

转债市场指数跌幅收窄，发行人提前强赎意愿不足

——可转债双周报（2021. 10. 8–2021. 10. 15）

分析师 曹源源

核心观点：

- 国庆节后至上周五（10月8日至10月15日），宏发股份、山东玻纤、仙鹤股份转债发行预案通过证监会审核，无转债发行、上市及退市；截至10月15日，转债存量规模6264.36亿元，较年初增加928.60亿元。
- 国庆节后至上周五（10月8日至10月15日），转债市场指数跌幅进一步收窄，日均成交额缩量至613.03亿元；个券跌多涨少，下跌个券集中在化工、公用事业、医药生物、建筑装饰等行业，其中公用事业行业转债个券跌幅最为明显；转债估值继续调整，转股溢价率和纯债溢价率较节前小幅下降。
- 今年以来，已退市转债主要因触发价格赎回条款而提前强赎，其转股起始日至停牌日加权平均时长为337.4天；9月以来共有74只转债触发价格赎回条款，仅有9只转债公布提前赎回，发行人提前强赎意愿不足；自公告日后，提前强赎转债的价格通常快速下行，转股溢价率迅速向0%靠拢，虽然目前未停牌转债的未转股比例在35%-50%的较高水平，但短期内不排除投资人加速转股的可能性。

1. 一级市场

国庆节后至上周五（10月8日至10月15日），宏发股份、山东玻纤、仙鹤股份转债发行预案通过证监会审核，无转债发行、上市及退市；截至10月15日，转债存量规模6264.36亿元，较年初增加928.60亿元。

国庆节后至10月15日，新增3只转债预案通过证监会审核，分别为宏发股份、山东玻纤和仙鹤股份，3只转债预案过发审委，为盘龙药业、博瑞医药和华兴源创。截至10月15日，共计32只转债通过证监会审核待发行，合计378.44亿元；共计10只转债过发审委，合计49.17亿元（见附表1）。

国庆节后至10月15日，无转债发行、上市及摘牌退市。不过，10月18日瑞丰转债计划上市，该转债发行人为山东瑞丰高分子材料股份有限公司，主要从事PVC助剂的研发、制造和销售，计划发行转债3.40亿元，其中上网发行1.24亿元，转债债项评级A+/稳定。瑞丰转债9月10日发行，转股价格17.80

元，但9月下旬以来正股价格持续下行，截至10月15日，瑞丰高材收盘价14.51元，可能对转债上市首日及首周表现形成压制。

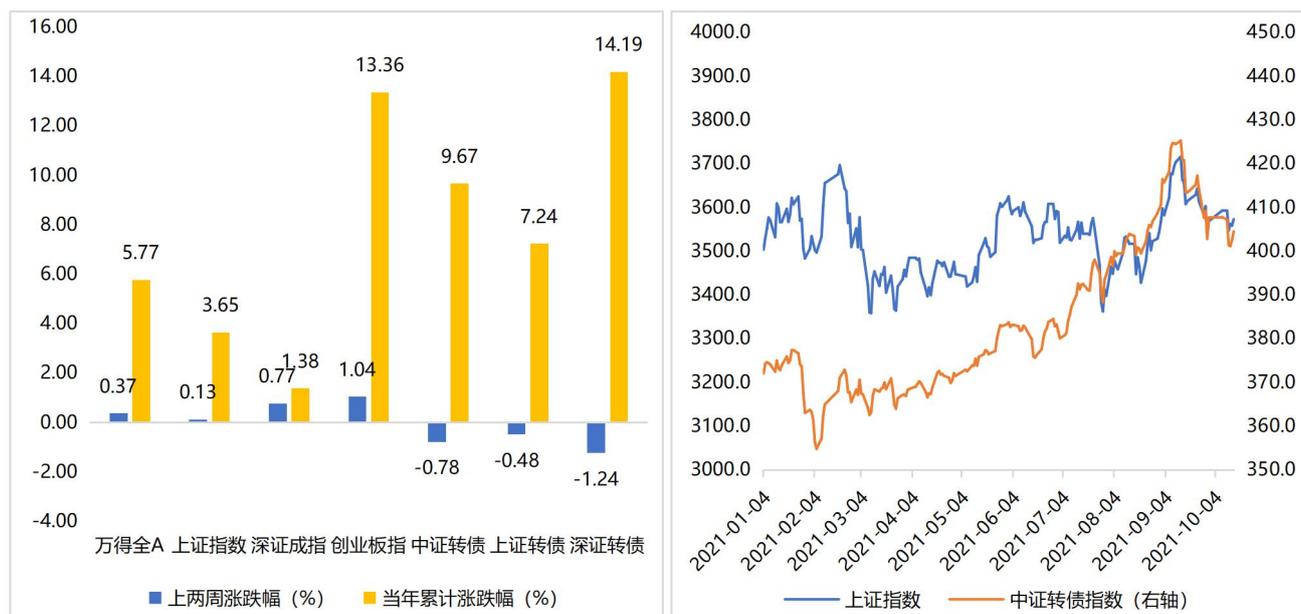
2. 二级市场

国庆节后至上周五（10月8日至10月15日），转债市场指数跌幅进一步收窄，日均成交额缩量至613.03亿元；个券仍是跌多涨少，下跌个券集中在化工、公用事业、医药生物、建筑装饰等行业，其中公用事业行业转债个券跌幅最为明显；转债估值继续调整，转股溢价率和纯债溢价率较节前小幅下降。

国庆节后至上周五（10月15日），万得全A、上证指数、深证指数止跌回调，涨幅分别为0.37%、0.13%、0.77%，创业板指继续上行，涨幅1.04%。从申万行业指数看，有色金属、电子、纺织服装、商业贸易、建筑材料、国防军工、计算机、传媒、通讯、银行、汽车等11个行业在国庆节后止跌回升，其中汽车涨幅6.94%，领跑其他行业；采掘、化工、钢铁、轻工制造、医药生物、交通运输、建筑装饰、非银金融、机械设备等行业指数继续下行，但大部分行业指数跌幅明显收窄；不过，公用事业行业结束国庆节前持续上行势头，节后跌幅超过10%。

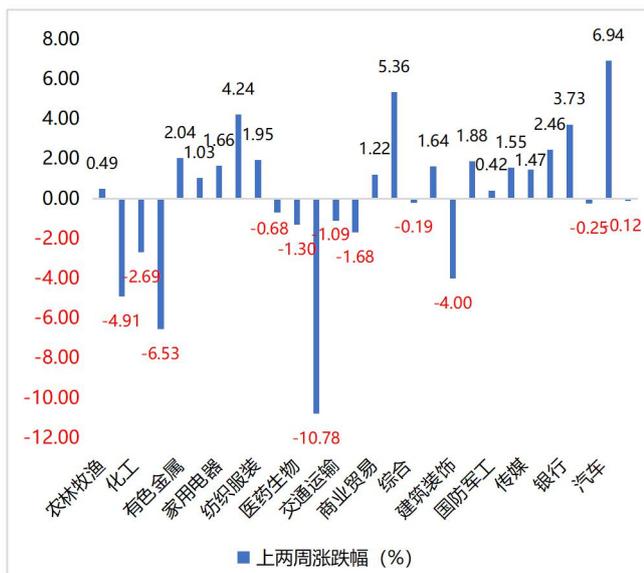
同期，转债市场调整滞后于权益市场，市场指数继续下行，但跌幅进一步收窄，中证转债指数、上证转债指数、深证转债指数分别下跌0.78%、0.48%、1.24%。10月8日至10月15日，转债市场成交额3678.43亿元，日均成交额613.03亿元，较国庆节前进一步缩量。

图表1 权益市场指数和转债市场指数表现

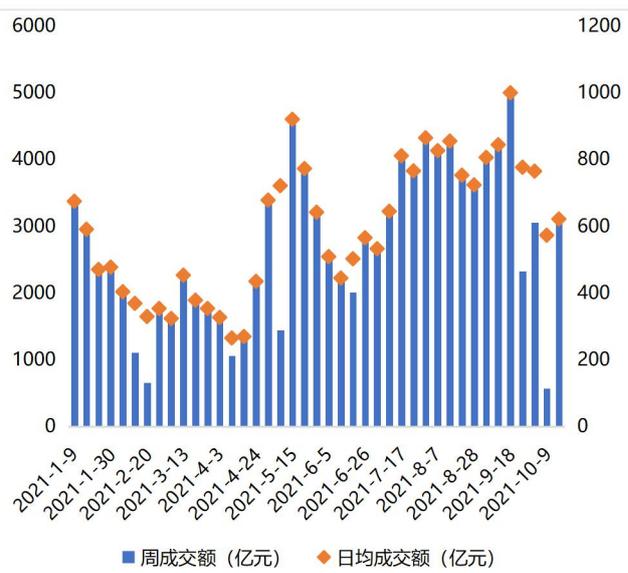


数据来源：Wind，东方金诚

图表 2 申万行业指数涨跌幅 (%)



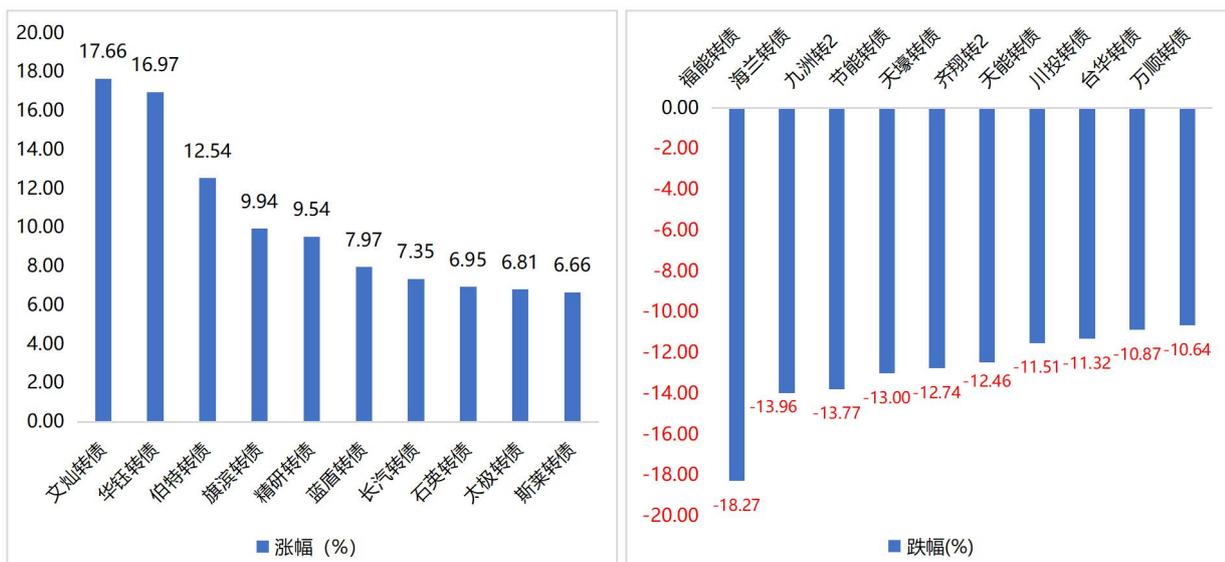
图表 3 转债市场周成交额及日均成交额 (亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

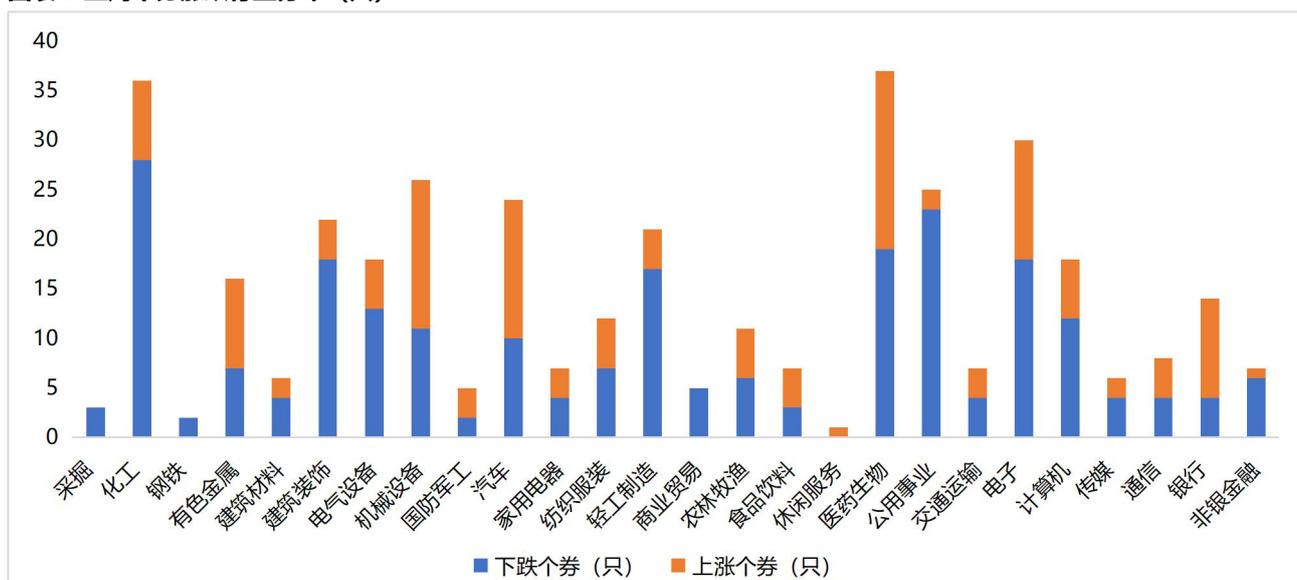
转债个券仍是跌多涨少，公用事业行业个券跌幅最为明显。国庆节后至 10 月 15 日，374 只活跃转债中有 234 只转债价格下跌，140 只转债价格上涨。结合行业看，下跌个券集中在化工、公用事业、医药生物、建筑装饰、电子、轻工制造、电气设备等行业，除银行、汽车、机械设备、有色金属、休闲服务等行业外，其他行业仍是跌多涨少。其中，涨幅前五大个券分别为文灿转债（汽车）、华钰转债（有色金属）、伯特转债（汽车）、旗滨转债（建筑材料）、精研转债（电子）。跌幅前五大个券分别为福能转债（公用事业）、海兰转债（国防军工）、九洲转 2（电气设备）、节能转债（公用事业）、天壕转债（公用事业），转债价格下跌主要受国庆节后行业（公用事业）及正股价格大幅下跌拖累。

图表 4 上周前十大涨幅转债个券和前十大跌幅转债个券



数据来源: Wind, 东方金诚

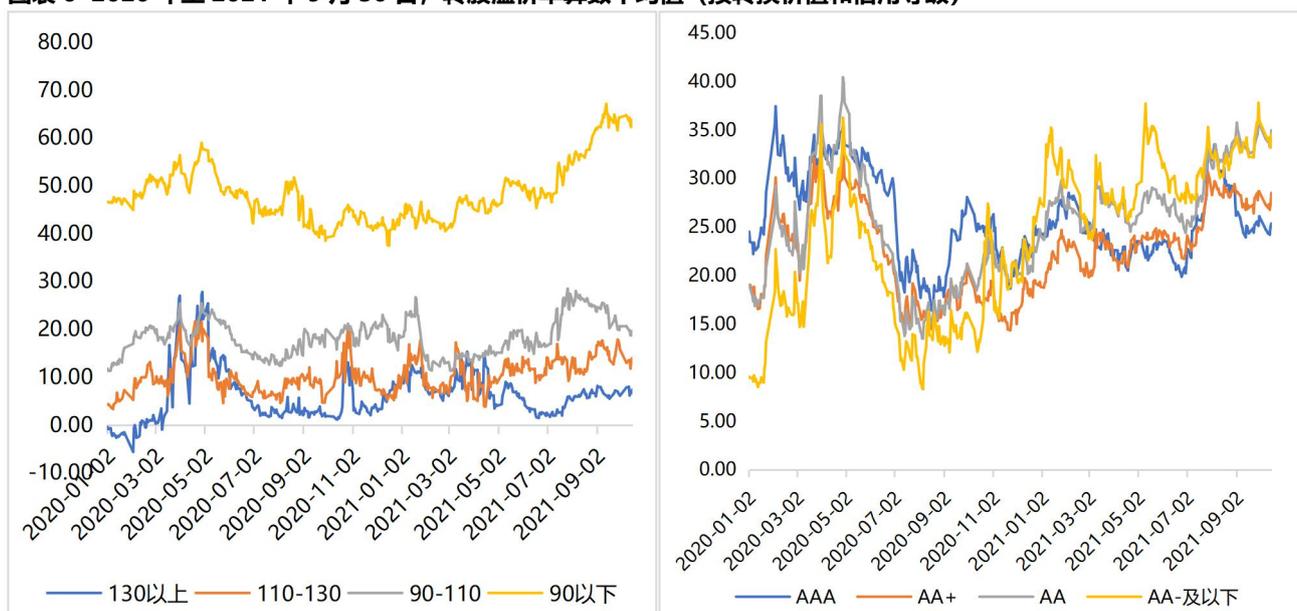
图表 5 上周个券涨跌行业分布 (只)



数据来源: Wind, 东方金诚

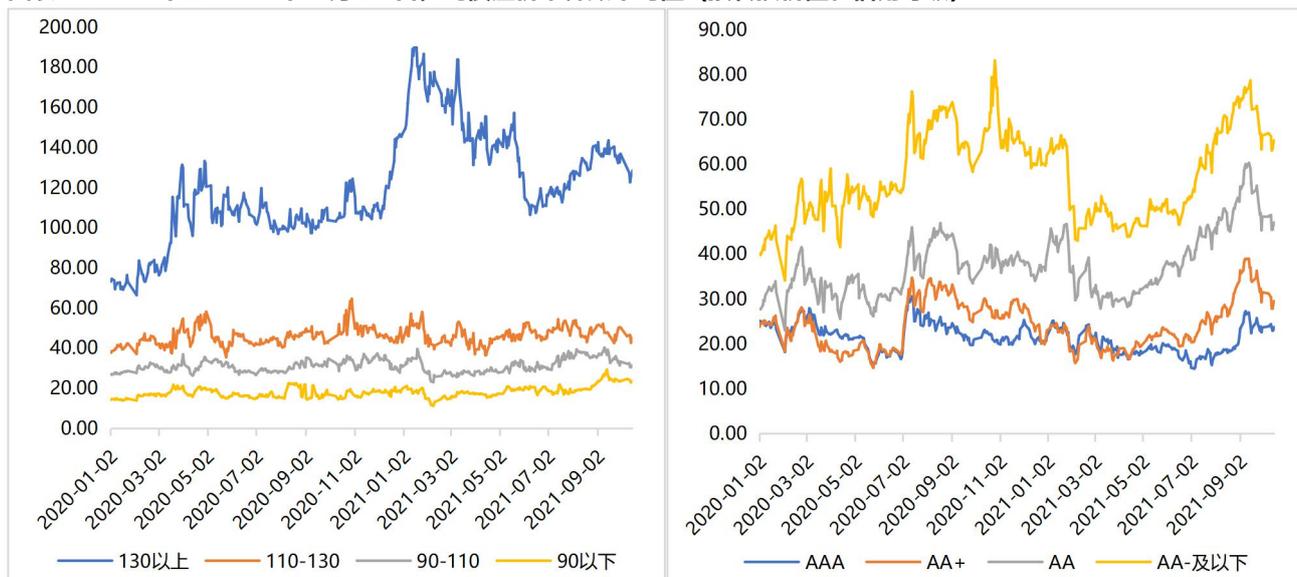
10月8日至10月15日, 转债转股溢价率和纯债溢价率均较节前下降。截至10月15日, 全市场转债转股溢价率中位数和算数平均值分别为20.65%和31.88%, 较国庆节前下降2.46和0.72个百分点; 纯债溢价率中位数和算数平均值分别为29.59%和48.69%, 较前周下降0.10和0.91个百分点; 转债隐含波动率中位数和算数平均值分别为30.34%和30.46%, 较前周下降0.32和0.66个百分点。具体看, 转股溢价率上升个券多集中于转换价值高于130元和低于90元区间, 从而导致转换价值高于130元的转债溢价率算数平均值小幅上升, 转换价值低于90的转债转股溢价率降幅相对较小; 同期, 在绝大部分个券纯债溢价率下行的情况下, 转换价值低于90元和信用等级为AAA的转债纯债溢价率表现相对稳定。

图表 6 2020年至2021年9月30日, 转股溢价率算数平均值 (按转换价值和信用等级)



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 7 2020 年至 2021 年 9 月 30 日，纯债溢价率算数平均值（按转换价值和信用等级）



数据来源：Wind，东方金诚

3. 转债聚焦

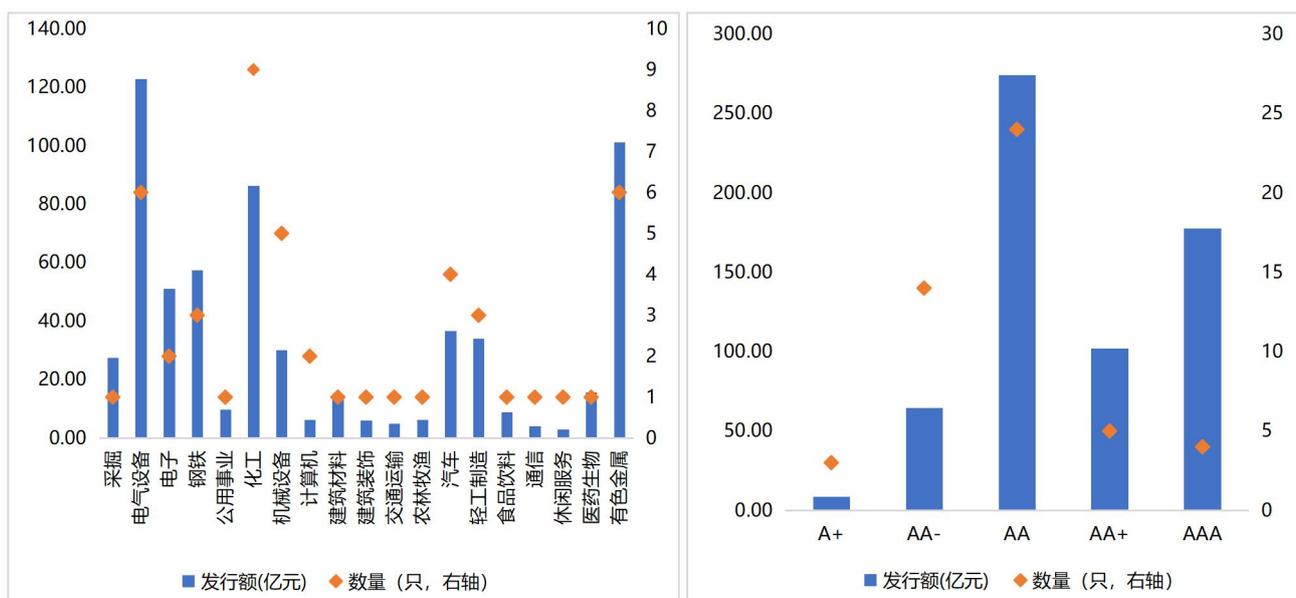
今年以来，已退市转债主要因触发价格赎回条款而提前强赎，其转股起始日至停牌日加权平均时长为 337.4 天；9 月以来上市转债中有 74 只转债触发价格赎回条款，仅有 9 只转债公布提前赎回，发行人提前强赎意愿不足；自公告日后，提前强赎转债的价格通常快速下行，转股溢价率迅速向 0% 靠拢，虽然目前未停牌转债的未转股比例在 35%-50% 的较高水平，但短期内不排除投资人加速转股的可能。

市场常见的有条件提前赎回条款主要包括两种情形：（1）价格触发条款，即在转股期内，如果公司正股价格连续 XX 个交易日中至少或连续有 XX 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的一定比例，（如，公司 A 股股价连续 30 个交易日中至少 15 个交易日收盘价不低于当期转股价格的 130%，含 130%）；（2）转债余额触发条款，如本次发行转债未转股余额不足 3,000 万元时。目前，大部分转债赎回条款同时包含了以上两种情形，当触发任意一种情形时，发行人可选择提前强制赎回剩余未转股债券。不过，为促成投资人债转股，以及绝大部分情况下转股收益要好于不转股的债券利息收益，发行人在发布提前赎回公告后，一般会预留一个月左右的时间，并在期间多次发布提示公告，提醒投资人及时转股。

截至 2021 年 10 月 15 日，今年共有 60 只转债退市，其中仅有 3 只转债是因为转债到期而退市，其余转债皆因触发提前赎回条款强赎退市。在强赎退市转债中，有 7 只是触发转债余额条款，其余 50 只皆因正股价格在过去一段交易日期间多日超过转股价格一定比例。我们进一步对因价格触发条款强赎退市的 50 只转债进行梳理，自转股起始日至退市日，这 50 只转债的加权平均存续期仅 337.4 天；有 19 只转债自转股起始日到退市日不满 100 天，其中上机转债退市日期距离转股起始日仅 36 天；而距离转股起始日超过

1000 天的退市转债仅 6 只，其中时间最长的蔚蓝转债为 1684 天；从截至退市日未转股比例来看，有 24 只转债全部转股，20 只转债未转股比例低于 1%，其余转债未转股比例不超过 5%，合计未转股债券余额仅 1.9 亿元；此外，从行业和级别分布来看，各行业均有分布，但更多分布在电气设备、有色金属和化工等行业，信用等级上 AA 级不论规模和数量均领先。总体看，今年以来退市转债以因价格触发条款强赎退市为主，退市转债存续期相对较短，选择强赎退市的发行人并没有明显的行业或信用资质特征。

图表 8 退市转债行业及信用等级分布 (2021 年年初至 10 月 15 日)



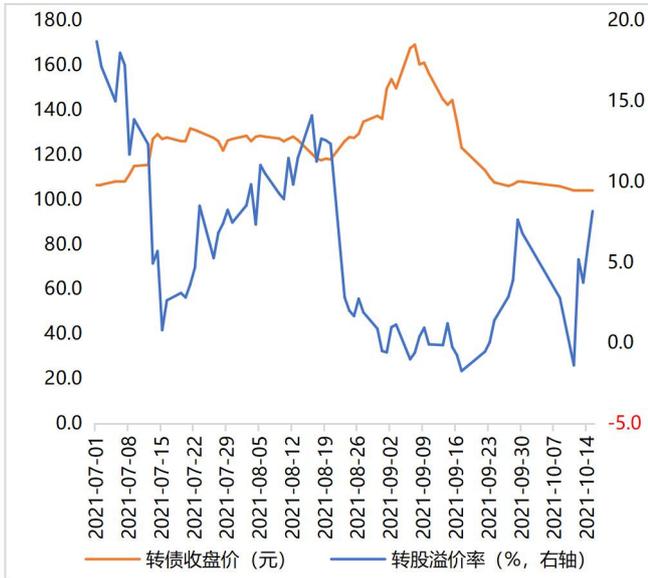
数据来源：Wind，东方金诚

不过，梳理历史上触发提前赎回条款的转债发行人行为，除了选择提前赎回，也有大量发行人选择公告未来一段时间内不提前赎回，或者不公告。根据 Wind 统计显示，9 月以来共有 74 只上市转债触发了价格赎回条款，债券余额 530.78 亿元，其中仅有 9 只转债发布提前赎回公告，债券余额合计 31.63 亿元。已触发价格赎回条款但选择不提前赎回的原因一般归为几点：一是距离转债上市时间短或未转股债券剩余规模较大，公司相关资金已有安排，如果选择强制赎回可能对公司现金流造成压力；二是短期股价波动偏离合理估值水平；三是未转股比例低，提前赎回的融资成本差异及投资人促转股对发行人影响不大，发行人提前赎回动力不足。考虑 9 月以来权益及转债市场向下调整，转债正股价格波幅扩大、市场偏好趋于谨慎、发行人未转股规模比较大等，可能是发行人选择不提前赎回的主要原因。

追踪已触发价格赎回条款的 74 只转债价格及转股溢价率可以看到，目前公告提前赎回的 9 只转债自公告之日起转债价格迅速下行，如已停牌的弘信转债（电子）和今天转债（计算机），以及提前公告赎回但尚未停牌的久吾转债（公用事业，9 月 14 日发布赎回公告，10 月 21 日停牌）和时达转债（电气设备，9 月 18 日发布赎回公告，10 月 28 日停牌）；同时，公告提前赎回的转债转股溢价率波动方向虽不一致，但总体向 0% 靠拢；而已触发价格赎回条款但未公告提前赎回的转债，转债价格及转股溢价率并未出现上述

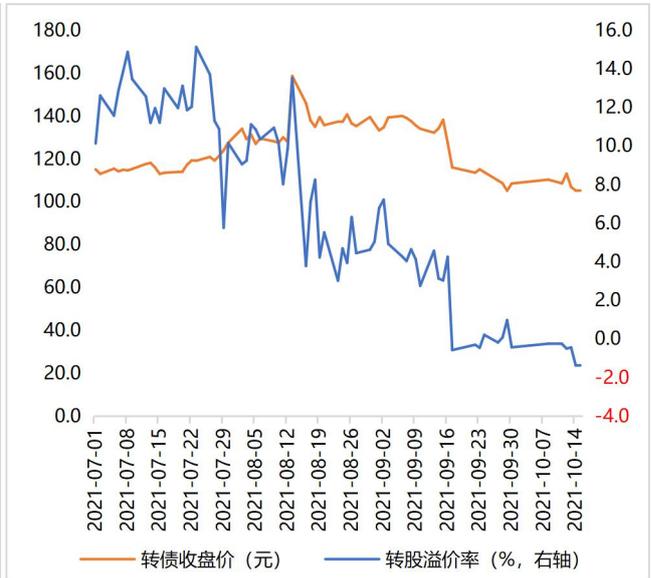
特征。此外，已停牌的弘信转债和今天转债截至停牌日未转股比例不足5%，未转股债券余额仅0.39亿元，其余已公告未停牌转债未转股比例在35%-50%之间，不排除停牌日前投资人加速转股的可能。

图表 11 弘信转债价格及转股溢价率

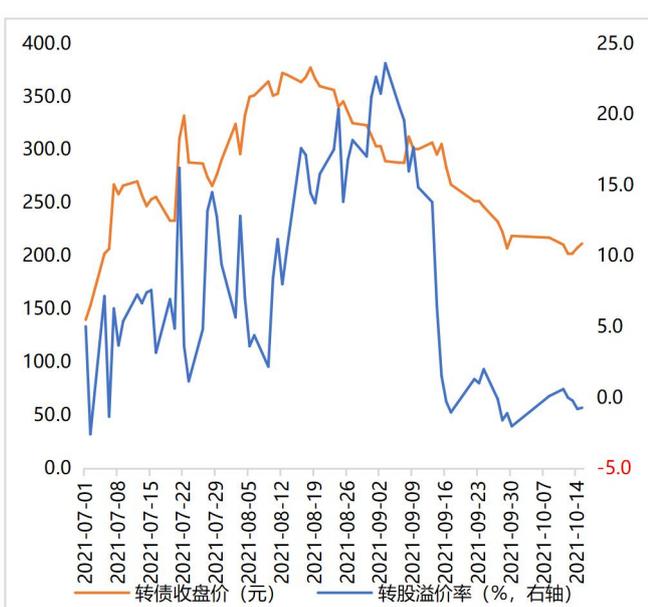


数据来源：Wind，东方金诚

图表 12 今天转债价格及转股溢价率



图表 13 久吾转债价格及转股溢价率



数据来源：Wind，东方金诚

图表 14 时达转债价格及转股溢价率



附表 1 发行预案进度

预案进度	代码	公司名称	核准公告日	发行方式	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	申万行业
证监会审核	603733.SH	仙鹤股份	2021-10-12	优先配售,网上定价和网下配售	20.5	6	造纸和纸制品业
	605006.SH	山东玻纤	2021-10-9		6	6	化工
	600885.SH	宏发股份	2021-10-9		20	6	电气设备
	603112.SH	华翔股份	2021-9-28		10.00	6	家用电器
	600901.SH	江苏租赁	2021-9-25		6.00	6	非银金融
	600903.SH	贵州燃气	2021-9-16	优先配售和上网定价	13.79	6	公用事业
	300798.SZ	锦鸡股份	2021-9-16		5.4	6	化工
	300483.SZ	首华燃气	2021-9-16		11.28	6	机械设备
	002234.SZ	民和股份	2021-9-14		4	6	农林牧渔
	300818.SZ	耐普矿机	2021-9-6		7	6	专用设备制造业
	603212.SH	赛伍技术	2021-8-26		9.3	6	橡胶和塑料制品业
	603689.SH	皖天然气	2021-8-26		5.26	6	燃气生产和供应业
	002975.SZ	博杰股份	2021-8-25		6.35	6	专用设备制造业
	300738.SZ	奥飞数据	2021-8-24		1.5	6	软件和信息技术服务业
	603058.SH	永吉股份	2021-8-3		5.7	6	印刷和记录媒介复制业
	603186.SH	华正新材	2021-7-31		21.99	6	计算机、通信和其他电子设备制造业
	002984.SZ	森麒麟	2021-7-8		2.1	6	橡胶和塑料制品业
	300813.SZ	泰林生物	2021-7-5		6	6	专用设备制造业
	603055.SH	台华新材	2021-6-29	优先配售,网上定价和网下配售	2.7	6	纺织业
	002896.SZ	中大力德	2021-6-26		6.4	6	通用设备制造业
	002982.SZ	湘佳股份	2021-6-4		4.38	6	畜牧业
	300808.SZ	久量股份	2021-5-10		81.5	6	电气机械和器材制造业
	000876.SZ	新希望	2021-4-24		8.24	6	农副食品加工业
	002988.SZ	豪美新材	2021-4-17		4.6	6	有色金属冶炼和压延加工业
	300778.SZ	新城市	2021-4-16		3.03	6	专业技术服务业
	603283.SH	赛腾股份	2021-3-9		15	6	专用设备制造业
	002798.SZ	帝欧家居	2021-2-23		4.9	6	非金属矿物制品业
	603600.SH	永艺股份	2021-2-9		7	6	家具制造业
	603699.SH	纽威股份	2021-1-16		9.17	6	通用设备制造业
	603889.SH	新澳股份	2020-12-12		4.63	6	纺织业
	603586.SH	金麒麟	2020-9-24				汽车制造业
	600273.SH	嘉化能源	2020-8-5		18	6	化学原料和化学制品制造业
过发审委	688001.SH	华兴源创	2021-10-13	优先配售,网上定价和网下配售	8	6	机械设备
	688166.SH	博瑞医药	2021-10-13		4.65	6	医药生物
	002864.SZ	盘龙药业	2021-10-11		2.76	6	医药生物
	603995.SH	甬金股份	2021-9-27		10	6	钢铁
	688030.SH	山石网科	2021-9-8		2.67	6	软件和信息技术服务业
	300871.SZ	回盛生物	2021-8-20		7	6	医药制造业
	300863.SZ	卡倍亿	2021-8-19		2.79	6	汽车制造业
	300556.SZ	丝路视觉	2021-8-13		2.4	6	软件和信息技术服务业
	002381.SZ	双箭股份	2021-8-2		5.14	6	橡胶和塑料制品业
	300732.SZ	设研院	2021-7-29		3.76	6	专业技术服务业

数据来源: Wind, 东方金诚

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料,其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责,东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查,但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性,东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致,并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见,并非是对某种决策的结论或建议;投资者应审慎使用本研究报告,自行对投资行为和投资结果负责,东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用,且该等使用者必须按照授权确定的方式使用,相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告,东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。