



守“价值”之正，出“创新”之奇

证券分析师：柯聪伟

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080004

2018年4月



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

目录

●2017年-2018年一季度转债市场回顾：新制度、新气象、新时代

- 一级市场：转债市场大幅扩容，新券申购潮起潮落
- 二级市场：权益结构牛，债市战熊，转债核心驱动力切换

●2018年二季度转债策略展望：守“价值”之正，出“创新”之奇

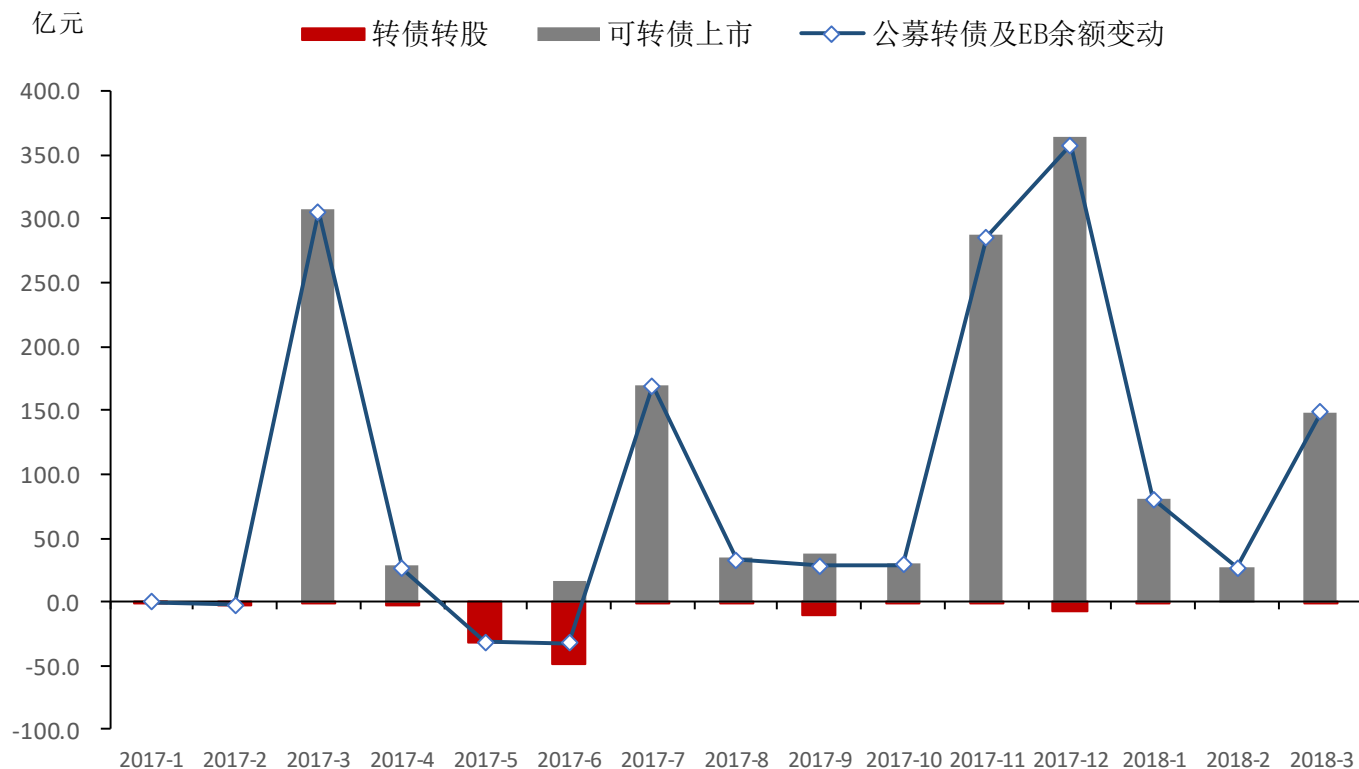
- 大类资产：10年国债利率有望跌破3.50%，股市风格趋于均衡
- 市场聚焦：供给对转债价格和估值影响无需担忧
 - 供需格局：转债大供给，逐渐步入主流品种 vs. 潜在需求测算，新增需求哪里来
 - 新券估值：新券上市估值新中枢业已形成，ROE、规模和股东配售是定盘星
 - 旧券估值：偏股型标的的整体估值渐趋合理，偏债型标的的YTM处于较高位置
 - 把握供给节奏：一级供给对二级估值的冲击
- 转债策略：守“价值”之正，出“创新”之奇
 - “价值”为盾，“创新”为矛，底仓配置首推宝武EB，超额收益关注电子、计算机等行业
 - 天集EB值得赌回售、江南不值得赌下修
- 一些风险

●个券梳理

- 2017年-2018年一季度转债市场回顾：
新制度、新气象、新时代

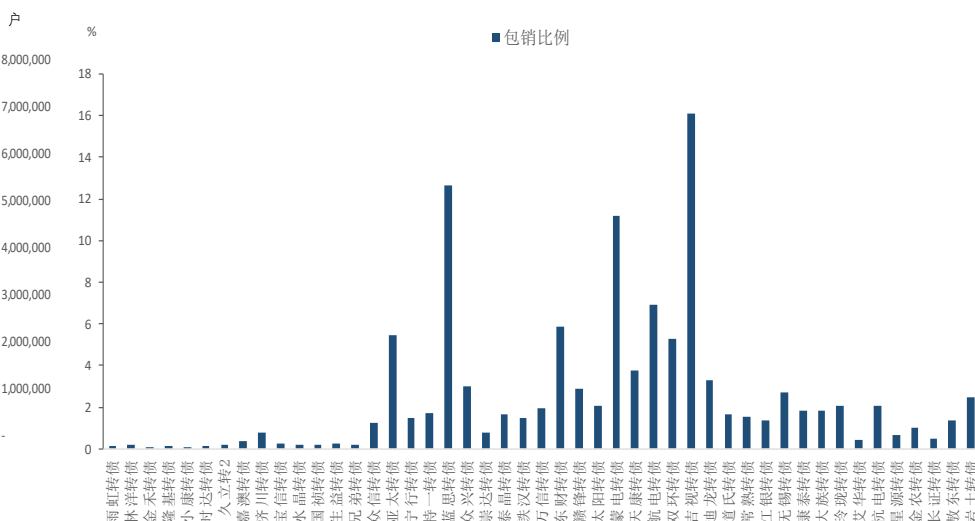
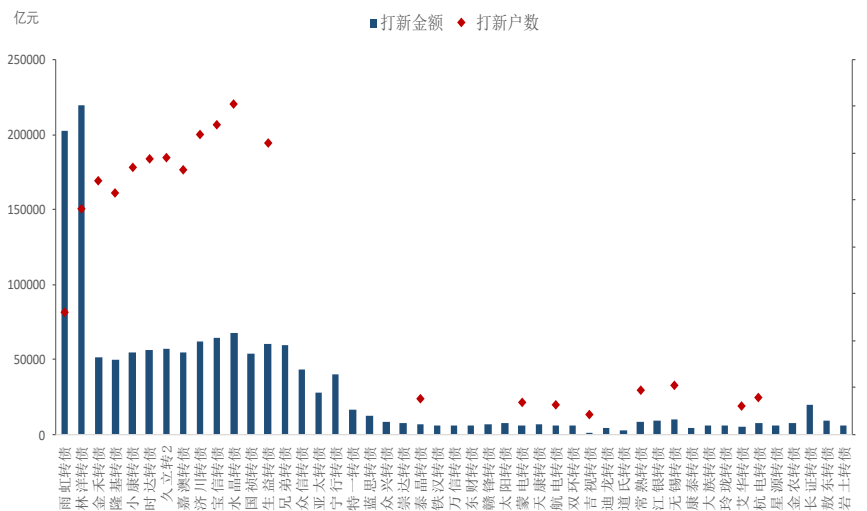
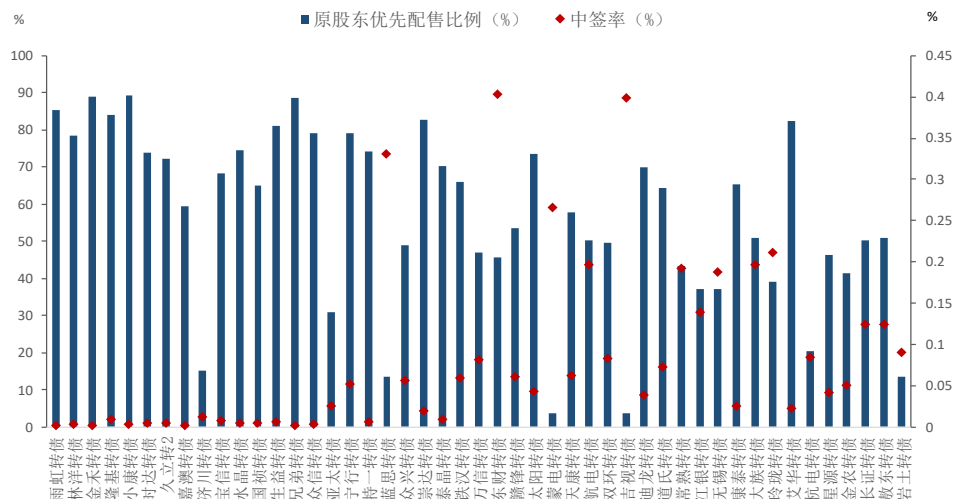
市场回顾：一级市场：转债市场大幅扩容

- 2017年以来新发行转债及公募EB共61只，合计发行规模1729.9亿元。
- 存量转债及公募EB共退市4只，分别为白云转债、歌尔转债、汽模转债、14宝钢EB，分别于2017年6月、7月、8月、12月退市。
- 存量券数量从2017年初的23只增加至74只，余额从519亿增至2024.89亿，当前规模约为2017年初时的四倍。



市场回顾：一级市场：新券申购潮起潮落

- 信用申购推行以来，由于网上申购无需预缴申购资金，且雨虹、林洋等树立了较好的赚钱效应，社会公众对转债的打新热情一度高涨。
- 随着供给持续放量，新券上市定位中枢逐步下移，甚至破发，市场打新热情逐渐降温，体现为打新金额锐减、投行包销比例增大。（18年包销比例有所回落，中签率下降）
- 未来银行类转债可能增设网下环节，以缓解投行的包销压力。



市场回顾：二级市场：权益结构牛，债市战熊



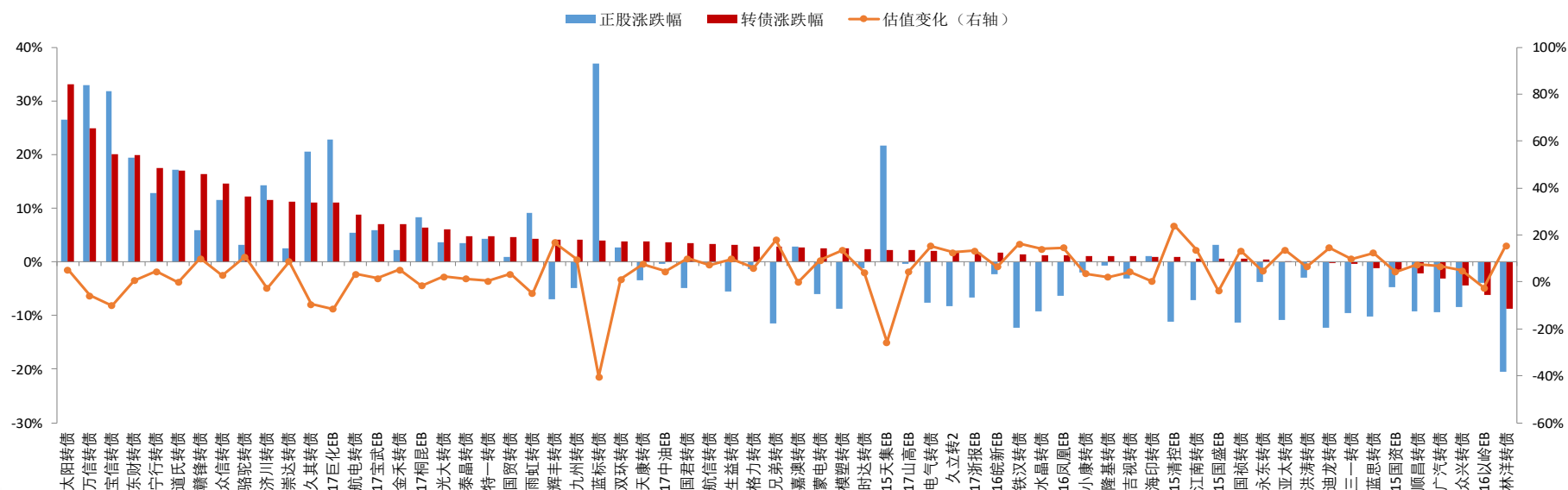
- 2018年2月以来，股市风格切换，由龙头白马转向中小创
- 2月至今上证综指下跌4.82%。大小盘分化明显，上证50指数下跌7.86%，而创业板指数上涨7.81%。

- 2017年债券市场身处熊市，全年10年期国债收益率从3.01%上行88BP至3.89%，10年期国开债收益率从3.68%上行117BP至4.85%。
- 进入2018年，货币政策预期有所放松，流动性充裕，10年期国债收益率拐头向下，目前为3.76%，10年期国开债收益率为4.8%



市场回顾：二级市场：转债核心驱动力的切换

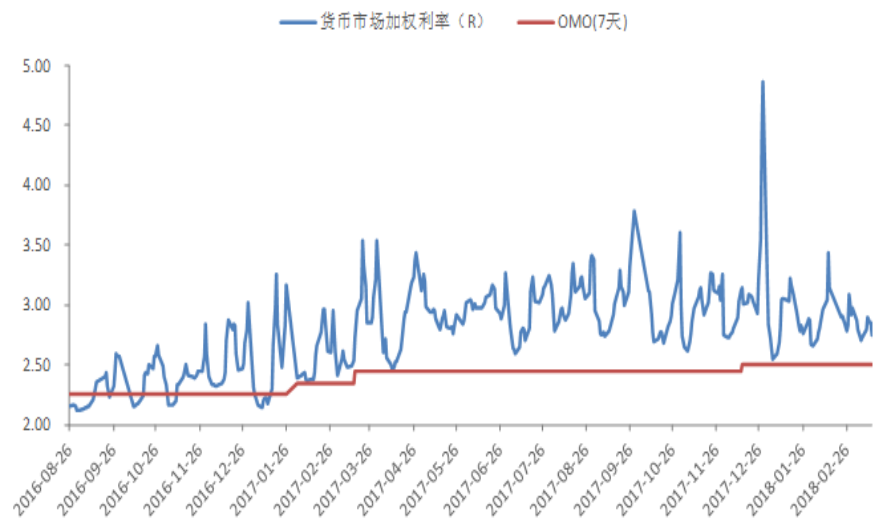
- 2017年：1-9月份，平价主导转债走势；9-12月份，平价让位估值。
- 2018年：平价再次成为主导
- 2018年至今中证转债指数收涨4.9%，转债平价指数收涨3.3%，平均溢价率从年初的25.8%左右小幅下行至24.8%左右。
- 一季度计算机、金融、创业板涨幅居首



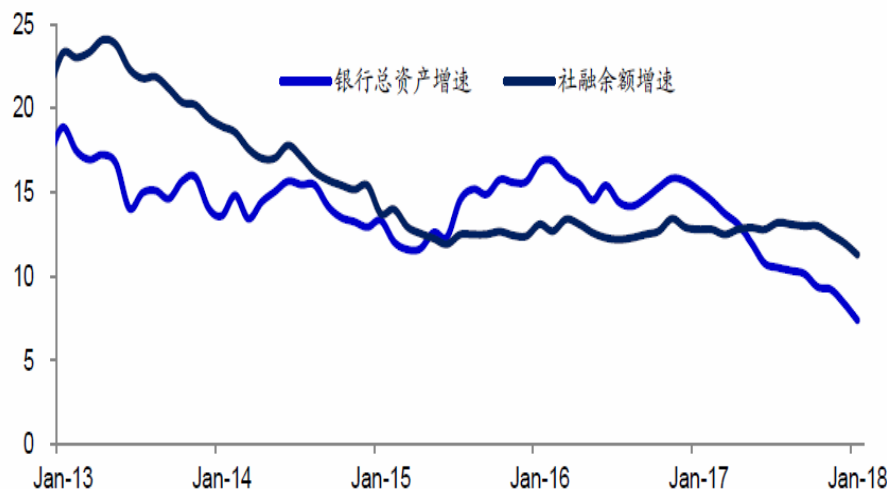
- 2018年二季度转债策略展望：

守“价值”之正，出“创新”之奇

大类资产：10年国债利率有望跌破3.50%



- **货币政策已无偏紧之必要：**1、去杠杆任务见成效（M2增速趋势下行至个位数）；2、CPI温和上涨（2月CPI受寒潮影响）；3、中美货币政策趋于脱钩（弱美元+高中美利差）。

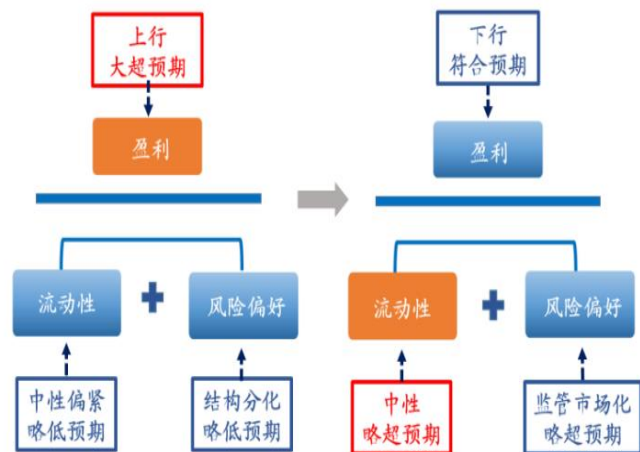


- **经济增长内生动能有趋缓迹象：**1、大宗价格下跌，PPI环比回落；2、非标收缩，成本上行，融资需求回落；3、分项来看，房地产投资（土地购置面积、商品房销售面积均下滑）、基建投资（调低赤字率）均有下行压力。

大类资产：股市风格趋于均衡

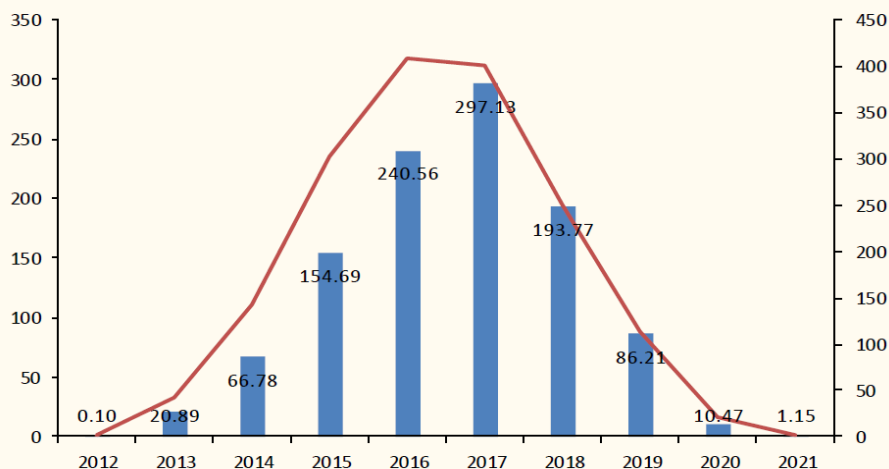
2017年盈利是核心变量

2018年流动性是核心变量



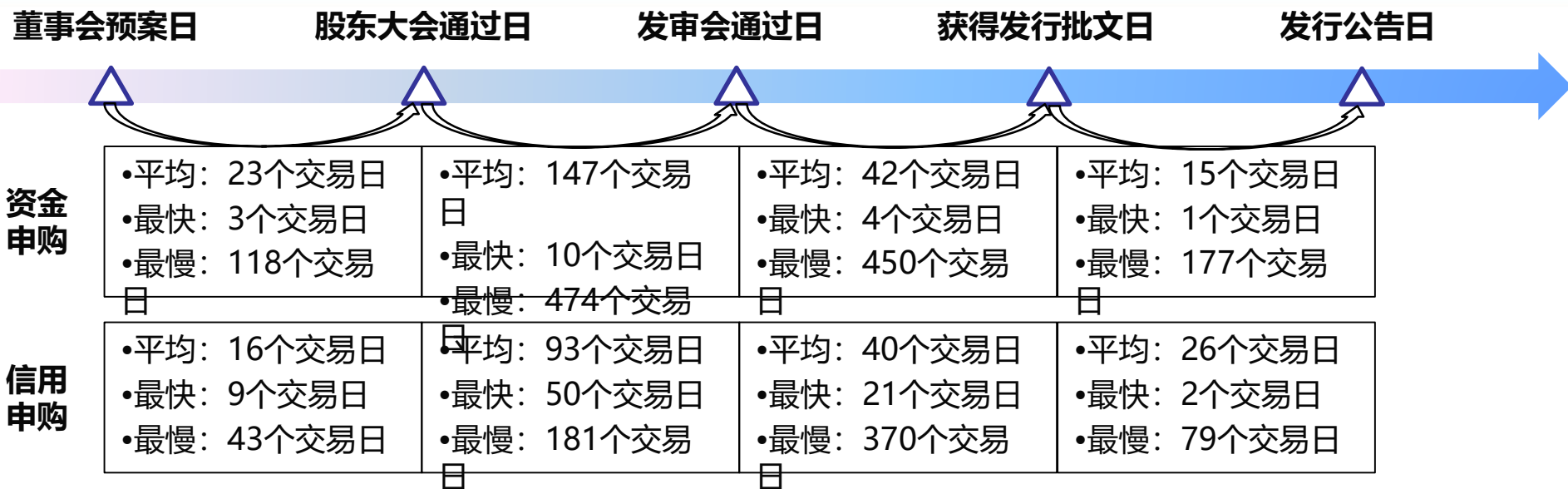
- **利率高位回落、风险偏好提升支撑股市表现：**2017年A股盈利是核心变量，2018年盈利增速将有所放缓，核心变量有望切换到利率，同时监管更加市场化，风险偏好提升。
- **创业板风险尚未出清，没有整体板块行情：**2017年业绩承诺集中到期，到期后标的盈利无法保证，有商誉减值风险。
- **创业板权重成分股孕育机会：**风格均衡（政策、利率）、估值低位（创业板/沪深300相对PE历史底部）、基金低配（2013Q2以来最低）。

— 承诺净利润（亿元） — 业绩承诺数（右轴）



板块	2017Q3	2017Q4
创业板	7.23%	-2.57%
创业板（剔除温氏、乐视）	24.07%	17.05%
权重股（市值100亿以上，剔除温氏、乐视）	29.04%	25.42%
中小市值股（市值100亿以下）	18.94%	-10.55%

供需格局：转债大供给，逐渐步入主流品种



•传统资金申购制度下，可转债项目从最初的董事会预案日到最后的发行，平均需要耗费223个交易日。信用申购制度后，平均耗费时间缩短至173个交易日。

•证监会将维持较快的审核进度，只控制规模较大的券商银行转债的发行进度，预计2018年新增供给有望达到2000-3000亿元。

供需格局：潜在需求静态测算

市场参与者类别	可转换公司债券持有市值（亿元）	净值/规模（亿元）	仓位	2018年预测增长率	2018年预测仓位	需求（亿元）
一般法人	323.59			200.00%		799.71
自然人	45.62			200.00%		112.74
其他	1.03			200.00%		2.55
QFII	23.00			50.00%		28.43
专户理财	10.40			50.00%		12.86
基金	290.82	115996.86	0.25%	20.00%	0.50%	695.98
保险	104.92	129932.14	0.08%	20.00%	0.15%	233.88
券商资产管理	46.32	168800.00	0.03%	10.00%	0.05%	92.84
年金	45.12	12584.78*	0.36%	15.00%	0.60%	86.83
券商自营	30.45	17008.11*	0.18%	-5.00%	0.40%	68.03
社保	25.76	22465.61*	0.11%	25.00%	0.20%	64.70
信托	14.80	5378.57*	0.28%	10.00%	0.60%	35.50
合计						2234.05

- 假设所有参与者2018年的转债仓位加倍，测算结果显示市场能承接2200亿左右的规模，有能力承接大部分新增供给。
- 从基金的角度来看，按历史平均仓位1.16%计算的需求可以达到1600亿元，而按2014年牛市最高1.60%计算的需求则可以达到2200亿元。

说明：

- 1、市值、净值/规模数据截止2017年12月；
- 2、市值计算以上交所披露的主要券种投资者持有结构为基础进行估算（上交所：深交所=5:1）；
- 3、净值/规模数据中，基金以**公募基金净值计**、保险以**保险公司:保险资金运用余额计**、投资、券商资产管理以**资产管理业务总规模:证券公司计**、年金以**全国企业年金:实际运作金额计**、券商自营以**证券公司:自营业务:金融产品投资规模计**、社保以**全国社保基金:资产总额计**、信托以**信托公司:固有资产:投资:余额计**。

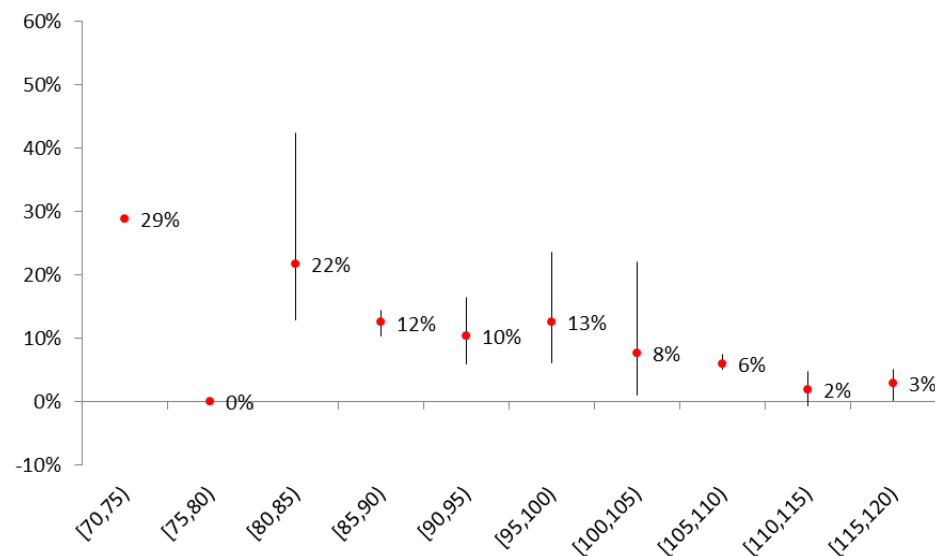
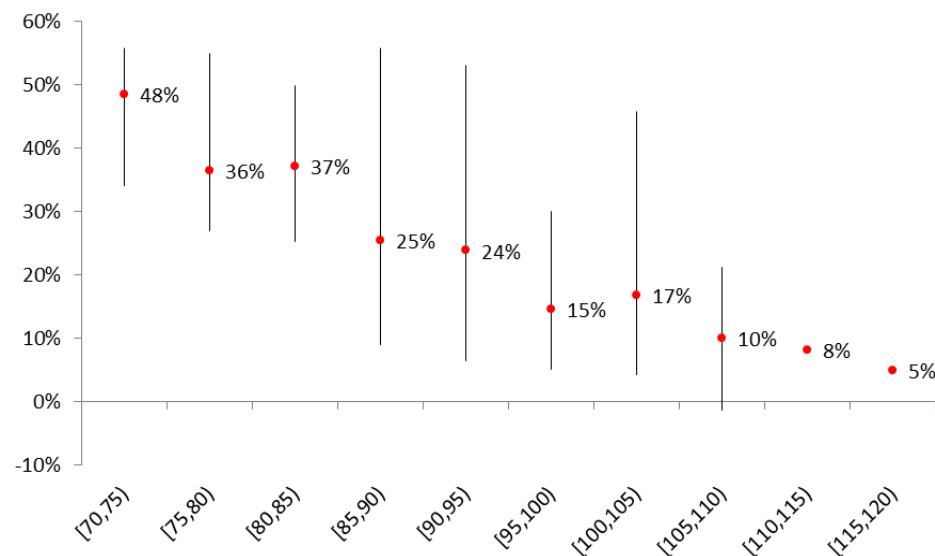
供需格局：新增需求哪里来

基金管理人	基金名称	基金代码	基金发行日	发行总份额(亿份)
中欧基金	可转债债券型	004993.OF	2017/10/18	3.03
华商基金	可转债债券型	005273.OF	2017/11/13	1.16
国泰基金	可转债债券型	005246.OF	2017/11/13	2.10
南方基金	希元可转债债券型	005461.OF	2018/2/1	3.74
南方基金	昌元可转债债券型			
银华基金	可转债及可交换债债券型			
富国基金	淳利可转债信用债增强债券型			
银河基金	可转债债券型			
华富基金	可转债债券型			
中金基金	可转债债券型			
工银瑞信基金	可转债优选债券型			
平安大华基金	可转债债券型			
北信瑞丰基金	可转债债券型			
创金合信基金管理有限公司	转债精选纯债债券型			

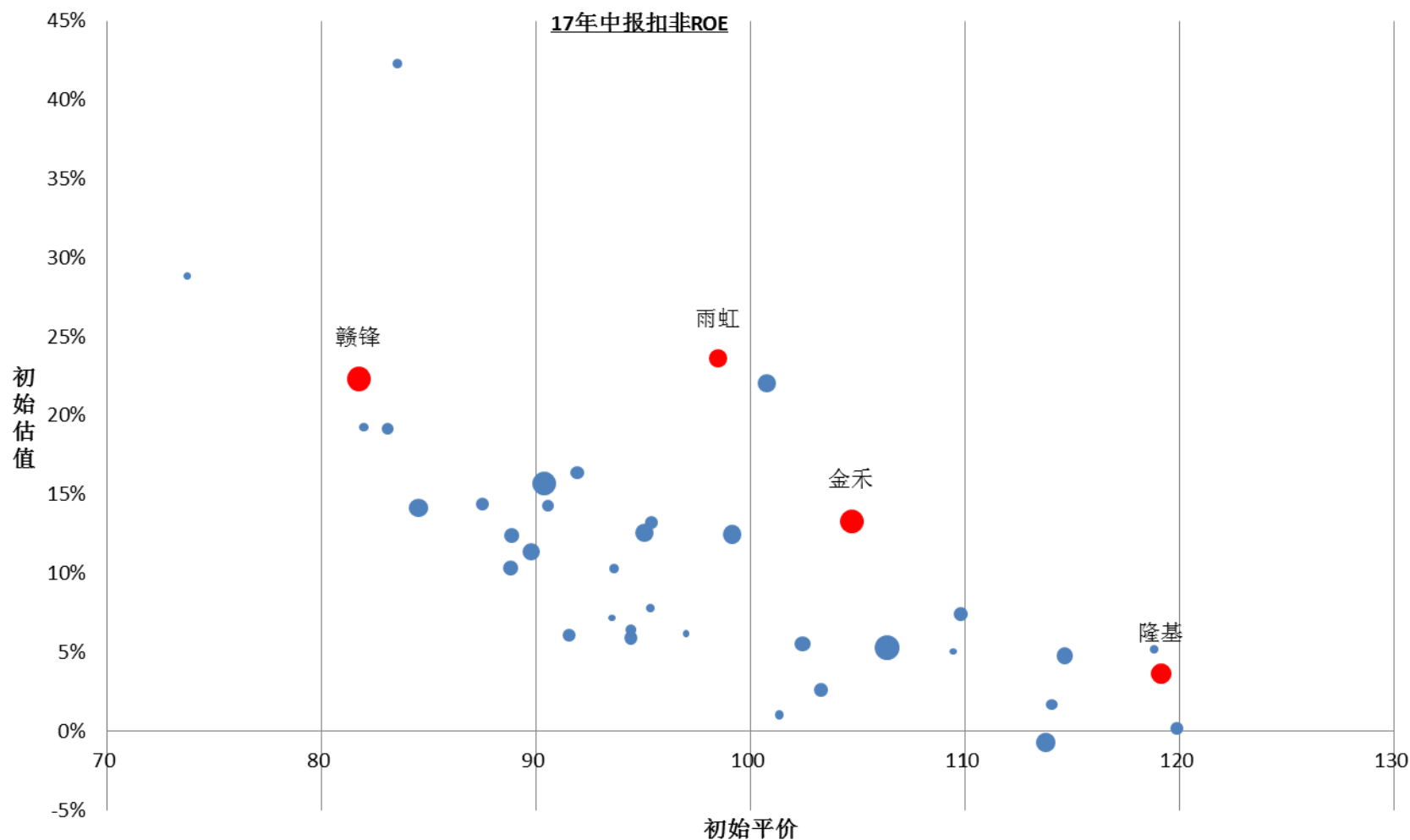
- 2017年年初以来，可转债相关基金上报了14只，虽然单体规模不大，但由于仓位要求，有效支撑了转债需求。
- 股基（或偏股混基）、量化基金等也有涉足转债市场的亿元，包括底仓股票的优先配售、用转债替代自己原本中意的正股等。
- 部分量化投资者有意愿用转债作为套利标的，包括负溢价率套利、Gamma套利等。
- QFII、年金、理财等参与规模也显著上升。

新券估值：供给放量下，新券上市估值新中枢

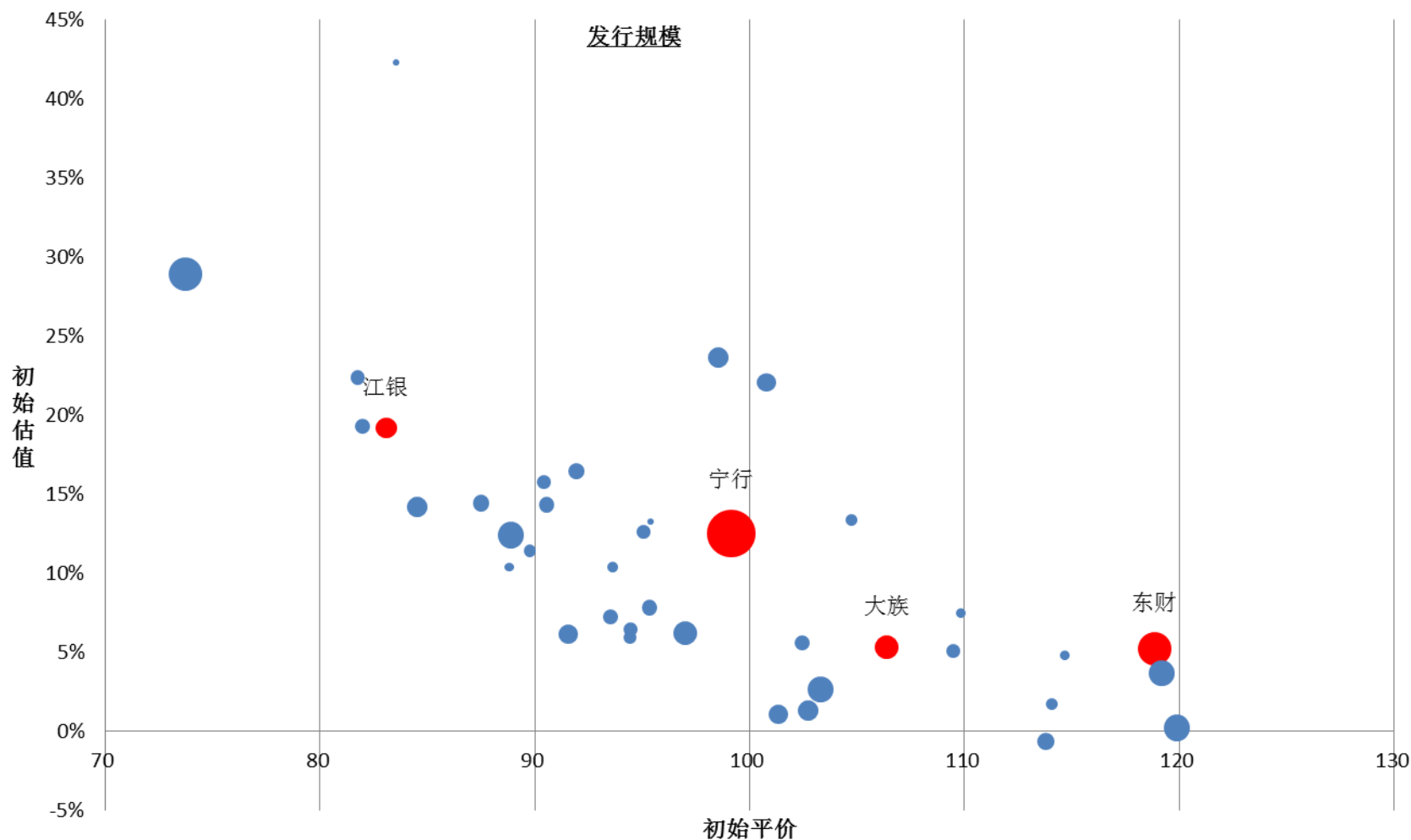
- 供给放量背景下，新券的上市估值（转股溢价率）中枢下移，比如平价[90,95)、[95,100)、[100,105)的估值中枢从原来的24%、15%、17%分别下移至10%、13%、8%。



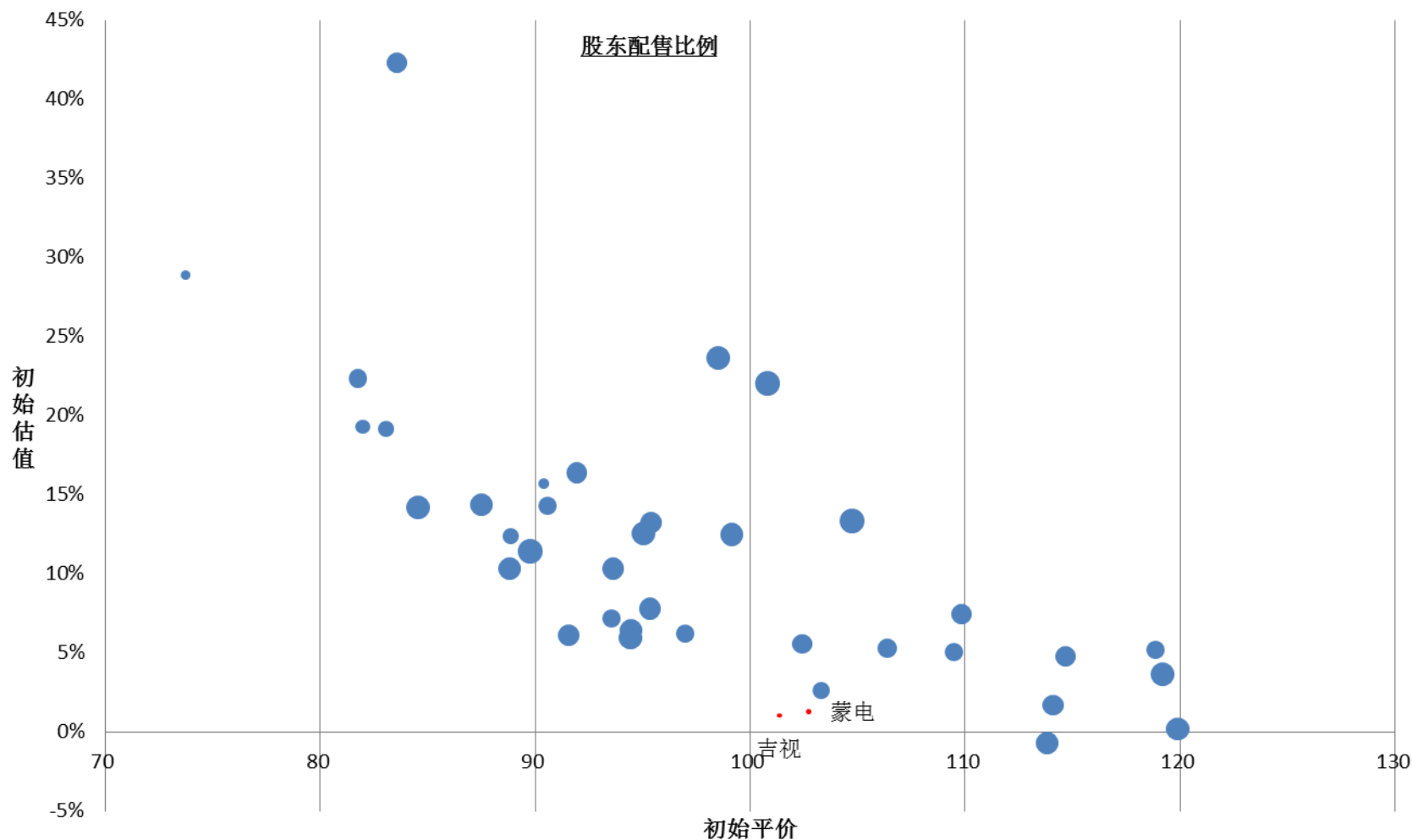
新券估值：可比估值三因子定盘星——ROE



新券估值：可比估值三因子定盘星——规模

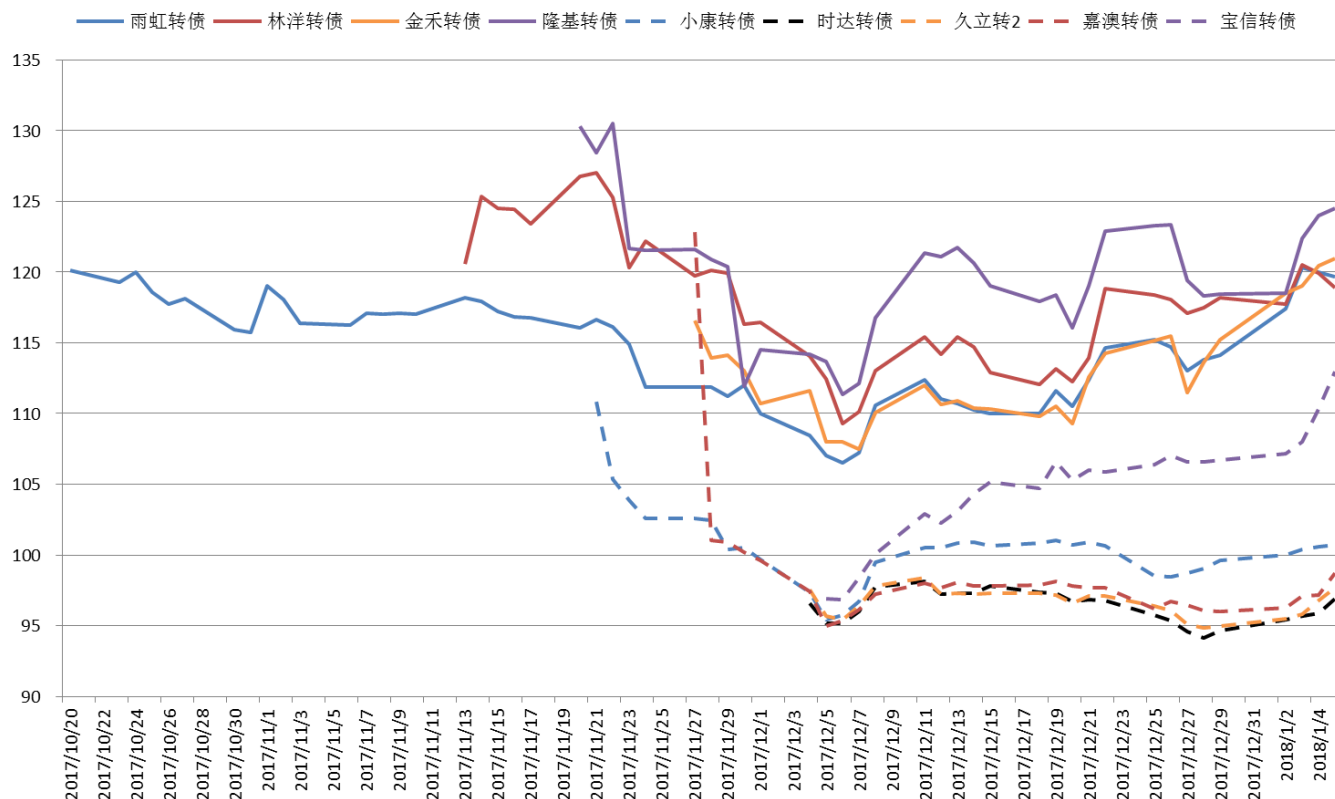


新券估值：可比估值三因子定盘星——股东配售

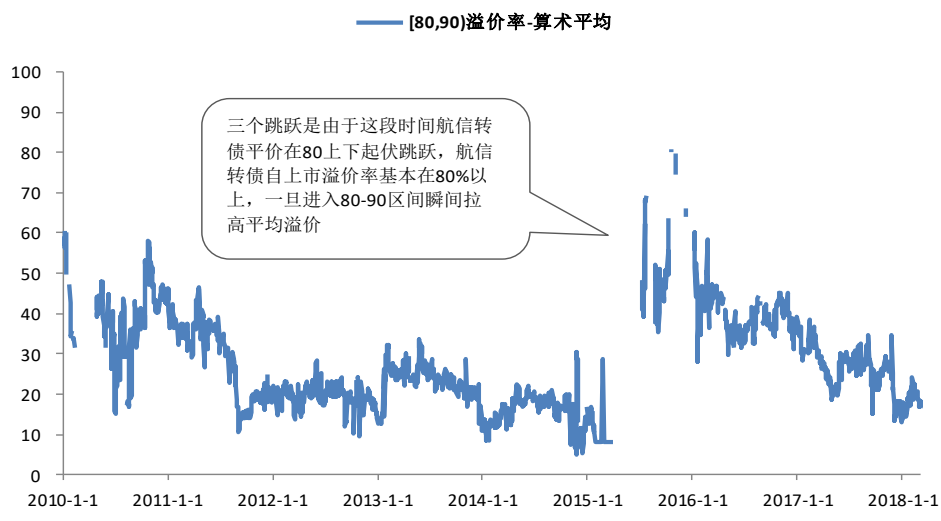
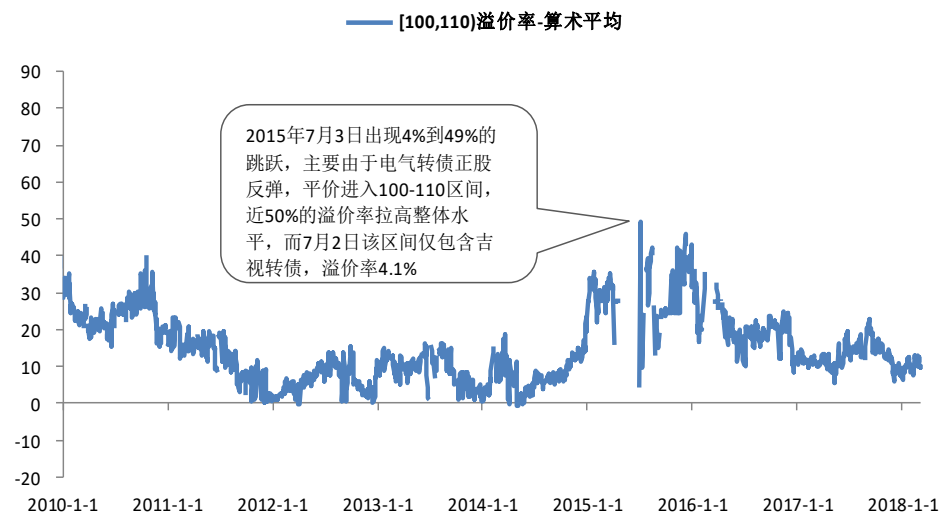


新券估值：基于技术分析角度看新券介入的价格

- 上市初期，部分优配的股东、打新投资者有获利出场的需求，转债价格有较大的抛压。
- 对于优质的标的，价格普遍不低于**105元**；对于一般的标的，价格往往在**95元**附近止跌。
- 安全的转股溢价率应该在10%以内。



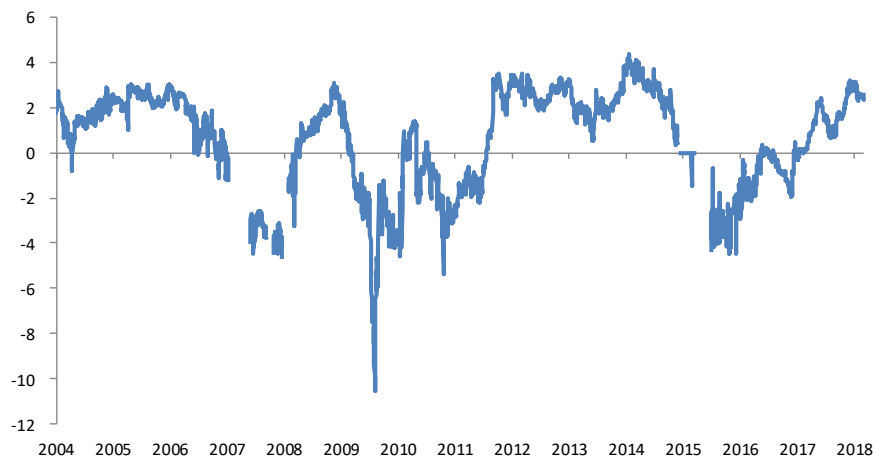
旧券估值：偏股型标的的整体估值渐趋合理



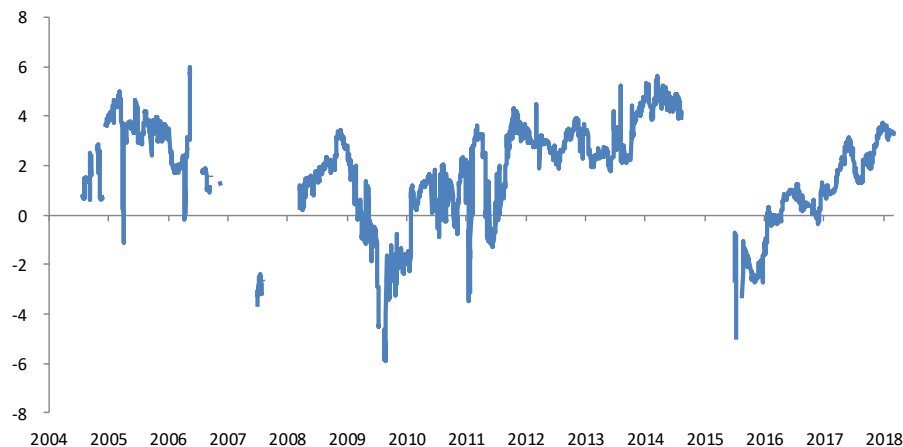
旧券估值：偏债型标的的YTM处于较高位置

YTM

—— 平价90元以下的算术平均到期收益率



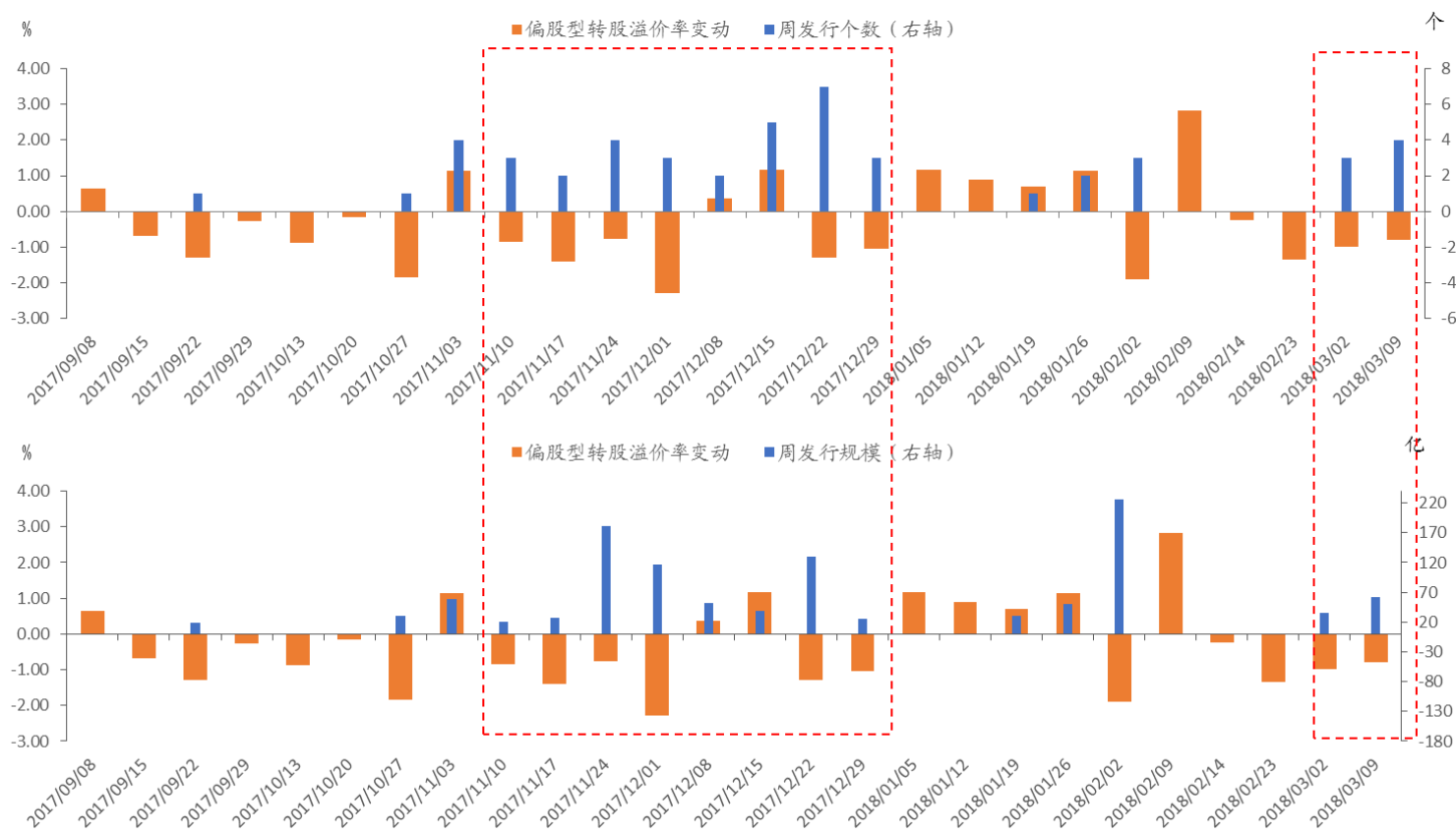
—— 平价70元以下的算术平均到期收益率



- YTM从2015年开始逐步攀升，目前平价70元以下的平均到期收益率3.73%（历史最高6.00%）；平价90元以下的平均到期收益率2.45%（历史最高4.34%）。
- 但由于2017年债券熊市，转债的YTM水平仍然没有超过信用债收益率（5年/AAA企业债5.29%），因此只能说转债的安全边际空间愈发夯实，但配置吸引力仍不强。需要股跌（到期收益率进一步上台阶，转债相对正股的安全性体现）或债牛（机会成本下降），转债的吸引力才能充分凸显出来。

把握供给节奏：一级供给对二级估值的冲击

- 按照转债审核的平均进度看，2018年第三季度的供给压力较大，第二季度次之，规模1000亿以上。



转债策略：“价值”为盾，“创新”为矛

价值 (底仓配置)

行业	标的	风险
银行	基本面：宁波、招商、平安 价格：常熟、无锡	贷款收益率下行，估值高位
券商	国君、长江	监管超预期、盈利继续下滑
钢铁	17宝武EB	经济回落、钢价下行
采掘	17中油EB	油价继续下行

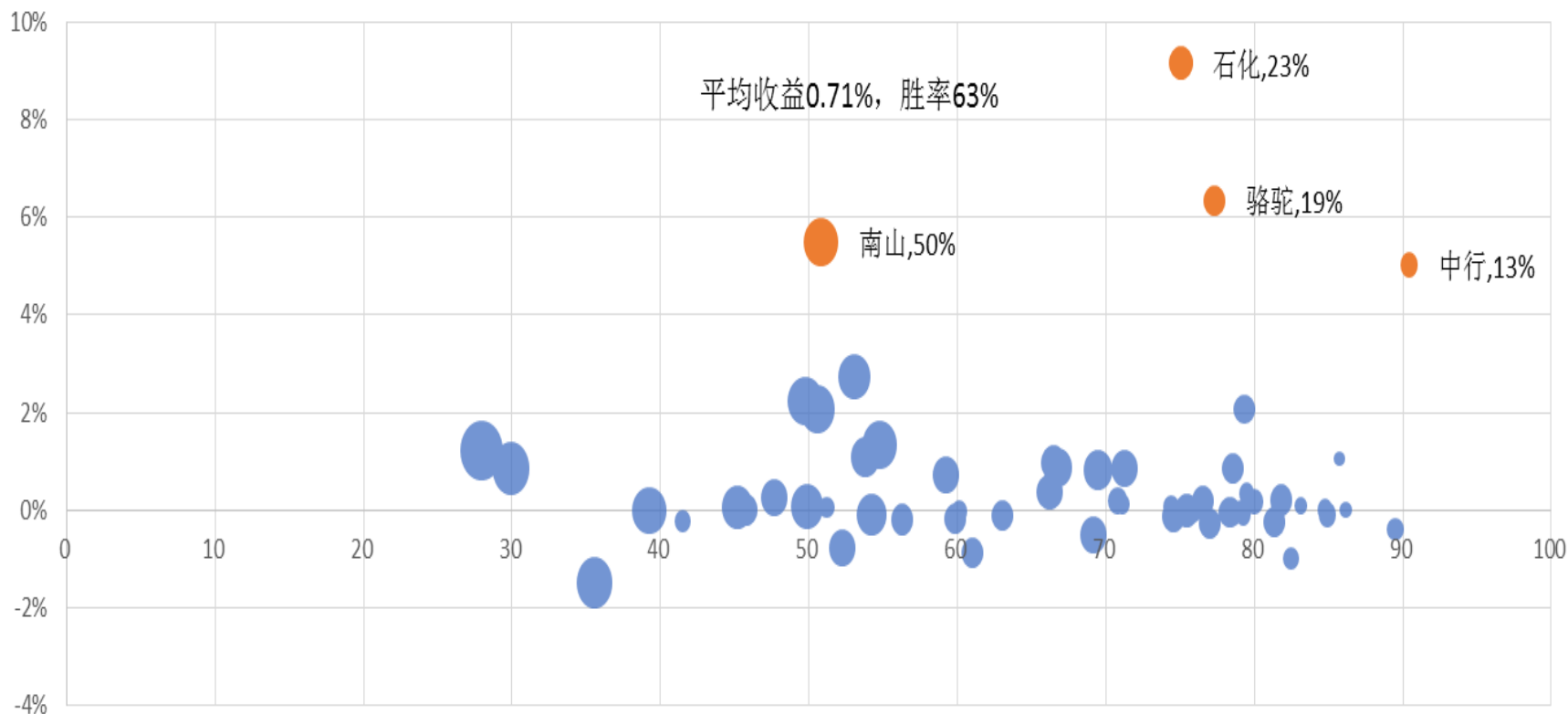
创新 (博弈 α)

行业	标的	风险
电子	PCB：景旺电子、生益科技、崇达技术 消费电子：蓝思科技 激光：大族激光	景气下行 手机出货量下滑、竞争格局恶化、替代品 风格切换、景气下行
计算机	东方财富、中科曙光、朗玛信息、启明星辰	业绩变脸、商誉减值
新能源	光伏：林洋能源、隆基股份 锂：赣锋锂业	装机量不及预期、硅片价格继续下跌 锂价下行、产能投放低于预期
军工	中航电子、中航机电、中航资本	订单、科研院所改制进度低于预期

转债策略：历史看转股价修正博弈

- 除石化、骆驼、南山、中行外，董事会提出转股价修正预案次日的转债收益（次日开盘/前一日收盘）平均为0.71%，涨跌互现，涨幅基本在3%以内。

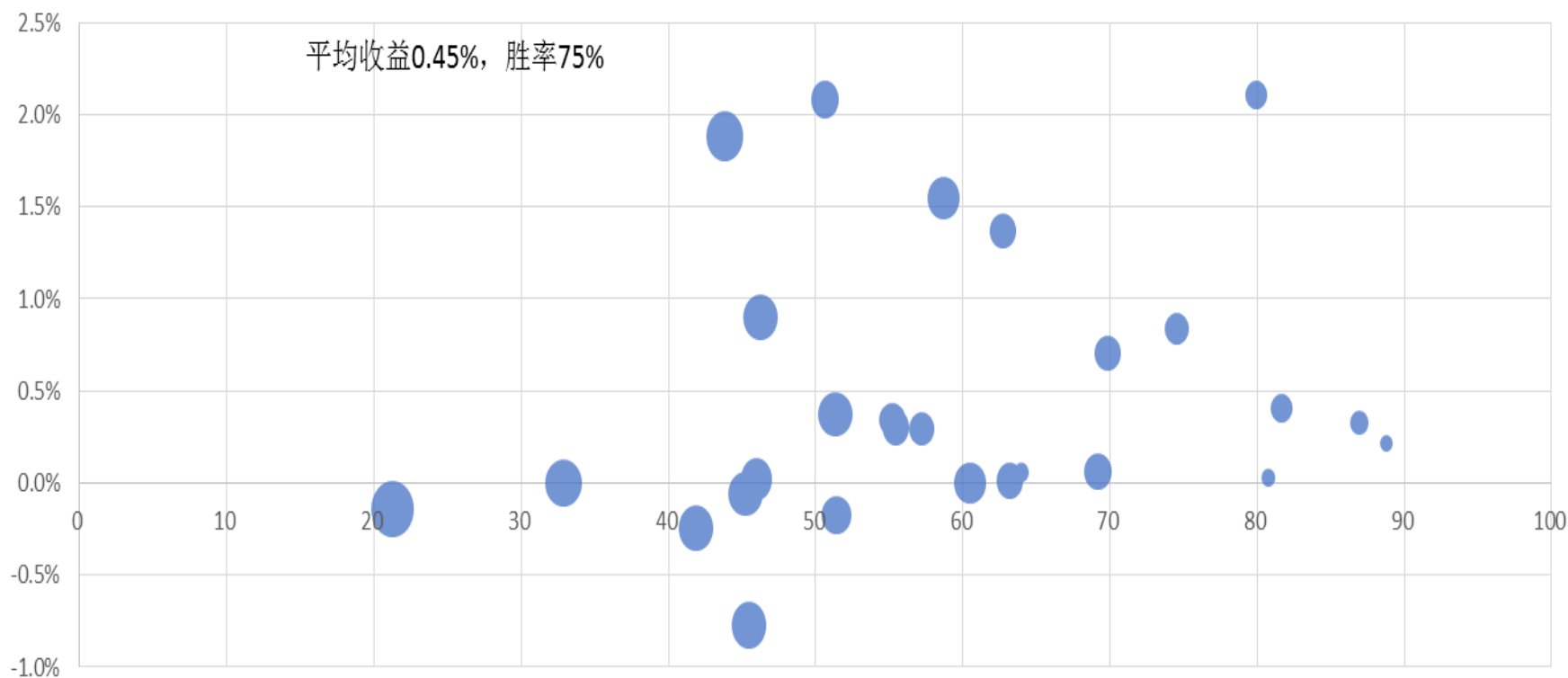
董事会决议公告次日开盘涨跌幅



转债策略：历史看转股价修正博弈

- 股东大会通过转股价修正预案次日的转债获益概率更高，转债收益（次日开盘/前一日收盘）平均为0.45%。

股东大会决议公告次日开盘涨跌幅



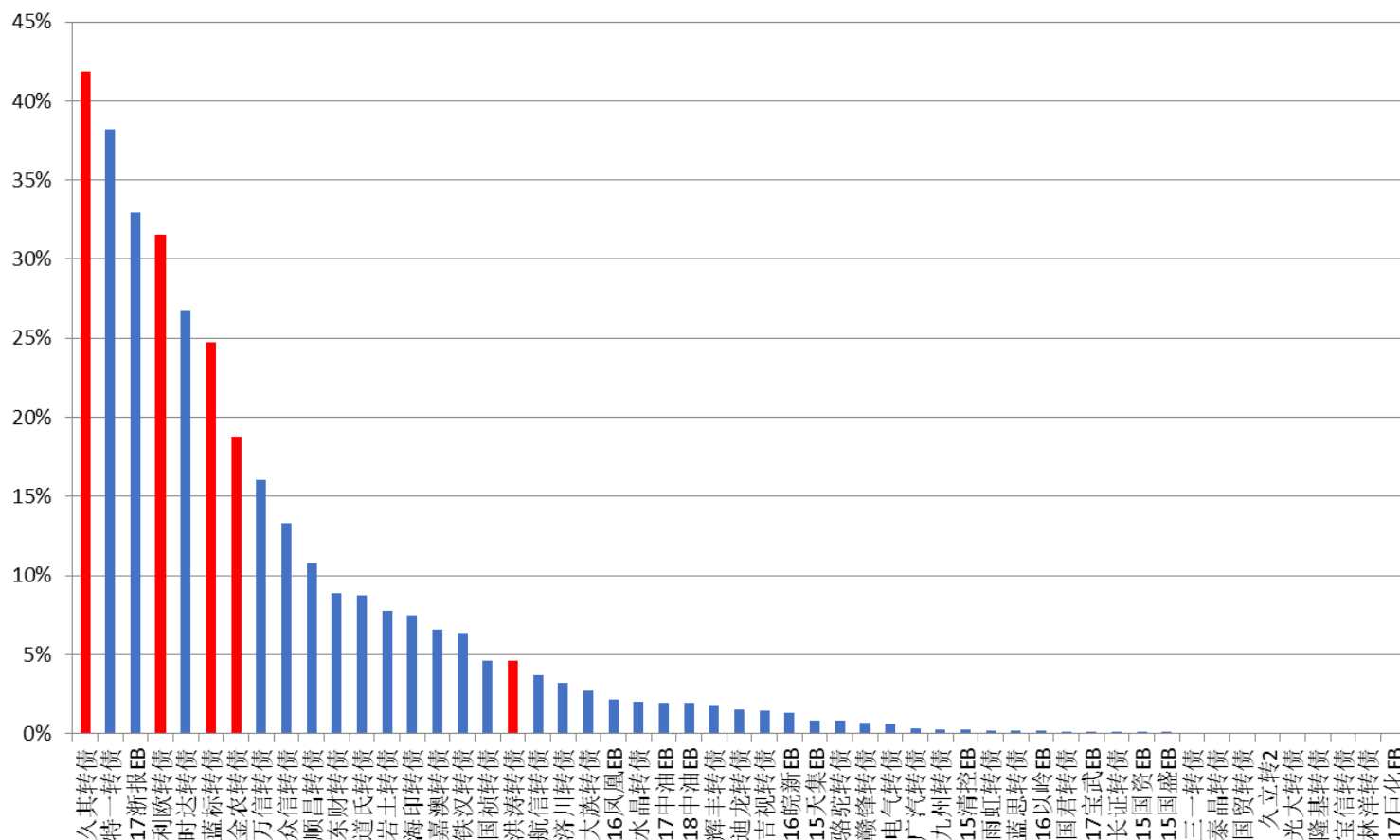
转债策略：天集EB值得赌回售、江南不值得赌下修

- **天集EB**：6月8日进入回售期，如果触发回售，考虑触发天数和回售资金到账天数，持有期接近3个月，**105元价格和107元回售价对应的回售年化收益率7.6%**。
- **江南**：3月18日进入回售期，为避免回售需在4月18日前下修转股价，修正幅度必须超过45%（平价超过80元），除非修正幅度超预期，修正后转债价格很难超过105元。

债券代码	债券名称	是否进入回售期	距离回售期时间（年）	回售收益率	回售年化收益率	平价	到期年化收益率	债项评级
110030.SH	格力转债	是	0.00	-4.38%	-53.31%	72.65	-0.12%	AA
113010.SH	江南转债	是	0.00	-0.79%	-9.61%	53.33	2.05%	AA
132003.SH	15清控EB	否	0.08	0.75%	3.02%	47.52	2.00%	AAA
132002.SH	15天集EB	否	0.20	2.85%	7.81%	77.99	-0.87%	AA+
113008.SH	电气转债	否	0.85	3.78%	3.71%	57.57	3.10%	AAA
120001.SZ	16以岭EB	否	1.06	3.04%	2.48%	86.97	2.91%	AA
110031.SH	航信转债	否	1.21	-0.03%	-0.02%	48.36	2.53%	AAA
132004.SH	15国盛EB	否	1.61	10.68%	6.02%	55.03	4.43%	AAA
123001.SZ	蓝标转债	否	1.73	2.57%	1.36%	74.41	3.27%	AA
110032.SH	三一转债	否	1.78	-9.30%	-4.80%	107.00	-1.42%	AA+
110033.SH	国贸转债	否	1.78	-11.25%	-5.79%	104.88	-0.78%	AA+
110034.SH	九州转债	否	1.81	-6.24%	-3.17%	96.17	-0.08%	AA+
128010.SZ	顺昌转债	否	1.82	-7.00%	-3.52%	93.64	0.41%	AA
113009.SH	广汽转债	否	1.82	-4.63%	-2.33%	98.96	0.58%	AAA
132010.SH	17桐昆EB	否	1.86	-22.66%	-11.18%	128.04	-8.85%	AA+
132012.SH	17巨化EB	否	1.94	-1.79%	-0.85%	88.81	0.22%	AA+
128012.SZ	辉丰转债	否	2.07	9.85%	4.41%	59.04	2.75%	AA
132008.SH	17山高EB	否	2.08	9.56%	4.26%	58.27	4.71%	AAA
127003.SZ	海印转债	否	2.20	11.13%	4.70%	54.48	5.63%	AA
132006.SH	16皖新EB	否	2.24	3.55%	1.47%	62.57	4.78%	AA+
128013.SZ	洪涛转债	否	2.34	12.02%	4.79%	43.40	5.18%	AA

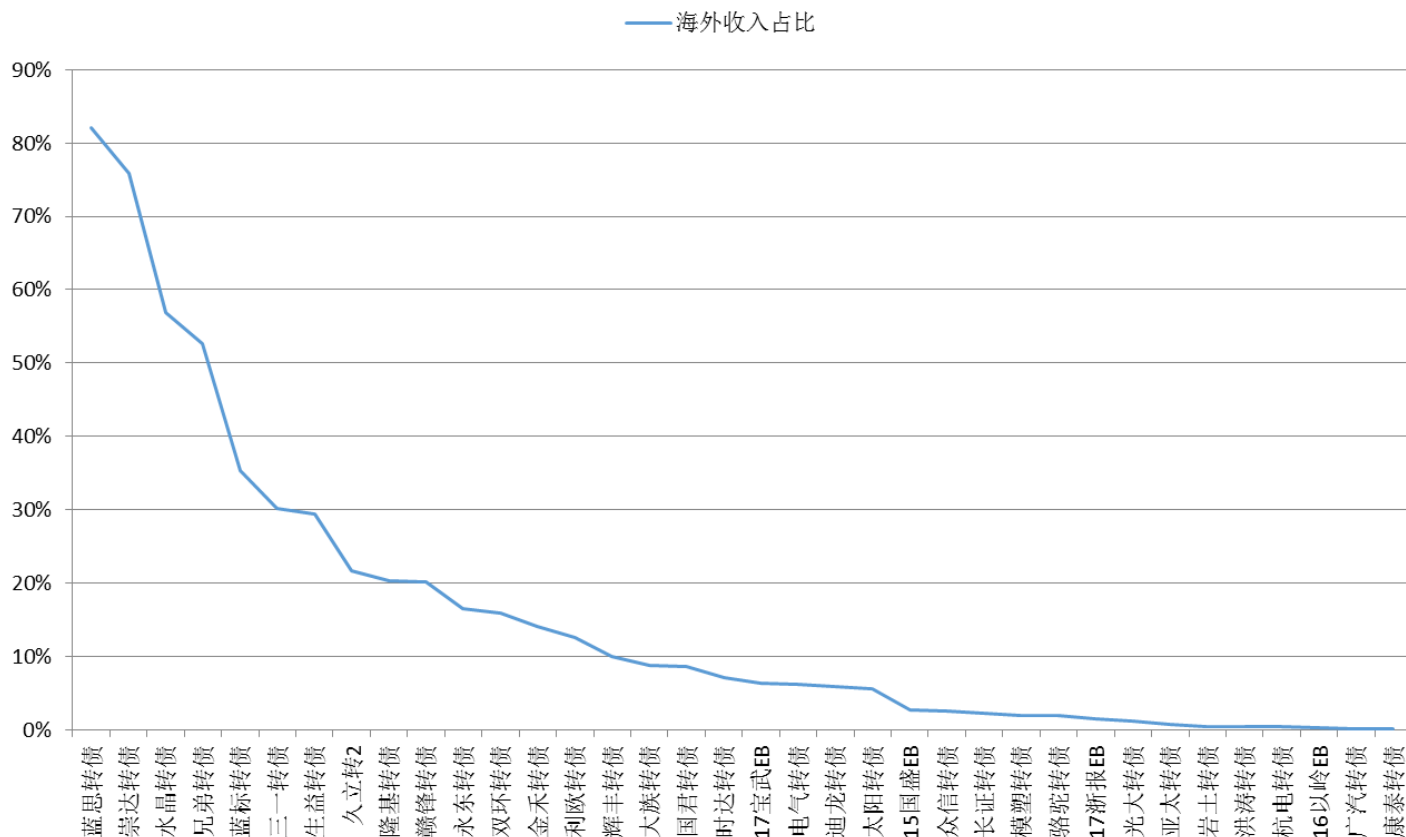
一些风险：商誉减值影响的潜在标的

- 从商誉/总资产来看，久其、特一、浙报EB、利欧等标的占比较高，在2016年出现并购标的不达预期的标的有久其、利欧、蓝标、金农和洪涛。



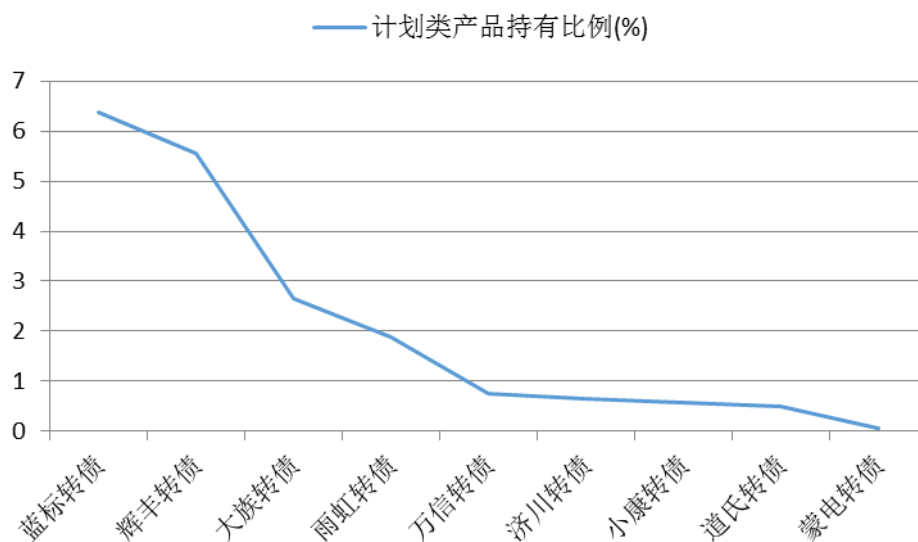
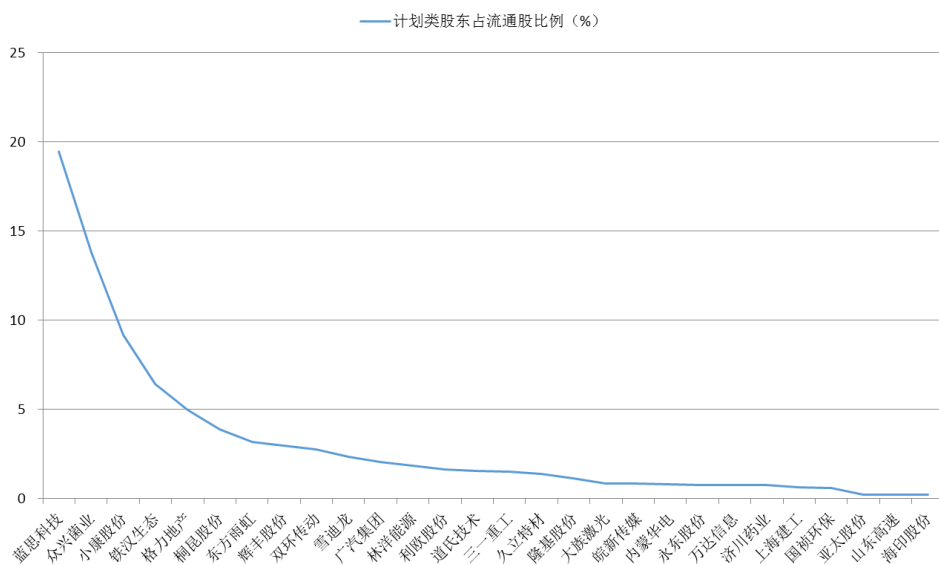
一些风险：中美贸易战影响的潜在标的

- 预计贸易制裁清单将集中在中美竞争性行业，即高端半导体、电子元器件、通信等行业，而互补性行业受影响比较小。



一些风险：资管新规影响的潜在标的

- 从正股角度看，计划类股东持股占流通股比例较大的标的是蓝思科技、众兴菌业、小康股份等。
- 从转债角度看，计划类产品持有比例较大的标的是蓝标转债、辉丰转债、大族转债。



- 个券梳理

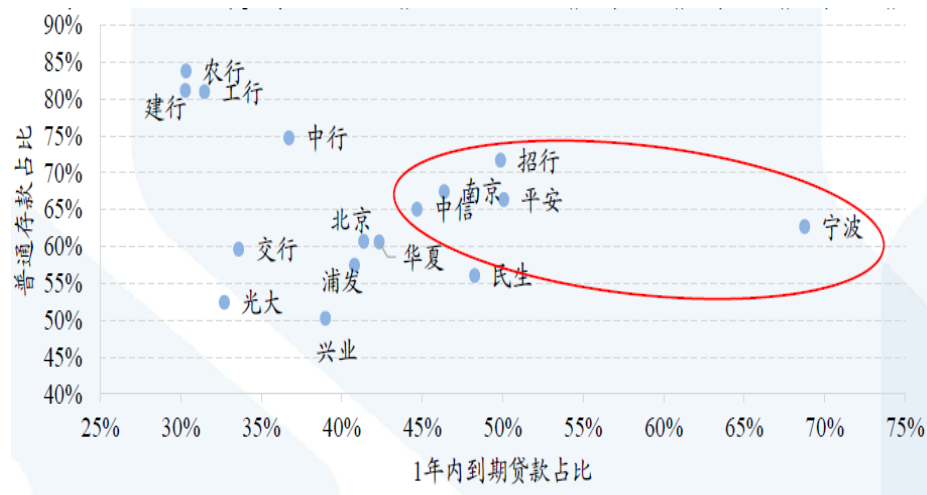
银行和券商转债

银行（宁行、常熟等）

- 息差或超预期：当前市场一致预期2018年银行净息差与2017年基本持平，我们预计2018年银行净息差存在超预期，资产收益率尤其是贷款利率上行有望驱动银行净息差超预期
- 拨备新政：贴近监管红线和拨备超级达标的银行受益
- 基本面标的看招商、平安、宁行。

券商（国君、长江等）

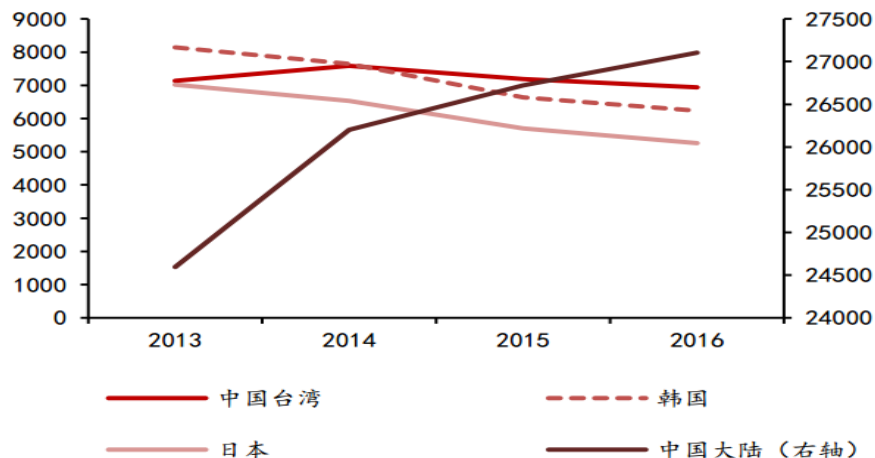
- 集中度提升：根据上市券商业绩快报，大券商2017年业绩普遍领跑中小券商，且大幅跑赢行业，2017年市场份额和集中度将继续提升
- 估值低：经过2月以来大幅调整，券商板块PB重新回落至历史中枢以下，龙头券商已进入增持区间



PCB转债（生益和崇达转债）

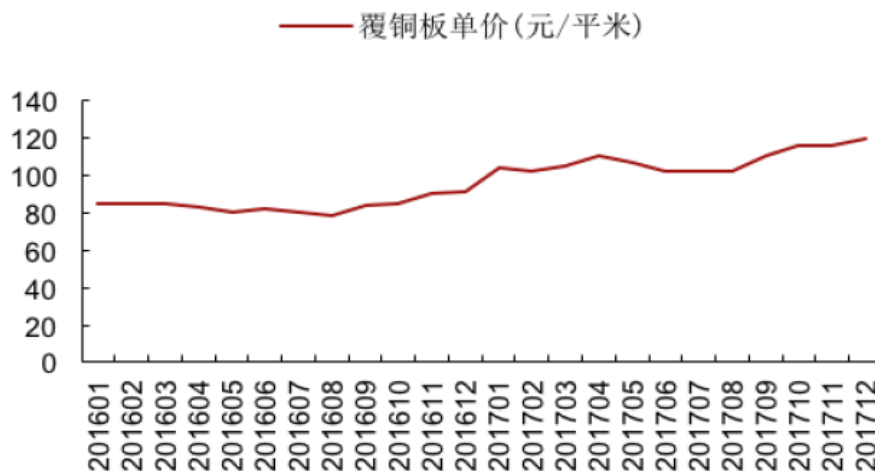
PCB产业链

- 国产PCB规模逆市增长，占据全球半壁江山；
- 随着下游消费电子行业集中度加速提升，以及供给侧改革的助力，PCB行业格局从分散到集中；
- 产品结构迈向高端化，国产化替代加速。



生益（从周期到成长）

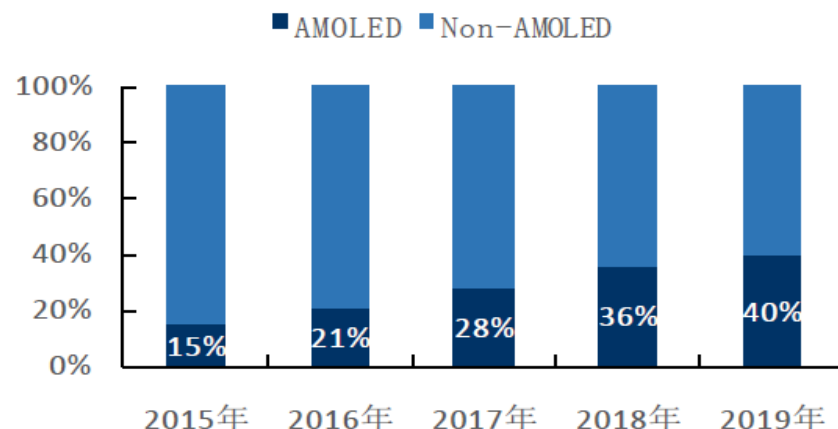
- CCL价格维持高位：上游树脂、玻纤和铜箔涨价和紧缺仍对覆铜板价格有较强支撑；
- 5G、半导体材料国产化：生益科技有望在5G周期代表国产自主品牌，提升在高频高速覆铜板领域的市场份额；BT树脂板是IC载板的主要材料，主要由日本厂商垄断市场，生益科技经过多年研发投入，已经有产品量产。



蓝思转债、林洋转债

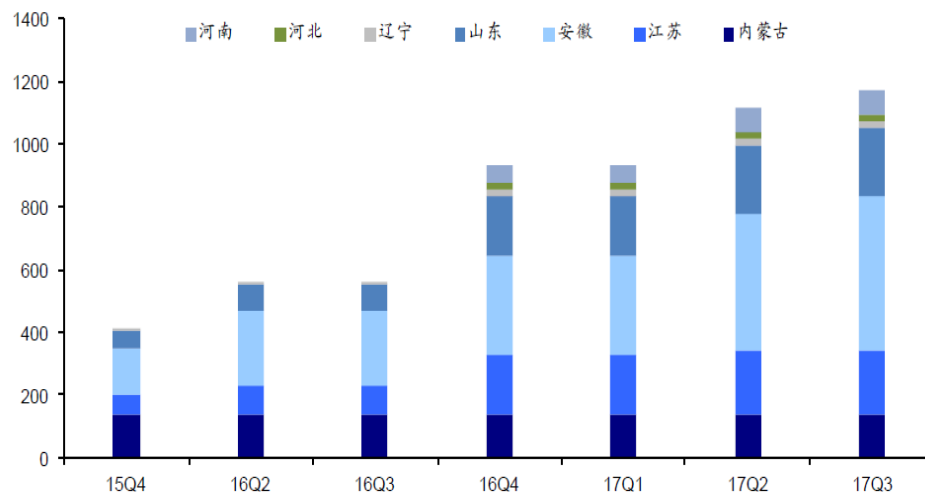
蓝思（玻璃盖板龙头的二次起航）

- “颜值+功能”双管齐下：无线充电+5G时代，非金属机壳中玻璃是目前成本最低，功能契合最好的材质；
- 延伸产业链布局未来：触控业务、蓝宝石业务、陶瓷业务提供多样化供货以及整合能力；
- 玻璃盖板进入壁垒高，公司为行业龙头企业。



林洋（分布式光伏景气周期）

- 电站运营收益率高：18年光伏上网电价已落地，分布式补贴仅下调0.05元/千瓦时，好于预期；而成本端由于N型高效电池的布局有望进一步下降；
- 电站扩张期：已并网约1.2GW，未来2-3年每年新增300-500MW装机；
- 传统电表业务继续受益南网招标和海外复苏。



• 分析师承诺

• 作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

• 风险提示

• 本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

• 证券投资咨询业务的说明

• 证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

• 证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

