

价高成硬伤 转债随股起舞难超越

□本报记者 张勤峰

近期在A股强势突进的同时,转债市场亦步亦趋也有不错的表现,但是整体仍然跑输正股,高价格、高估值、个券少的尴尬局面继续制约着转债的相对表现。市场人士指出,当前转债股性强,纯债收益率全数为负,已沦为类权益品种。后市来看,在A股均衡上涨的良好局面下,转债有望继续跟随A股起舞,但是估值问题仍是硬伤,存量萎缩也造成转债选择余地大减,未来转债主要是尾随A股波动,注意把握股市节奏、筛选个券、避免追高。

转债跟涨难掩窘境

19日, 经历持续上涨后的A股市场震荡加剧,个股表现分化,上证指数收盘微涨0.14%。沪深可转债跟随A股陷入震荡, 个券涨跌参半, 中证转债指数小跌0.74%。虽然整体走势雷同,但是转债较A股表现仍稍逊一筹。

自3月9日以来,A股市场展开一波凌厉攻势,大盘股和中小盘股演绎普涨,上证指数一鼓作气突破了2009年“四万亿”时期高点,19日盘中一度触及3600点,阶段涨幅逾10%。A股春意盎然背景下,转债重新焕发生机,中证转债指数自3月9日以来累计上涨8%左右,为年初以来持续时间最长和涨幅最大的一波上行。但是两相比较,A股已经刷新前期高点,转债才刚刚收复年初以来失地,转债与A股孰强孰弱高下立判。

有市场人士称,转债跑输A股已经不是一天两天的情况,归根究底,与转债价格、估值“双高”有很大关系。当前转债市场价格高、估值高,明显削弱了转债的

■观点链接

中信证券： 权益类牛市展开 机会与分化并存

随着两会为后续的经济发展路径定调,基本面对权益类市场有望同时进入上行通道,此轮牛市不再是2014年的“货币牛”而是互联网+新经济推动下的“基本面牛”。维持转债机会与分化并存的判断,机会确定是受权益类牛市行情展开而推动,分化则是指由于估值水平的高低以及行业结构调整等原因导致相对收益的分化。择券逻辑可以分为三点:1、绝对价位较低、个券性价比比较高,可以长期埋伏。转债平价较低意味着后续上涨空间较大,虽然部分个券目前估值较高,但较低的平价仍可以提供相对较高的涨幅;2、130元平价附近关注估值过度压缩转债。当转债平价涨至130元附近时,由于面临提前赎回压力转债估值将会快速压缩,在震荡上行行情中的市场回调期,

资金利率延续缓降 市场预期仍谨慎

□本报记者 王辉

周四(3月19日),央行在公开市场上继续通过开展7天期逆回购操作,维持资金面的平衡局面。同时,虽然本周公开市场操作以连续第四周净回笼收场,但周四银行间资金价格仍延续整体小幅下行势头。

央行公告显示,央行周四在公开市场进行了150亿元7天期逆回购,中标利率继

一级市场延续弱势 四期政金新债中标利率偏高

3月19日(本周四),国家开发银行招标增发了45亿元15年期固息金融债,进出口银行也增发了各60亿元的5年、7年和10年期固息新债。在资金价格预期依旧谨慎的背景下,上述四期利率新债中标定位仍相对偏弱。

具体来看,国开行15年期固息金融债的中标收益率为4.3070%,对应投标倍数1.79倍。银行间债市固息政策债(国开行)到期收益率曲线显示,15年期最新收益率为4.1930%附近,实际中标收益率要高出二级市场约10个基点左右;口行招标的5年、7年和10年期固息债中标收益率依次为4.10%、4.1703%和4.2243%,也较二级市场同期限品种高出2到5个基点左右。三期口行债认购倍数均在2倍左右的温和水平,其中5年和7年期品种投标倍数分别为2.17倍和1.82倍。

市场人士指出,当日公开市场7天期逆回购利率未能继续走低,在一定程度上影响了市场人气,主流机构对未来银行间资金价格下行仍信心不足,因此四期利率新债发行定位仍延续了近阶段一级市场的弱势格局。(王辉)

19日两市可转债涨跌表现及估值情况一览

名称	最新	涨跌幅(%)	正股涨跌幅(%)	到期收益率(%)	转股溢价率(%)	纯债溢价率(%)	平价底价溢价率(%)	类型	债券余额(元)
恒丰转债	147.12	1.96	3.39	-14.68	0.54	48.53	47.73	偏股型	277499000
歌华转债	186.65	0.72	1.32	-28.43	7.86	87.59	73.91	偏股型	1518801000
电气转债	143.90	0.50	1.56	-4.34	39.10	65.55	19.01	平衡型	6000000000
洛钼转债	186.15	-0.50	-0.73	-8.50	20.18	108.72	73.67	偏股型	4900000000
歌尔转债	164.01	0.50	-0.88	-6.34	36.74	83.55	34.23	偏股型	2500000000
海运转债	149.00	0.39	2.64	-38.33	7.62	49.61	39.01	偏股型	711414000
燕京转债	138.69	0.25	0.33	-46.73	10.77	40.11	26.49	偏股型	66578700
长青转债	144.57	0.19	-0.52	-5.40	2.84	64.56	60.02	偏股型	476539600
冠城转债	154.01	0.01	-0.36	-4.16	15.18	53.62	33.37	偏股型	1799880000
吉视转债	150.00	-0.05	-0.83	-5.55	25.75	70.02	35.21	偏股型	1699600000
深德转债	147.00	-0.08	3.59	-5.99	5.89	61.20	52.23	偏股型	1598049000
浙能转债	148.31	-0.20	1.41	-4.76	16.59	64.15	40.79	偏股型	1000000000
齐翔转债	145.51	-1.11	-0.93	-5.71	7.63	55.57	44.54	偏股型	760000000
深机转债	149.00	-1.36	-2.06	-12.45	15.61	48.81	28.72	偏股型	1991217100
民生转债	140.02	-2.28	-1.25	-6.04	19.33	50.17	25.84	偏股型	18435326000
东华转债	263.01	-2.59	-1.50	-18.46	5.06	185.09	171.36	偏股型	65372100
格力转债	163.61	-2.79	0.71	-8.11	34.31	80.78	34.60	偏股型	980000000

配置价值。以19日收盘数据为例,两市正常交易的17只转债市价最低的燕京转债为138.69元,最高的东华转债达到263.01元,结合大多数转债的强制赎回条款来看,130元的绝对价格是转债定价的分水岭,高于130元的转债将可能面临强赎及由此带来的价格回归的风险。价格高反映出当前转债普遍存在高估值的压力。从估值指标上看,目前转债到期收益率尽数为负值,纯债溢价率高企,转债基本全部沦为偏股型品种,而转债股性估值也已处在历史高位,电气、歌尔、格力三只新券转股溢价率甚至高于30%。

市场人士指出,债性弱、股性强,意味着当前转债走势很大程度上取决于正股,转债实际上已经沦为类权益产品,较高的股性估值则隐含了对股市非常乐观的预期,甚至有透支正股上涨前景的嫌疑。可以说,当前转债表现取决于正股,

转债估值极有可能出现过度压缩的情况;③“互联网+”成为两会关键词,新经济相关题材有望成为后续热点。个券重点关注:深机(基本面)、洛钼(基本面+估值)、歌尔(苹果题材+估值)、格力(基本面)、歌华(定增+转型)、14宝钢EB(转型)、吉视(转型)、海运(低估值)等。

国泰君安证券： 留一份清醒留一份弊

股票牛市中,转债迎来春天,股指上行通道依然坚固,转债跟随正股可能也会有较好的表现,但须留一份清醒留一份弊。主要理由是:1、股性估值过高成为转债上涨的最大制约。随着大量转债陆续退市,当前存量转债的整体股性估值已创过去几年新高,但由于未来两个月是转债供给的真空期,因此供需的失衡使得转债股性估值将会在较长时间内维持高位震荡态势,这也意味着转债相对

又很难超越正股,性价比不及正股,对于不存在投资品种约束的资金来说,配转债实际上不如配股票。过高的估值限制了转债表现,跑输A股也就不难理解。

股市犹可依 估值成硬伤

分析人士指出,造成当前转债高估值局面的主要有两原因,一是股市走牛,市场预期乐观,转债成为债券投资者分享股市行情的重要途径;二是转债大量退市,稀缺效应大幅推高存量转债估值。

当前的转债市场与一年前相比已经“改头换面”,沪深交易所现存20只可转债中有11只是一年内新发品种。个券数量和转债余额亦较前期大幅下降。据Wind统计,2014年8月以来,共有20只可转债退市,其中19只是因为触发强赎条款被提前赎回的。在转债纷纷退市、新增供给又跟不上的情况下,存量转债日

正股的弹性较小。即使后续正股能够继续上涨,触发强制赎回条款后的转债亦面临“紧估值”的压力,很难再有惊艳的表现。2、存量规模缩减过快,可选标的太少。当前存量转债规模已缩减至600亿元以下,转债市场日均成交额相对于2014年12月最高峰时已下降超过70%。可选标的无论从规模上还是数量上均受到很大的制约,这意味着即使投资者有进场冲动,“买不到量”却是一个很现实的问题,强行大量买入可能会导致转债股性估值进一步抬高。总的来说,不建议过分追高,以持有为主。标的方面,给予民生、浙能、洛钼、深燃、格力、冠城、歌华转债“增持”评级。

中金公司： 短期性价比稍高 增持着力点有限

未来一个月,转债供给仍然缺失,供求关系甚至在二季度都难以逆转,加上

益变得稀缺,估值自然大幅提升。从走势上看,在去年11、12月,转债指数涨幅持续高于A股,除反映转股价值的上升之外,明显表现出估值主动扩张的特征,其背后稀缺性概念是很重要的推手。中金公司等机构进一步指出,转债市场规模大幅萎缩,不仅导致存量转债估值高企、价格高企,而且限制了个券选择的余地,造成了当前转债市场的鸡肋状况。

不过,随着上周南山、中行、同仁相继退市,转债市场规模收缩最快的阶段正在过去。据Wind数据,目前还有恒丰、深燃、歌华、深机、冠城、海运等六只转债进入触发赎回累计期,另外齐峰即将进入赎回起始日,未来触发赎回的可能性也较大,但考虑到这些转债余额不多,进一步推高转债估值的可能性较小。当然,由于未来一两个月内,转债仍难见到大额供给,供需失衡的状况仍将在一定程度上给予存量转债估值支撑。国泰君安证券认为,未来转债股性估值将会在较长时间内维持高位震荡态势。

总体看,当前一方面价格高、估值高、个券少,使得转债配置价值和投资可操作性下降,但另一方面,正股行情仍然可以依靠,转债进入尾随正股的模式。海通证券报告指出,得益于新增资金流入,市场对A股市场走势比较乐观,转债跟随A股也会有较好的表现。建议从两方面考虑转债投资策略,一是积极申购新券;二是从相对估值与个券机会入手,筛选个券。对于即将触发提前赎回的个券,需防范转股溢价率下降带来的风险,而对于未满足赎回、估值稳定的个券,建议以持有为主。此外,如果个券出现120元左右的低吸机会,可以考虑适当介入。

来自纯债市场的机会成本降低,均有助于转债高估值的短期维持。不过,年中之后,随着新券进入赎回期,且供给提速,高估值将面临更大挑战。显然,高估值严重削弱了转债品种中期配价值,终点难惊喜,过程不放弃”判断不改。此外,投资者需要关注业绩期的拟发行情况,这可能改变投资者对中期价格的判断。从股市的角度看,近日资金面状况略好于预期,有助于短期震荡向上格局的延续,而市场风格有望更为均衡。这种市场格局之下,转债品种在债券子类品种中短期性价比稍高。可惜,过高的估值是确定性因素,而股市上涨和涨幅是变量,实际操作难度仍非常大,增持着力点有限,远不及精选股票。个券方面,重点关注新券中的宝钢EB、歌尔、洛钼及老券中的深机、齐峰、深燃等,民生、浙能等流动性较好、正股beta特性更强品种是波段操作的较好标的,格力、电气转债少量配置。

市场预期仍谨慎

对冲节前投放的流动性,但随着新一轮新股申购资金解冻、财政资金投放以及传闻央行增量续做MLF,近日市场资金供需状况仍持续得到改善。但需要关注的是,由于春节过后市场资金价格下行幅度不及预期,加上昨日央行逆回购利率未能进一步下行,主流机构对于后期资金价格下行空间的看法仍较谨慎,未来市场信心的恢复仍有待进一步宽松政策的提振。

2015年的GDP增长目标为7%。今年1-2月份,工业增加值累计同比增速仅为6.8%,3月份以来耗煤和房地产销售相对低迷,经济尚未出现企稳的迹象。一季度GDP预计将接近7%这一目标值,若中下旬投资进一步下滑,则有跌破7%的风险。因此,当前的货币政策实践依然围绕宏观经济目标临界点进行,以精细化操作为主,并随时准备调整。不过,政策目标过于精细化难免带来政策反复和滞后性,导致利率波动性提高,对此也需给予足够重视。(本文仅代表作者个人观点)

■交易员札记

债市调整料阶段性到位

周四(3月19日),整体资金面较宽松,利率互换repo利率陡峭下行10-15BP。现券二级市场交投较活跃,利率先后上下,早盘在一级市场口行发行遇冷的刺激下收益率上行3BP,午盘买盘积极带动收益率下行,全天利率整体变动不大。国债期债窄幅震荡,活跃合约TF1506收涨0.09%。

本轮债市调整已近三周,长端现券收益率反弹约20BP,TF1506跌幅达1.1%。引发本轮市场调整的主要原因有几个方面:一、资金面紧平衡,春节后资金回流速度慢于预期,资金成本高企使得持债收益下降;二、降息政策落地带来的利好出尽预期;三、地方政府债置换带来的供给冲击担忧;四、经济数据和

多因素推升需求 9个月国库现金定存利率走高

3月19日,财政部、央行招标300亿元9个月期国库现金定存,中标利率较上期大幅走高,亦高于同期限货币市场利率水平。

本期国库现金定存是今年的第三期,起息日为3月19日;前两期均为6个月品种,分别招标于1月和2月。招标结果显示,本期国库现金定存中标利率为5.25%,较去年5月29日招标的同期限品种上涨65BP。另外,市场人士表示,若考虑到缴纳准准因素,本期国库现金定存实际利率将接近6%,而近日中小银行发行的9个月期同业存单利率也仅在5.1%左右。

市场人士表示,多重因素导致本期国库现金定存利率走高。一是,19日有600亿元的6个月国库现金定存到期,本期招标的300亿元不足以弥补流出金额;二是,临近季末,商业银行特别是中小机构应对考核的资金需

国开行24日增发5期金融债

国家开发银行3月19日公告称,将于3月24日对2015年第一至五期金融债进行最新一次增发。

国开行本次招标增发的5期固息债期限包括1年、3年、5年、7年和10年,票面利率依次为3.64%、3.85%、3.76%、3.86%及3.81%,均为按年付息,本次增发规模分别为不超过40亿元、60亿元、60亿元、50亿元和90亿元,总额不超过300亿元。各期增发债券均采用单一价格

大公国际资信评估有限公司近日发布跟踪评级报告,将远东控股集团有限公司主体信用等级由AA-调整为AA,评级展望维持稳定,调整14远东MTN001信用等级为AA。

大公表示,做出上述调整理由如下:一、国家规范电缆行业发展的相关政策出台后,行业集中度将有所提高,有利于改善市场竞争环境;国内电网、交通相关领域投资持续增长为电线电缆行业创造了较好的需求环境;整体来看,远东控股面临的偿债环境有所优化。二、远东控股具

有较强的规模优势,市场占有率位居国内首位;随着特种导线、特种电缆项目逐步投产,电线电缆板块盈利能力有所提升;同时,远东控股通过收购优质资产推进上下游产业链的布局,有利于财富创造能力进一步提升。三、远东控股主业经营稳定、融资渠道畅通、外部偿债来源丰富,能够为偿债提供较好保障。

大公同时表示,关注到远东控股资产负债率较高、对外担保比率较高等风险,但上述风险未对远东控股生产经营产生重大不利影响。(葛春晖)

最新企业主体评级变动

企业名称	评级日	最新评级	评级展望	评级调整	前次评级	最新评级机构
湖南安道勃波罗股份有限公司	2015-3-19	AA	稳定	维持	AA	中诚信国际
马鞍山钢铁股份有限公司	2015-3-19	AA+	稳定	维持	AA+	中诚信国际
浙江省物产集团有限公司	2015-3-18	AAA	稳定	维持	AAA	中诚信国际
内蒙古包钢钢铁股份有限公司	2015-3-18	AA+	稳定	维持	AA+	联合资信
北京鑫鑫农业股份有限公司	2015-3-17	AA	稳定	维持	AA	联合资信
中国建筑一局(集团)有限公司	2015-3-17	AA	稳定	维持	AA	联合资信
南方水泥有限公司	2015-3-17	AA+	稳定	维持	AA+	新世纪
上海陆家嘴(集团)有限公司	2015-3-17	AAA	稳定	维持	AAA	联合资信
陕西延长石油(集团)有限责任公司	2015-3-17	AAA	稳定	维持	AAA	联合资信
云南解化清浩能源开发有限公司	2015-3-17	AA-	负面	维持	AA-	大公
山东钢铁集团有限公司	2015-3-17	AAA	稳定	维持	AAA	大公
北京中科金财科技股份有限公司	2015-3-17	AA-	稳定	维持	AA-	鹏元
扬州瘦西湖旅游发展有限公司	2015-3-17	AA	稳定	维持	AA	联合资信
福建省南平市高速公路有限责任公司	2015-3-17	AA	稳定	维持	AA	联合资信
浙江广通新材料股份有限公司	2015-3-17	AA	稳定	调高	AA-	大公
雅鲁江流域水电开发有限公司	2015-3-16	AAA	稳定	维持	AAA	中诚信国际
宁夏建材集团股份有限公司	2015-3-16	AA	稳定	维持	AA	新世纪
吉林省城市建设投资集团有限责任公司	2015-3-16	AA+	首次			大公
新疆生产建设兵团投资有限责任公司	2015-3-16	AA	稳定	维持	AA	大公
浙江仙琚制药股份有限公司	2015-3-16	AA-	稳定	维持	AA-	新世纪
上海国盛投资股份有限公司	2015-3-13	AAA	稳定	维持	AAA	新世纪
中建西部建设股份有限公司	2015-3-13	AA	稳定	维持	AA	中诚信国际
锦州新华龙铝业股份有限公司	2015-3-13	AA-	稳定	维持	AA-	大公
江阴中南重工股份有限公司	2015-3-13	A+	稳定	维持	A+	大公
富通集团有限公司	2015-3-13	AA+	稳定	维持	AA+	大公
成都市公共交通集团有限公司	2015-3-13	AA	稳定	维持	AA	大公
安阳市豫北金铂有限责任公司	2015-3-13	A+	负面	调低	AA-	大公