

# 转债市场供给稳定，高价与低价转债分化加剧

——12月可转债月报  
2021年01月

## 要点：

张坤

### ○ 一级市场：供给稳定，公告发行规模创全年新高

12月转债市场新上市的可转债规模合计241.69亿元，公告新发转债规模609.17亿元，环比上升441.88亿元。20支转债网上中签率均值为0.0043%，原股东配售比例平均值为27.49%，上市首日涨跌幅均值为7.99%，其中6只转债出现破发现象。12月共有16家上市公司拿到转债发行批文，后续供给依然充足。

百瑞信托博后工作站

### ○ 二级市场：成交量表现平稳，高价与低价转债分化加剧

12月转债市场成交量较上月基本持平，指数前期宽幅下跌后跟随权益市场再次回升，中证转债指数较上月小幅下调。转债市场隐含波动率整体下滑，离散度基本持平，短期差值与长期差值均呈现回调态势。12月转债市场表现最大特点在于低价转债平均转股溢价率大幅下行，双低个券在信用事件冲击下出现回调，而高价转债平均转股溢价率有所提高，高低价个券股性估值分化加剧，转债市场结构性分化的趋势进一步明显。

### ○ 投资观点：自上而下优选顺周期、消费等稳健型投资标的

货币政策短期内收紧仍缺乏基本面和政策面的支撑，现阶段货币稳定有望延续。权益市场仍处于震荡慢涨行情中，展望2021年，基本面的修复依然是主线逻辑，经济复苏有望延续到上半年。转债方面受到供给量增加与信用风险的冲击，分化加剧，部分双低类个券持续下滑，波动率增加，部分高价顺周期品种出现调整。单纯的自下而上的思路并不可取，应结合自上而下的思路，着重考虑顺周期、消费以及大盘稳健型转债，注重对于“双低”板块标的的挖掘。中长期来看，科技消费受益于十四五政策推动，业绩估值匹配的优质标的可适当关注，在个券筛选方面应考虑有业绩支撑、性价比较高的转债。

### ○ 政策跟踪：《可转换公司债券管理办法》正式发布

证监会于2020年12月31日发布《可转换公司债券管理办法》，着重解决转债市场存在的投资者适当性管理不适应、交易制度缺乏制衡、发行人与投资者权责不对等、日常监测不完备、受托管理制度缺失等问题。《管理办法》自2021年1月31日起开始施行，这将有望显著降低针对小盘转债的炒作情绪，可转债价格将进一步回归正股价值。

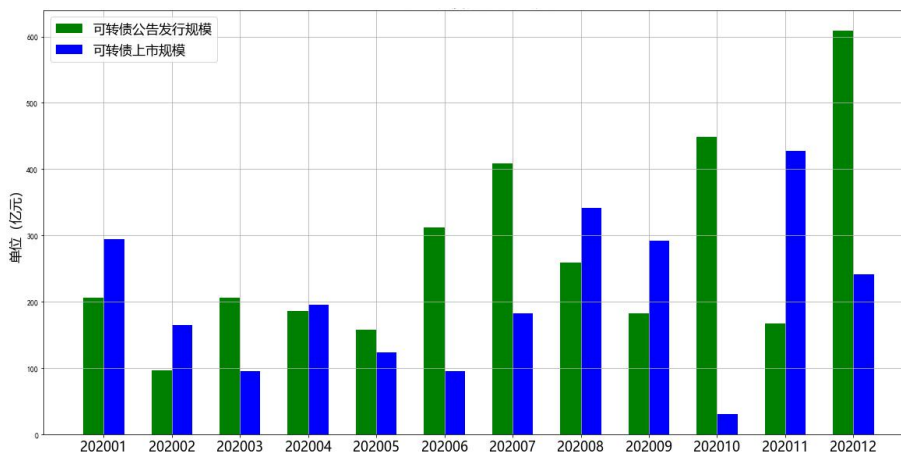
## 一、一级市场跟踪

### 1、公告可转债发行规模创全年新高

12月1日至12月31日，转债市场新上市的公募可转债规模合计241.69亿元，环比下降186.13亿元；公告新发行转债规模609.17亿元，环比上升441.88亿元。临近年末，新上市转债规模仍然维持在一个较高水平，12月新上市的可转债为润建转债、万顺转2、北陆转债、财通转债、运达转债、侨银转债、祥鑫转债、永安转债、精研转债、灵康转债、海波转债、福20转债、洪城转债、飞凯转债、汉得转债、强力转债、冀东转债、盈峰转债、立讯转债、洁美转债。12月份公告中签率的20支转债网上中签率均值为0.0043%，相比上月有所下降，原股东配售比例平均值为27.49%，上市首日涨跌幅均值为7.99%。

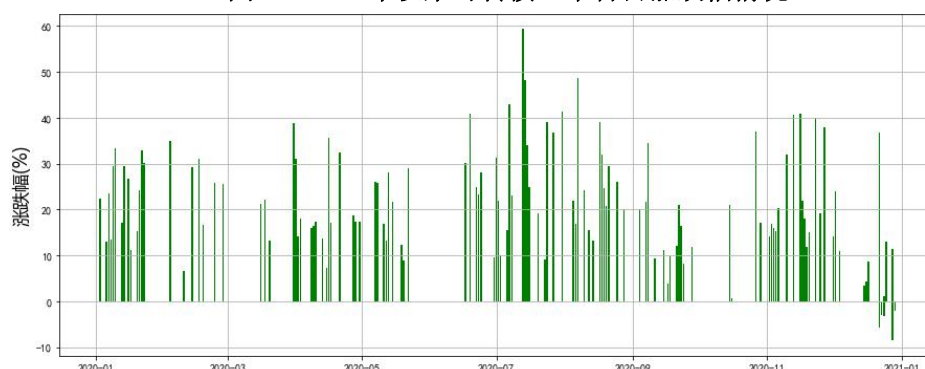
值得注意的是，今年可转债上市首日一直没有出现破发，直至12月22日海波转债上市，之后永安、祥鑫、万顺、北陆、润建转债等6只相继出现首日破发情况，其中万顺转2首日下跌8.44%、海波转债首日下跌5.76%。实际上在转债市场表现低迷的时候，新债首日上市仍然有破发的风险，这在2018年较为常见。2020年，转债市场从7月后波动就增大了，12月初受信用市场冲击出现一次较大程度的下调，转债市场月初整体较为低迷。从评级来看，最近破发的几只转债从A+至AA，多是信用评级较低的转债，同时，其正股近期表现不佳，平均近一个月的跌幅都在10%以上，其转股溢价率也普遍在10%以上。

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 2：2020 年以来可转债上市首日涨跌幅情况



数据来源：Wind 资讯

表 1：2020 年 12 月新发行可转债基本情况

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
128140.SZ	润建转债	002929.SZ	润建股份	10.9	6	2020-12-29	2021-06-14	26.55	AA
123085.SZ	万顺转 2	300057.SZ	万顺新材	9.0	6	2020-12-28	2021-06-17	6.24	AA-
123082.SZ	北陆转债	300016.SZ	北陆药业	5.0	6	2020-12-28	2021-06-11	11.41	A+
113043.SH	财通转债	601108.SH	财通证券	38.0	6	2020-12-28	2021-06-16	13.33	AAA
123079.SZ	运达转债	300772.SZ	运达股份	5.8	6	2020-12-25	2021-06-07	15.31	AA
128138.SZ	侨银转债	002973.SZ	侨银股份	4.2	6	2020-12-24	2021-05-24	25.43	AA-
128139.SZ	祥鑫转债	002965.SZ	祥鑫科技	6.5	6	2020-12-24	2021-06-07	37.28	AA-
113609.SH	永安转债	603776.SH	永安行	8.9	6	2020-12-23	2021-05-31	20.34	AA-
123081.SZ	精研转债	300709.SZ	精研科技	5.7	6	2020-12-22	2021-06-09	64.28	AA-
113610.SH	灵康转债	603669.SH	灵康药业	5.3	6	2020-12-22	2021-06-07	8.81	AA-
123080.SZ	海波转债	300517.SZ	海波重科	2.5	6	2020-12-22	2021-06-08	20.91	A+
113611.SH	福 20 转债	603806.SH	福斯特	17.0	6	2020-12-22	2021-06-07	73.69	AA
110077.SH	洪城转债	600461.SH	洪城水业	18.0	6	2020-12-17	2021-05-26	7.13	AA+
123078.SZ	飞凯转债	300398.SZ	飞凯材料	8.3	6	2020-12-16	2021-06-03	19.34	AA
123077.SZ	汉得转债	300170.SZ	汉得信息	9.4	6	2020-12-15	2021-05-27	9.72	AA
123076.SZ	强力转债	300429.SZ	强力新材	8.5	6	2020-12-04	2021-05-25	18.98	AA-
127025.SZ	冀东转债	000401.SZ	冀东水泥	28.2	6	2020-12-02	2021-05-11	15.78	AAA
127024.SZ	盈峰转债	000967.SZ	盈峰环境	14.8	6	2020-12-02	2021-05-10	8.31	AA+
128136.SZ	立讯转债	002475.SZ	立讯精密	30.0	6	2020-12-02	2021-05-09	58.48	AA+
128137.SZ	洁美转债	002859.SZ	洁美科技	6.0	6	2020-12-01	2021-05-10	27.77	AA-

## 2、可转债市场供给规模保持稳定

12 月 1 日至 12 月 31 日共有 112 家公司可转债发行前情况有进展，较前月提高 12 家。其中 7 家公司通过了董事会预案，33 家公司通过了股东大会，8 家公司通过了发审委，16 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：伯特利、朗科智能、思创医惠、星源材质、弘亚数控、彤程新材、正丹股份、濮耐股份、新澳股份、利民股份、东方日升、健帆生物、锋龙股份、金陵体育、一品红、上海银行。

**表 2：2020 年 12 月证监会核准发行可转债**

核准日期日期	公司代码	公司名称	发行规模(亿元)	发行期限(年)	申万行业
2020-12-18	603596.SH	伯特利	9.0200	6	SW 汽车零部件 II
2020-12-09	300543.SZ	朗科智能	3.8000	6	SW 电子制造
2020-12-17	300078.SZ	思创医惠	8.1700	6	SW 计算机应用
2020-12-18	300568.SZ	星源材质	10.0000	6	SW 化学制品
2020-12-18	002833.SZ	弘亚数控	6.0000	5	SW 专用设备
2020-12-18	603650.SH	彤程新材	8.0018	6	SW 化学制品
2020-12-08	300641.SZ	正丹股份	3.2000	6	SW 化学制品
2020-12-12	002225.SZ	濮耐股份	6.2639	5	SW 其他建材 II
2020-12-12	603889.SH	新澳股份	9.1673	6	SW 纺织制造
2020-12-17	002734.SZ	利民股份	9.8000	6	SW 化学制品
2020-12-31	300118.SZ	东方日升	33.0000	6	SW 电源设备
2020-12-29	300529.SZ	健帆生物	10.0000	6	SW 医疗器械 II
2020-12-08	002931.SZ	锋龙股份	2.4500	6	SW 通用机械
2020-12-29	300651.SZ	金陵体育	2.5000	6	SW 家用轻工
2020-12-09	300723.SZ	一品红	4.8000	6	SW 化学制药
2020-12-01	601229.SH	上海银行	200.0000	6	SW 银行 II

## 二、二级市场情况

### 1、转债市场量价表现平稳

12 月 1 日至 12 月 31 日，转债市场成交量较上月基本持平，指数前期宽幅下跌后跟随权益市场再次回升，月末中证转债指数环比下跌 0.02%，报收于 368.30 点，涨幅小于权益市场。截止至 12 月 31 日上证综指月环比上涨 2.39%，报收于 3473.07 点。深圳成指、万得全 A 分别月上涨 5.86%、3.11%，沪深 300 月环比上涨 5.06%。12 月份转债跟随权益市场高位震荡，个券方面整体布局机会增加，可转债市场受信用事件冲击，市场情绪偏淡。

图 3：2020 年以来指数累计收益率与中证转债成交金额

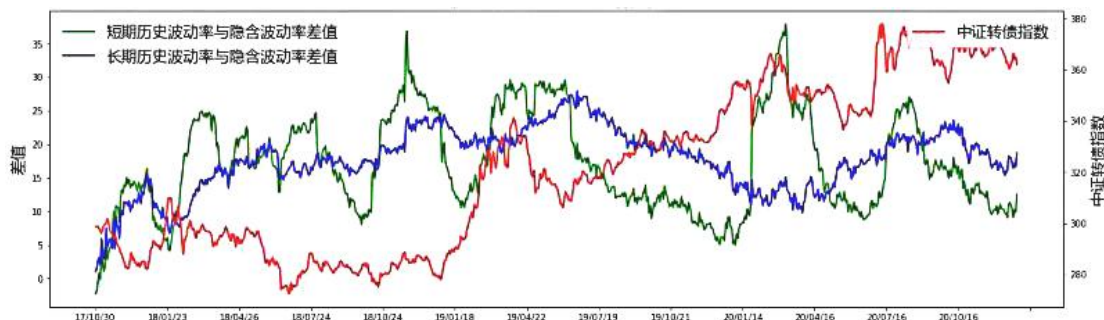


数据来源：Wind 资讯

## 2、长短期历史波动率平均值差值有所下降

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 12 月末，转债市场隐含波动率整体下滑，离散度基本持平，短期差值与长期差值均呈现回调态势。短期差值如果快速回归长期差值甚至上穿长期差值，结合转债市场目前的历史高位，下跌风险可能会暴露，近期仍然要持续关注短期波动率差值的走势。

图 4：2020 年以来可转债波动率差值与中证转债指数走势



数据来源：Wind 资讯

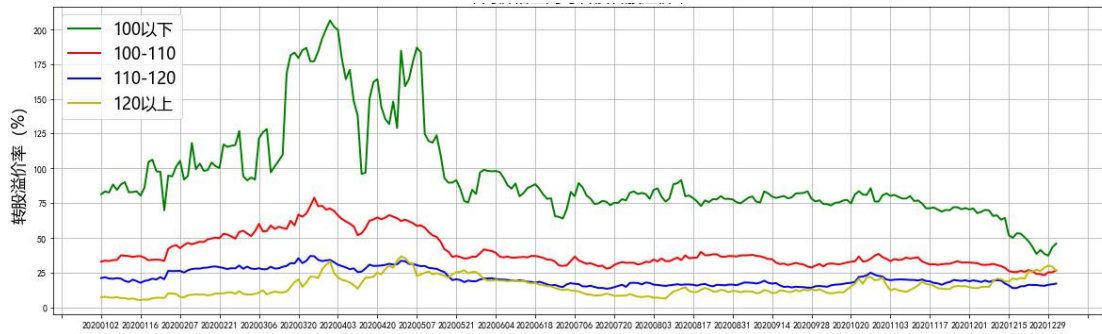
## 3、高价转债与低价转债分行加剧

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。12 月转债市场表现最大特点在于低价转债平均转股溢价率大幅下行，双低个券在信用事件冲击下出现回调。12 月 14 日晚间，上清所发布未收到鸿达转债股东鸿达集团超短融付息兑付资金的通知，次日鸿达转债下跌超过 20%。叠加此前的华晨、永煤，信用事件

不断冲击可转债市场，信用风险担忧下，广汇转债、海亮转债以及双低个券下跌。而高价转债平均转股溢价率有所提高，高低价个券股性估值分化加剧。

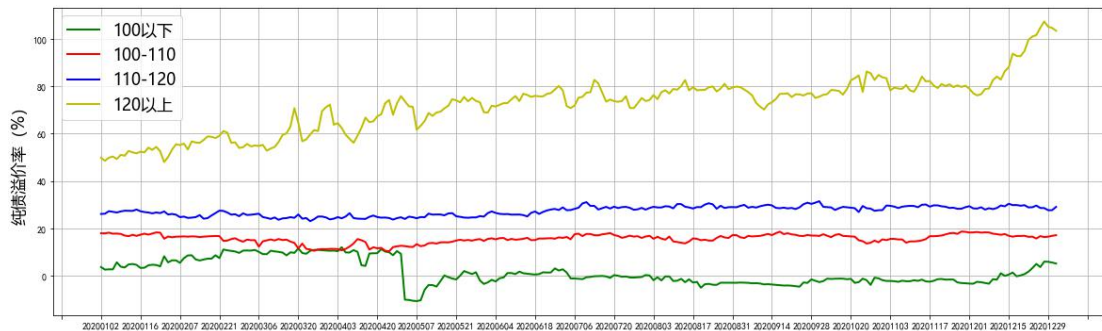
整体来看，转债市场股性估值较前月继续小幅下降，平均转股溢价率为30.21%。结合转债指数月末有所回升，市场弹性有所增加。采用转股溢价率均值作为股性估值指标，纯债溢价率判断转债在市场上的相对位置。100以下低价转债和120元以上高价转债的纯债溢价率均有所提高，100到120两个层面上转债表现较为平稳。截止12月末，转债市场上高价转债纯债溢价率相比年初进一步快速上升，而低价转债转股溢价率相比年初下降幅度较大，可见转债市场结构性分化的趋势进一步明显。

图 5：2020 年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、转债行业多数下跌

12月1日至12月31日转债市场申万一级行业多数下跌。从股票市场数据来看，休闲服务、电气设备和食品饮料行业受市场青睐，医药生物与国防军工也再次获得较大涨幅。休闲服务、电气设备、食品饮料、国防军工、医药生物分别

上涨 24.98%、19.94%、17.99%、10.89%、9.52%，下跌居前行业为商业贸易、建筑装饰、房地产，跌幅分别为-7.79%、-7.73%、-7.14%。从可转债行业数据看，转债板块涨幅居前的为医药生物、建筑材料、有色金融，分别上涨 9.03%、8.08% 和 6.46%。跌幅居前的板块为采掘、休闲服务、汽车，跌幅分别为-12.93%、-10.07% 和-7.71%。

部分行业潜在主题性标的依然可以关注，比如与逆周期调节后续加强预期相关的基建产业链、房建产业链标的的投资机会。若后续逆周期调节有望加强，则逆周期调节相关标的有望进一步重视，其估值多数仍处于低位。

图 7：申万一级行业 12 月份涨跌情况

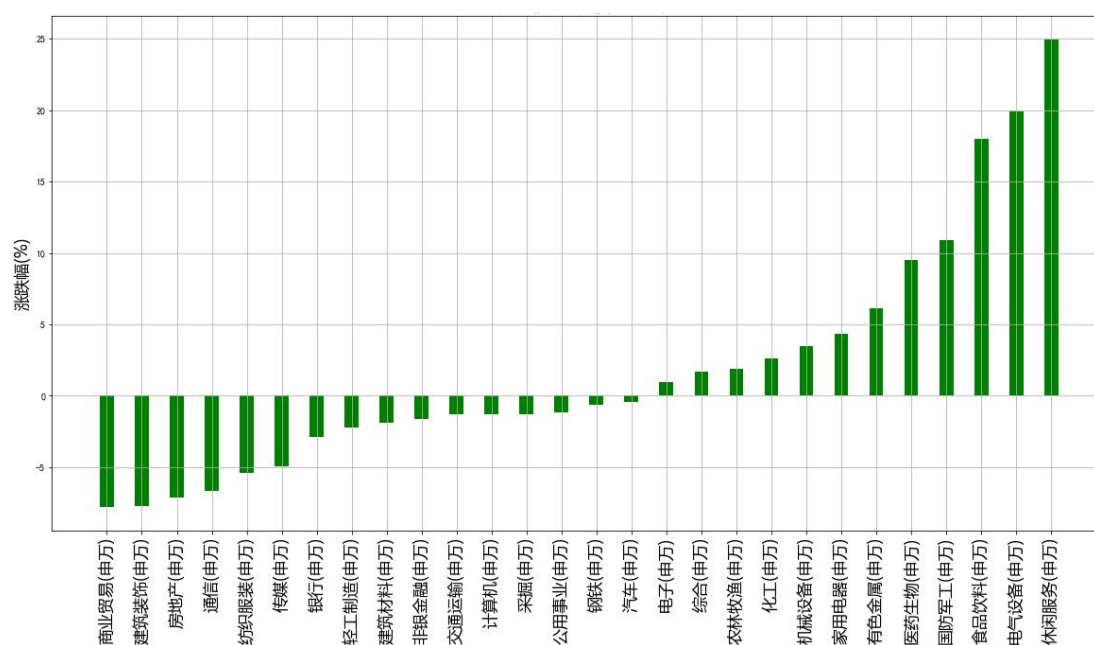
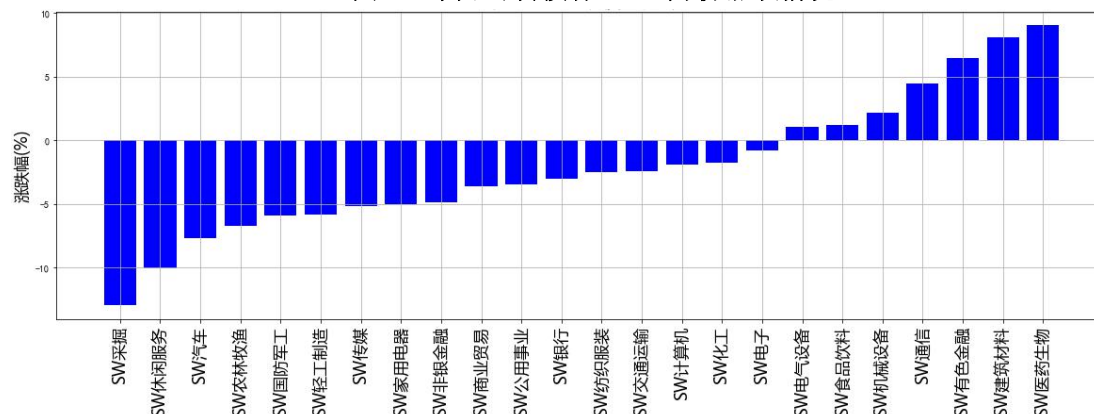


图 8：申万可转债行业 12 月份涨跌情况





### 三、投资观点

#### 1、宏观基本面持续复苏，货币政策维持稳定

从公布的 11 月宏观经济数据来看，CPI 环比回落 0.6 个百分点，PPI 环比增加 5%，CPI 与 PPI 涨幅出现分化。PMI 值为 51.9，已经连续 9 个月位于荣枯线之上，全国工业企业当月实现利润总额 7293.2 亿元，同比增加 15.5%。产业链上中下游行业利润增速多数回升，其中原材料制造业利润增速明显走高，特别是化工、石油加工、钢铁等行业利润增速改善幅度较大，下游消费品类行业利润增速稳中趋缓，而中游装备制造业利润增速小幅上行。11 月社会融资规模为 2.13 万亿，较上月增加 0.71 万亿；11 月工业增加值同比增加 7%，固定资产投资累计同比持平，投资逐步复。

流动性方面边际收紧，12 月份央行逆回购 5100 亿元，逆回购到期 9200 亿元；中期借贷便利投放 10000 亿元，收回 6000 亿元，1 年期利率操作 2.95%较前期持平；总体来看，12 月央行公开市场操作货币投放规模 10150 亿元，货币回笼规模 9250 亿元，货币净投放 900 亿元；银行间市场流动性总量有所上升，SHIBOR 利率和深交所质押式回购相比月初均有所上涨，R-001(加权平均)利率上涨超过 2%。

图 9：SHIBOR 隔夜与深交所质押回购利率 12 月份走势



货币短期不会收紧。短期收紧仍缺乏基本面和政策面的支撑，现阶段货币稳定有望延续。后续是否收紧看经济修复的持续性、明年 PPI 上行幅度等基本面因素。短期货币依然维持中性，微观流动性依然充裕。展望明年，多因素叠加将推升核心 CPI 和 PPI 同比整体趋于回升，或将面临再通胀的重启，届时需要关注可能的货币收紧风险。



## 2、自上而下优选转债标的

临近跨年，权益市场仍处于震荡慢涨行情中，市场活跃度有所降低。展望2021年，基本面的修复依然是主线逻辑，经济复苏有望延续到上半年，偏周期类从业绩和估值等角度来看更受益。转债方面受到供给量增加与信用风险的冲击，分化加剧，部分双低类个券持续下滑，波动率增加，部分高价顺周期品种出现调整。在当下，单纯的自下而上的思路并不可取，应结合自上而下的思路，着重考虑顺周期、消费以及大盘稳健型转债。目前整体仓位仍然建议偏向积极，注重对于“双低”板块标的的挖掘。中长期来看，科技消费受益于十四五等政策推动，业绩估值匹配的优质标的可适当关注，在个券筛选方面应考虑有业绩支撑、性价比较高的转债。

## 四、《可转换公司债券管理办法》正式发布

2020年末最后一个交易日，证监会发布《可转换公司债券管理办法》。

《管理办法》着重想要解决的是转债市场存在的投资者适当性管理不适应、交易制度缺乏制衡、发行人与投资者权责不对等、日常监测不完备、受托管理制度缺失等问题，主要目的在于防范交易风险，加强投资者保护。

《管理办法》共23条，坚持问题导向、公开公平公正和预留空间三大原则，涵盖交易转让、信息披露、转股、赎回、回售、受托管理、监管处罚、规则衔接等。主要内容为（1）交易所完善交易制度方面：《管理办法》要求证券交易场所根据可转债的风险和特点完善交易规则，防范和抑制过度投机；制定相应的投资者适当性管理规则；同时应当加强对可转债的风险监测，建立跨正股与可转债的监测机制，并根据可转债的特点制定针对性的监测指标。（2）临时事件信息披露的规定方面：证券交易场所可以在可转债交易出现异常波动时，根据业务规则要求发行人进行核查、披露异常波动公告，向市场充分提示风险，也可以根据业务规则采取临时停牌等处置措施。明确将发行人是否行使赎回权的决定作为应当披露的重大事件。（3）对转股价格修正做出规定：要求发行可转债的转股价格不低于募集说明书公告日前或者认购邀请书发出前二十个交易日发行人股票交易均价和前一个交易日均价；同时规定，向不特定对象发行的可转债转股价格

不得向上修正，向特定对象发行的不得向下修正。对于转股价格向下修正的，须经过出席会议股东所持表决权的三分之二以上通过。（4）建立可转债受托管理制度：要求发行人应当为可转债持有人聘请受托管理人，并订立可转债受托管理协议；或者在募集说明书中约定可转债受托管理事项。同时，要求可转债受托管理人应当按照《公司债券发行与交易管理办法》的规定以及可转债受托管理协议的约定履行受托管理职责。（5）对违规行为实施监管处罚：对于违反规定的行为，证监会将采取相关监管措施；依法应给予行政处罚的，依照有关规定进行处罚；情节严重的，将对有关责任人员采取证券市场禁入措施；涉嫌犯罪的，将依法移送司法机关追究刑事责任。

转债价值的核心仍是正股价值，《管理办法》自 2021 年 1 月 31 日起开始施行，这将有望显著降低针对小盘转债的炒作情绪，可转债价格将进一步回归正股价值。