

转债市场高位回调，策略兼顾原则和灵活度

——09月可转债月报
2021年10月

要点：

张坤

○ 一级市场：短期供给收缩，川恒转债值得关注

9月可转债共上市9只，发行金额规模合计202.35亿元，环比上升8.58亿元。上市首日涨跌幅均值为28.53%，首日涨幅均较大，其中大肉签川恒转债上市首日涨幅超过50%，天合转债上市首日涨幅也超过40%。与此同时，共有54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，5家公司通过了发审委，8家公司通过了证监会核准。

百瑞信托博后工作站

○ 二级市场：高处不胜寒，转债市场迎来大面积回调

9月中证转债指数环比下跌0.47%，报收于407.65点，月成交额16238.55亿元。估值方面，大部分转债转股溢价率出现前期上涨、后期小幅回落的波动调整；除转债价值90元以下的转债转股溢价率算数平均值小幅下行外，其余各转换价值区间和各信用等级转债转股溢价率均不同程度上涨；纯债溢价率方面，除转换价值区间在110-130元的转债纯债溢价率波动上行外，其余转换价值区间和各信用等级转债纯债溢价率均转而下行。

○ 投资观点：压估值渐行渐近，策略立足防御

随着可转债市场的快速扩容，考虑正股未来增长预期，存量标的并非全面高估，精耕细作之下仍有结构性机会，在立足防守的前提下考虑优先选择两个择券思路：第一，寻找正股低估值，业绩确定性强，市场关注度不高且转股溢价率低的品种。在当下的市场环境下转股溢价率低和市场关注度不高几乎是伴生的，但在当下“内卷的”转债赛道中，挖掘被忽视的绩优品种才能兼顾风险与收益，赚业绩增长的钱是当下的最优解。第二，低价高弹性策略。此类标的不要短期业绩高速增长，更看重股价弹性，业务要有想象空间，并且转债应当在较低的价格介入。

○ 策略实盘：程序化交易对于策略执行大有裨益

截止2021年9月末，该策略实盘实现累计收益13.78%，年化收益率22.65%。策略夏普比率和信息比率分别为2.22和0.63。策略引入程序化交易后，策略在交易端更好的实现了智能下单，并进一步构建了止盈止损的程序化模式。从近一个月策略表现看，尽管由于市场下挫，收益出现小幅回撤，但是相对中证转债指数的累计超额收益曲线斜率大幅提高，可见程序化交易对于转债投资策略的执行大有裨益。

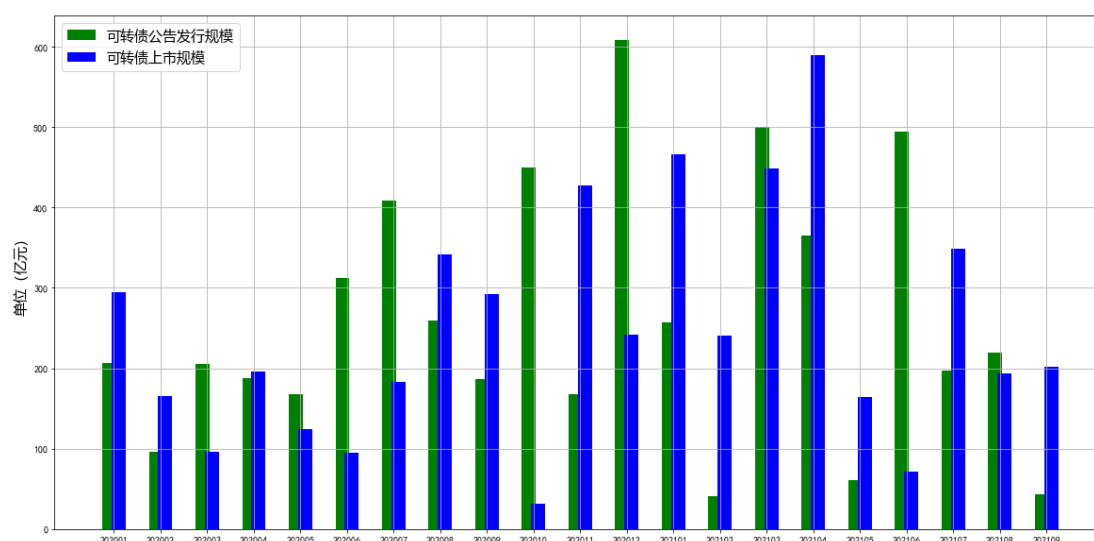
一、一级市场跟踪

1、转债短期供给收缩，川恒转债值得关注

2021年9月份，转债市场新上市的公募可转债规模合计202.35亿元，环比上升8.58亿元；公告新发行转债规模43.68亿元，环比下降175.99亿元。9月份转债市场上市规模环比微升但同比下降，但是发行规模出现显著下降，伴随近期公告强赎的转债增加，转债市场供给会有所减少。9月新上市的可转债为江丰转债、天合转债、晶瑞转2、嘉美转债、牧原转债、蒙娜转债、晨丰转债、川恒转债、元力转债，9支转债网上中签率均值为0.0055%，相比上月有所下降，原股东配售比例平均值为45.58%，上市首日涨跌幅均值为28.53%，首日涨幅均较大，其中大肉签川恒转债上市首日涨幅超过50%，天合转债上市首日涨幅也超过40%。

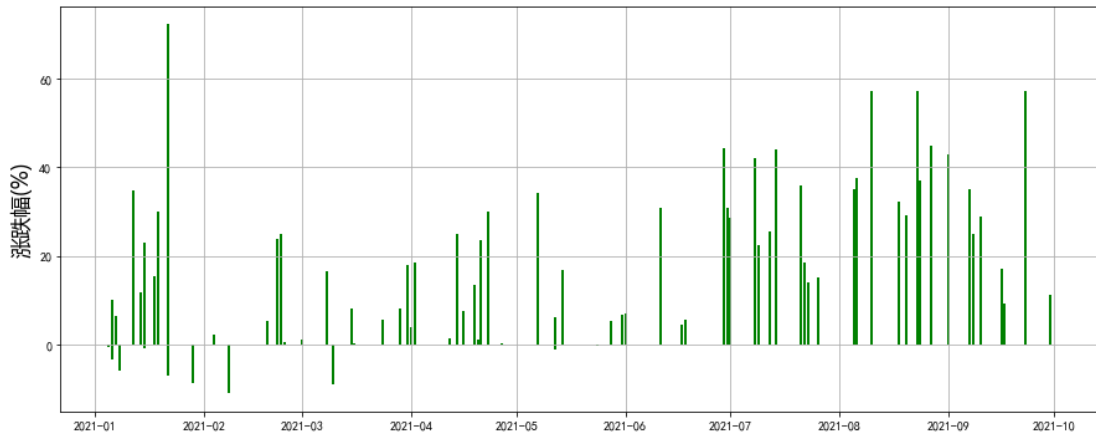
从各种角度讲川恒转债都可算是有史以来最牛的新券之一。尽管评级只有AA-，但是转股价高达216元，加上深圳市场首日的涨幅限制，于是大家看到了这个新券上市两日狂涨近80%，同时正股连续剧烈下调，来弥合过于夸张的负溢价缺口。这次发行规模中有59.73%的转债来自老股东配售，充分揭示了转债“抢权策略”的现实意义。

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
123125.SZ	元力转债	300174.SZ	元力股份	9.00	6	2021-09-30	2022-03-10	17.61	AA-
127043.SZ	川恒转债	002895.SZ	川恒股份	11.60	6	2021-09-23	2022-02-18	21.02	AA-
113628.SH	晨丰转债	603685.SH	晨丰科技	4.15	6	2021-09-17	2022-02-28	13.06	A
127044.SZ	蒙娜转债	002918.SZ	蒙娜丽莎	11.69	6	2021-09-16	2022-02-21	27.07	AA
127045.SZ	牧原转债	002714.SZ	牧原股份	95.50	6	2021-09-10	2022-02-21	47.91	AA+
127042.SZ	嘉美转债	002969.SZ	嘉美包装	7.50	6	2021-09-08	2022-02-14	4.87	AA
123124.SZ	晶瑞转 2	300655.SZ	晶瑞电材	5.23	6	2021-09-07	2022-02-21	50.31	A+
123123.SZ	江丰转债	300666.SZ	江丰电子	5.17	6	2021-09-01	2022-02-18	51.93	A+
118002.SH	天合转债	688599.SH	天合光能	52.52	6	2021-09-01	2022-02-21	50.51	AA

2、转债发行审批节奏稳定

9 月 1 日至 9 月 30 日共有 54 家公司可转债发行前情况有进展，较前月增加 19 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，5 家公司通过了发审委，8 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：华翔股份、江苏租赁、纽威股份、锦鸡股份、首华燃气、贵州燃气、民和股份、耐普矿机。

表 2：2021 年 9 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
2021-09-28	603112.SH	华翔股份	8.0000	6	SW 白色家电
2021-09-25	600901.SH	江苏租赁	50.0000	6	SW 多元金融 II

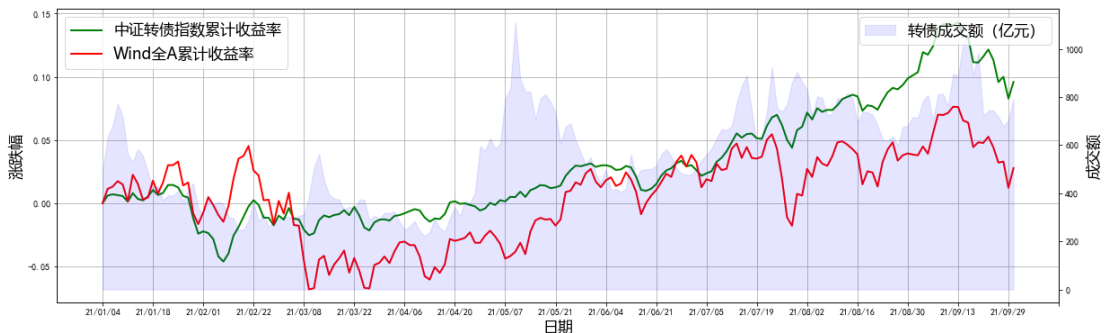
2021-09-18	603699.SH	组威股份	7.0000	6	SW 通用机械
2021-09-16	300798.SZ	锦鸡股份	6.0000	6	SW 化学制品
2021-09-16	300483.SZ	首华燃气	13.7950	6	SW 专用设备
2021-09-16	600903.SH	贵州燃气	10.0000	6	SW 燃气II
2021-09-14	002234.SZ	民和股份	5.4000	6	SW 畜禽养殖II

二、二级市场情况

1、高处不胜寒，转债市场月末迎来大面积回调

截止 9 月末，中证转债指数环比下跌 0.47%，报收于 407.65 点，月成交额 16238.55 亿元，转债市场走势前高后低，成交额相应出现环比下降。上证综指月环比上涨 0.68%，报收于 3568.17 点。深圳成指、万得全 A 分别月环比下降 0.13%、1.03%，沪深 300 月环比上涨 1.26%。从月度表现看，转债跟随正股高位震荡，9 月下旬市场出现大面积回调，中证转债指数呈现“十字星”的形态。

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、长短期波动率差值扩大，市场下行压力仍存

截止 9 月末，转债市场均价为 136.23，相比上月末大幅下降 5.41 元。隐含波动率整体小幅下降 0.3%，月末均值为 30.96%。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。

9 月份转债市场前高后低，快速回落，与短期波动率差值突破长期波动率差值给市场带来的压力紧密联系。截止月末，长短期波动率的走势继续呈现扩大趋势，后市仍然存在较大下行风险。

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、转债估值承压，平衡型转债优势凸显

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，9 月份期间大部分转债转股溢价率出现前期上涨、后期小幅回落的波动调整；除转债价值 90 元以下的转债转股溢价率算数平均值小幅下行外，其余各转换价值区间和各信用等级转债转股溢价率均不同程度上涨；纯债溢价率方面，除转换价值区间在 110-130 元的转债纯债溢价率波动上行外，其余转换价值区间和各信用等级转债纯债溢价率均转而下行。

图 5：2020 年以来不同价格区间可转债转股溢价率

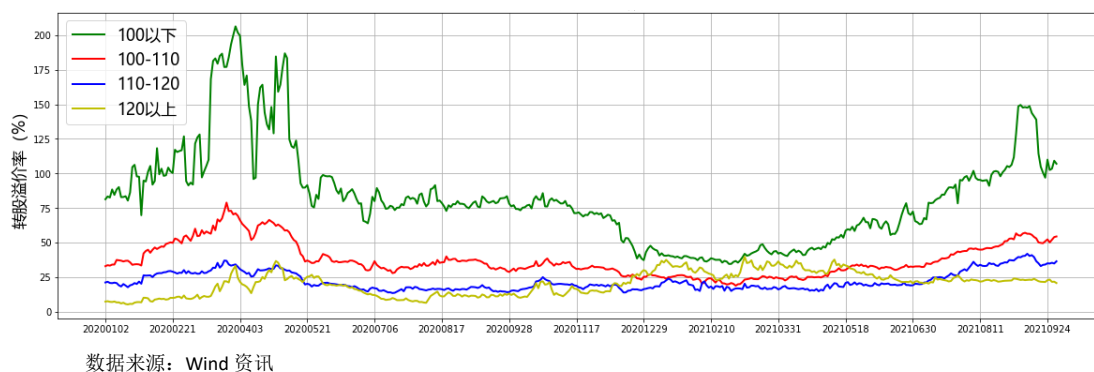
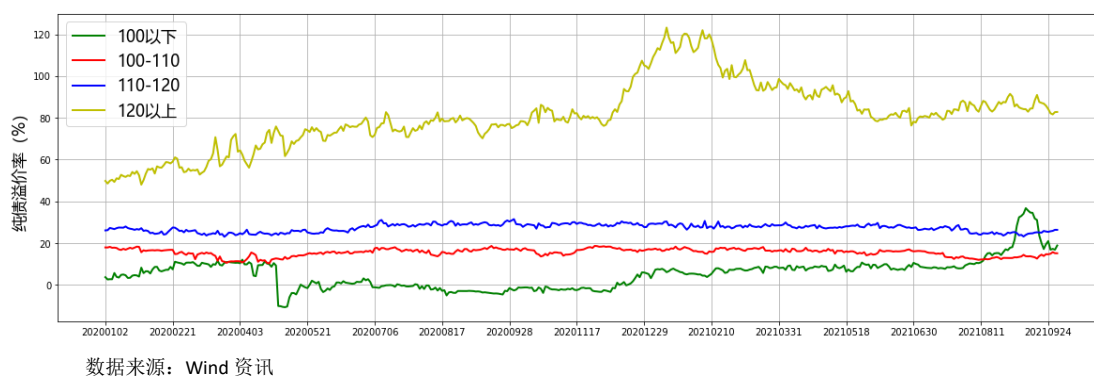


图 6: 2020 年以来不同价格区间可转债纯债溢价率



4、周期板块普跌，公用事业板块异军突起

从行业角度看，9 月份股票市场与转债市场均跌多涨少。从股票市场数据来看，申万 11 个行业上涨，17 个行业下跌。涨幅前五的行业分别为公用事业、食品饮料、农林牧渔、休闲服务和房地产，涨幅分别为 15.89%、12.49%、9.43%、7.33%、5.27%。跌幅居前行业为有色金属、钢铁、综合、国防军工、汽车，分别下跌 18.11%、13.40%、12.15%、10.27%、8.89%。本月转债所属正股 6 个行业上涨，18 个行业下跌。转债涨幅居前行业为公用事业、纺织服装、交通运输、非银金融、银行，下跌行业为汽车、国防军工、建筑材料、采掘和化工。

受制于冬季用电高峰、水电供应低谷、煤价高企且供应紧张等因素，四季度电力供需矛盾依然突出，叠加年末能耗双控目标完成压力，化工、钢铁、有色等高耗能行业在能耗双控政策高压和产能收紧的双重压力下，转债估值可能面临进一步向下调整的压力。后续，可关注以下方向：1) 稳增长逻辑明朗，关注相关受益板块机会；2) 新能源、半导体和光伏行业出现调整行情，行业长期向好趋势不变，若调整较大可逢低布局；3) 主题投资方面，认为资金偏向中小企业

的风格暂未改变，可关注“专精特新”企业发行的转债。4) 能耗双控背景下，关注相关受益企业发行的转债。

图 7：申万一级行业 09 月份涨跌情况

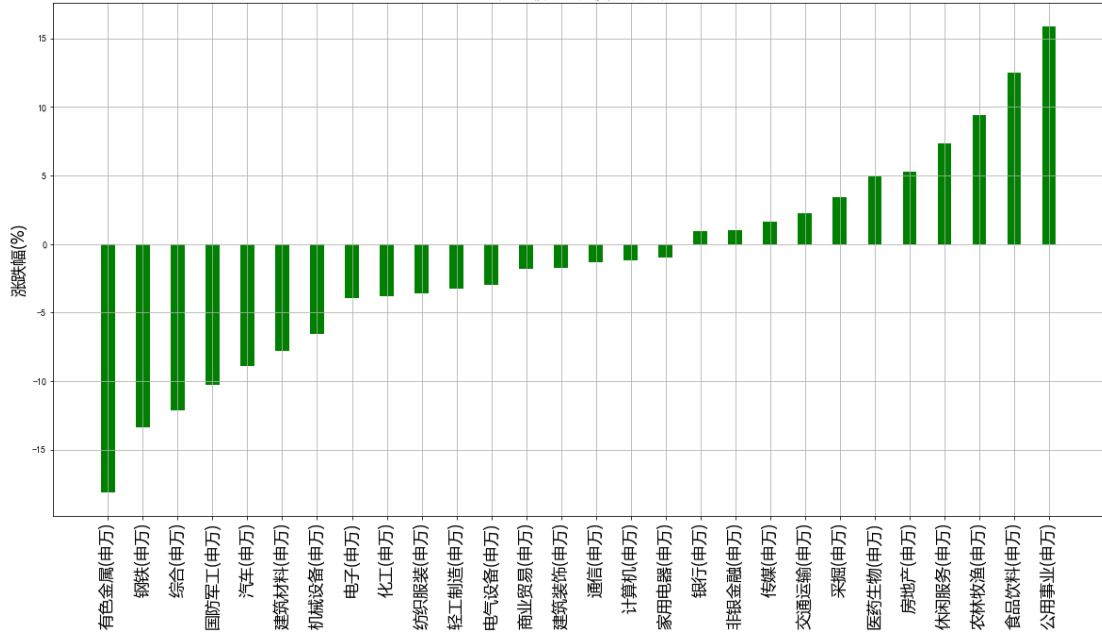
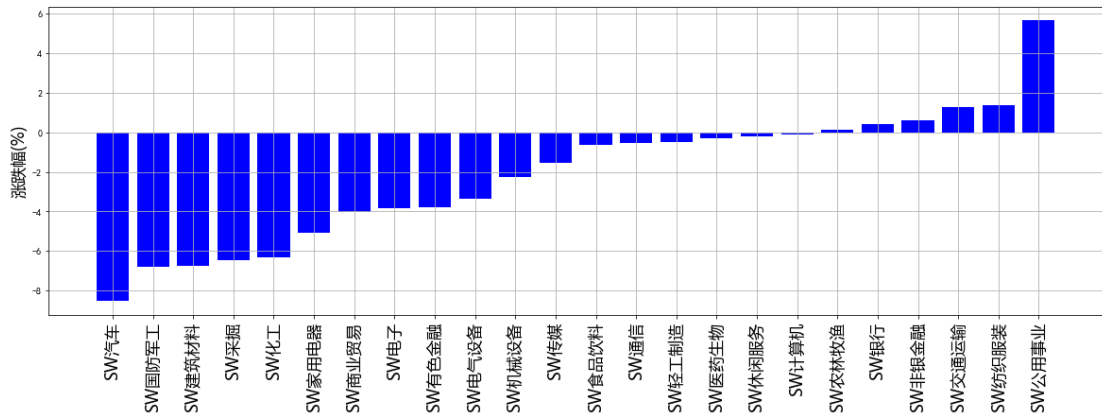


图 8：申万可转债行业 09 月份涨跌情况



三、投资建议及策略实盘

1、压估值渐行渐近，策略立足防御

随着可转债市场的快速扩容，考虑正股未来增长预期，存量标的并非全面高估，精耕细作之下仍有结构性机会，在立足防守的前提下考虑优先选择两个择券

思路：第一，寻找正股低估值，业绩确定性强，市场关注度不高且转股溢价率低的品种。在当下的市场环境下转股溢价率低和市场关注度不高几乎是伴生的，但在当下“内卷的”转债赛道中，挖掘被忽视的绩优品种才能兼顾风险与收益，赚业绩增长的钱是当下的最优解。第二，低价高弹性策略。此类标的不要追求短期业绩高增长，更看重股价弹性，业务要有想象空间，并且转债应当在较低的价格介入。

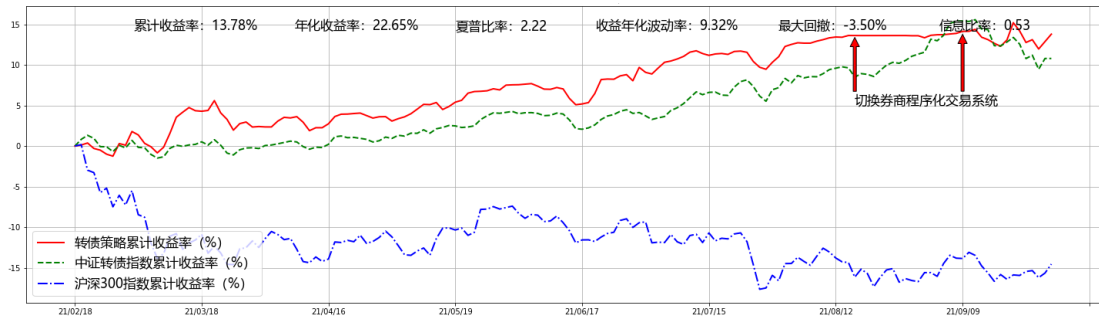
9月初可转债价格高，投资者难以下手，现在可转债调整后可能产生更多的投资机会，需要把眼光聚焦到可转债的价值以及上市公司的经营上，正如巴菲特所言“在投资过程中如同棒球运动中那样，要想让记分牌不断翻滚，你就必须盯着球场而不是记分牌”。

2、程序化交易对于策略执行大有裨益

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9月末，该策略实盘实现累计收益13.78%，年化收益率22.65%。策略夏普比率和信息比率分别为2.22和0.63。从风险角度，策略实盘收益年化波动率9.32%，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，主要原因是策略于9月初全面接入券商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，策略在交易端更好的实现了智能下单，并进一步构建了止盈止损的程序化模式。从近一个月策略表现看，尽管由于市场下挫，收益出现小幅回撤，但是相对中证转债指数的累计超额收益曲线斜率大幅提高，可见程序化交易对于转债投资策略的执行大有裨益。

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。