

# 转债估值整体抬升，市场表现好于正股

——07月可转债月报

2021年08月

## 要点：

张坤

### ○ 一级市场：南银转债上市，短期供给压缩

7月可转债共上市11只，发行金额348.84亿元，环比上升277.53亿元。上市首日涨跌幅均值为25.75%，其中小微转债、长汽转债上市首日涨幅超过40%，伯特转债上市首日涨幅也超过30%。与此同时，共有52家公司可转债发行前情况有进展，其中13家公司通过了董事会预案，22家公司通过了股东大会，7家公司通过了发审委，10家公司通过了证监会核准。

百瑞信托博后工作站

### ○ 二级市场：股票延续中小盘风格，转债配置需求增加

7月份以来，转债市场表现和估值抬升的背后，不仅仅有整体层面上，市场资金对于转债配置需求的增多；也有结构性层面上，市场对于中小盘走势的预期，推升了相关转债转股溢价率的明显提高。考虑到当前国内经济面临压力，权益市场仍会走出结构性行情，且有望延续偏成长的中小盘风格。而这在一定程度上会带动相关转债的上涨。

### ○ 投资观点：仓位选择保持中性，注重结构性机会挖掘

投资策略上，首先建议重视个券安全边际，关注基本面不差的传统“双低”转债投资机会。一方面，双低组合立足“防守反击”思路，进可攻、退可守，上半年表现优于其他组合，适合当下不确定性较大、震荡较多的市场环境；另一方面部分标的仍有下修条款博弈机会，超额收益不容忽视。与此同时，“优质”+债性仍是转债市场上很难拿到收益的因子组合，本质上除了高溢价、弱趋势带来的自然损耗，更是因为这些品种入库难度低、认知难度也低，在较为复杂的转债群体中，存在溢价空间。因此建议转债择券处于股性或至少平衡性，正股具备高弹性特点的品种。

### ○ 策略实盘：收益再创新高，策略表现稳健

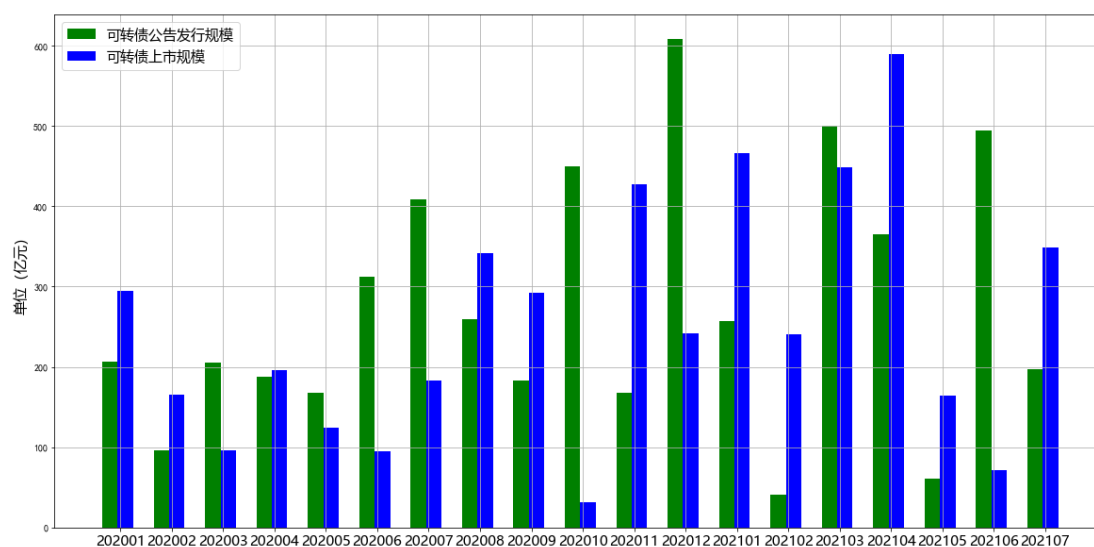
截止2021年7月末，该策略实盘实现累计收益12.26%，年化收益率29.39%。策略夏普比率和信息比率分别为2.79和1.44。从风险角度，策略实盘收益年化波动率9.81%，最大回撤-3.5%，较好的实现了风险控制，表现相当稳健。

## 一、一级市场跟踪

### 1、南银转债上市，短期供给收缩

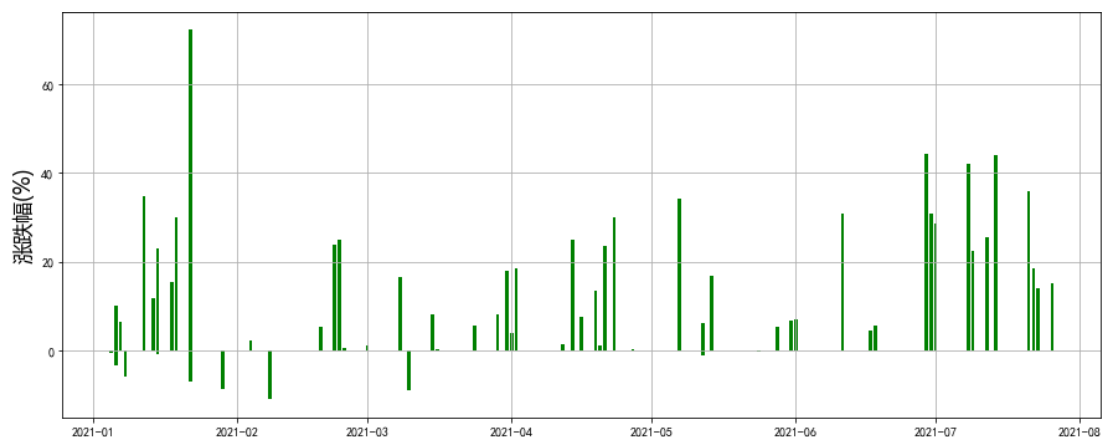
2021年7月份，转债市场新上市的公募可转债规模合计348.84亿元，环比上升277.53亿元；公告新发行转债规模197.15亿元，环比下降297.39亿元。7月份转债市场上市规模相比前2月快速提高，发行规模有所下降。7月新上市的可转债为惠城转债、北港转债、节能转债、伯特转债、国微转债、健帆转债、银轮转债、长汽转债、江山转债、万兴转债、南银转债，11支转债网上中签率均值为0.0079%，相比上月有所提高，原股东配售比例平均值为35.57%，上市首日涨跌幅均值为25.75%，当月转债质量较高，首日涨幅均较大，其中国微转债、长汽转债上市首日涨幅超过40%，伯特转债上市首日涨幅也超过30%。

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 07 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
123118.SZ	惠城转债	300779.SZ	惠城环保	3.20	6	2021-07-26	2022-01-13	17.11	A+
127039.SZ	北港转债	000582.SZ	北部湾港	30.00	6	2021-07-23	2022-01-05	8.35	AAA
113051.SH	节能转债	601016.SH	节能风电	30.00	6	2021-07-22	2021-12-25	4.05	AA+
113626.SH	伯特转债	603596.SH	伯特利	9.02	6	2021-07-21	2022-01-05	36	AA
127038.SZ	国微转债	002049.SZ	紫光国微	15.00	6	2021-07-14	2021-12-17	137.78	AA+
123117.SZ	健帆转债	300529.SZ	健帆生物	10.00	6	2021-07-12	2021-12-29	90.6	AA
127037.SZ	银轮转债	002126.SZ	银轮股份	7.00	6	2021-07-09	2021-12-13	10.77	AA
113049.SH	长汽转债	601633.SH	长城汽车	35.00	6	2021-07-08	2021-12-17	38.39	AAA
113625.SH	江山转债	603208.SH	江山欧派	5.83	6	2021-07-01	2021-12-18	97.55	AA-
123116.SZ	万兴转债	300624.SZ	万兴科技	3.79	6	2021-07-01	2021-12-16	49.78	A+
113050.SH	南银转债	601009.SH	南京银行	200.00	6	2021-07-01	2021-12-21	10.1	AAA

## 2、转债发行审批节奏稳定

7月1日至7月30日共有52家公司可转债发行前情况有进展，较前月减少6家。其中13家公司通过了董事会预案，22家公司通过了股东大会，7家公司通过了发审委，10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：晶瑞股份、久量股份、华正新材、帝尔激光、瑞丰高材、江丰电子、川恒股份、森麒麟、泰林生物、富瀚微。

表 2：2021 年 7 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
2021-07-31	300655.SZ	晶瑞股份	5.2300	6	SW 化学原料
2021-07-22	300808.SZ	久量股份	4.3800	6	SW 光学光电子

2021-07-21	603186.SH	华正新材	5.7000	6	SW 元件II
2021-07-20	300776.SZ	帝尔激光	8.4000	6	SW 专用设备
2021-07-20	300243.SZ	瑞丰高材	3.4000	6	SW 化学制品
2021-07-15	300666.SZ	江丰电子	5.1650	6	SW 半导体
2021-07-14	002895.SZ	川恒股份	11.6000	6	SW 化学制品
2021-07-08	002984.SZ	森麒麟	21.9894	6	SW 橡胶
2021-07-05	300813.SZ	泰林生物	2.1000	6	SW 专用设备
2021-07-03	300613.SZ	富瀚微	5.8119	6	SW 半导体

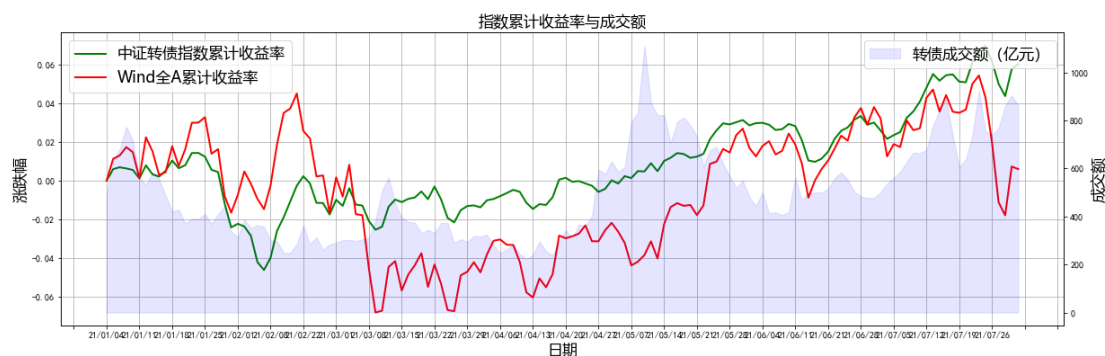
## 二、二级市场情况

### 1、转债市场相对股票市场明显占优

截止 7 月末，中证转债指数环比上涨 2.94%，报收于 394.45 点，月成交额 15868.24 亿元，转债市场指数高位震荡，成交额小幅回落。上证综指月环比下跌 5.39%，报收于 3397.35 点。深圳成指、万得全 A 分别月环比下降 4.54%、3.10%，沪深 300 月环比下降 7.90%。受产业政策影响，7 月权益市场经历一次大幅市场下跌，月末有所回调。转债市场同样跟随权益市场 V 型反转，但整体上月度收益高于创业板指、上证指数和沪深 300 等主要股指。从历史角度看，中证转债很少在权益市场上行期间取得相对优势，仅 17 年年中和年尾的部分区间有与目前类似的表现。

7 月份，转债市场的成交量暴增，目前每日成交额高达 800 亿元，转股溢价率抬升与转债成交量高增，以及新券上市首日涨跌幅较高相互印证，反应出当前市场对于转债配置需求的增多。另外，最近转债新券也受到了市场的追捧，转债上市首日的涨幅整体高于前期水平。这些现象在一定程度上表明，当前市场对于转债的配置需求是增多的。

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、股票市场延续中小盘风格，转债配置需求增加

截止 7 月末，转债市场均价为 133.87 元，相比上月末大幅提高下降 7.53 元。隐含波动率整体同样大幅提高 4,54%，月末均值为 31.49%。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。

7 月份以来，转债市场表现和估值抬升的背后，不仅仅有整体层面上，市场资金对于转债配置需求的增多；也有结构性层面上，市场对于中小盘走势的预期，推升了相关转债转股溢价率的明显提高。而站在当前这个时点，考虑到当前国内经济面临压力，市场降准预期仍然较高，在“宽货币+紧信用”的环境下，权益市场仍会走出结构性行情，且有望延续偏成长的中小盘风格。而这在一定程度上会带动相关转债的上涨。

图 4：2021 年以来可转债波动率差值与可转债均价走势



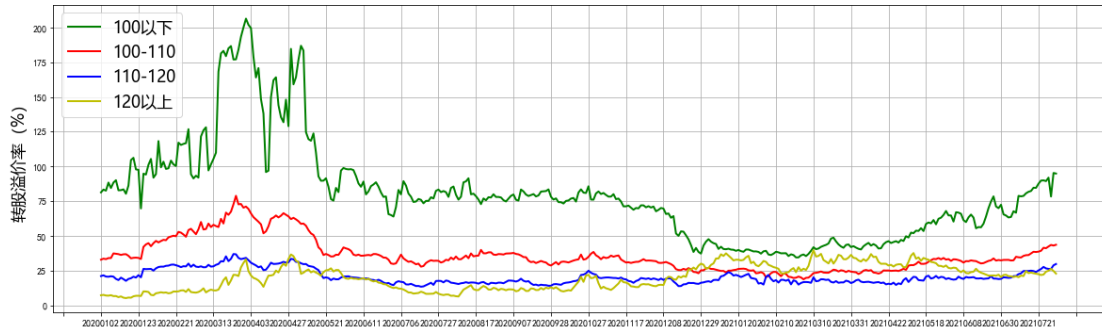
数据来源：Wind 资讯

### 3、转债市场整体估值抬升

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。

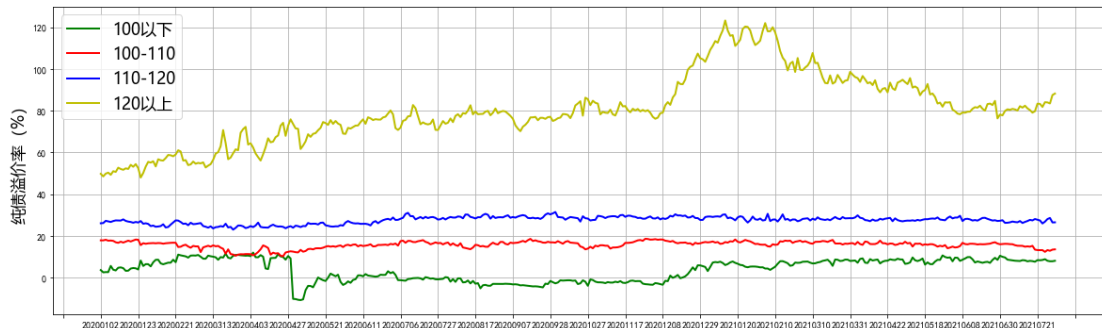
7 月份以来，转债市场表现好于权益市场，转债市场的平均转股溢价率和纯债溢价率水平也出现了明显的抬升。截止 7 月末，转债市场平均纯债溢价率为 48.78%，平均转股溢价率为 34.11%。不同价格区间转股溢价率均出现一定程度的上行，其中 100 以下价格区间的转股溢价率上涨最为迅猛。转债市场上 120 元以上高价转债的纯债溢价率开始回升，其他价格层面上转债纯债溢价率表现稳健。可见，转债市场的整体估值抬升，但结构上有所分化。其中，低价和正股市值小的转债，估值抬升更为明显。

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、周期板块和成长板块胜率较高

从行业角度看，7月份股票市场跌多涨少，转债市场申万行业却涨多跌少。从股票市场数据来看，申万有色金属、钢铁和电器设备行业受市场青睐，分别上涨27.40%、17.59%和10.72%。下跌居前行业为休闲服务、食品饮料和农林牧渔，跌幅分别为-19.73%、-19.20%、-14.25%。转债涨幅居前行业为有色金属、电器设备、化工，涨幅分别为19.76%、18.76%、17.29%，跌幅居前行业为纺织服装、家用电器、食品饮料，跌幅分别为-7.80%、-5.43%、-3.59%。

横向来看，上游周期板块和高景气度成长板块表现和胜率较好，在基本面无较大变化的前提下仍可适度参与。从Wind一致预期来看，下半年景气度较高的行业仍以电子、化工、汽车等新能源产业链相关为主，在抱紧中长期主线的基础上建议不断审视标的增长逻辑。

图 7：申万一级行业 07 月份涨跌情况

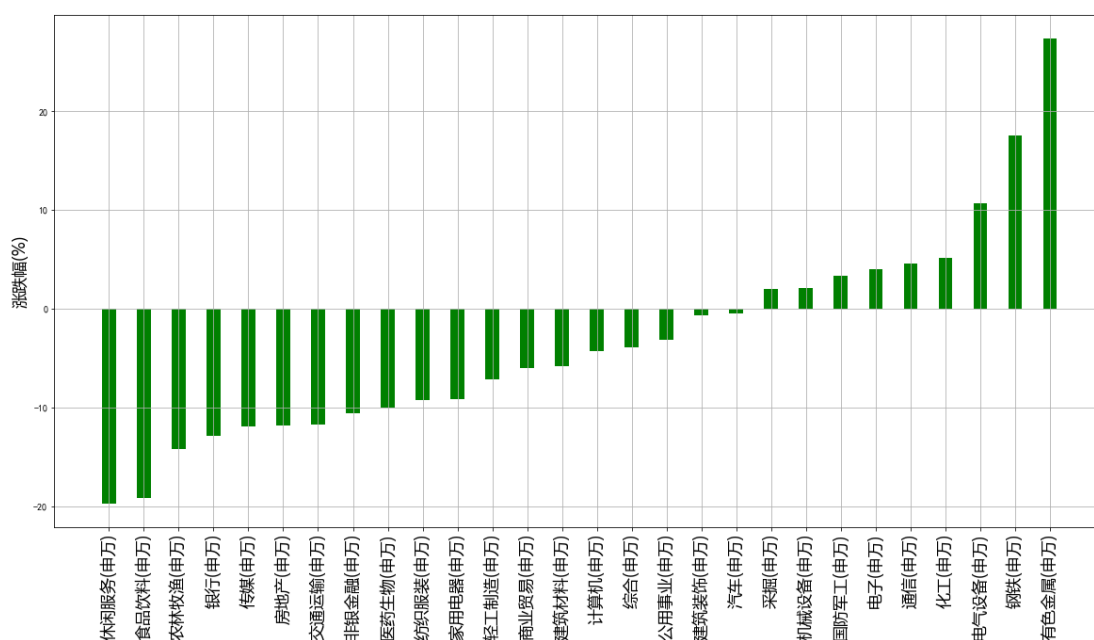
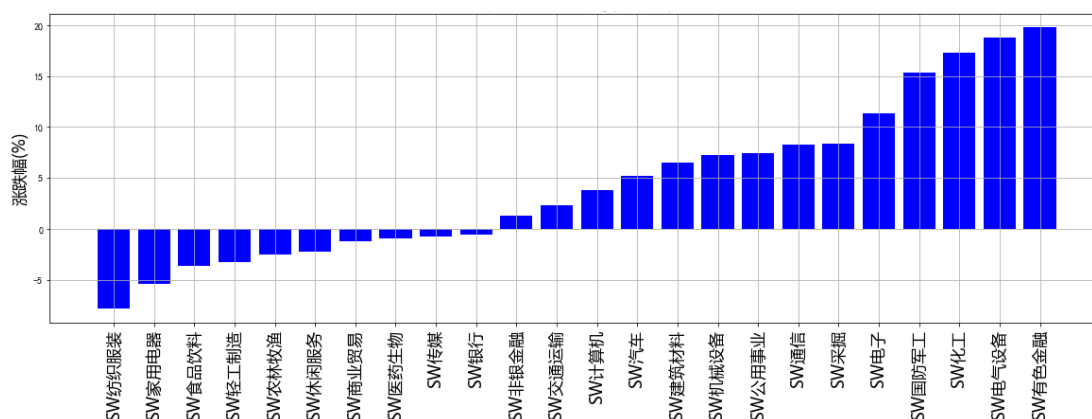


图 8：申万可转债行业 07 月份涨跌情况



### 三、投资建议及策略实盘

#### 1、估值整体提升有限，更加关注高弹性正股表现

目前低价转债/正股市值小于 40 亿元的转债，其转股溢价率高到 48%，处于较高水平，已经蕴含了对于后续正股上涨的较高预期。因此，后续转债的进攻性或将较前期减弱。另一方面，随着转债价格的上涨，低价转债的债底优势在减弱，抗跌性也因此大打折扣。所以，后续相关转债走势或将更趋向于正股表现，市场估值上涨空间有限。投资策略上，首先建议重视个券安全边际，关注基本面不差的传统“双低”转债投资机会。一方面，双低组合立足“防守反击”思路，进可攻、退可守，上半年表现优于其他组合，适合当下不确定性较大、震荡较多的市场环境；另一方面部分标的仍有下修条款博弈机会，超额收益不容忽视。与此同时，“优质”+债性仍是转债市场上很难拿到收益的因子组合，本质上除了高溢价、弱趋势带来的自然损耗，更是因为这些品种入库难度低、认知难度也低，在较为复杂的转债群体中，存在溢价空间。因此建议转债择券处于股性或至少平衡性，正股具备高弹性特点的品种。

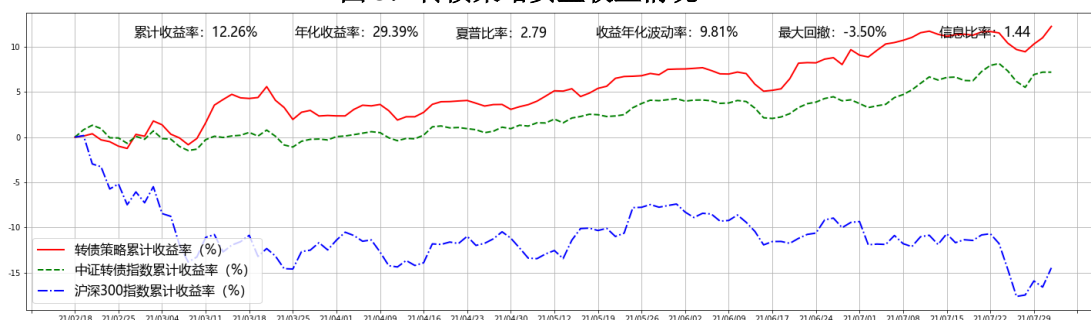
#### 2、收益再创新高，策略表现稳健

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 7 月末，该策略实盘实现累计收益 12.26%，年化收益率 29.39%。策略夏普比率和信息比率分别为 2.79 和 1.44。从风险角度，策略实盘收益年化波动率 9.81%，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



#### 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。