绝对收益方面，今年转债市场的收益显著为负，且远不如大盘的表现。我们认为背后的原因主要有三，首先 2014 年下半年的牛市行情与市场的狂热情绪推高了转债估值，这也导致转债在去年底透支了过多的涨幅；其次，几支大盘转债在退市前表现较差，拖累了转债指数在一季度的表现。最后，随着 6 月份牛熊转换，正股一路下跌，但转债价格较为坚挺，表现为转债估值显著提升给予转债价格支撑。

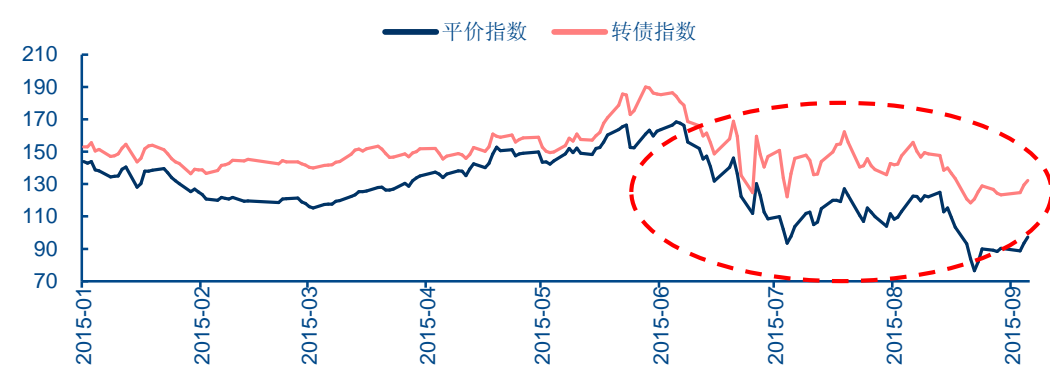
另一方面，转债指数与平价指数走势也出现背离。从 6 月中旬市场牛转熊以来，转债正股价格随大盘一同下跌，例如航天信息、格力地产等正股价格较年内最高点已经“腰斩”，但另一方面，转债价格却在 120-130 元附近受到明显支撑，估值被动扩张而转债价格并没有随正股下跌过多。这一现象背后的原因主要是目前转债市场定价模式发生了显著的变化。

图 1：转债指数与大盘指数分化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：转债指数与平价指数分化



资料来源：Wind，中信证券研究部

转债市场新特点——高价格与高估值并存

在讨论转债市场新的定价模式前需先明确目前转债市场指标的新特点，总结起来说是：高价格与高估值的新常态。

年内市场牛熊更迭，去年底市场上交易的大多数转债已经随着牛市的进程触发了提前赎回条款，而目前四支存量转债发行时间均少于1年且全部发行于本轮牛市之中，熊市来临后转债发行工作便被暂停至今，导致短期内市场标的仍将以4支存量转债为主。

由于目前4支传统转债发行于去年底今年初，因而完整的经历了近两个月来的熊市行情，正股价格不断下跌导致除电气转债外其余三支转债平价均跌破了面值，而航信转债与格力转债平价更是低于债底。

历史上熊市时转股溢价率与纯债溢价率走势背离

回溯历史，由于市场熊市导致平价下跌转债债性增强的历史并不罕见，例如在2008年下半年与2010年第二季度，平价均大幅下挫，此时转股溢价率与纯债溢价率走势相背离，转股溢价率迅速扩大而纯债溢价率迅速缩小。

图 3：熊市时转股溢价率与纯债溢价率背离

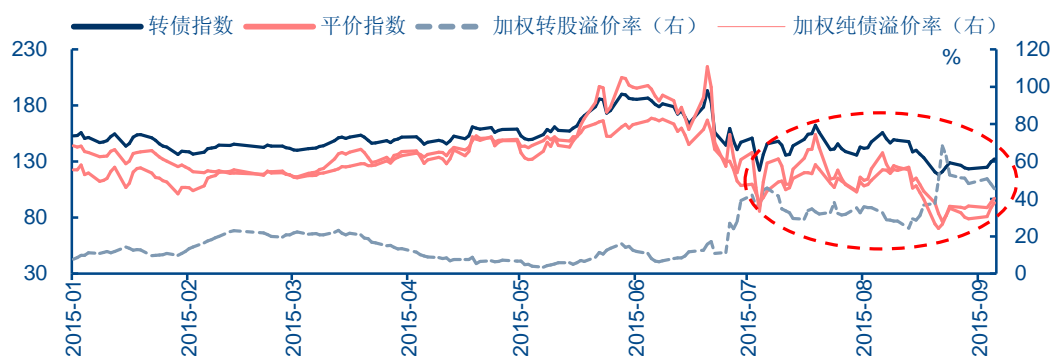


资料来源：Wind，中信证券研究部

现实不是历史的重演

虽然目前大多数转债进入偏债型区间，主要受债底支撑，但现存的四支转债无论转股溢价率或是纯债溢价率均较高，同时转债价格也居高不下，即使市场快速下跌时转债价格也可以基本维持在 120 元以上。这一特点与前述传统熊市时低平价、低纯债溢价率、转股溢价率被动扩张的特征并不相同。

图 4：目前转股溢价率与纯债溢价率均较高



资料来源：Wind，中信证券研究部

从现实与历史的对比中可以发现，目前转债市场的情况处于一个十分特殊的状态，传统意义上无论市场牛熊，平价或是债底，其中一定会存在一个转债价格的“锚”。但现在转债价格的锚却显得十分模糊，难以把握。所以我们有必要从转债自身的特征出发，来寻找当下的转债价格“锚”。

传统转债定价模式的失效

传统的转债定价方式主要分为两大类，一类是静态定价方式，一类是动态定价方式。

静态定价以新券上市定价分析为重点

静态定价可以进一步细分为期权型定价模型与可比个券定价模型。

期权型定价将转债看成债底+看涨期权的形式，债底通过未来转债现金流贴现的方式得到，而期权则可以使用 BS 公式、二叉树蒙特卡洛模拟的数学方法计算得到。但此种方法主要根据历史数据从转债本身的性质出发通过数理公式来得到结果。

可比个券法同属静态定价，顾名思义便是找到与待定价个券相似的标的，参考可比标的的估值指标进行定价。一般参考的指标有利率水平、剩余期限、评级、规模、平价等因素。一般在实际使用中，会将期权型定价与可比个券法结合使用，因为在期权定价模型中需要对波动率进行假设，特别在 BS 公式里隐含波动率的假设往往需要从可比个券中得到。

无论期权型定价模型还是可比个券定价模型，主要反映当前转债的内在价值，因而是一种静态的定价方法，因此在转债上市定价时使用较多。

动态定价模型用于转债价格的趋势分析

由于静态定价模型只是基于现有数据反映在当前市场状况下转债的内在价值，并不能对转债价格变化的趋势做出充分判断。针对静态定价模式的不足，我们发展出动态四轮驱动定价模型方法。

这一模型从转债价格的四种驱动因素出发，即股性、债性、期权性和条款博弈，分别根据不同时间段的背景判断四种力量的方向与强弱，得到转债价格的变动趋势。四轮驱动模型定价几乎考察了所有影响转债价格走势的主要因素，因此得到的转债价格趋势更具说服力，但动态模型的问题在于无法得到精确的转债内在价格。

传统转债定价模型的失效

无论从静态模型或是动态模型来看，传统转债定价模型对于当下行情并不适用。

首先静态模型方面，如上所述，期权型或者可比个券方法均需要找到对标标的，目前转债市场存量有限，四支转债可比性较低。回溯历史，在 2008 年类似历史情形下，转债市场平均价格跌至面值附近，而纯债溢价率低于 20%，均远低于目前四支转债相应数值。

再看动态模型，我们分别讨论四种驱动因素的变化趋势。1、股性随着市场大跌大幅减弱，应该是显著拖累转债表现的主要因素。2、债性方面，由于债底主要受到市场贴现率的影响，随着无风险利率的下行，债底略有提升但幅度十分有限。3、期权性（估值）方面，主要受到市场稀缺性和情绪影响，但我们认为稀缺性只有在增量资金入场抢筹时才会起作用，目前市场并没有持续增量资金流入来进一步推高稀缺性程度，而且随着市场下跌转债基金的规模已经大幅缩减，即供给与需求双收缩；另一个推高估值的因素是情绪，目前来看市场未稳，即使企稳也难以达到牛市时火热的市场情绪，市场情绪也与牛市无法相提并论。4、至于条款博弈，由于转债上市时间较短，目前均未受到太多下修或回售条款的影响，仅有电气转债逐渐逼近提前赎回触发线。结合四个驱动力来看，转债价格应该受到股性与期权型下降的显著拖累，最后在债底上得到支撑，因此难以出现转股溢价率与纯债溢价率双高的情形。

综合静态定价模型与动态定价模型，我们可以发现均无法较好的解释目前市场出现的独特“双高”情形，在传统定价模型失效的背景下必须找到新的转债价格锚。

债市有底——旧转债新定价

动态定价判断趋势，静态定价判断价格，但目前两种定价方式均存在失真的问题。为了找到转债价格真实的锚，我们回到转债价格的基本公式：

转债价格=转债平价*转股溢价率

这个公式本质上依旧可以用来解释目前的转债价格，但是需要对转债平价进行再定义。我们认为目前转债的定价锚是投资者内心假设的平价价格或预期平价价格，而非真实市场所展现的平价价格。

具体而言，无论目前转债的真实平价是多少，转债投资者均会认为对于低平价转债，在未来转债存续期内的某一段时间平价会回到面值附近，最终将会涨至 130 元以上，转债则在赎回压力下以转股的形式终结。

历史与现实的写照

投资者对于转债平价的假设是基于历史与现实的转债市场所给予的假设。

总结转债市场迄今为止已经退市个券的生命路径，可以发现绝大多数转债均以转股收场。值得注意的是，无论转债发行于 A 股市场的牛市、熊市或是震荡市之中，并不会显著影响转债最后在发行期限到期前绝大部分转股的概率。

事实上，从 2006 年转债市场规章基本完善至今，仅有 5 支转债（澄星转债、唐钢转债、新钢转债、博汇转债和双良转债）未能最终成功转股，占同期所有 69 支退市转债的 7.25%。在 2007 年牛市高位发行的 7 支转债中也仅有澄星转债最终未能顺利转股。

进一步分析，全部 69 支转债平均存续时间为 1.98 年，按年份来看，各年份发行转债的存续时间存在一定差别，但与市场牛熊市并没有明显的关系。

因此从历史来看，转债最终有极大的概率会以提前转股来结束生命周期。

表 1：退市转债生命路径

简称	生命路径	存续时间 (年)	简称	生命路径	存续时间 (年)	简称	生命路径	存续时间 (年)
柳化转债	提前赎回	0.64	西洋转债	提前赎回	0.64	重工转债	提前赎回	2.45
华发转债	提前赎回	0.64	龙盛转债	提前赎回	0.61	南山转债	提前赎回	2.36
凯诺转债	提前赎回	1.13	安泰转债	提前赎回	0.66	同仁转债	提前赎回	2.21
招商转债	提前赎回	0.70	博汇转债	到期赎回	4.90	海直转债	提前赎回	1.71
天药转债	提前赎回	0.61	王府转债	提前赎回	0.99	泰尔转债	提前赎回	1.78
金鹰转债	提前赎回	2.43	双良转债	回售——停止交易 (小于 3000 万)—— 到期赎回	1.59	民生转债	提前赎回	2.24
上电转债	提前赎回	0.65	中行转债	提前赎回	4.72	东华转债	提前赎回——停止 交易(小于 3000 万)	1.75
巨轮转债	提前赎回	2.61	美丰转债	回售——提前赎回	2.80	华天转债	提前赎回	1.24
韶钢转债	提前赎回	0.60	铜陵转债	提前赎回	0.63	隧道转债	提前赎回	1.20
澄星转债	回售——到期赎回	4.92	工行转债	提前赎回	4.43	徐工转债	提前赎回	1.22
锡业转债	提前赎回	3.52	塔牌转债	提前赎回	0.70	平安转债	提前赎回	1.08
中海转债	提前赎回	0.71	燕京转债	提前赎回	4.57	深燃转债	提前赎回	1.34
山鹰转债	提前赎回	2.37	歌华转债	提前赎回	4.38	久立转债	提前赎回	0.78
恒源转债	提前赎回	2.19	海运转债	提前赎回	4.31	齐翔转债	提前赎回	1.02
赤化转债	回售——提前赎回	1.58	国投转债	提前赎回	2.39	国金转债	提前赎回	0.57
大荒转债	回售——提前赎回	2.19	中鼎转债	提前赎回——停止交 易(小于 3000 万)	3.42	长青转债	提前赎回	0.77
唐钢转债	回售——到期赎回	4.93	石化转债	提前赎回	3.94	东方转债	提前赎回	0.56
海马转债	提前赎回	1.32	川投转债	提前赎回	3.43	冠城转债	提前赎回	0.73
五洲转债	提前赎回	1.30	巨轮转 2	提前赎回	1.84	通鼎转债	提前赎回	0.79
柳工转债	提前赎回	1.12	深机转债	提前赎回	3.80	吉视转债	提前赎回	0.78
南山转债	提前赎回	1.35	中海转债	提前赎回	3.50	齐峰转债	提前赎回	0.65
新钢转债	回售——到期赎回	4.92	国电转债	提前赎回	3.49	浙能转债	提前赎回	0.58
厦工转债	回售——提前赎回	1.03	恒丰转债	提前赎回	3.03	洛钼转债	提前赎回	0.56

资料来源：Wind，中信证券研究部整理；注：仅计算 2006 年后发行转债

回到现实情形，我们认为有两大核心原因导致投资者生成对转债平价的假设：

转债设有有回售与下修条款，给予了转股价调整的机会；

转债的回售与下修条款除了给予投资者保护之外，也是重要的促转股因素。实际上，在 2007 年大牛市中也有数支转债发行在牛市的高点，当转债发行后不久市场转为熊市，正股价迅速跌破初始转股价，正因为有着回售与下修条款的存在，发行人下修转股价人为抬升平价，为最终顺利转股减轻压力。

发行人以促转股为目的发行转债，而非期待最终到期赎回

转债发行人的动机是另一个值得重点考虑的因素。我们从转债发行人与投资者的交流纪要中，经常可以发现发行人会明显表达出以转股为转债发行目的的意愿。而促进转股的前提是转债面临提前赎回的压力，即平价高于 130 元。

所以综合来看，结合历史与现实，转债投资者均有着平价未来将会上涨至 130 元之上的预期。

转债再定价

从上述假设出发，我们可以刻画出绝大多数情况下转债的生命路径。与传统的通过转债价格与溢价率来阐述不同，我们认为在新市场环境下，只需关注转债平价的关键节点即可。

图 5：转债生命路径关键节点

转债上市 -----> **平价在面值附近** -----> **平价高于130元**

资料来源：中信证券研究部

我们认为在绝大多数情况下，无论正股价格如何波动，相应的转债平价极大概率会经历在面值附近以及 130 元之上这两个阶段。

在这两个关键节点我们可以得到两种目前转债定价的方式：

正向思维的定价

虽然目前转债处于债性区间，但平价最终会回到面值 100 元附近，主要通过两条路径完成，即正股上涨使得平价高于债底或者下修转股价使得平价回到面值附近。

因此无论是哪一条路径实际发生，平价在未来某一段时间都将会回到 100 元附近，因此这个平价便是投资者假设平价的下限，参考历史上溢价率水平在面值附近的中小盘转债，市场一般给予 20%-30%左右的转股溢价率较为合理，最后我们可以得到正向思维定价下转债的大致价格底部区间在 120-130 元，中位数为 125 元。

值得注意的是此为定价下限，因为面值是投资者假设平价的下限。未来平价继续上涨，转债才会面临转股压力，但随着平价继续上涨，转债的转股溢价率又将会受到条款因素的影响，故难以一概而论。所以，当平价上涨后需要采用另一种定价方式。

反向思维的定价

由于最终平价会涨至 130 元之上，而当面临赎回压力时转债的转股溢价率会向零收敛，因此此时转债价格同样会涨至 130 元之上。

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以必要收益率进行贴现便可以反向得到转债现在价格的下限。

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，因此整体上转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，我们以目前四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，票息以四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 年左右，同时参考目前企业债利率，我们假设为 3.5%。

按照上述设定，我们对存量的四支转债进行现金流贴现，得到的价格区间在 121-131 元之间。同样上述价格是一个下限价格。

综合上述，我们认为目前转债价格在 120-130 元存在一个底部区域。由于上述两种定价方式均较为保守，因此在目前市场情况下转债合理的底部价格区域可能会长期在上述区间中枢偏上的 125-130 元区域。正如年内 10 年期国债收益率以 3%为底，目前转债价格的底线同样十分明显。

新定价下的新常态

正如前文对转债新定价模式的阐述，我们认为目前转债的定价新模式是内生的，而非简单时点扰动，并有望在今后持续。简单而言，未来新转债上市后 125-130 元将成为转债价格一个持续存在的支撑点。

但从近期市场的表现来看，也出现过跌破或者突破前述价格区间的情况，我们认为这样的表现可以得到解释，且蕴含着转债市场的投资机会。

恐慌性抛售+流动性假象导致短期跌破价格区间

在近期市场暴跌中，转债价格却也会跌破我们的判断。但我们认为转债价格并不会长期持续跌破支撑，统计可以发现，以收盘价计目前存量四支转债价格跌破 125 元时长一般不超过四个交易日。（电气转债 2015 年 8 月 24 日至 2015 年 8 月 27 日）

进一步观察可以发现，跌破支撑价均始于市场千股跌停之时，市场恐慌情绪蔓延叠加流动性匮乏，加之转债并没有涨跌停制度，因此为了保持一定的现金寸头，持有转债的投资者往往会选择在转债市场上进行抛售，此时击穿了支撑价位。但是这同样是一个时点扰动，当市场稳定时，转债价格则会向支撑价格回归，我们可以看到转债市场往往先于大盘回暖，这是因为在暴跌后影响转债市场拐点的主要因素是市场的稳定性，而非大盘的涨跌。这也佐证了转债市场的一个误区，即通过大盘的拐点来寻找转债行情的拐点。

突破上限并不难见但需仔细甄别

我们认为突破价格区间上限主要存在三种路径：

低溢价率下正股带动转债价格向上突破

这一类突破可以套用四轮驱动模型，属于正股驱动下的转债价格向上突破，在此种情形下则更需要关注正股未来的走势以及条款博弈。

对于目前四支存量转债，仅有电气存在上述突破可能。9 月 23 日电气转债 134.39 元，平价 110.88 元，已经逐步开始受到提前赎回条款压力的影响，若正股继续上涨，转债价格也存在着继续向上的动力。

高溢价率下市场情绪的提升推动转债价格在高溢价率背景下突破

高溢价率下转债价格随着正股一同上涨，当市场情绪大幅波动投机盛行时存在短期突破的可能，例如在 9 月 8 日-9 月 9 日格力转债突破 130 元，类似的情形在近期市场反弹时也时常出现。

但是在市场尚未稳定、转债溢价率没有明显快速收敛的背景下转债价格的突破并不具有持续性，若要转债价格能够持续突破，则需要市场存在着对未来正股能够持续上涨的预期，一旦这样的预期减退，转债价格反而极有可能快速下挫。特别在市场波动较大、投资者信心不足的背景下，正股持续上涨的预期很容易被证伪。因此高溢价率下转债价格的向上突破需要谨慎对待，转债高溢价的收敛乃是首先需要完成的步骤。

市场情绪恢复转债价格中枢将会抬升

前述的定价方式是以市场最不景气时为背景得到转债价格的底部区域，但是当市场恢复到正常状态投资者不再过度悲观时，转债的价格中枢将会理所应当抬升。

一方面转股价值 130 元仅仅是转债触发提前赎回条件的最低下限，而上限则是无穷。另一方面，从历史来看，绝大部分转债在赎回期价格均会达到 150 元或更高的水平之上。所以当市场情绪恢复正常，按照反向思维定价模式，投资者最终预期的转债平价将会高于我们前述假定的 135 元。因此，最终二级市场转债的交易价格中枢长期维持在 130 元之上将会成为常态。具体而言弹性较高的转债价格中枢将会高于低价格弹性转债。

漫漫长路——论双高的收敛路径

目前情况下转债高价格与高溢价的收敛将是一条漫长的道路。

随着市场的自我稳定机制开始逐步显现，市场情绪从谷底慢慢恢复，将会带动转债价格价格中枢内生的上移。情绪是影响转债估值的重要因素，虽然在目前高溢价背景下情绪的影响相对有限，但在市场稳定性开始呈现时投资者情绪也将会从暴跌的恐慌中缓慢恢复，同时也将在一定程度上导致估值提升，虽然程度较小，但将使得转债整体的价格中枢进一步提升至 130 元之上。

高估值高价格最终的目标均是收敛至低估值与高价格的相对合理区间。

路径一：正股上涨，转债最终避开条款博弈从债性进入股性区间，随着平价上涨股指与转债价格进入相对合理区间。

路径二：触发转股价下修条款，当出现回售压力时发行人更有下修转股价的动力，当转股价下修获准后，转债平价重回面值附近，回到低估值与高价格的相对合理区间。

路径三：转股价下修动议未获通过，但此种情形出现可能性较小。历史一共有三支转债下修转股价失败，转债价格可能会跌破支撑。但是下修转股价失败并非“末日”，上市公司依旧有各种办法完成转股的使命，比如再次提出转股价下修预案，或者在牛市中完成转股目的。实际上三支下修失败的转债最后均成功赎回，因此可以认为，即使未来某只转债下修失败，投资者依旧有着转股成功的预期。所以我们更倾向于认为转股价下修失败是一个时点扰动而非长期作用于转债价格的因素，最终转债价格还是会回归到路径一与路径二之上。

无论上述何种路径，在目前市场的波动率下均需要相当长一段时间完成溢价率向合理区间回归。

当路径一与路径二的转债估值与价格相对收敛后，投资者的假设平价与实际平价也完成收敛，此时转债的新定价模式与传统定价模式实现了最终的统一，若转债价格进入价格支撑区间之上，我们则可以通过四轮驱动模型来判断未来转债价格的趋势，若平价下跌则重新回归前述的新定价模式。

转债策略：用时间换空间

短期把握节奏降低期待

短期来看，在转债平价较低的背景下，转债价格主要在前述定价模型给出的区间内波动。因此转股溢价率收敛前不宜对转债市场的收益抱有过高期待，我们认为短期转债市场的机会主要来自四种情况。

转债价格跌破合理区间

前述我们强调 125-130 元是转债市场正常情况下较为合理的价格区间，虽然也存在着跌破的情形，但均出现在市场极端情况下。因此，当价格破位投资者可以适当增加转债的仓位，当价格持续走低可以逐步提高仓位。此时择时更胜于择券，因为新的定价模型对于四支转债均可适用。

大盘短线向好，转债价格处于区间下部

当大盘短线向好时，在估值依旧较高的背景下转债价格会向中枢上限靠近并可能实现突破，此时为了获得更大的相对收益，建议配置弹性较大以及合理区间更高的标的。例如格力转债，由于条款差异以及正股弹性较大，格力转债的合理价格区间相对更高，同时转债价格的弹性也相对更大。

但值得注意的是在溢价率尚未收敛的背景下，突破区间上限后需要控制仓位，唯有溢价率收敛后转债价格才具有进一步上涨的可能。

市场弱势时尽量规避

当市场弱势时，建议投资者配置弹性估值相对较小的、价格接近区间下限的转债，但值得注意的是此时可交换债更具有避险特征，而可交换债的定价却并不符合前述转债的新定价模式，关注可交换债的定价我们将在后续系列报告中阐述。

突破时关注市场情绪的变化

前述分析到当市场情绪恢复后转债价格的中枢将会提升至 130 元之上。因此关注市场情绪的变化将有助于投资者把握中枢抬升的阶段行情。我们认为市场情绪更多关注 A 股市场投资者的预期，其中量能变化、经济数据等技术指标有望成为风向标。

长期看，时间比空间更宝贵

长期而言，我们需要将新发转债与存量转债分开讨论。

对于传统转债，以时间换空间为主，等待溢价收敛

虽然短期看转债市场仍有部分交易性机会存在，但随着市场逐步稳定，对于一个区间震荡市而言机会较为有限，特别是配置性机会难寻。只有等到高溢价率收敛后转债价格才能存在向上突破的可能。因此简单而言目前转债市场是在用时间换空间。

新发转债一级市场机会较为确定

从转债的整个发行交易制度来说，转债的投资可以分为两个市场，一是在一级市场申购，二是在二级市场买入。

一级市场的申购收益率主要取决于上市价格和中签率。根据我们前述的分析其实无论发行时平价为多少，新转债上市价格也会在 120-130 元区间之内，按照年初市场火热时新转债发行的中签率计算，在此价格区间上市也完全可以覆盖资金成本并取得较好的收益。

当转债以较高价格上市后，转债价格在二级市场的演变路径具有几种情形：

情形一：转债发行后正股表现较好，平价直接满足提前赎回条款的要求，转债快速结束生命周期，此类情形在大牛市的行情中会频繁出现。

情形二：转债上市后平价在面值附近震荡，短期内转债价格受到正股波动影响较大，但仍会受到前述转债价格底部区间的支撑。

情形三：转债发行后即遭遇到市场大跌，导致上市后转债平价极低，与现在转债市场情形类似，此时转债价格主要在支撑区间内波动，机会较为有限。

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 CATaiwan 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 2015 版权所有。保留一切权利。