

# 上下两难 转债还看一级市场

□本报记者 张勤峰

2日,沪深转债(含可交换债)几乎全面跑输正股,高溢价所致的上涨弹性不足的问题依然突出。分析人士指出,在远离债底的情况下,转债表现仍要看正股脸色,但现有高估值隐含的股价预期过于乐观,限制转债跟涨能力,估值向上的想象空间有限;在近期正股波动时,转债仍表现出一定抗跌性,存量稀缺致转债估值存在向下刚性,但转债供给或已不远,高估值并非无忧,转债二级难有作为,一级市场才是投资者的向往。

## 行情回稳 转债跑输正股

本周A股市场逐渐走出上周后半周急跌的阴霾,股指止跌回稳,涨幅重新扩大。周三(12月2日),上证综指收高80.60点,报3536.91点,重新站上3500点,周初以来累计反弹2.93%;深证成指表现稍逊,但也连涨三日,累计反弹1.88%。

借A股回暖之势,沪深转债市场行情渐稳。本周前三日,中证转债指数温和走高,累计上涨0.63%,涨幅则远不及正股基准指数。特别是,周三转债正股全线飘红,转债市场继续追随走高,但个券全面跑输正股。

盘面显示,周三,沪深市场6支正常交易的传统转债及可交换债中5涨1跌,个券涨幅最高的是14宝钢EB,全天上涨3.67%,其次是涨幅为1.32%的15清控EB,两支传统转债格力、歌尔及可交换债15天集EB上涨均不到1%,15国盛EB则微跌0.07%,表现垫底。正股方面,14宝钢EB正股新华保险强势封涨停,15清控EB正股国金证券全天亦上涨4.93%,虽然格力转债涨幅仅为0.87%,但正股格力地产全天上涨5.73%,歌尔转债与15天集EB正股双双超过2%。

## 上下两难 区间运行

随着A股转暖,转债市场上涨弹性不足的问题再次暴露,而症结依然是转债高企的估值。

截至周三收盘的数据显示,目前存量转债及可交换债的转股溢价率大多超过40%,最低的格力转债为23.51%,最高的则是15天集EB的78.24%。从市价上看,传统转债中格力和歌尔全价均在150元上下,可交换债中宝钢EB、清控EB亦在150元以上,天集EB和国盛EB则接近115元。

分析人士指出,目前转债市场仍享受着典型的牛市估值,高转股溢价率隐含较高的正股上涨预期,且不说偏乐观的正股预期能否得到后续A股行情的验证,即便是A股继续走好,转股价值对转债价格的

可转债发行预案							
公司名称	方案进度	预案公告日	审核结果公告日期	发行方式	发行规模(亿元)	发行期限(年)	Wind行业
洪涛股份	董事会预案	2015-11-21		优先配售,网上定价和网下配售	12.0000	6	Wind资本货物
三一重工	证监会批准	2015-10-24	2015-5-20	优先配售,网上定价和网下配售	45.0000	6	Wind资本货物
澳洋顺昌	证监会批准	2015-8-4	2015-4-1	优先配售,网上定价和网下配售	5.1000	6	Wind运输
广汽集团	股东大会通过	2015-8-1		优先配售,网上定价和网下配售	60.0000	6	Wind汽车与汽车零部件
蓝色光标	证监会批准	2015-7-30	2015-5-29	优先配售,网上定价和网下配售	14.0000	6	Wind媒体
海印股份	股东大会通过	2015-6-28		优先配售,网上定价和网下配售	11.9000	6	Wind资本货物
辉丰股份	股东大会通过	2015-5-28		优先配售,网上定价和网下配售	12.0000	6	Wind材料
京能电力	股东大会通过	2015-5-16			N/A	20.0000	6
小商品城	股东大会通过	2015-5-7		优先配售,网上定价和网下配售	11.0000	6	Wind零售业
精工钢构	股东大会通过	2015-4-3		优先配售,网上定价和网下配售	7.0000	6	Wind资本货物
白云机场	股东大会通过	2015-3-31		优先配售,网上定价和网下配售	35.0000	5	Wind运输
陕西黑猫	股东大会通过	2015-3-31		优先配售,网上定价和网下配售	8.0000	6	Wind能源
厦门国贸	证监会批准	2015-2-4	2015-5-29	优先配售,网上定价和网下配售	28.0000	6	Wind资本货物
江南水务	股东大会通过	2014-12-30		优先配售,网上定价和网下配售	7.6000	6	Wind公用事业
九州通	证监会批准	2014-11-29	2015-5-29	优先配售,网上定价和网下配售	15.0000	6	Wind食品与主要用品零售
一汽模	股东大会通过	2014-11-5			N/A	42.0000	6
							Wind汽车与汽车零部件

拉动力度也会受到限制。同时,倘若正股继续走好,转债将因强赎风险而面临天然的上行阻力。因此,当接近强赎条款满足,转债跑输正股也是自然现象。

分析人士指出,在转债估值中,绝对价位和相对溢价率估值同样重要。从过去一段时间的经验来看,150元基本属于格力转债、歌尔转债、宝钢EB和清控EB的价格上限,余下的国盛EB和天集EB此前市价基本未超过120元,目前在115元一线,转债绝对价格向上也面临心理压力。

与此同时,本周A股IPO正式重启,随着权益融资功能恢复,传统转债供给重启可能也不会很远。Wind数据显示,目前已16家企业披露了转债发行预案,其中三一重工和洪涛股份是10月份以来披露的发行预期,前者已经获得证监会批准。目前已披露发行预案的转债拟募资规模合计达295.8亿元。

值得注意的是,在IPO宣布重启后,转债估值出现了主动压缩的情况。兴业证券报告指出,IPO重启影响转债的路径有三个:第一,通过正股作用转债。IPO暂停与重启

## 观点链接

### 国信证券:绝对价格也很重要

现在交换债和转债基本按照绝对价位分成两个团体:115价位附近的国盛EB和天集EB、150价位附近的15宝钢EB、15清控EB、歌尔转债、格力转债,此外还有长期停牌的电气转债、航信转债。两个不同价位团体主要的区别在于平价水平,天集EB、国盛EB的平价水平均远低于100,在市场稀缺性凸显,结构不均衡的情况下,平价水平极低时,转债/交换债的价格支撑更多的要看绝对价格的支撑。从这个角度来说,短期内国盛EB价格很难跌到115以下。对于平价在100以上的团体,可关注相对估值,同时随着平价升高,相对估值倾向于收缩,尤其是当平价接近130时,歌尔最近估值的明显压缩即来自于平价水平接近于130。如果往更长期看,交换债的供给可能放量,稀缺性可能被打破,绝对价值的支撑也就不稳固了。

### 中金公司:估值向上难度较大

目前可交换债已经开闸,而且已经展现出了较强的融资潜力,未来不排除会有更多的EB出现,尤

其是公募EB发行审批周期比传统转债更短,条款设计的空间更大,对于发行人来说也较有吸引力。会影响正股,进而影响转债。第二,转债新券的供给。此次新股暂停IPO的同时,转债的发行也被中断,而在新股重启后,转债发行也将提上日程,新券的供给增多后将改善目前转债稀缺的局面,很可能导致转债的定价模式出现改变。第三,“打新”是否形成新的资产品类,从而对其他资产造成分流。在这当中,市场最关注的还是转债供给可能动摇存量券稀缺性溢价。随着可交换债及转债供给恢复常态,转债稀缺性将下降,对存量转债高估值构成潜在压力。

兴业证券进一步指出,从短期来看,IPO重启或者新债发行,仍难以改变转债当前的绝对价格定价模式,第一,目前转债市场筹码稀缺;第二,转债新债供给速度估计不会很快,且无大盘品种排队。但中期转债定价模式回归的概率很高。管理层明确表示促进股债结合的融资方指向转债供给放开,交换债提速。这样,尽管没有大盘品种的发行,但供给增加后,量变终会引发质变,当可交易的转债增多后,只要股市不出现快牛行情,那么转债定价回归是必然事件。

当然,在存量券难有作为的局面下,市场反而期待转债市场迎来新鲜“血液”,特别是在恢复发行之初,供给冲击尚不明显,新发转债有定价优势,可能带来较好的“打新”机会。11月20日,15清控EB上市首日,全价最高至156.93元就是很好的例子。

多可交换债出现,尤其是公募可交换债发行审批周期比传统转债更短。与此同时,IPO已经重启,传统转债供给可能也不会很远。好在电气仍未复牌,且复牌后很有可能进入赎回倒计时。此外,就存量券(尤其是进入转股期品种)而言,在150元附近的价格上,若无正股推动,单靠估值继续向上难度已经较大。综合来看,估值基本持平或小幅压缩的可能性较大。

### 兴业证券:供给冲击多因大盘转债

由于转债新券供给速度一直慢,所以新债发行对市场的冲击更多的体现在大盘转债上。比较明显的冲击有中行转债发预案公布(首支大盘转债)、石化二期预案公布、平安转债上市等几个时点造成明显冲击,其余工行、民生、石化发布预案和正式上市,对市场造成的影响均有限。究其原因,大盘转债发行尽管意味着市场扩容,对需求造成压力,但具体影响如何,其实还需要观察当时的市场环境,比如工行转债上市时恰逢市场转暖,新增的供给反而满足了市场的需求。(张勤峰 整理)

## 评级下调不断 信用债排雷是关键

□本报记者 王姣

临近年关,信用违约风险继续发酵,仅12月以来,就有包括华研投资集团有限责任公司、绵阳科技城发展投资(集团)有限公司、宝钢集团韶关钢铁有限公司、潞安新疆煤化工(集团)有限公司等在内至少五起信用等级遭下调事件。市场人士指出,时至年末,企业资金链较为紧张,信用风险可能会进一步加剧,筛选排雷较为重要。而在经济下行压力仍然较大的背景下,产能过剩行业信用风险的释放只是开始,将会有越来越多的违约企业浮出水面,违约将会变得如同评级下调一样稀松平常。

### 警惕信用风险

岁末年关,越来越多的信用违约和信用评级遭下调事件,令市场担忧情绪进一步升温。分析人士认为,未来产能过剩的强周期行业、经营恶化的中低评级发行人信用风险仍很高,信用违约将会变得如同评级下调一样稀松平常,投资者避免踩雷仍需立足于客观、仔细剖析发行人自身经营财务状况。

光大证券提示投资者,目前绝对收益率已经接近2008年的低点,估值压力较大,并且时至年末,企业资金链较为紧张,信用风险可能会进一步加剧,筛选排雷较为重要。海通证券同时指出,经济仍在探底,企业信用基本面持续恶化,国家层面力推供给侧改革,打破刚兑和清理“僵尸企业”的决心较强,债券违约将呈常态化,应加大排雷力度,严防信用风险。

就违约企业的特征剖析来看,海通证券特别指出,评级调整已有反映。信用评级对于信用资质的反映整体滞后,但对重大信用事件反映较充分,15起信用事件主体中事发前平均发生评级下调2.9次,违约主体4.3次,评级连续下调或跨级别下调主体违约风险更高。此外,审计结果多有瑕疵,财务信息质量不佳,连年亏损或突发大额亏损,流动性衰竭,资不抵债,公司治理不佳等也是违约特征。

中诚信国际则接连发出三份公告,一则将宝钢集团韶关钢铁有限公司评级展望调整为负面,维持其主体信用等级为AA;二则决定维持潞安新疆煤化工(集团)有限公司的主体信用等级为AA,并将其评级展望由稳定调整为负面;三则下调宁德市南阳实业有限公司、福建安

### 交易员札记

## 资金面无忧 债市小幅震荡

虽面临IPO资金冻结高峰,但债市资金面仍维持宽松,短期品种较受青睐,1个月跨年和3个月跨春节品种成交增量。利率方面,7天期品种收益率略降,14天期品种收益率大降10bp,机构对短期资金状况维持乐观情绪。

周三债市交投平稳,整体收益率小幅下行。国债方面,各期限品种收益率涨跌互现早盘招标发行的5年期国债基本符合预期。1年期成交在2.57%,3年期成交在2.76%,中长期品种收益率有所上行,5年期上行1bp成交在2.85%,7年期成交在3.06%,10年期成交在3.05%~3.03%;政策性金融债方面,整体收益率下行约2bp,国开债1年期成交在2.74%,非国开债1年期成交在2.81%附近,3年期国开债成交在3.10%附近,3年期非国开债成交在3.16%附近,5年期成交在3.38%,7年期成交在3.56%,10年期成交在3.43%附近,10年期非国开债成交在3.59%;地方政府债方面,AAA品种3年期收益率下行1bp至3.15%,5年期收益率上行1bp至3.28%,7年期收益率下行1bp至3.47%。

信用品种收益率小幅波动,中低等级券种收益率小幅度上行,11月PMI低于预期,处于12年来历史同期新低,内外需均转差,生产急剧下滑,就业创2009年以来新低,经济面维持疲弱,11月经济及金融数据公布后,预期偏悲观。稳增长压力依旧较大,未来货币进一步宽松可期。(中银国际证券 斯竹)

## 续发五年国债需求可观

财政部于2日对2015年记账式附息(十九期)国债进行了第二次续发行招标。本期国债期限5年,票面年利率3.14%,按年付息。本次续发行竞争性招标面值总额280亿元,进行甲类成员追加投标。

据中债登披露,本次续发国债发行价格为102元/百元面值,发行参考收益率为2.8577%,实际发行280.5亿元,另据交易员透露,本次续发行边际中标利率为2.8922%,全场倍数2.28,边际倍数12.29。在中债到期收益率曲线上,1日银行间市场待偿期5年的国债收益率为2.8884%。

本期国债中标收益率低于二级市场利率,且认购情况较好,显示年底配置需求仍相对旺盛。市场人士指出,IPO造成的

## 年底交投谨慎 期债短期震荡为主

□本报记者 王姣

12月2日,国债期货市场冲高未果回落,五年期、十年期主力合约最终分别微涨0.05%、0.10%。与此同时,市场成交较为活跃,五年期国债持仓增加逾600手。

市场人士指出,当前经济基本面、政策面和资金面整体支撑债市继续走牛,期债亦有继续做多的愿望。但年底短期扰动因素增加,美联储加息或临近,汇率变化存在不确定性,谨慎情绪下机构交投热情有所降低,短期债市无明显方向性选择,料维持区间震荡走势。

### 债市冲高回落

周三,期债继周二的下跌后上演过山车行情。五年期主力合约TF1603早盘小幅高开回落后再升,最高上行至100.185元,午后一度出现跳水,但最终收红,且涨幅收窄至0.05%,成交37438手,日增584手至20117手。十年期主力合约T1603收盘报98.830元,上涨0.10%,成交19033手,日减仓811手至22496手。

“昨日期债开盘由于对前日下跌的修复出现上涨,但一方面股市蓝筹大涨,对期债的

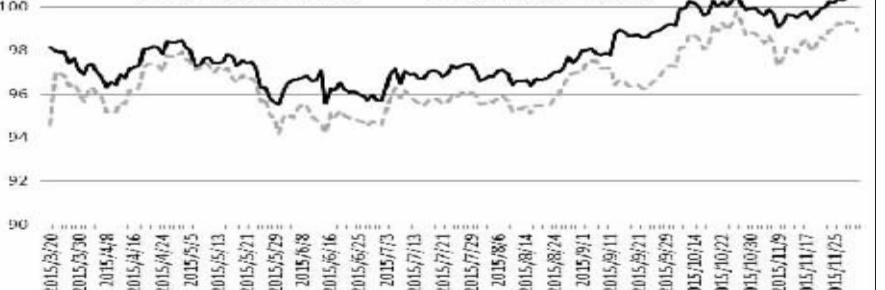
走高有一定压制。另一方面,由于价格已经达到阶段性高点,期债当前并没有持续上涨的动能。因此在冲高出现横盘后,期债价格难以继续上行而出现跳水,尽管最终收红,但不看好后市继续上涨。”瑞达期货表示。

现券方面,财政部昨日上午招标续发行的280亿元人民币五年期固息国债,中标收益率2.8577%,接近此前2.87%的市场预测均值。二级市场上,昨日10年期国债活跃券150023最新报价在3.0450%~3.03%,上日尾盘为3.06%~3.04%。10年期国开债150210券最新报价在3.43%~3.42%,上日尾盘为3.45%~3.42%。

方正中期期货研究员季天鹤告诉中国证券报记者,目前期债处于较为微妙的时刻。一方面,TF1603的价格距离前期高点已不遥远,本身也处于10月的高位水平。但10月9日经历暴涨达到这一水平后,此次上行可谓小步缓升,中间夹杂多次下跌调整以及大空单的打压,总体而言情绪较为谨慎。

### 短期料震荡为主

近期国债期货市场总体以宽幅震荡为主。分析人士指出,PMI数据低迷基本符合



市场预期,未来货币环境持续宽松仍将是主流,债牛基础仍然坚实,但时逢IPO及跨月,美联储加息逼近,人民币贬值压力逐步显现,短期收益率预计维持区间波动走势。

混沌天成期货研究员季成翔指出,基本面,PMI数据显示目前制造业仍然处于衰退中,企稳迹象并不明确,另一方面,猪肉价格显示10月CPI仍然没有可以担忧的地方,这些均对国债构成一定的利好支撑。然而,长短期利差仍然处于较低位置,短端利率并无明显下行意图,央行也没有在短端进行明显的引导,因此,国债市场并没有显示出明显的资金压力,而是仍然处于基本平稳的走势里。