



## 固定收益专题研究

固定收益研究报告

2014年9月10日

可转债

固定收益研究组

张继强

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511030010

zhangjq@cicc.com.cn

## 正股的转债视角

## 可转债专题研究之四

## 要点:

A 股转债的盈利模式是什么? A 股市场由于做空机制不完善等诸多原因, 股价上涨推动转债价格上涨仍是最根本的盈利模式, 因此对正股方向的判断还是根本。这样的盈利模式决定了正股的方向无疑是投资者最大的关注点。

在我们的个券分析框架当中, 首先是对正股的分析, 其实是转债债、股特性的判断, 最后才是估值因素。估值为什么没有看上去那么重要? 估值的重要性不言而喻。任何产品都有其价格, 如果估值已经透支了基本面等利好, 好的公司不等于好的证券, 反之亦然。而且, 估值本身是相比正股走势是更确定的变量, 在投资决策中理应给予更高的权重。低估值不仅仅意味着概率更高的机会, 也往往是风险控制的关键因素。因此, 我们显然不否认估值的重要性。但在机构投资者为主的转债市场当中, 个券相对估值(注意是相对估值)的明显低估或高估并不常见。其次, 不少个券看似偏高或偏低的估值背后的原因, 尤其是条款等, 值得关注。此外, 经验上看, 估值些许的偏高与偏低似乎也不是很好的投资信号。

投资大师霍华德·马克斯称投资只关乎一件事: 应对未来。遗憾的是, 由于信息的不完备和认知能力的不足, 我们无法准确、全面的预测未来。对转债品种而言, 我们只能运用概率思维把握正股的大致走向和波动特征。好在转债品种具有“进可攻、退可守”的收益、回报特性, 天然的有助于克服资本市场的不确定性和投资者认知的片面性, 最符合“小赔大赚”的投资法则。因此, 对转债股、债性的分析, 能够帮助我们确定投资者的安全边际, 更好的运用概率思维寻找投资机会。

“你无法选择手中的牌, 你只能尽量打它”。转债市场毕竟是一个小众市场, 投资者可选择的余地非常有限。转债投资者也只能尽量在可选范围内择优。不过, 从另一个角度看, 限制了投资者的关注范围, 反而有助于投资者将关注点聚焦于有限个券, 进行精细研究。而正股如上述无疑是转债品种回报的最大驱动力。单就这点而言, 转债投资者与股票投资者似乎并无二致。而在理解股价走势方面的框架方面, 股息折现模型和市盈率乘数模型是最简单有效的思考方法。需要特别注意的是, 这些简单的模型只是提供一种思考方式。我们在应用过程中追求的是“模糊的正确, 而不求精确的错误”。

对转债投资者而言, 与股票投资者看股票最大的不同在于, 我们不仅仅考察发行人促进转股的能力, 同时需要兼顾促转股的意愿和股价弹性。股价弹性的重要性毋庸置疑, 其有助于转债“进可攻、退可守”特性的发挥。在股市处于上升通道当中时, 投资者更看重进攻性, 仓位保持高位, 个券选择高弹性个券。熊市时, 显然更看重防御性和纯债替代价值。震荡市或结构市当中, 投资者更倾向于看重正股  $\alpha$  机会和转债性价比。但即便在熊市和震荡市当中, 有较好的安全边际, 有一定股性, 且正股弹性好的品种往往也值得投资者重点埋伏。对绝对价位较低的转债品种, 如果不对正股方向进行判断, 正股弹性越好, 转债越有想象力。

促进转股意愿如何影响转债投资? 途径包括: 发行人有动力释放业绩及利好刺激股价; 修正转股价促进转债转股等。如何判断发行人的促转股意愿? 对公司的实地调研、持续跟踪交流可能是研判公司促转股意愿的重要途径。甚至投资者可以从发行人对待投资者的态度上发现一些端倪。此外, 如下信号可以作为辅助手段, 比如: 1、由股权融资转为转债融资的发行人均有很强的促进转股能力; 2、现金流状况、负债率、资本开支等。未来资本开始越大的公司, 促进转股意愿显然越强, 负债率越高的公司, 一般而言有更强的动力促转股从而降低资产负债率; 3、转债票息和距离转债回售、到期时间; 4、转股价修正等方面的历史表现。对转股意愿的考察会带来什么样的影响? 差公司  $\neq$  差转债。如果转债估值不是严重高估, 好股票一定就是好转债。但差公司一定意味着差转债吗? 未必。其中的秘密就在于发行人促转股的力量。好风凭借力, 股市状况好转时情绪常是利好放大器, 促转股力量就可以发挥作用。

转债与股票最大的不同在于具有防御性及凸性。A 股转债相对正股有如下优势: 1、T+0 交易特性; 2、能用于回购融资; 3、票息收益等。而且正股进行业绩分配时, 转债转股价随同调整, 相当于间接获得股息。在转债估值严重高估时, 投资者可以用“正股+纯债”组合来替代转债。反过来, 当股市面临变盘风险时, 转债估值水平较低时, 或估值上升时, 转债都适合替代正股。最后, 对股市不熟悉的投资者, 转债也是最佳的介入点, 如 QFII 投资者。沿着类似的思路, 投资者还可以构建转债和正股之间的换券操作策略。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



## 目录

转债投资者如何看正股? .....	3	.....	5
盈利模式决定操作思路 .....	3	图表 7: 转债弹性的度量指标.....	5
图表 1: 对冲交易改变风险、收益特性.....	3	图表 8: 转债绝对价位与正股弹性 .....	5
转债个券分析框架 .....	3	图表 9: 中海正股波动率.....	6
图表 2: 估值并不是好的投资决策指标.....	3	独具特色的促转股意愿.....	6
与股票投资者的同与不同.....	4	转债与正股性价比的比较 .....	6
图表 3: 上市公司业绩增速持续下降 .....	4	图表 10: 燕京转债正股替代效果 .....	7
图表 4: 沪深 300 估值持续压缩.....	4	图表 11: 平安转债替代正股策略 .....	7
图表 5: 东华转债历史走势.....	5	图表 12: 中金转债分析框架 .....	8
正股弹性与转债投资价值.....	5	图表 13: 中金转债个券分析框架 .....	8
图表 6: 当前转债隐含波动率与正股历史波动率			



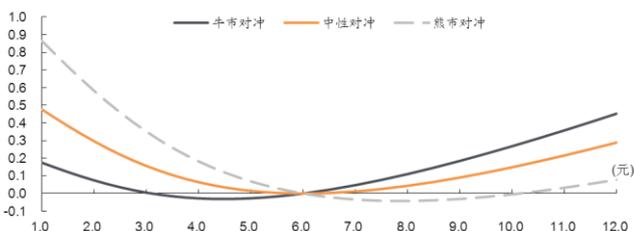
## 转债投资者如何看正股？

### 盈利模式决定操作思路

转债是股票衍生品，其价格走势受正股影响不言而喻。底价和平价是转债价值的两条支撑线，这导致其兼具债性和股性的原因。在标的股票价格上涨时，平价水平的上涨将推动转债价格的上涨；反之，一般而言转债价格将下跌。标的股价越高，转债价值就越依赖于平价水平的支撑，转债表现更接近股票；而标的股价越低，底价对转债价值的支撑作用就越大，转债表现就越类似于纯债券。

A股转债的盈利模式是什么？在海外成熟转债市场中，对冲基金是转债市场最主要的参与者。这些投资者通过对冲交易，可以改变转债投资的收益、风险特征。实践当中，海外市场由于对冲工具完善，投资者不仅可以从正股的方向判断中赚钱，还可以从正股波动率交易、分拆交易中赚钱。而A股市场由于做空机制不完善等诸多原因，股价上涨推动转债价格上涨仍是最根本的盈利模式，对正股方向的判断还是根本。

图表 1: 对冲交易改变风险、收益特性



资料来源: Wind, 中金公司研究

这样的盈利模式决定了正股的方向无疑是投资者最大的关注点。正如华人首富李嘉诚对房地产投资的心得是“第一是地段，第二是地段，第三还是地段”。同理，转债投资最关键的因素也是“正股、正股、正股”。因此，我们在余下的篇幅着重与投资者交流，转债投资者如何看正股？

### 转债个券分析框架

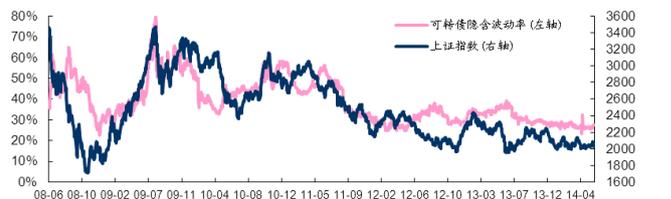
在我们的个券分析框架当中，首先是对正股的分析，其实是转债债、股特性的判断，最后才是估值因素。

估值为什么没有看上去那么重要？估值的重要性不言而喻，似乎不需多言。任何产品都有其价格，如果估值已经透支了基本面等利好，好的公司不等于好的证券，反之亦然。而且，估值本身是相比正股走势是更确定的变量，在投资决策中理应给予更高的权重。低估值不仅仅意味着概率更高的机会，也往往是风险控制的关键因素。因此，我们显然不否认估值的重要性。

不过，虽然没有一个市场是完全有效的，但我们在《转债回报驱动力》当中也曾有解释，在机构投资者为主的转债市场当中，个券相对估值（注意是相对估值）的明显低估或高估并不常见。其次，不少个券看似偏高或偏低的估值背后的原因，尤其是条款等，值得关注。而且，相对正股的波动幅度而言，估值的些许偏高或偏低一般不是影响投资价值的最主要因素。因此，虽然估值非常重要，但我们往往未将估值作为判断个券价值的第一要素。除此之外，我们当然也关注估值所隐含的预期与现实是否存在“预期差”。

此外，估值些许的偏高与偏低似乎也不是很好的投资信号。历史经验表明，09年之前，股市市场表现与转债估值呈现同向性。股市反弹激发投资者调整大类资产配置冲动，转债整体仓位将明显提升，转债有可能是受益者。尤其是07、09年牛市中表现非常明显，不但投资者对股市的预期不断在上涨中强化，而且由于赎回以及股权融资更容易等，转债市场净供给减少，加剧了供求的不平衡，导致转债估值与股市走势呈现出较强的正相关性。不过，在最近几年来看，股市进入震荡市甚至熊市且这种观念深入人心，供给也虎视眈眈，导致股市上涨后，投资者把握波段操作机会使得转债估值承压。转债估值和股市表现开始呈现明显的反向关系。如果单纯以估值作为投资决策指标，反而会犯错。

图表 2: 估值并不是好的投资决策指标



资料来源: Wind, 中金公司研究

投资大师霍华德·马克斯称投资只关乎一件事：应对未来。遗憾的是，由于信息的不完备和认知能力的不足，我们无法准确、全面的预测未来。对转债品种而言，我们只能运用概率思维把握正股的大致走向和波动特征。好在转债品种具有“进可攻、退可守”的收益、回报特性，天然的有助于克服资本市场的不确定性和投资者认知的片面性，最符合“小赔大赚”的投资法则。因此，对转债股、债性的分析，能够帮助我们确定投资者的安全边际，更好的运用概率思维寻找投资机会。

此外，对转债稀释率、流动性等方面的考察往往也具有意义。比如转债对正股的稀释率经常是股票投资者的“盲点”。2013年重工转债重组复牌后，不少股票投资者都判断应该有5-10个涨停。但我们当时对此并不同意，其



中最主要的理由就在于股价大幅上涨后会受到转债投资者的“狙击”。因为，该转债规模达到了80亿元，而一旦正股封涨停量不及其十分之一，正股大涨后将有大量转债投资者转股并及时卖出正股，正股也将遭受抛压，从而导致涨幅不及股票投资者的预期。此外，中行等大转债，由于存在“大转债、小股票”的状况（转债规模远远超过正股实际流通市值），也经常存在这种转债反压正股的现象。

有了对转债本身的基本认识，结合我们对股市、自身风险偏好和回报要求等判断，投资者可以更好的对个券做出选择。比如，在股市牛市，筹码的获得是关键，个券比拼的是弹性；而在股市熊市，相对表现好于股市，自于债市机会成本高；股市拐点前，债底和条款保护使得转债市场表现出明显的抗跌性，是博弈股市反转的利器；震荡市环境下，转债品种期权价值难以得到发挥空间，此时更应关注正股α机会。

### 与股票投资者的同与不同

“你无法选择手中的牌，你只能尽量打它”。在我们讨论转债投资者与股票投资者看待正股的同与不同之处之前，需要首先说明的是，转债市场毕竟是一个小众市场，投资者可选择的余地非常有限。转债投资者也只能尽量在可选范围内择优。不过，从另一个角度看，限制了投资者的关注范围，反而有助于投资者将关注点聚焦于有限个券，进行精细研究。

正股无疑是转债品种回报的最大驱动力。因此转债投资者看待正股同样看重其潜在上涨空间等，同样青睐盈利存在超预期可能、正股估值合理的发行人。显然，单就这点而言，转债投资者与股票投资者似乎并无二致。

在理解股价走势方面的框架方面，股息折现模型和市盈率乘数模型是最简单有效的思考方法：

#### 1、股息折现模型（整体趋势）：

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{EPS_0 \times (1 + g_{0 \rightarrow t}) \times pr_t}{(1 + r_f + r_p)^t}$$

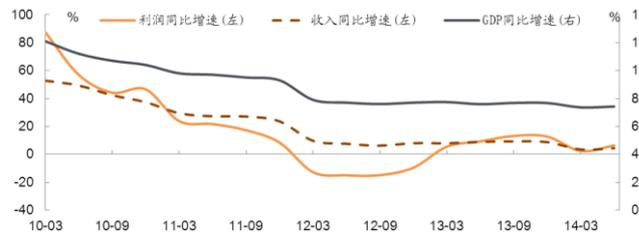
其中， $r_f$  为无风险利率， $r_m$  为信用溢价，EPS 为每股收益， $pr_t$  为分红比率， $g_{0 \rightarrow t}$  为相对期初的业绩增幅。

#### 2、市盈率乘数模式（个股）：股价=P/E（市盈率）\*EPS（每股收益）

需要特别注意的是，这些简单的模型只是提供一种思考方式。从历史上看，07年大牛市是典型的业绩推动型市场，估值也由于风险偏好的提升而不断抬升。而08年股市急转直下，业绩预期逆转，虽然无风险利率不断下行，但风险溢价大幅飙升还是重创估值。09年4万亿投资加上持续降息，导致股市从盈利预期、无风险利率下行中受益。而09年之后股市再次遭遇无风险利率上行、风险偏好下降、业绩预期下降三杀。

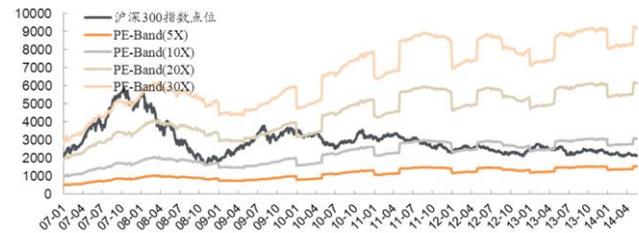
简言之，我们在应用过程中追求的是“模糊的正确，而不求精确的错误”。而实践中对上市公司的考察也会更加全面、务实、细腻，无法用三言两语概况，且也非我们的长项。此外，每个投资者观察正股的角度、操作思路也千差万别，不一而足。

图表3：上市公司业绩增速持续下降



资料来源：Wind、中金公司研究

图表4：沪深300估值持续压缩



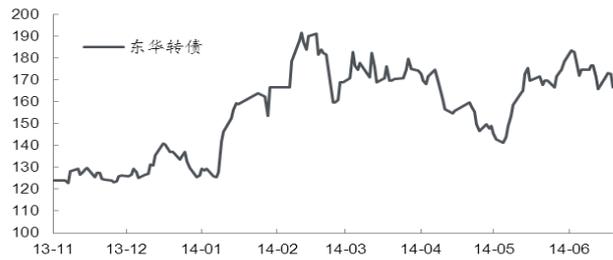
资料来源：Wind、中金公司研究

这些模型的应用方面，其中：股息折现模型可以让我们更清晰的看到股价影响因素的驱动因素。理论上，业绩增长、无风险利率下行或风险溢价下降（或风险偏好上升）都会带来股价的上涨。当然，现实中更为复杂，供求、制度变革等等无法在简单模型中刻画。无风险利率与股价之间的关系也并没有模型显示的直白，当无风险利率下降时，往往也意味着经济增速在下行，盈利预期也在下降，甚至远超过分母项的影响，股价还是可能会调整。简单来看，股息折现模型往往更合适对股市整体走势进行趋势推断，尤其是可以结合美林投资时钟等加以推断。

而市盈率乘数模型其实是更简化的模型。对龙盛、东华、国投等优质转债，正股估值低，业绩持续高增长。投资者往往这样思考其投资价值，假设正股估值不变，股价即便完全由业绩推动，两年（EPS 每年30%增长，两年股价涨幅69%，不考虑股票分红）基本都可以推动转债顺利转股。对这样的转债品种，投资者可以考虑在低位坚持持有，以赎回预期思维倒推介入价格。



图表 5: 东华转债历史走势



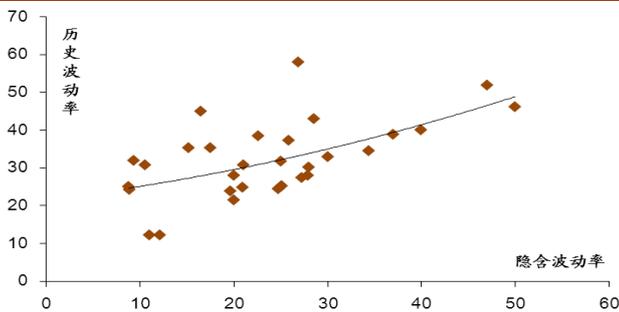
资料来源: Wind、中金公司研究

实践当中，转债投资者看正股与股票投资者相比还是有很大的差别。对转债投资者而言，与股票投资者看股票最大的不同在于，我们不仅仅考察发行人促进转股的能力，同时需要兼顾促转股的意愿和股价弹性。促进转股的能力并不为每家公司所具备。在促进转股能力方面，转债投资者的基本面关注点与股票投资者完全一致，无须赘述。除此之外，转债投资者还看重发行人促转股的意愿和股价弹性，这是接下来我们关注的重点。

### 正股弹性与转债投资价值

股价弹性的重要性毋庸置疑。转债“进可攻、退可守”的投资特性决定了其价格走势类似于看涨期权。股价超预期下跌时，转债跌幅有限。而股价超预期上涨，转债也会跟随正股大幅上涨。因此，弹性越高的正股，投资者给予转债的隐含波动率或期权价值一般也越高。

图表 6: 当前转债隐含波动率与正股历史波动率

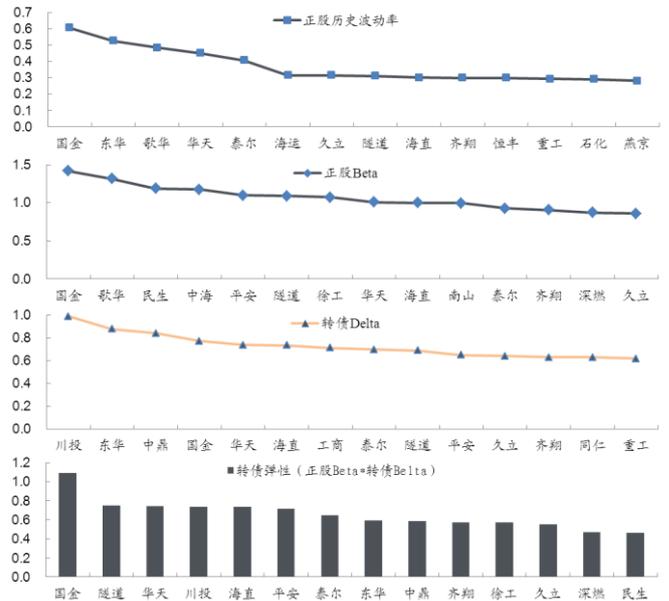


资料来源: Wind、中金公司研究

那么究竟什么是转债弹性？转债弹性可以分解为：正股弹性（历史波动率和正股 Beta 结合）和转债对正股的敏感度。而正股弹性又可以分解为业绩弹性和估值弹性（对应上述市盈率倍数模型）。

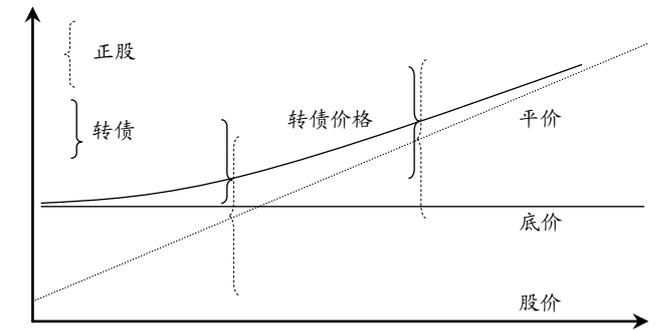
转债弹性的应用？一般而言，在股市处于上升通道当中时，投资者更看重进攻性，仓位保持高位，个券选择高弹性个券。熊市时，显然更看重防御性和纯债替代价值。震荡市或结构市当中，投资者更倾向于看重正股  $\alpha$  机会和转债性价比。但即便在熊市和震荡市当中，有较好的安全边际，有一定股性，且正股弹性好的品种往往也值得投资者重点埋伏。一旦出现阶段性机会，这类转债表现就可能逆袭纯债。除了小盘转债之外，比如重工转债就属于中大盘转债中弹性较好的品种，在最近两年都曾给投资者带来不错的波动操作机会。

图表 7: 转债弹性的度量指标



资料来源: Wind、中金公司研究

图表 8: 转债绝对价位与正股弹性



资料来源: Wind、中金公司研究

需要注意的是，弹性是把双刃剑，需要结合个券基本面、条款和债底保护、估值而定。一般而言绝对价位较低、存在条款或债底保护的转债品种，如果不对正股方向进行判断，正股弹性越好，转债越有想象力。毕竟，正股大幅上涨，转债将有超预期表现，而如果正股大幅下跌，可能引发转股价格修正可能，转债“进可攻、退可守”特性能够得到最大程度的发挥。反过来，如果绝对价位较高，正股所谓的弹性高未必是利好。尤其是流动性不佳的转债品种，一旦下跌很可能导致前期上涨前功尽弃。

此外，弹性也不是一成不变的，历史上强周期个券由于产能过剩、经济疲软，正股弹性大大降低，比如中海转债。



图表 9：中海正股波动率



资料来源：Wind、中金公司研究

### 独具特色的促转股意愿

此外，特别的是转债发行人的促转股意愿。促进转股意愿如何影响转债投资？影响途径很多，比如：1、在股市好转或转债进入转股期后，发行人有动力释放业绩及利好刺激股价并促进转债转股；2、一旦股市超预期下跌，转债发行人还可能通过转股价修正等促进转债转股，这一点正股并不具备。

如何判断发行人的促转股意愿？A股转债投资者普遍都有比较强的促转股意愿，但强弱程度有所不同。就算同一个发行人，促转股意愿也可能随着时间的推移和市场的变化而不同。经验来看，投资者可以从如下方面判断转债发行人的促转股意愿，比如：

- 1、由股权融资转为转债融资的发行人均有很强的促进转股能力，比如铜陵、川投、重工等；
- 2、现金流状况、负债率、资本开支等。未来资本开始越大的公司，促进转股意愿显然越强，负债率越高的公司，一般而言有更强的动力促转股进而降低资产负债率。这类转债品种较多，比如目前的齐翔等；
- 3、转债票息和距离转债回售、到期时间。A股转债票息均采取递增模式，越临近到期日，票息水平越高，对公司现金流、财务费用压力越大，公司越有动力去促转股。此外，越临近回售和到期日，公司面临的还本压力越大，公司也有动力早日解决转债问题。即便是新钢、博汇等原本看似转股无望的转债也会在最后一搏并给转债带来交易性机会；
- 4、转股价修正等方面的历史表现。显然，愿意主动修正转股价的公司，一般而言要么是规避回售条款，要么是希望早日促成转股，比如当年的恒源转债。

实践中，对公司的实地调研、持续跟踪交流可能是研判公司促转股意愿的重要途径。甚至投资者可以从发行人对待投资者的态度上发现一些端倪。而上述指标可以作辅助手段。

对转股意愿的考察会带来什么样的影响？差公司 ≠ 差转债。如果转债估值不是严重高估，好股票一定就是好转债。但差公司一定意味着差转债吗？未必。其中的秘密就在于发行人促转股的力量。对此，我们有两个证据：

1、虽然转债发行人行业分布较差，但转债平价（转股价主动下修时不调整）表现远好于股指表现，发行人促转股的意愿功不可没；

2、个券的案例比比皆是，尤其是小盘转债中更多。比如，当年的山鹰转债，虽然公司基本面乏善可陈，但公司还是乘着行业补涨，低价纸业公司的“壳”价值受关注，以及所谓的金光集团准备收购山鹰纸业新闻，解决了转债问题。又比如恒源等诸多转债，曾四次大幅修正转股价，几乎是“推倒重来”，终于在 09 年迎来股市反弹，成功解决了转债问题。

不难看出，差公司能否变成好转债，很大程度上还是要看能不能有合适的时机，以及条款博弈的空间。在股市情况好的时候，情绪容易放大利好，公司也有益处借机释放利好促转股，转债好风凭借力，往往赢得更好表现。因此，在 A 股特色的投资环境下，正股市值规模小、行业独特的转债品种往往更容易出现机会。只不过，有时候需要一些耐心。

### 转债与正股性价比的比较

转债与股票最大的不同在于具有防御性，其价格走势具有凸性（Gamma 特性）。所谓凸性，可以简单理解为“进可攻、退可守”特性。A 股转债品种上市初期股性都较好，堪比正股。A 股转债的防御性尤为突出，尤其是转股价修正和回售条款导致其能不断化解股价风险，风险、收益特性较为突出。此外，A 股转债至少相对正股还有如下优势：1、转债品种具有 T+0 交易特性；2、能用于回购融资；3、转债有票息收益。而且正股进行业绩分配时，转债转股价随同调整，相当于间接获得股息。

当然 A 股转债相对股票（非正股）也有很多不足，比如发行人资质稍差，行业分布有局限性，转债本身流动性不足，没有做空机制等等。此外，转债条款复杂，条款风险值得关注。比如，历史上曾有诸多转债投资者忘记在转债赎回前忘记卖出或转股而导致损失。最新的案例是川投转债，多达 3315.6 万元转债因错过卖出或转股机会而被遭遇损失。

在过去的很长时间内，转债品种都是债券基金参与股市行情的少数途径。不过，随着越来越多的二级债基和转债基金成立，这些债券基金（尤其是转债基金）在权益资产的选择余地明显增大，有能力在正股和转债之间做出相对价值选择。因此，我们在此粗略探讨一下股票与转债相互替代的一些看法。

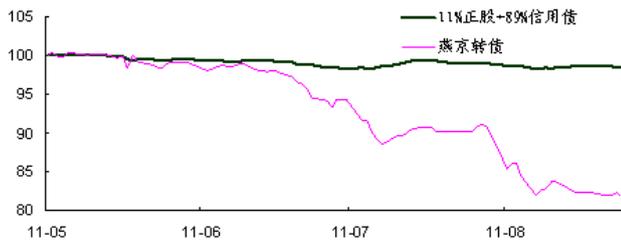
对转债基金等投资者而言，正股替代转债的基础在于转债估值高且价值回归只是时间问题，目标在于战胜转债指数。在一个有效地市场当中，如果转债估值高，投资者可以选择正股加以替代；而当转债估值低，投资者可以通过买入转债加上卖出一定正股进行对冲交易获利。

在 2011 年 5 月底，转债估值水平非常高，我们曾建议用正股替代转债。当时转债估值高到什么程度？举例而言，当时燕京转债价格在 126.8 元，而转债平价溢价率高达 46%。如果假设燕京转债达到 140 元时，转债平价溢价



率归零, 隐含波动率远远超过历史波动率等。那么, 正股需要上涨 63%, 转债涨幅才仅为 11%。换言之, 假设持有期为一年、信用债年回报为 5% (扣除转债利息因素), 如果未来转债能攀升到 140 元, 持有“11%正股+89%信用债”的组合可以获得相同回报。而后一组合的下跌风险更低, 最大下跌空间不过 6.5% (11%-89%\*5%)。只有在转债价格超过 140 元之后, 债股组合表现才开始逐步落后。上述操作的结果是, 投资者在获得相同目标回报的同时降低了组合风险。

图表 10: 燕京转债正股替代效果



资料来源: Wind, 中金公司研究

理论上, 投资者可以通过信用债和股票投资比率的动态调整复制转债价格走势。当然, 投资者也可以参考转债 delta 值等对债股比率进行动态调整, 达到更好的效果。不过, 鉴于 A 股转债价格对正股的敏感股与理论 delta 值存在很大的不同, 由此导致的“复制误差”可能会很大。因此, 我们倾向于投资者采取上述类似“盯住目标回报”策略更为简单明了有效。

需要注意的是, 影响债股组合和转债表现差异的因素还有如下几个:

- 1、转债估值变动因素。如果转债估值短期上升, 债股组合替代作用至少在短期内可能大打折扣, 反之亦然。因此, 如果选择在转债供给逐步提升过程中进行这种替代操作, 有可能获得更好的效果;
- 2、股价超预期上涨或下跌。当然, 如果正股出现超预期上涨, 转债股性将快速提升, 表现可能将逐步好于正股, 需要投资者对组合进行调整。因此, 上述这种组合替代实际上针对的是防范下跌风险的同时博弈有限的上涨空间。此外, 如果股价出现大幅下跌, 条款博弈也可能给这种组合替代带来干扰, 对低价转债, 这种替代效果可能不佳;
- 3、流动性差异。流动性方面, 债股组合显然具有优势。即使股价超预期上涨, 凭借正股较好的流动性, 投资者完全有机会对正股进行补仓。反过来, 在正股下跌时, 转债流动性一般将明显枯竭, 由于正股流动性更好, 持有正股更容易进行止损操作。

最后, 将正股替代操作策略加以引申, 投资者还可以精选同行业优质个股替代转债正股, 以期达到更好的替代效果。转债品种行业选择余地非常有限, 投资者通过精选个股有较大把握战胜转债正股。当然, 对于转债基金

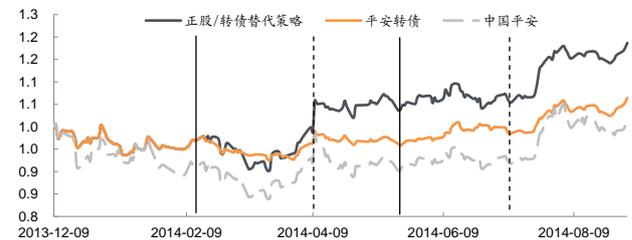
等以战胜转债指数为目标的投资者, 投资者可以从这个角度考虑择股。而对于二级债基等投资者, 这种操作的意义关键还是要看债、股本身相对价值判断, 在判断股优于债情况下, 投资者可以考虑选择精选个股还是转债。

反过来, 也经常有转债替代正股的机会出现。在如下诸多环境下, A 股转债都是较好选择:

- 1、股市面临变盘风险但短期方向难测时, 转债“进可攻、退可守”的特性可以更好的帮助投资者对抗系统性风险, 回撤风险小。比如 14 年 5 月份我们曾建议用转债博弈股市“不退则谋进”;
- 2、正股处于高位或风险收益特性变差, 转为持有转债可作为变相降低仓位的手段;
- 3、股市熊市中, 依托条款博弈和收益率优势获得相对回报, 并博弈股市拐点;
- 4、转债明显低估, 平价溢价率较低甚至为负时, 可作为股票替代品。由于存在票息等优势, 中长期回报超过正股无忧, 在股价下跌时相对回报更佳;
- 5、转债估值合理, 但从供给等角度判断估值存在上升可能时, 转债也容易跑赢正股 (其实更适合对冲交易), 比如 14 年的 6 月份;
- 6、对股市不熟悉的投资者, 转债是最佳的介入点, 比如 06 年之前的 QFII 投资者。

沿着类似的思路, 投资者还可以构建转债和正股之间的换券操作策略。比如, 我们以平安转债为例, 简单检验转债与正股换券操作的收效。该转债适合换券操作的原因包括: 转债和正股流动性均较好, 正股本身就存在跑赢股指的可能, 转债不存在条款博弈机会等。具体而言, 在该转债平价溢价率低于 5% 时, 我们选择持有转债, 而当平价溢价率超过 10% 时, 我们将其换持为正股。通过这种换券操作, 如果不考虑交易成本, 能够实现远超过正股和转债的回报。

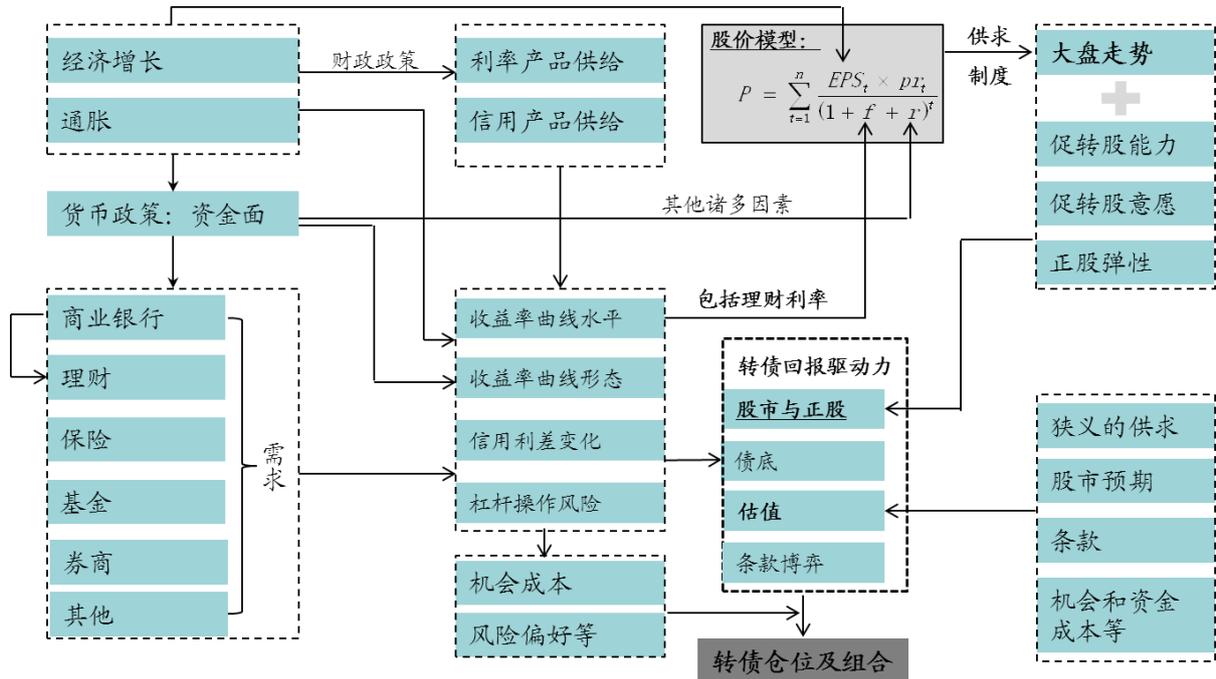
图表 11: 平安转债替代正股策略



资料来源: Wind, 中金公司研究

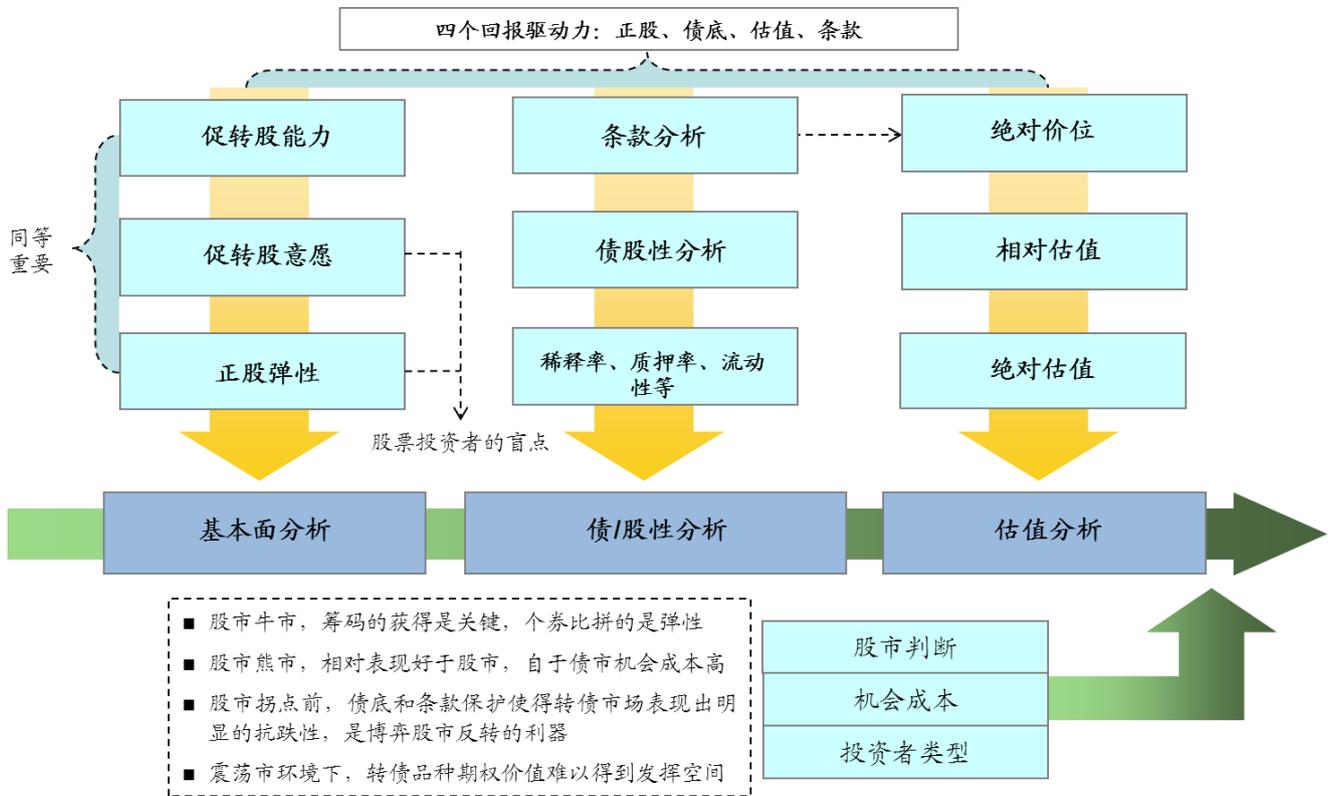


图表 12: 中金转债分析框架



资料来源：中金公司研究

图表 13: 中金转债个券分析框架



资料来源：中金公司研究



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

中金 1-5 级评分体系定义

评分等级	含义
1	债务人长期信用基本面非常健康，中长期内没有可预期的经济、业务、环境等不利因素能对企业优异的基本面造成损害，其长期债务的偿还能力极强。
2	债务人长期信用基本面很健康，虽然与评分为 1 的客户比，更容易受环境和经济周期变化的影响，其长期债务的偿还能力仍然很强。
3	债务人拥有基本良好的长期信用基本面，自身的经营现金流就可提供充足的财务保障和偿还能力，但持续而重大的经济萧条或者不利环境变化可能会弱化债务人对长期债务的偿还能力。
4	债务人当前的长期信贷基本面尚可接受，可以提供债权保障，但是企业可能面对一些在未来一两年内可能影响其长期信贷基本面的变化趋势，突然的经济萧条和重大变化会危及其对长期债务的偿还能力。
5	企业没有长期良好的信贷基本面，任何在其经营环境中出现的困难均可导致其长期信贷基本面发生恶化，长期违约风险较高。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V140814  
编辑：杨梦雪



## 北京

**中国国际金融有限公司**  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 上海

**中国国际金融有限公司上海分公司**  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## 香港

**中国国际金融(香港)有限公司**  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## Singapore

**China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited**  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## United Kingdom

**China International Capital Corporation (UK) Limited**  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

