

可转债的溢价率择券策略

摘要

- **进可攻，退可守，可转债是博弈市场拐点的利器。**股市表现是影响可转债市场规模的主要因素。牛市时，由于可转债具有正股看涨期权属性，其价格与正股价格高度相关，仅考虑可转债的期权属性，实值期权 Δ 会随股价上涨不断接近 1，也就是说当股价大幅上涨时，期权价值增加值与股价涨幅之比将趋近于 1，因此，投资可转债不会错过正股价格上涨带来的收益。同时，可转债又具有债券属性，其价值受债底保护，即使债底不十分可靠，仍有下修条款和回售条款兜底，因此相比正股更加抗跌，更具安全性。
- **我们利用纯债溢价率和转股溢价率来构建可转债的择券策略。纯债溢价率反映了可转债相对底价的估值，使用纯债溢价率择券理论上存在最优区间。**首先，我们应当规避纯债溢价率可能为负的品种。第二，对于纯债溢价率大于零的品种，择券依旧不是越低越好，理论上期权 Γ （期权价值对正股价格的二阶导）最大时可以最大程度的发挥可转债进可攻、退可守的特性，此时期权价值不会过低，因此纯债溢价率也不会过于接近于零。第三，纯债溢价率过高的品种容易触发赎回条款，从而压缩了其估值。
- **转股溢价率不宜过高，但也要结合条款博弈考虑。**第一，高转股溢价率往往伴随着可转债期权出现深度虚值，此时可转债价格受股价影响较小。第二，负的转股溢价率时常出现，理论上存在套利机会，但交易成本与持仓期间的价格波动风险使得此类策略收益有限，而负的转股溢价率意味着对正股价格的悲观预期，因此长期来看此类品种转债收益不会很好。第三，转股溢价率与股价/转股价格呈负相关关系，当债转股溢价率在一定区间时，可能会存在触发下修条款。
- **我们利用 2004 年至今共计 232 只可转债日度数据，发现纯债溢价率最优区间为 10%-30%，转股溢价率为 15%-25%。**回测结论与逻辑推演一致，即纯债溢价率不过于接近零，且不过高的品种未来收益率较高，转股溢价率低的转债未来收益率稳定但并没有超越指数，而受条款博弈影响，转股溢价率在 15%-25% 之间的品种有不错的收益率。
- **我们选取处于最优区间内的转债（纯债溢价率 10%-30%，转股溢价率 15%-25%），构建西南转债溢价率策略指数。结果显示指数年化收益率为 11.0%，最大回撤为 24.7%，夏普率为 1.0，而中证转债指数年化收益率为 6.4%，最大回撤为 52%，夏普率为 0.42。我们构建的策略指数业绩全面优于中证转债指数。**
- **进一步观察，我们发现我们构建的溢价率策略指数往往能够获取到牛市上半段的收益，但也会在下半段空仓，进而能够躲过牛市后的下跌。**这是因为牛市后期，可转债估值已经很高，市场上几乎没有符合策略要求的品种，因此我们的溢价率策略在能够追逐牛市上涨的同时，也具有避免大幅回撤的防御功能。
- **根据我们构建的溢价率策略，当前位置，我们推荐吉视转债、玲珑转债、杭电转债、长证转债、兄弟转债和迪龙转债组合。**
- **风险提示：**股市短期调整，个券基本面超预期恶化风险。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 新趋势下的大类资产配置 (2019-03-04)
2. A 股走势反映了怎样的宏观预期？——兼论 A 股未来走势 (2019-03-04)
3. 基本面存在企稳迹象，后续需要继续观察 (2019-03-03)
4. 内需驱动需求改善，未来无需过度悲观 (2019-02-28)
5. 静待资金进入实体经济——月度经济预测 (2019-02-26)
6. 中美贸易谈判顺利推进，市场风险偏好逐步提升 (2019-02-24)
7. 货币政策逆周期调节，实体资金供给继续改善——2018 年 4 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-02-22)
8. 穿过春节影响的迷雾看经济数据——数据挖掘系列（一） (2019-02-18)
9. 实体融资回升，修正对经济悲观预期 (2019-02-17)
10. 社融回升的持续性以及对经济的托底效应 (2019-02-17)

目 录

1 可转债配置正当时	1
2 转债分析中的两个溢价率	2
2.1 纯债溢价率分析	2
2.2 转股溢价率分析	3
3 纯债溢价率与转股溢价率的择券策略	4
3.1 纯债溢价率绝对值择券	4
3.2 转股溢价率绝对值择券	5
3.3 纯债溢价率与转股溢价率分位数择券	6
4 纯债溢价率与转股溢价率的择券策略	8
5 溢价率择券：个券推荐	9

图 目 录

图 1：中证转债指数与成交额	1
图 2：中证转债指数与上证综指年初至今累计涨幅	1
图 3：存管证券只数与规模：可转债	1
图 4：可转债规模与上证综指	1
图 5：中证转债指数与上证综指	2
图 6：可转债价格运行区间（元）	3
图 7：可转债纯债溢价率运行区间（%）	3
图 8：纯债溢价率为 10%-20%各持仓期限净值	5
图 9：纯债溢价率为 20%-30%各持仓期限净值	5
图 10：存量可转债纯债价值与纯债溢价率分布	5
图 11：转股溢价率为 15%-25%各持仓期限净值	6
图 12：存量可转债转股价值与转股溢价率分布	6
图 13：中证转债指数与西南转债溢价率策略指数	8

表 目 录

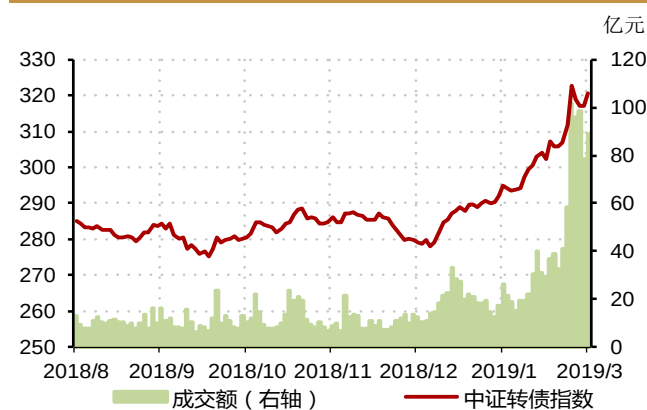
表 1：依据纯债溢价率分组收益会回撤结果	4
表 2：依据转股溢价率分组回撤结果	6
表 3：依据纯债溢价率分位数分组回撤结果	7
表 4：依据转股溢价率分位数分组回撤结果	7
表 5：当前依据纯债溢价率与转股溢价率的择券结果	9

1 可转债配置正当时

可转债简单可以理解为债券和看涨期权的组合，其持有人可以选择持有债券到期，获取公司还本付息；也可以选择在约定的时间内转换成股票，享受股利分配或资本增值。但国内可转债并非“债券+看涨期权”的简单组合，赎回条款、回售条款、下修条款等条款的存在使可转债的定价更为复杂。但从趋势上看，转债走势基本上由正股走势决定，也就是说股市走势决定着转债市场走势。

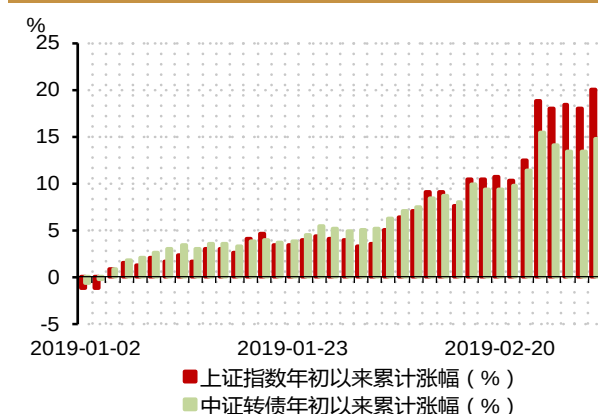
随着股市回暖，转债市场价值量齐升。2019 年年初至今，上证综指累计涨幅达 20.5%，深证成指累计涨幅达 26.63%，实现周线八连阳。权益市场回暖增加了可转债的期权价值，可转债平价也伴随着股价同步上行。2019 年年初至今，中证转债指数累计涨幅为 14.72%，成交额于 2 月 25 日达峰值 101.5 亿，是 2019 年首个交易日的 7.29 倍。

图 1：中证转债指数与成交额



数据来源：wind，西南证券整理

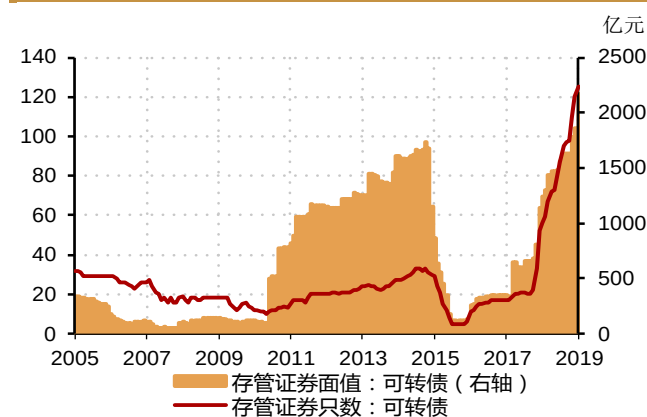
图 2：中证转债指数与上证综指年初至今累计涨幅



数据来源：wind，西南证券整理

转债市场不断扩容，可转债只数与规模双升。随着证监会与 2017 年收紧定增，可转债融资成为重要的替代选项，新发行可转债数量大增，可转债只数从 2017 年 1 月的 17 只增加到 2019 年 1 月的 125 只，存量证券规模也达到 2000 亿元以上。除了可转债发行状况，股市表现也是影响可转债市场规模的重要因素。牛市时，股价上涨触发赎回条款是可转债市场规模降低的重要因素，2015 年末，受牛市行情影响，可转债存量规模在短短的一年时间里便从 1739 亿元降至 119 亿元。

图 3：存管证券只数与规模：可转债



数据来源：wind，西南证券整理

图 4：可转债规模与上证综指



数据来源：wind，西南证券整理

进可攻，退可守，可转债是博弈市场拐点的利器。可转债具有正股看涨期权属性，因而其价格与正股价格高度相关，仅考虑可转债的期权属性，实值期权 Δ 会随股价上涨不断接近 1，也就是说当股价大幅上涨时，期权价值增加值与股价涨幅之比将趋近于 1，因此，投资可转债不会错过正股价格上涨带来的收益。同时，可转债也具有债券属性，其价值受债底保护，即使债底不十分可靠，仍有下修条款和回售条款兜底，因此相比正股更加抗跌。综上所述，结合可转债市场规模特征，即牛市时可转债市场规模大幅下降，我们认为可转债适合牛市初期介入，是博弈市场拐点的利器。

2 转债分析中的两个溢价率

从 2004 年至今，中证转债指数与上证转债指数涨幅分布为 205.78%、225.21%，年化收益率分别为 7.2%、7.61%，夏普率分别为 0.50、0.46，同期上证综指涨幅为 102.04%，年化收益率为 4.48%。中证转债与上证转债指数表现均优于上证指数，但可转债走势与股市高度相关，波动依旧很大，考虑到可转债个券流动性差异较大、复制指数存在持有期限长，时间成本高等因素，复制转债指数显然不是最优选项。因此，我们将介绍两个在可转债个券选择中重要的指标：纯债溢价率和转股溢价率，并进行定性与定量研究，探索利用这两个指标择券的策略。

图 5：中证转债指数与上证综指



数据来源：wind，西南证券整理

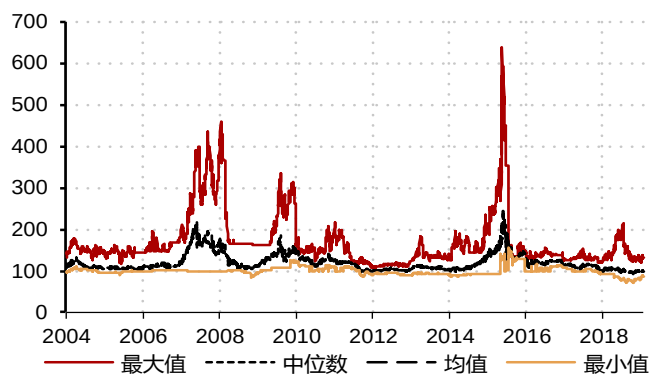
2.1 纯债溢价率分析

纯债溢价率是可转债价格高于底价的比率，其中底价也就是“债券价值”，即仅考虑可转债债券属性的价值。底价通过可转债各期利息与本金贴现求和得到，贴现率使用期限相似、评级一致的纯债的收益率，而纯债溢价率=可转债价格/底价-1，反映了可转债债券属性以外的价值。

可转债价格存在高低价差，其本质上是纯债溢价率的变化。我们考察已经退出交易的 115 只可转债，在其生命周期中，最高价超过 140 元的达到 101 只，最低价低于 120 元的达 105 只，可转债在其生命周期内有明显的价格差异

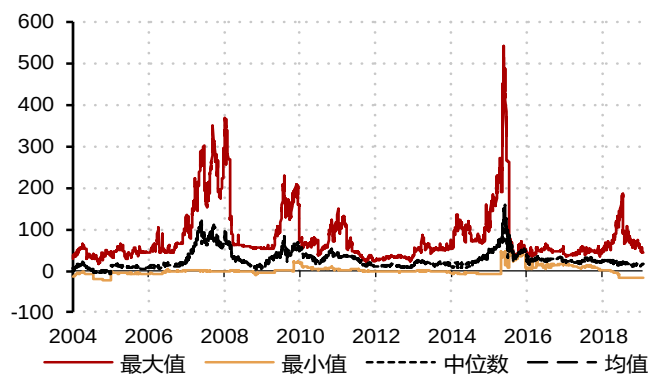
可转债价格变动主要是受到期权价值和条款博弈的影响，纯债价值在可转债生命周期内变化不大，因此可转债价格的变化也可以理解成纯债溢价率的变化，进一步分析，可转债个券的纯债价值不同，相同价格的可转债相对于纯债的溢价不一定相同，因此绝对价格不能完整的反映个券的估值情况，而纯债溢价率则弥补了绝对价格在可转债个券的横向比较中的缺陷。

图 6：可转债价格运行区间（元）



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：可转债纯债溢价率运行区间（%）



数据来源：wind，西南证券整理

从绝对价格价差出发，买入低价个券并持有至到期似乎是可行的策略，那么在利用纯债溢价率择券时是否是越低越好呢？首先，纯债溢价率可能为负，此时不但可转债期权价值为零，其债券价值也出现下折，这可能是由于可转债发行公司出现财务风险，投资者预期按期收到本息有一定难度，对于这一类可转债，我们应当规避。第二，对于纯债溢价率大于零的品种，择券依旧不是越低越好，从可转债期权属性出发，期权 Δ 与正股价格同向变化，因此，正股价格上涨时转债期权价值增加值大于正股价格下跌时转债期权价值减少值，要从这一特性中获取最大效用，期权 Γ （期权价值对正股价格的二阶导）应当最大，即期权为平值期权，此时期权价值不会过低，因此纯债溢价率也不会过于接近于零。第三，择券时亦应规避纯债溢价率过高的品种，因为纯债溢价率过高往往意味着期权价值较高，正股价格上涨幅度较大，容易触发赎回条款，从而压缩了可转债估值。上述分析均为理论分析，本文第三节我们将运用历史数据进行回测，寻找合适的纯债溢价率窗口。

2.2 转股溢价率分析

转股溢价率是可转债价格高于平价的比率，其中平价是可转债的转股价值。目前，我国可转债面值均为 100，因此， $\text{平价} = \text{当前股价} / \text{转股价格} \times 100$ ，平价与当前股价成正比，而转股溢价率 = 可转债价格 / 平价 - 1，反映了可转债期权属性以外的价值。

转股溢价率是考察可转债股性的指标，高转股溢价率往往意味着可转债价格对正股价格的弹性较低。第一，高转股溢价率往往伴随着可转债期权出现深度虚值，此时可转债价格受股价影响较小，支撑转债价格的是其债券价值，这类品种就失去了可转债博弈股市反转的属性。第二，负的转股溢价率时常出现，理论上存在套利机会，但交易成本与持仓期间的价格波动风险使得此类策略收益有限，而负的转股溢价率意味着对正股价格的悲观预期，因此长期来看此类品种转债收益不会很好。第三，转股溢价率与股价/转股价格呈负相关关系，当转债转股溢价率在一定区间时，可能会存在触发下修条款的条款博弈机会。在第三节，我们将运用历史数据进行回测，寻找合适的转股溢价率窗口。

3 纯债溢价率与转股溢价率的择券策略

我们采用 2004 年 1 月至 2019 年 1 月期间已退市和仍在交易的可转债共计 232 只可转债的日度数据进行回测。策略的阈值使用纯债溢价率、转股溢价率的绝对值与分位数，持仓期限为一个月、三个月、六个月和十二个月，每只可转债等权重加权，不考虑交易费用，计算各个策略阈值与持仓期限的年化收益率、最大回撤与夏普率。在第 4 节中将根据本节统计结果构造择券策略。

3.1 纯债溢价率绝对值择券

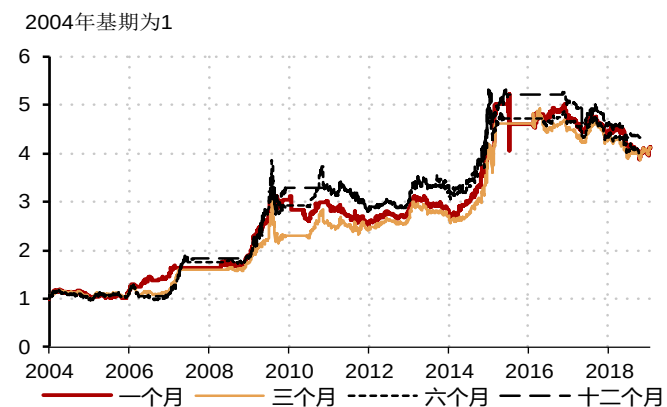
“从纯债溢价率分组来看，10%-20%与 20%-30%分组收益率最高。回测结果与我们第二节逻辑推演过程一致。第一，年化收益率中最高的分组为 10%-20%与 20%-30%，处于纯债溢价率的中间区域，10%-20%分组一个月、三个月、六个月和十二个月的年化收益率分别为 9.76%、9.74%、9.65%、10.27%，10%-20%分组一个月、三个月、六个月和十二个月的年化收益率分别为 10.80%、10.52%、12.30%、6.66%。第二，负纯债溢价率分组各组收益率较低，虽然最大回撤一个月、三个月和六个月在各个分组里最低，且夏普率最高，但年化收益率均不足 3.5%，即使可以考虑加入杠杆扩大收益，但如此低的年化收益率甚至难以覆盖融资成本。第三，随着纯债溢价率不断提高，各组合的最大回撤不断增大，而收益率并不像最大回撤一路上升，而是先升后降，这也说明了纯债溢价率过高的个券风险较高，但与收益却不成正比。

表 1：依据纯债溢价率分组收益会回撤结果

纯债溢价率	持有期限	年化收益率	最大回撤	夏普率
负溢价	一个月	2.1%	11.7%	0.67
	三个月	3.4%	10.5%	1.01
	六个月	3.4%	16.2%	0.81
	十二个月	2.8%	23.5%	0.59
0%-10%	一个月	4.2%	22.0%	0.66
	三个月	5.8%	28.1%	0.72
	六个月	6.7%	27.5%	0.79
	十二个月	6.7%	36.5%	0.70
10%-20%	一个月	9.8%	25.9%	0.77
	三个月	9.7%	29.4%	0.84
	六个月	9.6%	29.8%	0.82
	十二个月	10.3%	20.7%	0.96
20%—30%	一个月	10.8%	33.4%	0.76
	三个月	10.5%	31.6%	0.73
	六个月	12.3%	34.3%	0.94
	十二个月	6.7%	31.0%	0.64
30%-40%	一个月	-0.2%	48.5%	0.08
	三个月	-0.7%	47.7%	0.05
	六个月	-0.1%	41.2%	0.08
	十二个月	2.7%	32.0%	0.25
40%-50%	一个月	2.4%	60.5%	0.22
	三个月	-1.8%	58.3%	-0.02
	六个月	-4.5%	60.6%	-0.28
	十二个月	-4.8%	57.1%	-0.44
50%以上	一个月	-8.9%	85.4%	-0.33
	三个月	-1.7%	58.9%	0.00
	六个月	1.2%	46.0%	0.16
	十二个月	2.7%	49.1%	0.29

数据来源：wind，西南证券整理

图 8：纯债溢价率为 10%-20% 各持仓期限净值



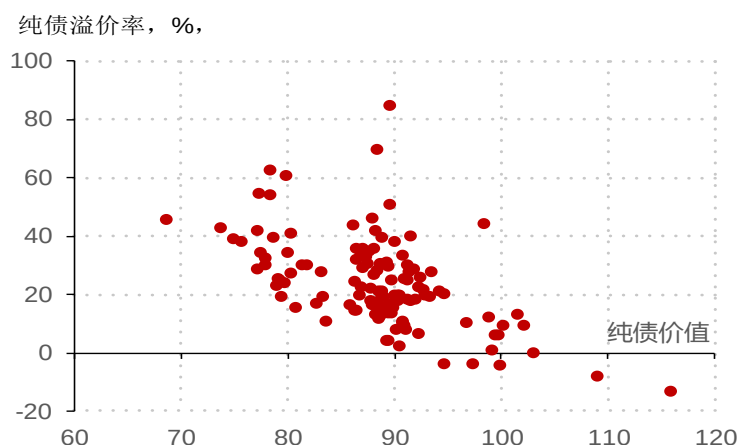
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：纯债溢价率为 20%-30% 各持仓期限净值



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：存量可转债纯债价值与纯债溢价率分布



数据来源：wind，西南证券整理

3.2 转股溢价率绝对值择券

转股溢价率年化收益率较高的分组为 15%-25%。第一，负转股溢价率组合各持仓期限年化收益率均在 5% 左右，不及中证转债指数水平。第二，0%-5% 组合三个月年化收益率分别为 11.71%，是持仓期三个月的组合中年化收益率较高的分组，但该分组一个月、六个月、十二个月持仓期年化收益率仅为 6% 左右，与指数大致相当。第三，转股溢价率高于 35% 的分组收益率较低，均低于中证转债指数收益率，且夏普率也不及指数。第四，15%-25% 分组在三个月及以上的持仓期限中表现优异，这可能是因为第二节提到的该区间可转债股价/转股价格较为接近下修条款阈值，中长期存在条款博弈可能，而 25%-35% 分组则可能是该区间可转债股价/转股价格依据是否就接近下修条款阈值，短期内即存在条款博弈可能。

表 2：依据转股溢价率分组回撤结果

转股溢价率	持有期限	年化收益率	最大回撤	夏普率
负溢价	一个月	4.2%	37.3%	0.33
	三个月	4.4%	30.3%	0.42
	六个月	5.1%	27.3%	0.48
	十二个月	4.8%	20.0%	0.64
0%-5%	一个月	6.0%	53.3%	0.39
	三个月	11.7%	38.9%	0.64
	六个月	5.3%	37.8%	0.38
	十二个月	6.4%	42.2%	0.46
5%-15%	一个月	3.7%	63.1%	0.29
	三个月	5.2%	58.0%	0.36
	六个月	5.8%	50.1%	0.41
	十二个月	5.2%	51.4%	0.45
15%—25%	一个月	0.8%	54.7%	0.14
	三个月	10.3%	39.9%	0.73
	六个月	8.8%	39.0%	0.67
	十二个月	9.3%	36.2%	0.74
25%—35%	一个月	11.1%	53.0%	0.58
	三个月	2.4%	58.7%	0.22
	六个月	0.4%	68.8%	0.13
	十二个月	-0.1%	65.0%	0.08
35%以上	一个月	1.2%	43.6%	0.17
	三个月	3.0%	44.9%	0.31
	六个月	3.1%	46.3%	0.29
	十二个月	2.8%	44.5%	0.28

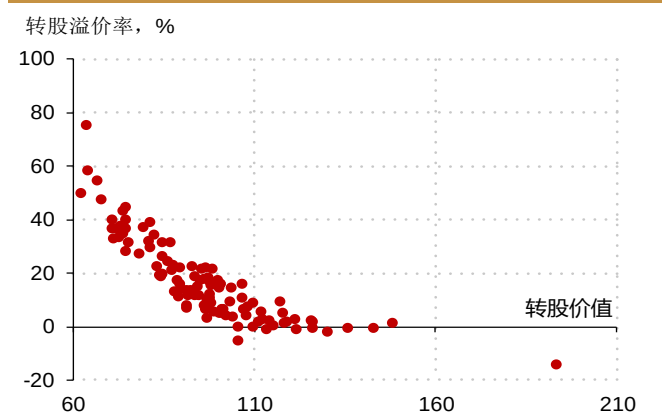
数据来源：wind，西南证券整理

图 11：转股溢价率为 15%-25%各持仓期限净值



数据来源：wind，西南证券整理

图 12：存量可转债转股价值与转股溢价率分布



数据来源：wind，西南证券整理

3.3 纯债溢价率与转股溢价率分位数择券

考虑到使用溢价率绝对值择券可能会存在较长时间的空仓时间，为了避免空仓错过行情，同时进一步验证结论，我们采用纯债溢价率与转股溢价率分位数作为分组依据进行回测。

表 3：依据纯债溢价率分位数分组回撤结果

转股溢价率分位数	持有期限	年化收益率	最大回撤	夏普率
0%-10%	一个月	-1.9%	51.6%	0.65
	三个月	3.5%	26.1%	0.51
	六个月	4.0%	24.0%	0.48
	十二个月	3.0%	29.8%	0.41
10%-30%	一个月	1.6%	38.5%	0.70
	三个月	-1.5%	42.2%	0.54
	六个月	1.1%	42.1%	0.49
	十二个月	1.5%	41.8%	0.57
30%-50%	一个月	7.6%	51.4%	0.42
	三个月	14.1%	35.6%	0.67
	六个月	8.1%	31.4%	0.59
	十二个月	6.4%	27.1%	0.55
50%-70%	一个月	2.8%	62.5%	0.58
	三个月	7.7%	50.7%	0.72
	六个月	7.0%	53.6%	0.59
	十二个月	8.2%	47.1%	0.66
70%以上	一个月	4.8%	60.4%	-0.07
	三个月	5.2%	61.7%	0.15
	六个月	3.8%	58.7%	0.13
	十二个月	4.7%	38.2%	0.21

数据来源：wind，西南证券整理

表 4：依据转股溢价率分位数分组回撤结果

纯债溢价率分位数	持有期限	年化收益率	最大回撤	夏普率
0%-10%	一个月	6.9%	28.1%	0.76
	三个月	4.0%	29.7%	0.60
	六个月	4.1%	32.3%	0.57
	十二个月	3.4%	35.4%	0.50
10%-30%	一个月	8.9%	36.3%	0.72
	三个月	5.9%	37.7%	0.56
	六个月	5.0%	40.2%	0.52
	十二个月	6.0%	37.1%	0.61
30%-50%	一个月	5.5%	56.3%	0.43
	三个月	8.6%	42.7%	0.68
	六个月	7.1%	39.5%	0.61
	十二个月	5.7%	35.3%	0.58
50%-70%	一个月	9.1%	62.0%	0.59
	三个月	10.8%	52.4%	0.73
	六个月	8.6%	45.2%	0.61
	十二个月	7.8%	38.3%	0.68
70%以上	一个月	-3.3%	74.4%	-0.07
	三个月	1.0%	59.5%	0.15
	六个月	0.7%	56.5%	0.13
	十二个月	1.8%	43.4%	0.22

数据来源：wind，西南证券整理

纯债溢价率分位数年化收益率最高的区间为 50%-70%，而转股溢价率年化收益率最高的区间为 30%-50%，同时 50%-70% 区间收益率也较高。分位数分组结论与绝对数值分组结论基本一致，纯债溢价率中间区域收益率较高，而转股溢价率则有两组收益率较高。纯债溢价率分位数年化收益率最高的区间为 50%-70%，一个月、三个月、六个月和十二个月的年化收益率分别为 9.12%、10.84%、8.63% 和 7.38%，而转股溢价率年化收益率最高的区间为 30%-50%，一个月、三个月、六个月和十二个月的年化收益率分别为 7.57%、14.08%、8.11% 和 6.44%，同时 50%-70% 区间收益率也较高。

4 纯债溢价率与转股溢价率的择券策略

根据定性逻辑与定量回测结果，综合考虑纯债溢价率与转股溢价率的最优区间，我们构建西南转债溢价率策略指数，指数构建方法如下：

溢价率阈值：纯债溢价率：10%-30%；转股溢价率：15%-25%；持仓期限：三个月；个券权重：等权重。

即选取纯债溢价率在 10%-30% 和转股溢价率在 15%-25% 的转债，权重为等权重，持有期限为三个月，三个月后根据标准再度换仓，如果没有符合标准的可转债，即空仓。

图 13：中证转债指数与西南转债溢价率策略指数



数据来源：wind，西南证券整理

我们构建的指数年化收益率为 11.03%，最大回撤为 24.65%，夏普率为 1.00，而中证转债指数年化收益率为 6.39%，最大回撤为 52%，夏普率为 0.42。我们构建的溢价率策略指数业绩全面优于中证转债指数。

进一步观察，我们发现我们构建的溢价率策略指数往往能够获取到牛市上半段的收益，但也会在下半段空仓，进而能够躲过牛市后的下跌。这是因为牛市后期，可转债估值已经很高，市场上几乎没有符合策略要求的个券，因此我们提出的溢价率策略在能够追逐牛市上涨的同时，也具有避免大幅回撤的防御功能。

5 溢价率择券：个券推荐

结合纯债溢价率与转股溢价率综合分析，我们按照 2019 年 3 月 1 日情况筛选出目前存量债券中纯债溢价率为 10%-30%，转股溢价率为 15%-25% 的个券，剔除了 2 月交易金额低于 1 亿元的个券后，得到下表。

表 5：当前依据纯债溢价率与转股溢价率的择券结果

证券代码	证券简称	纯债溢价率	转股溢价率	2月成交金额（亿元）	债券余额（亿元）	行业
113017.SH	吉视转债	11.05	17.25	2.58	15.60	传媒
113019.SH	玲珑转债	12.81	24.82	1.39	20.00	化工
113505.SH	杭电转债	17.31	15.89	2.86	7.80	电气设备
127005.SZ	长证转债	29.30	20.49	19.41	50.00	非银金融
128021.SZ	兄弟转债	15.03	18.58	1.87	6.35	化工
128033.SZ	迪龙转债	15.96	15.19	1.28	5.20	公用事业

数据来源：wind，西南证券整理

当前市场状况下，我们运用纯债溢价率和转股溢价率选出吉视转债、玲珑转债、杭电转债、长证转债、兄弟转债和迪龙转债等六只转债。个券行业分布较为分散，从规模上看，筛选出标的包含了大、中、小规模个券。按申万一级行业划分分布在五个一级行业中，不存在集中持有某一行业的风险，其中传媒一只，非银金融一只，电气设备一只，化工两只，公用事业一只。

纯债溢价率与转股溢价率是帮助我们择券的重要指标，利用历史数据能够为我们择券提供指导，但具体到个券配置，仍应当综合考虑正股价格，转股意愿，条款博弈等因素。模型只能为我们提供方向性的指导。市场上的转债多达 100 余中，跨越了各个行业，想要一一深入研究成本过高，并且很多个券本身质地较差，研究价值有限，因此通过模型进行初步筛选，再对筛选初标的进行二次研究不失为一种高效的方案。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn