

转债市场供需两旺，高估值短期内或将维持

——11月可转债月报
2021年12月

要点：

张坤

○ 一级市场：新券发行重启，赚钱效应显著

11月可转债共上市9只，新上市的公募可转债规模合计161.27亿元，公告新发行转债规模242.21亿元，环比上升58.02亿元。新上市可转债赚钱效应极强，上市首日涨跌幅均值为27.77%，赛伍转债、宏发转债首日涨幅超过40%，涨幅最低的首发转债也超过10%。与此同时，共有86家公司可转债发行前情况有进展，其中8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，9家公司通过了证监会核准。

百瑞信托博后工作站

○ 二级市场：转债指数攀升，成交量创年内新高

中证转债指数环比上涨5.12%，报收于429.03点，月成交额20650亿元。转债估值维持高位，目前已处于2017年以来的90%分位数之上。纯债收益率下行、双高个券炒作、个券不提前赎回等因素对估值有支撑，目前看，正股结构性行情以及灵活精准的货币政策或使得估值也难以大幅压缩。

○ 投资观点：关注行业景气度，区分两类转债

2021Q3货币政策执行报告发布，综合来看，货币政策温和宽松态势延续，宽松措施加码存在可能。后续看，一方面可关注正股低估值板块，房地产政策边际回暖，社融增速企稳回升等因素或使得正股低估值行业出现估值修复。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，可持续关注。

○ 策略实盘：实盘策略仓位下调，稳健为先

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11月末，该策略实盘实现累计收益17.87%，年化收益率23.64%。策略夏普比率和信息比率分别为2.48和0.26。

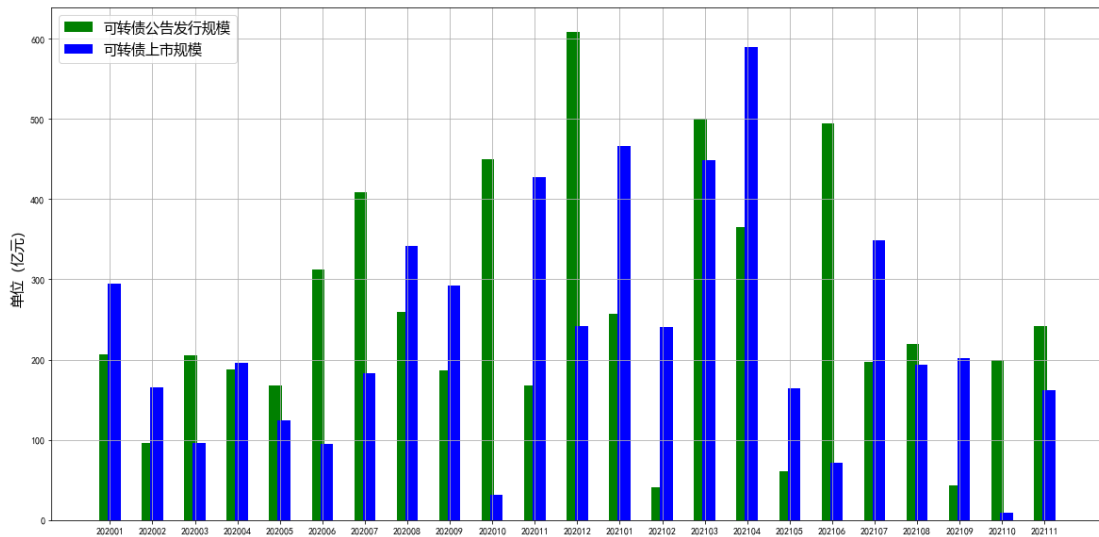
一、一级市场跟踪

1、新券发行重启，赚钱效应显著

2021年11月份，转债市场新上市的公募可转债规模合计161.27亿元，公告新发行转债规模242.21亿元，环比上升58.02亿元。11月新上市可转债赚钱效应极强，新上市9只可转债分别为百润转债、首华转债、耐普转债、赛伍转债、宏发转债、锦鸡转债、中大转债、帝欧转债、希望转2，网上中签率均值为0.007%，相比上月大幅上升，原股东配售比例平均值为49.33%，上市首日涨跌幅均值为27.77%，赛伍转债、宏发转债首日涨幅超过40%，涨幅最低的首发转债也超过10%。

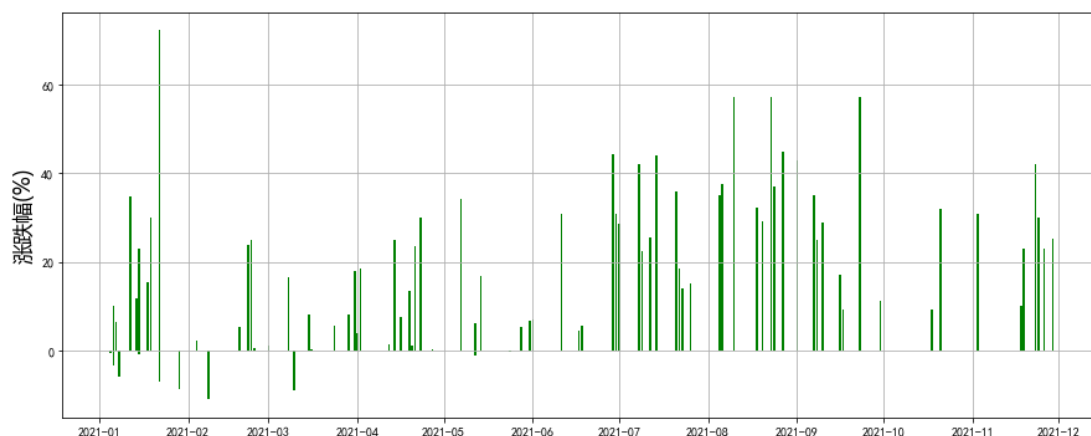
2021年，可转债市场募集金额已超过2500亿元，考虑到12月是可转债发行高峰，今年的转债发行金额极大可能再次刷新历史峰值。资本市场作为支持科技创新、多层次企业发展的重要手段，如果仅有股票、债券等线性融资工具也存在较大局限。可转债作为资本市场再融资工具，其非线性优势比将成为资本市场重要补充，规模也将随着资本市场扩张而逐步扩张。

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 11 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
127049.SZ	希望转 2	000876.SZ	新希望	81.50	6	2021-11-29	2022-05-09	14.45	AAA
127047.SZ	帝欧转债	002798.SZ	帝欧家居	15.00	6	2021-11-26	2022-04-29	13.53	AA-
123129.SZ	锦鸡转债	300798.SZ	锦鸡股份	6.00	6	2021-11-24	2022-05-10	9.53	AA-
127048.SZ	中大转债	002896.SZ	中大力德	2.70	6	2021-11-24	2022-05-05	22.1	A+
113630.SH	赛伍转债	603212.SH	赛伍技术	7.00	6	2021-11-23	2022-05-02	32.9	AA-
110082.SH	宏发转债	600885.SH	宏发股份	20.00	6	2021-11-23	2022-05-03	72.28	AA
123127.SZ	耐普转债	300818.SZ	耐普矿机	4.00	6	2021-11-19	2022-05-04	37	A+
123128.SZ	首华转债	300483.SZ	首华燃气	13.79	6	2021-11-18	2022-05-05	25.02	AA
127046.SZ	百润转债	002568.SZ	百润股份	11.28	6	2021-11-03	2022-04-12	66.89	AA

2、转债发行审批节奏提速

11 月 1 日至 11 月 30 日共有 86 家公司可转债发行前情况有进展，较前月增加 22 家。其中 8 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，9 家公司通过了证监会核准。证监会核准的发行人分别为回盛生物、豪美新材、博瑞医药、双箭股份、隆基股份、旭升股份、上机数控、五洲特纸、珀莱雅。

表 2：2021 年 11 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
2021-11-24	300871.SZ	回盛生物	7.00	6	医药制造业
2021-11-23	002988.SZ	豪美新材	8.24	6	有色金属冶炼和压延加工业
2021-11-18	688166.SH	博瑞医药	4.65	6	医药制造业
2021-11-18	002381.SZ	双箭股份	5.14	6	橡胶和塑料制品业
2021-11-12	601012.SH	隆基股份	70.00	6	电气机械和器材制造业
2021-11-12	603305.SH	旭升股份	13.50	6	汽车制造业
2021-11-06	603185.SH	上机数控	24.70	6	专用设备制造业
2021-11-06	605007.SH	五洲特纸	6.70	6	造纸和纸制品业
2021-11-06	603605.SH	珀莱雅	7.52	6	化学原料和化学制品制造业

二、二级市场情况

1、转债指数攀升，成交量创年内新高

截止 11 月末，中证转债指数环比上涨 5.12%，报收于 429.03 点，月成交额 20650 亿元，转债市场快速上涨，成交额环比大幅提高。上证综指月环比上涨 0.46%，报收于 3563.89 点。深圳成指、万得全 A 分别月环比上涨 2.38%、3.14%，沪深 300 月环比下跌 1.56%。愈发明显的发现，转债市场在一定程度上开始与股票市场分化，有些时刻甚至能够走出自身的独立行情。中证转债指数收益与沪深 300 基本脱钩，而与中证 1000 逐渐成为同进退的关系，其优势在于相比大盘股获得更高的回报，但即便短暂的风格反转也会带来较大的回撤。

转债估值维持高位，目前已处于 2017 年以来的 90%分位数之上。纯债收益率下行、双高个券炒作、个券不提前赎回等因素对估值有支撑，目前看，正股结构性行情以及灵活精准的货币政策或使得估值也难以大幅压缩。

图 3：2021 年以来指数累计收益率与中证转债成交金额



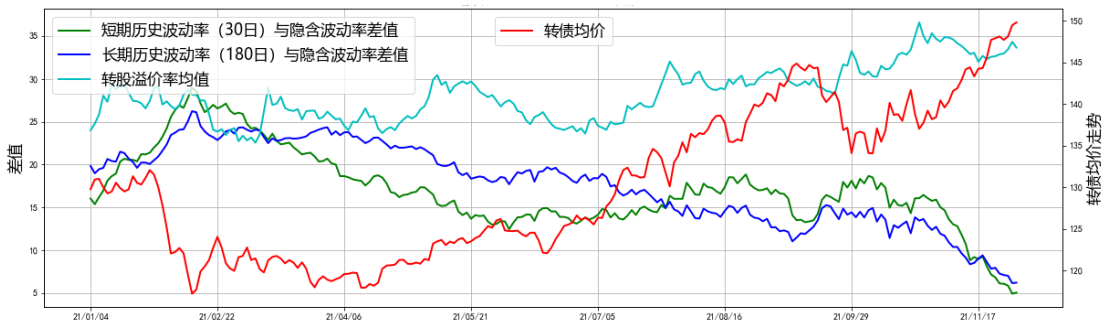
数据来源：Wind 资讯

2、转债估值维持高位，正股波动率重要性提升

截止 11 月末，转债市场均价为 149.78，相比上月末大幅提高 12.04 元。隐含波动率整体提高 6.66，月末均值为 37.35%。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。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。

由于可转债市场无法做空，也难以用转债做出对冲组合，因此波动率可能在过去并不算是非常有投入价值的指标。但如果可转债估值已经很高且已经开始反应波动率，那么我们对波动率的刻画或者分类将成为基本的分析手段。关于波动率，一般来说远端波动率更稳定，近端的波动率影响更强，但是单一看重远端波动率和近端波动率都存在问题，需要综合考虑尺度问题。

图 4：2021 年以来可转债波动率差值与可转债均价走势



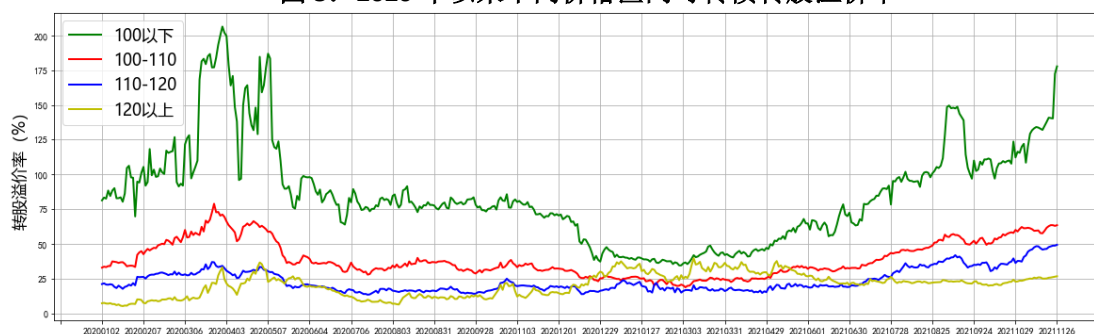
数据来源：Wind 资讯

3、转债需求仍然旺盛，估值“易上难下”

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。11 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上涨，100 以下价格区间转股溢价率大幅攀升。如果把估理解为暂时的问题，转债市场目前处于或可能继续处于供需双热的阶段，其一方面是过去几年中体现出的对中小、成长创新标的包容性，另一方面是固收资金在净值化、“房住不炒”等环境下，继续寻找超额回报的动机仍然充分。对于近期转债估值“易上难下”的情况，本质上仍为流入转债市场的资金多于对应正股，需留意估值可能的收缩方式还包括正股市场表现好于预期。

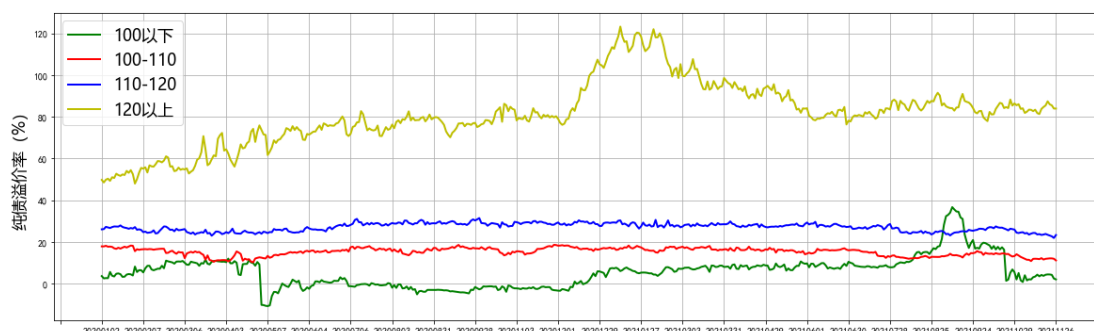
即便转债市场始终保持当前的估值水平，转债也需要尽快兑现高估值隐含的高回报，否则其期权价值也会随着时间的流逝而自然损耗。11 月份，博彦转债和健 20 转债发布强赎公告，随着时间逐渐临近，转债的转股溢价率和纯债溢价率至少两者之一会趋于 0，需要注意的是“做时间的朋友”并不适于可转债投资。

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、转债行业普涨，整体优于股票市场

从行业角度看，11 月份除银行和纺织服装外，转债行业全面上涨，涨幅居前行业为汽车（18.96%）、国防军工（15.77%）、电气设备（14.23%）、家用电器（12.53%）、有色金属（11.85%）。从股票市场数据来看，申万 19 个行业上涨，9 个行业下跌。涨幅前五的行业分别为国防军工、通信、有色金属、电子、计算机，涨幅分别为 12.98%、11.28%、8.84%、8.53%、7.60%。跌幅居前行业为休闲服务、采掘、银行、综合、公用事业，分别下跌 16.62%、4.82%、4.23%、2.73%、0.72%。目前各行业转债及对应正股估值和景气度基本匹配，非银行业估值仍有提升空间。具体来讲，电子、化工、有色、机械、电气设备等位于高景气度、高估值位置，而传媒、交运、建筑等则为低景气、低估值行业。

板块分化的纠偏在四季度完成度已经较高，同时行业动量在月度层面即将迎来一定修复，因此跨年行情大概率会延续四季度风格，而明年一季度可能有所不同。如果着眼于跨年行情，那么低位反弹仍是一个可用的出发点，建议关注消费板块以及部分周期标的。而对于一季度，侧重点可以考虑科技相关板块，关注电子、通信、航空航天、新能源汽车的机会。

图 7：申万一级行业 11 月份涨跌情况

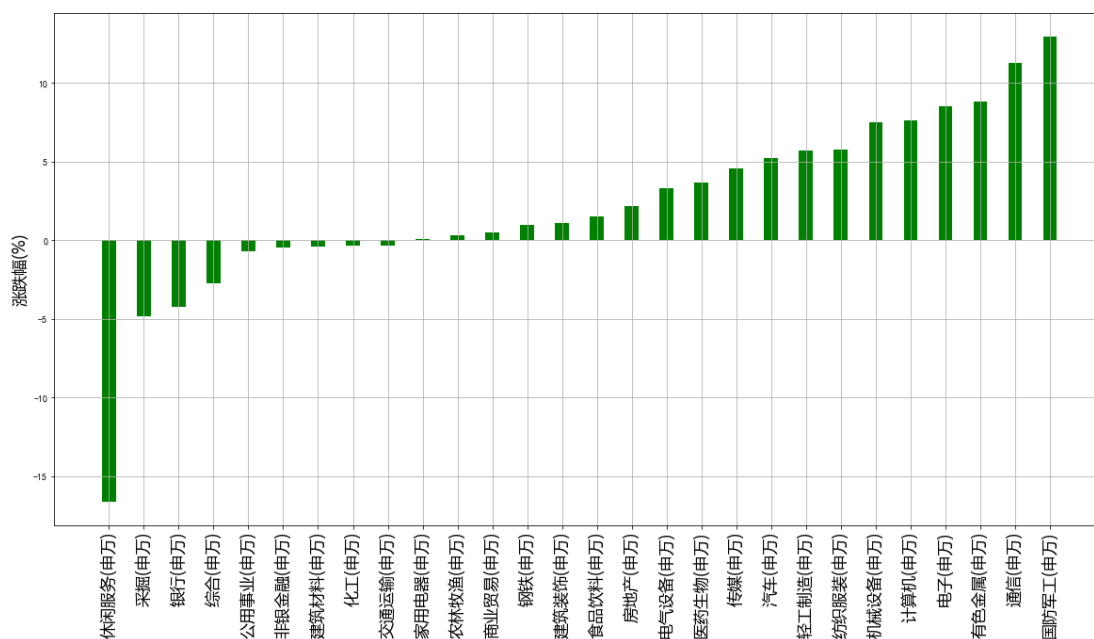
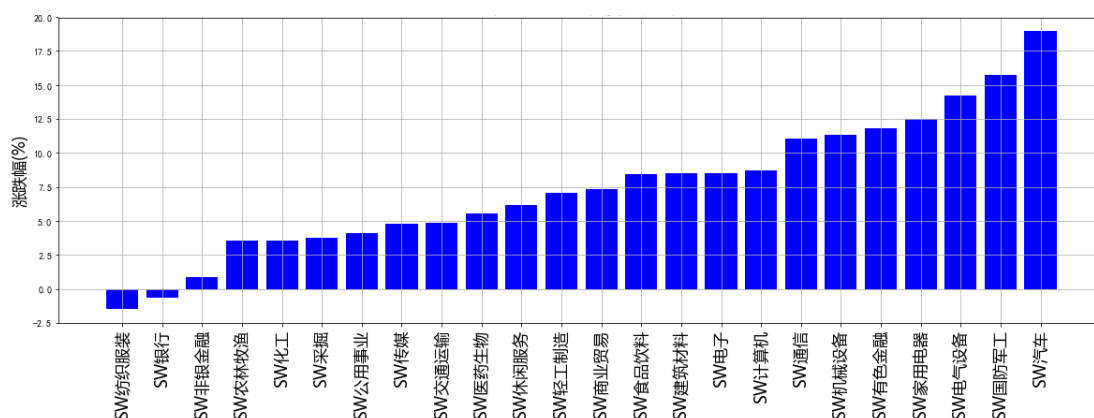


图 8：申万可转债行业 11 月份涨跌情况



三、投资建议及策略实盘

1、关注行业景气度，区分两类转债

2021Q3 货币政策执行报告发布，综合来看，货币政策温和宽松态势延续，宽松措施加码存在可能。后续看，一方面可关注正股低估值板块，房地产政策边际回暖，社融增速企稳回升等因素或使得正股低估值行业出现估值修复。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，可持续关注。

择券方面，考虑几个层面：1、高景气度行业如新能源上量的压力依然较大，一方面有能源缺口问题，另一方面政策对能耗减排、碳中和的态度仍然坚定，预计风光车储等主要赛道有望中长期维持景气；今年同样较好的电子行业则需关注行业内周期性，以及海外复苏后进口替代逻辑的稳健性；2、非景气行业看困境反转。消费、金融等板块二季度估值与业绩双杀，三季度业绩下滑的利空得到一定消化，展望后市更关注来年的边际变化。3、底仓的防御型标的方面，建议更多区分双低和偏债型低价高估值两类转债的特点。一方面，传统双低组合兼具安全性与向上弹性，但可投性持续下降，安全性未来或受一定考验；另一方面，低价高估值转债弹性通常较差，长期不下修标的更是如此，但从安全性角度看，仍可作为债券+深度虚值期权对待。

2、实盘策略仓位下调，稳健为先

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。10月中旬开始，实盘策略仓位逐步下调，但是在风险可控基础上提高交易频率。截止2021年11月末，实现累计收益17.87%，相比上月提高3.42%，年化收益率23.64%。策略夏普比率和信息比率分别为2.48和0.26。从风险角度，策略实盘收益年化波动率8.72%，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。