

正文目录

1. 行情回顾：正股震荡回暖，转债继续温和复苏	3
2. 机构行为：基金加仓空间腾出、保险积极增持	5
3. 纯债环境：久期时代，债市机构不会一直远离转债	8
4. 正股盈利：中上游资源及下游消费板块业绩边际改善	10
5. 转债策略：大盘替代、高 YTM 资产或将强于正股	13
5.1. 纯债资金回流，大盘替代品种或将为承接主力	13
5.2. 年报季即将彻底告一段落，高 YTM 品种重新迎来配置机会	14
5.3. 个券维度，重点关注大盘替代、高 YTM 以及出口链品种	17
6. 风险提示	22

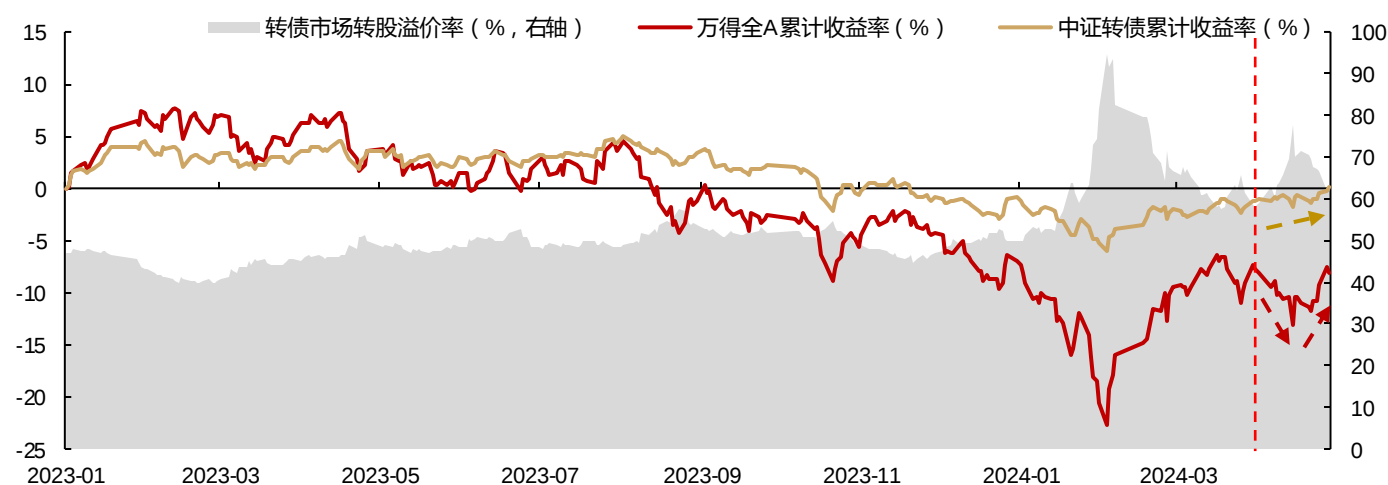
图表目录

图 1：2024 年 4 月，正股调整后见底回升，转债延续复苏行情	3
图 2：2024 年 4 月，高股息&大消费行业转债表现出色，TMT&军工板块明显承压	4
图 3：4 月各平价估值拉伸至年内高位，背后或是增量资金的回归	4
图 4：4 月，以保险为代表的绝对收益型机构保持增持态势	5
图 5：4 月，基金&企业年金开始增持深交所转债	6
图 6：24Q1，二级债基&转债基金减持转债（亿元）	6
图 7：24Q1，一、二级债基转债仓位双降	6
图 8：4 月，固收+基金发行逆势回暖	7
图 9：4 月，偏股型基金发行符合季节性规律	7
图 10：4 月，负债端机构的增配意愿转暖	7
图 11：年初，诸多债市机构发现拉久期就足够博取收益	8
图 12：纯债基金积攒的相对收益几乎被磨平，转债可有效改善组合风险收益比的特征再度显现	9
图 13：绝对收益机构的目标收益和资产收益越来越不对等	9
图 14：涨价背景下，企业盈利具有支撑，但上游涨价向中下游传导不充分	10
图 15：转债发行人 24Q1 业绩普遍承压	10
图 16：转债发行人 24Q1 营收增速处于历史低位	10
图 17：24Q1，食品饮料、家用电器、纺织服饰以及煤炭转债发行人自由现金流同比&环比均显著增长	12
图 18：3 月以来，大盘转债在平价涨幅落后的情况下，绝对价格涨幅明显居前	13
图 19：高等级&大规模转债预案较为缺乏（2024/5/8）	14
图 20：年报季以来，低价转债纯债溢价再度大幅收敛（2024/5/8）	15
表 1：各平价估值分位点仍处于温和区间	5
表 2：24Q1，石油石化、化工、轻工、纺服、电子、汽车等行业的转债业绩边际改善明显	11
表 3：24Q1 季报发布次日正股涨幅靠前的 TOP15 品种（评级 A+及以上，存量规模大于 5 亿元，2024/5/8）	12
表 4：存量*ST/ST 相关标的（2024/5/8）	15
表 5：审计意见异常标的（2024/5/8）	15
表 6：监管问询函等具有违规事项的转债（2024/5/8）	16
表 7：曾出现过会计差错的转债（2024/5/8）	16
表 8：5 月推荐转债（2024/5/8）	17
表 9：大盘替代品种及回撤风险小的个券（2024/5/8）	18
表 10：部分 YTM 超过 3%且信用风险相对可控的转债（2024/5/8）	18
表 11：出口链存量标的（2024/5/8）	19
表 12：分红比例边际改善的高股息标的（2024/5/8）	19
表 13：低空经济板块相关标的（2024/5/8）	20
表 14：小米汽车产业链相关标的（2024/5/8）	21
表 15：AI 板块相关标的（2024/5/8）	21

1.行情回顾：正股震荡回暖，转债继续温和复苏

回顾 4 月市场行情，正股震荡回暖，转债继续温和复苏。2024 年 4 月初，在美联储降息预期延后&权益市场止盈情绪的影响下，市场遭遇回调；4 月中旬，“新国九条”&“退市新规”的出台加剧了市场对微盘股退市风险的担忧，叠加上市公司业绩即将密集发布，市场避险情绪持续发酵，权益指数下跌至月内最低点；随后，市场恐慌情绪开始修复，超跌的小盘&成长风格迎来上涨行情；月末，外资涌入叠加地产政策出台，驱动权益市场上继续回暖。转债市场在整个 4 月回调极为有限，基本延续了 2 月中旬以来的平稳复苏行情。截至 2024 年 4 月 30 日，从 4 月单月维度来看，中证转债上涨 1.87%，万得全 A 涨幅为 1.02%，从全年维度来看，中证转债指数开年以来上涨 1.04%，万得全 A 则下跌 1.86%，转债市场存在一定超额收益。

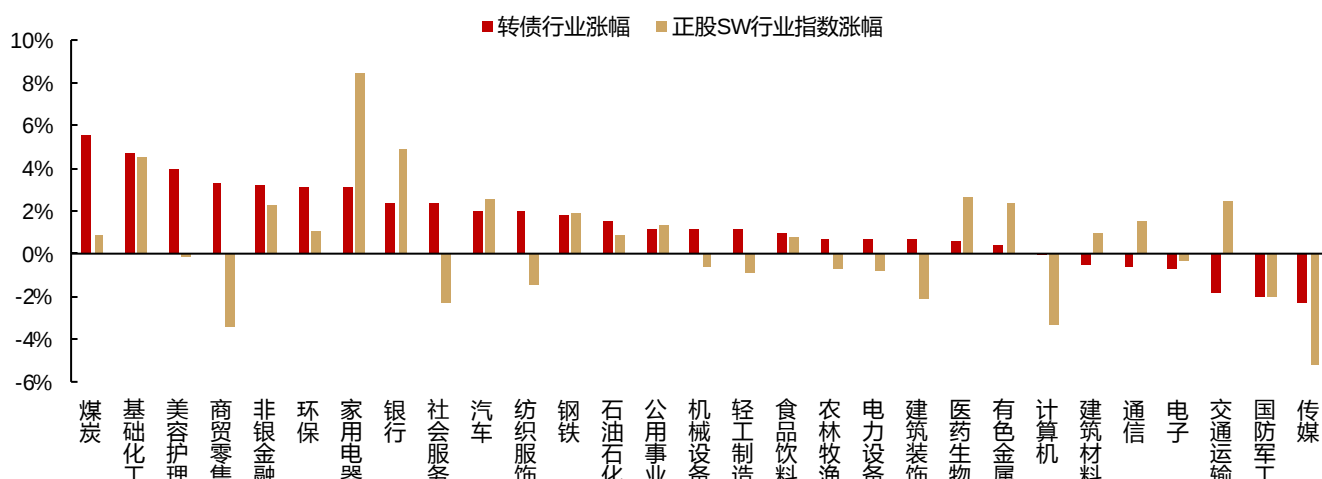
图 1：2024 年 4 月，正股调整后见底回升，转债延续复苏行情



资料来源：WIND，华西证券研究所

从 4 月各行业表现来看，大部分行业的转债实现正向收益，其中高股息&大消费品种表现出色，而 TMT&军工板块明显承压。从 4 月的转债表现来看，典型高股息板块（煤炭、非银金融和银行）涨幅居前。化工品种开启涨价周期，涨幅居于第二。部分大消费行业同样表现较强，其中美容护理&商贸零售行业存量个券较少，涨幅主要由科思转债、珀莱转债和国泰转债等个券贡献，纺服转债也逆势上涨，家电转债行情则主要由正股驱动。TMT、军工和交运板块则跌幅居前，其中传媒、国防军工和计算机主要受市场弱势行情制约，而通信&交运则因为缺乏核心品种，与正股上涨行情形成错位。

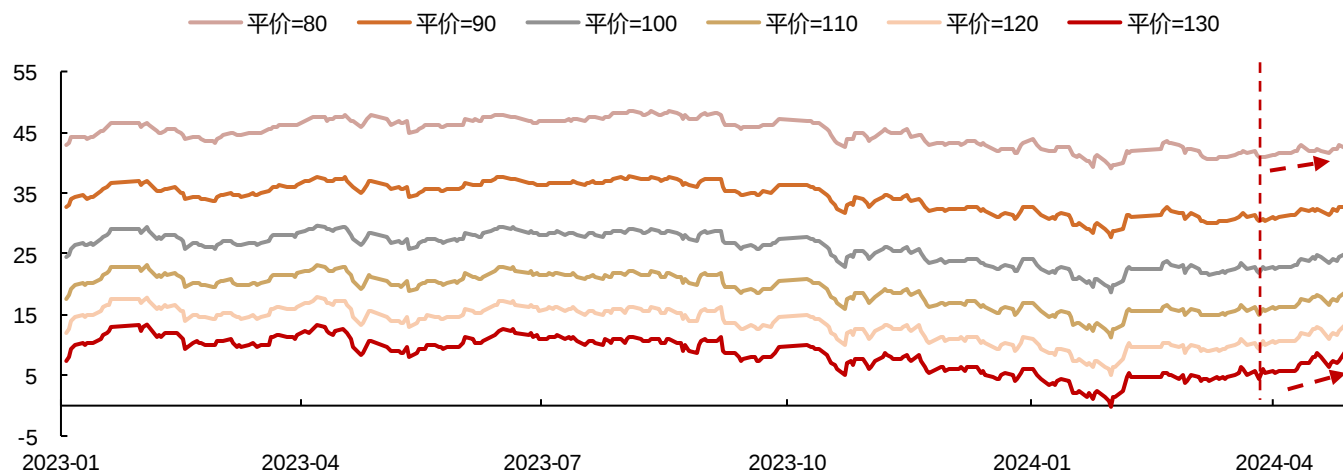
图 2：2024 年 4 月，高股息&大消费行业转债表现出色，TMT&军工板块明显承压



资料来源：WIND，华西证券研究所

转债估值方面，4 月转债曾出现独立行情，估值拉伸至年内高位。4 月中上旬，正股震荡回调，但转债防御属性凸显，迎来独立行情，这背后反映出转债估值正在拉伸；其间，转债估值曾小幅回落，这主要系退市新规发布，市场对于信用风险的担忧。进入下旬，正股迎来修复行情，市场风格逐渐由价值向成长过渡，顺势推动各平价估值继续上升。截至 4 月 30 日，80 元平价对应的估值中枢为 43.09%，相较 3 月 29 日环比上升 2.27 个百分点；100 元平价对应的估值中枢为 25.50%，环比增加 3.17 个百分点；130 元平价对应的估值中枢环比拉伸 4.01 个百分点，至 9.27%。

图 3：4 月各平价估值拉伸至年内高位，背后或是增量资金的回归



资料来源：WIND，华西证券研究所

注：平价单位（元）、纵轴单位（%）

从分位数来看，尽管各平价估值已修复至年内高位，但整体仍处于较为温和的区间。以反比例模型估算结果为例，从 2017 年以来的历史分位数来看，截至 2024 年 4 月 30 日，80-100 元平价对应的估值分位点处于 70-75% 区间内，而 110-130 元平价对应的估值分位点仅略高于 75%。若从 2020 年以来的历史分位数来看，各平价对应的估值分位数则均处于 50-60% 区间内，转债估值仍较为温和。

表 1：各平价值估值分位点仍处于温和区间

平价（元）=	80	90	100	110	120	130
估算估值历史分位数（2024/4/30，2017 年起）						
反比例估算	72.60%	74.50%	74.70%	75.90%	75.60%	75.80%
多项式估算	81.80%	80.90%	78.70%	74.60%	-	-
Log(x)估算	80.30%	75.80%	73.10%	70.50%	69.70%	67.10%
估算估值历史分位数（2024/4/30，2020 年起）						
反比例估算	53.40%	56.70%	57.10%	59.20%	58.60%	58.90%
多项式估算	69.10%	67.70%	63.80%	57.00%	-	-
Log(x)估算	66.60%	59.00%	54.30%	50.00%	48.70%	44.20%

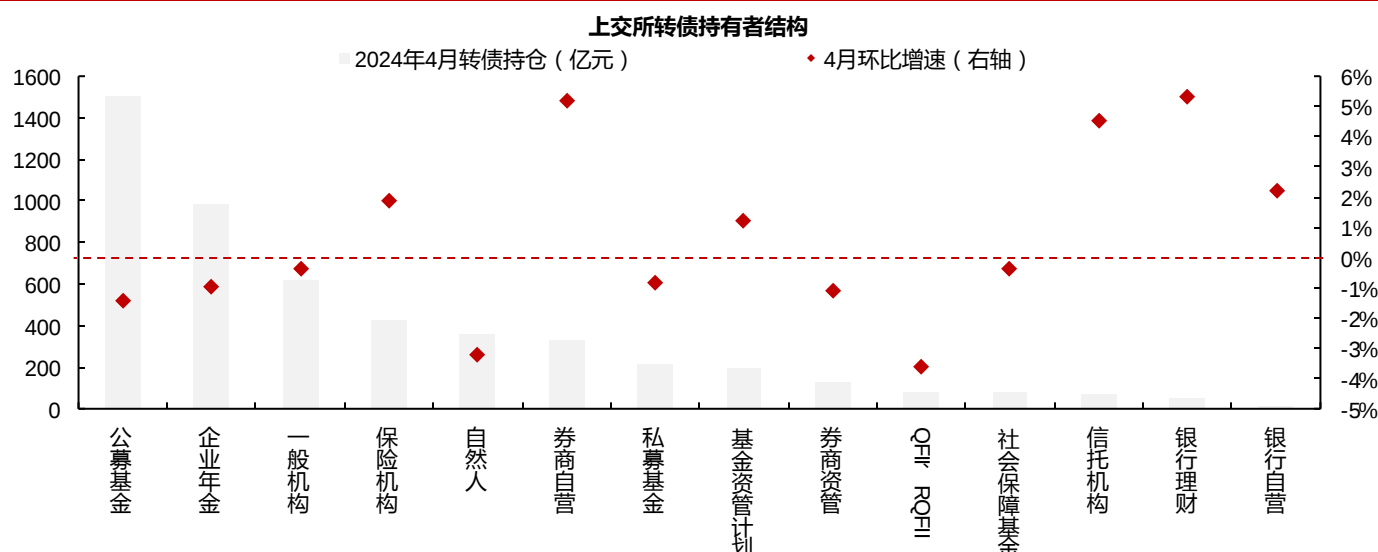
资料来源：WIND，华西证券研究所

注：模型测算方法参考我们此前发布的报告《如何测算历史可比的转债市场估值》

2.机构行为：基金加仓空间腾出、保险积极增持

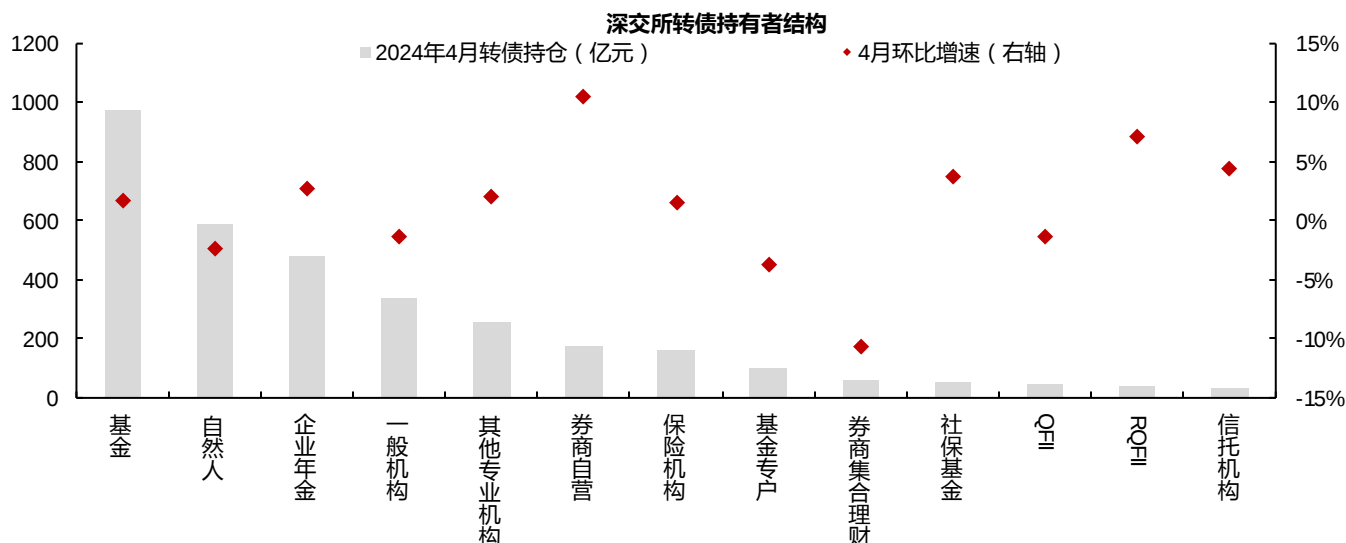
转债估值中枢一改此前窄幅震荡的格局，集体进入拉伸区间，或是增量资金正在回归。从 4 月上交所转债持有者结构来看，基金&企业年金等主要持仓机构仍在减持转债，但减仓力度其实较一季度显著放缓。更为关键的是，以保险为代表的绝对收益型机构保持增持态势，保险机构已连续三个月增持转债，转债持仓规模超过 400 亿元，反超自然人投资者。券商自营也连续两个月大幅加仓转债。此外，银行系投资者也展示出加仓意愿。而从深交所口径来看，不仅保险、券商自营等机构大幅加仓转债，基金及企业年金也开启增持态势。

图 4：4 月，以保险为代表的绝对收益型机构保持增持态势



资料来源：WIND，华西证券研究所

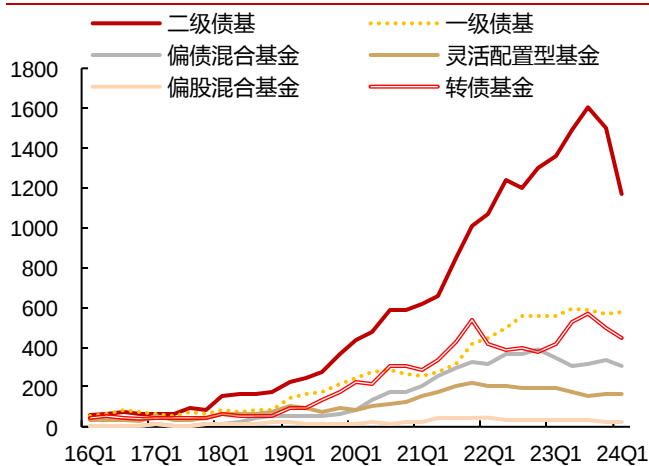
图 5：4 月，基金&企业年金开始增持深交所转债



资料来源：WIND，华西证券研究所

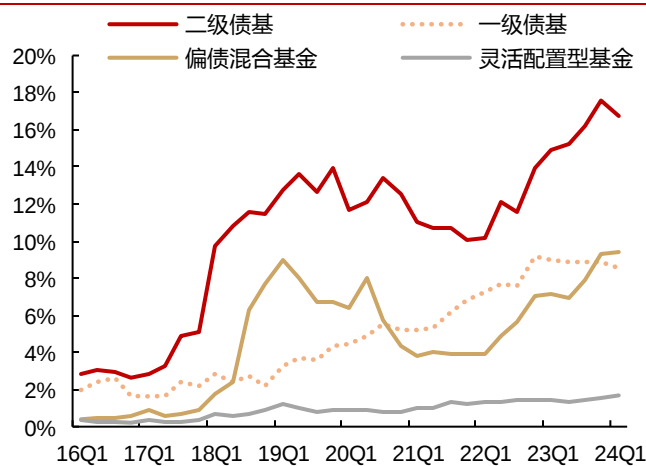
进一步分析公募基金，2024Q1，公募基金在净赎回压力下转债持仓规模下降明显，二级债基单季度减持幅度甚至创历史之最，转债仓位也在下降。基金转债持仓规模及仓位双降，折射出投资者对于转债品种高性价比的矛盾，但我们更需关注的是，公募基金转债高仓位的压力“阵痛式”释放之后，其实也为后续增配留下了空间。

图 6：24Q1，二级债基&转债基金减持转债（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

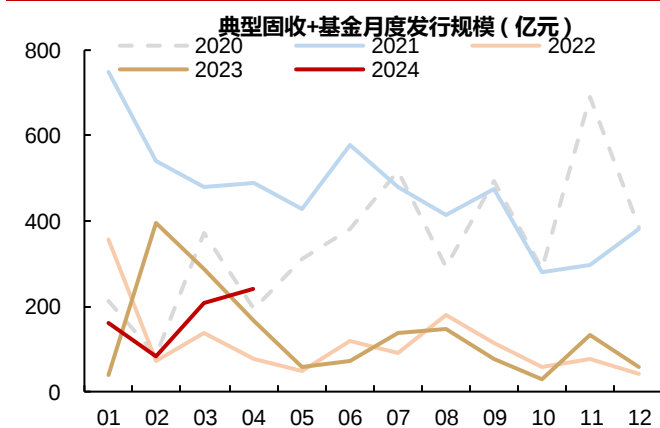
图 7：24Q1，一、二级债基转债仓位双降



资料来源：WIND，华西证券研究所

4 月，固收+基金新发募集规模逆势回暖。4 月，固收+基金（一级债基、二级债基、偏债混合、转债基金）累计募集规模约 240 亿元，明显超出 2023 年同期的 163.15 亿元。从结构来看，二级债基自 3 月以来继续成为发行主力，一级债基在 4 月的募集情绪也有所回暖，但偏债混合基金依旧较为平淡，且偏股型基金发行也中规中矩。这似乎意味着在市场风险偏好暂未回归的环境下，相对安全的类权益资产——转债，在逐步重新得到认可。

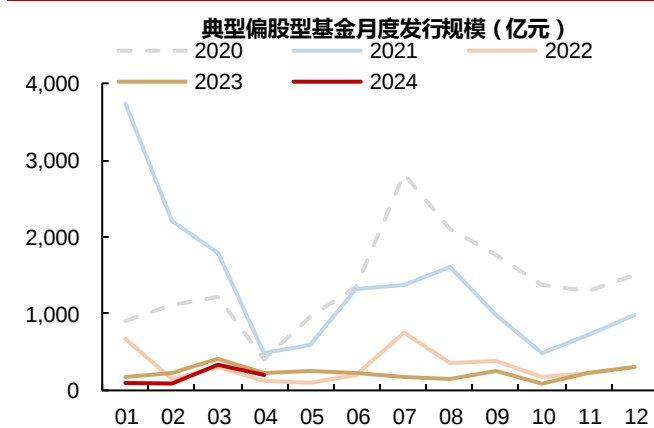
图 8：4 月，固收+基金发行逆势回暖



资料来源：WIND，华西证券研究所

注：固收+基金包括一、二级债基、偏债混合基金、转债基金。

图 9：4 月，偏股型基金发行符合季节性规律

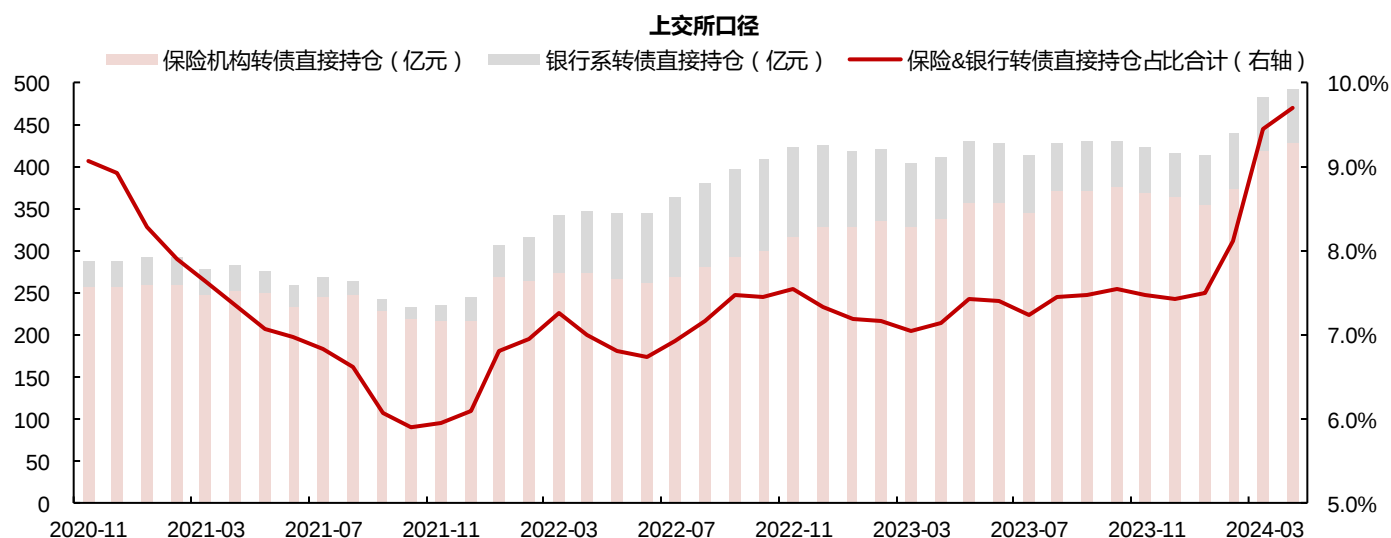


资料来源：WIND，华西证券研究所

注：偏股型基金包括：股票型基金、平衡混合、灵活配置、偏股混合。

基金转债持仓边际回升，与负债端机构的增配意愿转暖息息相关。近年来市场波动较大，保险&理财等负债端机构更偏好安全性较强的资产。而最近较长一段时间内，权益市场均未出现太过惨烈的持续下跌，支撑保险等增量资金的回归意愿，且 2 月深跌反弹以来，负债端机构也的确在持续加仓转债。这意味着，当下可能已经到了负债端对“固收-”的担忧程度下降，重新考虑用转债挖掘收益的时点。

图 10：4 月，负债端机构的增配意愿转暖



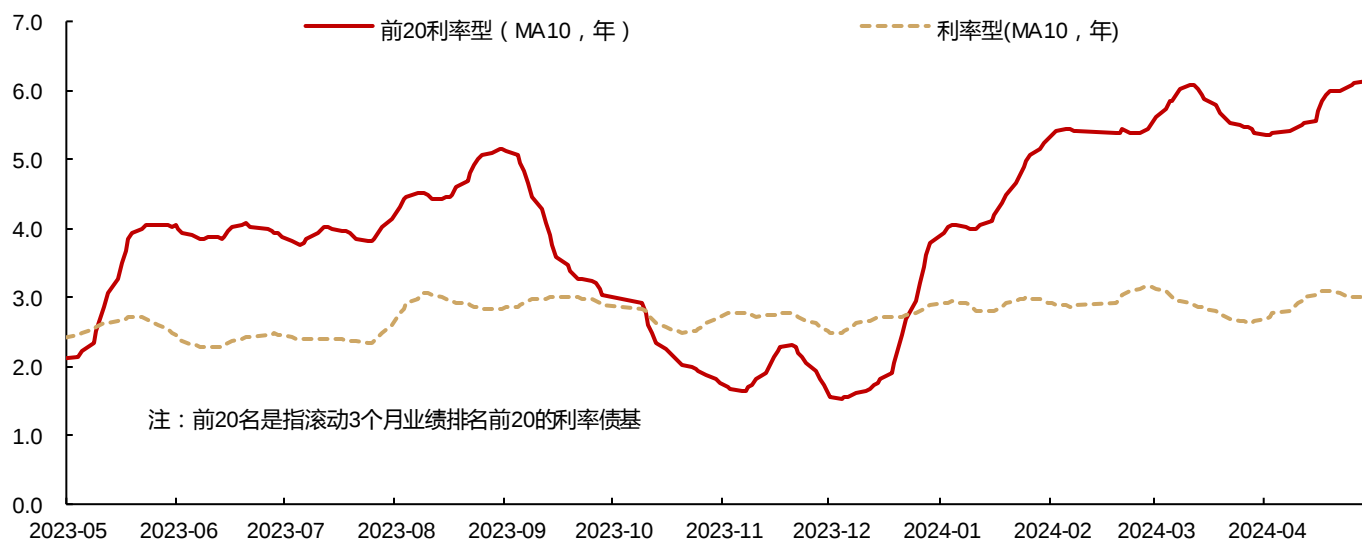
资料来源：WIND，华西证券研究所

3. 纯债环境：久期时代，债市机构不会一直远离转债

我们在上文提及，机构增持意愿改善，增量资金正在回归。而 4 月末纯债市场出现回调，似乎不太支撑负债端机构情绪回暖。通常情况下，长端利率下行，债底进一步夯实，纯债机会成本下移，债市配置意愿增强。但本轮不一样的是，长端利率已下行至较低位，机会成本的波动不再敏感，且持续下行带来的单边行情会使得债市机构忽略转债，转债市场年初曾出现较大波动也降低了本身的吸引力。当纯债市场出现一定幅度的回调时，市场不再过多关注债底、机会成本等因素，而更多关注转债的配置价值是否回归，尤其是在机构本身存在收益目标压力，以及权益市场逐步企稳的背景之下。

年初，诸多债市机构发现拉久期就足够博取收益，转债增强策略被阶段性搁置。我们在《24Q1 哪些固收+基金抗住了规模压力？》中曾提及，“转债增强品种相较于股票增强品种的弱势，很可能也是 Q1 转债估值整体趋弱的映射；部分业绩较好的转债增强型产品股票&转债仓位极小，折射出 24Q1 纯债久期策略的强势”。

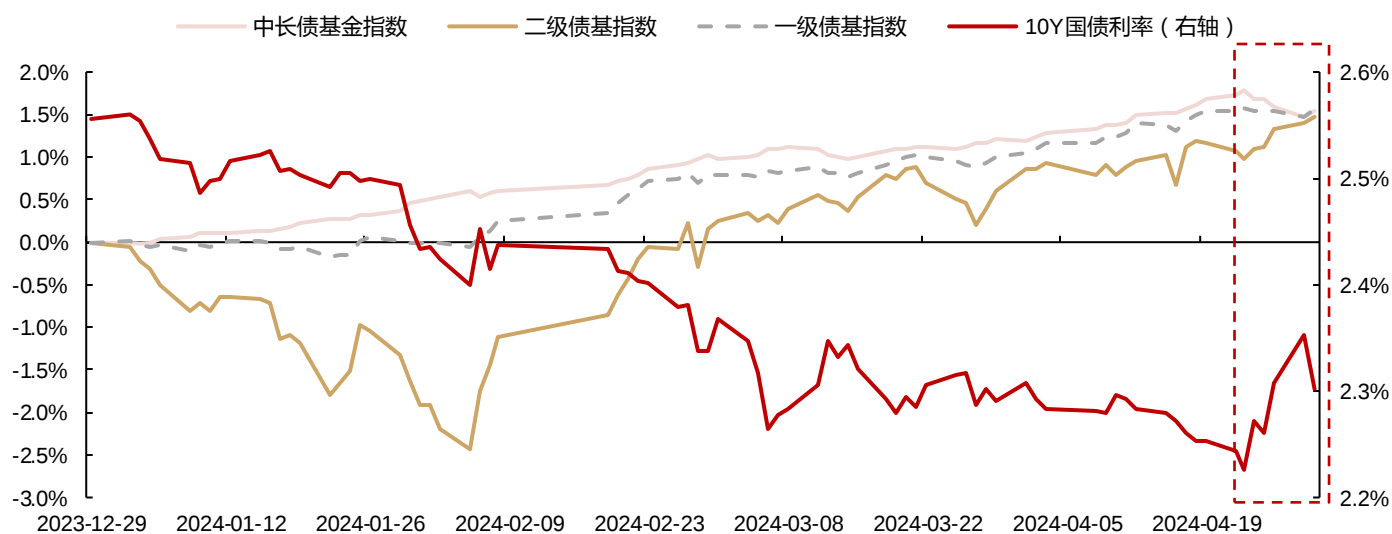
图 11：年初，诸多债市机构发现拉久期就足够博取收益



资料来源：WIND，华西证券研究所

不过，4 月下旬纯债市场的调整提醒了债市机构：债市已经进入久期时代，交易性技能包的要求越来越高，收益的不确定性也比票息时代大很多。而当调整出现后（虽然持续调整的风险不大，资金面仍较为均衡），市场更能意识到，目前的纯债行情尚不足以支撑广大机构一直远离转债。从纯债基金以及固收+基金近期表现来看，纯债基金积攒的相对收益几乎被磨平，且转债市场深度回调的风险可控，转债可有效改善组合风险收益比的特征再度显现。

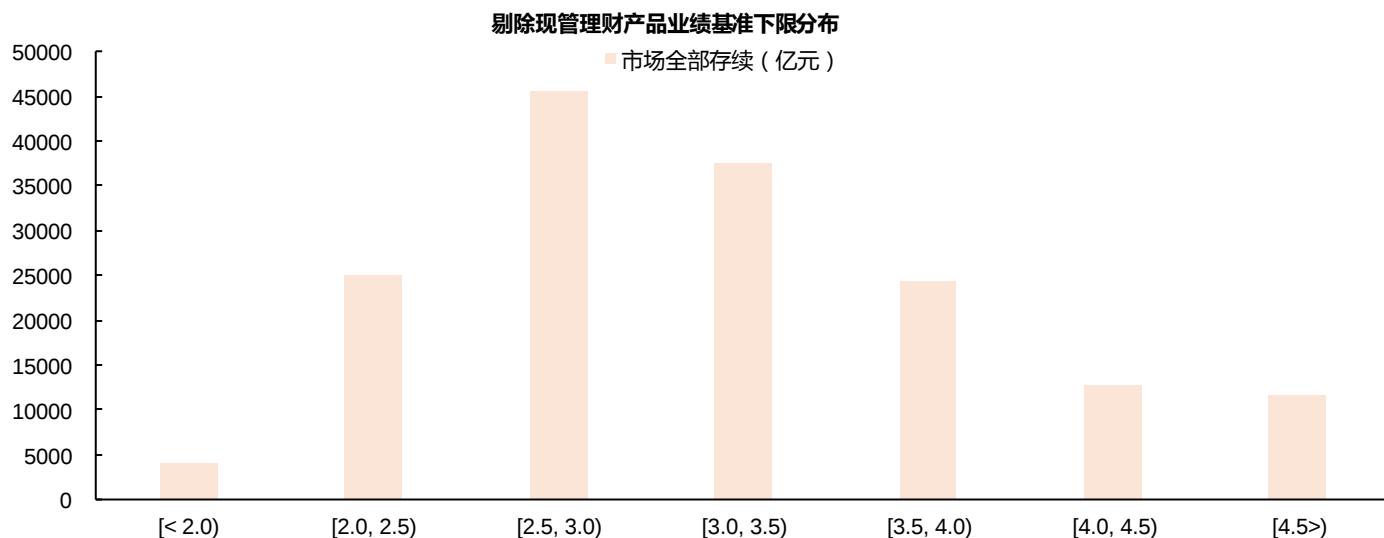
图 12：纯债基金积攒的相对收益几乎被磨平，转债可有效改善组合风险收益比的特征再度显现



资料来源：WIND，华西证券研究所

此外，考虑到很多绝对收益机构的目标收益和资产收益越来越不对等（大多数理财产品的业绩基准下限仍在 2.5% 以上，而当前长端收益率明显低于该水平），且严打协议存款等事件会进一步放大这个趋势，转债作为博取弹性收益的工具大概率会重新受到重视。

图 13：绝对收益机构的目标收益和资产收益越来越不对等

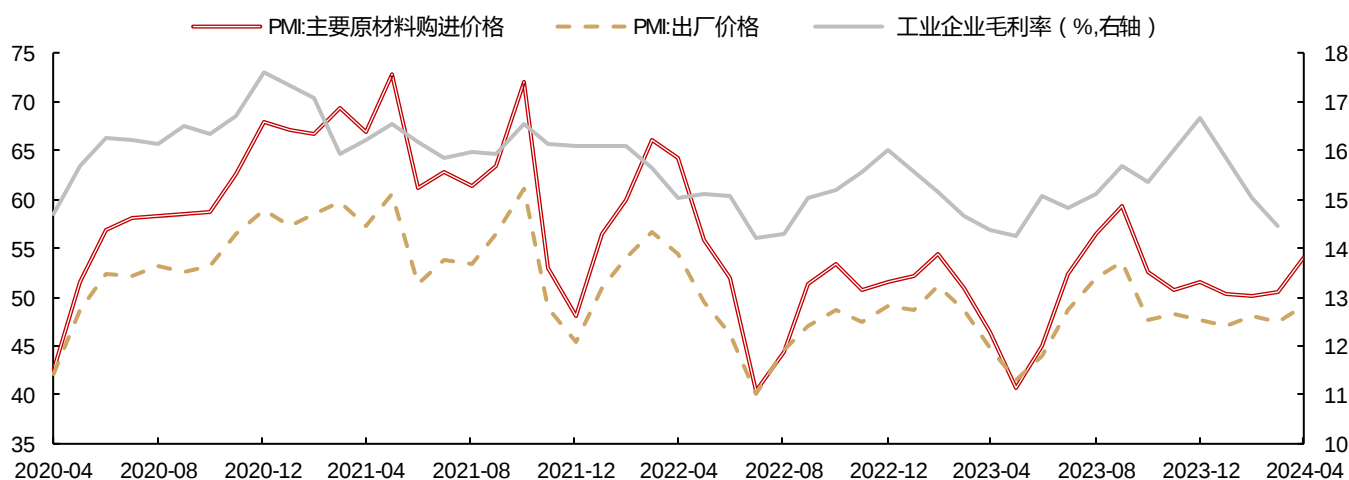


资料来源：WIND，华西证券研究所

4.正股盈利：中上游资源及下游消费板块业绩边际改善

宏观高频数据指向中上游材料涨价链条，以及出口链条具有较高关注价值。4月PMI价格分项环比改善，叠加去年同期PPI基数低，4月PPI或重新进入回升区间，支撑企业盈利改善。但同时我们需要关注的是上游原材料涨价幅度明显超过产成品出厂涨价，上游涨价向中下游传导不充分，中游制造企业的盈利改善能力或受到制约。此外，4月出口新订单虽然也有回落，但并不弱，全球制造业复苏的支撑仍然较强，往后来看，除了4月面临较高基数之外，出口延续修复的确定性相对较高（5-6月海关出口同比基数回归正常）。

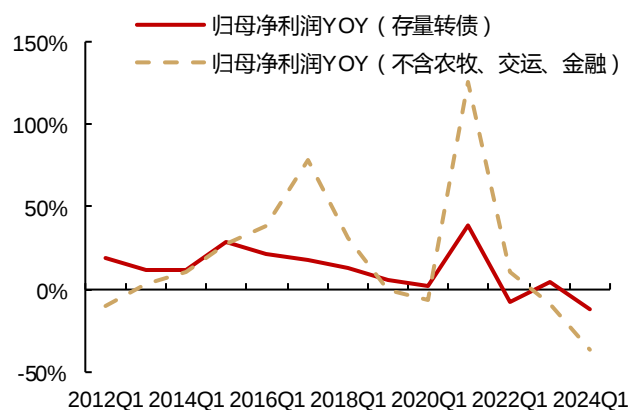
图 14：涨价背景下，企业盈利具有支撑，但上游涨价向中下游传导不充分



资料来源：WIND，华西证券研究所

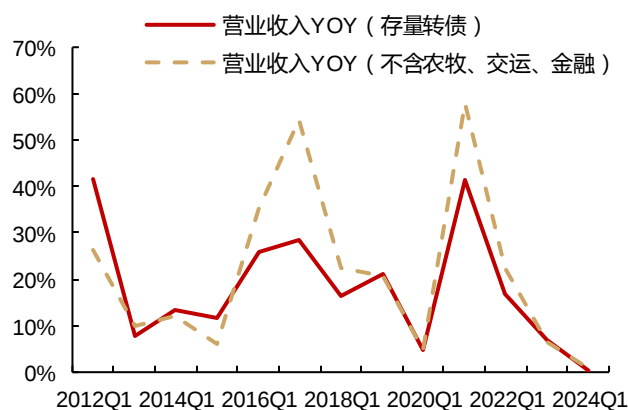
转债上市公司业绩表现其实与宏观数据给出的线索相匹配：整体盈利仍待改善，但资源&消费板块已出现边际改善迹象。截至4月底，转债发行人已悉数披露2024年一季度报。我们以存量债作为研究样本，利用整体法对其历史业绩进行统计。从结果来看，24Q1转债正股营收&利润增速整体呈下降趋势，转债发行人整体经营情况仍未出现明显改善。

图 15：转债发行人 24Q1 业绩普遍承压



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 16：转债发行人 24Q1 营收增速处于历史低位



资料来源：WIND，华西证券研究所

分行业来看，新能源、地产链、煤炭、钢铁等板块，无论是转债口径还是正股行业口径，业绩均明显承压。不过，部分行业已展现出边际修复特征，我们以 24Q1 业绩增速减去 23Q1 业绩增速作为边际变化指标，并结合 24Q1 绝对增速来看，石油石化、化工等中上游资源及材料行业、轻工制造、纺织服饰等大消费板块，以及电子、汽车等行业的转债业绩边际改善明显。

表 2：24Q1，石油石化、化工、轻工、纺服、电子、汽车等行业的转债业绩边际改善明显

行业大类	行业名称	转债正股业绩增速				SW行业业绩增速			
		24Q1边际变化 (24Q1-23Q1)	23年边际变化 (23Y-22Y)	24Q1	23Y	24Q1边际变化 (24Q1-23Q1)	23年边际变化 (23Y-22Y)	24Q1	23Y
中上游资源及材料	石油石化	104.30%	327.30%	32.21%	221.32%	21.46%	-10.70%	10.38%	-2.55%
	煤炭	-44.63%	-104.50%	-62.37%	-45.68%	-37.56%	-76.00%	-35.77%	-26.43%
	有色金属	-7.30%	-19.38%	-19.15%	-8.21%	-14.08%	-84.06%	-33.12%	-29.63%
	钢铁	-42.13%	34.31%	-74.21%	-16.79%	-16.29%	59.50%	-86.85%	-13.72%
	基础化工	45.42%	-30.33%	-7.54%	-47.59%	34.38%	-38.36%	-13.54%	-46.13%
中游制造	建筑材料	37.52%	-31.40%	-88.48%	-88.84%	-25.27%	14.18%	-89.87%	-31.82%
	汽车	169.29%	34.90%	134.56%	30.05%	6.89%	52.26%	15.66%	49.39%
	机械设备	1.08%	-2.26%	-3.24%	-10.81%	18.91%	10.22%	12.37%	-1.76%
	国防军工	-28.20%	-56.21%	-4.85%	-31.48%	-11.03%	11.19%	-15.39%	2.82%
	建筑装饰	-30.56%	-5.69%	-22.40%	-10.51%	-14.62%	-2.78%	-2.44%	8.94%
下游可选消费	电力设备	-140.25%	-98.81%	-93.25%	-17.93%	-96.51%	-88.99%	-50.52%	-9.48%
	轻工制造	223.96%	1352.24%	160.68%	1246.78%	77.30%	50.41%	49.41%	15.86%
	社会服务	55.62%	-368.54%	-19.91%	-441.39%	-57.50%	244.46%	61.69%	209.40%
	家用电器	17.88%	-8.03%	6.36%	-15.21%	-5.24%	3.36%	9.87%	13.89%
	商贸零售	-13.24%	-32.56%	-19.36%	8.53%	-50.07%	1131.10%	-18.71%	1198.49%
下游必选消费	美容护理	-29.09%	26.28%	33.83%	67.00%	-25.35%	107.74%	8.18%	66.60%
	纺织服饰	23.94%	25.03%	18.96%	-4.40%	11.74%	110.29%	6.27%	67.09%
	医药生物	4.47%	-21.96%	-10.38%	-27.69%	6.35%	-15.43%	-11.39%	-16.79%
	食品饮料	-15.13%	-98.76%	15.56%	-69.95%	-2.26%	4.97%	15.96%	17.58%
	农林牧渔	-55.86%	-335.29%	-4.67%	-169.04%	-12.50%	-282.04%	56.20%	-135.85%
TMT	计算机	46.32%	-57.14%	0.75%	-117.18%	-131.39%	64.52%	-76.62%	18.15%
	电子	38.47%	-12.80%	11.62%	-17.01%	130.41%	5.23%	75.07%	-28.48%
	通信	3.02%	-27.16%	36.86%	-5.42%	-0.99%	-36.30%	7.48%	4.31%
	传媒	-405.11%	208.17%	-216.17%	-116.90%	-55.22%	206.00%	-29.72%	138.62%
金融	银行	5.63%	-14.34%	3.78%	-5.73%	-2.97%	-6.15%	-0.61%	1.44%
	非银金融	-137.76%	31.64%	-21.38%	5.41%	-81.59%	12.31%	-16.87%	-14.51%
环保公用	公用事业	-33.27%	-33.55%	-10.17%	5.78%	-16.03%	-1.85%	26.58%	64.53%
	交通运输	-405.70%	741.36%	87.62%	165.52%	22.27%	113.92%	25.88%	69.09%
	环保	24.68%	9.90%	23.05%	2.76%	11.31%	7.37%	13.84%	-5.68%

注：表内数字均指归母净利润增速。

资料来源：WIND，华西证券研究所

从自由现金流的角度来看，食品饮料、家用电器和纺织服饰等消费板块的转债发行人经营情况正逐步改善。我们统计了 24Q1 各行业自由现金流（24Q1 经营性净现金流-投资活动流出）同比&环比数据，发现部分消费行业（食品饮料、家用电器和纺织服饰）与煤炭行业自由现金流在同比&环比口径下均有所增长。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/218031064101006070>