

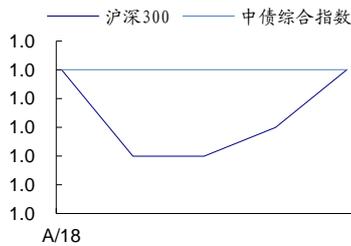
证券研究报告—深度报告

固定收益

转债专题

2019年04月03日

一年沪深300与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	119
中债长/中短期指数	122/121
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(十亿)	28.65/76.79/3.00

相关研究报告:

《固定收益专题报告: 国债期货对金融债、信用债的套期保值分析》——2019-03-29
 《专题报告: 哪些发债企业被重要股东减持?》——2019-03-18
 《专题报告: 又有哪些企业债券违约了?》——2019-03-26
 《固定收益专题报告: 股市成交金额的放大将拉动一季度GDP上升0.1%》——2019-03-15
 《苏银转债申购价值分析: 不容错过的大盘城商行》——2019-03-13

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

证券分析师: 柯聪伟

电话: 021-60933152
 E-MAIL: kecw@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080004

联系人: 金佳琦

电话: 021-60933159
 E-MAIL: jinjq@guosen.com.cn

独立性声明:

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

专题报告

2019年一季度转债市场回顾

● 一级市场发行回顾

- 1、发行如火如荼, 转债市场规模直逼 4000 亿:** 转债市场规模从 2018 年底的 2547.66 亿元增加至 2019 年一季度的 3261.86 亿元, 一季度新增规模 714 亿元, 存量券个数从 124 个上升至 145 个, 一季度新增数量 21 个。若考虑已发行未上市新券, 截至一季度末市场规模已达到 3717 亿, 即将突破 4000 亿大关。
- 2、破发零风险, 一级打新成香饽饽:** 随着股市开年红, 转债一级打新也迎来蜜糖期, 打新策略赚钱效应突出, 再次成为机构热捧的香饽饽。2019 年一季度发行并上市的 15 只新券中, 无一破发, 打新胜率达到了 100%, 上市首日开盘平均价格为 112.36 元, 平均打新收益率高达 12%。
- 3、网下新规重塑打新生态, 多账户乱象被监管遏制:** 3 月 25 日晚间, 证监会发行监管部发布《发行监管问答——关于可转债发行承销相关问题的问答》, 对于网下投资者参与可转债的申购金额的监管要求做出明确规定, 剑指网下多账户打新。

● 二级市场行情盘点

- 1、权益市场: 喜迎股牛头。** 2019 年一季度, A 股牛头显露, 两市交易活跃度大幅提升。随着开年社融数据企稳、宽信用格局初露端倪, 与此同时中美贸易战风险缓解, 市场风险偏好明显提升, 股市表现亮眼。
- 2、债券市场: 步入债牛尾。** 而避险资产涨势受阻, 2019 年一季度债券市场利率小幅下行, 我们认为这一阶段债牛已步入尾部。
- 3、转债市场: 开门红行情, 估值抬升, 但仍处于历史中枢以下。** 受益于股市的春季躁动, 中证转债指数在一季度累计上涨 18.19%。估值有所抬升, 但整体来看仍位于历史中枢下方, 处于合理估值区间。隐含波动率仍低于正股历史波动率, 期权价值尚未被高估。

● 个券条款进度梳理

- 1、发行人顺势而为促转股, 共 7 家下修转股价:** 一季度以来共出现 7 例转股价下修案例, 分别为蓝标、天马、湖广、岭南、海印、蓝思和众信, 其中前 6 家均已通过股东大会。
- 2、多只转债触发强赎, 转股数量大幅提升, 回售压力缓解:** 随着股价上扬, 一季度共有 6 只转债触发强赎制赎回条款。与火热的市场表现对应的是, 转债转股比例大幅提升。

● 投资者配置分析

- 1、主力坚守阵地, 社保有所减持:** 根据上交所数据, 一季度基金、年金、券商自营、券商资管、保险均在增持转债, 其中公募基金已连续三个月加仓, 仅社保、专户、信托小幅减持。
- 2、转债为债券型基金贡献弹性:** 从一季度基金表现来看, 配置转债仓位的债券型基金普遍比同类型产品具备更高的业绩弹性。

2019 年一季度转债市场回顾

一级发行回顾展望

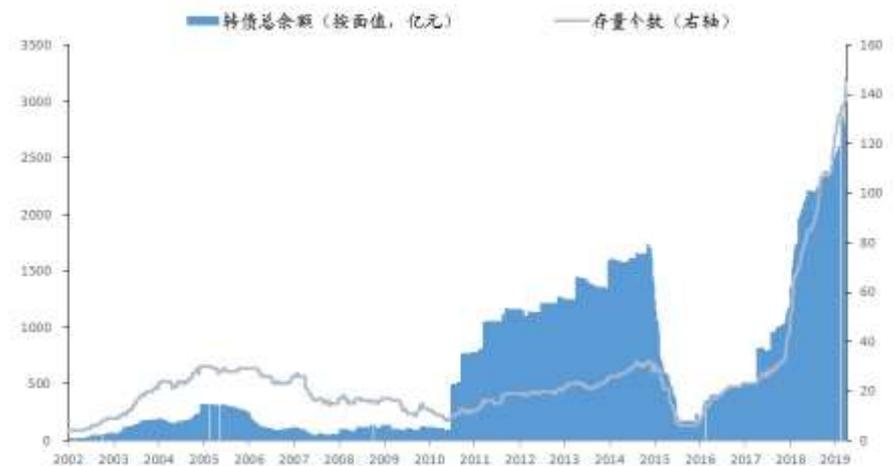
发行如火如荼，转债市场规模直逼 4000 亿

2019 年一季度新发行转债 36 只，合计发行规模 1266.13 亿元，其中包括大盘转债中信 400 亿、平银 260 亿、苏银 200 亿，中大盘转债招路 50 亿、通威 50 亿、中天 40 亿、浙商 35 亿；新上市转债 22 只，合计规模 872.65 亿元。一季度新发行可交换债 1 只，发行规模 1.5 亿；新上市可交换债 1 只，规模 6.2 亿。

2019 年一季度转债退市 2 只，分别为江南转债和三一转债，其中江南转债通过回售完成退出，回售金额占发行规模的 96.83%；三一转债触发强制赎回条款，通过转股完成退出，转股金额占发行规模的 99.79%。

总体来看，转债二级市场规模从 2018 年底的 2547.66 亿元增加至 2019 年一季度的 3261.86 亿元，一季度新增规模 714 亿元，存量券个数从 124 个上升至 145 个，一季度新增数量 21 个。若考虑已发行未上市新券，截至一季度末市场规模已达到 3717 亿，即将突破 4000 亿大关。

图 1：转债市场（含 EB）余额规模走势



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 2019 年一季度新发行转债一览

转债名称	发行公告日	发行总额 (亿元)	期限 (年)	上市日期
冰轮转债	2019-01-10	5.09	6	2019-02-21
平银转债	2019-01-17	260.00	6	2019-02-18
联泰转债	2019-01-21	3.90	6	2019-02-18
维格转债	2019-01-22	7.46	6	2019-02-19
尚荣转债	2019-02-12	7.50	6	2019-03-07
中宠转债	2019-02-13	1.94	6	2019-03-14
中来转债	2019-02-21	10.00	6	2019-03-22
长青转 2	2019-02-25	9.14	6	2019-04-03
中天转债	2019-02-26	39.65	6	2019-03-22
今飞转债	2019-02-26	3.68	6	2019-03-22
富祥转债	2019-02-27	4.20	6	2019-03-29
长城转债	2019-02-27	6.34	6	2019-03-20
万信转 2	2019-02-28	12.00	6	2019-03-25
中信转债	2019-02-28	400.00	6	2019-03-19
博彦转债	2019-03-01	5.76	6	2019-04-02
贵广转债	2019-03-01	16.00	6	2019-03-29
拓邦转债	2019-03-05	5.73	6	待上市
中鼎转 2	2019-03-06	12.00	6	待上市
视源转债	2019-03-07	9.42	6	2019-04-02
绝味转债	2019-03-07	10.00	6	2019-04-02
浙商转债	2019-03-08	35.00	6	2019-03-28
苏银转债	2019-03-12	200.00	6	2019-04-03
伊力转债	2019-03-13	8.76	6	2019-04-04
通威转债	2019-03-14	50.00	6	待上市
长信转债	2019-03-14	12.30	6	待上市
亨通转债	2019-03-15	17.33	6	待上市
迪森转债	2019-03-16	6.00	6	待上市
岱勒转债	2019-03-19	2.10	5	待上市
招路转债	2019-03-20	50.00	6	待上市
19 东创 EB	2019-03-22	1.50	3	待上市
中装转债	2019-03-22	5.25	6	待上市
大丰转债	2019-03-25	6.30	6	待上市
启明转债	2019-03-25	10.45	6	待上市
百姓转债	2019-03-27	3.27	5	待上市
精测转债	2019-03-27	3.75	6	待上市
现代转债	2019-03-28	16.16	6	待上市
亚药转债	2019-03-29	9.65	6	待上市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

破发零风险，一级打新成香饽饽

随着股市开年红，转债一级打新也迎来蜜糖期，打新策略赚钱效应突出，再次成为机构热捧的香饽饽。2019 年一季度发行并上市的 15 只新券中，无一破发，打新胜率达到 100%，上市首日开盘平均价格为 112.36 元，平均打新收益率高达 12%。其中收益率最丰厚的是尚荣转债，上市首日价达到 122 元，其次是贵广，上市首日 120 元。此外，两只大盘银行转债表现也十分亮眼，平银转债上市首日收获 114 元，中信上市首日 108 元，由于发行规模大，也为机构获取了不错的绝对收益。

表 2: 2019 年一季度转债新券的上市首日表现

转债名称	发行公告日	上市日期	上市首日转股价值(元)	上市首日转股溢价率(%)	上市首日开盘价(元)
浙商转债	2019-03-08	2019-03-28	85.55	24.80	105.99
贵广转债	2019-03-01	2019-03-29	126.08	-6.20	119.96
万信转 2	2019-02-28	2019-03-25	112.19	5.81	114.98
中信转债	2019-02-28	2019-03-19	85.91	25.72	107.64
富祥转债	2019-02-27	2019-03-29	124.10	-7.33	119.95
长城转债	2019-02-27	2019-03-20	106.66	4.83	113.47
中天转债	2019-02-26	2019-03-22	98.35	16.05	111.78
今飞转债	2019-02-26	2019-03-22	106.32	1.93	108.96
中来转债	2019-02-21	2019-03-22	116.12	-1.02	114.71
中宠转债	2019-02-13	2019-03-14	101.24	11.62	109.72
尚荣转债	2019-02-12	2019-03-07	124.90	-5.36	122.20
维格转债	2019-01-22	2019-02-19	100.60	5.50	106.26
联泰转债	2019-01-21	2019-02-18	100.57	6.27	103.68
平银转债	2019-01-17	2019-02-18	96.52	18.19	113.98
冰轮转债	2019-01-10	2019-02-21	104.89	9.18	112.06

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

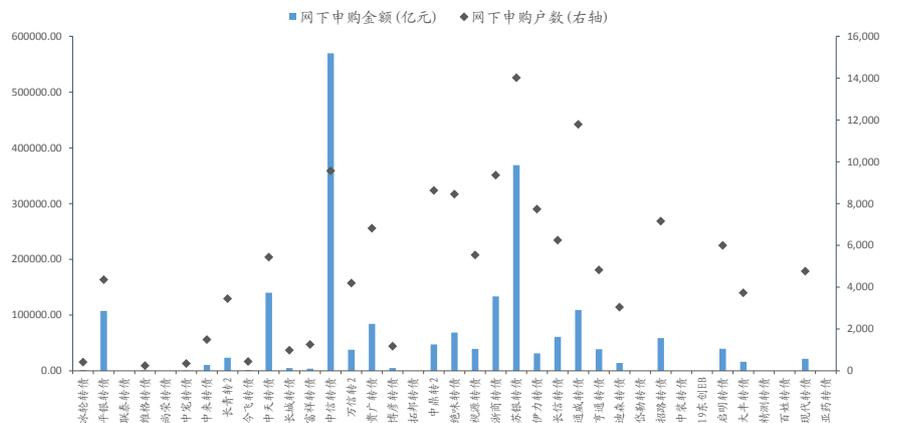
申购资金大量涌入，中签率突破历史新低

一季度转债打新如火如荼，机构参与热情高企。一方面，从去年四季度以来，转债发行由“原股东配售+网上”的发行方式回归“原股东配售+网上+网下”的发行方式，今年一季度新发的 37 只转债中，29 只均设置网下环节，这为机构参与打新提供有利渠道；另一方面，丰厚的打新收益率和极低的破发风险吸引大量资金涌入，申购金额频创新高，中签率突破历史新低。

举例来看，平银转债网下申购资金 10.75 万亿，首次突破 10 万亿元，而随后发行的中信转债网下申购资金 56.96 万亿，参与户数 9572 户，再创新高。与此同时中签率重回万时代，一季度转债新券平均中签率为 0.06%，其中最低的视源转债中签率达到 0.006%，突破历史新低。

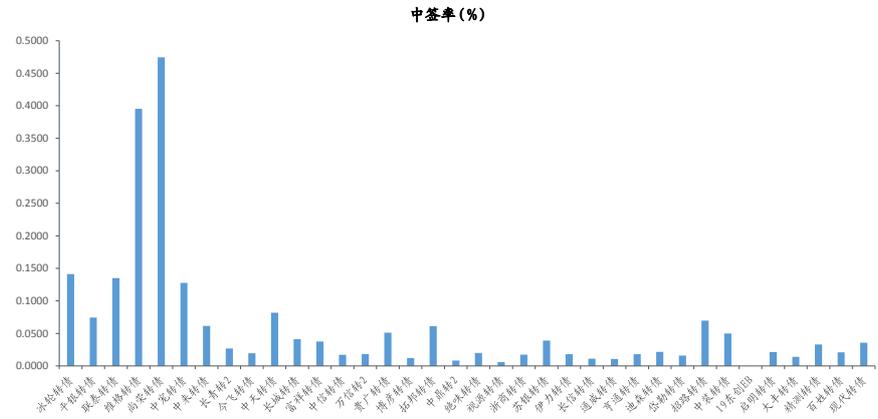
打新资金来源中，券商自营成为一股不可忽视的新增力量。平银转债的 10.75 万亿网下申购资金中，来自券商自营 4.115 万亿，占比 38%；而中天转债的 14 万亿网下资金中，来自券商自营 6.4 万亿，占比 45.9%。

图 2: 2019 年一季度转债新券网下申购金额及户数



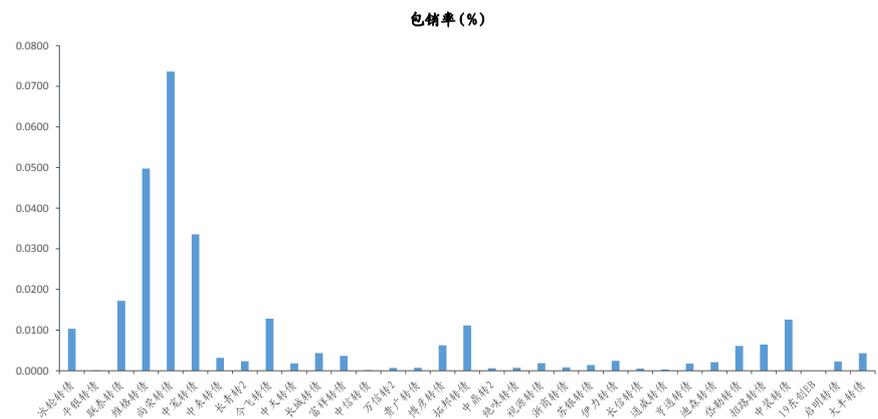
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 2019 年一季度转债新券中签率 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2019 年一季度转债新券主承销商包销率 (%)



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

网下新规重塑打新生态，多账户乱象被监管遏制

3月25日晚间，证监会发行监管部发布《发行监管问答——关于可转债发行承销相关问题的问答》，对于网下投资者参与可转债的申购金额的监管要求做出明确规定，剑指网下多账户打新。

由于一季度以来转债打新收益可观，以“躺着赚钱”之名深受市场热捧，部分投资者为抢获筹码，申请多账户顶格打新，申购金额远远超出其实际资金实力，这些账户很多并无实际产品运营，因而被市场戏称为“拖拉机账户”。监管层此次明确规定：（1）网下投资者申购可转债时不得超资产规模申购；（2）同一网下投资者的每个配售对象参与可转债网下申购只能使用一个证券账户。投资者管理多个证券投资产品的，每个产品可视作一个配售对象。其他投资者，每个投资者视作一个配售对象。

新规推出后，网下打新生态将被重塑，以下几点值得注意：

（1）中签率将有所提升：举例来看，在新规前的几只大规模新券中，通威转债的11796户网下申购账户中，有7383户均为重名账户，剔除重名户后的申购账户剩余4413户，若按新规要求，剔除重名账户，则有效申购金额由10.9万

亿降至 3.5 万亿，中签率由 0.0111% 升至 0.0341%。同理，苏银转债的有效申购金额将由 36.9 万亿降至 13.9 万亿，中签率由 0.0389% 升至 0.1028%。

表 3: 剔除网下申购重名账户的中签率测算

名称	发行规模 (亿元)	网下申购 户数(户)	网下申购金 额(亿元)	网下中签率 (%)	网下重名账 户(户)	剔除重名户后: 网下申购户数(户)	剔除重名户后: 网下申购金额(亿元)	剔除重名户后: 网下中签率(%)
亨通转债	17.3	11037	100786.0	0.0077	6207	4830	38840.0	0.0181
长信转债	12.3	6253	60848.0	0.0107	3318	2935	24692.2	0.0264
通威转债	50.0	11796	108953.0	0.0111	7383	4413	35456.9	0.0341
伊力转债	8.8	7739	31354.2	0.0181	4035	3704	13754.5	0.0413
苏银转债	200.0	14022	368903.9	0.0389	7717	6305	139644.4	0.1028
浙商转债	35.0	9366	133447.3	0.0173	5149	4217	52306.2	0.0442
中鼎转 2	12.0	8630	47305.6	0.0083	4270	4360	21686.1	0.0181
中信转债	400.0	9572	569641.3	0.0182	4976	4596	184777.7	0.0561
富祥转债	4.2	1261	3910.3	0.0412	454	807	2328.1	0.0692
中天转债	39.7	5441	140121.5	0.0195	2328	3113	58119.0	0.0470
今飞转债	3.7	452	1297.4	0.0819	87	365	1010.3	0.1051

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

(2) 一级配售结构将更均衡: 从新规前新券的打新资金来源来看, 以券商自营等为代表的非公募机构是主力, 也是多账户申购的核心主体。实施新规后, 将清理大部分非公募的无效申购资金, 非公募网下配售比例将大幅下降, 与此同时, 公募机构的一级配售比例提升, 打新结构将更均衡。

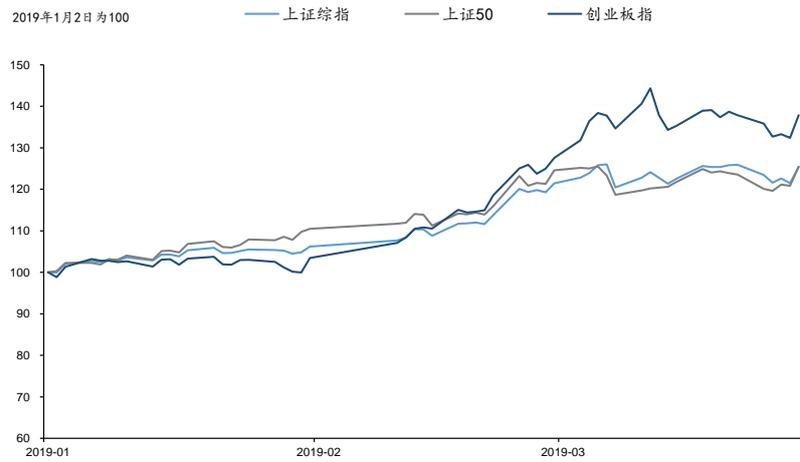
(3) 二级定价回归中性, 上市抛压或将降低: 原多账户打新的获配筹码在二级上市初期存在集中抛售现象, 往往对上市初期新券定价造成一定压力, 随着配售结构趋于均衡化, 公募基金、保险等配置盘的获配筹码在二级上市初期集中抛售的概率较低, 新券上市抛压情况或将改善。

二级市场行情盘点

1、权益市场：喜迎股牛头

2019年一季度，A股牛头显露，两市交易活跃度大幅提升。随着开年社融数据企稳、宽信用格局初露端倪，与此同时中美贸易战风险缓解，市场风险偏好明显提升，股市表现亮眼。截至2019年3月29日收盘，上证综指报收3091，一季度上涨25.37%，上证50指报收2838，一季度上涨25.44%，创业板指报收1694，一季度上涨37.83%。

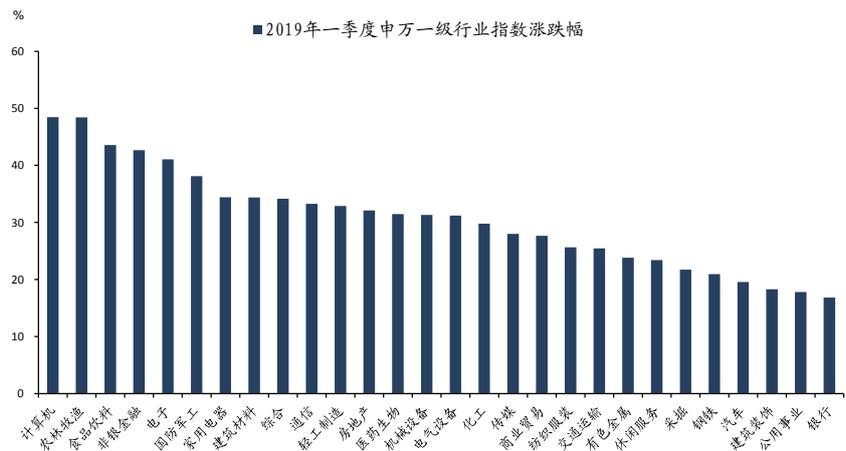
图 5: 2019 年一季度股市行情回顾



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从板块表现来看，申万 28 个一级行业全线上涨。其中，计算机领涨(+48.5%)，其次是农林牧渔(+48.4%)、食品饮料(+43.6%)，相对而言银行(+16.9%)、公用事业(+17.8%)、建筑材料(+18.3%)涨幅较小。

图 6: 2019 年一季度各行业板块涨跌幅

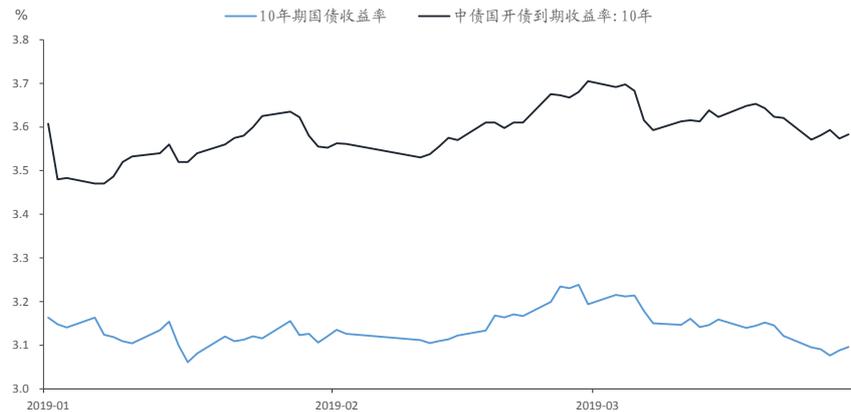


数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2、债券市场：步入债牛尾

而避险资产涨势受阻，2019年一季度债券市场利率小幅下行，我们认为这一阶段债牛已步入尾部。截至一季度末，10年期国债收益率从年初的3.22%下行12BP至3.10%，10年期国开债收益率从3.64%下行6BP至3.58%。

图 7：2019 年一季度债市行情回顾

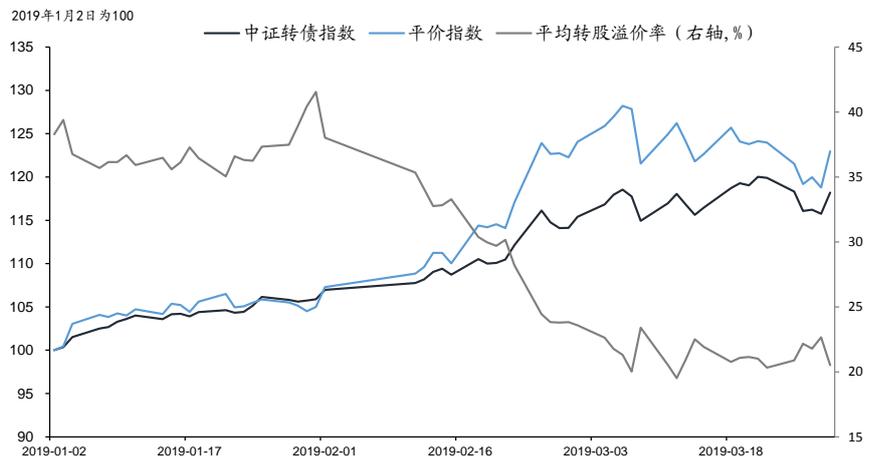


数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

3、转债市场：开门红行情，估值抬升，但仍处于历史中枢以下

受益于股市的春季躁动，中证转债指数在一季度累计上涨 18.19%，平价指数一季度累计上涨 22.96%，转股溢价率压缩 17.77 个百分点。

图 8：2018 年转债市场行情回顾

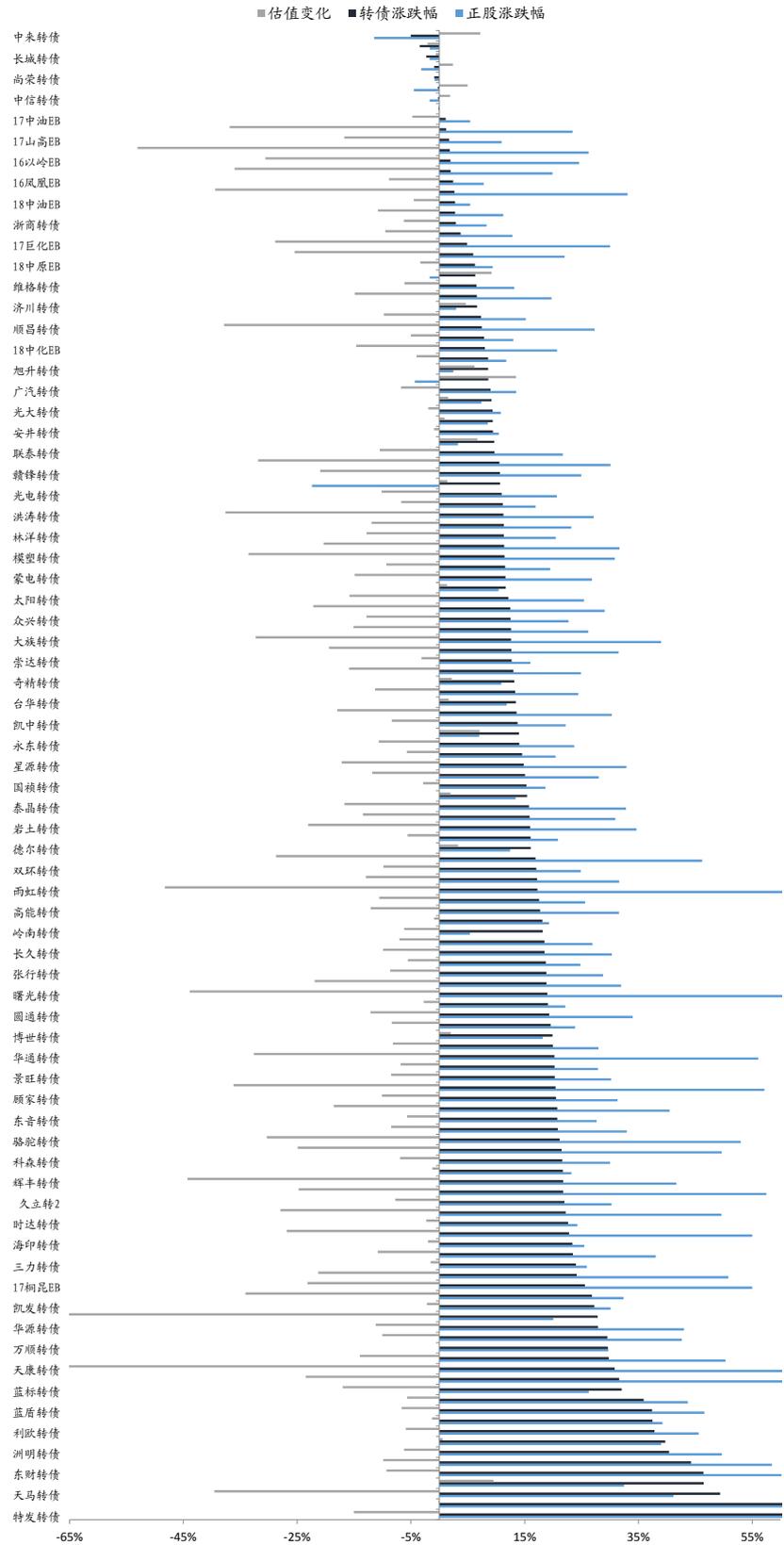


数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从个券表现来看，我们统计存量标的年初以来涨跌幅，期间上市新券统计区间为上市首日开盘至 2019 年 3 月 29 日。截至一季度末存量标的共 145 只，135 只上涨，仅 10 只小幅下跌（均为 3 月中下旬上市的新券）。

其中，涨幅居前五的分别为特发转债（+72.95%）、广电转债（+64.20%）、天马转债（+49.35%）、盛路转债（+46.49%）和东财转债（+46.44%）。

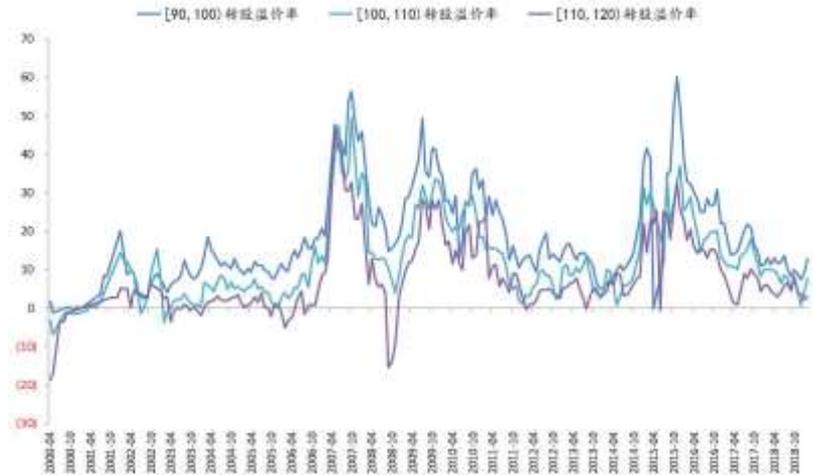
图 9: 2019 年一季度转债个券表现回顾



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

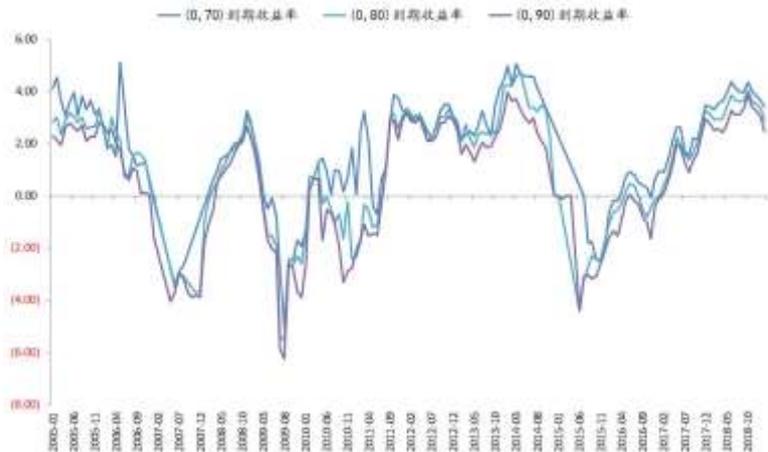
估值有所抬升，但整体来看仍位于历史中枢下方，处于合理估值区间。分类型看，对于偏股型转债，一季度末转股价值位于[90,100)、[100,110)、[110,120)的转债平均转股溢价率分别为 16%、8%、3%，较去年年底显著抬升，但仍处于历史 44%、42%和 36%分位值。对于偏债型转债，一季度末转股价值位于(0,70)、(0,80)、(0,90)的转债平均到期收益率分别为 2.4%、2%、1.5%，较去年年底显著回落，但仍处于历史 75%、72%和 73%分位值。

图 10: 偏股型转债平均转股溢价率走势



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 11: 偏债型转债平均 YTM 走势



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

转债隐含波动率仍低于正股历史波动率，期权价值尚未被高估。截至一季度末，通过转债价格倒推的全市场平均隐含波动率仍处于历史 50%分位值以下，且低于正股的长期（240 日）历史波动率和短期（60 日）历史波动率，可见目前转债的期权价值尚未被高估。

图 12: 转债隐含波动率与正股历史波动率对比



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

个券条款进度梳理

发行人顺势而为促转股，共 7 家下修转股价

由于 2018 年股市疲弱，部分转债老券正股经过去年一年的下跌后，转股价值较低，转股难度略大。随着大盘触底反转，正股股价开启上行通道，发行人在此时启动下修转股价条款，则可一次性将平价抬至面值以上，大幅提升转债弹性，为后续的转股退出做好充分准备。

在此背景下，一季度以来共出现 7 例转股价下修案例，分别为蓝标、天马、湖广、岭南、海印、蓝思和众信，其中前 6 家均已通过股东大会。从修正幅度来看，天马、湖广、岭南、海印均一次修正到位，下修后平价上升至面值以上，蓝标、蓝思下修未到底部，修正后平价在 90 元下方。从二级市场表现来看，董事会决议公告次日开盘全部收获上涨，平均涨幅 2.85%，股东大会决议公告次日平均涨幅 0.39%，其中修正到位的 4 只均上涨，而修正不到位的蓝标、蓝思在公告次日小幅下跌。

表 4: 2019 年一季度转债转股价修正一览

转债名称	董事会决议公告日 (实际)	股东大会决议公告日 (实际)	下修前平价	下修后平价	董事会决议公告次日开盘涨跌幅	股东大会决议公告次日开盘涨跌幅
众信转债	2019-3-28	2019-4-16			1.31%	
蓝思转债	2019-3-10	2019-3-29	53.42	85.76	7.04%	-2.18%
海印转债	2019-3-13	2019-3-29	90.00	105.28	5.00%	0.71%
岭南转债	2019-3-5	2019-3-21	87.02	111.83	2.01%	0.75%
湖广转债	2019-2-10	2019-2-21	77.26	101.64	1.32%	2.07%
天马转债	2019-1-15	2019-1-31	66.85	102.44	2.78%	1.16%
蓝标转债	2019-1-17	2019-1-30	72.97	88.17	0.51%	-0.15%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

多只转债触发强赎，转股数量大幅提升，回售压力缓解

随着股价上扬，一季度共有 6 只转债触发强制赎回条款，包括已退市的三一转债，存量的盛路、东财、常熟、康泰、广电。由于强制赎回条款属于发行人的权利而非义务，触发后发行人可自行选择是否行使赎回权，一方面多数发行人有强烈促转股需求，另一方面发布强赎公告后往往面临集中转股，或对正股股价造成稀释抛压，权衡这两方面，发行人做出了不同的选择。例如三一、东财、

常熟、康泰先后发布公告行使提前赎回权，广电公告不行使提前赎回权，盛路则未发布明确公告，默认暂不行使。

另外，即将触发赎回条款的转债也值得关注，截至一季度末，景旺、横河、鼎信、蓝标的强赎条款累计天数已经达到 10 天以上，若股市坚挺，大概率将在二季度触发赎回条款。

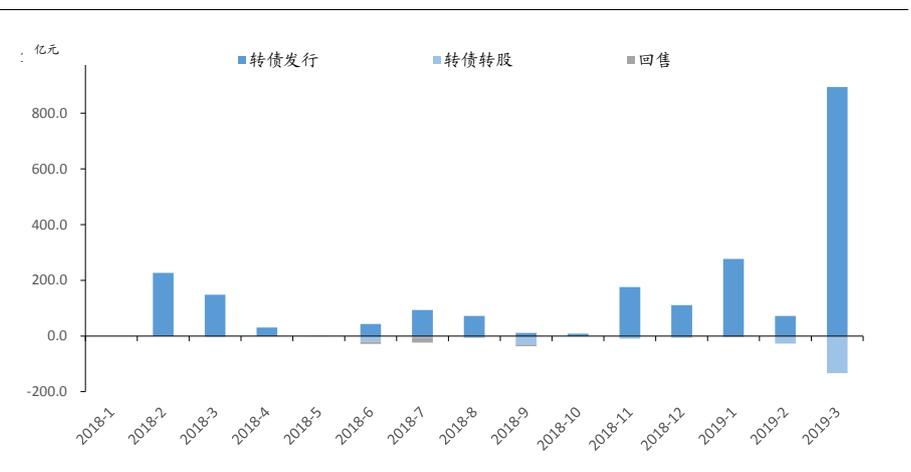
表 5: 2019 年一季度转债强制赎回触发进度一览

	赎回期起始	强赎条款累计进度 (截至 2019/3/29)	触发强赎日
三一转债(退市)	2016-07-04	--	2019-02-28
盛路转债	2019-01-23	100.00%	2019-03-13
东财转债	2018-06-26	100.00%	2019-03-13
常熟转债	2018-07-26	100.00%	2019-03-18
康泰转债	2018-08-07	100.00%	2019-03-20
广电转债	2019-01-03	100.00%	2019-03-28
景旺转债	2019-01-14	86.67%	
横河转债	2019-02-01	80.00%	
鼎信转债	2018-10-22	73.33%	
蓝标转债	2016-06-27	66.67%	
利欧转债	2018-09-28	53.33%	
道氏转债	2018-07-04	46.67%	
17 桐昆 EB	2018-08-03	40.00%	
蓝盾转债	2019-02-18	40.00%	
苏农转债	2019-02-11	26.67%	
天马转债	2018-10-23	20.00%	
湖广转债	2019-01-04	13.33%	
国祯转债	2018-05-30	6.67%	
三力转债	2018-12-14	6.67%	
凯发转债	2019-02-11	6.67%	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

与火热的市场表现对应的是，转债转股比例大幅提升。2019 年一季度全市场合计转股/换股 162.3 亿，其中，三一转债单季度转股比例 91%，成功完成转股退出。其他高价券也已有不少转股，例如盛路转债一季度转股 83%，广电转债一季度转股 76.6%，横河、万顺、东财、蓝标、蓝盾转股比例均超过 50%。

图 13: 转债余额变动统计



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

表 6: 2019 年一季度主要转债转股进度

	一季度转股金额 (万元)	一季度转股比例 (占发行额)
三一转债(退市)	40.95	91.0%
盛路转债	8.30	83.0%
广电转债	6.12	76.6%
横河转债	0.97	69.2%
万顺转债	6.06	63.8%
东财转债	29.43	63.3%
蓝标转债	8.22	58.7%
蓝盾转债	2.96	55.0%
利欧转债	10.55	48.0%
常熟转债	14.19	47.3%
鼎信转债	2.75	45.9%
道氏转债	1.61	33.4%
景旺转债	3.16	32.4%
骆驼转债	2.07	28.9%
康泰转债	0.98	27.6%
铁汉转债	2.63	23.9%
三力转债	1.48	23.8%
湖广转债	3.57	20.6%
金农转债	1.03	15.8%
江银转债	2.39	11.9%
凯发转债	0.34	9.7%
东音转债	0.08	2.8%
国祯转债	0.16	2.6%
德尔转债	0.09	1.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

回售进度来看, 江南转债多次触发回售条款, 一季度回售剩余的 2200 万元, 完成最终退出。格力转债 1 月份触发第二次回售, 但由于转债价格高于回售价格, 回售数量较少, 一季度共回售金额 2300 万 (按面值), 回售比例 2.4%。此外, 蓝标转债因变更部分募投项目触发附加回售条款, 一季度回售 2600 万 (按面值), 回售比例 1.8%。

存量转债中, 临近回售期的转债有航信、蓝标、国贸、九州、顺昌、广汽 (剩余 1 年以内), 其中转股价值低于回售触发线的仅有航信和顺昌。随着后续股牛行情继续演进, 预计这几只转债今年回售压力均较小。

表 7: 2019 年一季度主要转债回售进度

回售	回售金额 (万元)	回售比例 (占发行额)
江南转债(退市)	0.22	2.9%
格力转债	0.23	2.4%
蓝标转债	0.26	1.8%

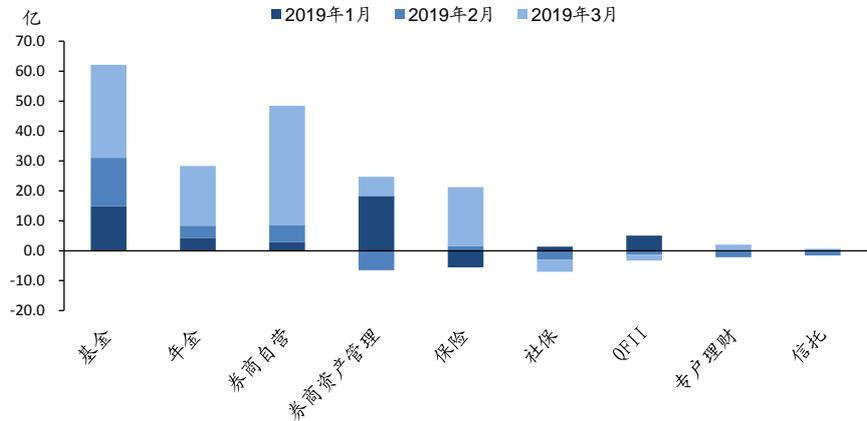
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资者配置分析

主力坚守阵地, 社保有所减持

根据上交所数据, 2019 年一季度基金、年金、券商自营、券商资管、保险均在增持转债, 其中公募基金连续三个月加仓, 一季度合计增持转债金额 62 亿, 年金、券商自营、券商资管、保险分别增持 28.3 亿、48.5 亿、18.2 亿、15.7 亿, 仅社保、专户、信托小幅减持。

图 14: 主要投资者一季度增减持转债金额 (上交所)



数据来源: 上证债券信息网、国信证券经济研究所整理

转债为债券型基金贡献弹性

从一季度基金表现来看, 配置转债仓位的债券型基金普遍比同类型产品具备更高的业绩弹性。我们按照 2018 年年报筛选转债投资规模超过 5000 万、转债市值占净值比超过 20% 的债基, 分类型看:

配有转债的二级债基平均收益 7.4%, 超过全部二级债基平均收益 5.57%, 明星产品如广发聚鑫 A (一季度收益 12.95%)、易方达安心回报 A (一季度收益 7.8%)。

配有转债的一级债基平均收益 3.82%, 超过全部一级债基平均收益 2.54%, 明星产品如诺安优化收益 (一季度收益 8.57%)、富国天丰强化收益 (一季度收益 5.47%)。

配有转债的中长期纯债基平均收益 4.42%, 超过全部中长期纯债基平均收益 1.22%, 明星产品如中银永利半年 (一季度收益 4.7%)。

配有转债的偏债混合型平均收益 12.17%, 超过全部偏债混合型平均收益 4.66%, 明星产品如东方红配置精选 A (一季度收益 9.3%)。

转债基金平均转债仓位 86% (按 18 年末), 一季度平均收益 14.93%, 其中业绩表现名列前茅的有博时转债增强 A (一季度收益 22.16%)、华安可转债 A (一季度收益 21.65%)。

表 8: 配置转债的明星债基 (仅列示部分)

代码	名称	市值(亿元)	持有转债市值占净值比(%，18 年末)	投资类型	2019 年一季度收益率
320004.OF	诺安优化收益	0.85	91.53	混合债券型一级基金	8.57%
161010.SZ	富国天丰强化收益	1.74	67.78	混合债券型一级基金	5.47%
000118.OF	广发聚鑫 A	2.79	63.68	混合债券型二级基金	12.95%
110027.OF	易方达安心回报 A	49.08	74.72	混合债券型二级基金	7.80%
005974.OF	东方红配置精选 A	25.79	45.48	偏债混合型基金	9.30%
002826.OF	中银永利半年	4.46	43.84	中长期纯债型基金	4.71%
050019.OF	博时转债增强 A	1.70	88.93	转债基金	22.16%
040022.OF	华安可转债 A	1.48	94.06	转债基金	21.65%

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032