

# 转债防御性凸显，震荡市下业绩为王

## ——转债周报（2016/5/9）

分析师 李真

执业证书编号 S0890513110002

电话 021-20321298

邮箱 lizhen@cnhbstock.com

研究助理 王震

电话 021-20321005

邮箱 wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话:

021-20321304

### 相关研究报告

- 1 《警惕股市调整、债市流动性冲击双重风险——转债周报》2016.04.25
- 2 《关注估值压缩中的机会——转债周报》2016.04.18
- 3 《配置价值仍不明显，关注基建复苏带来的机会——转债周报》2016.04.11
- 4 《配置价值尚未显现，博弈短期机会——转债周报》2016.04.05
- 5 《上涨空间受高估值压制，还看打新——转债周报》2015.12.28
- 6 《“蓝标转债”发行，杀估值进行时——转债周报》2015.12.21
- 7 《发行审核窗口重新打开，存量转债承压——转债周报》2015.12.14
- 8 《可交换债供给加速，存量转债估值压力大——转债周报》2015.12.07
- 9 《“黑色星期五”再现，继续保持观望——转债周报》2015.11.30
- 10 《15清控EB上市首日表现火爆，关注一级供给——转债周报》2015.11.23
- 11 《不再被雪藏，可交换债借“盘活存量”而重生》2015.8.18

### ◎投资要点:

◆ **市场回顾：A股下跌，转债小幅上涨。**截止上周五收盘，上证指数报2913.25点，周下跌0.85%；深成指收于10100.54点，周下跌0.4%；创业板收于2129.19点，周微跌0.45%。从成交额来看，沪深两市总成交额22088.17亿元，日均成交额明显回升。转债方面，由于有债底的保护，个券的抗跌性的特征凸显。上周，中证转债指数微涨0.22%。具体到个券，除了三一转债（-1.9%）、15清控EB（-0.8%）、15天集EB（-0.1%）三只转债下跌外。其他上市交易的15只转债均有所上涨。总体上，转债体现出跟涨不足，抗跌有余的特点。

◆ **转债正股一季报分析。**截止目前，20只转债发行人的2015年年报和2016年1季报已经公布。从16年一季报来看，20家发行人中有11家公司的归属母公司的净利润同比增长，9家公司的归属于母公司的净利润同比下降。一季度业绩表现比较抢眼的公司中，三一重工由于一季度经济有所回暖导致工程机械需求大幅回升，净利润同比增长338.51%；广汽一季度净利润增速达到263.7%，主要是因为包括传祺的持续火热销售和广菲克的扭亏并维持高速增长。蓝色光标业绩大增的主要原因在于去年同期确认投资损失，基数很低，从一季度的绝对值来看，业绩一般。江南水务的高速增长得益于工程安装和污水处理业务的增长，不过更深层的原因在于股权激励带来的内生动力。厦门国贸一季度的靓丽业绩主要是受益于公司供应链管理、房地产经营、金融服务三大主业间跨界融合以及协同效应的增强。一季度业绩下滑较大的公司中，格力地产归属于母公司净利润同比减少80.68%，主要是由于上年度处置可供出售金融资产取得的投资收益产生的净利润7.6亿元导致上年度的基数较高。歌尔声学的一季度的业绩也有所下滑，主要是因为公司尚处转型阶段。澳洋顺昌的一季度归属于母公司的净利润同比减少24.63%，主要原因为自2015年下半年LED芯片价格下降幅度较大，LED业务利润下滑幅度较大所致。

◆ **转债防御性凸显。**从近期转债的个券和正股的表现来看，呈现如下特征：当正股上涨时，对应转债小幅下跌或涨幅低于正股，继续压缩估值。当正股下跌时，对应转债跌幅小于正股或小幅上涨，体现出了较好的抗跌性。整体上表现出跟涨不足、抗跌有余的特征。主要原因一方面在于转债整体估值仍处于较高位置，在震荡市下，估值提升困难，从而导致跟涨动力不足；另一方面，目前转债的绝对价格逐渐向债底靠拢，抗跌性明显。

◆ **震荡市下业绩为王。**目前股市属于明显的震荡市行情，市场风险偏好上升，对于股市趋势性上涨的预期较低，转债的估值水平提升困难。因此，短期来看，转债的机会仍然在于正股的上涨，在市场风险偏好短期难以回升，货币宽松政策加码的可能性较小的背景下，正股的上涨动力来自于业绩的提升。业绩为王的时代，我们结合最新财报和未来行业景气趋势判断，继续看好汽模转债、江南转债和格力转债、广汽转债等个券。

◆ **转债策略：转债防御性凸显，震荡市下业绩为王**

◆ **风险提示：股市出现大幅调整、风险偏好回落、转债供给大幅增加**

## 正文目录

1. 市场回顾：A 股下跌，转债小幅上涨.....	3
2. 转债正股一季报分析.....	5
3. 转债策略：转债防御性凸显，震荡市下业绩为王.....	7
4. 一级市场跟踪.....	7
5. 个券信息跟踪.....	8

## 图表目录

图 1 交易所市场主要指数一周表现.....	4
图 2 上周转债成交量.....	3
图 3 转债及转债对应的正股、正股所在的行业的周涨跌.....	错误! 未定义书签。4
图 4 转股溢价率 VS 转换价值（2016-5-6）.....	4
图 5 转股溢价率 VS 纯债溢价率（2016-5-6）.....	5

表 1 转债正股一季报分析.....	6
表 2 待发转债发行进度一览.....	

(本报告共有图 5 张, 表 2 张)

## 1. 市场回顾：A 股下跌，转债小幅上涨

五一小长假后第一个交易日，A 股大幅上涨，上证指数当日上涨 1.85%，随后两个交易日小幅震荡，但在周五经历了一个较大幅度的调整。截止上周五收盘，上证指数报 2913.25 点，周下跌 0.85%；深成指收于 10100.54 点，周下跌 0.4%；创业板收于 2129.19 点，周微跌 0.45%。从成交额来看，沪深两市总成交额 22088.17 亿元，日均成交额明显回升。具体看，上海市场上一周的成交额为 7820.54 亿元；深圳市场上周的总成交额为 14267.63 亿元。从行业板块来看，前期上演“煤飞色舞”的周期品板块调整幅度较大。采掘、综合、钢铁、非银板块跌幅居前，周下跌查过 2%。电子、纺织服装、食品饮料、传媒、有色金属、计算机、农林牧渔等板块微涨，周涨幅不足 1%。交通运输板块涨幅最大，周上涨 1.32%。

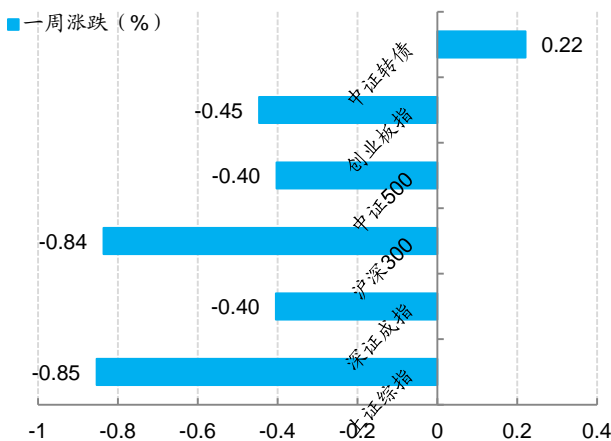
转债方面，由于有债底的保护，个券的抗跌性的特征凸显。上周，中证转债指数微涨 0.22%。具体到个券，除了三一转债(-1.9%)、15 清控 EB(-0.8%)、15 天集 EB(-0.1%) 三只转债下跌外。其他上市交易的 15 只转债均有所上涨。广汽转债(+0.97%)、白云转债(+0.89%)、汽模转债(+0.89%)、国贸转债(+0.78%)、格力转债(+0.73%)、江南转债(+0.54%)、九州转债(+0.36%) 上涨幅度不及正股；14 宝钢 EB(+1.31%)、航信转债(+0.62%)、蓝标转债(+0.44%)、歌尔转债(+0.39%)、15 国盛 EB(0.39%)、顺昌转债(+0.23%)、15 国资 EB(+0.16%)、电气转债(+0.05%) 等对应正股上周均处于下跌的状态。总体上，转债体现出跟涨不足，抗跌有余的特点。

上周，转债成交额为 20.63 亿元，日均成交额为 5.16 亿元，和上周基本持平，交投依然清淡。其中广汽转债的成交额最大，达到 4.38 亿元。顺昌转债成交 0.16 亿，成交最少。

上周末，转债平均转股溢价率为 44.4%，比前一周上升 0.64 个百分点，估值仍然处于较高位置。平均纯债溢价率为 25.82%，比前一周下降 0.03 个百分点。总体上，转债整体的股性仍然较强。

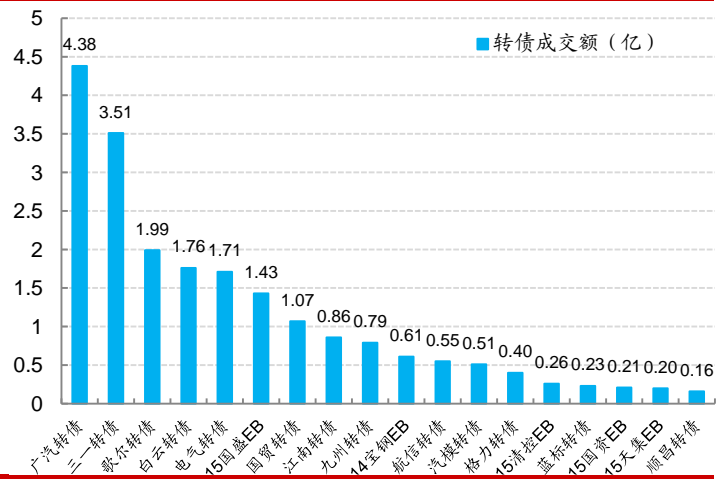
转债平均纯债收益率为-1.59%，其中只有 15 国盛 EB、15 国资 EB 的纯债到期收益率为正，分别为 1.85%、1.59%，蓝标转债的纯债到期收益率为 0，债性明显。

图 1 交易所市场主要指数一周表现



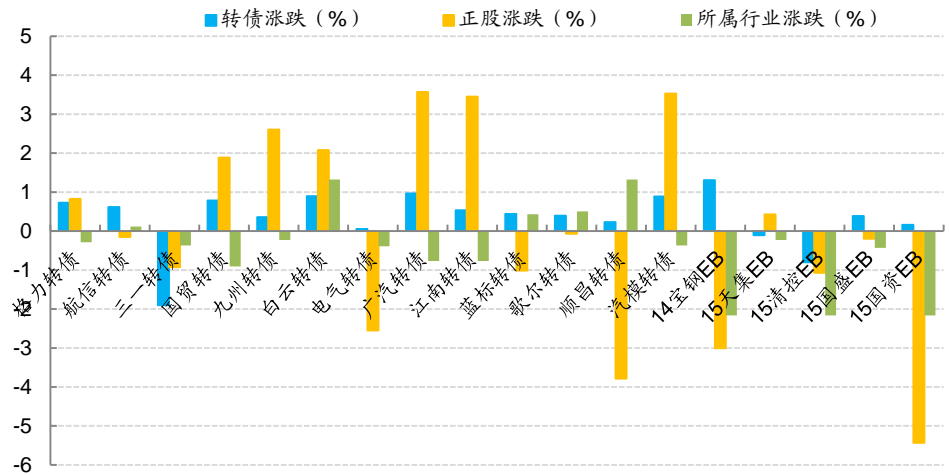
资料来源：华宝证券研究创新部，Wind 资讯

图 2 上周转债成交量



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind 资讯

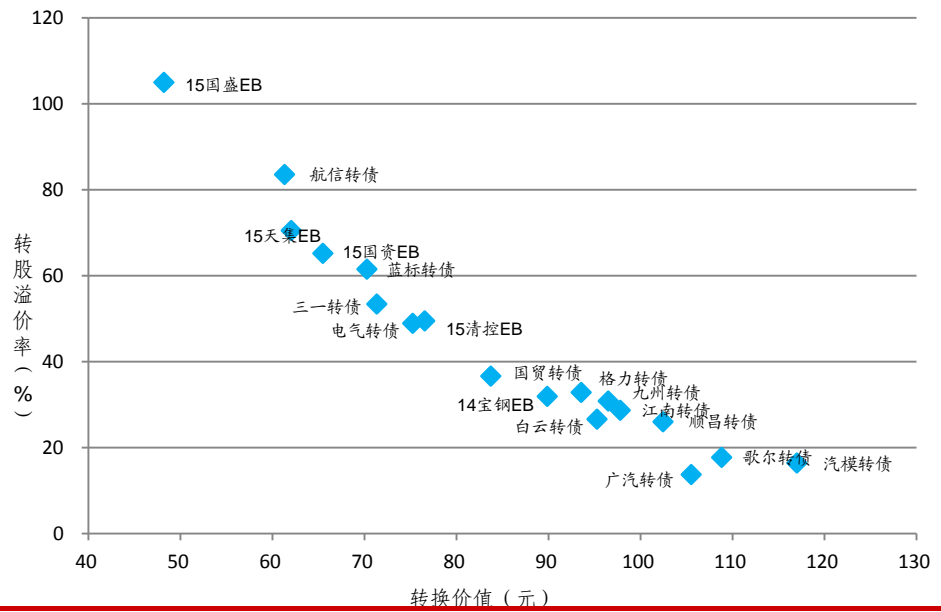
图 3 转债及转债对应的正股、正股所在的行业的周涨跌



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind 资讯

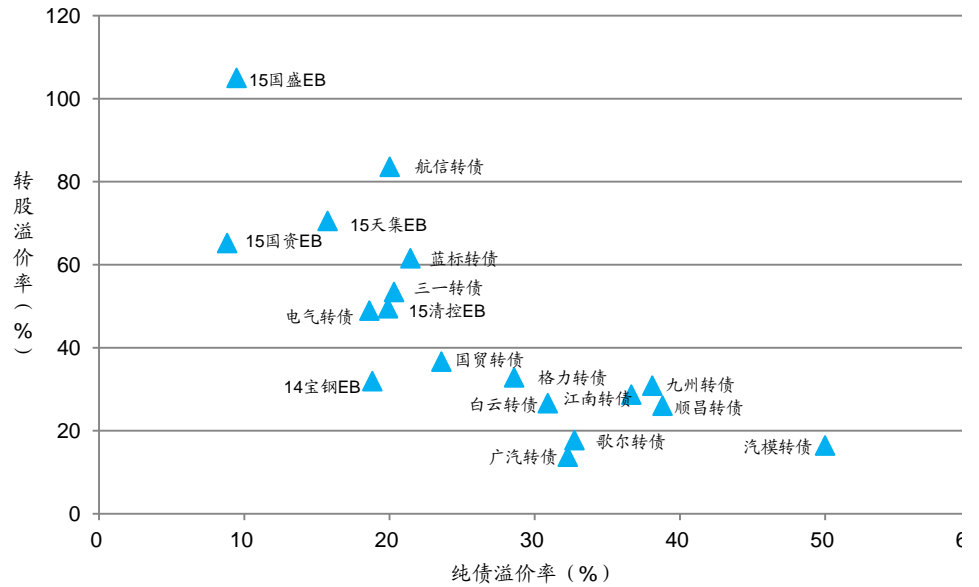
注：行业指数选择的申万二级行业指数

图 4 转股溢价率 VS 转换价值 (2016-5-6)



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind 资讯

图 5 转股溢价率 VS 纯债溢价率 (2016-5-6)



资料来源：华宝证券研究创新部，Wind 资讯

## 2. 转债正股一季报分析

截止目前，20 只转债发行人的 2015 年年报和 2016 年 1 季报已经公布。

从 2015 年的年报来看，20 家发行人中，有 13 家公司归属于母公司的净利润同比保持增长，7 家公司归属于母公司的净利润同比下滑。从 16 年一季报来看，20 家发行人中有 11 家公司的归属母公司的净利润同比增长，9 家公司的归属于母公司的净利润同比下降。

一季度业绩表现比较抢眼的公司中，三一重工由于一季度经济有所回暖导致工程机械需求大幅回升，净利润同比增长 338.51%；广汽业绩超出了市场预期，一季度净利润增速达到 263.7%。业绩出色的原因主要包括传祺的持续火热销售和广菲克的扭亏并维持高速增长。未来 2 年内，公司仍将有有条不紊地布局新产能和新车型，以保持业绩增长。近期最为值得关注的是公司即将于年内推出三款新能源车型，公司跻身新能源车的潜力值得关注。蓝色光标业绩大增的主要原因在于去年同期确认投资损失，基数很低，从一季度的绝对值来看，业绩一般。江南水务的高速增长得益于工程安装和污水处理业务的增长，不过更深层的原因在于股权激励带来的内生动力。未来，江南水务工程安装、污水处理业务空间不小，未来 2 年业绩增长仍值得看好。厦门国贸一季度的靓丽业绩主要是受益于公司供应链管理、房地产经营、金融服务三大主业间跨界融合以及协同效应的增强，随着公司综合服务的优势进一步凸显，公司日后的成长有了良好的基础。

一季度业绩下滑较大的公司中，格力地产归属于母公司净利润同比减少 80.68%，主要是由于上年度处置可供出售金融资产取得的投资收益产生的净利润 7.6 亿元导致上年度的基数较高。作为 VR 概念股的歌尔声学的一季度的业绩也有所下滑，主要是因为公司尚处转型阶段，在 VR 放量以及新 iPhone 耳机升级等利好下，二季度业绩值得期待。澳洋顺昌的一季度归属于母公司的净利润同比减少 24.63%，主要原因为自 2015 年下半年 LED 芯片价格下降幅度较大，LED 业务利润下滑幅度较大所致，但公司开始涉足新能源汽车产业链，想象空间巨大。

从行业层面来看，当前 20 家发行人中，新华保险、中国太保和国金证券同属非金融行业，天士力、九州通和以岭药业同属生物医药行业，三一重工、天汽模同属机械设备行业，白云机场、澳洋顺昌同属交通运输行业，全部 20 家发行人涉及 14 个行业。目前来看，非银、医药行业目前景气度较高，传媒、电子由于虚拟现实的主题关注有望进一步提升景气度，电气受益于政策支持有望回暖。

从公司层面上看，多数公司通过并购、战略合作等确保进一步增长，转债/交换债发行人并购事项包括业内并购及跨行业并购，转型则通过剥离资产等方式进行，若上述事项顺利进行，对公司盈未来利能力将有一定程度的提升。

表 1: 转债正股 2016 年一季报分析

名称	15 年营业收入增长率 (%)	15 年归母净利润增长率 (%)	16 年一季度营业收入增长率 (%)	16 年一季度归母净利润增长率 (%)	一季度业绩说明
格力转债	73.56	337.72	3,620.70	-80.68	本报告期比上年同期归属于上市公司股东的净利润下降，主要系上年处置可供出售金融资产取得的投资收益产生的净利润 7.6 亿元影响所致
航信转债	12.15	35.47	13.92	15.60	近期或受益于营改增快速推进。电子发票或略有降温，短期内关注华资软件对公司技术、产品线的提升
三一转债	-23.05	-80.46	-16.91	338.51	
国贸转债	16.16	-23.38	63.51	196.75	随着公司供应链管理、房地产经营、金融服务三大主业间跨界融合以及协同效应的增强，公司综合服务的优势进一步凸显，为公司今后业绩的成长奠定了良好的基础
九州转债	20.75	23.87	29.31	19.38	本报告期食品、保健品及化妆品等较上年同期增长 90.45%，主要是公司代理的雅培、惠氏、雀巢、合生元等品牌消费品较上年同期大幅增长所致。
白云转债	1.67	15.21	3.83	11.74	
电气转债	1.60	-16.67	-6.46	-27.92	归属于上市公司股东的净利润同比下降 27.92%，主要因上年同期收回部分长账龄应收账款，转回相应坏账损失所致。
广汽转债	31.43	32.48	88.02	263.67	自主品牌表现出色，传祺产销分别大幅增长 114% 和 134%。近阶段公司将发力新能源汽车，关注公司跻身新能源题材股的潜力。
江南转债	14.21	52.01	38.07	53.40	污水处理和工程安装为业绩增长的主要驱动，但更深层的原因是股权激励，大大强化了公司的内生动力
蓝标转债	39.61	-90.49	68.46	206.80	业绩高速增长主因去年确认损失，基数很低。
歌尔转债	7.54	-24.51	11.04	-26.85	公司是 VR 的核心题材股，尚处转型阶段，因而过去 1 年来业绩不佳
顺昌转债	4.41	41.40	-18.81	-24.63	一季度业绩下滑的主要原因为自 2015 年下半年 LED 芯片价格下降幅度较大，LED 业务利润下滑幅度较大所致
汽模转债	21.19	-1.35	31.31	10.83	个别项目周期延长，利润增速放缓
辉丰转债	37.22	-14.09	16.96	-7.17	
14 宝钢 EB	10.66	34.26	-16.59	-44.98	
15 天集 EB	5.21	8.06	2.27	-19.82	医药工业受行业政策和控制应收账款收入放缓
15 清控 EB	147.95	182.10	0.58	-16.81	
15 国盛 EB	8.57	4.22	-9.71	36.95	
15 国资 EB	12.48	60.45	13.12	-55.15	
16 以岭 EB	9.02	21.44	28.18	48.57	

资料来源：华宝证券研究创新部 Wind

### 3.转债策略：转债防御性凸显，震荡市下业绩为王

**转债防御性凸显。**从近期转债的个券和正股的表现来看，呈现如下特征：当正股上涨时，对应转债小幅下跌或涨幅低于正股，继续压缩估值。当正股下跌时，对应转债跌幅小于正股或小幅上涨，体现出了较好的抗跌性。整体上表现出跟涨不足、抗跌有余的特征。主要原因一方面在于经历了前一段时间的平价上涨的情况下估值的压缩，转债整体估值有明显下降，但仍处于较高位置，在震荡市下，投资者对于股市的上涨预期较弱，估值提升困难，从而导致跟涨动力不足；另一方面，目前转债的绝对价格逐渐向债底靠拢，一些转债如天集EB、国盛EB等已经体现出了较强的债性，债底的支撑下，转债的抗跌性明显。此外，随着年报披露结束，出现大盘转债预案的概率减小，随着前期宁波银行、国泰君安等大盘转债预案带来的冲击的消化，供给方面冲击减弱；而在四月份由于信用事件引起的基金赎回通常属于脉冲式冲击，在基金整体转债配置维持低仓位情况下，对转债估值不会带来明显压力。

**震荡市下业绩为王。**目前股市属于明显的震荡市行情，市场风险偏好上升，对于股市趋势性上涨的预期较低，转债的估值水平提升困难。因此，短期来看，转债的机会仍然在于正股的上涨，在市场风险偏好短期难以回升，货币宽松政策加码的可能性较小的背景下，正股的上涨动力来自于业绩的提升。业绩为王的时代，我们结合最新财报和未来行业景气趋势判断，继续看好汽模转债（低溢价率、订单充足、高送转和转股价下调于下周实施）、江南转债和格力转债（业绩大增+拟高送转）、广汽转债（1季度业绩大增）等个券。短期来看，可关注广汽转债、14宝钢EB、三一转债、电气转债等流动性较好的个券的波段机会。

**风险提示：**个股业绩不达预期、转债供给大幅增加。

### 4.一级市场跟踪

4月29日，宝钢包装发布公告，国资委原则同意公司于16年3月14日提出的发行规模不超过8.4亿元人民币A股可转换公司债券的方案。

5月6日，山东高速股份有限公司发布《关于公司控股股东拟发行可交换公司债券获核准的公告》，公司股东山东高速集团于2016年1月22日披露的拟发行25亿可交换债的申请已获得证监会核准通过。

5月7日，骆驼集团股份有限公司发布公开发行可转换公司债券预案，拟公开发行总额不超过人民币9亿元（含9亿元）A股可转换公司债券，募集资金用于以下项目：“动力型锂离子电池项目”（5.5亿）和“年处理15万吨废旧铅酸蓄电池建设项目”（3.5亿）。

**我们提醒投资者关注待发行转债的发行进度，具体信息见表1。**

表1 待发转债发行进度一览

公司代码	公司名称	方案进度	审核结果公告日	发行规模(亿元)	发行期限(年)	票面利率(%)	预案公告日	主承销商
<b>传统转债</b>								
601311.SH	骆驼股份	董事会预案		9	6		2016-5-6	
601211.SH	国泰君安	董事会预案		80	6		2016-4-25	
000861.SZ	海印股份	证监会核准	2016-01-30	11.11	6	3.00	2015-6-28	中信建投

002325.SZ	洪涛股份	证监会核准	2016-03-11	12.00	6	3.00	2015-11-20	海通证券
002142.SZ	宁波银行	已反馈		100.00	6		2016-1-15	
601968.SH	宝钢包装	国资委批准		8.40	6	2.00	2016-3-14	
002597.SZ	金禾实业	股东大会通过		6.00	6		2016-3-17	
002753.SZ	永东股份	股东大会通过		3.40	6		2016-3-22	
600415.SH	小商品城	已反馈		11.00	6		2015-5-7	
<b>可交换债</b>								
002603.SZ	以岭医药	证监会核准	2016/1/28	10	5		2015-12-21	中信
000761.SZ	本钢板材	辽宁省国资委已批复, 待核准		40	3		2015/10/27	
600350.SH	山东高速	证监会核准		25	6		2016/1/23	中金公司
601766.SH	中国中车	证监会核准	2016/4/11	70	5		2016/3/22	
601801.SH	皖新传媒	待核准		28.00	5			

资料来源：华宝证券研究创新部、Wind 资讯

## 5.个券信息跟踪

### 广汽转债：广汽集团前 4 月累计汽车销量同比增长 31.91%

广汽集团 5 月 6 日晚间发布产销快报显示,公司今年 1 至 4 月累计实现汽车产量 48.22 万辆, 上年同期为 35.32 万辆, 同比增长 36.51%; 累计实现汽车销量 45.97 万辆, 上年同期为 34.85 万辆, 同比增长 31.91%。其中, 公司 4 月份实现汽车产量 12.96 万辆, 上年同期为 11.16 万辆; 实现汽车销量 12.76 万辆, 上年同期为 10.40 万辆。

### 电气转债：上海电气首季新增订单同比增 91%

上海电气于 5 月 6 日发布了其一季报的补充公告,对其一季度订单的情况进行了说明。公司 2016 年一季度新增订单共 316.3 亿元人民币, 同比增长 91%。订单金额同比增长的主要原因是公司于 2016 年 1 月承接了埃及汉纳维燃煤电站工程项目, 合同金额约为 180 亿元人民币, 目前该项目的合同生效条件尚未达成。



## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

### - 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

## 风险提示及免责声明：

★市场有风险，投资须谨慎。

★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。