



靳毅：防守为先，静候两会春风



文/意见领袖专栏作家 靳毅

1、转债违约或将重新定价信用风险

1.1

蓝盾转债或将成为第一支正股退市的转债

2月17日，*ST 蓝盾公告下修 2022 年业绩预告。修正后，公司预计 2022 年归母净利润亏损 11 亿元至 12 亿元，营业收入为 8000 万元至 9800 万元。按此修正，*ST 蓝盾可能触及的财务类退市情形由此前的一项增加至三项，退市风险骤增。

公司将于 4 月 26 日披露年报，公司触发退市的风险已经迫在眉睫。截至 2 月 24 日收盘，蓝盾转债还剩余 1 亿余额，未转股比例 18.59%。根据 2022 年三季报，公司流动负债高达 50.98 亿元，而在手货币资金仅有 0.52 亿元，如果*ST 蓝盾退市，则转债也有较大概率会违约。公司在 2022 年 6 月向四川省绵阳中院提交了《重整申请书》，但截至 2 月 24 日，绵阳中院尚未作出是否受理公司重整案的裁定。若公司能够重整，则可避免退市，否则将会宣告破产。

图 1: ST 蓝盾及蓝盾转债可能触及的终止上市情形

具体情形	是否触发
经审计的净利润为负值且营业收入低于1亿元，或者追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且营业收入低于1亿元。	是
经审计的期末净资产为负值，或者追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值。	是
财务会计报告被出具保留意见、无法表示或者否定意见的审计报告。未在法定期限内披露过半数董事保证真实、准确完整的年度报告。	是

资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.2

转债市场信用风险可参考 2020 年底的违约事件

如果蓝盾转债退市，或将引起转债市场较大规模的信用担忧。对此，我们可以对标 2020 年 12 月鸿达兴业超短融违约事件：

2020 年 12 月 14 日，鸿达兴业的控股股东鸿达兴业集团发行的“20 鸿达兴业 SCP001”未按时兑付本息，发生实质违约，而当天鸿达转债跌幅也达到 21.9%。转债发债公司股东自身的违约个案，引发了转债投资者对于转债信用风险的担忧。

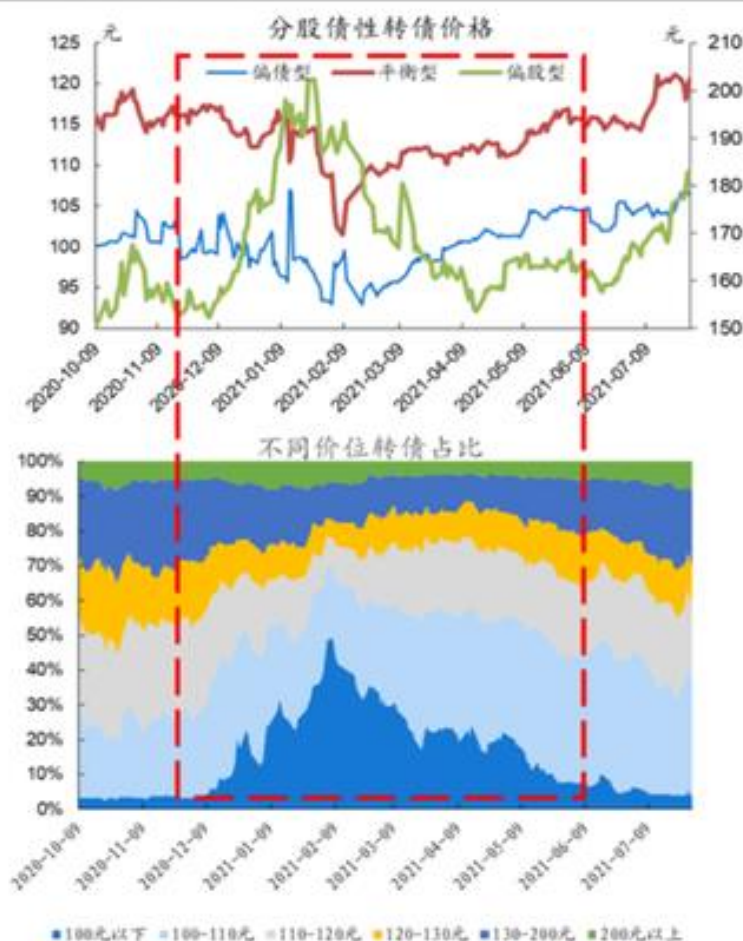
在涉及转债的信用违约影响之下，市场再度对信用风险重新定价：

1) 低价转债占比迅速上升。尤其是鸿达兴业违约后，100 元以下的绝对低价转债数量占比迅速上升，2020 年 11 月时不足 4%，12 月开始迅速

增加，到 2021 年 2 月 8 日最高点达到 50%。随后直到 2021 年 5 月底之后占比才重新回到 10%以下。

2) 偏债型和平衡型转债的价格出现较大幅度下跌，而偏股型转债价格上涨。偏债型转债的均价在 2020 年 11 月下旬后开始下跌，从 100 元以上跌至 2021 年 2 月最低时不足 93 元；平衡型转债也有比较明显的跌幅。而与之相反的偏股型转债，其价格从 2020 年 11 月初的 150-160 元之间，到 2021 年 1 月底一路上涨至超过 200 元。出现这一情况的主要原因是，在信用风险事件扩散之下，偏股型转债的价格更多与正股相关，因此受到的不利影响较小，同时抛售偏债型转债的资金也会进入偏股型转债，以对冲信用风险。

图 2：鸿达兴业违约对转债市场的影响



资料来源：Wind，国海证券研究所

1.3

偏股型转债或有望避免信用风险

如果蓝盾转债违约，对转债市场的冲击大概率将会超过此前的鸿达兴业违约事件，投资者对债性券的信用风险担忧或将进一步蔓延，而股性券可以更好地避免这一风险事件，因此我们认为，在信用风险不断累积的情况下，偏股型转债不仅可以避免风险，甚至或许可以从中获得收益。

2、转债配置思路：两会成为博弈重心

即将举行的两会，将为后续投资方向定下基调。两会之前及召开过程中，可以秉持低价防守思路，而两会后则可以遵从主线大胆布局股性券，既可规避信用风险，也可获取弹性收益。

2.1

近几周的震荡是市场缺乏主线的结果

春节之后，无论是股票市场还是转债市场，风格均出现了明显的“快速轮动+主题投资”的特点。1) 春节之后，市场由强预期重回经济弱复苏的现实，近两周的行业风格快速轮动，实际上体现了投资者在数据空窗期对基本面修复的分歧。市场在缺乏宏观主线的背景下，往往选择主题投资，例如近期火热的 AIGC。2) 从海外看，美国经济本轮有望软着陆，这也使得美联储的加息压力陡增。最近的一系列关键的经济数据显示，2023 年美国开局十分强劲，消费者需求仍然相对旺盛，市场对于美联储继续加息控制通胀的预期也随之升温。这也是为何北向资金由前几周的净买入转向了近几周的净卖出，引起了权益市场震动。

2.2

两会将为后续投资带来主线指导

两会后转债市场表现往往好于两会前。从历史上看，2012 年至 2022 年，两会前转债上涨的概率不足 50%，尤其是越靠近两会召开，上涨概率越小。两会召开期间大多时候下跌，但总体看涨跌幅都较小。两会后明显

向好，上涨概率超过 50%，跌幅普遍小于两会前。

图 3：两会前后中证转债的表现

年份	两会前20个交易日	两会前10个交易日	两会前5个交易日	两会期间	两会后5个交易日	两会后10个交易日	两会后20个交易日
	易日	易日	易日		易日	易日	易日
2012	-0.67%	-0.01%	0.40%	-0.80%	-0.73%	-1.43%	0.32%
2013	2.90%	-0.87%	0.17%	-1.30%	1.99%	-0.20%	-0.57%
2014	1.12%	-0.67%	-1.17%	-0.52%	-0.02%	0.49%	3.06%
2015	-7.89%	3.62%	-0.68%	0.52%	5.62%	2.08%	3.94%
2016	4.36%	-2.39%	-1.34%	-1.10%	2.05%	0.76%	2.41%
2017	0.40%	0.33%	-0.53%	0.00%	-0.62%	-0.18%	-1.09%
2018	-4.59%	0.17%	-1.03%	0.36%	-1.45%	-0.79%	-0.37%
2019	9.27%	5.49%	4.48%	0.92%	3.69%	2.22%	2.92%
2020	-2.78%	-3.69%	-2.80%	-0.96%	1.70%	0.95%	0.93%
2021	-1.61%	0.68%	-0.09%	-0.97%	1.87%	0.23%	1.85%
2022	-2.39%	-0.33%	-1.16%	-4.27%	1.03%	-1.24%	-0.79%
上涨概率	45.45%	45.45%	27.27%	27.27%	63.64%	54.55%	63.64%

资料来源：Wind，国海证券研究所

3 月上旬需要防守，两会后可大胆出击，布局主线。距离 2023 年两会召开仅剩不足一周的时间，市场或将进入观望，对于近一个月来涨幅较大的计算机、通信等行业，更好的选择方式是落袋为安，同时关注低价券以对抗可能出现的调整。而从 2022 年底的中央经济工作会议上看，2023 年的指导思想为“扩内需、稳增长、保民生、促安全”，因此择券方向也可以从这些方面入手。

1) 当前消费已呈现明显复苏态势，同时作为促内需的重要组成部分，促进消费也有望成为两会的重点工作方向，推荐关注食品饮料行业的新乳转债、百润转债，纺织服装行业的维格转债、海澜转债、富春转债，养老相关的双箭转债。

2) 安全发展方向是另一项工作重点，通信网络建设、计算机信创、算力提升等领域的政策支持力度强，且具有迫切的国产替代诉求。推荐关注

奥飞转债、润建转债、淳中转债、华正转债、宏图转债等。

3) 美国经济韧性较强，出口业务为主的公司业绩或与之前的悲观预期出现预期差，因此可关注海外业务占比较高的转债，包括小熊转债、松霖转债、赛轮转债、鲁泰转债等。

3、市场概览

3.1

转债市场表现

2023 年 2 月 13 日-2 月 24 日，中证转债指数下跌-0.99%，同期主要股票指数除上证指数小幅上涨 0.2%外，其余主要股票指数均下跌，其中万得全 A 下跌 0.73%，深证综指下跌 1.11%，中证 1000 下跌 0.44%，沪深 300 下跌 1.1%。转债成交量经历了一个突然放大的过程，2 月 16 日-2 月 20 日的日成交额扩大到了 700 亿元左右，随后稳步下降。

从行业角度看，除煤炭、纺服、钢铁、通信上涨外，其他转债行业也均有下跌，其中商贸零售、电子、有色金属行业领跌。个券角度，特一转债

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_52717

