

• 证券研究报告 •

结构优先，循序渐进

—— 2024年四季度可转债市场展望

2024.10.11

主要内容

1. 回顾：估值探底、充分定价
2. 展望：积极配置、波动交易

1.1.1 转债存量持续下滑

■ 市场存量连续13个月下降

- 2024年前9个月共发行转债29只，规模约为236亿元。截至2024年9月30日，上市公募可交换债最新存量约132亿元，上市转债的市场总存量接近7783亿元。
- 净供给（考虑限售）角度看，2024年共上市约558亿元，因转股、赎回、到期存量减少1172亿元，转债存量净减614亿元。
- 至2024年底将有7只转债到期，规模约为56.34亿元；

图1：转债历史存量减少原因分解及未来到期量预测(单位:亿元)

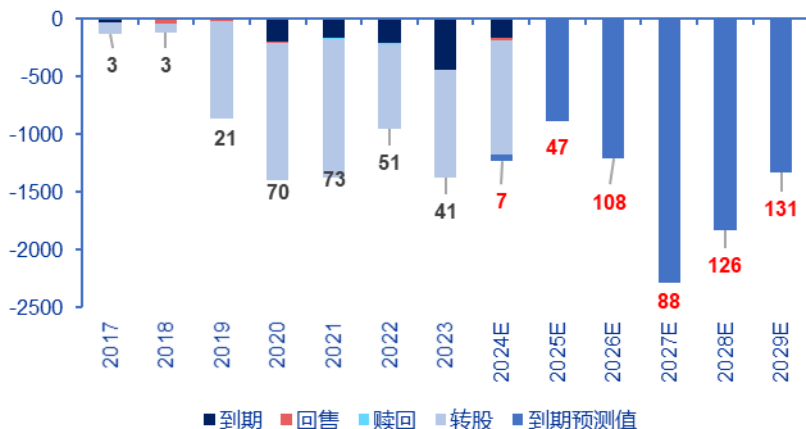


表1：2016年以来转债市场净供给变化(亿元)

年度	净供给(考虑限售)	转股、赎回等减少	上市规模(考虑限售)
2016	294	-1	296
2017	799	-132	932
2018	1187	-119	1306
2019	1928	-863	2792
2020	1110	-1395	2505
2021	1023	-1368	2391
2022	1783	-946	2729
2023	92	-1376	1469
2024E	-614	-1172	558

注：图中每年标识的黑色数字为赎回数量，红色数字为预期到期转债数量

注：数据截至2024年9月30日，数据含可交换债；数据考虑限售影响

后文如不特别说明，数据均截至2024年9月30日

1.1.2 四季度供给有望回暖

■ 已在提交注册流程之后的转债约184亿元，在受理、问询及回复的转债约517亿元

- 待发CB接近1551亿元，个数为94只；从规模上来看，待发转债主要集中于银行、电力设备、电子和基础化工；（实际待发量可能更少，此处统计时，如果没有公告取消发行，且时间在2023年之后的预案，都纳入计算）
- 9个申万一级行业没有待发转债

表2：待发转债行业及对应待发数量、规模一览

所属风格	申万一级行业	待发个数	待发规模(亿元)	所属风格	申万一级行业	待发个数	待发规模(亿元)
周期	基础化工	9	156	科技 (TMT)	电子	15	181
	有色金属	4	124		计算机	3	21
	公用事业	3	118		通信	2	28
	建筑装饰	3	53		传媒	1	3
	轻工制造	2	11	先进制造	电力设备	12	215
	建筑材料	1	5		机械设备	9	61
	煤炭	-	-		汽车	9	76
	交通运输	-	-		环保	4	43
	钢铁	-	-		国防军工	1	20
	石油石化	-	-		综合	-	-
金融地产	非银金融	1	12	消费	纺织服饰	1	10
	银行	4	290		商贸零售	1	40
	房地产	-	-		社会服务	1	8
医药医疗	医药生物	6	49		食品饮料	2	28
	美容护理	-	-		农林牧渔	-	-
备注	不考虑不部分预案期过早的转债				家用电器	-	-

资料来源：申万宏源研究，Wind，上交所，深交所；
注：数据截至2024年9月20日

表3：待发转债中规模较大的品种一览

代码	简称	最新方案进度	发行规模(亿元)	最新公告日
601577.SH	长沙银行	已受理	110	2023/9/13
601899.SH	紫金矿业	股东大会通过	100	2024/5/18
600928.SH	西安银行	股东大会通过	80	2024/6/21
601187.SH	厦门银行	已受理	50	2024/1/6
601528.SH	瑞丰银行	已问询	50	2024/4/19
300014.SZ	亿纬锂能	已回复	50	2024/7/5
003816.SZ	中国广核	股东大会通过	49	2024/8/9
603077.SH	和邦生物	注册生效	46	2024/9/9
600618.SH	氯碱化工	董事会预案	40	2024/8/5

资料来源：申万宏源研究，Wind
注：数据截至2024年9月20日

1.1.3 保险持续入场、私募底部发力

基金总需求企稳，三季度共增持37亿面值

- 年金、一般法人在市场中的持有占比下降分别约2.07%和4.72%；保险上升1.79%。
- 上交所银行理财自6月起持有转债存量环比下降；上交所私募三季度共增持45亿面值转债

图2：基金、保险、年金类型持有转债存量历史变化

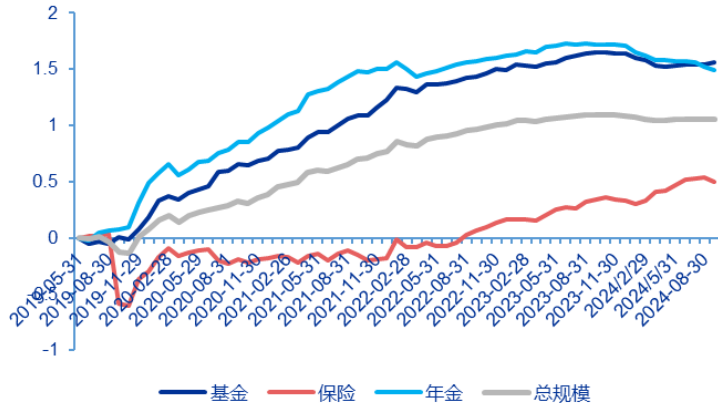


图4：转债不同投资者持有面值变化及占比（单位：亿元）

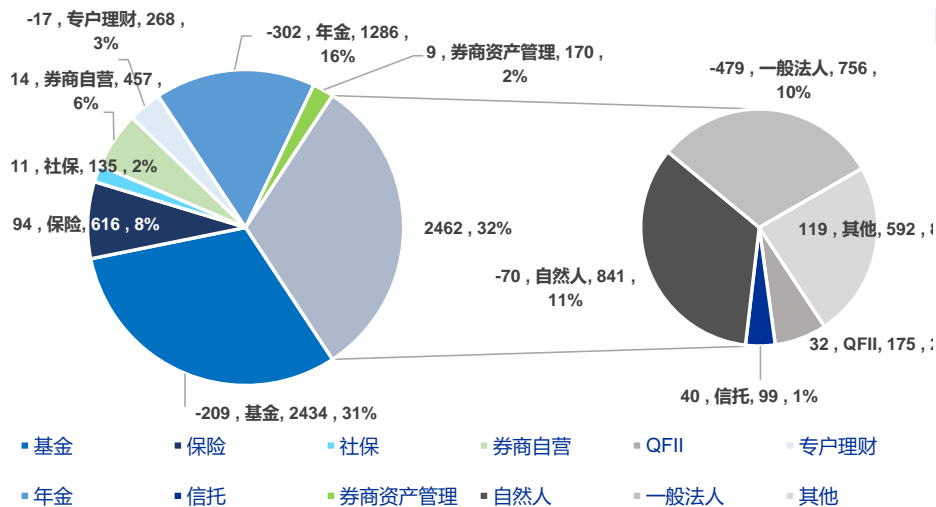
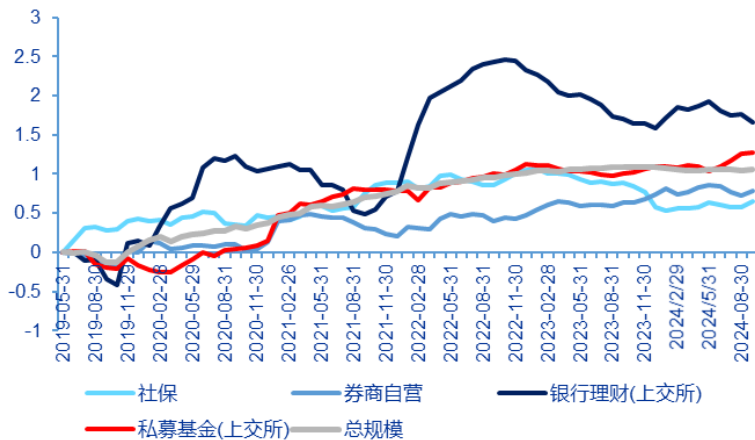


图3：券商、私募等类型持有转债存量历史变化



资料来源：申万宏源研究，上交所，深交所；备注：数据标签依次为：今年转债存量变化、投资主体、最新存量、最新存量占比

资料来源：申万宏源研究，上交所，深交所
注：总规模存量数据去除一般法人与自然人；数据对数标准化过

1.2.1 传统组合依然有超额收益，但波动不小

■ 大盘高评级自年初以来收益占优，仅看3季度，小盘低评级表现更出色

- 整体层面，今年估值为拖累项，年初以来估值收益为-4.1%，下修和正股收益支撑指数，年初以来分别为1.49%和2.36%
- 三个组合年初以来均有正收益，其中不对称进攻组合暂时领先

表4：2024年以来转债各类分组下的收益率归因（市值单位：亿元）

分类	加权总收益率	加权正股收益率(已考虑Delta)	加权下修收益率	加权债底收益率	加权估值损益	股票复权价收益率
整体	0.38%	2.36%	1.49%	0.86%	-4.10%	10.46%
偏股-平衡-偏债						
偏债	1.38%	1.03%	2.00%	1.37%	-2.87%	14.87%
平衡	-0.57%	6.44%	0.55%	0.09%	-7.11%	2.86%
偏股	2.59%	2.41%	1.32%	0.00%	-1.34%	-7.19%
组合						
双低动量	6.93%	2.78%	0.06%	0.71%	3.41%	24.34%
不对称进攻	7.45%	6.38%	0.47%	0.34%	0.30%	17.08%
老哑铃	2.41%	5.97%	0.40%	0.93%	-4.52%	37.00%
分评级						
AAA	6.33%	8.02%	0.08%	0.81%	-2.42%	32.19%
AA+	-3.15%	-0.65%	1.28%	0.83%	-4.44%	-0.03%
AA	-4.03%	-0.77%	2.15%	0.66%	-6.07%	-2.94%
AA-	-5.71%	-3.60%	2.71%	2.27%	-5.61%	-8.65%
其他	-4.76%	-4.20%	5.15%	1.83%	-5.41%	-13.09%
按正股市值分组						
小于25	-4.33%	-3.35%	6.54%	0.49%	-7.26%	-9.96%
25—50	-4.99%	-3.22%	2.36%	0.94%	-4.67%	-9.54%
50-100	-4.67%	-0.29%	2.80%	0.76%	-7.54%	-1.54%
100-200	-0.71%	2.05%	1.19%	0.80%	-4.48%	6.74%
200-500	0.42%	2.72%	0.50%	0.84%	-3.38%	9.07%
大于500	3.93%	5.48%	0.29%	0.93%	-2.69%	25.00%

注：按市值分组，25-50指，正股市值在25亿至50亿之间

1.2.2 金融板块稳居首位

■ 下修收益率在部分行业已举足轻重

图5：各风格转债历史累积收益对比

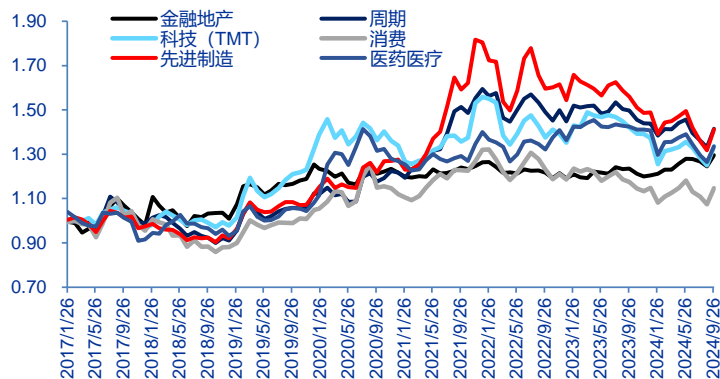
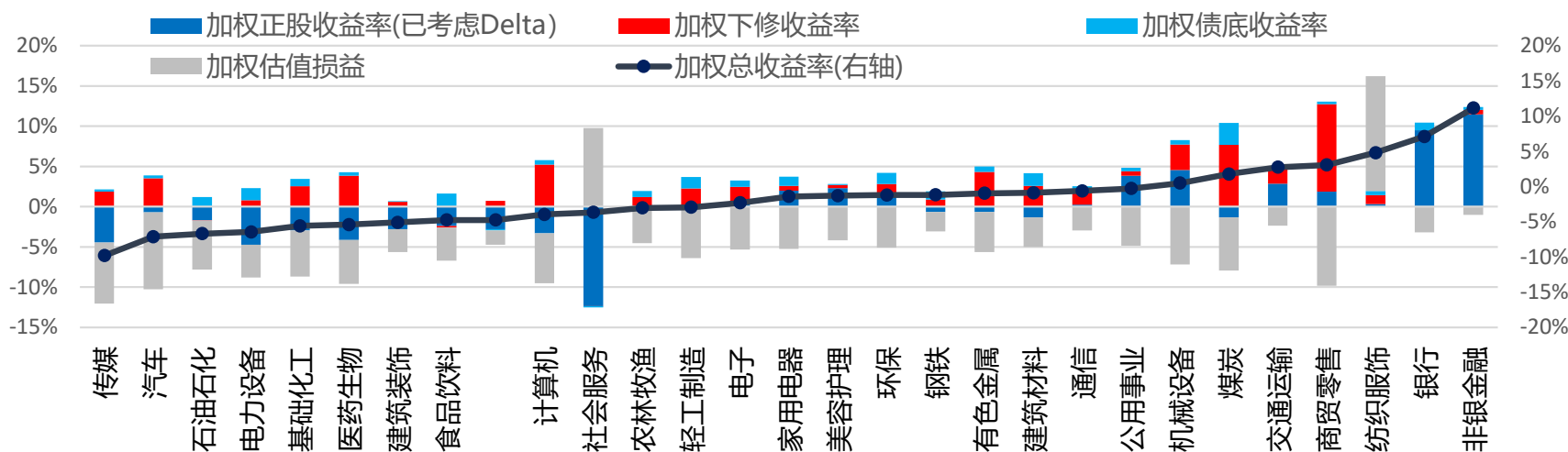


表6：各风格转债历史收益对比

时间	金融地产	周期	科技(TMT)	消费	先进制造	医药医疗
2017	-1.95%	-1.31%	-3.63%	-4.47%	-2.59%	-8.48%
2018	2.89%	-7.68%	1.51%	-7.83%	-5.56%	1.73%
2019	24.24%	23.28%	35.35%	19.00%	21.72%	16.23%
2020	-2.91%	8.36%	1.08%	6.90%	13.89%	17.21%
2021	3.86%	31.04%	16.42%	17.87%	41.57%	10.44%
2022	-5.80%	-9.22%	-13.25%	-10.12%	-14.47%	-2.69%
2023	1.15%	-0.63%	1.58%	-3.28%	-3.57%	3.24%
2024(YTD)	7.57%	-1.63%	-2.66%	-1.33%	-5.12%	-5.16%

图6：各行业转债今年以来的收益归因

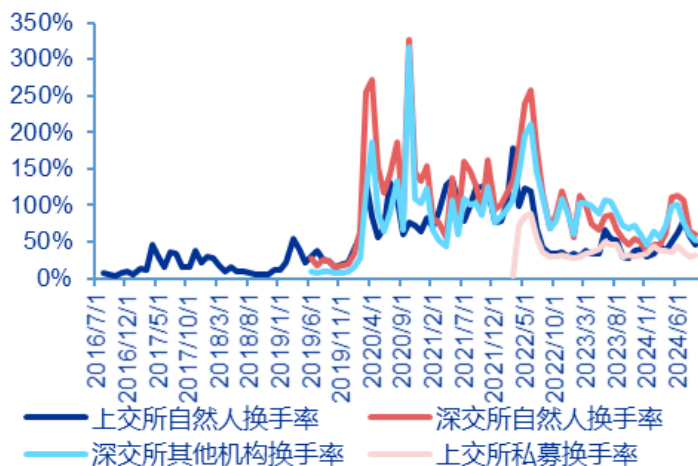


1.3 Q3高频换手率显著下降

■ 券商社保换手率提升

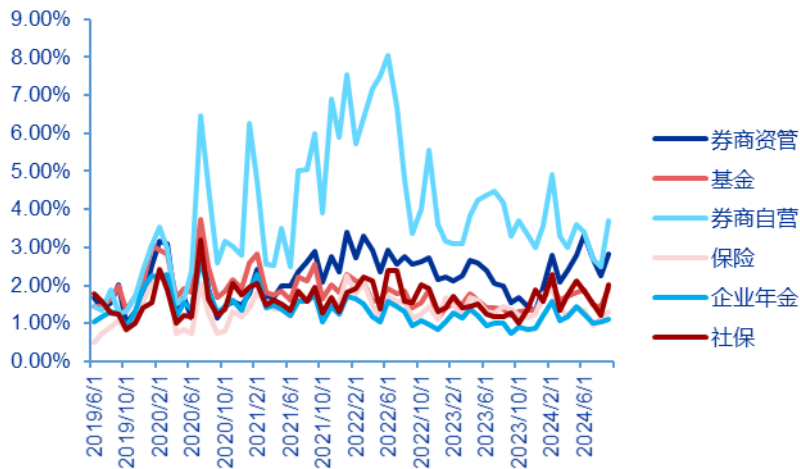
- 三季度在权益较疲软及信用风险持续暴露下，转债高频资金换手显著下降。最新9月深交所自然人和其他机构换手率在55%左右，上交所自然人和私募换手率在40%左右。
- 主流资金中，9月券商自营、券商资管及社保换手率明显增加，基金、年金及保险变化不大。

图7: Q3高频换手率下降明显



资料 :申万宏源研究, wind

图8: 主流资金换手率有所增加



资料 :申万宏源研究, wind

1.4.1 指数的静态下行风险指标创下2006年以来最小记录

■ 估值波动有时候很剧烈

- 兜底溢价率指数最小值出现在2024年8月22日，加权和等权兜底溢价率分别为-2.81%和-1.09%。
- 结构上，以2024年8月16日价内外为1附近区间的转债的兜底溢价率为例，与2024年6月24日比，减少了约8.64%，与2023年12月31日比，减少了约17.31%。

图9：价内外为1附近区间转债兜底溢价率中位数走势

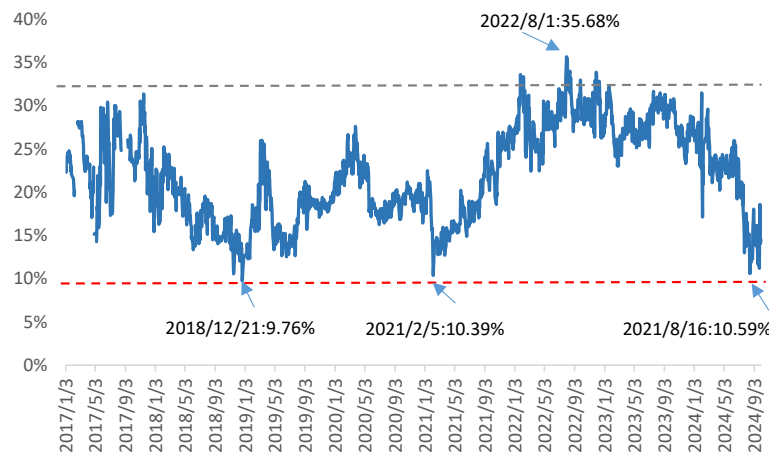
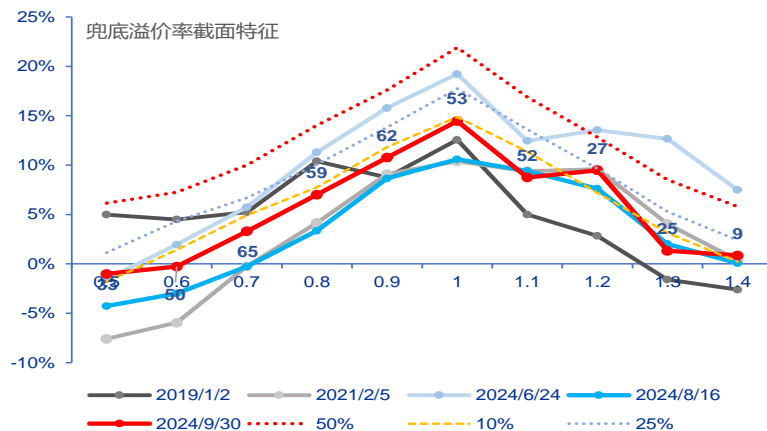


图10：兜底溢价率加权指数/等权指数历史表现



图11：部分时点转债兜底溢价率在不同价内外点上的值



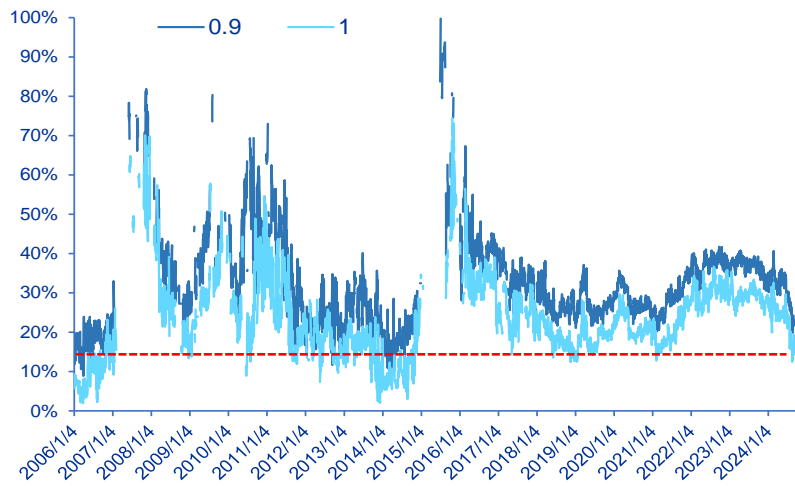
注：横轴=转换价值/纯债价值，即价内外程度；纵轴：兜底溢价率= min(转股溢价率，纯债溢价率)；去除剩余期限小于1年品种，去除估值高于95%分位品种；曲线上标注的是样本数量；

1.4.2 价内外视角下的转股溢价率估值也较低

■ 即便是以平价为区间进行统计，转股溢价率估值也都打破了之前的估值新常态区间

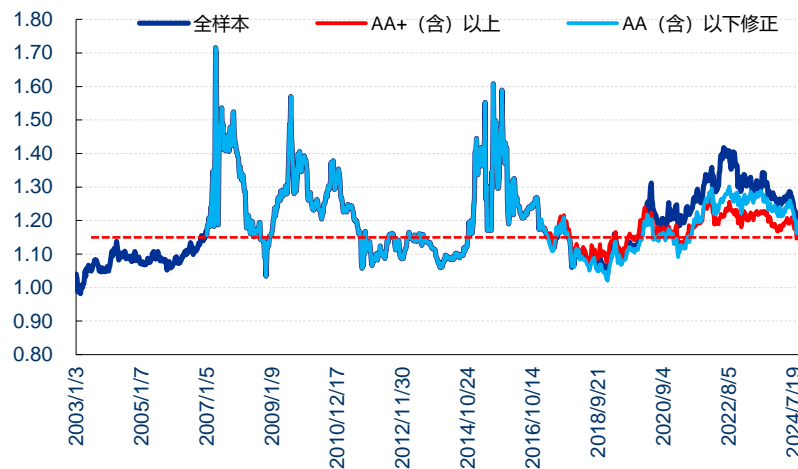
- 以2024年9月27日为例，AA+及以上转债的转股溢价率估值（百元，回归法）中枢比AA及以下的转债低约2.57%。高、低评级转债的转股溢价率估值分位数分别为43%和57%（2017年以来）。
- 价内外程度的视角来看，平衡区（1附近）的转债的转股溢价率（中位数）接近2017年以来最低水平；

图12：部分价内外段转债转股溢价率历史表现



注：0.9&1，指的是价内外程度；

图13：转债转股溢价率估值历史走势



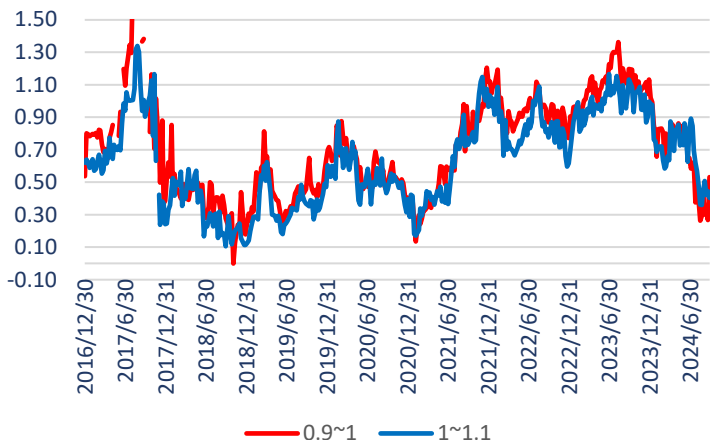
注：数据截至2024年9月27日

1.4.3 隐含波动率估值曾呈“右半微笑”

■ 现货波动率在各期限上都处于较高水平

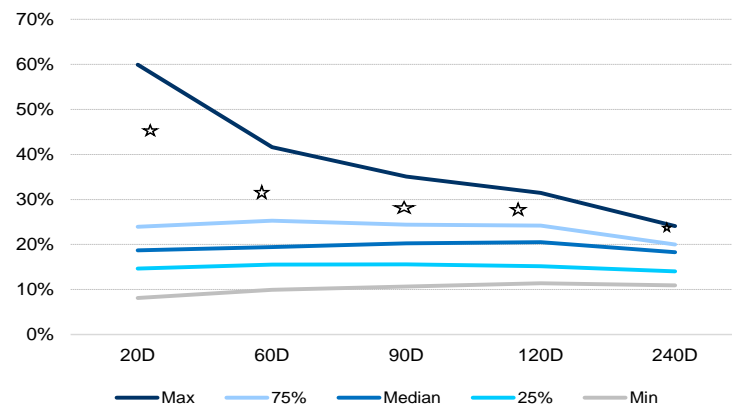
- 无论是兜底溢价率、价内外体系下的转股溢价率，还是隐含波动率，均有低估债底，弱化条款的误差。
- 波动率截面的“右半微笑”特征，正是理论模型债底估计与市场预期巨大差异的体现

图15: 不同价内外区间隐含波动率估值中值变化



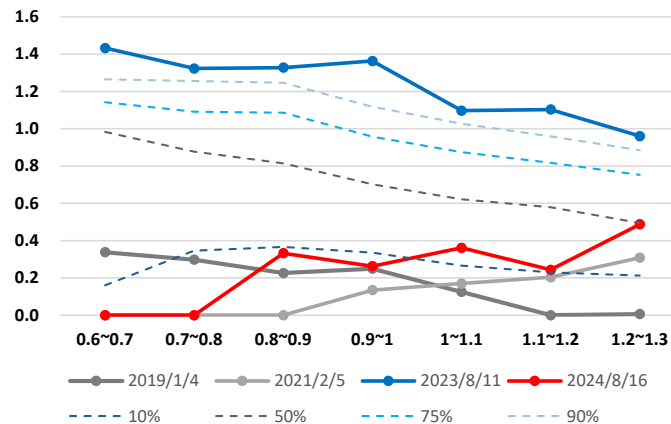
注：数据截至2024年9月27日

图14: Wind转债正股等权指数历史波动率锥



注：星星位置是2024年9月30日各期限历史波动率的值

图16: 隐含波动率估值截面特征（案例对比）

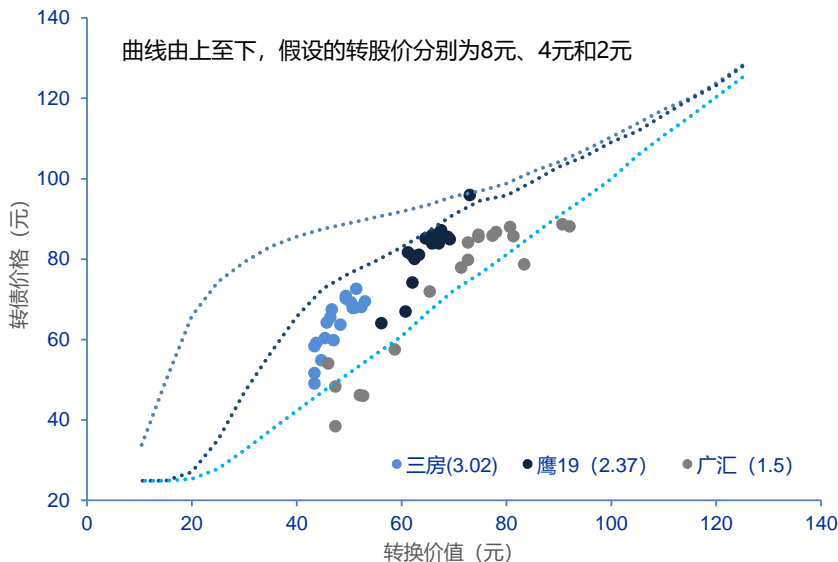


注：横轴为价内外程度；

■ 信用风险与退市的预期是反凸的两个主要

- 退市风险担忧较易辨认，能见度高的的是股价与1元边界的距离，市场预期的分歧不会很大。
- 信用风险有个券特征或行业特征，市场预期有时会有参差，带来更多的Alpha机会；OAS尚未形成为市场常用语言。

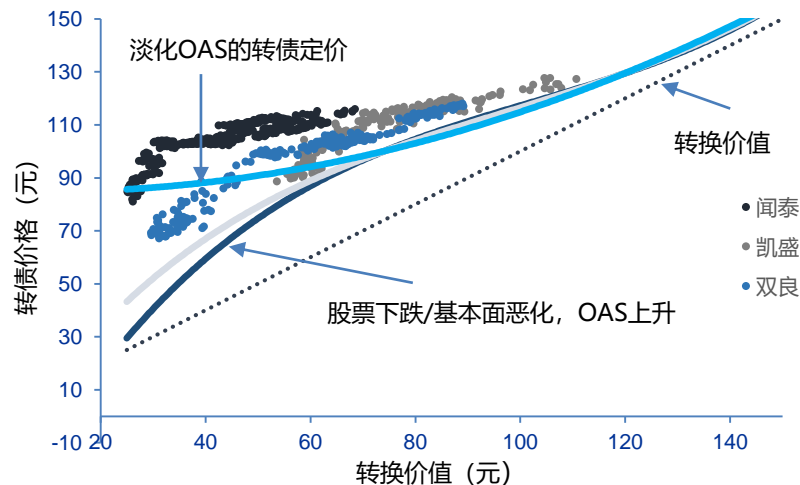
图17: 含退市预期的转债定价特征模拟



注: 各转债括号内的数字为转股价 (单位为元), 数据取自各转债2024年6月的交易数据;

上图模拟的转债定价曲线, 仅考虑退市风险, 不考虑OAS的变化, 模拟转债的参数为: 评级AA-、剩余期限6年、到期赎回价112元、触发即强赎。

图18: 含信用风险溢价调整的转债定价特征模拟



注: 闻泰数据取自2023/1/3至2024/9/20, 凯盛取自2023/12/15至2024/9/27, 双良取自2023/9/8至2024/9/26

背景曲线为模拟的转债价格 (取不同债券贴现率), 非真实转债, 用以表征特征, 平价越低, 债券贴现率越高; OAS (Option Adjusted Spread)

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/237150102104006161>