



靳毅：高估值下，转债新券怎么选？



意见领袖 | 靳毅

核心观点

高估值背景下，新券的表现强于存量转债

我们编制的新券指数可以看出，新券放大了转债指数的波动，且在转股溢价率中枢抬升时，新券收益率往往会跑赢中证转债指数；而转股溢价率加速压缩时，新券会跑输。出现这种情况的主要原因在于：1) 转债结构性分化严重，热门行业的存量转债前期涨幅过高导致风险累积；2) 高估值下新券可以获得更高的溢价，且期权属性会放大上涨预期。

流动性是新券行情的基础

流动性宽松对转股溢价率的抬高有积极作用，在 DR007 下降时，新券涨幅会出现与正股涨跌的背离，即使正股下跌，新券也可能出现较大幅度上涨。由于未来流动性不具备收紧的基础，转债高估值也将持续，新券行情会延续，但是 8 月底或许是流动性从过度充裕到充裕的拐点，可能会带来新券行业的分化。

市场风格是行业选择的风向标

2021 年之后新券与正股行业的涨跌相关性趋于弱化，尤其是 2022.3.22-2022.5.11，已经几乎没有相关性，取而代之的小盘债的涨幅更高。监管从严之后，这种情况或将逐渐消退，转债的定价更取决于基本面，景气度高的新能源、汽车、光伏、风电等行业，及转债具有稀缺性的食品

饮料、化妆品等行业值得关注。

供需关系决定了短期资金走向

在转债净供给增加时，估值会下降；供给减少时，估值会抬高。从当前时间看，经济向好的趋势不改，流动性相对充裕，股票市场情绪相对乐观，转债大规模强赎的压力不大；而 9 月或会迎来转债季节性退出高峰。当前待发行转债储备充足，10 月之后也将迎来季节性发行高峰，供给净增量或将显著增加，新券的表现可能会降温。

风险提示 流动性收紧风险,信用风险,政策变化风险,市场风格变化。



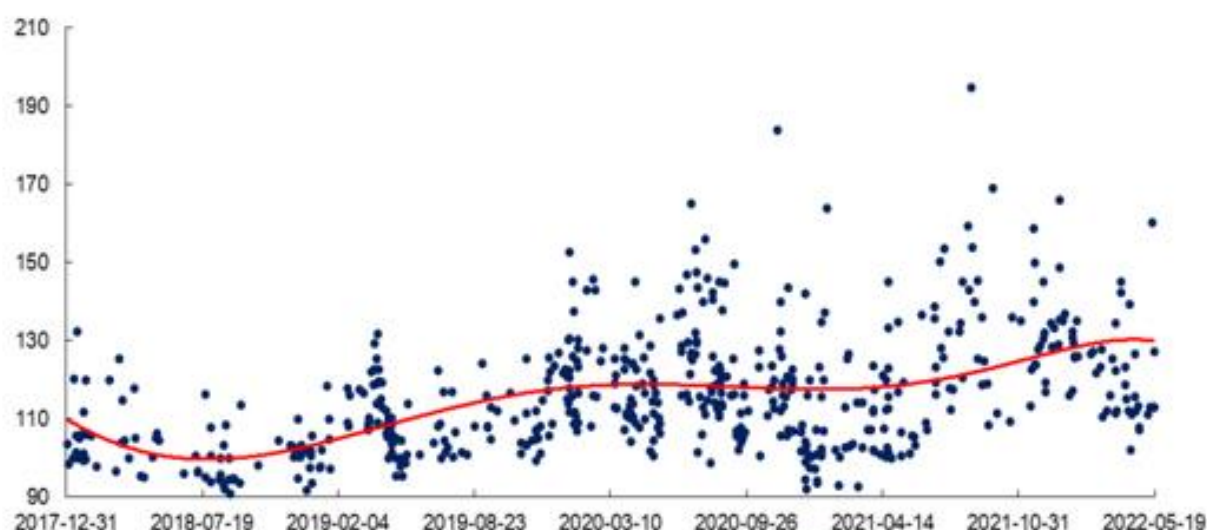
正文

1、当前转债新券的表现强于存量转债

1.1 转债新券有什么特点？

在新券行情较好的当下，如何通过新券策略获取收益成为市场关注的热点。2022 年以来，新券的表现明显强于存量转债，新券上市首周的价格中枢已经抬高到了 130 元以上，而且自 2021 年 5 月底之后，也没有新券破发的现象出现，打新已经成为一种胜率高且收益率可观的策略。除此之外，打新中签后，上市首日要不要卖出？如果没有中签，那么上市首日是否值得买入持有？我们就此问题进行了研究。

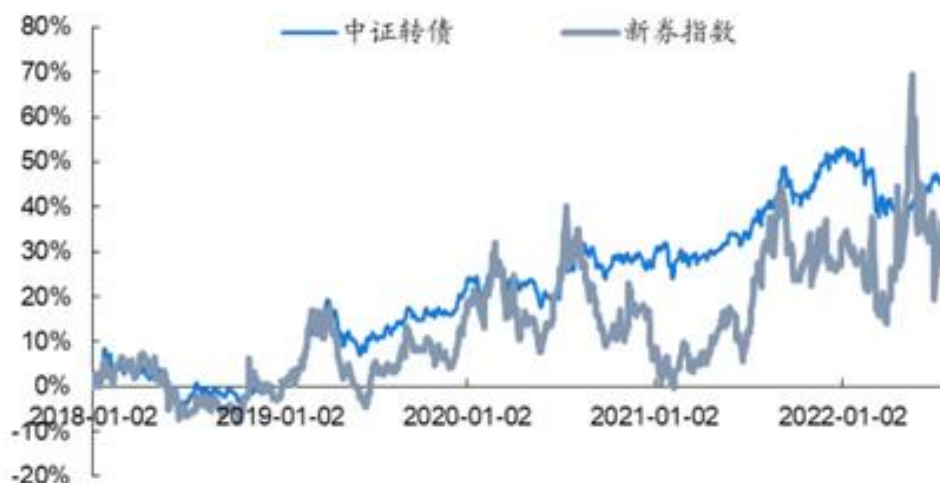
图 1：转债上市首周的价格中枢提高（元）



资料来源：Wind、国海证券研究所

新券的收益率波动幅度比中证转债更大。为计算新券的收益率，我们编制了“新债指数”，以衡量转债上市初期的表现：在转债上市当天开始纳入指数，第 30 个交易日之后剔除。通过对比与中证指数的收益我们可以得出：新券指数放大了中证转债指数的波动率。

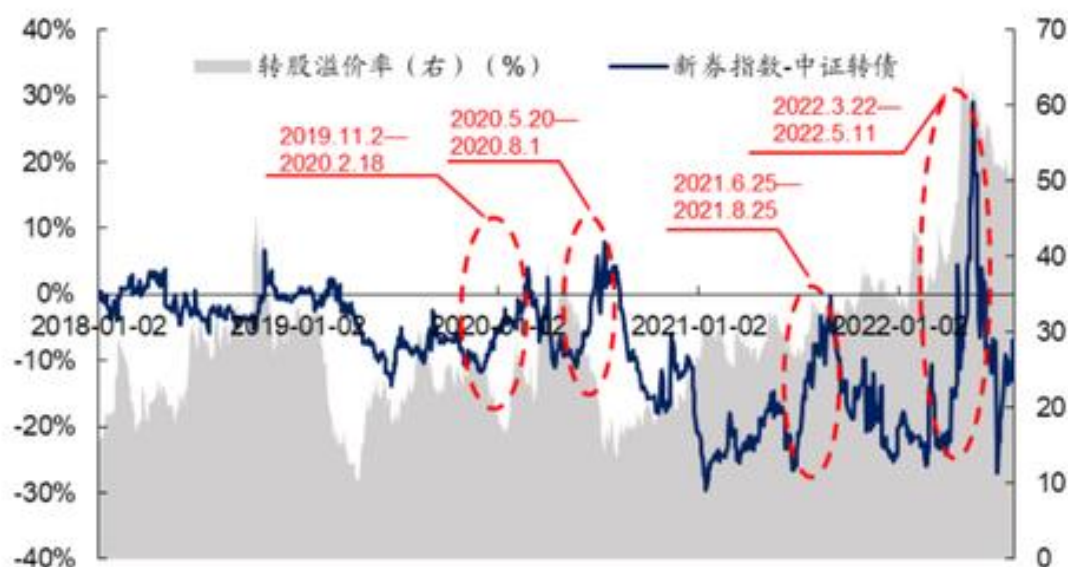
图 2：新券指数收益率的波动幅度大于中证转债指数



资料来源：Wind、国海证券研究所

转股溢价率抬升时，新券指数的收益率会高于中证转债。将新券指数的收益率与中证转债指数相减，如果曲线向上代表新券指数跑赢了中证转债，向下代表新券指数跑输。2018 年之后，主要有四段时间区间，新券具有明显的超额收益：2019.11.2-2020.2.18、2020.5.20-2020.8.1、2021.6.25-2021.8.25、2022.3.22-2022.5.11，这四段区间的一个明显特征是，当转股溢价率升高时，新券的收益率往往高于中证转债。此外，当转股溢价率加速压缩时，新券指数会跑输中证转债。

图 3：2018 年以来主要有四段区间新券收益率明显高于中证转债



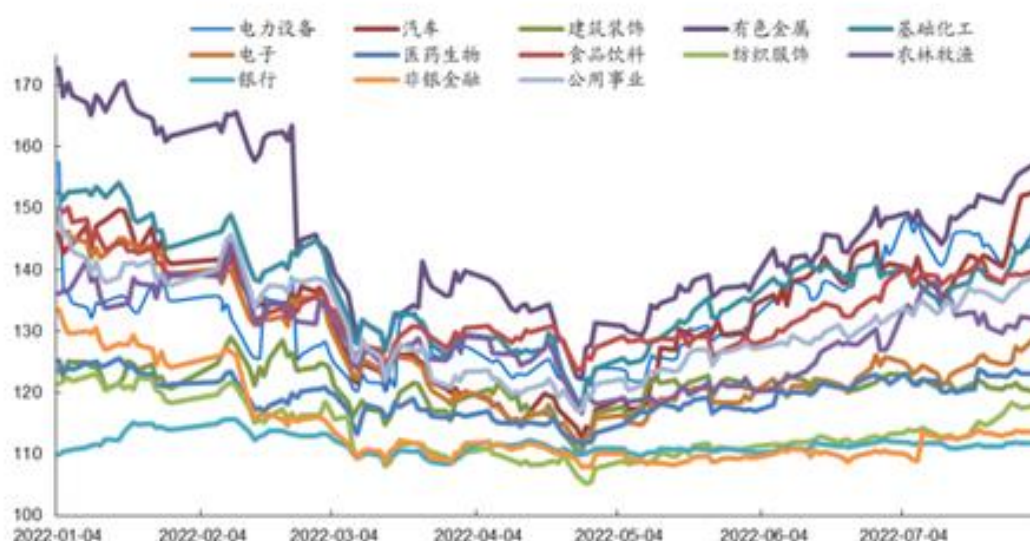
资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2 为什么会出现“新券行情”？

出现这种“新券行情”的根源在于转债估值过高，存量转债缺乏弹性，因此新券性价比更高。具体可表现为：

(1) 转债的结构性分化显著，热门行业涨幅大，转债价格相对较高，整体风险较大，如有色金属、汽车、电力设备等行业，加权平均价格在 150 元左右，而金融、纺织服装等非热门行业均价较低，在这种情况下，存量个券的性价比整体较低。但是对于新券来说不存在这样的问题。

图 4：当前不同行业转债涨跌幅出现了较大幅度分化



资料来源：Wind、国海证券研究所

(2) 转股溢价率中枢偏高时，新券可以享受到更高的估值溢价，且转债的期权属性也会放大新券的上涨情绪。在《债基合同小变化，转债市场大变化》中，我们提到自 2021 年 7 月以来，转债的估值中枢主动提高了 7.5pcts，这一部分估值溢价将赋予新券更高的涨幅。此外，2022 年 3 月之后，通过资金面的操作恶意操控小盘债价格，也体现出市场情绪面对价格的影响。

2、如何制定新券策略？

在当前的行情之下，流动性、市场风格和供需关系是主要影响因素，这也是决定我们对未来新券策略的选择方向。那么，这三个因素是如何影响新券行情的？我们复盘了此前四轮新券指数跑赢中证转债指数时的具体情况，总结了当时特征，并结合当下对未来作出预判。

图 5: 2019.11.2-2020.2.18 上市的新券复盘

转债名称	转债首月涨跌幅 (%)	正股同期内涨跌幅 (%)	正股行业	发行规模 (亿元)
国轩转债(退市)	66.73	42.23	电力设备	18.50
光导转债(退市)	64.80	19.05	电力设备	10.00
深南转债(退市)	63.50	33.92	电子	15.20
振德转债(退市)	58.49	60.61	医药生物	4.40
石英转债	36.05	38.18	基础化工	3.60
至纯转债(退市)	36.00	13.97	电子	3.56
常汽转债(退市)	35.47	36.11	汽车	9.92
克来转债(退市)	35.15	6.45	机械设备	1.80
太极转债	33.26	18.98	计算机	10.00
利德转债	30.30	27.40	电子	8.00
新北转债	28.66	9.09	计算机	8.77
福特转债(退市)	28.07	10.28	电力设备	11.00
英联转债	27.59	37.91	轻工制造	2.14
日月转债(退市)	25.93	-13.68	电力设备	12.00
烽火转债	25.84	-7.94	通信	30.88
仙鹤转债(退市)	25.63	5.16	轻工制造	12.50
金牌转债(退市)	25.00	2.60	轻工制造	3.92
木森转债(退市)	23.62	-5.97	电子	26.60
索发转债(退市)	23.33	22.56	基础化工	9.45
孚日转债	23.10	15.77	纺织服饰	6.50
华律转债	23.00	10.44	有色金属	3.52
东风转债	21.84	5.43	轻工制造	2.95
鸿达转债	21.78	13.08	基础化工	24.27
厦19转债	21.50	-10.79	轻工制造	18.60
建工转债	20.72	-3.21	建筑装饰	16.60
顺丰转债(退市)	20.08	2.80	交通运输	58.00
明阳转债(退市)	19.01	-10.63	电力设备	17.00
川投转债	18.85	-1.99	公用事业	40.00
天路转债	17.69	8.49	建筑材料	10.87
北方转债	16.62	9.18	建筑装饰	5.78
华夏转债(退市)	15.50	-1.63	交通运输	7.90
金力转债(退市)	15.30	-5.94	有色金属	4.35
淮矿转债(退市)	14.63	-12.50	煤炭	27.57
新天转债	13.80	-7.25	医药生物	1.77
永创转债(退市)	13.20	-19.23	机械设备	5.12
金轮转债	10.60	5.03	纺织服饰	2.14
森特转债(退市)	10.37	-14.01	建筑装饰	6.00
海亮转债	10.30	-5.54	有色金属	31.50
浦发转债	8.76	1.48	银行	500.00
金能转债	8.54	4.48	煤炭	15.00

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44984

