

投资要点

以代表券判断市场

转债价格本身是估值的一种形式，其余指标通常与价格分不开。这两年光大转债显然是最佳估值锚，市场整体定价往往随锚而动：

1) 当光大转债低于110元时权益市场偏弱，此时多可以作为左侧布局的开始；2) 当光大转债高于110元转债整体特性不再突出，跟随权益，增加弹性可能是更好选择。当然

110元标准可以做出动态调整。

比如现在光大转债价格虽然仍在均值+一倍标准差以下，但转股溢价率已经接近历史高位。

左侧和右侧，转债有不同的操作思路：

1) 2017年11月左侧布局以打底为主，光大转债有优势；而右侧时正好银行板块有结构性行情。这里从左侧到右侧无需切换便能充分获利；2) 2018年6月至12月布局思

路与2017

年底相似，但在右

侧希望充分获取收益应该进行品种切

换；3)

贸易摩擦反复的2019年7月至8月初受益于“资产荒逻辑”核心品种主动提估值之后，成长性标的明显表现占优。

总结而言，在100元以上至到110元这个阶段光大转债上涨幅度不弱，表现更好的个券其实有限。

而随着其上涨至110元以上转债市场进入权益主导的阶段，光大转债相对表现变弱，此时战胜转债指数需要找对结构和节奏。

9月转债策略：右侧交易，不贪多

权益市场结构性行情继续，热点有所轮动。

转债资产荒逻辑仍在，但右侧要用右侧的做法。

大银行转债虽然向下空间不大，但将上涨诉诸于正股短期有一定障碍。右侧应该强调强势标的和正股弹性：可以关注

正股具有弹性，且趋势向好的国君；看好正股的转债可以放松价格要求，如拓邦、长信、启明，绝味、通威、光电等。定位低、有提升估值空间的南威、博彦可做博

弈品种。选

择适当持有部分防御性标的和

攻守兼备标的也可行，

但需要注意这里的防御性更多是相对的，强势标的如果进入调整，弱势标的的相对防御价值并不能让绝对收益和固收+账户舒坦。

本篇报告还包括对7月、8月经济情况和资产表现的回顾。

风险提示：基本面变化超预期、流动性变化超预期、监管政策超预期。

报告正文

1

以代表券判断市场

转债代表券是市场的“估值锚”。

与股票不同，转债价格多数在一个区间内运动，而且转债市场本身是一个相对定价体系。换句话说，转债价格本身也是估值的一种形式。当然，对于估值很多投资者更看重溢价率、YTM、隐含波动率，但这本身与价格分不开。对于债底，看YTM和看价格存在一定相似性；而对于溢价率则多数以价格为前提。比如对于120元左右的转债，15%以上的转股溢价率很多人觉得下不去手，但对于105元的转债30%以上的溢价率买着又没啥压力。事实上转股溢价率和转债价格本身存在着显著负相关性，因此转债价格作为估值指标值得被重点关注。

相对定价模式下，通常代表券会成为估值锚，市场整体定价往往随锚而动，就这两年而言光大转债显然是最佳估值锚，因为其存续时间长、规模大、上市以来呈区间运行趋势且波动适中、并处于偏股/平衡区域。考虑到转债指数由于成分券调整较快，特别是大权重标的也出现了频繁波动，代表券的参照价值是大于指数点位的。

光大转债上市以来收盘价最低未破过100元，最高不到124元，均值109元。价格超出均值加一倍标准差的时间与权益牛市对应（2019年2月至4月、2018年1、2月、2017年三季度），价格低于均值减一倍标准的时间出现在2017年二季度、2018年下半年的部分时间，皆是权益熊市阶段。因此，其价格易于参考。

图表 2: 光大转债 110 元的价格, 基本可以认为是左侧或右侧的分界线



3) 今年5月至8月, 光大转债再次出现低于110元的情况, 大体节奏其实与此前一致, 而考虑到七月初市场出现过小幅调整, 可以进行细分: a) 5月至6月初是一个左侧(光大转债多数时候低于110元, 最高触碰至111元), 但此时调整和后来反弹的主力均是高评级品种, 原因在于权益市场情绪不高, 安全性受到青睐, 而高评级转债被包商事件“砸坑”后随着6月初的反弹逐渐修复定位; b) 贸易摩擦反复的7月至8月初又是一个左侧, 随着利率债收益率下行“资产荒”逻辑逐渐被接受, 以银行转债为代表的低位品种主动提估值。不过上证综指下破2800点、转债估值拉升、监管层释放红利、贸易摩擦影响边际递减之后, 权益市场情绪再度变化, 电子、军工、农业、医药等偏成长性行业占优, 这是一个筹码切换的时点, 光大转债也在7月底、8月初稳定站上110元。

图表 9: 2019 年转债两次从左侧到右侧, 权益市场中成长性行业占优



总体而言, 光大转债作为市场的代表券, 其在110元以下时投资者更关注其左侧价值。此时权益市场行情相对平淡, 个券赚钱效应并不突出。由于是左侧思路, 因此, 注重安全性是投资者的关切。即使从底部启动, 可以观察到在100元以上至110元这个阶段, 光大转债的上涨幅度也不弱, 明显能够超越光大转债的个券

其实有限。而随着其上涨到110元以上，转债市场进入权益主导的阶段，光大转债的相对表现会变弱，此时战胜转债指数需要找对结构和节奏，对于大资金来说难度很大。

当然，110元作为分界更多的是基于历史情况，需要根据市场环境修正，但“代表券方法论”具有很好的应用市场。

2

9月转债策略：右侧交易，不贪多

外部影响逐渐趋弱，政策红利仍在推动。

上周末中国宣布对以汽车为代表的美国部分产品加征关税，美国贸易代表办公室随后也有回应。权益市场受此消息影响周一出现调整，但调整幅度明显趋弱，目前看外部影响对权益市场的压力较以往明显趋弱，权益市场情绪不错。

科创板推出以来整体运行较为平稳，这意味着此前凝聚起来对于资本市场改革的共识将有望延续。从近期监管层一系列改革措施来看，资本市场改革未来仍有望释放金融体系的红利。短期看：1) 70周年庆、2) 中报落地，部分成长性行业业绩整体改善，而业绩偏弱的汽车受到一定的政策支持。但整体基本面压力仍在，估计市场大概率延续结构性行情。近期TMT表现出现一定回落，深圳板块、医药都出现强势调整，行情出现一定的轮动特征。

转债：资产荒逻辑仍在，但右侧要用右侧的做法。

目前资产荒的逻辑仍在，基本面条件仍有利于利率下行，而权益市场情绪不低，这样转债整体的调整风险仍然相对可控。光大转债/苏银转债等大型标的的调整空间不大。以当前定位最低的中信转债（8月30日收盘时105.92元/转股溢价率36.81%）为例，假定其定位不变，苏银转债（109.36元/23.77%）、光大转债（113.01元/19.32%）价格下跌的空间分别为3.15%/6.27%，而考虑转股溢价率情况正股需下跌12.38%/18.26%，这显然指向权益市场出现超越目前预期的调整。



延续前文的方法，光大转债当前处于历史偏高位置，转债市场处于右侧。右侧需要的是正股的弹性和交易能力，短期赚钱效应强，但风险也明显增加。选错标的带来的短期差异会比较大。正如最近很多人都看好军工、消费电子、药店等板块，右侧做法应该是持有强势票，选择光电转债、水晶转债/长信转债、参林转债/百姓转债；而如果用求稳的心态选择机电转债、蓝思转债、一心转债，那么尽管也不差，但显然偏弱。而如果用更稳的态度，可能更多的是看别人表演。

因此右侧当用

右侧的思路，此时应该强调

强势标的和正股弹性：可以关注

正股具有弹性，且趋势向好的国君转债；看好正股的转债可以放松价格要求，如拓邦转债、长信转债、启明转债，绝味转债、通威转债、光电转债等同样代表短期权益市场热点方向的标的可以继续关注

；定位低、有提升估值空间的南威转债、博彦转债可做博弈品种。

考虑到资产荒，选择适当持有部分防御性标的和攻守兼备的标的也是可行的，但需要注意这里的防御性更多是相对的，强势标的如果进入调整，弱势标的的相对防御价值并不能让绝对收益和固收+账户舒坦。

3

经济回顾：宽信用有障碍，基本面仍偏弱

7月经济基本面仍然偏弱，但PMI略有亮点

7月固定资产投资累计同比较上月下降0.1个百分点至5.7%，较为平稳：1) 地产开发投资累计同比从上月的10.9%回落至10.6%，一方面土地购置面积增速回落，另一方面也有新开工活动降温的原因。外部融资渠道收紧的背景下，房企可能通过“高周转”模式来缓解融资压力，反映在地产销售上，7月住宅销售面积累计同比回

升0.63个百分点至-0.37%。2) 基建投资增速较6月小幅下行0.3个百分点至3.8%，与7

月建筑

业新订单有所

回落的指向一致。但是3季度

是年内最后的赶工窗口，八九

月份基建投资可能小幅反弹。不过在考虑地方债务约束的情况下，基建反弹预计较为温和。3) 7月制造业投资累计同比较6月进一步上升0.3个百分点至3.3%，连续3个月回升或是前期减税降费措施效果的体现，但企业利润增速仍为负，制造业主动去库存阶段尚未结束，中美贸易摩擦等不确定性仍在，增速趋势还需观察。另外7月社零消费同比从6月的9.8%降至7.6%，剔除汽车消费后，7月社零消费同比为8.8%，与上月基本持平。2019年7月中国出口同比(美元计)回升至3.3%，好于市场预期-1%；进口同比(美元计)降幅收窄至-5.6%，好于市场预期-9%；贸易顺差扩大至450.5亿美元，往后看贸易摩擦风险再次抬头，出口下行风险仍在。

7月中采制造业PMI从前值的49.4上行至49.7，非制造业PMI从前值54.2下行至53.7，综合PMI从53上行至53.1，这指向经济基本面向下斜率降低，与经济数据反映的情况基本吻合。具体而言，新订单分项从6月的49.6上行至49.8，对7月制造业PMI的拖累收窄0.06个百分点，外需边际好转，内需中基建有所回落。生产反弹则可能受到钢铁行业复产以及外需边际改善的影响。企业主动去库存(原材料库存较上月下行0.2个百分点至48，产成品库存较6月下行1.1个百分点至47)则可以理解为需求和生产均有一定起色的结果。

通胀维持高位，核心PPI稳定。

7月CPI同比2.8%(前值2.7%)，PPI同比-0.3%(前值0%)。CPI方面食品烟酒分项同比从6.1%进一步上行至6.7%，猪肉及其替代品、鲜菜价格同比上行是主要因素。鲜果同比从42.7%下行至39.1%，环比为-6.2%。夏季水果大范围上市后，前期水果供应不足问题得到缓解，价格水平随之下行。核心CPI同比维持1.6%，指向剔除食品和能源价格的扰动后，需求端未呈现明显改善的迹象。7月PPI同比下行0.3个百分点至-0.3%，环比跌幅从-0.3%小幅收窄至-0.2%，除了需求偏弱的影响以外，PPI读数受大宗商品价格扰动较为明显，如受国际铁矿石/石油价格上行影响，7月黑色金属/化工相关产业PPI环比上行/跌幅收窄。往后看由于去年3季度PPI基数较高，叠加当前需求仍然偏弱，短期内PPI读数可能仍会承压。

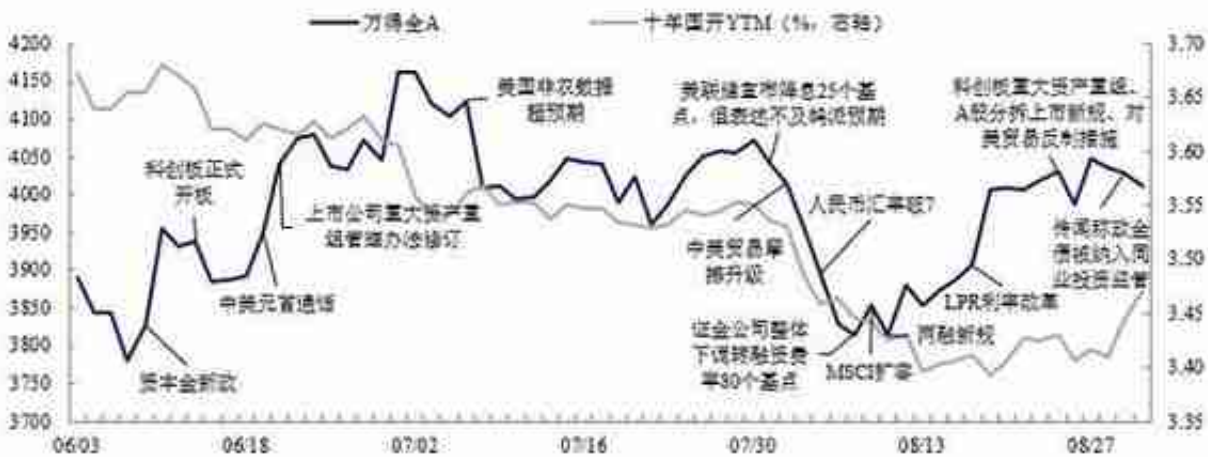
但7月金融数据指向宽信用仍有障碍，8月PMI意味着景气度有所回落

7月新增人民币贷款1.06万亿(前值1.66万亿)，新增社融1.01万亿(前值2.26万亿)，M2同比8.1%(前值8.5%)。需要注意的几点包括：1) 新增贷款结构中，

企业贷款和居民贷款均表现不佳（7月新增企业中长贷录得3678亿，新增企业短贷&票贴为-911亿；新增居民贷款录得5112亿，低于过去2年同期水平，其中居民中长贷新增4417亿，均弱于季节性），企业贷款结构被动改善。2）非标融资进一步收缩，主要是信托及未贴现票据明显走弱。7月新增非标融资-6226亿，较上月大降4102亿，主要是新增信托融资环比转负，以及未贴现票据进一步压降3251亿至-4563亿所致。3）专项债发行节奏加快，企业债融资基本符合季节性。我们认为，偏弱的社融数据背后，是经济转型过程中新旧动能转换不畅问题和市场风险偏好回落的现象。地产调控趋紧+制造业融资需求不足，是居民和企业中长贷偏弱，信托融资大幅压降的主要原因。以商业银行为代表的市场风险偏好出现回落趋势，也导致社融进一步承压。

与之对应的是，8月中采制造业PMI为49.5，较前值下降0.2个百分点。其中生产对读数的拉动下降0.05个百分点，原材料库存、从业人员和新订单的拖累则分别扩大0.05、0.04和0.03个百分点。需求连续4个月处于收缩区间，其中外需有所好转，内需中基建有所回调。生产边际下行，但整体仍处于扩张区间，或受施工加速+外需改善的影响。在生产相对偏强+需求相对偏弱的背景下，库存去化速度放缓，供给关系或承压。

图表 14：股市凸显信息，债市收益率震荡加剧



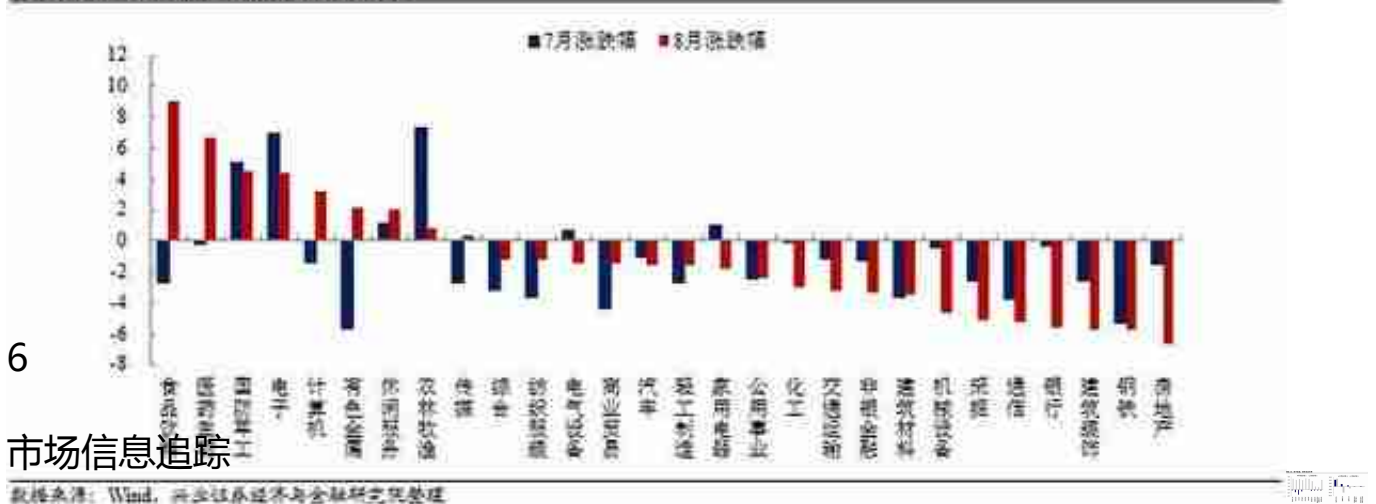
核心资产卷土重来，白马与成长标的共舞

我们在8月月报中回顾时谈到7月起权益市场风格有短暂变化，彼时部分白马股集中的食品饮料出现回撤，TMT行业逆势而上。但8月情况又有所不同，食品饮料、医药生物涨幅居前，国防军工、电子、计算机紧随其后，维持了7月下旬以来的强势。另外，随着钴、锂供需结构改善，黄金表现良好，有色金属板块获得不错表现，而业绩相对稳健、预期并不过度的休闲服务、农林牧渔板块也有强于主要股指的涨幅。

其实投资者对于业绩的追求并没有太多变化，有几个明显的案例可以视为佐证：1

) 即使食品饮料板块表现突出，但7月份业绩不及预期的东阿阿胶、涪陵杂菜8月走势仍然较弱；2) 在中国联通和中国电信共享5G基站的消息传出后，市场解读为5G建设对通信行业业绩拉动力下滑，因而板块热度也明显下降；3) 强势的核心资产如贵州茅台、中国国旅、隆基股份、爱尔眼科等在业绩没有问题的情况下创出新高。虽然这类核心资产估值并不便宜，但业绩不断经历验证可以为投资者带来估值消化的信心。

图表 16: 核心资产与成长行业共舞



一级市场发行进度

目前已上市和发行转债/公募交换债合计余额为3937亿元。截止本周末，近一年来一级市场共220只公募转债、3只公募可交换债发行预案，合计拟发行金额3913.90亿元。泛微网络（3.16亿）、龙大肉食（9.5亿）、鲁泰A（15.5亿）、湖南盐业（7.2亿）、楚江新材（18.3亿）、靖远煤电（28亿）共6家通过董事会预案，龙净环保（20亿）、正裕工业（2.9亿）、全筑股份（4亿）、新疆交建（8.5亿）、永兴材料（7亿）、精达股份（7.87亿）、安井食品（9亿）、海大集团（34.21亿）共8家获股东大会通过，淮北矿业（27.57亿）、先导智能（10亿）、奥佳华（12亿）、森特股份（6亿）、游族网络（11.5亿）、顺丰控股（58亿）、新希望（40亿）、利亚德（8亿）、长青集团（8亿）共9家获发审委通过。所有已公布的可转债发行预案中，通过证监会核准但尚未发行的有10家，总规模658.24亿元。

图表 30: 已通过证监会核准的公募可转债一览

公司代码	公司名称	方案进度	核准公告日	发行规模(亿元)	主承销商	行业
603320.SH	迪贝电气	证监会核准	2019/8/29	2.30	中信建投证券	电力设备
000065.SZ	北方国际	证监会核准	2019/8/29	5.78	中信建投证券	建筑
002846.SZ	英联股份	证监会核准	2019/8/13	2.14	长江证券	轻工制造

风险提示：基本面变化超预期、流动性变化超预期、监管政策超预期。



相关报告

【兴证固收.转债】赎回继续持有？意思或不大

【兴证固收.转债】资产荒深化，转债向何处？

【兴证固收.转债】拓邦与和而转债的同与异——可转债研究

【兴证固收.转债】不再低的估值

【兴证固收.转债】转债对“资产荒”的解局——可转债市场8月展望

分析师声明

注：文中报告依据兴业证券经济与金融研究院已公开发布研究报告，具体报告内容及相关风险提示等详见完整版报告。

证券研究报告：《见光大而识市场——兼转债市场9月展望》

对外发布时间：2019年9月1日

报告发布机构：兴业证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）

本报告分析师：

黄伟平 SAC执业证书编号：S0190514080003

左大勇 SAC执业证书编号：S0190516070005

研究助理：雷霆

（1）使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告

观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

(2) 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅，A股市场以上证综指或深圳成指为基准。

行业评级：推荐-相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；中性-相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；回避-相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

股票评级：买入-相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%；审慎增持-相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间；中性-相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；减持-相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；无评级-由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

(3) 免责声明

市场有风险，投资需谨慎。本平台所载内容和意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议（专家、嘉宾或其他兴业证券股份有限公司以外的人士的演讲、交流或会议纪要等仅代表其本人或其所在机构之观点），亦不构成任何保证，接收人不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担风险。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本平台内容仅供兴业证券股份有限公司客户中的专业投资者使用，若您并非专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，请勿订阅或转载本平台中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，还请见谅。在任何情况下，作者及作者所在团队、兴业证券股份有限公司不对任何人因使用本平台中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本平台旨在沟通研究信息，交流研究经验，不是兴业证券股份有限公司研究报告的发布平台，所发布观点不代表兴业证券股份有限公司观点。任何完整的研究观点应以兴业证券股份有限公司正式发布的报告为准。本平台所载内容仅反映作者于发出完整报告当日或发布本平台内容当日的判断，可随时更改且不予通告。

本平台所载内容不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的判断或投资建议，不能够等同于指导具体投资的操作性意见。