

## 转债市场指数涨幅收窄，日均成交额维持千亿规模

——可转债周报（2021.11.15-2021.11.19）

分析师 曹源源

### 核心观点：

- ✚ 上周，新增3只转债发行预案通过证监会审核；鹤21转债、博杰转债发行，合计发行额为25.76亿元；首华转债和耐普转债上市，金诺转债和康隆转债摘牌退市；截至上周五，转债存量规模6477.12亿元，较年初增加1141.36亿元。
- ✚ 上周，转债市场指数涨幅收窄，日均成交额维持千亿规模；转债个券涨多跌少，但上涨个券数量较前周明显减少；同期，转债市场多数转债转股溢价率下降，并主要集中于信用等级AA+及以下转债。
- ✚ 上周，特种纸行业龙头仙鹤股份发行转债20.5亿元；得益于外部消费升级和限塑令推动以纸代塑需求扩大，内部产品结构调整和成本优化，公司盈利能力持续提升；未来，广西和湖北两大项目陆续投产将大幅提升公司产能，强化公司在特种纸领域龙头地位，为其转债价值提供较强的基本面支撑。

### 1. 一级市场

上周，新增3只转债发行预案通过证监会审核；鹤21转债、博杰转债发行，合计发行额为25.76亿元；首华转债和耐普转债上市，金诺转债和康隆转债摘牌退市；截至上周五，转债存量规模6477.12亿元，较年初增加1141.36亿元。

上周，新增3只转债预案通过证监会审核，发行人分别为华兴源创、双箭股份、博瑞医药，新增2只转债预案过发审委，分别为中环环保、胜蓝股份。截至上周五（11月19日），共计30只转债通过证监会审核待发行，合计281.55亿元；共计9只转债过发审委，合计44.45亿元（见附表1）。

上周，鹤21转债、博杰转债发行，合计发行规模25.76亿元，其中面向网上社会公众投资者仅2.12亿元。鹤21转债发行人为仙鹤股份有限公司，属轻工制造行业，主要从事各类特种纸、纸浆、纸制品及相应化学助剂的开发和生产。此次鹤21转债发行20.50亿元，信用评级AA，其中面向网上社会公众投资者仅发行1.41亿元，占发行总额的6.87%，基本条款见表1。博杰转债发行人为珠海博杰电子股份有限公司，属于机械设备行业，主要从事工业自动化设备与配件的研发生产、销售及相关技术服务。此次博杰转

债发行 5.26 亿元，信用评级 AA-，其中面向网上社会公众投资者仅发行 0.71 亿元，占发行总额的 13.58%，基本条款见表 2。

表 1 鹤 21 转债主要条款

债券简称	鹤 21 转债 (113632.SH)	主体信用评级	AA
发行规模(亿元)	20.50	期限(年)	6
起息日期	2021-11-17	到期日期	2027-11-17
利率说明	票面利率：第一年 0.3%，第二年 0.5%，第三年 1.0%，第四年 1.5%，第五年 1.8%，第六年 2.0%； 补偿利率：转债期满后 5 个工作日内，按债券面值的 112%（含最后一期年度利息）价格赎回未转股转债。		
当前转股价格(元)	39.09	转股期间	2022-05-23~2027-11-16
回售触发价 (元)	27.36	回售起始	2025-11-17
赎回触发价 (元)	50.82	赎回起始日	2022-5-23
修正触发价 (元)	31.27	修正起始日	2021-11-17

数据来源：Wind，东方金诚

表 2 博杰转债主要条款

债券简称	博杰转债 (127051.SZ)	主体信用评级	AA-
发行规模(亿元)	5.26	期限(年)	6
起息日期	2021-11-17	到期日期	2027-11-17
利率说明	票面利率：第一年 0.4%，第二年 0.6%，第三年 1.0%，第四年 1.6%，第五年 2.5%，第六年 3.0%； 补偿利率：转债期满后 5 个工作日内，按债券面值的 115%（含最后一期年度利息）价格赎回未转股转债。		
当前转股价格(元)	62.17	转股期间	2022-05-23~2027-11-16
回售触发价 (元)	43.52	回售起始	2025-11-17
赎回触发价 (元)	80.82	赎回起始日	2022-5-23
修正触发价 (元)	52.84	修正起始日	2021-11-17

数据来源：Wind，东方金诚

上周，首华转债和耐普转债上市。首华转债发行人为首华燃气科技（上海）股份有限公司，主要从事园艺用品、园林工具及园林机械生产与销售，2018 年控制中海沃邦 50.5% 股权后，将天然气纳入公司业务范围；首华转债于今年 11 月 1 日发行 13.79 亿元，信用评级 AA，其中网上发行 10.74 亿元；首华转债上市首日（11 月 18 日）涨幅 10.26%，上市首日成交额和换手率分别为 22.06 亿元和 144.55%，截至上周五，首华转债转股溢价率和纯债溢价率分别为 45.58% 和 23.62%。耐普转债发行人为江西耐普矿机股份有限公司，主要从事重型矿山选矿装备及其新材料耐磨备件研发生产销售及服务，属机械设备行业；此次转债发行规模为 4.0 亿元，信用评级 A+，其中面向网上发行 3.09 亿元，约占发行总额的 77.22%；耐普转债上市首日（11 月 19 日）涨幅 23.15%，上市首日成交额和换手率分别为 7.07 亿元和 143.29%，截至上周五，首华转债转股溢价率和纯债溢价率分别为 20.19% 和 74.81%。

上周，金诺转债和康隆转债因触发价格赎回条款提前强赎退市。金诺转债于 2020 年 11 月 5 日上市，

2021年4月22日进入转股期，因2021年9月13日至2021年10月12日期间已满足连续30个交易日中至少有15个交易日收盘价格不低于当期转股价格130%，触发有条件赎回条款，10月13日公司公告决定于2021年11月8日提前赎回全部“金诺转债”，截至赎回登记日，金诺转债未转股转债余额仅占发行额的0.80%。康隆转债于2020年5月20日上市，2020年10月29日进入转股期，因2021年10月8日至2021年10月29日期间连续30个交易日中有15个交易日收盘价不低于当期转股价格的130%，触发有条件赎回条款，10月29日公司公告决定于2021年11月18日之前提前赎回全部“康隆转债”，截至赎回登记日，康隆转债未转股余额仅占发行额的1.63%。

## 2. 二级市场

上周，转债市场指数涨幅收窄，日均成交额维持千亿规模；转债个券涨多跌少，但上涨个券数量较前周明显减少；同期，转债市场多数转债转股溢价率下降，并主要集中于信用等级AA+及以下转债。

上周，万得全A、上证指数、深证成指涨幅较前周收窄，分别为0.64%、0.61%、0.33%，创业板指小幅下跌0.31%。从申万行业指数来看，农林牧渔、非银金融、综合电子、家用电器、建筑装饰、银行等多个行业转而下跌，跌幅在2%以内；食品饮料止跌上涨3.15%，领跑其他行业；总体来看，上周各行业指数涨跌幅度有限。

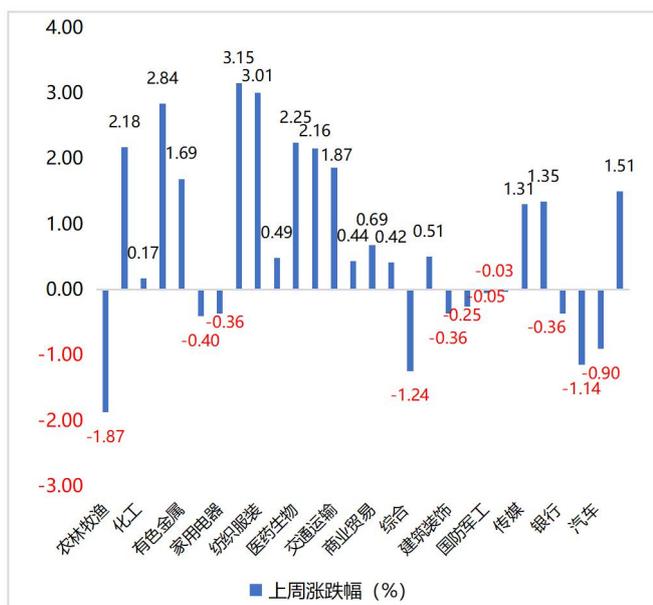
同期，转债市场日均成交额维持千亿，市场指数涨幅收窄。上周，中证转债指数、上证转债指数及深证转债指数跟随正股市场涨幅收窄，分别上涨0.50%和0.33%和0.78%。11月15日至11月19日，转债市场成交额5208.08亿元，日均成交额1041.62亿元，较前周略降。

图表1 权益市场指数和转债市场指数表现

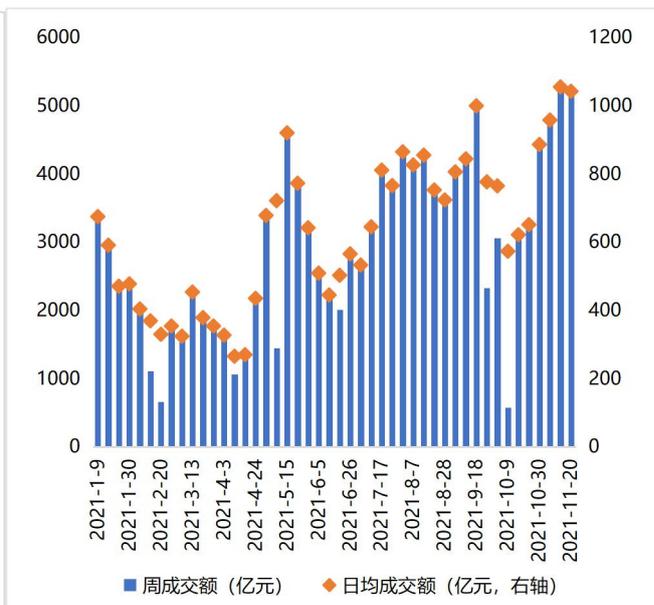


数据来源：Wind，东方金诚

图表 2 申万行业指数涨跌幅



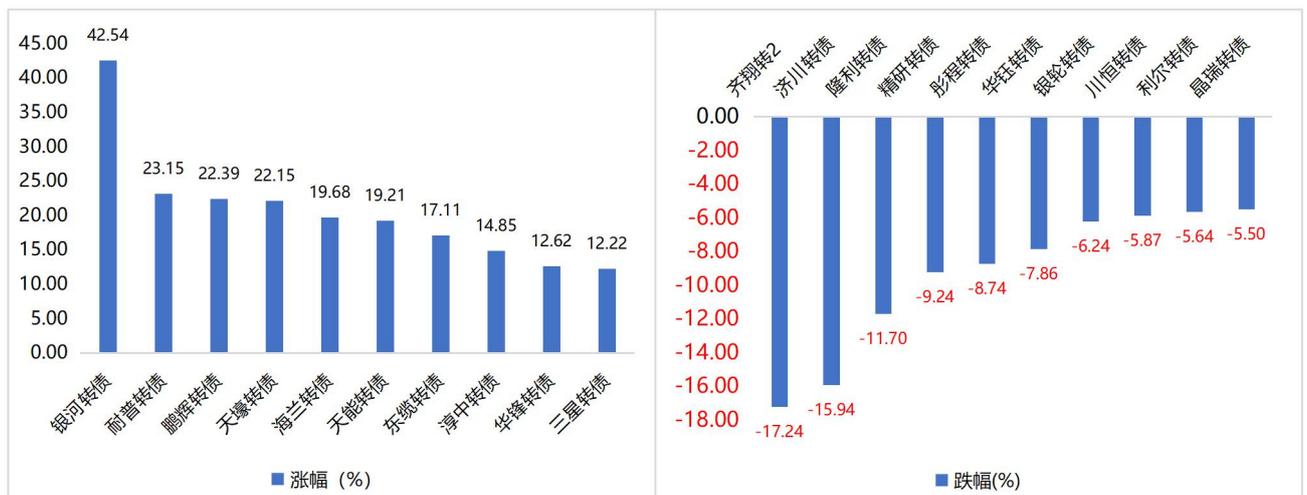
图表 3 转债市场周成交额及日均成交额



数据来源: Wind, 东方金诚

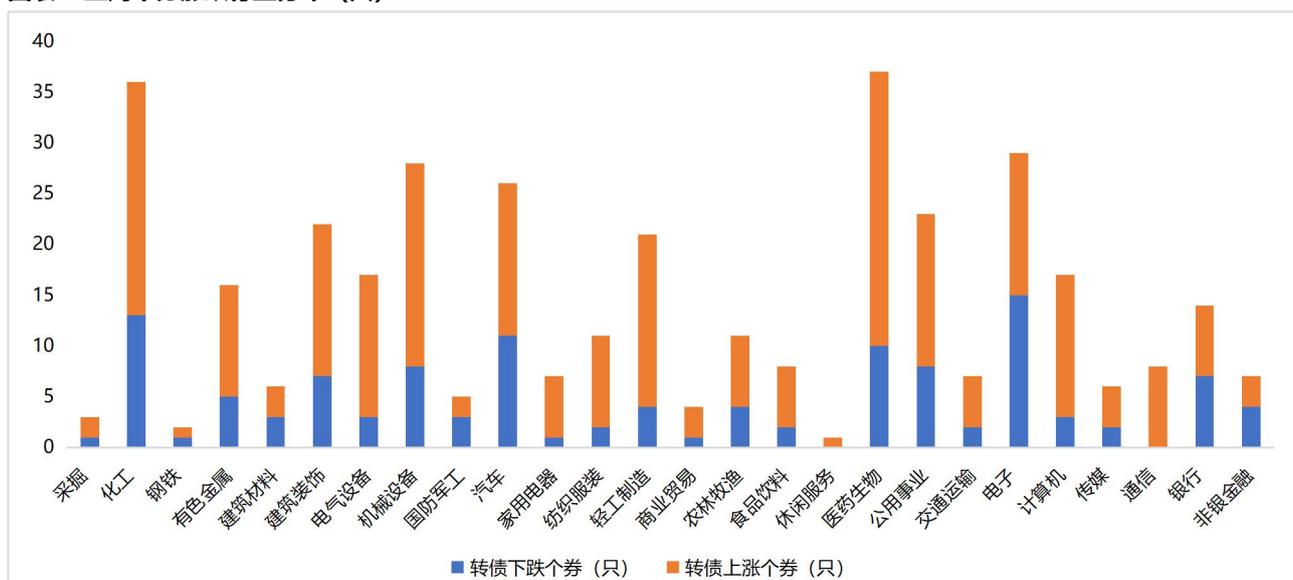
上周，转债个券涨多跌少，上涨个券数量较前周减少。上周，372 只活跃转债中有 252 只转债价格上涨，120 只转债价格下跌（前周仅 29 只）。结合行业看，大部分行业内转债仍是涨多跌少，下跌个券主要分布在电子、化工、汽车、医药生物等发行量较多的行业。上周，涨幅前五大个券分别为银河转债（机械设备）、耐普转债（机械设备）、鹏辉转债（电气设备）、天壕转债（公用事业）、海兰转债（国防军工），其中耐普转债为新上市转债，其余转债主要受正股价格拉动；跌幅前五大个券分别为齐翔转 2（化工）、济川转债（医药生物）、隆利转债（电子）、精研转债（电子）、彤程转债（化工）。其中，因控股股东涉嫌内幕交易被证监会立案调查，11 月 19 日齐翔腾达遭遇股债双杀，受此影响，当日齐翔转 2 一度跌超 20%；因触发价格赎回条款，精研转债发行人于 11 月 17 日发布提前赎回公告，造成转债价格下跌。

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

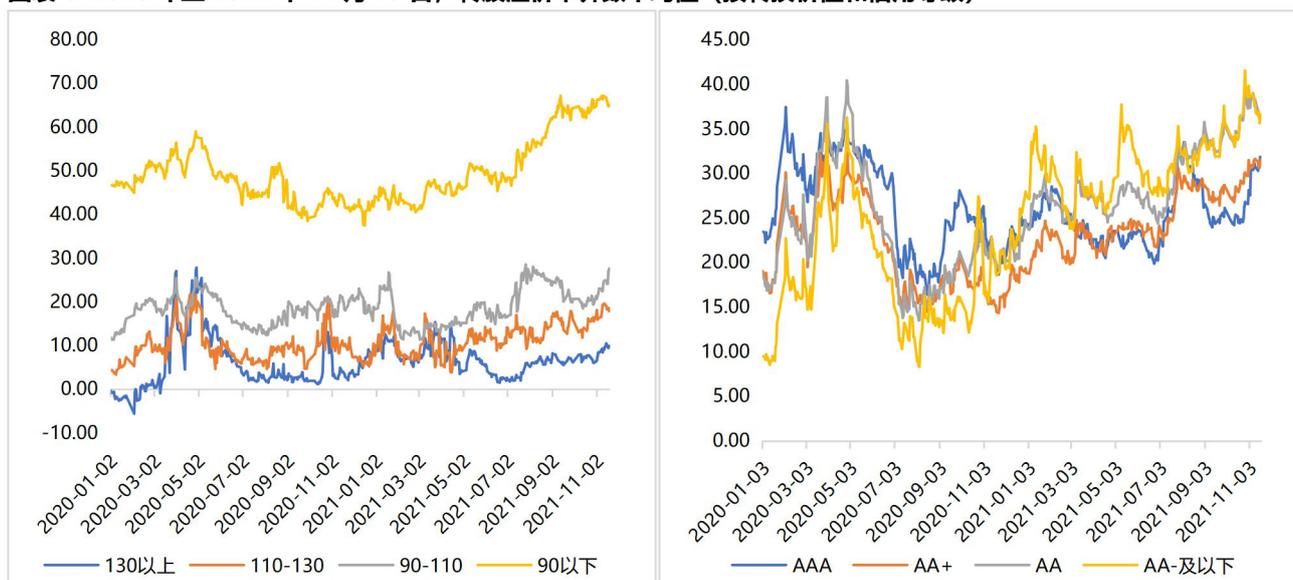
图表 5 上周个券涨跌行业分布 (只)



数据来源: Wind, 东方金诚

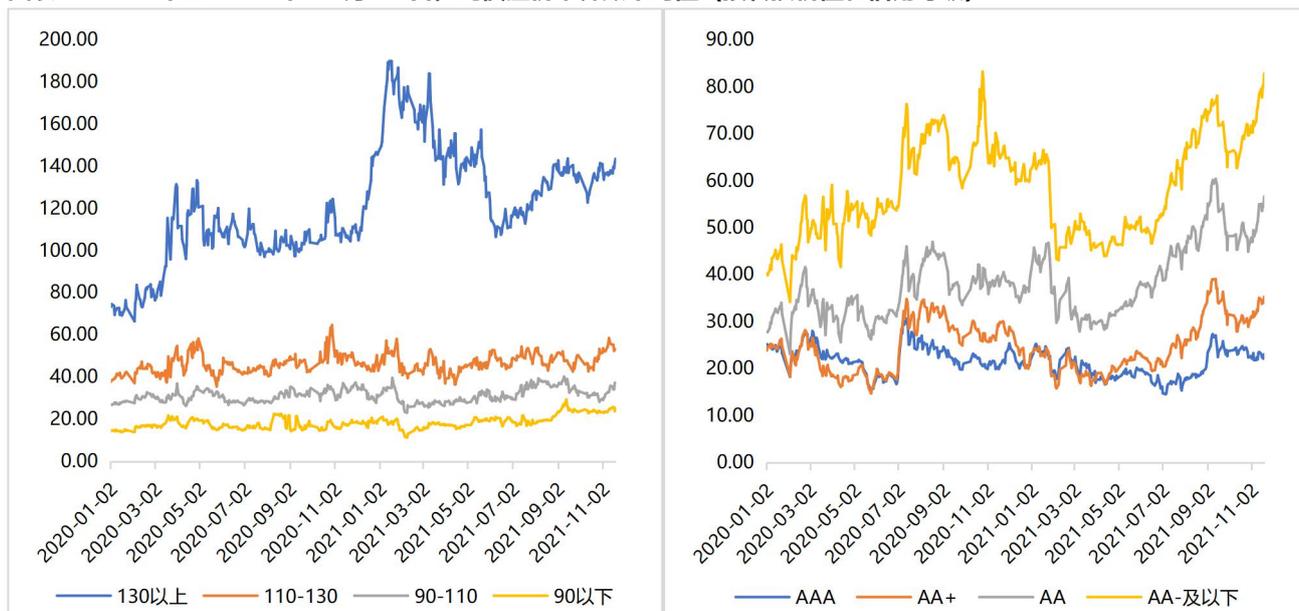
上周, 转债市场多数转债转股溢价率下降, 并主要集中在信用等级 AA+ 及以下个券。截至 11 月 19 日, 全市场转债转股溢价率中位数和算数平均值分别为 25.86% 和 36.47%, 分别较前周下降 0.31 和 0.89 个百分点; 纯债溢价率中位数为 37.07%, 较前周下降 0.23 个百分点, 算数平均值为 61.92%, 较前周上升 2.31 个百分点; 转债隐含波动率中位数为 36.41%, 较前周下降 0.14 个百分点, 算数平均值为 37.72%, 较前周上升 0.47 个百分点。具体来看, 信用等级 AA+ 及以下转债转股溢价率算数平均值下降, 而纯债溢价率算数平均值不同程度上升; 同期, 转换价值介于 110-130 元之间和转换价值在 90 元以下的转债, 其转股溢价率算数平均值小幅下降, 纯债溢价率小幅上升。

图表 6 2020 年至 2021 年 11 月 19 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 11 月 19 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

上周，特种纸行业龙头仙鹤股份发行转债 20.5 亿元；得益于外部消费升级及限塑令推动以纸代塑需求扩大，内部产品结构调整和成本优化，公司盈利能力持续提升；未来，广西和湖北两大项目陆续投产有望大幅提升公司产能，强化公司在特种纸领域龙头地位，为其转债价值提供较强的基本面支撑。

上周，鹤 21 转债发行 20.50 亿元，网上中签率 0.0014%，上市时间待定。该转债发行人为仙鹤股份有限公司（以下简称“仙鹤股份”或“公司”），是国内大型高性能纸基功能材料研发和生产企业之一，此次转债募集资金主要用于年产 30 万吨的高档纸基材料项目（12 亿元）、年产 3 万吨热升华转印原纸和食品包装纸项目（1.25 亿元）、年产 100 亿根纸吸管项目（1.25 亿元），以及补充流动资金（6 亿元）。

从行业前景来看，特种纸作为造纸行业细分市场之一，近年来增速较快，但不同品类分化明显。2008 年以来经过几轮周期调整，我国轻工造纸行业呈现环保和双碳政策趋紧，政策与成本压力下、行业中小产能加速出清，行业向头部集中、推动行业集中度持续提升，消费升级与转型加大细分市场差异等特点。而特种纸作为造纸业细分行业之一，不同品类分化明显。根据中国造纸年鉴数据，2020 年特种纸及纸板消费量 330 万吨，同比增长 6.8%。其中，受益于“限塑令”推动以纸代塑、消费结构转型升级带动高性能纸制品需求扩容，医用与食品包装用纸、热敏纸、格拉辛纸、装饰原纸等市场需求有望继续保持较快增长；电气及工业用纸市场需求相对稳定，但未来在 5G 配套设施、新能源应用领域需求空间较大；特种印刷纸、卷烟纸、无碳纸市场需求则相对平稳，未来存在缓慢下滑可能。

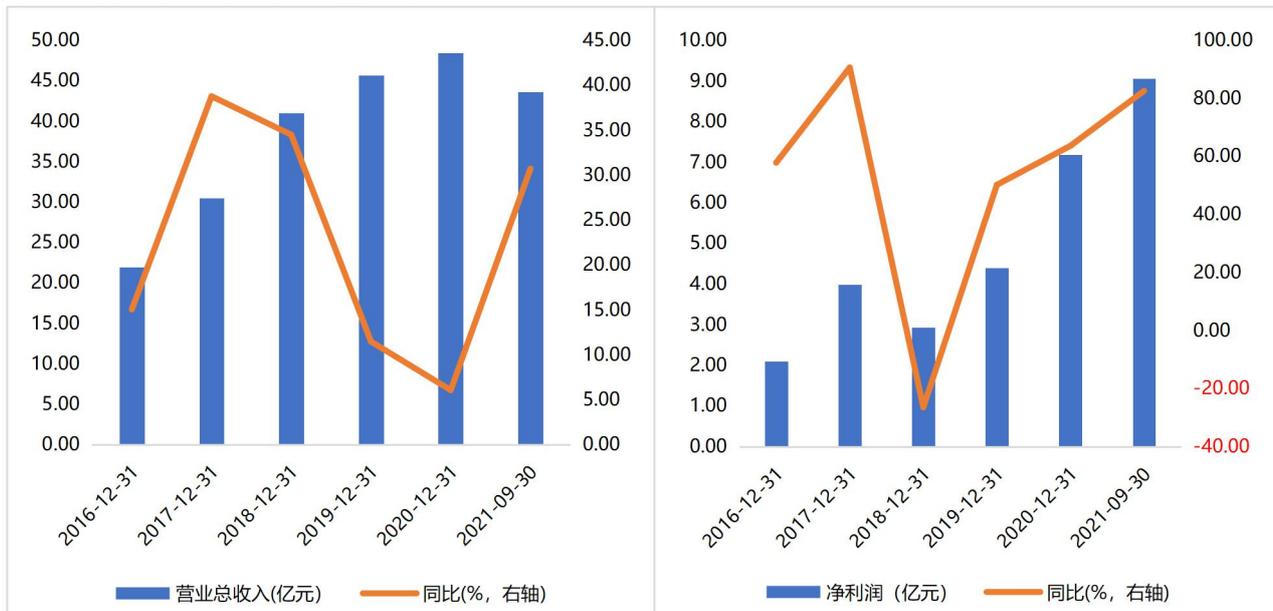
从公司业务竞争力来看，公司是**国内特种纸龙头企业**，年产能超过100万吨（含合营公司），特种纸机生产线49条，制浆生产线1条，涂布、超压线20多条，并拥有林地、化工、制浆、能源、物流、原纸及纸制品等全产业链生产产能。**公司6大产品系列、60多个品种在细分领域具有很强的市场竞争力**。其中：

- ✚ 日用消费系列包括热转印用纸、标签离型用纸等与日常消费紧密相联的材料系列，热转印用纸市场占有率超过20%，标签离型用纸系列中格拉辛国内市场占有率超过20%，高温强标签纸方面公司已成为国内瓶装啤酒标签的主要原纸供应商；
- ✚ 食品与医疗包装系列主要应用于一次性食品包装和一次性医疗耗材包装，是市场需求增长较快的领域，也是公司未来深度开发的重点产品序列；
- ✚ 商务交流及低定量出版印刷系列适用于现代商务需求的特种纸基型应用材料，其中公司低定量出版印刷用纸在国内市场占有率超过90%；
- ✚ 烟草行业配套系列主要是卷烟类过滤嘴和烟盒内衬材料包装用纸，公司与国内大部分知名卷烟厂长期稳定合作，市场占有率接近45%；
- ✚ 电气及工业用纸系列主要为电解电容器纸等绝缘材料用纸，以及不锈钢衬纸、CTP版衬纸、玻璃间隔用纸等工业配套用纸，公司作为重要的电子元件材料生产配套企业，产品被更广泛应用于5G配套设施中，也是公司未来重点发展领域；
- ✚ 家居装饰材料系列（合营公司夏王纸业）主要应用于高档定制家具和地产行业，国内市场占有率超过20%。

从经营业绩来看，**业务收入稳步增长和龙头地位巩固为公司股价和转债估值提供较好支持**。截至2021年三季度末，公司总资产89.28亿元，资产负债率32.06%。从公司业务结构来看，2020年日用消费系列、食品与医疗包装用纸、商务交流及防伪用纸、烟草行业用纸、电气及工业用纸分别占公司营业收入的36.43%、17.56%、16.10%、15.00%和7.94%。2020年公司营业收入受疫情冲击同比仅增长6.04%，日用消费系列下降5.09%，但食品与医疗包装用纸、电气及工业用纸同比增速达到38.97%和23.28%。虽然公司2018-2020年营收增速大幅下滑，但通过调整产品业务结构和成本优化等措施，公司净利润规模和增速在2018年以后快速上升。2021年前三季度，受益于产能释放、销量增加及产品单位价值增加，公司营业收入43.62亿元，同比增长30.70%，净利润9.06亿元，同比上升80.54%，销售净利率20.76%。

2021年，公司在广西拟投资118亿元年产250万吨的“广西三江口新区高性能纸基材料”林浆纸一体化项目已全面启动，在湖北拟投资100亿元年产250万吨的“高性能纸基新材料循环经济”项目开工，**未来两大项目陆续投产有望大幅提升公司产能，带动业务快速扩张，并强化公司在特种纸领域的龙头地位**。

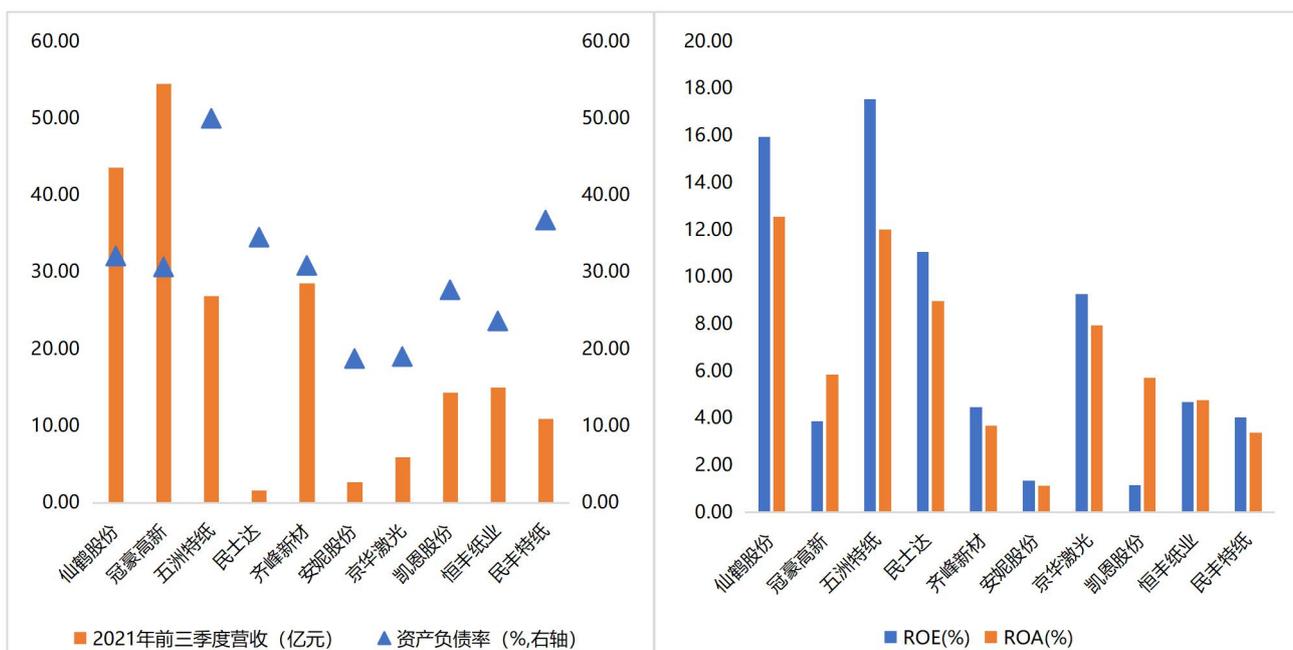
图表 8 仙鹤股份营业收入和净利润表现



数据来源: Wind, 东方金诚

从市场表现和估值来看,今年6月以来仙鹤股份股价大幅上涨,与上证指数和申万造纸行业指标走势出现明显分化,7月股价从年内高点逐渐回落,但在10月下旬再度走高,截至11月19日,公司年内股价涨幅58.93%,表现明显好于大盘及其他特种纸业主要上市公司。此外,对比其他特种纸业主要上市公司来看,公司资产负债率、营收规模及盈利指标均在行业内处于较好水平,市值规模显著高于其他上市同类企业,但市盈率在行业内处于中间水平。

图表 9 主要特种纸业上市公司财务指标对比 (2021 年三季度报数据)

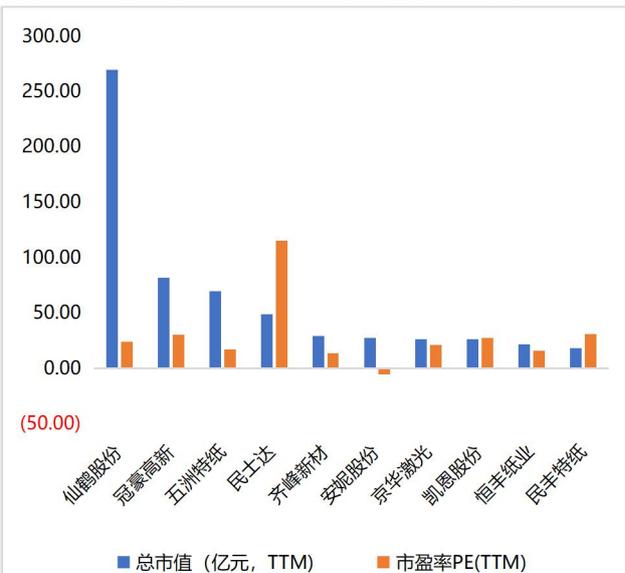


数据来源: Wind, 东方金诚

图表 10 仙鹤股份 2021 年年初至今股价累计涨跌幅 (%)



图表 11 主要特种纸业上市公司市值与市盈率对比



数据来源: Wind, 东方金诚

总体来看, 特种纸作为造纸行业细分市场之一近年来增长较快, 在消费结构升级和限塑令政策影响下不同品类分化加剧。仙鹤股份作为特种纸行业龙头, 近年来通过调整产品结构和成本优化, 收入和盈利持续提升, 未来随着广西和湖北两大生产项目落地, 产能扩大带动业务收入扩张和行业龙头地位巩固有望继续为公司转债价值提供较强基本面支撑。

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
	002381.SZ	双箭股份	2021-11-18		5.14	6	化工
	688166.SH	博瑞医药	2021-11-18		4.65	6	医药生物
	688001.SH	华兴源创	2021-11-16		8	6	机械设备
	601012.SH	隆基股份	2021-11-12		70	6	电气设备
	603305.SH	旭升股份	2021-11-12		13.5	6	汽车
	603486.SH	科沃斯	2021-11-11		10.4	6	机械设备
	603185.SH	上机数控	2021-11-6		24.7	6	机械设备
	605007.SH	五洲特纸	2021-11-6		6.7	6	轻工制造
证监会审核	603605.SH	珀莱雅	2021-11-6	优先配售, 网上定价和网下配售	7.52	6	化工
	002864.SZ	盘龙药业	2021-10-28		2.76	6	医药生物
	603995.SH	甬金股份	2021-10-22		10	6	钢铁
	300863.SZ	卡倍亿	2021-10-21		2.79	6	汽车制造业
	603112.SH	华翔股份	2021-9-28		8	6	家用电器
	600903.SH	贵州燃气	2021-9-16		10	6	公用事业
	002234.SZ	民和股份	2021-9-14		5.4	6	农林牧渔
	300738.SZ	奥飞数据	2021-8-24		6.35	6	计算机
	603058.SH	永吉股份	2021-8-3		1.5	6	轻工制造
	603186.SH	华正新材	2021-7-31		5.7	6	电子

	300813.SZ	泰林生物	2021-7-5		2.1	6	机械设备
	603055.SH	台华新材	2021-6-29		6	6	纺织服装
	002982.SZ	湘佳股份	2021-6-4		6.4	6	农林牧渔
	300808.SZ	久量股份	2021-5-10		4.38	6	电子
	002988.SZ	豪美新材	2021-4-17		8.24	6	有色金属
	300778.SZ	新城市	2021-4-16		4.6	6	建筑装饰
	603283.SH	赛腾股份	2021-3-9		3.03	6	机械设备
	603600.SH	永艺股份	2021-2-9		4.9	6	轻工制造
	603699.SH	纽威股份	2021-1-16		7	6	机械设备
	603889.SH	新澳股份	2020-12-12		9.17	6	纺织服装
	603586.SH	金麒麟	2020-9-24		4.63	6	汽车
	600273.SH	嘉化能源	2020-8-5		18	6	化工
	300843.SZ	胜蓝股份	2021-11-19		3.30	6	计算机
	300692.SZ	中环环保	2021-11-19		8.64	6	公用事业
	300743.SZ	天地数码	2021-11-6		1.72	6	化工
	300673.SZ	佩蒂股份	2021-10-23	优先配售,网上定 价和网下配售	7.2	6	农林牧渔
过发审委	688116.SH	天奈科技	2021-10-21		8.3	6	化工
	300283.SZ	温州宏丰	2021-10-21		3.21	6	电气设备
	688030.SH	山石网科	2021-9-7		2.67	6	计算机
	300871.SZ	回盛生物	2021-8-20		7	6	农林牧渔
	300556.SZ	丝路视觉	2021-8-13		2.4	6	计算机

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、研究观点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。未获书面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。

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或/及发布方负责, 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。

本研究报告的结论, 是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断, 遵循了客观、公正的原则, 未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息, 也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

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。

本声明为本研究报告不可分割的内容, 任何使用者使用或引用本报告, 应转载本声明。并且, 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。