

转债市场经历过山车，低价转债迎来估值回暖

——02月可转债月报
2021年03月

要点：

张坤

○ 一级市场：发行规模骤降，后续供给仍然充足

2月可转债共上市8只，发行金额41.02亿元，月环比减少215.85亿元。其中，海兰转债上市首日破发，彤程转债和一品转债上市首日涨幅超过20%，整体首日涨跌幅均值为5.8%。与此同时，共有72家上市公司可转债发行前情况有进展，较前月增加23家。其中7家公司通过了董事会预案，16家公司通过了股东大会，9家公司通过了发审委，18家公司通过了证监会核准。

百瑞信托博后工作站

○ 二级市场：市场经历过山车行情，不同评级转债价差收窄

2月份转债市场和权益市场走势明显趋同，春节前后转债市场和股票市场经历了一轮过山车行情，指数自月初开始拉升未能实现有效突破且回调凌厉，宣告市场进入震荡走势。个券方面低估值小盘转债整体布局机会增加，可转债市场中高价转债伴随权益市场“抱团股”的瓦解而纷纷走低，低价转债迎来一段时间的回暖。各类评级转债与AAA转债价差相比年初均出现一定程度下降，市场对于个券基本面愈发关注。

○ 投资观点：顺周期行业受青睐，精选兼具正股弹性与业绩支撑的转债

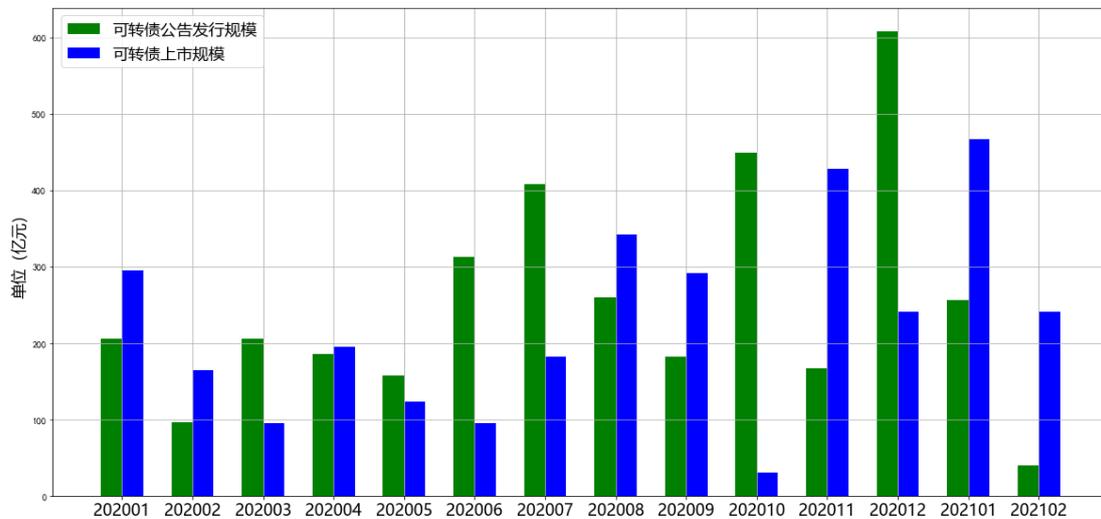
春节前后，股市反弹与切换同时进行，而转债沿着自身路径修复。阻力最小的方向依然是全球共振的顺周期品种以及疫情修复品种，高价品种需要关注流动性的变化。择券方面：1、全球经济复苏的顺周期板块势能较强，复苏逻辑较为适宜。2、在业绩预告的窗口期，精选绩优标的。3、顺周期银行品种具备较好弹性，券商品种中期配置价值凸显。4、业绩支撑较强或边际修复较快的标的，密切跟踪市场流动性变化。5、低价品种已接近绝对低位，可以逐步根据资金情况提前布局。

一、一级市场跟踪

1、春节前后转债发行规模骤降，新债上市首日涨幅缩窄

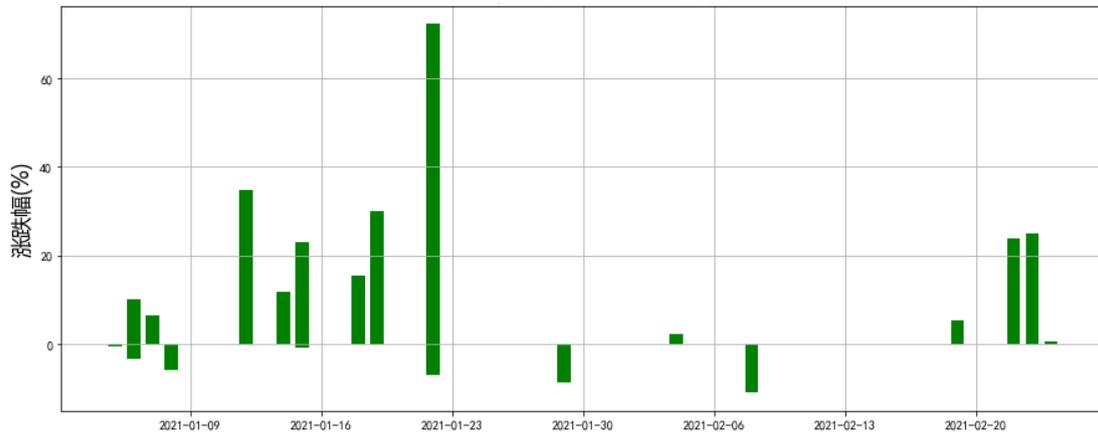
2021年2月份，转债市场新上市的公募可转债规模合计240.8亿元，环比下降225.5亿元；公告新发行转债规模41.02亿元，环比下降215.85亿元。春节前后，公告发行的转债规模相比上月和去年同期均有所下降，但市场总规模仍处于扩张当中。2月新上市的可转债为美诺转债、海兰转债、上银转债、金陵转债、世运转债、彤程转债、一品转债、美力转债。2月份公告中签率的8支转债网上中签率均值为0.0141%，相比上月大幅提高，原股东配售比例平均值为26.26%，上市首日涨跌幅均值为5.8%。2月份，转债上市首日涨幅下滑明显。海兰转债上市首日破发，但是彤程转债和一品转债上市首日涨幅超过20%，在转债打新策略上需要进一步精选个券。

图 1：2020 年以来可转债月度发行与上市规模



数据来源：Wind 资讯

图 2：2021 年以来可转债上市首日涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

表 1：2021 年 02 月新上市可转债基本情况

转债代码	转债名称	公司代码	公司名称	发行规模(亿元)	期限(年)	上市日期	转股起始日	初始转股价格	信用等级
113618.SH	美诺转债	603538.SH	美诺华	5.20	6	2021-02-04	2021-07-20	37.47	AA-
123086.SZ	海兰转债	300065.SZ	海兰信	7.30	6	2021-02-08	2021-06-17	15.16	AA-
113042.SH	上银转债	601229.SH	上海银行	200.00	6	2021-02-10	2021-07-29	11.03	AAA
123093.SZ	金陵转债	300651.SZ	金陵体育	2.50	6	2021-02-18	2021-07-26	49.29	A+
113619.SH	世运转债	603920.SH	世运电路	10.00	6	2021-02-19	2021-07-26	26.5	AA
113621.SH	彤程转债	603650.SH	彤程新材	8.00	6	2021-02-22	2021-08-02	32.96	AA
123098.SZ	一品转债	300723.SZ	一品红	4.80	6	2021-02-23	2021-08-03	45.78	AA-
123097.SZ	美力转债	300611.SZ	美力科技	3.00	6	2021-02-24	2021-08-02	9.34	A+

2、可转债市场后续供给规模保持稳定

2月1日至2月28日共有72家公司可转债发行前情况有进展，较前月增加23家。其中7家公司通过了董事会预案，16家公司通过了股东大会，9家公司通过了发审委，18家公司通过了证监会核准。本月拿到转债发行批文的上市公司为：旗滨集团、傲农生物、杭州银行、卫宁健康、嘉化能源、帝欧家居、金麒麟、东方盛虹、牧原股份、中钢国际、拓斯达、新凤鸣、温氏股份、永艺股份、海正药业、金田铜业、正川股份、绿茵生态。

表 2：2021 年 2 月证监会核准发行可转债

核准公告日期	公司代码	公司名称	发行规模(亿元)	发行期限(年)	申万行业
2021-02-25	601636.SH	旗滨集团	15.0000	6	SW 玻璃制造 II
2021-02-25	603363.SH	傲农生物	10.0000	6	SW 饲料 II
2021-02-24	600926.SH	杭州银行	150.0000	6	SW 银行 II
2021-02-24	300253.SZ	卫宁健康	9.7027	6	SW 计算机应用
2021-02-24	600273.SH	嘉化能源	18.0000	6	SW 化学制品

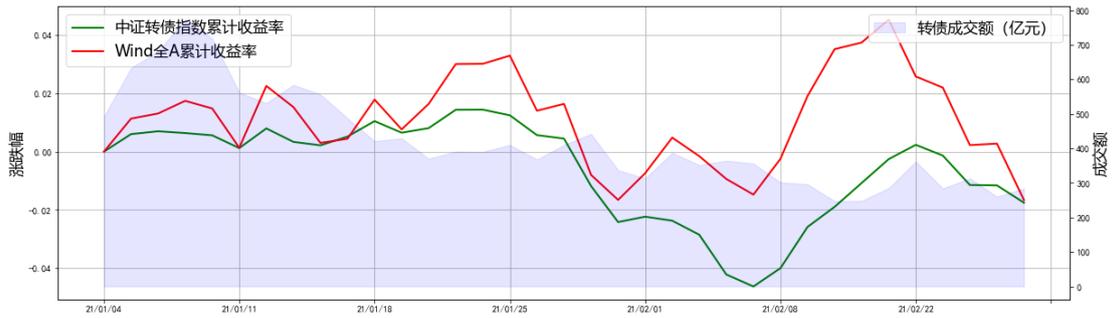
2021-02-23	002798.SZ	帝欧家居	15.0000	6	SW 其他建材 II
2021-02-20	603586.SH	金麒麟	4.6344	6	SW 汽车零部件 II
2021-02-20	000301.SZ	东方盛虹	50.0000	6	SW 化学纤维
2021-02-19	002714.SZ	牧原股份	95.5000	6	SW 畜禽养殖 II
2021-02-10	000928.SZ	中钢国际	9.6000	6	SW 专业工程
2021-02-10	300607.SZ	拓斯达	6.7000	6	SW 通用机械
2021-02-10	603225.SH	新凤鸣	25.0000	6	SW 化学纤维
2021-02-09	300498.SZ	温氏股份	92.9700	6	SW 畜禽养殖 II
2021-02-09	603600.SH	永艺股份	4.9000	6	SW 家用轻工
2021-02-05	600267.SH	海正药业	18.1524	6	SW 化学制药
2021-02-02	601609.SH	金田铜业	15.0000	6	SW 工业金属
2021-02-02	603976.SH	正川股份	4.0500	6	SW 医疗器械 II
2021-02-01	002887.SZ	绿茵生态	7.1200	6	SW 环保工程及服务 II

二、二级市场情况

1、转债与股票市场经历过山车行情

春节前后转债市场和股票市场经历了一轮过山车行情，指数自月初开始拉升未能实现有效突破且回调凌厉，宣告市场进入震荡走势。中证转债指数环比上涨 0.68%，报收于 365.44 点，相比年初市场跌幅有所收窄，月成交额 4656.6 亿元，市场成交量总量平稳。上证综指月环比上涨 0.75%，报收于 3509.08 点。深圳成指、万得全 A 分别月下跌 2.12%、0.01%，沪深 300 月环比下跌 0.28%。2 月份转债市场和权益市场走势明显趋同，月初经历若干个无差别“杀估值”后又迎来几个交易日的普涨，个券方面低估值小盘转债整体布局机会增加，可转债市场中高价转债伴随权益市场“抱团股”的瓦解而纷纷走低，低价转债迎来一段时间的回暖。

图 3：2021 年以来指数累计收益率与中证转债成交金额

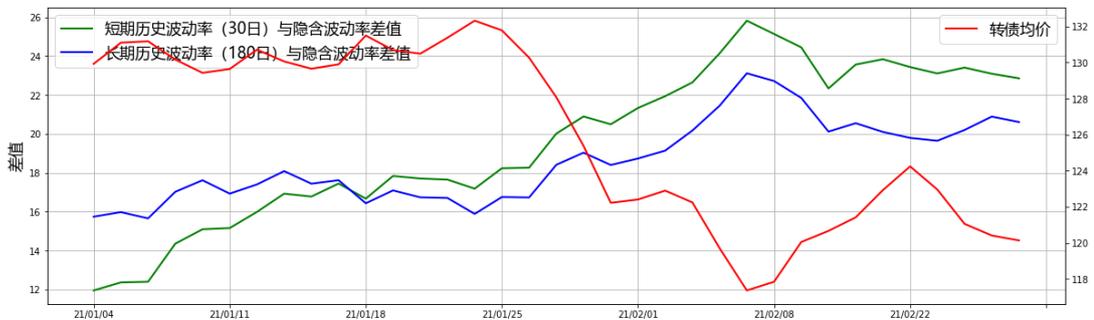


数据来源：Wind 资讯

2、历史波动率与隐含波动率差值开始走低

转债正股长短期历史波动率与隐含波动率的差值可以看作是转债市场领先信号，上穿信号出现后转债市场触顶回落风险较大，直到下穿信号出现后，转债指数企稳。截止 2 月末，转债市场均价为 120.13 元，隐含波动率整体下移，月末均值为 22.59%，离散度基本稳定，正股长短期历史波动率与隐含波动率差值呈现先上升后回调的形态。短期差值向下回归长期差值时，转债市场均价出现一次较大的行情修复，但是短期差值仍处于长期差值上方，市场表现仍然不稳定。

图 4：2021 年以来可转债波动率差值与可转债均价走势



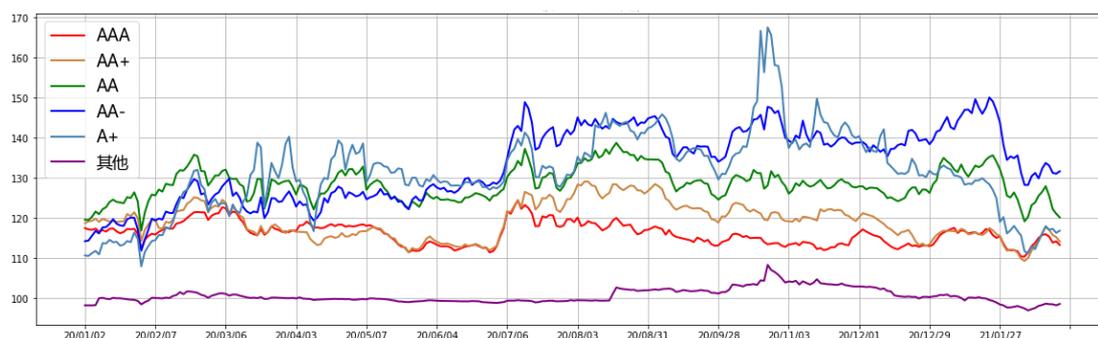
数据来源：Wind 资讯

3、低评级与高评级转债价差缩窄

截止 2 月末，转债市场中 AAA 转债占比 8.2%（31 只），AA+ 评级转债占比 11.1%（42 只），AA 评级转债占比 34.7%（131 只），AA- 评级转债占比 27.2%（103 只），A+ 评级转债占比 11.9%（45 只），其他更低评级的转债占比 6.9%（26 只）。不同评级转债均价走势表现一致，但是涨跌幅存在较大差距。A+ 评级转债波动幅度最大，自去年 11 月高点后下跌深度度也最为剧烈。AA 与 AA- 的转债价差在逐

步收敛，AAA 与 AA+转债较其他评级转债波动率更低，受债券市场信用风险影响更低，与此同时在市場上升期的价差收益也相对较低。截止 2 月末，各类评级转债与 AAA 转债价差相比年初均出现一定程度下降，市場对于个券基本面愈发关注。

图 5：2020 年以来不同评级转债均价走势

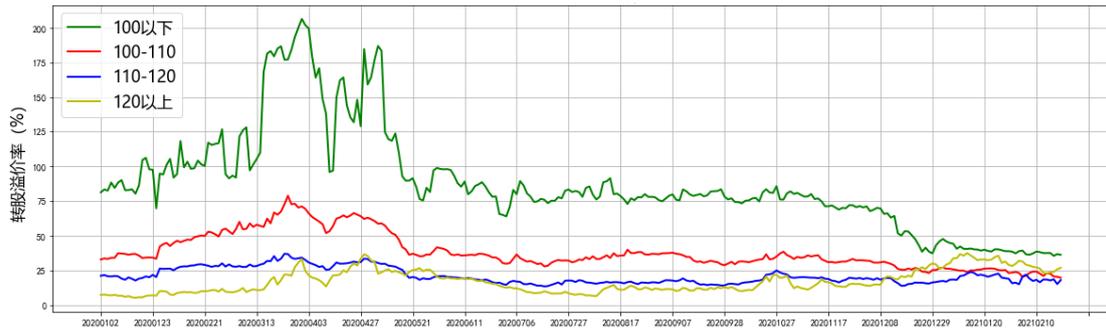


4、低价转债迎来估值修复

股性估值主要反映市場的弹性，估值压缩且绝对值较低意味着市場弹性较好，未来布局机会较多；估值较高则需要警惕调整风险。2 月转债市場低价转债与高价转债的平均转股溢价率均震荡下行，高价转债的平均估值水平在 1 月份达到 2020 年以来的最高位后开始回调，但仍然保持在较高水平。整体来看，转债市場股性估值较前月继续小幅下降，平均转股溢价率为 25.11%，估值水平处于 2020 年以来的低位。

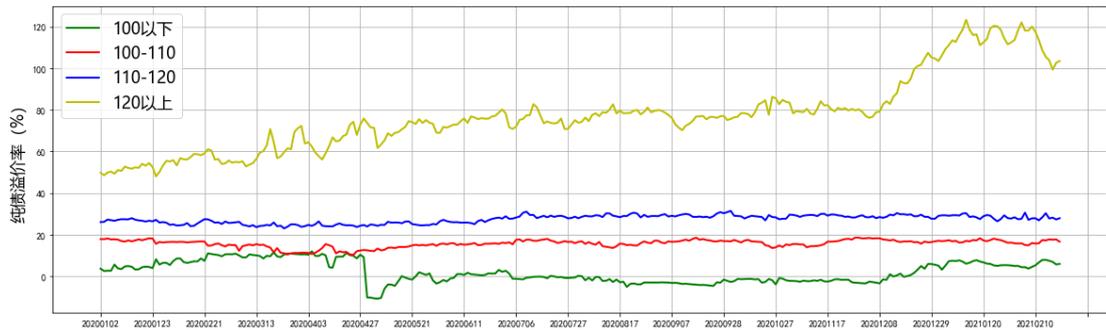
截止 2 月末，转债市場上 120 元以上高价转债的纯债溢价率快速下跌，其他价格层面上转债表现稳中有降，转债市場估值水平经过春节前调整，较前期均有所下降。综合相对和绝对水平，尽管当前转债市場的分化导致市場看起来跟以往差异很大，而且市場对于信用风险的担忧明显更甚，但其实转债整体上已经处于历史上的绝对低位转债，一些存量规模较小的低价转债的纯债溢价率在上升，转股溢价率在下降，说明转债和相应正股从前期低点回归合理水平。

图 6：2020 年以来不同价格区间可转债转股溢价率



数据来源: Wind 资讯

图 7: 2020 年以来不同价格区间可转债纯债溢价率



数据来源: Wind 资讯

5、顺周期行业受市场青睐

2 月份转债市场申万行业涨跌互现，并且多数行业跌幅深度与涨幅高度趋同。从股票市场数据来看，房地产、钢铁和农林牧渔行业受市场青睐，分别上涨 10.32%、8.36%和 8.731%。下跌居前行业为电气设备、汽车、食品饮料，跌幅分别为-6.03%、-5.16%、-5.05%。从可转债行业数据看，建筑材料、休闲服务、通信三个行业板块上涨，分别上涨 7.52%、7.39%和 5.38%。跌幅居前的板块为食品饮料、机械设备、医药生物，跌幅分别为-7.59%、-6.791%和-6.03%。近期在上行趋势中表现相对强势的板块多为顺周期板块，包括有色、化工及钢铁等。从经济复苏总体视角看，这些品种的表现期尚未结束。美国财政政策刺激叠加供需关系的影响，导致有色金属等大宗商品价格上行，对国内顺周期板块存在带动作用。当前维持关注有色、化工、机械等板块的龙头个券，正股资质为选择的核心因素；部分银行业绩超预期，具备配置价值。

图 8: 申万一级行业 02 月份涨跌情况

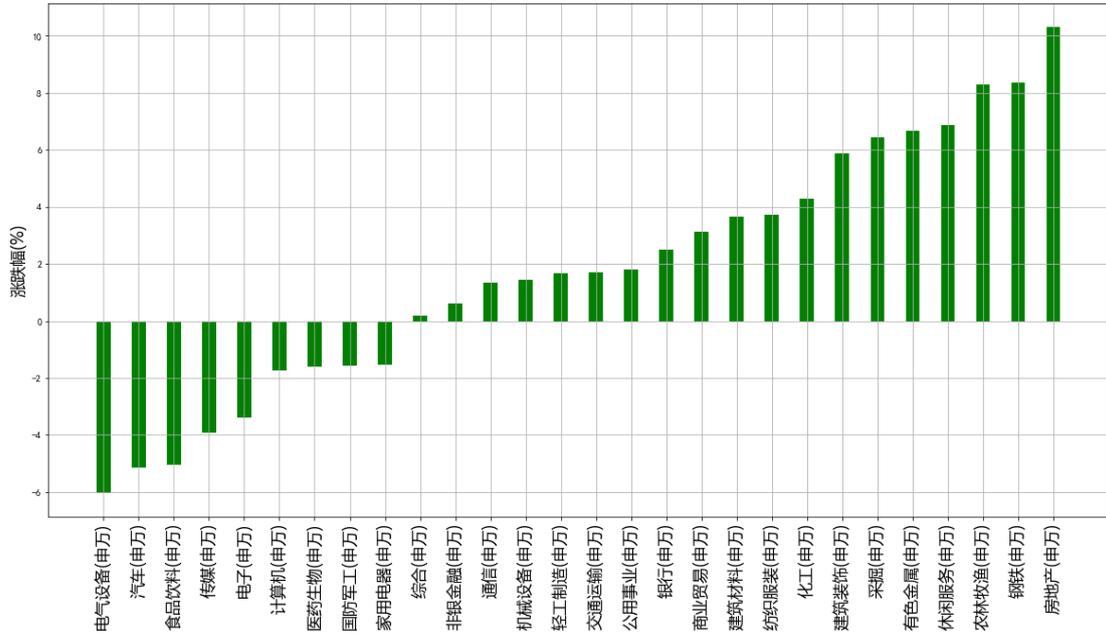
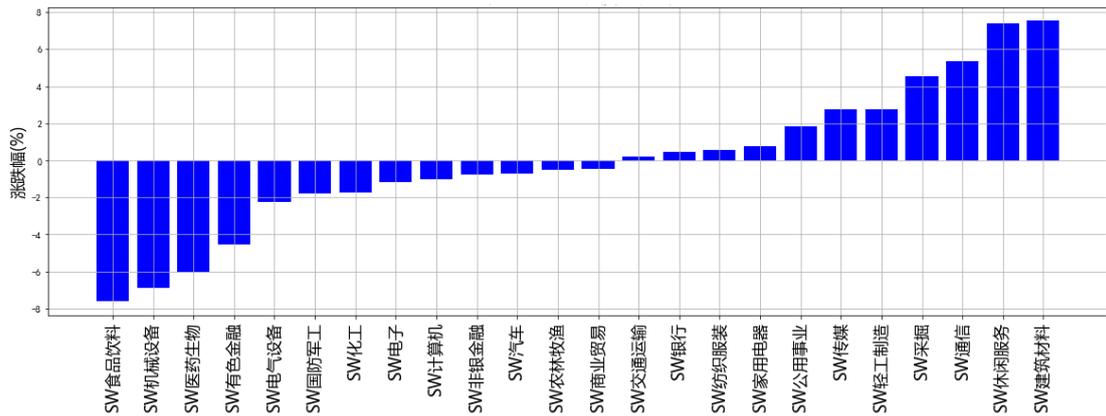


图 9：申万可转债行业 02 月份涨跌情况

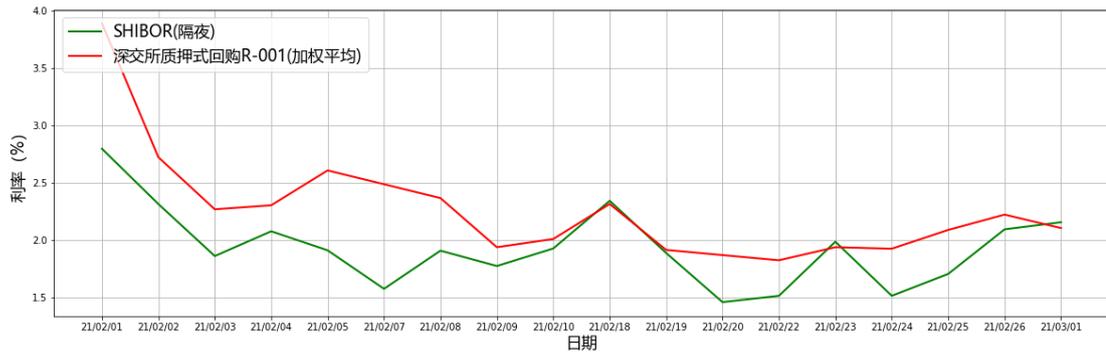


三、投资观点

1、市场流动性边际收紧

流动性方面边际收紧，2021 年 2 月份央行逆回购 5900 亿元，逆回购到期 12140 亿元；中期借贷便利投放 5000 亿元，1 年期利率操作维持在 2.95%；总体来看，2 月央行公开市场操作货币投放规模 8300 亿元，货币回笼规模 11390 亿元，货币净回笼 3090 亿元；银行间市场流动性边际收紧，资金面的博弈更加激烈，SHIBOR 隔夜与深交所质押回购利率震荡走低，资金面整体平稳。

图 10：SHIBOR 隔夜与深交所质押回购利率走势



2、精选具备业绩支撑与正股弹性转债

春节前后，股市反弹与切换同时进行，而转债沿着自身路径修复。阻力最小的方向依然是全球共振的顺周期品种以及疫情修复品种，高价品种需要关注流动性的变化。择券方面：1、全球经济复苏的顺周期板块势能较强，复苏逻辑较为适宜。2、在业绩预告的窗口期，精选绩优标的。3、顺周期银行品种具备较好弹性，券商品种中期配置价值凸显。4、业绩支撑较强或边际修复较快的标的，密切跟踪市场流动性变化。5、低价品种已接近绝对低位，可以逐步根据资金情况提前布局。

四、风险提示

经济复苏低于预期、权益市场大幅波动、疫情防控不及预期等。