

核心观点

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 翟恬甜

副总经理 曹源源

时间

2024年10月24日

- 9月24日以来，随着政策风向转变，市场情绪明显提振，转债市场跟随权益市场经历了国庆节前的放量上涨与节后的理性回归，转债性价比有所显现。虽然四季度政策发力带动经济基本面修复的确定性较强，但在经济数据验证前的观察期内，我们预计“强预期、弱现实”下市场总体维持震荡。
- 在转债市场仍以横盘震荡为主的阶段，防御属性在转债资产配置中不可忽视。其中，由于红利板块具备近5%的高股息率，且价格稳健性强，是金融机构使用证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）的优质标的，随着SFISF的落地实施，中长期配置价值突出的红利转债也将持续受益，并可作为优质底仓资产。
- 受益于增量政策刺激下的预期改善与情绪回暖，低价转债在正股大面积拉升作用下，跟随正股交易类退市的风险明显下降，进攻价值不断凸显。在国庆节前跑赢中证转债4pcts的基础上，节后截至10月18日，低价转债的调整幅度与中证转债几乎持平，呈现出易涨难跌之势，具备明显的配置价值。



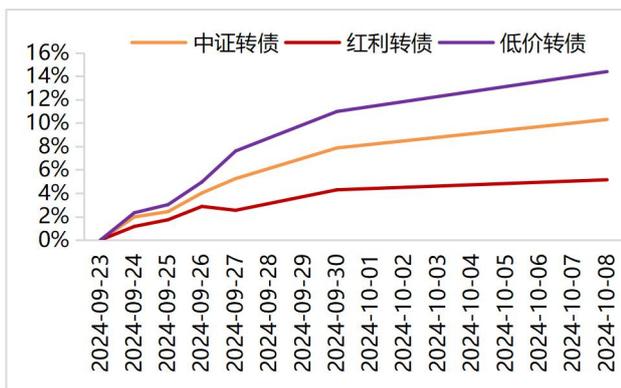
关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、转债聚焦

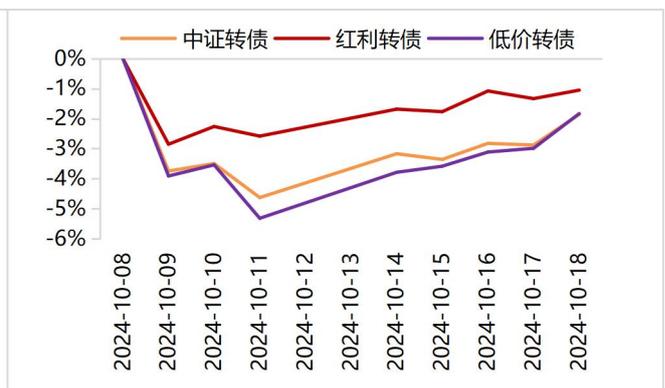
9月24日以来，国新会与政治局会议接连释放政策利好，宣告决策层态度转向，市场情绪被快速点燃，权益市场在国庆节前迎来快速拉升，9月24日至9月30日期间，上证指数涨超21%，创业板指涨超41%。此阶段中，中证转债涨超7%，涨幅明显不及权益，估值有所压缩。国庆节后，权益市场冲高回落，转债市场开始显现抗跌属性，10月8日至18日期间，中证转债跌幅仅0.63%，跑赢上证指数3.37pcts。

我们预计，在进一步增量政策落地、强预期得到验证之前，市场或仍处于“闪电牛”后的震荡调整阶段，此阶段中，转债相较正股更易有稳健表现，其中，红利转债具有良好防御属性，成为底仓资产的优质选择。10月9日，权益市场开始震荡调整以来，红利转债抗跌属性显著，截至10月18日，相比中证转债与低价转债（万得可转债低价指数）均跑出超额；而低价转债受益于债底重铸与情绪改善，进攻价值不断凸显，在国庆节前跑赢中证转债4pcts的基础上，后续调整阶段（截至10月18日）呈现出易涨难跌之势。

图表1 9月24日至10月8日各类转债表现



图表2 10月9日至10月18日各类转债表现



数据来源：iFind，东方金诚

为完成全年5%的经济增速目标，四季度政策发力带动经济基本面修复的确定性较强，但在经济数据验证前的观察期内，我们预计“强预期、弱现实”下市场总体维持震荡。

10月18日，统计局公布前三季度GDP累计4.8%，这意味着为完成全年经济增长5%的目标，四季度稳增长力度亟需加码，这也是9月末政策转向，降准降息、稳楼市、加大力度化债、稳就业、保民生、促销费等政策组合拳不断出台的根本原因。四季度若要实现较快经济增长，仍需进一步增量政策，来助力企业端业绩修复、居民端停止缩表。10月12日国新会，财政部部长蓝佛安表示：“财政部还有其他政策工具也正在研究中，比如中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间”，由于地方政府债务限额与预算调整均需要全国人大常委会审批通过，因此本轮财政刺激力度和具体增量规模需待十月末到十一月初才能确定，而在此之前市场还将处于政策预期的博弈阶段。

其次，9月美国非农就业与CPI数据均超预期，市场开始调低美联储降息预期，美元走强，人民币贬值压力有所提升，11月美国大选亦存在一定不确定性，这在国内一揽子增量政策还在陆续出台中，宏观经济改善尚未得到数据印证的环境下，可能会在短期内对国内资本市场运行带来一定扰动。

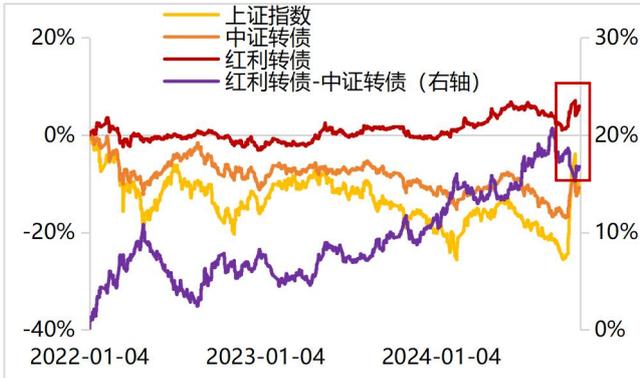
最后，政策发力往往不是一蹴而就，而是稳步向前，即使后续陆续出台了更多稳增长政策，但距离经济基本面实质性好转得到验证也需时间，此过程中市场情绪的波动，资金交易的方向，也仍将存在不确定性。

当前阶段，市场仍以横盘震荡为主，防御属性在转债资产配置中不可忽视，而稳健性突出的红利转债，有望成为稳健的底仓资产。

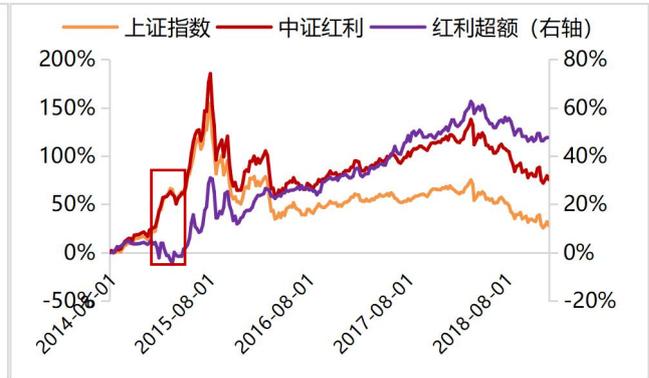
红利资产由于其高股息的绝对收益属性，历来在牛熊市都有相对稳健表现，特别在近一年来权益市场震荡下行、新“国九条”倡导上市公司分红派息以来，优势不断放大。2022年以来，红利转债（以当前中证红利成分正股对应转债计算）相比中证的超额收益不断震荡攀升，虽然中途在权益市场强势期超额有所收窄，但不改中长期上行趋势。9月24日以来，权益市场快速拉升，红利转债超额有所下行，但随着市场一阶段冲刺结束，红利转债超额开始有反弹迹象。参考2015年的牛市行情，无论是后续进一步拉升阶段，还是末期回调后的缓慢修复阶段，中证红利相比上证指数的超额收益均呈震荡扩张态势。整体来看，在市场分歧出现、

震荡调整阶段，具备较高绝对收益的红利资产优势明显，并且具有较高的长期投资价值。

图表 3 近年红利转债超额表现



图表 4 2015 年行情后中证红利超额表现



数据来源：iFind，东方金诚

此外，9月24日央行宣布增设两项创新型货币政策工具——证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）和股票回购、增持专项再贷款，对权益市场构成重大利好。10月10日，央行公告推出SFISF，首批操作额度5000亿元，红利资产经历一轮密集拉升。这主要是由于中证红利为代表的红利资产股息率可达到近5%水平，同时价格又表现出较强的稳健性，是金融机构使用SFISF的优质标的。

个券角度来看，截至10月18日，市场现存中证红利成分股对应转债共12支，近一年平均股息率为5.85%，剔除剩余期限不足半年的中信转债，多支红利转债来自银行与交运板块，剩余规模达到百亿元以上，有着较大的策略容量，其中，南银转债与大秦转债转股溢价率低至2%及以下水平（分别位于历史2.38%、27.09%分位水平），不仅具备5%以上较高股息的绝对收益，对正股也具有较强跟涨能力。此外，平煤转债、蓝天转债、洪城转债10月18日转股溢价率也在10%以下，有望受到红利风格与估值修复的双重拉动。

图表 5 红利转债情况概览

转债代码	转债简称	股息率	剩余规模	剩余年限	申万行业	1018 价格	1018 转股溢价率	0924-1018 转债涨幅	0924-1018 正股涨幅
113021.SH	中信转债	4.81	114.30	0.38	银行	119.07	0.00	6.99	14.31
113052.SH	兴业转债	5.43	499.97	3.19	银行	109.73	24.56	3.31	18.36

113671.SH	武进转债	9.35	3.10	4.73	钢铁	107.79	54.92	7.14	12.96
127017.SZ	万青转债	1.66	10.00	1.62	建筑材料	111.80	76.56	1.92	26.79
113042.SH	上银转债	5.80	199.98	2.27	银行	114.45	33.22	1.56	14.18
113047.SH	旗滨转债	5.36	14.98	2.47	建筑材料	107.02	105.93	7.28	25.32
110059.SH	浦发转债	3.15	499.99	1.03	银行	111.19	41.53	0.55	17.61
113066.SH	平煤转债	9.57	14.28	4.41	煤炭	135.34	8.38	8.83	17.46
113050.SH	南银转债	5.09	135.15	2.66	银行	124.20	0.04	4.45	4.11
111017.SH	蓝天转债	10.05	6.73	4.82	公用事业	147.36	0.40	6.39	5.80
110077.SH	洪城转债	4.38	6.79	2.09	环保	184.61	2.91	11.55	10.11
113044.SH	大秦转债	5.58	108.06	2.16	交通运输	117.95	2.05	4.15	10.47

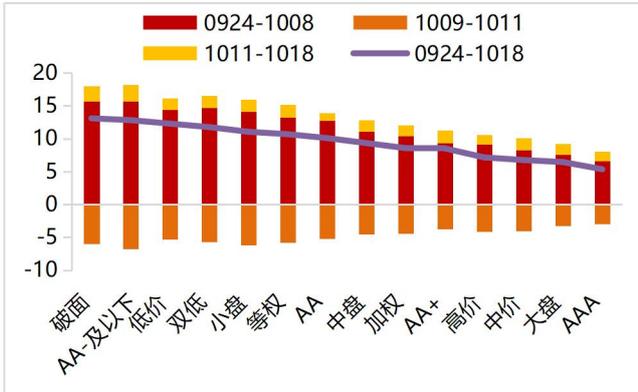
数据来源：iFind，东方金诚

此外，权益市场震荡调整阶段，破面转债受益于转债市场信用风险缓释带来的债底重铸与信心修复，转债配置价值有所显现。

9月24日以来，转债市场跟随权益市场放量上行，并在短期冲高回落后再度稳步上行。结构上看，截至10月18日，低评级、低价转债涨幅达到12%以上，在各评级、价格、市值规模指数的万得可转债系列指数中表现占优。我们进一步计算了9月23日价格在百元以下转债的近期表现（万得对低价转债的统计为价格在市场三分之一位置及以下转债）发现，破面转债以13.1%的涨幅跑赢各细分指数。

本轮政策利好释放之前，转债市场深陷信用风险冲击下的负面漩涡，新“国九条”及退市新规急剧放大转债跟随正股退市风险，同时搜特转债、蓝盾转债、岭南转债陆续发生实质性违约也迅速推升市场避险情绪，转债债底明显虚化，破面转债数量迅速攀升，分别于8月20日、9月23日达到172支、165支的高位水平。但9月24日以来，一揽子增量政策显著修复市场信心，在正股大面积拉升的带动下，转债跟随正股交易类退市风险大大降低（正股价格在5元以下的转债数量由9月23日的90支，于10月18日降低至53支），破面转债数量迅速降低，剩余期限平均3.84年（统计自9月23日）的破面转债，在正股提振、企业业绩有望迎来修复的预期中，债底重新凝聚。

图表 6 9月 24 日后各类转债区间表现



图表 7 2024 年 6 月以来破面转债数量



数据来源：iFind，东方金诚

截至 10 月 18 日，破面转债数量降至 61 支，已几乎回到同水平中证转债指数（6 月 19 日）时的 59 支水平，从跌幅来看，10 月 18 日破面转债相较 6 月 19 日的中位跌幅由 9 月 23 日的 10.20% 收窄至 2.39%，价格位于 100-105 区间的 53 支低价转债，跌幅则由 11.50% 收窄至 3.62%，整体来看，破面转债的债底重建仍在继续，低价券价格仍有进一步修复空间。但需要注意的是，短期内低价转债的修复节奏主要取决于权益市场风格切换、投资者情绪、机构入库限制等因素。此外，前期政策利好的刺激效应已逐渐消退，即将披露的三季报反映的仍是过往弱基本面，三季报业绩较弱的转债仍有可能遭遇投资者情绪冲击。因此，我们筛选出截至 10 月 18 日，价格仍低于 6 月初水平，且中报实现盈利且不存在大幅下滑（跌幅 50% 以上）、评级在 A+ 以上的低价转债，共 30 支，预计后续的价格修复会有更强确定性。

图表 8 部分破面转债情况概览

转债代码	转债简称	0619-1018 涨跌幅	剩余规模	剩余年限	主体评级	申万行业	1018 价格	0924-1018 转债涨幅	中报利润	利润增速
118023.SH	广大转债	(1.55)	15.50	3.99	AA-	钢铁	75.87	17.86	0.55	-41.64%
110086.SH	精工转债	(3.26)	20.00	3.51	AA	建筑装饰	90.62	13.69	2.77	-29.55%
127068.SZ	顺博转债	(5.44)	8.30	3.82	AA-	有色金属	91.54	7.20	0.82	3.08%
118032.SH	建龙转债	(7.64)	7.00	4.39	AA-	基础化工	93.84	4.97	0.46	-38.14%
113048.SH	晶科转债	(9.42)	22.96	2.51	AA	公用事业	94.84	4.18	0.92	-35.42%
111004.SH	明新转债	(10.32)	6.73	3.45	AA-	汽车	95.81	7.76	0.10	-39.89%

127103.SZ	东南转债	(5.87)	20.00	5.21	AA	建筑装饰	96.15	15.09	1.28	-42.80%
127067.SZ	恒逸转 2	(8.33)	30.00	3.76	AA+	石油石化	97.63	9.69	5.54	576.82%
123165.SZ	回天转债	(6.74)	8.50	4.02	AA-	基础化工	98.51	6.84	1.36	-38.81%
118005.SH	天奈转债	(3.26)	8.30	3.28	AA-	电力设备	99.21	2.85	1.15	24.70%
127022.SZ	恒逸转债	(3.72)	20.00	1.99	AA+	石油石化	99.40	0.56	5.54	576.82%
123179.SZ	立高转债	(4.35)	9.50	4.38	AA-	食品饮料	99.94	2.40	1.34	24.30%
127105.SZ	龙星转债	(3.71)	7.55	5.29	AA-	基础化工	100.02	12.82	0.63	10.29%
113650.SH	博 22 转债	(5.05)	8.00	3.70	AA-	基础化工	100.48	1.45	1.00	-25.68%
123180.SZ	浙矿转债	(3.43)	3.20	4.39	AA-	机械设备	100.83	10.16	0.81	-18.91%
113679.SH	芯能转债	(9.02)	8.80	5.02	AA-	公用事业	100.93	8.65	1.04	-4.52%
127062.SZ	垒知转债	(5.01)	3.96	3.51	AA-	建筑材料	101.45	11.61	0.72	-40.97%
111014.SH	李子转债	(3.92)	6.00	4.67	AA	食品饮料	101.88	8.82	0.95	-29.29%
127042.SZ	嘉美转债	(6.33)	7.50	2.81	AA	轻工制造	102.20	7.41	0.57	110.83%
118042.SH	奥维转债	(6.12)	11.40	4.81	AA-	电力设备	103.03	9.65	8.04	56.03%
113656.SH	嘉诚转债	(9.22)	8.00	3.87	AA-	交通运输	103.20	11.48	1.18	10.01%
113059.SH	福莱转债	(4.99)	40.00	3.59	AA	电力设备	103.20	6.21	15.00	38.23%
128134.SZ	鸿路转债	(5.39)	15.73	1.98	AA	建筑装饰	103.29	4.05	4.28	-22.58%
113654.SH	永 02 转债	(3.06)	6.10	3.79	AA-	机械设备	103.66	10.07	0.68	-49.11%
128121.SZ	宏川转债	(7.18)	6.52	1.75	AA-	交通运输	104.18	2.87	1.47	-21.97%
113627.SH	太平转债	(6.28)	8.00	2.74	AA	纺织服饰	104.60	5.04	1.70	-31.94%
113054.SH	绿动转债	(1.33)	23.60	3.36	AA+	环保	104.79	2.08	3.24	-14.83%
127056.SZ	中特转债	(4.51)	50.00	3.36	AAA	钢铁	104.85	1.90	28.42	-8.47%
113661.SH	福 22 转债	(2.89)	30.30	4.10	AA	电力设备	104.87	5.15	9.28	4.84%
123233.SZ	凯盛转债	(6.26)	6.50	5.11	AA-	基础化工	104.94	18.37	0.54	-47.69%

数据来源：iFind，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、引用或以任何方式传播。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。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn