

转债市场震荡，成长与低估值板块均衡配置

——10月可转债月报
2021年11月

要点：

张坤

○ 一级市场：当月供给收缩，新券发行即将重启

10月可转债共上市2只，公告新发行转债规模合计184.19亿元，环比上升140.51亿元。泉峰转债首日涨幅超过30%，瑞丰转债涨幅也接近10%。与此同时，共有64家公司可转债发行前情况有进展，其中12家公司通过了董事会预案，36家公司通过了股东大会，9家公司通过了发审委，7家公司通过了证监会核准。

百瑞信托博后工作站

○ 二级市场：转债指数震荡上涨，估值存在压缩风险

中证转债指数环比下跌0.12%，报收于408.12点，月成交额10913.82亿元。估值方面，不同价格区间转债的转股溢价率均出现不同程度上涨，120以上价格区间转股溢价率上涨幅度相对小于其他价格区间的可转债；纯债溢价率方面，除价格区间在120元以上的转债纯债溢价率波动上行外，其余价格水平转债纯债溢价率均转而下行，100元以内转债纯债溢价率下跌幅度最大。

○ 投资观点：市场震荡，关注新券

四季度，转债市场估值或仍在高位波动，标的及行业可重点关注政策支持、季报高景气延续方向，依然建议均衡配置。一方面可关注低估值板块，四季度配置风格或更加均衡，可关注金融、消费、公用事业、基建等产业链相关个券。另一方面，成长板块中景气度持续高企的新能源车、光伏风电等产业链明年或仍保持较高增速。11月份和12月份是传统发行旺季，新券发行重启，可关注新券机会。

○ 策略实盘：策略随市场波动加大，超额收益仍然稳健

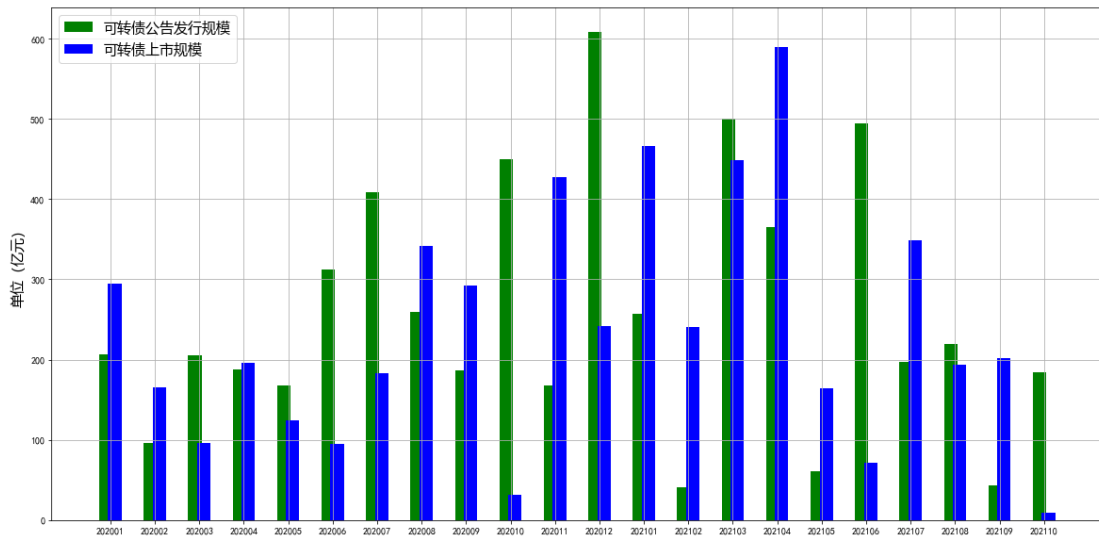
我们从2021年2月18日开始依据量化投资策略构建投资组合，进行实盘交易。在构建可转债投资组合时采用分散化管理，持有转债一般不少于20只，仓位比较集中在其中10个转债里。同时根据转债价格、正股价格、隐含波动率、持有期收益率等指标的变动，动态更新投资组合。截止2021年10月末，该策略实盘实现累计收益14.45%，年化收益率21.89%。策略夏普比率和信息比率分别为2.17和0.54。

一、一级市场跟踪

1、转债供给继续收缩，新券发行即将重启

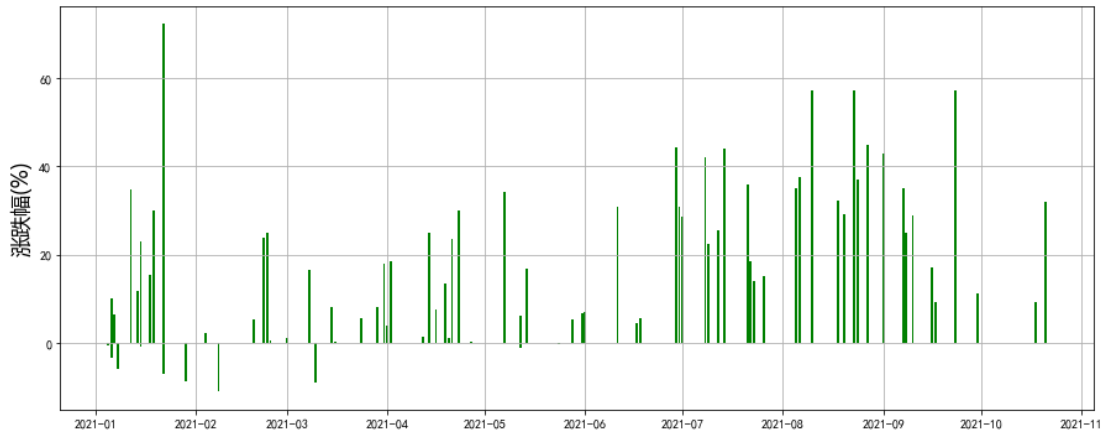
2021年10月份，转债市场新上市的公募可转债规模合计9.6亿元，公告新发行转债规模184.19亿元，环比上升140.51亿元。10月份仅有16个交易日，新上市转债规模较少，尽管发行规模环比上升，但相比去年同期，上市规模和发行规模均有所下降。10月新上市的可转债为瑞丰转债、泉峰转债，2支转债网上中签率均值为0.0024%，相比上月大幅下降，原股东配售比例平均值为49.35%，上市首日涨跌幅均值为20.69%，泉峰转债首日涨幅超过30%，瑞丰转债涨幅也接近10%。

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 09 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
113629.SH	泉峰转债	603982.SH	泉峰汽车	6.2	6	2021-10-21	2022-03-22	23.03	AA-
123126.SZ	瑞丰转债	300243.SZ	瑞丰高材	3.4	6	2021-10-18	2022-03-16	17.8	A+

2、转债发行审批节奏提速

10月1日至10月29日共有64家公司可转债发行前情况有进展，较前月增加10家。其中12家公司通过了董事会预案，36家公司通过了股东大会，9家公司通过了发审委，7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：赛腾股份、盘龙药业、甬金股份、设研院、卡倍亿、仙鹤股份、山东玻纤。

10月份发行主要集中在下旬，共7支转债启动发程序，合计发行规模144亿元。2021年至今，一共89支可转债发行，发行规模达到2075.90亿元，高于2020年同期的1919.20亿元。截至2021年10月29日，待发新券共3903.26亿元，共183只，其中已过会和拿到批文的转债329.57亿元，共40只。

表 2：2021 年 10 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
2021-10-28	603283.SH	赛腾股份	3.0300	6	SW 专用设备
2021-10-28	002864.SZ	盘龙药业	2.7600	6	SW 中药 II
2021-10-22	603995.SH	甬金股份	10.0000	6	SW 钢铁 II
2021-10-21	300732.SZ	设研院	3.7600	6	SW 基础建设
2021-10-21	300863.SZ	卡倍亿	2.7900	6	SW 汽车零部件 II
2021-10-12	603733.SH	仙鹤股份	20.5000	6	SW 造纸 II
2021-10-09	605006.SH	山东玻纤	6.0000	6	SW 化学制品

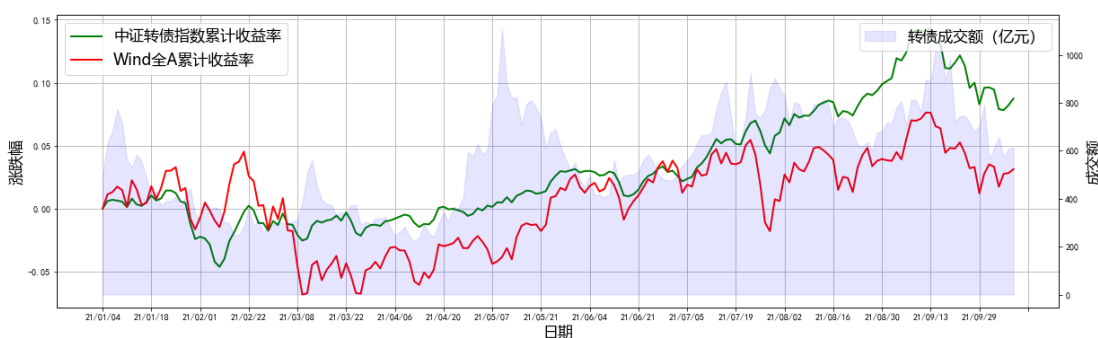
二、二级市场情况

1、转债指数小幅震荡上涨

截止 10 月末，中证转债指数环比下跌 0.12%，报收于 408.12 点，月成交额 10913.82 亿元，转债市场成波动下调后上涨趋势，成交额连续两月环比下降。上证综指月环比下降 0.58%，报收于 3547.34 点。深圳成指、万得全 A 分别月环比上涨 0.99%、0.34%，沪深 300 月环比上涨 0.87%。10 月市场整体震荡，热点主要集中在政策、季报等方面。市场还处于较好可为期，当前虽然经济较弱，但政策发力，波动环境下更有利于转债市场期权价值的提升。

从成交来看，月末股票成交再次破万亿，转债市场成交仍然维持较为活跃的状态，最后一周双高个券炒作再现。10 月份日均成交金额为 682.11 亿元，环比 9 月份日均成交金额下降 15.99%。

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、转债均价维持年内高位，正股短期波动率仍高于长期

截止 10 月末，转债市场均价为 137.74，相比上月末提高 1.51 元。隐含波动率整体小幅下降 0.28%，月末均值为 30.68%。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，转债市场企稳。隐含波动率主要衡量市场情绪变化，若市场回暖，隐含波动率随之走高，市场情绪降温，隐含波动率随之降低。市场离散度一方面能够反映出市场的结构性特征，离散度较低意味着市场可能出现整体性机会，离散度较高则可能结构性机会为主。

从估值水平上看，转股溢价率分位值再次上升至 27.2% 的高位水平，主要原因是正股短期波动率明显提高，使得转债估值被动上升。转债估值的被动抬升需要正股上涨来消化，对于正股波动率较小且业绩增长空间较小的转债，其估值较难压缩。

图 4：2021 年以来可转债波动率差值与可转债均价走势

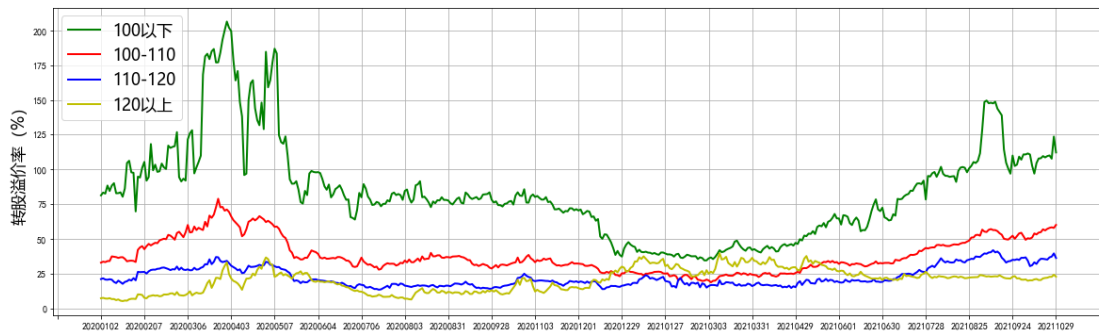


数据来源：Wind 资讯

3、转股溢价率高位震荡，估值存在压缩风险

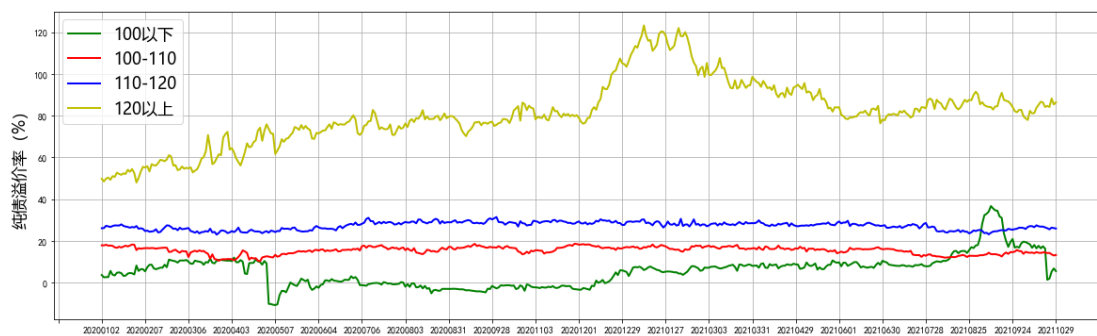
股性估值主要反映市场的弹性，估值压缩且绝对值较低意味着市场弹性较好，未来布局机会较多；估值较高则需要警惕调整风险。从转债估值角度，可以看出低估值转债涨幅更佳，表明安全边际仍然是投资者择券的重点考虑因素，其实这一点从整体转债市场的转股溢价率也有体现。具体看，10 月份期间不同价格区间转债的转股溢价率均出现不同程度的上涨，120 以上价格区间转股溢价率上涨幅度相对小于其他价格区间的可转债；纯债溢价率方面，除价格区间在 120 元以上的转债纯债溢价率波动上行外，其余价格水平转债纯债溢价率均转而下，100 元以内转债纯债溢价率下跌幅度最大。

图 5：2020 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 6：2020 年以来不同价格区间可转债纯债溢价率



数据来源：Wind 资讯

4、转债行业板块涨跌互现，整体弱于股票市场

从行业角度看，10月份股票市场上涨行业数量高于转债市场。从股票市场数据来看，申万16个行业上涨，12个行业下跌。涨幅前五的行业分别为汽车、休闲服务、食品饮料、银行和通信，涨幅分别为6.94%、5.35%、4.24%、3.73%、2.46%。跌幅居前行业为公用事业、钢铁、采掘、建筑装饰、化工，分别下跌10.77%、6.453%、4.91%、4.00%、2.69%。本月转债所属正股9个行业上涨，15个行业下跌。转债涨幅居前行业为汽车（1.85%）、机械设备（0.98%）、休闲服务（0.74%）、有色金属（0.67%）、建筑材料（0.35%），下跌行业为公用事业（-4.92%）、采掘（-3.99%）、纺织服装（-3.46%）、轻工制造（-3.30%）、电气设备（-2.58%）。

从三季报表现看，新能源汽车、光伏、半导体等高成长性板块的公司仍然保持较高的业绩增速，处于供需格局和竞争格局较好环节的公司仍有较大的上涨空间。前期调整1个月左右的汽车、新能源汽车等产业链个券领涨；双碳相关政策下，绿电产业链个券继续强势。在国产替代以及高精度设备需求旺盛背景下，中高端制造业订单充足，长期盈利能力向好，建议关注“专精特新”企业中的通用设备、专用设备、电气设备等细分领域的转债。

图7：申万一级行业10月份涨跌情况

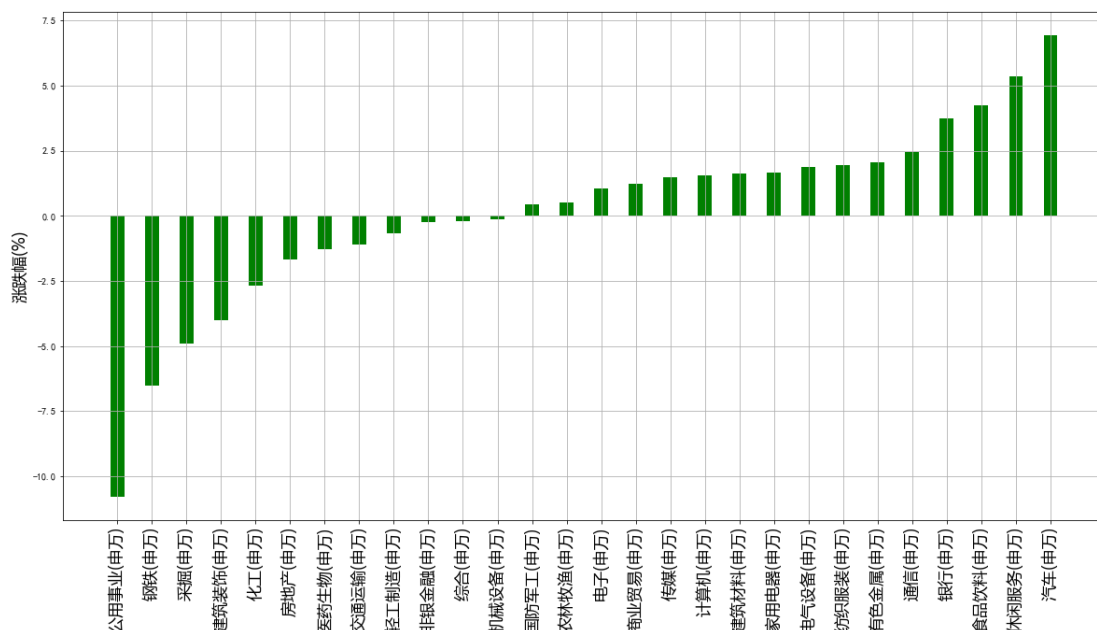
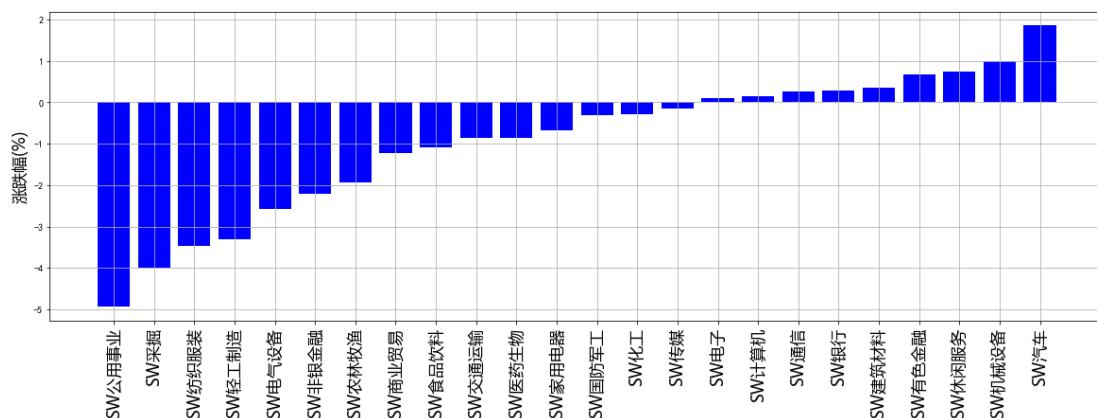


图 8：申万可转债行业 10 月份涨跌情况



三、投资建议及策略实盘

1、市场震荡，关注新券

数据显示三季度 GDP “破 5”，PMI 已经连续两个月位于荣枯线支线，经济下行压力或仍较大；原材料涨价、疫情、海运价格等因素影响下，正股三季度业绩表现转弱，增速回落；此外，大宗商品价格也出现回落。转债正股季报陆续公布，如果考虑今年归母净利润单季环比以及单三季度同比的情况，景气度较高的标的多集中于电子（半导体及元件等）、化工有色、机械设备等行业，部分正股

业绩超预期。此外，三季度转债赚钱效应不错，基金整体转债仓位明显上升，二级债基等大幅加仓转债，但不同类型基金有所分化，持有转债比较多的偏债混合、一级债基仓位下降，二级债基略有提高，实际上也一定程度反映高估值下转债性价比明显低于权益。

临近年底，资金利率大概率会保持平稳，估值或仍在高位波动，标的及行业可重点关注政策支持、季报高景气延续方向，依然建议均衡配置。一方面可关注低估值板块，四季度配置风格或更加均衡，可关注金融、消费、公用事业、基建等产业链相关个券。另一方面，成长板块中景气度持续高企的新能源车、光伏风电等产业链明年或仍保持较高增速。11月份和12月份是传统发行旺季，新券发行重启，可关注新券机会。

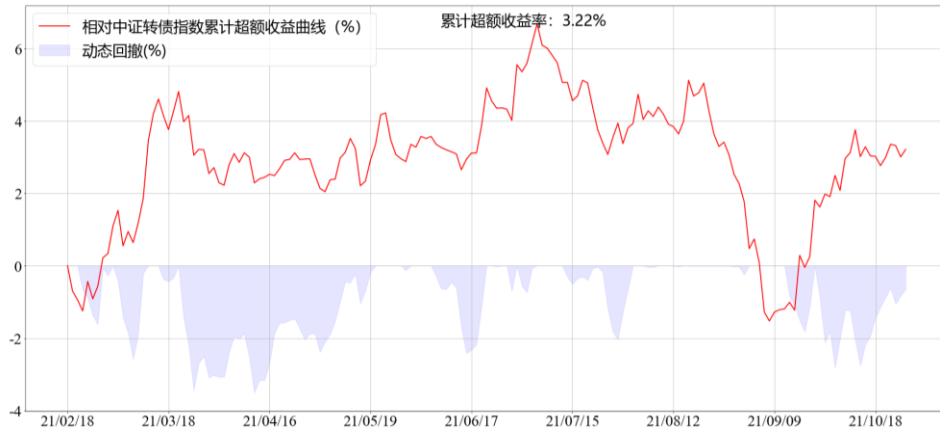
2、实盘策略随市场波动加大，超额收益仍然稳健

我们从2021年2月18日开始依据量化投资策略构建投资组合，进行实盘交易。在构建可转债投资组合时采用分散化管理，持有转债一般不少于20只，仓位比较集中在其中10个转债里。同时根据转债价格、正股价格、隐含波动率、持有期收益率等指标的变动，动态更新投资组合。截止2021年10月末，该策略实盘实现累计收益14.45%，年化收益率21.89%。策略夏普比率和信息比率分别为2.17和0.54。从风险角度，策略实盘收益年化波动率9.18%，最大回撤-3.5%，较好的实现了风险控制，表现相当稳健。

图 9：转债策略实盘收益情况



图 10：转债策略超额收益及回撤图



四、风险提示

经济复苏低于预期、权益市场大幅波动、流动性风险、政策不及预期等。