

转债估值的历史分析  
——可转债投资手册之二

## 投资要点:

## ● 股市牛熊对应的转债估值

**股市牛熊中的转股溢价率变动。**转债的平价和转股溢价率大体呈现反向变动，牛市中转债由正股推动上涨，大量个券触发赎回，转股溢价率整体保持在低位。熊市中股市大幅下跌，转债跌幅小于正股，溢价率大幅上行。震荡市中转债价格由债底和转股价值支撑，随着转债市场供给逐渐增加，转债估值持续压缩。

**股市牛熊中的 YTM 变动。**纯债 YTM 与转债价格的走势也基本呈反向变动。牛市中转债由正股推动上涨，转债指数攀升，个券股性增强、债性减弱，YTM 均值大幅下滑。熊市中转债依靠债底支撑，市场整体下跌，个券债性增强、股性减弱，YTM 均值抬升。震荡市中，转债价格由债底和转股价值分别支撑，YTM 跟随转债价格震荡。

## ● 不同平价对应的转债估值情况

**不同平价的转债该用何种估值指标？**对于中高平价的转债，其股性往往较强，投资逻辑偏向于博弈股价上涨中转债的价格弹性及转股收益，估值指标要用转股溢价率。而对于低平价个券，其股性较差、债性较强，触发转股的几率较小，投资逻辑更多偏向债底保护和 YTM 收益，估值指标要用纯债 YTM。

**不同平价转债的估值情况分析。**我们将转债按平价水平划分为四档：70 元以下、70-90 元、90-110 元和 110 元以上。对于 90-110 元和 110 元以上的转债，重点分析转股溢价率；对于 70 元以下和 70-90 元的转债，重点分析 YTM。

**相比历史均值，目前估值水平不高。**目前的转股溢价率（34.4%）与历史均值（32.6%）相差不大，其中平价 90-110 元的转股溢价率（17.4%）小于历史均值（20%），110 元以上的（7.2%）高于历史均值（5.6%）。而平均 YTM（0.36%）明显高于历史均值（-3.32%）。其中平价 70 元以下的 YTM（2.31%）高于历史均值（1.69%），70-90 元的 YTM（1.1%）也明显高于历史均值（-0.15%）。

## ● 本轮震荡市与 12-14 年震荡市的比较

**目前转债估值相比上一轮震荡市（12-14 年）明显偏高。**经统计，目前的平价水平与 12-14 年相当，但转股溢价率，尤其是中高平价个券的转股溢价率偏高；而 YTM 显著较低，尤其是低平价个券的 YTM 大幅低于 12-14 年。因此不论是股性估值还是债性估值，本轮震荡市中转债的估值水平平均高于 12-14 年。

**为何 12-14 年转债估值较低？**首先是市场存量规模不同，12-14 年震荡市中转债规模明显高于现在。其次是与存量转债的行业分化有关，12-14 年的震荡市中创业板大涨，周期、金融等行业下跌，板块分化严重。周期等行业个券平价较低，YTM 显著偏高。而 TMT 等行业的正股涨幅较大，转股溢价率明显压缩。因此，行业表现的两极分化，导致转债个券股性估值和债性估值的双向压缩。

**本轮转债估值压缩程度将如何？**信用申购新规落地后，转债市场发行节奏加快，供给压力下估值的压缩将是大势所趋。但我们认为压缩的幅度有限，大概率不会达到 12-14 年的水平。主要是本轮震荡市中，转债个券的分化程度不高，平价基本在 70-120 元以内，低平价券的债性不足，中高平价券的股性也不强。未来估值的压缩过程应该长期而缓慢的，整体空间有限。

风险提示：基本面变化、股市波动、货币政策不达预期、价格和溢价率调整风险。

## 相关研究

《曲线扁平常态化，解铃还须系铃人——美债曲线扁平化的经验与启示》  
2017.09.25

《货币基金的前世今生与未来》  
2017.09.19

《紧绷的短端，胶着的长端——平坦曲线的回顾与展望》2017.08.24

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:姜珮珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:李波

Tel:(021)23154484

Email:lb11789@htsec.com

## 目 录

1. 股市牛熊对应的转债估值 .....	4
1.1 转债估值指标简介 .....	4
1.2 股市牛熊中的转股溢价率变动 .....	4
1.3 股市牛熊中的纯债 YTM 变动 .....	6
2. 不同平价对应的转债估值情况 .....	6
2.1 不同平价的转债估值该用哪种指标? .....	6
2.2 不同平价转债的估值情况分析 .....	7
2.3 相比历史均值, 目前估值水平不高 .....	8
3. 本轮震荡市与 12-14 年震荡市的比较 .....	8
3.1 为何选取 12-14 年的震荡市? .....	8
3.2 两轮震荡市转债估值的比较 .....	9
3.3 为何 12-14 年震荡市中转债估值较低? .....	10
3.4 本轮估值压缩的程度将如何? .....	11

## 图目录

图 1	转股溢价率和 YTM 的历史变动情况 .....	4
图 2	股市牛熊中的转债走势 .....	5
图 3	股市牛熊中的转债溢价率和平价水平 .....	5
图 4	股市牛、熊、震荡市中的转债溢价率水平 (%) .....	5
图 5	股市牛、熊、震荡市中的转债价格和平价水平 (元) .....	5
图 6	股市牛熊中的 YTM 均值与中证转债指数 .....	6
图 7	股市牛熊中的 YTM 均值与 5Y 国债收益率 (%) .....	6
图 8	转债的平价水平与转股溢价率 .....	7
图 9	转债的平价水平与纯债 YTM .....	7
图 10	不同平价水平的转股溢价率情况 (%) .....	7
图 11	不同平价水平对应的转债个券数量 (只) .....	7
图 12	不同平价转债个券的 YTM (%) .....	8
图 13	12 年 1 月-14 年 7 月的沪深 300 指数和转债平价 .....	9
图 14	16 年 2 月至今沪深 300 指数和转债平价 .....	9
图 15	12 年 1 月-14 年 7 月转债估值情况 (%) .....	10
图 16	16 年 2 月至今转债的估值情况 (%) .....	10
图 17	12 年 1 月-14 年 7 月转债市场规模 (亿元) .....	10
图 18	16 年 2 月至今转债市场规模 (亿元) .....	10

## 表目录

表 1	目前转债估值与历史均值的比较 .....	8
表 2	两轮震荡市中转债估值的比较 .....	9
表 3	12-14 年震荡市中市场存量个券 .....	11
表 4	16 年至今市场存量转债个券 .....	12

# 1. 股市牛熊对应的转债估值

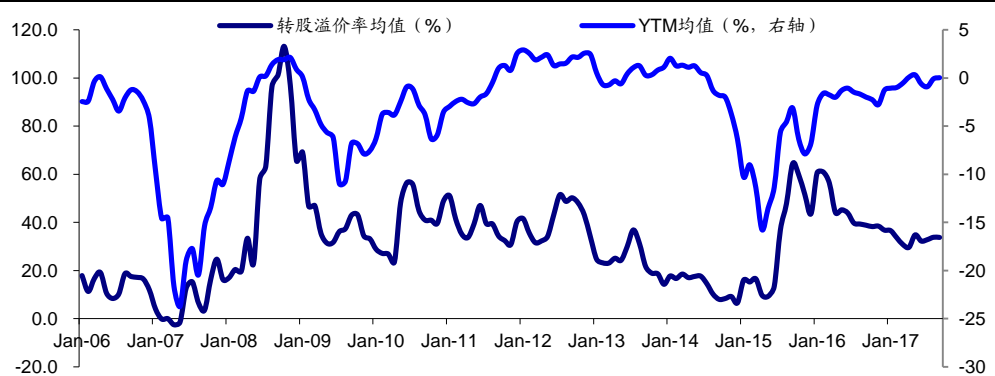
## 1.1 转债估值指标简介

可转债作为一种含有转股期权的债券，给予持有者在未来一定转股期内可以以固定转股价购买公司股票的权利，因此转债同时具有债性和股性的特点，其估值指标也有两类：股性估值——转股溢价率，债性估值——纯债溢价率和纯债到期收益率（YTM）。下面先简要介绍一下两组估值指标的含义和计算方式。

首先， $\text{转股溢价率} = (\text{转债价格} - \text{转股价值}) / \text{转股价值}$ ，其中转股价值又叫做平价水平，指转债按现有价格转股后的价值，即  $100 \times \text{股价} / \text{转股价格}$ 。而  $\text{转债溢价率} = (\text{转债价格} - \text{纯债价值}) / \text{纯债价值}$ ，其中纯债价值指转债按现有票息和无风险收益贴现的当期价值。因此可以看出，转股溢价率和纯债溢价率分别指转债价格相比其转股价值、纯债价值的溢价情况。

进一步的，由于纯债溢价率要假定市场无风险收益情况，在计算时可能存在一定偏差，因此还可以采用纯债到期收益率（YTM）来作为债性估值的指标。该指标是指按转债现有价格和票息，计算出的到期收益率情况，能够比较直观的衡量转债的债性强弱。因此，本文选择转股溢价率作为股性估值指标，YTM 作为债性估值的指标。

图1 转股溢价率和 YTM 的历史变动情况



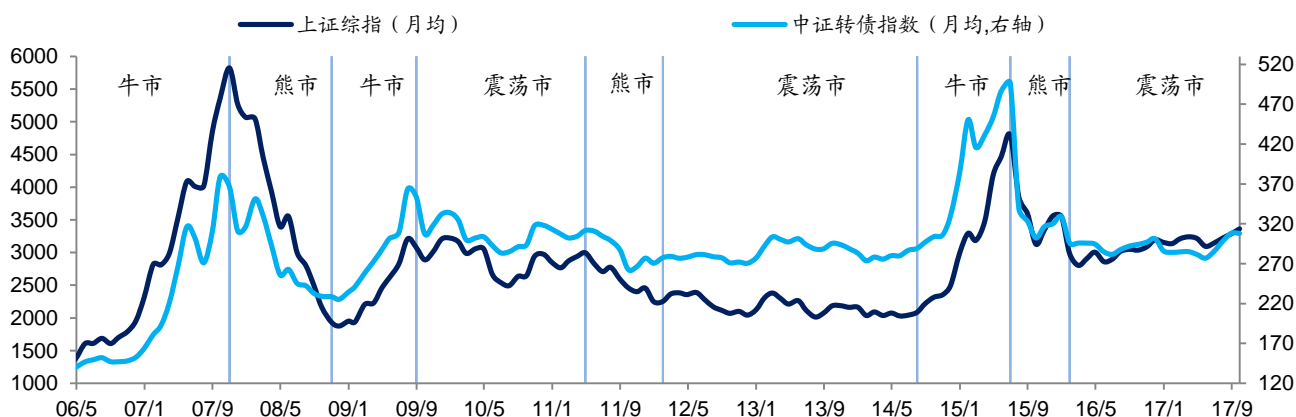
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1.2 股市牛熊中的转股溢价率变动

目前转债市场适用法规为 2006 年 5 月起开始实行的《上市公司证券发行管理办法》（当然此后办法有所修改，但转债整体监管框架延续），06 年 5 月至今的股票市场经历过 3 轮牛市、3 轮熊市、3 轮震荡市。根据股市的不同阶段表现，转债市场的表现也有所不同，但总体来看，转债的平价和转股溢价率大体呈现反向的变动趋势。根据我们的统计，06 年至今转债的平价均值为 106.05 元，转股溢价率均值为 32.57%。

**1) 股市进入牛市：**转债由正股推动上涨，即转债平价大幅上行带动转债价格走高；随着转股价值接近 130 元，大量个券触发赎回。转股溢价率整体保持在低位。转债市场规模较小、约为 410 亿元，平均溢价率为 25%，转债平均价格高达 137 元。

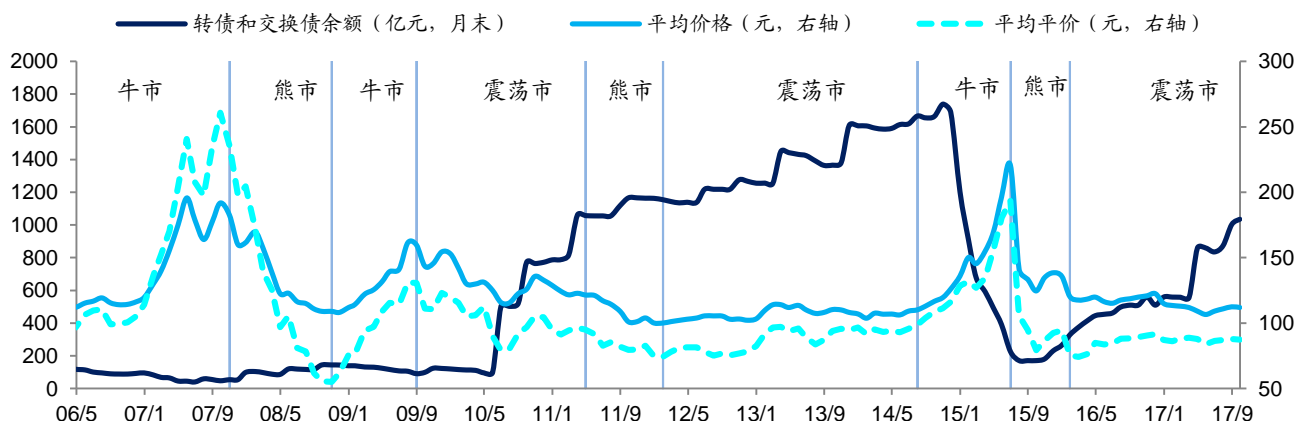
图2 股市牛熊中的转债走势



资料来源：Wind，海通证券研究所

**2) 股市进入熊市：**股市大幅下跌，转债价格跟随下跌，但由于前期转债纷纷赎回、转债存量稀少，转债跌幅小于正股，使得溢价率大幅上行。转债规模在 460 亿元左右，平均溢价率在 44% 的高位，加权平均转股溢价率为 41%，转债平均价格为 129 元，平价为 105 元。

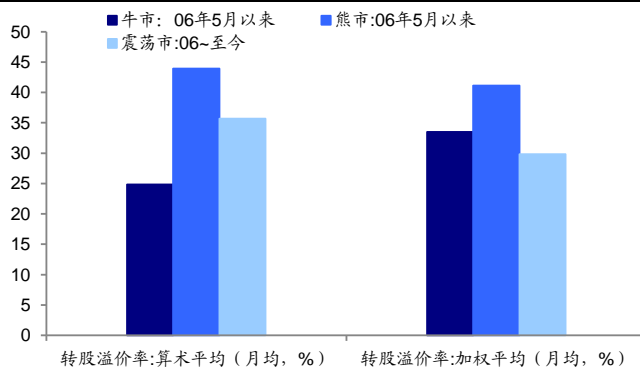
图3 股市牛熊中的转债溢价率和平价水平



资料来源：Wind，海通证券研究所

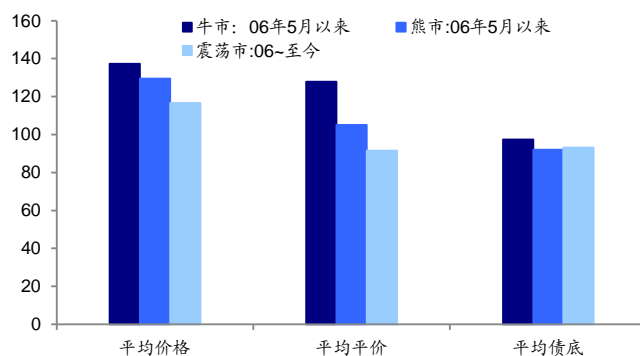
**3) 震荡市中：**转债价格由债底和转股价值支撑。随着转债市场供给逐渐增加，转债估值持续压缩。06 年至今的三轮震荡市中，上市转债规模在 900 亿元左右，平均溢价率为 36%，高于牛市的估值水平，但低于熊市。转债平均价格为 117 元，平价为 92 元。

图4 股市牛、熊、震荡市中的转债溢价率水平（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 股市牛、熊、震荡市中的转债价格和平价水平（元）



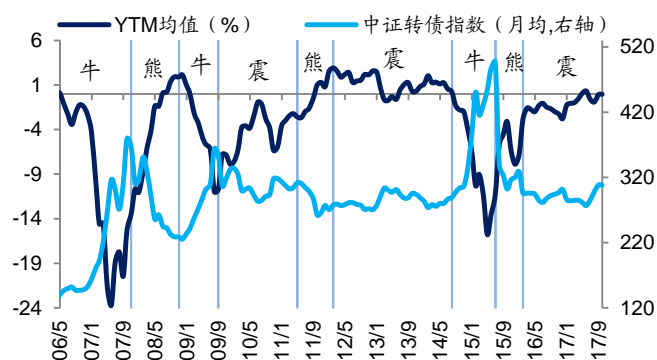
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.3 股市牛熊中的纯债 YTM 变动

纯债 YTM 均值与转债市场的走势也基本呈反向变动。具体来看，06 年至今转债的平均 YTM 为-3.32%。其中在牛市中，转债由正股推动上涨，转债指数攀升，个券股性增强、债性减弱，YTM 均值大幅下滑，牛市平均 YTM 仅为-7.64%。而在熊市中，转债依靠债底支撑，市场整体下跌，个券债性增强、股性减弱，YTM 均值抬升，熊市平均 YTM 为-3.28%。

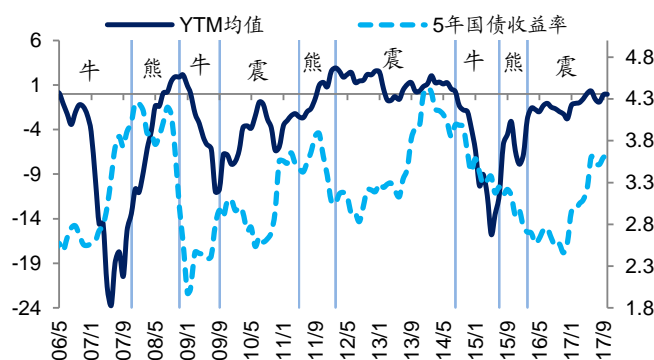
最后，在震荡市中，转债价格由债底和转股价值分别支撑，YTM 跟随转债指数震荡。根据统计结果来看，三轮震荡市纯债 YTM 高达-1.12%，高于熊市均值。主要原因是 12-14 年的震荡市中转债 YTM 较高，同时震荡市中转债规模整体较高（平均 900 亿），对估值也有一定的压缩效果。

图6 股市牛熊中的 YTM 均值与中证转债指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图7 股市牛熊中的 YTM 均值与 5Y 国债收益率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2. 不同平价对应的转债估值情况

### 2.1 不同平价的转债估值该用哪种指标？

我们认为，转债个券平价水平的不同，对应的估值指标也应该有所不同。转债作为一个股债结合的品种，投资收益主要来源于股价上涨中转债的价格弹性及转股收益，因此股性估值提供的是收益上限。而债性估值主要是约束转债的投资风险，为投资风险提供债底保护，因此股性和债性分别代表了转债的收益和风险。

对于中高平价的转债来说，其股性往往较强，投资逻辑偏向于博弈股价上涨中转债的价格弹性及转股收益，因此转股溢价率能够很好的衡量转债的估值水平和跟涨能力。而对于低平价个券来说，其股性较差、债性较强，触发转股的几率较小，投资逻辑更多偏向债底保护和 YTM 收益，转股收益只是附加的期权效果。

因此我们认为，对于中高平价的转债个券，其股性估值，即转股溢价率是较为合理的估值指标。而对于低平价的转债个券，其债性估值，即纯债 YTM 是较为合理的估值指标。下面我们就对不同平价转债个券的估值情况，分别进行比较和分析。

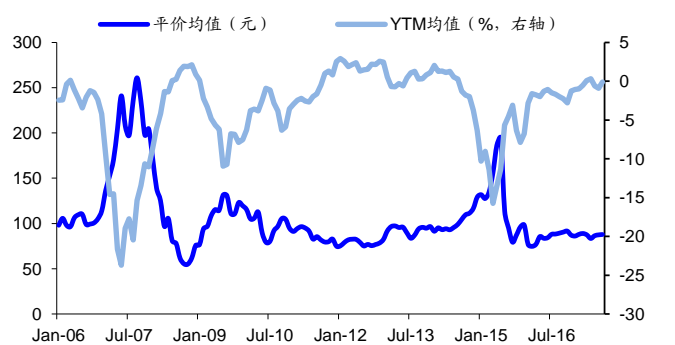


图8 转债的平价水平与转股溢价率



资料来源：WIND，海通证券研究所

图9 转债的平价水平与纯债 YTM



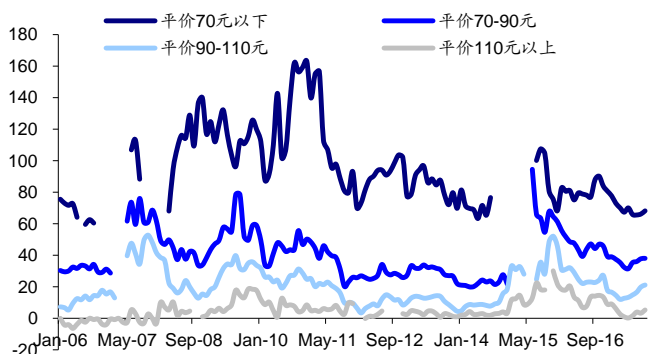
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2.2 不同平价转债的估值情况分析

我们按照转债个券的平价水平将其划分为四档，分别是平价在 70 元以下、70-90 元、90-110 元和 110 元以上。对于 90-110 元和 110 元以上的转债个券，我们重点分析其转股溢价率情况；而对于 70 元以下和 70-90 元的转债个券，我们重点分析其 YTM 的情况。

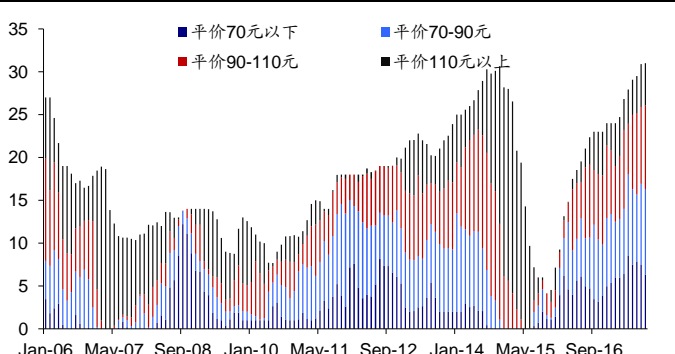
1) 转股溢价率分析。由下图，整体上平价水平的高低与转股溢价率成反比。经统计，自 06 年以来，90-110 元平价水平对应的转股溢价率均值为 20%，目前（17 年 9 月 29 日）为 17.4%；而 110 元以上平价对应的转股溢价率均值为 5.6%，目前为 7.2%。

图10 不同平价水平的转股溢价率情况（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

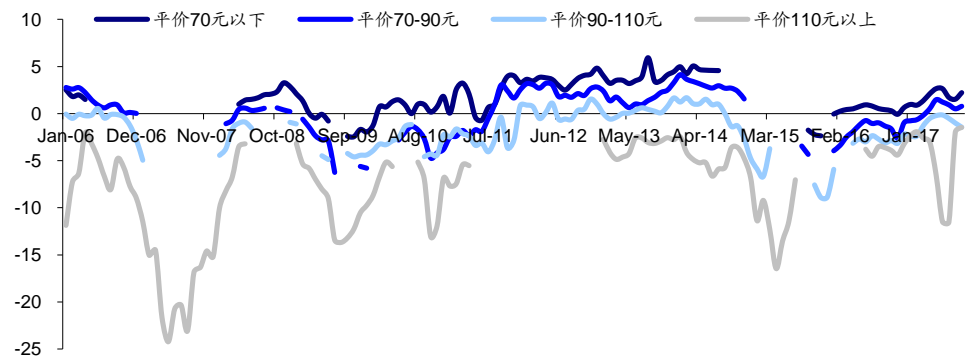
图11 不同平价水平对应的转债个券数量（只）



资料来源：WIND，海通证券研究所

2) 纯债 YTM 分析。由下图，同样的，转债平价水平与纯债的 YTM 基本成反比。经统计，06 年以来，70 元以下平价水平对应的 YTM 均值为 1.69%，目前（17 年 9 月 29 日）为 2.31%；70-90 元平价对应的 YTM 均值为 -0.15%，目前为 1.1%。

图12 不同平价转债个券的 YTM (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 2.3 相比历史均值，目前估值水平不高

综上，按照低平价转债估值看 YTM，中高平价转债估值看转股溢价率的规律，目前转债的估值水平并不高。具体来说，目前时点上（17 年 9 月 29 日）转债的转股溢价率（34.4%）与历史均值（32.6%）相差不大，其中 90-110 元平价的转股溢价率（17.4%）小于历史均值（20%），而 110 元以上平价的转股溢价率（7.2%）高于历史均值（5.6%）。

而目前转债的平均 YTM（0.36%）明显高于历史均值（-3.32%），其中 70 元以下平价对应的 YTM（2.31%）高于历史均值（1.69%），70-90 元平价对应的 YTM（1.1%）也明显高于历史均值（-0.15%）。因此，目前转债市场的估值水平，相比于历史均值并不高，基本处于合理区间。

表 1 目前转债估值与历史均值的比较

YTM(%)	均值	平价 70 元以下	平价 70-90 元
2006 年至今	-3.32	1.69	-0.15
2017.9.29	0.36	2.31	1.10
转股溢价率(%)	均值	平价 90-110 元	平价 110 元以上
2006 年至今	32.57	19.99	5.57
2017.9.29	34.36	17.41	7.18

资料来源：WIND，海通研究所整理

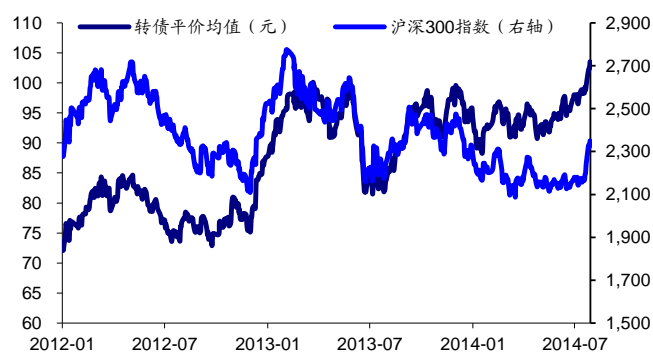
## 3. 本轮震荡市与 12-14 年震荡市的比较

### 3.1 为何选取 12-14 年的震荡市？

进一步的，由于牛、熊和震荡市中，股市的整体表现差异较大，为了能够准确把握目前转债市场的估值情况，我们选取历史上与目前形势相似的时间段，来进行进一步的分析和比较。这里选取的是 2012 年的 1 月到 2014 年 7 月，一方面是当时的股市和现在一样，均处于震荡市中；另一方面，当时转债市场的平价水平，估值水平与现在也较为接近，具有可比性。

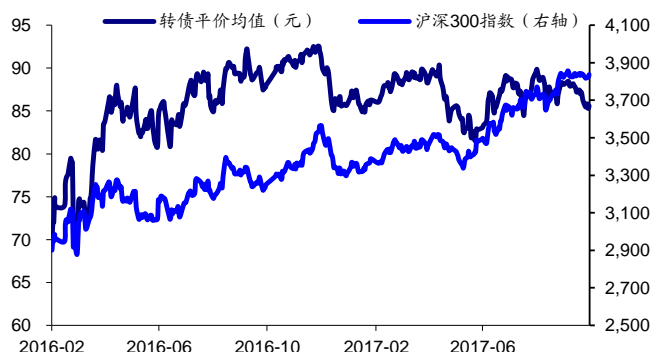


图13 12年1月-14年7月的沪深300指数和转债平价



资料来源：WIND，海通证券研究所

图14 16年2月至今沪深300指数和转债平价



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.2 两轮震荡市转债估值的比较

首先，12年1月至14年7月间，转债市场的平价均值为87.9元，转股溢价率均值为29.3%，YTM均值为1.2%；而16年2月至今，转债市场的平价均值为86.2元，转股溢价率均值为38.9%，YTM均值为-1.1%。截至目前（9月29日），平价均值为85.6元，转股溢价率均值为34.4%，YTM均值为0.36%。可以看出，目前的平价水平与上一轮震荡市相差不大，但转股溢价率略高，YTM显著较低，转债估值整体偏高。

表2 两轮震荡市中转债估值的比较

YTM (%)	均值	平价 70 元以下	平价 70-90 元
2012.1-2014.7	1.20	3.98	2.37
2016.2 至今	-1.14	1.09	-0.69
2017.9.29	0.36	2.31	1.10

转股溢价率 (%)	均值	平价 90-110 元	平价 110 元以上
2012.1-2014.7	29.30	10.09	2.70
2016.2 至今	38.85	20.66	7.86
2017.9.29	34.36	17.41	7.18

资料来源：WIND，海通研究所整理

其次，我们比较了不同平价水平下转债的估值情况。具体来看，平价在90-110元和110元以上的转债，在12年1月至14年7月间的转股溢价率均值分别为10.1%和2.7%，16年2月至今的转股溢价率均值分别为20.7%和7.9%。而截至目前（17年9月29日），90-110元和110元以上平价对应的转股溢价率为17.4%和7.2%。相比之下，目前中高平价个券的转股溢价率显著偏高。

最后，我们进一步比较了震荡市中，低平价转债个券的到期收益率（YTM）情况。经计算，平价在70元以下和70-90元的转债，在12年1月至14年7月间的YTM均值高达3.98%和2.37%，16年2月至今的YTM均值为1.09%和-0.69%。而截至目前（17年9月29日）则为2.31%和1.1%。相比之下，目前低平价个券的YTM显著低于上一轮震荡市的水平，估值偏高，债底保护不足。

图15 12年1月-14年7月转债估值情况(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图16 16年2月至今转债的估值情况(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.3 为何 12-14 年震荡市中转债估值较低？

与 12-14 年的震荡市相比，目前的转股溢价率，尤其是中高平价个券的转股溢价率偏高；而 YTM 显著较低，尤其是低平价个券，YTM 大幅低于 12-14 年。因此不论是股性估值还是债性估值，本轮震荡市估值水平平均高于上一轮，那么产生这种现象的原因何在？

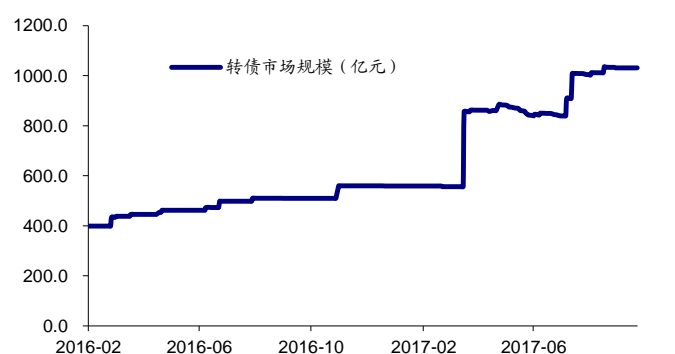
我们认为原因主要有两点：**首先是市场存量规模不同**，12-14 年的震荡市中，转债市场的存量规模始终在 1000 亿以上，并且逐渐扩容，最高达到近 1700 亿；而 16 年至今的这轮震荡市中，市场存量由最初的 400 亿左右逐渐增长到 1000 亿左右，整体存量水平明显低于 12-14 年。**由于转债供给的增加会导致估值出现压缩，因此存量规模较高的 12-14 年，估值水平也相对较低。**

图17 12年1月-14年7月转债市场规模(亿元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图18 16年2月至今转债市场规模(亿元)



资料来源：WIND，海通证券研究所

**另一个原因则与存量转债的行业分化有关。**在 12-14 年的震荡市中，以创业板为代表的成长股大幅上涨，而相对的，产能过剩的周期、金融等行业则普遍下跌，并且出现大规模破净，板块之间的表现分化严重。而转债市场中有大量的周期行业个券，这部分个券的平价较低，债性较强，YTM 显著偏高。导致低平价个券的估值相对较低。

相反的，当时转债市场中的部分成长性行业的个券，如计算机、电子、医药等，正股涨幅较大，平价整体较高，转股溢价率明显压缩，整体“股性”较强。因此，行业表现的两极分化，导致低平价个券偏向“强债性”，高平价个券偏向“强股性”，不同平价的个券出现股性估值和债性估值的双向压缩。

表 3 12-14 年震荡市中市场存量个券

转债名称	正股名称	行业	PB-LF (倍, 2013.6.30)	正股涨幅 (% , 2012.1-2014.7)	平价均值 (元, 2012.1-2014.7)	转股溢价率均值 (% , 2012.1-2014.7)	YTM 均值 (% , 2012.1-2014.7)
歌华转债	歌华有线	传媒	1.24	38.40	53.15	86.45	3.37
华天转债	华天科技	电子	3.36	164.23	111.36	8.51	-1.16
平安转债	中国平安	非银金融	1.64	33.97	95.90	8.30	1.90
唐钢转债	河钢股份	钢铁	<b>0.46</b>	<b>-29.28</b>	<b>36.34</b>	<b>205.75</b>	<b>5.22</b>
新钢转债	新钢股份	钢铁	<b>0.58</b>	<b>-31.06</b>	<b>72.51</b>	<b>45.81</b>	<b>4.45</b>
久立转债	久立特材	钢铁	3.52	71.04	87.21	22.41	1.07
国投转债	国投电力	公用事业	1.60	130.02	104.64	10.47	-0.09
川投转债	川投能源	公用事业	2.36	103.18	101.51	16.96	-0.72
国电转债	国电电力	公用事业	1.20	-4.44	100.30	9.60	1.33
深燃转债	深圳燃气	公用事业	4.10	-0.49	83.55	16.31	2.45
重工转债	中国重工	国防军工	1.56	3.14	98.64	13.45	-0.02
澄星转债	澄星股份	化工	2.23	-13.89	81.57	33.12	4.97
美丰转债	四川美丰	化工	1.75	23.47	106.81	12.83	-3.22
石化转债	中国石化	化工	0.94	7.29	94.45	8.72	2.34
巨轮转 2	巨轮智能	机械设备	1.56	38.18	101.91	16.42	-1.49
泰尔转债	泰尔股份	机械设备	1.26	29.05	91.23	18.64	-0.06
徐工转债	徐工机械	机械设备	<b>0.89</b>	<b>-41.22</b>	<b>84.26</b>	<b>9.61</b>	<b>4.46</b>
东华转债	东华软件	计算机	5.13	106.93	149.20	-1.21	-5.14
隧道转债	隧道股份	建筑装饰	0.91	35.99	97.12	5.25	2.21
海运转债	宁波海运	交通运输	1.43	23.19	75.26	36.07	1.04
深机转债	深圳机场	交通运输	0.80	0.07	71.98	33.42	3.88
中海转债	中远海能	交通运输	<b>0.53</b>	<b>-21.49</b>	<b>53.89</b>	<b>76.80</b>	<b>4.05</b>
海直转债	中信海直	交通运输	1.65	26.33	112.22	9.05	-1.44
中鼎转债	中鼎股份	汽车	3.57	65.06	98.00	22.25	-2.76
博汇转债	博汇纸业	轻工制造	<b>0.75</b>	<b>14.99</b>	<b>70.61</b>	<b>52.13</b>	<b>3.44</b>
恒丰转债	恒丰纸业	轻工制造	0.90	12.24	90.68	18.90	0.64
燕京转债	燕京啤酒	食品饮料	1.45	1.88	85.68	25.73	-1.14
同仁转债	同仁堂	医药生物	6.98	44.86	115.42	10.01	-3.07
中行转债	中国银行	银行	0.93	11.79	89.42	11.29	3.47
工行转债	工商银行	银行	1.27	2.05	105.63	1.84	0.36
民生转债	民生银行	银行	1.40	53.04	84.75	18.04	2.22
南山转债	南山铝业	有色金属	<b>0.55</b>	<b>-0.45</b>	<b>81.63</b>	<b>24.59</b>	<b>4.97</b>

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3.4 本轮估值压缩的程度将如何?

参考上一轮震荡市中转债的整体表现, 目前转债市场的走势将会如何? 首先可以肯定的是, 信用申购新规落地后, 转债市场发行节奏加快, **供给压力下估值的压缩将是大概率趋势**。目前市场的存量在 1000 亿左右, 低于 12-14 年的规模; 而整体的估值水平, 不论是股性估值还是债性估值, 也高于 12-14 年。因此, 未来随着存量规模的逐渐增加, 整体的估值水平将逐渐压缩。

那么本轮估值压缩的程度如何? 会压缩至 12-14 年的水平吗? 我们认为**此次估值压缩的幅度整体有限, 大概率不会达到 12-14 年的水平**。究其原因, 主要是本轮震荡市中, 转债个券的分化程度不高。虽然今年以来, 周期、金融等行业普遍表现较好, TMT 等行业表现一般。但具体到转债个券来看, 分化并不严重。个券的平价水平基本在 70-120 以内, 低平价券的债性不足, 中高平价券的股性也不强。

与 12-14 年的转股溢价率 (29.3%) 相比, 目前转债市场的平均转股溢价率 (34.4%) 并没有高出很多, 只是中高平价个券的转股溢价率显著偏高。同时由于 12-14 年中, 金融、产能过剩的周期等行业个股纷纷破净, 平价大跌, YTM 显著较高。而目前来看, 市场不大可能会出现大幅下跌, 个券估值很难达到 12-14 年的水平。估值的压缩过程应该长期而缓慢的, 整体空间有限。

表 4 16 年至今市场存量转债个券

转债名称	正股名称	行业	PB-LF (倍, 2016.12.31)	正股涨幅 (% 2016.2-2017.9)	平价均值 (元, 2016.2-2017.9)	转股溢价率均值 (% 2016.2-2017.9)	YTM 均值 (% 2016.2-2017.9)
宝钢 EB	新华保险	采掘	2.29	56.21	106.30	15.18	-12.49
蓝标转债	蓝色光标	传媒	4.36	-17.06	67.31	63.70	0.87
皖新 EB	皖新传媒	传媒	4.32	17.54	89.72	23.07	1.37
凤凰 EB	凤凰传媒	传媒	2.36	-11.39	63.59	56.16	2.67
电气转债	上海电气	电气设备	2.54	1.26	76.44	46.62	-0.11
歌尔转债	歌尔股份	电子	3.94	49.02	113.26	15.91	-3.48
格力转债	格力地产	房地产	1.69	6.69	86.27	36.80	-2.38
清控 EB	国金证券	非银金融	2.30	5.82	76.26	45.16	-3.62
国资 EB	中国太保	非银金融	1.92	68.09	75.09	50.15	0.85
国君转债	国泰君安	非银金融	1.45	30.81	103.42	15.63	-1.37
江南转债	江南水务	公用事业	2.93	-4.32	85.43	36.99	-0.26
辉丰转债	辉丰股份	化工	2.19	25.49	68.84	58.71	0.25
永东转债	永东股份	化工	5.28	59.00	98.33	15.62	0.33
三一转债	三一重工	机械设备	1.99	59.53	85.76	34.32	-0.35
航信转债	航天信息	计算机	4.28	-31.07	51.90	116.93	0.34
久其转债	久其软件	计算机	4.59	-17.37	94.57	19.19	0.04
洪涛转债	洪涛股份	建筑装饰	2.71	-25.96	76.16	32.46	0.84
顺昌转债	澳洋顺昌	交通运输	4.78	35.83	103.84	23.07	-2.03
白云转债	白云机场	交通运输	1.52	62.29	110.94	13.78	-3.21
山高 EB	山东高速	交通运输	1.28	31.74	62.65	54.66	3.70
广汽转债	广汽集团	汽车	3.47	38.32	110.72	10.04	-1.79
汽模转债	天汽模	汽车	2.99	49.84	120.29	8.31	-2.89
骆驼转债	骆驼股份	汽车	2.98	14.92	88.66	24.92	-0.13
模塑转债	模塑科技	汽车	1.87	-19.93	95.76	17.10	0.57
国贸转债	厦门国贸	商业贸易	1.55	73.94	96.70	25.41	-1.11
海印转债	海印股份	商业贸易	3.47	-20.00	86.21	30.69	0.96
九州转债	九州通	医药生物	3.14	25.04	104.83	21.06	-2.37
天集 EB	天士力	医药生物	5.61	8.53	68.80	55.10	-0.62
以岭 EB	以岭药业	医药生物	3.78	24.20	93.25	20.17	-0.02
光大转债	光大银行	银行	0.84	22.29	94.06	13.43	0.55
国盛 EB	上海建工	综合	1.49	22.35	53.37	85.23	2.19

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：基本面变化、股市波动、货币政策不达预期、价格和溢价率调整风险。

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 固定收益研究团队  
姜珮珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长  
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓 勇 所长助理  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理  
(021)23219962 zq8487@htsec.com

## 宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com  
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com  
联系人  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com  
宋 潇(021)23154483 sx11788@htsec.com

## 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
史霄安 sx11398@htsec.com  
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

## 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈 瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
薛 涵 xh11528@htsec.com  
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
联系人  
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

## 固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
杜 佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
李 波 lb11789@htsec.com

## 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com  
李 影(021)23154147 ly11082@htsec.com  
联系人  
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

## 中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

## 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

## 石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com  
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com  
联系人  
胡 歆(021)23154505 hx11853

## 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
刘 浩(010)56760098 lh11328@htsec.com  
吴佳松 01056760092 wjs11852@htsec.com

## 汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com  
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com  
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com  
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

## 公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com  
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com  
联系人  
陈佳彬(021)23154509 cjb11782@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

## 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lkh11523@htsec.com  
联系人  
史 岳(021)23154135 sy11542@htsec.com

## 互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com  
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
联系人  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com  
陈星光 cxg11774@htsec.com

## 有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
李 骥(021)23154513 lj11875@htsec.com

## 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
联系人  
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com



## 电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com  
 联系人  
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com  
 张天闻 ztw11086@htsec.com  
 尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com  
 石 坚 010-58067942 sj11855@htsec.com

## 煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com  
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

## 电力设备及新能源行业

房 青(021)23219692 fangq@htsec.com  
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com  
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com  
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com

## 基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com  
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com  
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com  
 联系人  
 张翠翠 zcc11726@htsec.com

## 计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com  
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com  
 鲁 立 ll11383@htsec.com  
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com  
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com  
 联系人  
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

## 通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com  
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com  
 联系人  
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com  
 张峥青 zzq11650@htsec.com

## 非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com  
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com  
 联系人  
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com  
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

## 交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com  
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 联系人  
 童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com  
 李 丹 021-23154401 ld11766@htsec.com

## 纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com  
 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com  
 联系人  
 马 榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

## 建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com  
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com  
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com  
 联系人  
 周 俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

## 机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com  
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com  
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com  
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com

## 钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com  
 联系人  
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com  
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

## 建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com  
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

## 农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com  
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com  
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com  
 联系人  
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com  
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

## 食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com  
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

## 军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com  
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com  
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com  
 联系人  
 张宇轩 zyx11631@htsec.com  
 张恒昶 zhx10170@htsec.com

## 银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com  
 联系人  
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

## 社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com  
 联系人  
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com  
 顾熹闽 021-23154388 gxm11214@htsec.com

## 家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com  
 联系人  
 李 阳 ly11194@htsec.com  
 朱默辰 zmc11316@htsec.com  
 刘 璐 ll11838@htsec.com

## 造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@htsec.com  
巩柏含 gbh11537@htsec.com  
宗亮 zl11886@htsec.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
蒋炯 jj10873@htsec.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
马晓男 mxn11376@htsec.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com  
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com  
王朝领 wcl11854@htsec.com  
张思宇 zsy11797@htsec.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
吴尹 wy11291@htsec.com  
陆铂锡 lbx11184@htsec.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
陈铮茹 czr11538@htsec.com  
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com