

转债市场持续向好，估值或高位震荡

——08月可转债月报
2021年09月

要点：

张坤

○ 一级市场：短期供给收缩，首日涨幅大增

8月可转债共上市9只，发行金额规模合计193.77亿元，环比下降155.07亿元。上市首日涨跌幅均值为39.33%，当月转债质量较高，首日涨幅均较大，其中大肉签隆华转债、国泰转债上市首日涨幅超过50%，帝尔转债上市首日涨幅也超过40%。与此同时，共有73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，46家公司通过了股东大会，8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：转债市场持续向好，转债配置需求不减

8月转债指数向上突破400点，整体赚钱效应较好，但市场对于估值偏贵问题较为关注，以110元以下平价券看市场估值，目前处于18年以来90%分位数左右。行业方面，维持关注政策支持的新能源汽车主题个券；银行板块在二次调整后可能存在的上涨机会；钢铁行业盈利预期向好且碳中和背景下供给偏紧的预期已形成，后续仍存在空间。

○ 投资观点：资金面转松，转债估值或高位震荡

政策导向或已从结构性紧信用逐渐转向稳信用，在信用明显抬升之前货币依然偏松，并且如果从债市以及股市比价来说，目前高价转债性价比弱于权益，但转债整体好于信用债，债市内部机会成本不高，对应转债估值或将处于高位震荡。展望9月，半年报业绩披露告一段落，主线或更多关注半年报中景气度持续或较高的行业，转债近期优质新券较多，但上市当日多直接熔断，同时低价券也在逐渐被消灭，总体看市场机会仍多，但仍需注意较高溢价率、分化极致以及热门赛道拥挤可能带来的波动。

○ 策略实盘：策略表现稳健，未来将引入程序化交易

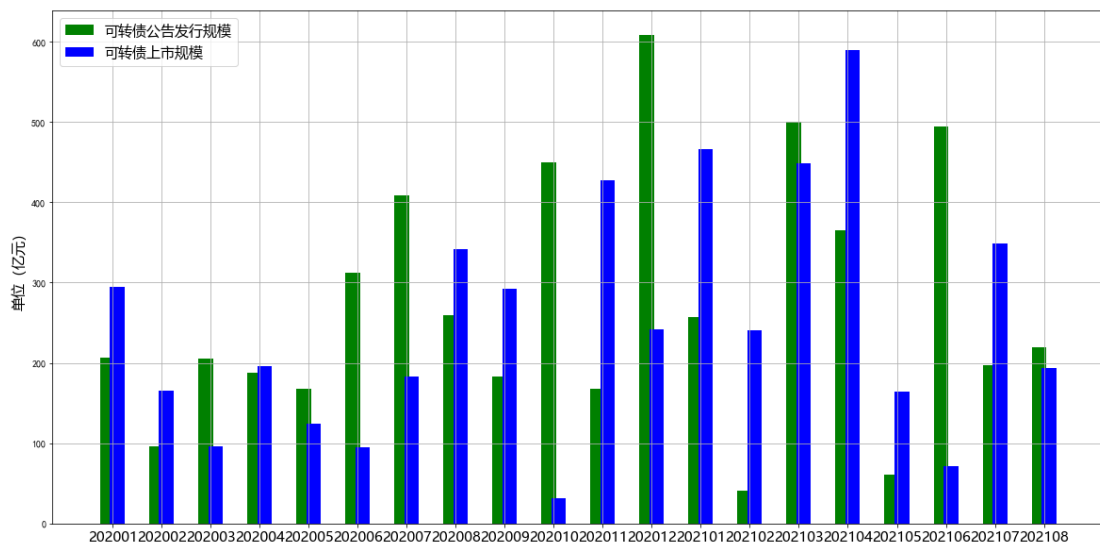
截止2021年8月末，该策略实盘实现累计收益13.34%，年化收益率26.59%。策略夏普比率和信息比率分别为2.73和0.40。策略将于9月份全面接入券商QMT系统实现程序化交易，为避免可能产生的意外波动采取了逐步减仓的措施。引入程序化交易后，策略风险收益特征可能会出现一些改变，但是将大大提高交易能力以及策略容量。

一、一级市场跟踪

1、转债短期供给收缩，上市首日涨幅大增

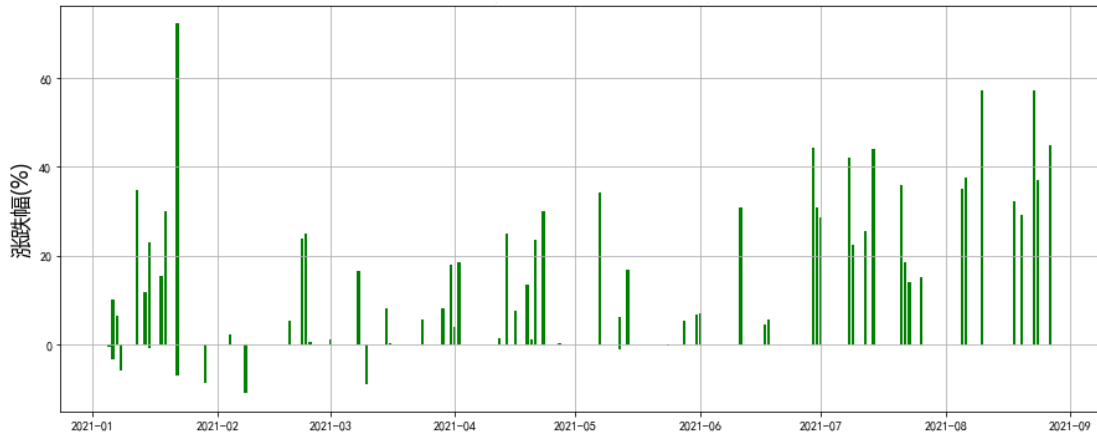
2021年8月份，转债市场新上市的公募可转债规模合计193.77亿元，环比下降155.07亿元；公告新发行转债规模219.67亿元，环比上升22.52亿元。8月份转债市场上市规模和发行规模同比均有所下降，转债市场供给的减少也成为市场上涨的动能之一。8月新上市的可转债为康泰转2、太平转债、国泰转债、弘亚转债、金博转债、闻泰转债、隆华转债、富瀚转债、帝尔转债，9支转债网上中签率均值为0.0097%，相比上月有所提高，原股东配售比例平均值为35.11%，上市首日涨跌幅均值为39.33%，当月转债质量较高，首日涨幅均较大，其中大肉签隆华转债、国泰转债上市首日涨幅超过50%，帝尔转债上市首日涨幅也超过40%。

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 08 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
123121.SZ	帝尔转债	300776.SZ	帝尔激光	8.40	6	2021-08-27	2022-02-11	192.7	AA-
123122.SZ	富瀚转债	300613.SZ	富瀚微	5.81	6	2021-08-24	2022-02-14	177.04	A+
123120.SZ	隆华转债	300263.SZ	隆华科技	7.99	6	2021-08-23	2022-02-07	7.76	AA-
110081.SH	闻泰转债	600745.SH	闻泰科技	86.00	6	2021-08-20	2022-02-03	96.67	AA+
118001.SH	金博转债	688598.SH	金博股份	6.00	6	2021-08-18	2022-01-29	271.62	A+
127040.SZ	国泰转债	002091.SZ	江苏国泰	45.57	6	2021-08-10	2022-01-13	9.02	AA+
127041.SZ	弘亚转债	002833.SZ	弘亚数控	6.00	5	2021-08-10	2022-01-17	38.09	AA-
113627.SH	太平转债	603877.SH	太平鸟	8.00	6	2021-08-06	2022-01-21	50.32	AA
123119.SZ	康泰转 2	300601.SZ	康泰生物	20.00	6	2021-08-05	2022-01-21	145.63	AA

2、转债发行审批节奏提速

8 月 1 日至 8 月 31 日共有 73 家公司可转债发行前情况有进展，较前月增加 21 家。其中 12 家公司通过了董事会预案，46 家公司通过了股东大会，8 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：赛伍技术、皖天然气、博杰股份、奥飞数据、帝欧家居、泉峰汽车、永吉股份。

表 2：2021 年 8 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
2021-08-26	603212.SH	赛伍技术	7.0000	6	SW 电源设备
2021-08-26	603689.SH	皖天然气	9.3000	6	SW 燃气 II
2021-08-25	002975.SZ	博杰股份	5.2600	6	SW 专用设备

2021-08-24	300738.SZ	奥飞数据	6.3500	6	SW 计算机应用
2021-08-21	002798.SZ	帝欧家居	15.0000	6	SW 其他建材 II
2021-08-03	603982.SH	泉峰汽车	6.2000	6	SW 汽车零部件 II
2021-08-03	603058.SH	永吉股份	1.4987	6	SW 包装印刷 II

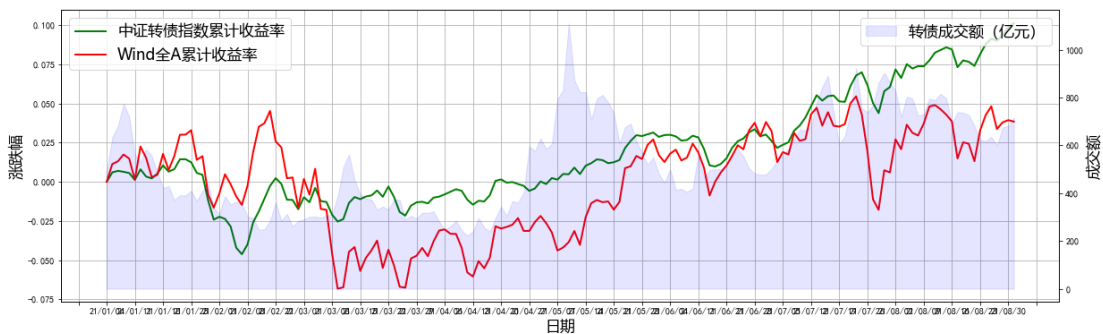
二、二级市场情况

1、转债市场持续向好

截止 8 月末，中证转债指数环比上涨 3.84%，报收于 409.61 点，月成交额 15920.40 亿元，转债市场指数持续向好，成交额维持在高位。上证综指月环比上涨 4.31%，报收于 3543.94 点。深圳成指、沪深 300 分别月环比下降 1.00%、0.12%，万得全 A 月环比上涨 3.22%。8 月份，转债市场的成交量依然维持在高位，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。

目前，转债市场整体的转股溢价率水平已经达到 34%，处于历史很高的分位数水平。从历史表现来看，当前市场的估值存在自发性的调整压力。不过，考虑到后续市场流动性进一步宽松的可能性较高。再加上，固收+基金发行火热下，市场资金对于转债的配置需求仍然较高。所以，转债市场的整体估值不会出现明显压缩，大概率仍然维持在高位震荡，即使出现压缩，相应的压缩幅度也会比较有限。

图 3：2021 年以来指数累计收益率与中证转债成交金额



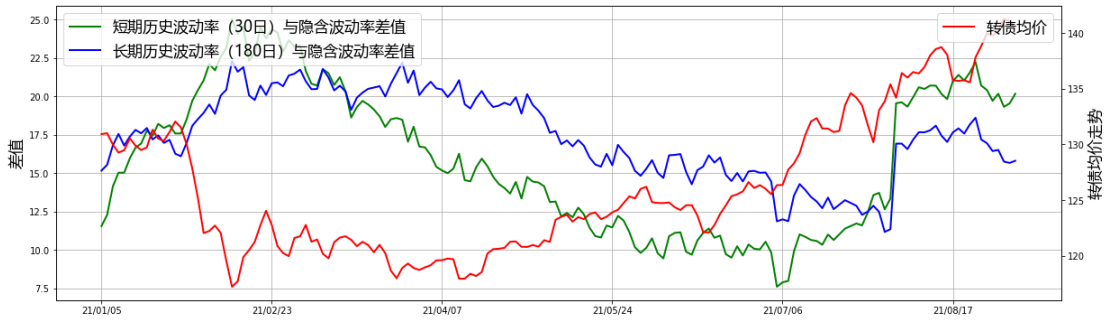
数据来源：Wind 资讯

2、转债均价抬升明显，配置需求不减

截止 8 月末，转债市场均价为 141.64 元，相比上月末大幅提高 7.77 元。隐含波动率整体同样大幅提高 2.06%，月末均值为 30.19%。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。

8 月份以来，转债指数走高股性估值持平，离散度较上月显著提高，表明投资者对市场走势产生一定分歧。中证转债指数在突破 400 点后经过一次调整再次冲高，转债均价也顺势突破 140 元，后市存在较大下行风险。

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

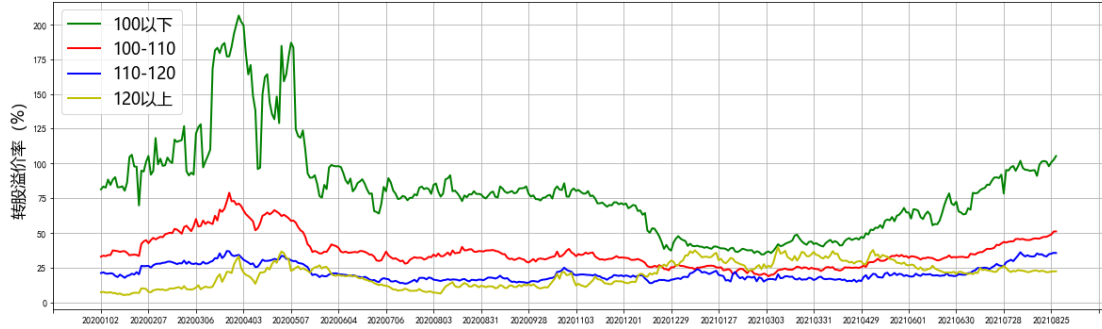
3、转债估值持续走高

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。8 月转债市场均价再创新高，而股性估值并未随之走高，表明转债市场的上行主要驱动力为正股，后续随着权益市场走高仍有抬升的可能；而经济恢复一波三折也促使央行保证流动性平稳，为固收后续配置转债提供了良好的基础。

截止 8 月末，转债市场平均纯债溢价率为 36.11%，平均转股溢价率为 53.51%。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

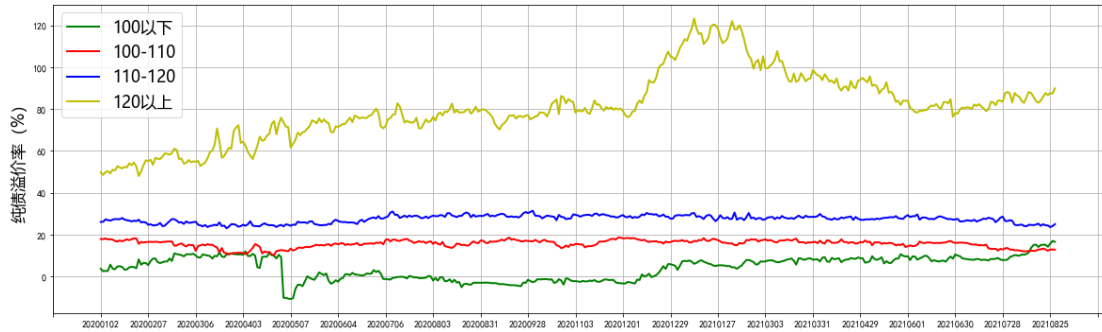
始回升，其他价格层面上转债纯债溢价率表现稳健。可见，转债市场的整体估值抬升，但结构上有所分化。其中，低价和正股市值小的转债，估值抬升更为明显。

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、行业板块涨多跌少，周期板块涨幅显著

从行业角度看，8 月份股票市场与转债市场均涨多跌少。从股票市场数据来看，申万行业涨少跌多，20 个行业上涨，8 个行业下跌。涨幅前五的行业分别为采掘、有色金属、钢铁、国防军工、化工，涨幅分别为 23.09%、15.75%、15.61%、12.23%、11.91%。跌幅居前行业为医药生物、电子、通信、食品饮料、计算机，分别下跌 7.7%、5.16%、5.12%、2.37%、0.85%。本月转债所属正股 22 个行业上涨，4 个行业下跌。转债涨幅居前行业为有色金属、商业贸易、采掘、国防军工、公用事业，下跌行业为电子、计算机、通信、传媒。

行业方面，维持关注政策支持的新能源汽车主题个券；银行板块在二次调整后可能存在的上涨机会；钢铁行业盈利预期向好且碳中和背景下供给偏紧的预期已形成，后续仍存在空间。

图 7：申万一级行业 08 月份涨跌情况

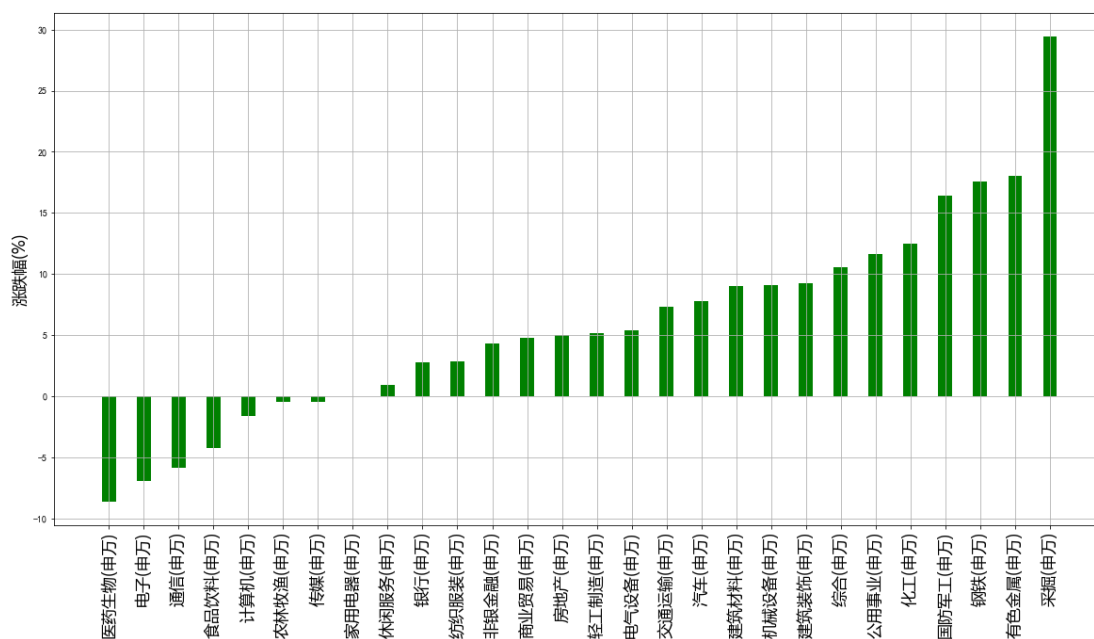
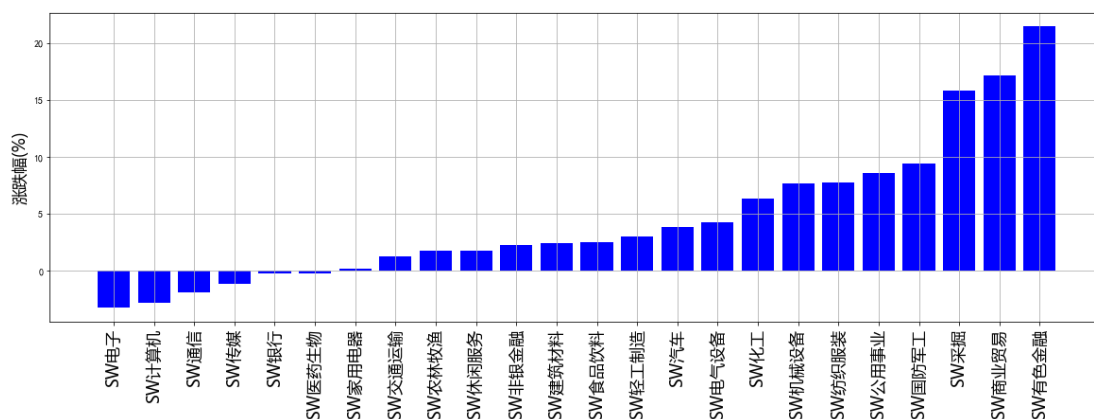


图 8：申万可转债行业 08 月份涨跌情况



三、投资建议及策略实盘

1、资金面转松，转债估值或高位震荡

8月转债指数向上突破400点，整体赚钱效应较好，但市场对于估值偏贵问题较为关注，以110元以下平价券看市场估值，目前处于18年以来90%分位数左右。此外，政策导向或已从结构性紧信用逐渐转向稳信用，在信用明显抬升之前货币依然偏松，并且如果从债市以及股市比价来说，目前高价转债性价比弱于权益，但转债整体好于信用债，债市内部机会成本不高，对应转债估值或将处于

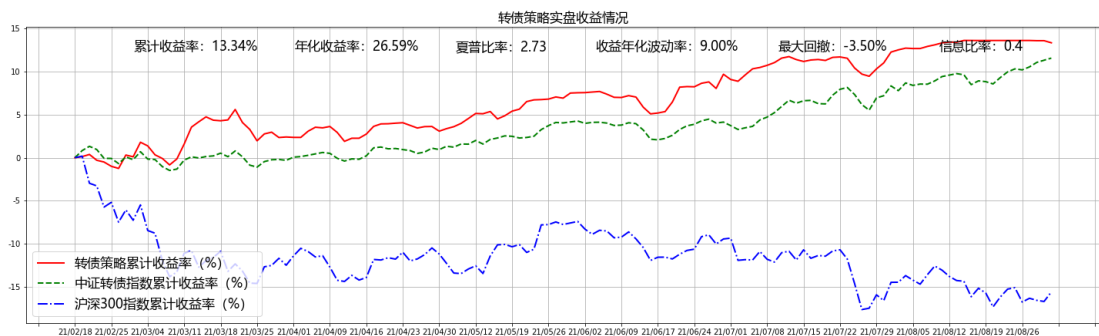
高位震荡。展望 9 月，半年报业绩披露告一段落，主线或更多关注半年报中景气度持续或较高的行业，转债近期优质新券较多，但上市当日多直接熔断，同时低价券也在逐渐被消灭，总体看市场机会仍多，但仍需注意较高溢价率、分化极致以及热门赛道拥挤可能带来的波动。

2、策略表现稳健，未来将引入程序化交易

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 8 月末，该策略实盘实现累计收益 13.34%，年化收益率 26.59%。策略夏普比率和信息比率分别为 2.73 和 0.40。从风险角度，策略实盘收益年化波动率 9.00%，最大回撤-3.5%，较好的实现了风险控制，表现相当稳健。

从 8 月中旬开始，该策略逐步清仓，一方面原因在于转债市场均价和估值已经达到相对高点，后市风险逐步积累。但更主要原因是策略将于 9 月份全面接入券商 QMT 系统实现程序化交易，为避免可能产生的意外波动，管理人采取了逐步减仓的措施。引入程序化交易后，策略风险收益特征可能会出现一些改变，但是将大大提高交易能力以及策略容量。

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。