

长短结合、取舍有道

—2020年四季度可转债市场展望

证券分析师：朱岚 A0230511040062
石凌宇 A0230520080003

2020.9.16

主要内容

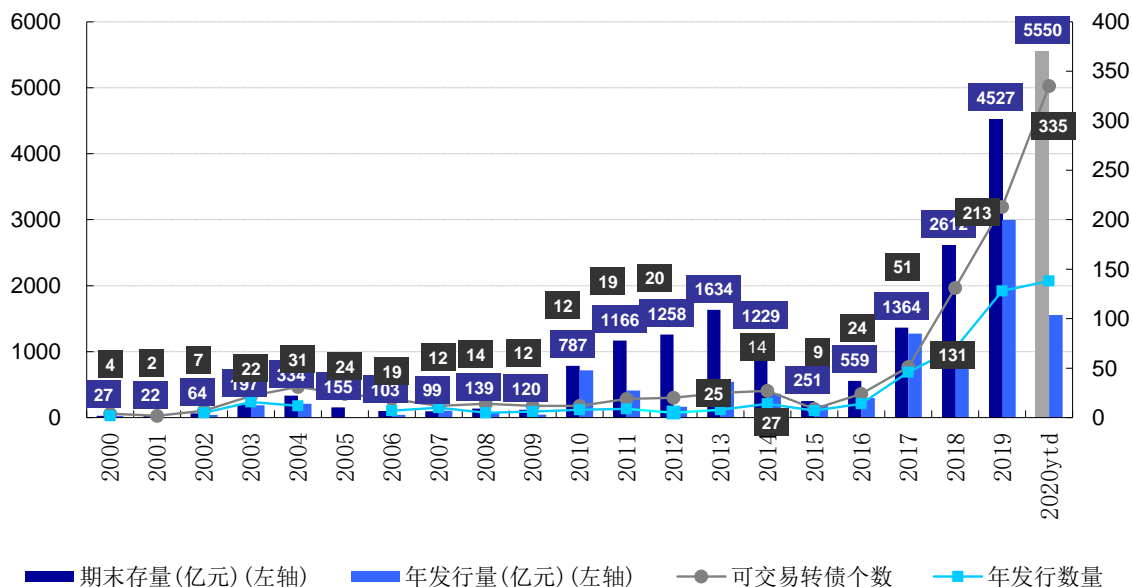
1. 回顾：有躁有静、轮番登场
2. 展望：控制波动，稳中求胜

1.1 新转债源源不断，但规模平均较小

■ 2020年发行数量已超过去年全年，但合计规模距离去年仍有较大差距

- 截至2020/9/3，共计发行转债及可交换债138只，总规模约1556亿元；去年共发行128只，规模2996亿元。公募CB、EB总规模约5550亿，较去年年末增加约710亿元；进入8月，转债发行节奏较前期已有所放缓。
- 截至8月31日，今年总计38只转债退市，数量达到历史新高，均为触发赎回导致，总规模485亿元。公募可交换债中有17只EB到期退市。

图1：转债历史发行及可交易数量变化



资料来源:申万宏源研究, Wind

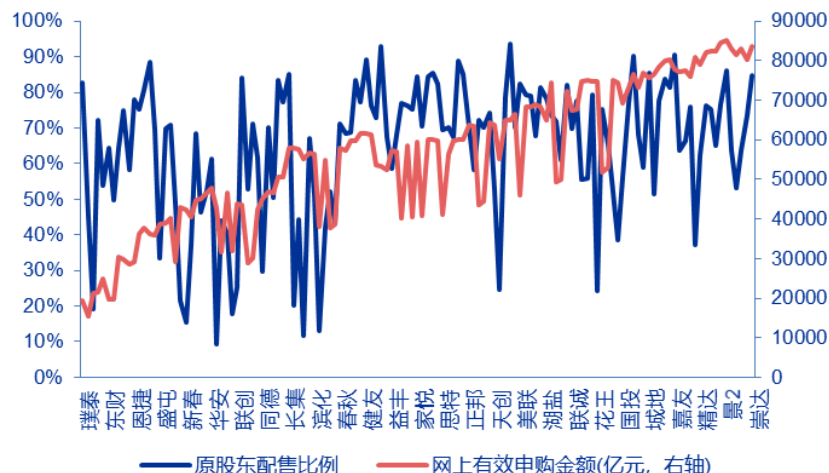
数据截至2020年9月3日

1.2 零破发吸引打新资金不断进入

■ 网上申购资金规模稳步上升，原股东配售比例宽幅波动

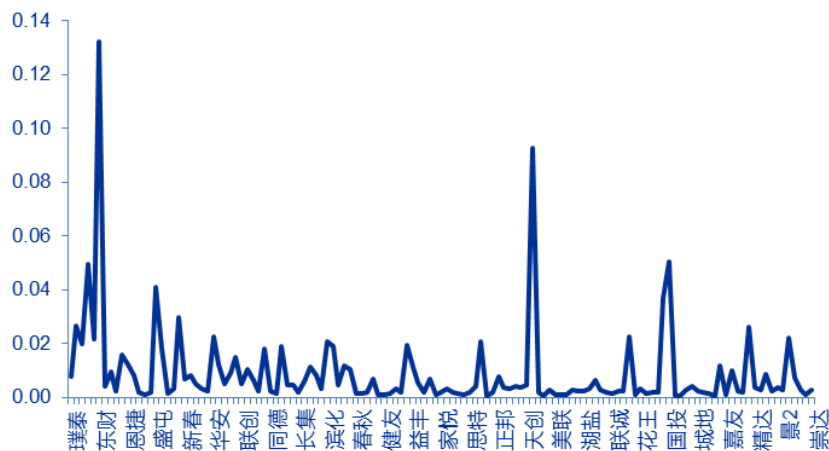
- 今年以来转债上市首日0破发，上市首日平均价格为122.07元。多只转债因涨幅过大导致盘中临时停牌；年初以来网上申购收益约为2029元（每只打满）；
- 单笔网上最大收益为392元（东财转2），最低收益0.93元（美联）；
- 网上有效申购资金已超过8万亿，约是年初的4倍；股东配售比例波动较大，配售比例最低的是搜特的9.20%，最高为瑞达的93.67%，中位数为69.64%。

图2：转债原股东配售比例和网上有效申购金额



资料来源:申万宏源研究，公司公告

图3：网上中签率走势(%)



资料来源:申万宏源研究，公司公告

1.3.1 二级市场有赚钱效应

■ 中证转债指数的权重结构使其对市场的刻画能力相对有限

- 非银成为对指数最大的贡献，医药和农林牧渔紧随其后；银行拖累指数最大

图4：中证转债指数贡献收益归因

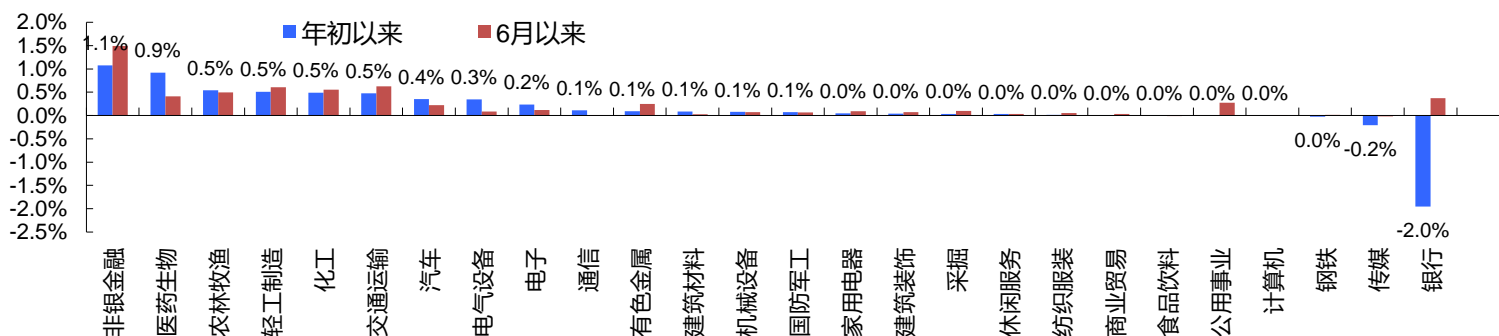


图5：可转债基金年度表现

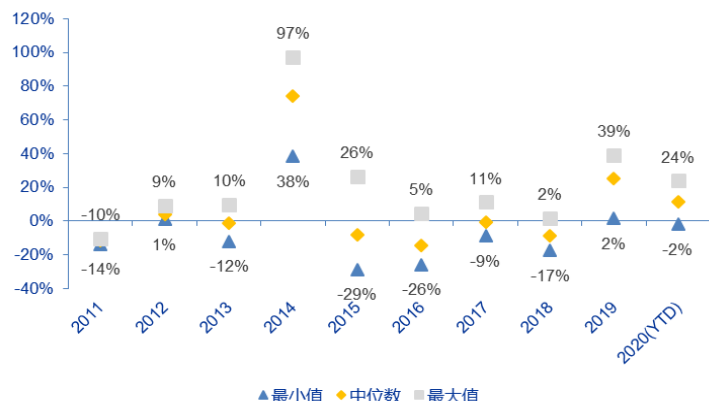
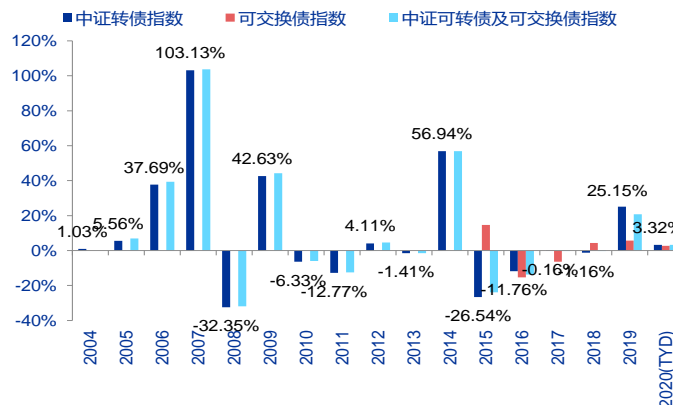


图6：可转债及可交换债历史年度表现



资料来源:申万宏源研究 注:数据截至2020年9月10日

资料来源:申万宏源研究

1.3.2 也十分考验基金的择时和择券能力

图7：成长行业在指数中单月收益

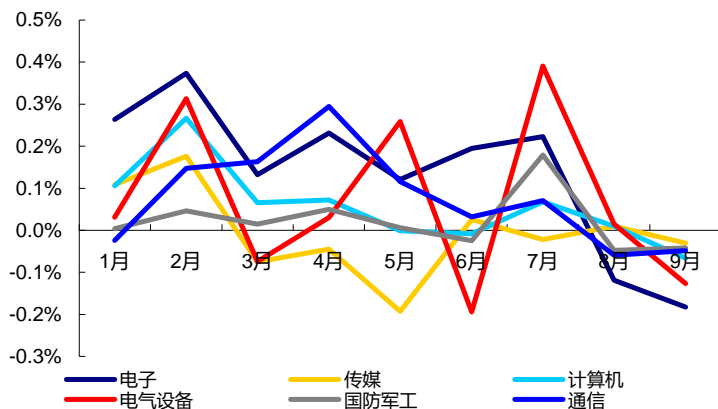


图8：金融行业在指数中单月收益

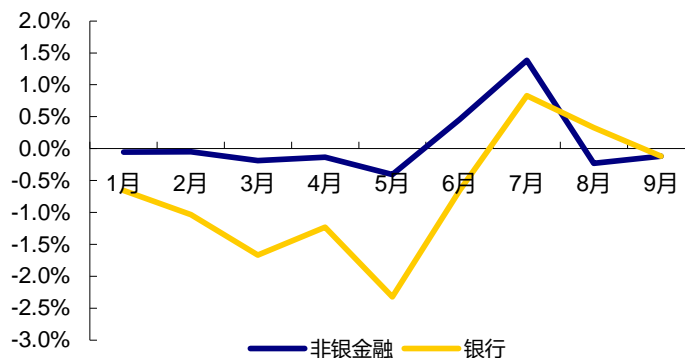


图9：消费行业在指数中单月收益

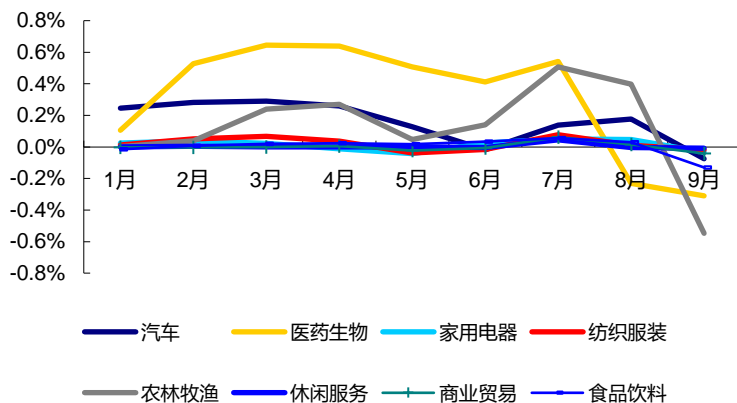
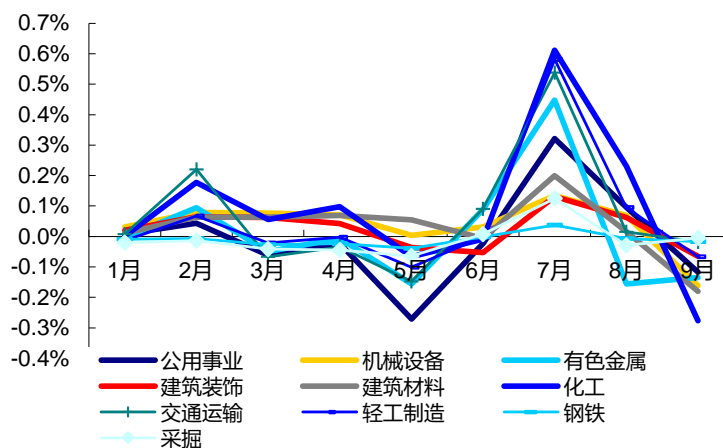


图10：周期行业在指数中单月收益



资料来源:申万宏源研究

注:数据截至2020年9月10日

1.4.1 偏股转债独领风骚

■ 把平价范围控制在70至120之间时，低转股溢价率估值组合长期优势显著

- 转股溢价率估值体系下：低估值组合稳定跑赢高估值组合
- 隐含波动率体系下，今年反而是中高隐含波动率组合占优

注:转股溢价率估值组合的标的的平价选取范围是70到120元

图11(B)：隐含波动率估值组合时间序列



资料来源:申万宏源研究

图11(A)：转股溢价率估值组合时间序列



资料来源:申万宏源研究

表1：转债各类风格组合2020年度表现

		转债	正股
风格划分	平衡	5.13%	14.65%
	偏股	20.87%	27.55%
	偏债	0.04%	6.22%
转股溢价率估值	后2/3	6.45%	8.05%
	前1/3	-1.22%	4.62%
隐含波动率估值	高	5.91%	17.47%
	中	5.31%	11.45%
	低	0.89%	-1.31%

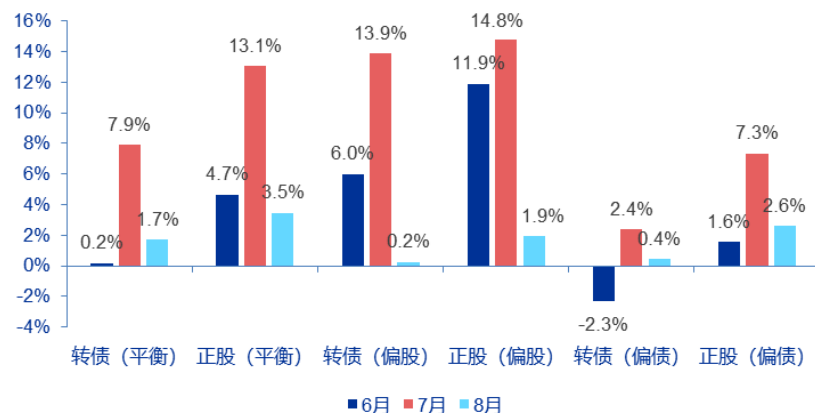
资料来源:申万宏源研究

1.4.2 分月看，7月低估值因子无优势

■ 在快速上涨行情中，由于限制了平价范围，缺少了偏股型转债的帮助，低转股溢价率估值组合跑不赢指数

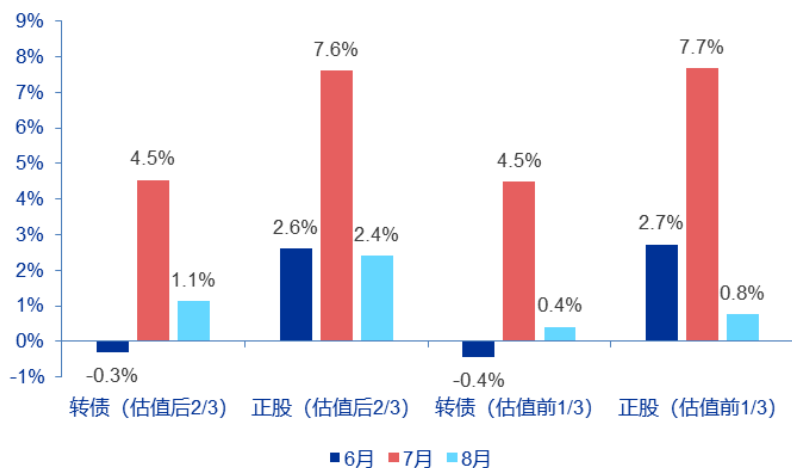
- 而隐含波动率组合几乎全样本（不含负溢价率品种），高波动率组合与偏股型标的部分重合，在7月相对表现则更优

图12(A)：转债各类风格组合表现（价内外）



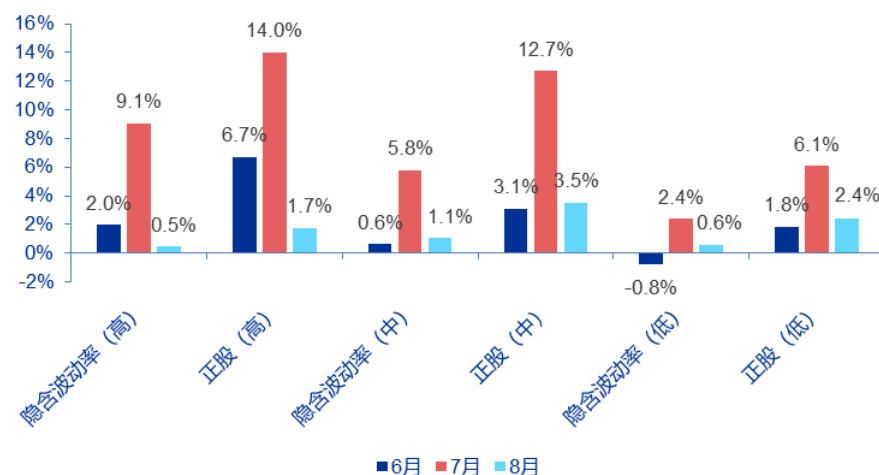
资料来源:申万宏源研究

图12(B)：转债各类风格组合表现（转股溢价率估值）



资料来源:申万宏源研究

图12(C)：转债各类风格组合表现（隐含波动率估值）



资料来源:申万宏源研究

1.5 市场扩容明显，扭曲程度未见改善

■ 8月转债市场单月总成交额自4月以来再次突破万亿

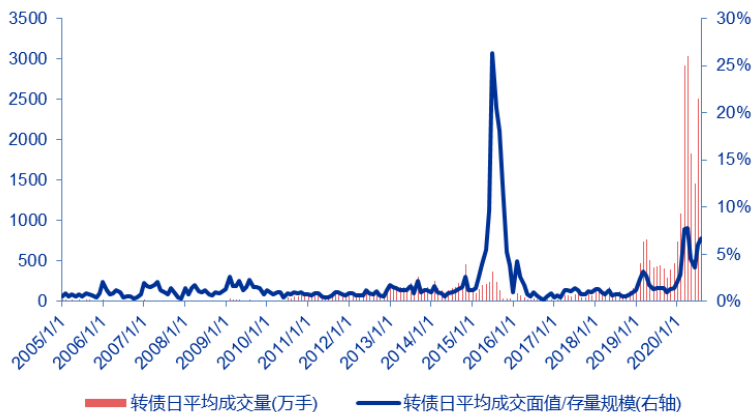
- 转债市场交易活跃程度提升明显，7月与8月日均成交量保持在2500万手以上。
- 部分小规模转债炒作依然活跃，交易最活跃的前五大品种与其对应的存量占比依然悬殊
- 在市场监管没有更严之前，市场的这种扭曲交易将大概率继续存在。

表2：过去4个月转债市场及对应正股成交统计

区间	转债市场		正股市场	
	成交额(亿元)	成交量(亿张)	成交额(亿元)	成交量(亿股)
2020年5月	5564	33	7674	575
2020年6月	5155	29	11025	810
2020年7月	9649	58	25184	1775
2020年8月	10377	58	19643	1324

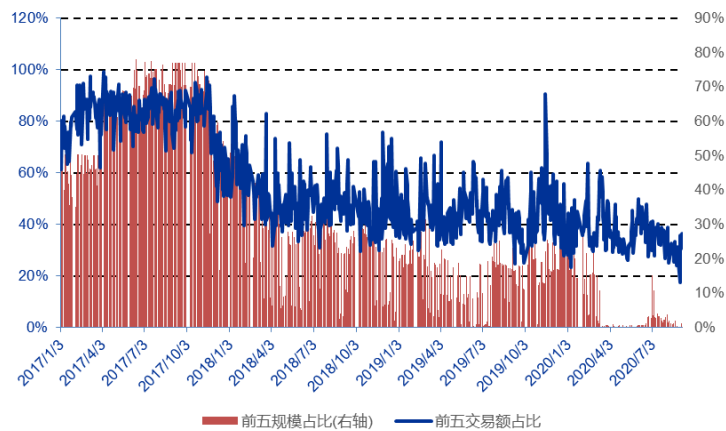
资料来源:申万宏源研究，Wind

图13：转债日平均成交量及换手率



资料来源:申万宏源研究

图14：单日成交额前五占比及其对应规模占比



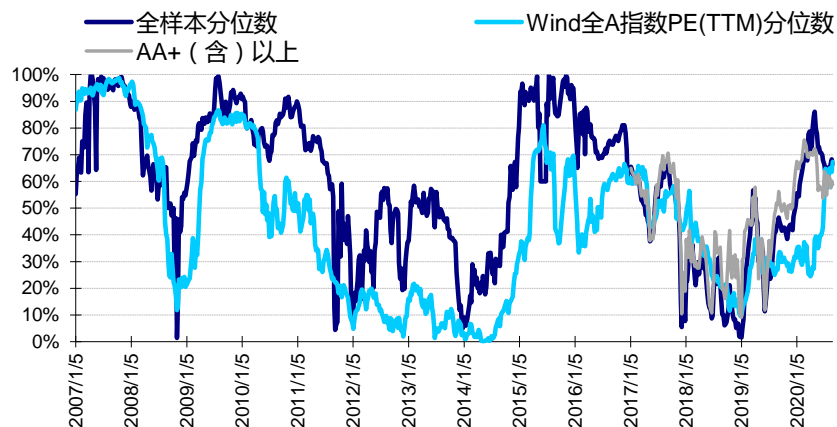
资料来源:申万宏源研究

1.6.1 转股溢价率估值整体处于中高水平

■ 申万转股溢价率估值指标在60%至70%之间波动（03年起）

- 股票估值跃升，收复所有与转债估值分位曲线的差异
- 以2017年为观测起点，AA+（含）以上、AA（含）以下（修正）的转股溢价率估值分别处于80%和78%分位

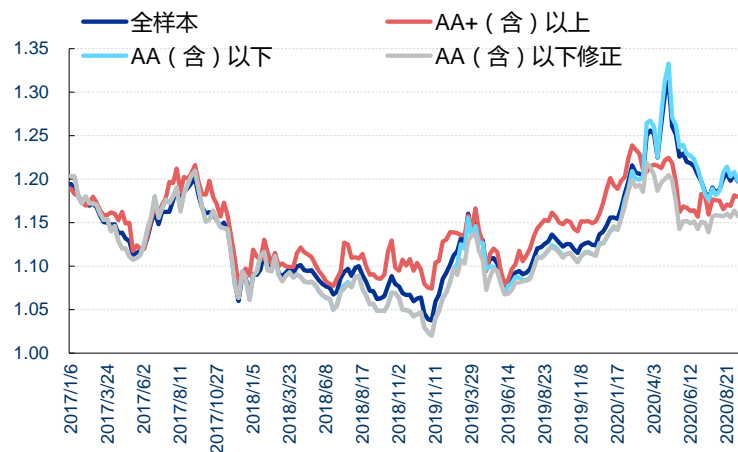
图15：转股溢价率估值和股票估值历史分位数走势



资料来源:申万宏源研究，Wind

注:数据截至2020年9月11日；分位数取自2003年起，没有去除异常点，如除去异常点，整体分位数约60%

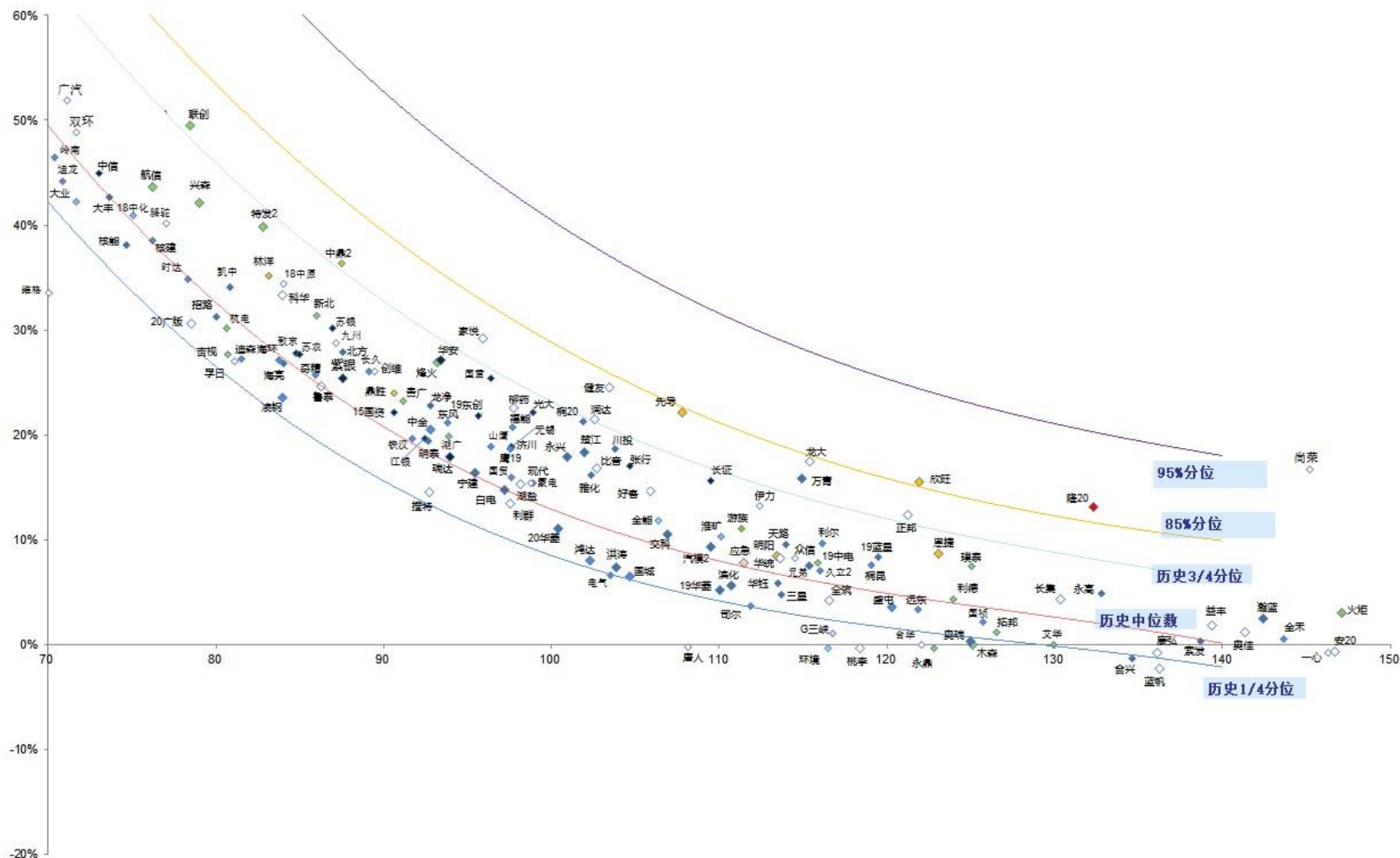
图16：高评级与低评级转债转股溢价率估值相对走势



资料来源:申万宏源研究

1.6.2 散点分布很广

图17：转债和可交换债市场转股溢价率估值散点图（AA及以上）



注:横轴为转换价值、纵轴为转股溢价率，数据取自2020年9月11日 资料来源:申万宏源研究

[illegible]

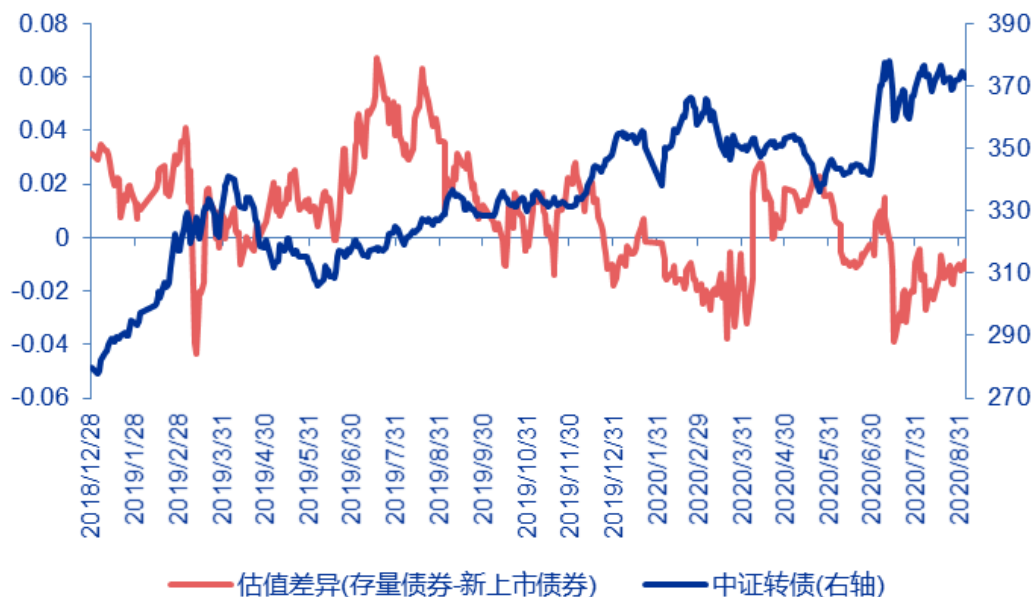
资料来源:申万宏源研究

1.6.4 新券是市场更好的体温计

■ 新券与存量券整体的差异受到个券资质的影响，也能体现市场情绪的整体状态

- 当市场上涨较多时，受到市场交易热情提升、存量债券触发赎回退市等影响，新券相对存量债券估值水平提升明显
- 当市场情绪较弱时，新券更易相对便宜

图19：新债与存量债券估值差异趋势



注:数据取自2020年9月11日

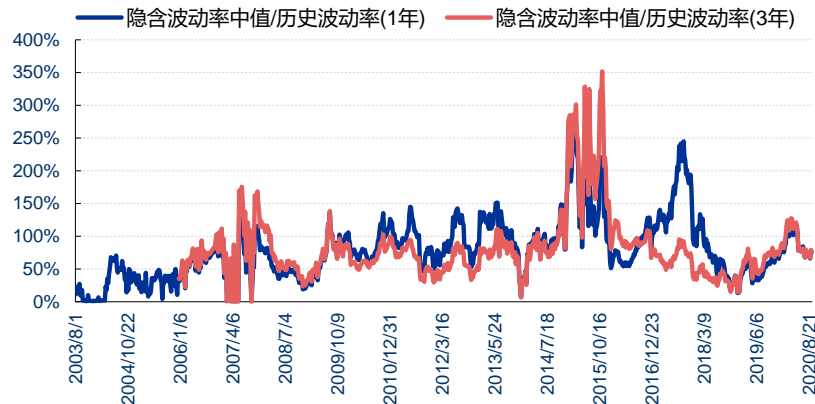
资料来源:申万宏源研究

1.7.1 股票波动不低，转债反而显的不贵

■ 隐含波动率估值经3、4月小高点后回调明显

- 全样本隐含波动率估值短端、长端最新处于42%和60%分位（05年以来）
- 高评级隐含波动率估值短端、长端的最新处于64%和85%分位（05年以来）

图20：转债隐含波动率估值历史走势（全样本）



资料来源:申万宏源研究

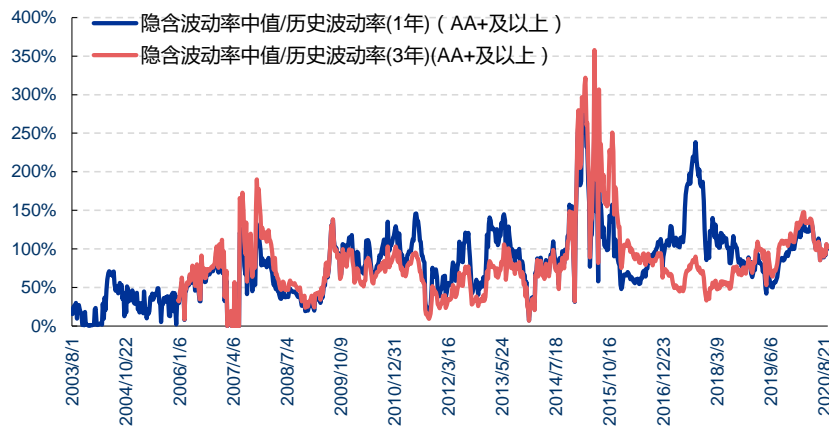
图21：转债隐含波动率及历史波动率历史走势对比



资料来源:申万宏源研究

注:数据截至2020年9月11日

图22：转债隐含波动率估值历史走势（AA+及以上）



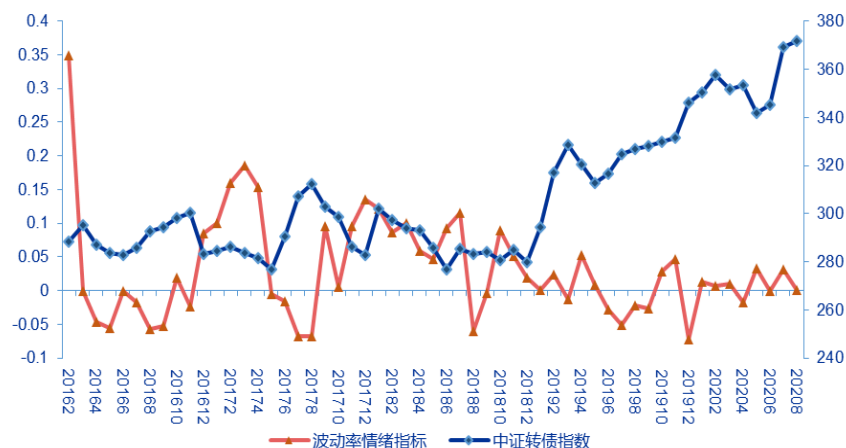
资料来源:申万宏源研究

1.7.2 隐含波动率结构整体稳定

■ 三季度隐含波动曲面变化不大

- 波动率情绪指标在8月末依然保持在中性水平
- 隐含波动率结构整体保持平稳，8月平衡区转债隐含波动率有所抬升，偏债和偏股型转债隐含波动率相对稳定。

图23：转债隐含波动率情绪指标

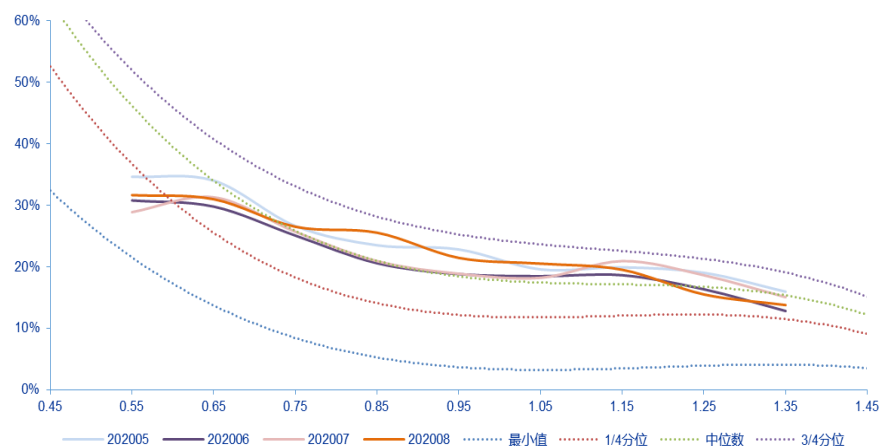


资料来源:申万宏源研究

注:数据截至2020年8月28日

波动率情绪指数为： $(1.2-1.0) - (1.0-0.8)$

图24：转债隐含波动率结构



资料来源:申万宏源研究

1.8.1 保险和社保已连续2月净持有存量下降

■ 截至8月底，转债市场存量新增约900亿，基金增持322亿位居第一，年金、保险分别增持约86亿、23亿，社保减持约18亿

- 年初至今，自然人和一般法人总共增持约300亿面值，截至8月末合计占比达到42.6%。
- 券商整体持有份额与保险和社保总份额接近；自然人占比增加至8.8%

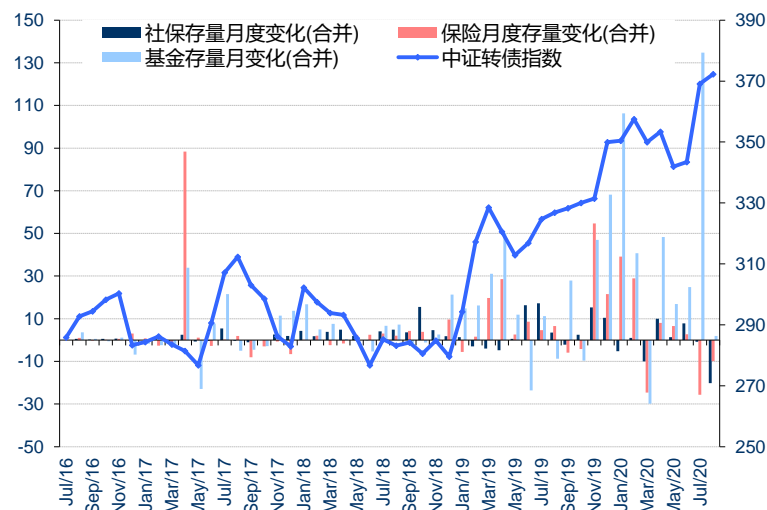
表3：交易所可转债投资者结构（8月末）

机构类型	上交所		深交所		合并（模拟值）	
	持有面值 (亿元)	占比	持有市值 (亿元)	占比	持有面值 (亿元)	占比
基金	584.3	19.8%	449.3	26.9%	932.5	22.0%
保险	248.0	8.4%	63.5	3.8%	297.2	7.0%
社保	92.1	3.1%	49.1	2.9%	130.1	3.1%
券商自营	151.7	5.1%	88.3	5.3%	220.1	5.2%
QFII	43.5	1.5%	48.4	1.9%	80.9	1.9%
专户理财	14.7	0.5%	69.4	4.1%	68.5	1.6%
年金	188.4	6.4%	260.5	15.6%	390.4	9.2%
信托	12.9	0.4%	19.9	1.2%	28.3	0.7%
券商资产管理	189.5	6.4%	48.4	2.9%	227.0	5.3%
自然人	131.3	4.5%	312.4	18.7%	373.5	8.8%
一般法人	1285.1	43.6%	191.6	11.5%	1433.6	33.8%
其他	6.3	0.2%	71.8	4.3%	62.0	1.5%
合计	2947.7		1672.5		4244.1	

注:上交所披露数据为面值数据，深交所为市值数据，故在合并数据中将深交所数据简单处理成面值数据(统一除以总市值与总面值之比))

资料来源:申万宏源研究，上交所，深交所

图25：社保、基金和保险月度转债增减持情况



资料来源:申万宏源研究，上交所，深交所

1.8.2 不同类型基金的转债偏好迥异

■ 债基仓位小幅下降，持仓结构分化大

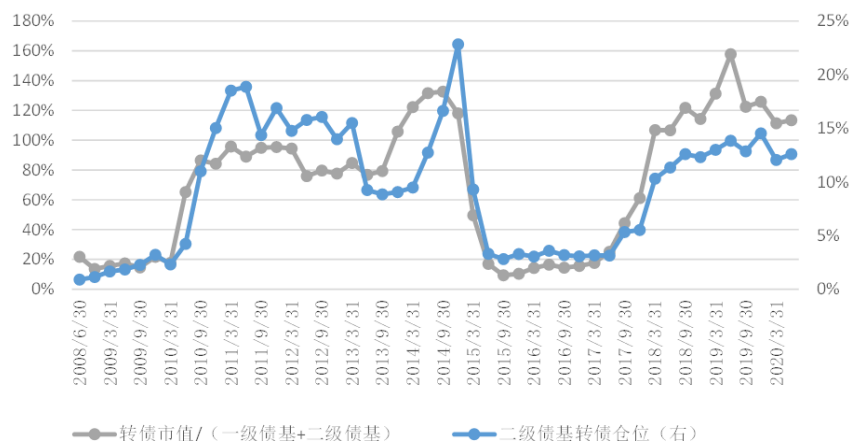
- 截至2季度末，转债基金、一级债基、二级债基的转债仓位分别为83.49%、13.64%和12.6%。
- 整体看，二级债基的转债持有风险偏好实际上比一级债基低，而灵活配置型基金持有的转债股性远远弱于一、二级债基

表4：基金持有转债仓位分布

	灵活配置型	一级债基	二级债基	偏债混合型	中长期纯债型
0.00%	58.70%	11.83%	15.73%	34.46%	90.17%
0%-5%	34.00%	21.51%	18.88%	33.71%	3.38%
5%-10%	3.79%	13.98%	18.18%	11.61%	2.48%
10%-15%	1.65%	11.83%	8.74%	7.12%	1.13%
15%-20%	0.79%	8.60%	6.99%	3.37%	1.35%
20%-30%	0.57%	9.68%	10.84%	3.00%	1.05%
30%-40%	0.21%	6.45%	3.50%	2.25%	0.23%
40%-50%	0.07%	4.30%	4.55%	0.75%	0.08%
>50%	0.21%	11.83%	12.59%	3.75%	0.15%

资料来源:申万宏源研究

图26：二级债基转债仓位变化与转债市值占比的关系



资料来源:申万宏源研究

表5：不同类型基金持有转债的加权基础指标一览

基金种类	转股溢价率	纯债溢价率	估值分位数	持有转债市值(亿元)	平价
普通股票型基金	7.39%	71.21%	64%	2.6	144.6
偏股混合型基金	10.70%	66.76%	57%	19.9	139.6
转债基金	18.53%	32.93%	49%	165.1	109.8
混合债券型一级基金	26.25%	25.49%	48%	136.0	99.7
混合债券型二级基金	33.37%	19.39%	49%	401.2	92.3
平衡混合型基金	38.10%	23.41%	53%	4.2	93.8
灵活配置型基金	48.25%	29.15%	52%	86.3	95.9
偏债混合型基金	66.03%	7.58%	49%	119.5	69.3
股票多空	70.58%	3.49%	47%	13.4	64.0

注:数据取自2020年基金半年报

资料来源:申万宏源研究，Wind

主要内容

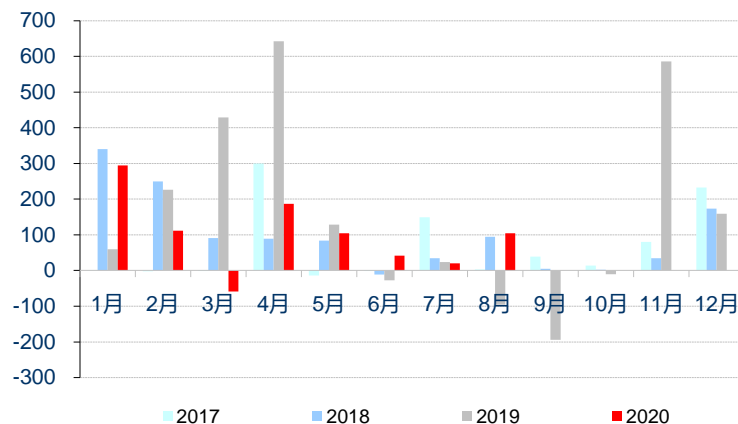
1. 回顾：有躁有静、轮番登场
2. 展望：控制波动，稳中求胜

2.1.1 今年夏天是转债史上发行频率最高的三个月

■ 审批效率较高、转债发行意愿比预期中的强

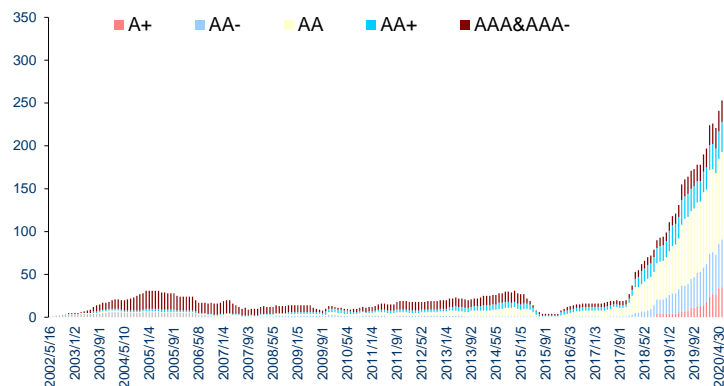
- 数量上看，今年6-8月的发行节奏远超过往，发行规模也比近3年同期高
- 虽然6-8月每月赎回转股导致的减少量分别有54亿、163亿和237亿，但6-8月的净供给每月仍有42亿、20亿和105亿，比去年同期好很多；

图28 (A) : 2017年以来CB/EB月度净供给



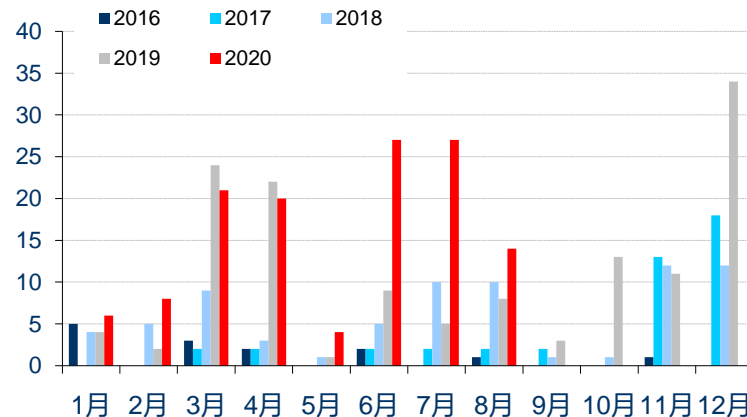
资料来源:申万宏源研究

图27 : 2002年以来CB评级月度分布



资料来源:申万宏源研究

图28 (B) : 2016年以来CB/EB发行个数的月度值



资料来源:申万宏源研究

2.1.2 至年底净供给程度取决于大转债的发行速度

■ 目前已发未上市约200亿，已核准CB规模约不到200亿元，已过会的规模约650亿；在受理及反馈的转债略超600亿。

- 不考虑中国交建等预案，待发CB略超2600亿，个数超过150只；从规模上来看，待发转债主要集中于交运、银行、化工、电子、医药生物；暂无公募可交换债的预案
- 至年底到期品种有170亿面值（2只EB）；目前股价高于赎回触发价格的转债不到500亿，离赎回触发价仅有10%以内上涨要求的转债约300亿，10%至20%的约400多亿

表6(A)：待发转债一览

所属风格	申万一级行业	待发个数	待发规模(亿元)	所属风格	申万一级行业	待发个数	待发规模(亿元)
周期	交通运输	3	510	成长	电子	14	162
	化工	19	239		传媒	3	107
	公用事业	13	132		电气设备	9	89
	建筑装饰	8	90		计算机	8	61
	机械设备	14	76		国防军工	3	35
	有色金属	2	73		通信	1	11
	建筑材料	3	49		医药生物	19	155
	钢铁	1	40		农林牧渔	4	122
	采掘	2	38		汽车	8	57
	轻工制造	5	35		食品饮料	3	29
金融地产	银行	3	400	消费	纺织服装	2	25
	非银金融	2	58		家用电器	1	6
	房地产	-	-		休闲服务	1	4
备注	不考虑不确定性较高的大盘转债和部分预案期过早的转债				商业贸易	-	-

资料来源:申万宏源研究

注:数据截至2020年9月4日

表6(B)：待发转债中规模较大的品种

代码	简称	最新方案进度	发行规模(亿元)	发行期限(年)	最新公告日
601006.SH	大秦铁路	发审委通过	320	6	2020-09-01
601229.SH	上海银行	已反馈	200	6	2020-07-18
600029.SH	南方航空	发审委通过	160	6	2020-08-26
600926.SH	杭州银行	董事会预案	150	6	2020-08-28
300498.SZ	温氏股份	股东大会通过	99	6	2020-07-14
002602.SZ	世纪华通	董事会预案	77	6	2020-07-30
601899.SH	紫金矿业	已反馈	60	5	2020-07-21
002966.SZ	苏州银行	董事会预案	50	6	2020-08-31
000301.SZ	东方盛虹	股东大会通过	50	6	2020-08-13

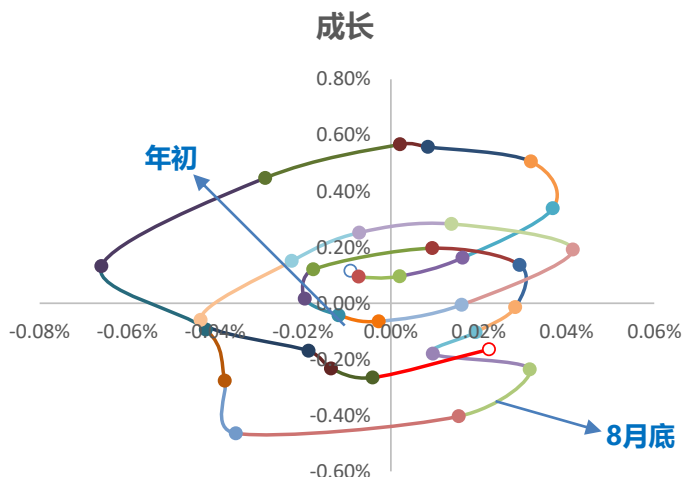
资料来源:申万宏源研究

2.2.1 权益蓄势，纯债偏空

■ 权益基本面驱动与估值约束共存，而风险偏好有概率转向低估值

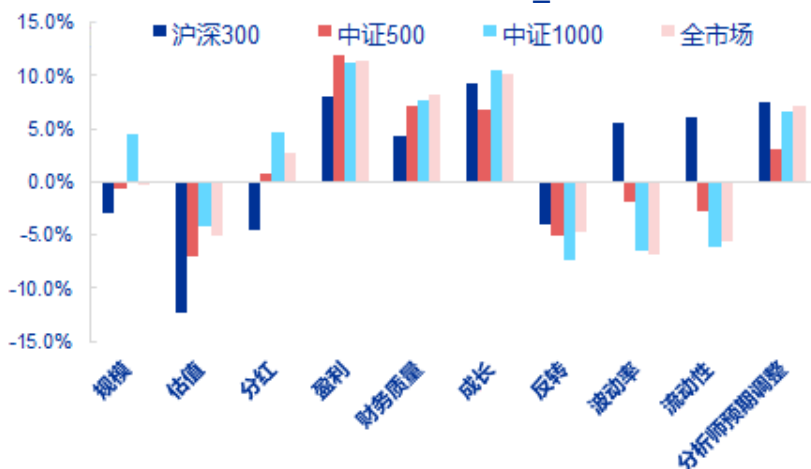
- 债券市场依旧看空，维持2021年上半年10Y国债收益率高点到3.5%左右的判断不变；
- 权益整体看盈利修复比较乐观，未来4个季度可能有盈利小阳春；但市场整体估值不低，基金重仓股隐含ERP处于历史高位，估值消化需要时间。
- 市场风格短期偏向均衡，估值因子有改善预期

图29：成长风格四象限风格轮动状态图(周数据)



资料来源:申万宏源研究 注:模型为申万金工风格轮动模型，横轴 β_2 为相对强弱曲线二阶导数替代指标，纵轴 β_1 位相对强弱曲线一阶导数替代指标

图30：年初至今风格因子Rank_IC均值（月频）



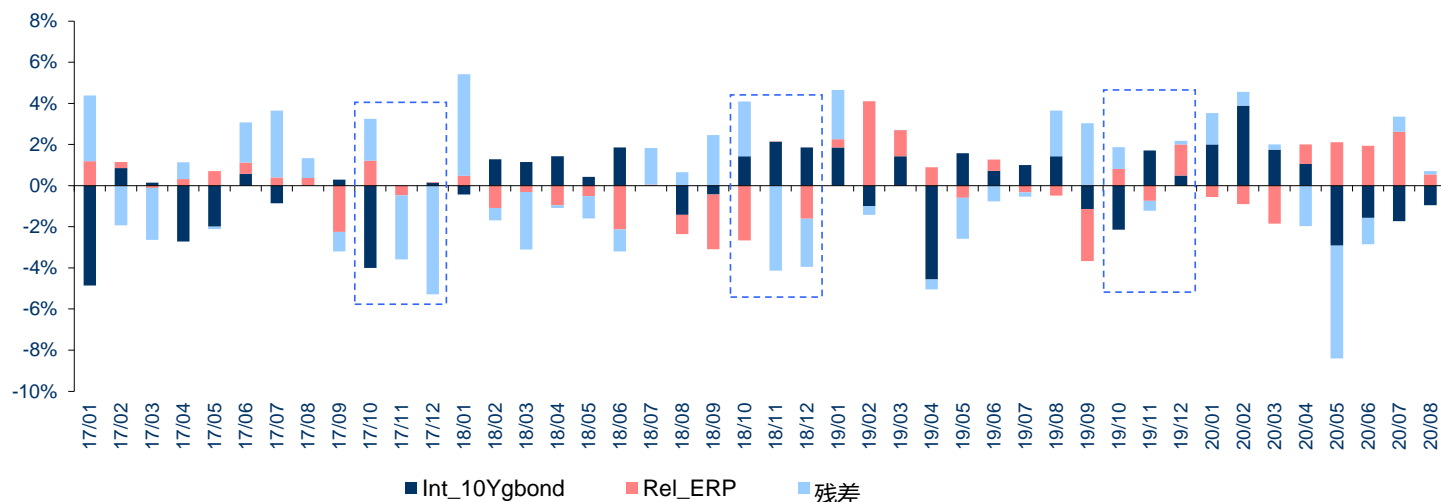
资料来源:申万宏源研究

2.2.2 转债估值有走低压力，但下探幅度可控

■ 往年10月仍情绪较好，11月和12月更易谨慎；估值下行的边界更取决于债券的表现

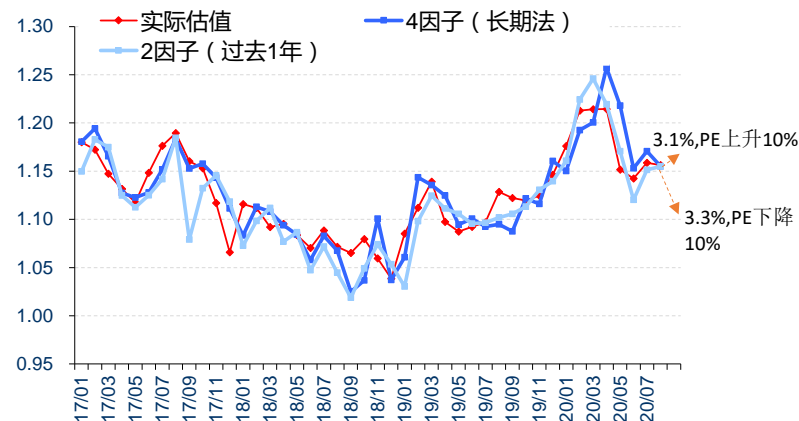
- 6-8月债券与权益市场估值贡献相互抵消，7-8月残差小幅为正
- 四季度估值波动中枢区间预期在1.10至1.17之间，债券如若较弱，转债估值压力不低

图32：2因子体系下转债月度估值收益分解



资料来源:申万宏源研究 注:本页分析的思路来源可参考《博观约取、心有丘壑——2020年下半年可转债市场展望》

图31：四季度转债估值（AA-修正）变化预期



资料来源:申万宏源研究

2.3.1 控制波动，稳中求胜

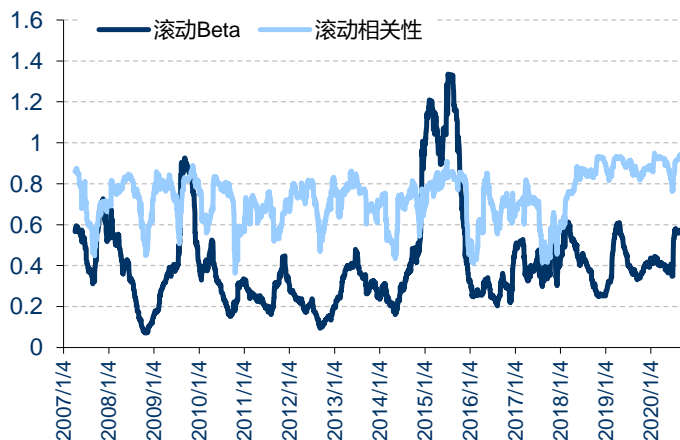
■ 转债市场将阶段性的受到权益、纯债和估值的夹击

- 建议降低转债组合整体beta，韬光养晦；非趋势性市场轮动效应更需关注

■ 稳中求胜

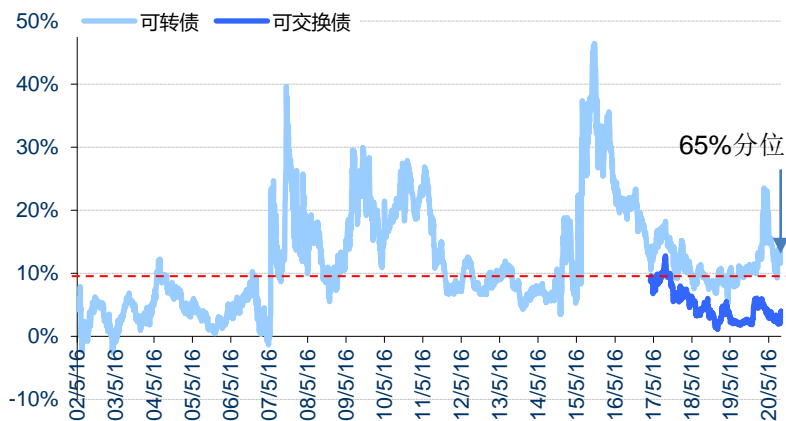
- 配置上建议风格更加均衡且更关注性价比。对科技主线不悲观，但其再发力需要时间；优质消费和周期成长消化估值后仍将是明年春季躁动的主角之一。

图33：转债指数与股票指数滚动相关性和滚动BETA



资料来源:申万宏源研究

图34：转债和可交换债兜底溢价率走势



注:单券兜底溢价率= \min (转股溢价率, 纯债溢价率)

资料来源:申万宏源研究

2.3.2 大部分行业的转债不贵，正股估值低于行业中枢

表7：转债折溢价率估值与转债股样本估值基本指标

行业	转债估值分位数 (中值)	全行业 (中位数)				转债样本 (中位数)				股息率	波动率	样本个数
		PE	PB	PE分位	PB分位	PE	PB	PE分位	PB分位			
非银金融	64.65%	28.72	2.09	0.57	0.47	24.67	1.63	0.10	0.38	1.23%	42%	7
建筑材料	61.73%	15.40	2.45	0.23	0.66	17.51	2.55	0.22	0.57	1.33%	45%	4
通信	60.12%	131.61	2.77	0.94	0.54	21.85	2.83	0.26	0.44	0.68%	46%	8
国防军工	57.99%	101.46	3.16	0.72	0.47	1965.02	3.75	0.76	0.15	0.03%	45%	2
电子	57.47%	65.87	4.81	0.70	0.91	41.35	4.23	0.47	0.42	0.69%	53%	15
机械设备	56.93%	50.22	2.77	0.75	0.49	40.51	3.75	0.51	0.33	0.55%	48%	22
传媒	56.61%	-173.71	3.20	0.92	0.38	21.41	1.41	0.36	0.10	1.03%	43%	10
采掘	56.53%	10.40	1.00	0.18	0.05	-27.16	0.90	0.26	0.11	3.39%	27%	4
食品饮料	55.98%	49.41	9.93	0.81	0.96	35.97	4.24	0.50	0.65	0.44%	40%	5
医药生物	55.61%	69.52	5.49	0.89	0.83	32.25	3.68	0.35	0.35	0.47%	42%	23
化工	55.28%	38.78	1.95	0.91	0.41	37.56	2.73	0.52	0.33	0.73%	43%	31
休闲服务	54.90%	431.33	6.48	0.95	0.95	9.88	3.77	0.54	0.58	0.00%	53%	2
银行	54.27%	6.19	0.72	0.24	0.02	8.15	0.73	0.12	0.07	4.33%	27%	9
电力	54.26%	18.50	1.48	0.25	0.14	14.41	1.41	0.23	0.12	3.34%	21%	5
电气设备	54.24%	55.95	3.28	0.83	0.52	39.32	2.05	0.48	0.20	0.54%	42%	15
轻工制造	53.65%	49.30	2.97	0.77	0.66	25.87	2.36	0.35	0.35	0.80%	40%	19
有色金属	53.56%	181.85	2.48	0.87	0.31	54.13	2.51	0.65	0.20	0.64%	43%	18
家用电器	51.17%	26.98	3.47	0.77	0.71	27.12	2.88	0.24	0.21	1.23%	41%	5
计算机	50.50%	236.76	5.25	0.99	0.72	34.05	3.68	0.47	0.33	0.59%	47%	14
交通运输	49.81%	49.68	1.62	0.91	0.29	27.05	2.47	0.70	0.28	3.13%	35%	6
建筑装饰	49.77%	9.62	0.99	0.10	0.02	18.69	1.55	0.25	0.17	1.20%	36%	19
商业贸易	48.76%	34.22	1.73	0.47	0.13	46.00	1.75	0.73	0.32	1.76%	34%	4
环保工程及服务	45.82%	51.33	2.23	0.54	0.21	22.67	2.18	0.24	0.27	1.12%	39%	11
农林牧渔	45.56%	21.02	4.29	0.01	0.69	29.45	3.89	0.40	0.51	0.59%	48%	10
汽车	45.14%	43.37	2.01	0.87	0.40	30.05	1.72	0.54	0.36	0.93%	42%	19
钢铁	38.96%	14.07	0.94	0.42	0.22	12.33	0.94	0.56	0.18	4.11%	30%	8
纺织服装	33.58%	101.89	1.97	0.97	0.30	25.45	2.70	0.44	0.12	1.06%	42%	12

注：转债各行业样本少（有的甚至仅1个），不具备行业代表性，数据取自2020年9月11日

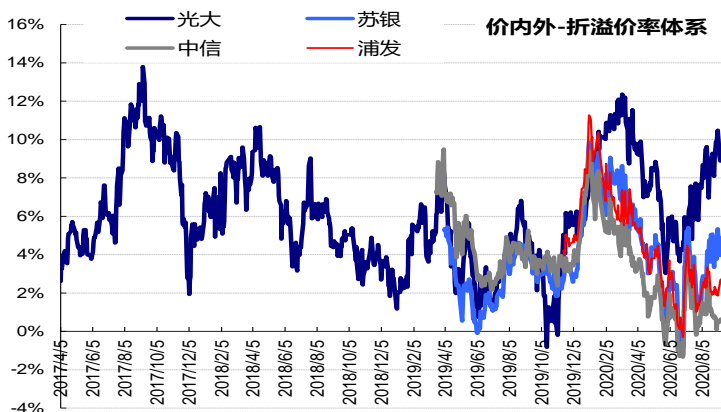
资料来源:申万宏源研究

2.4.1 关注风格切换下银行的阶段性机会

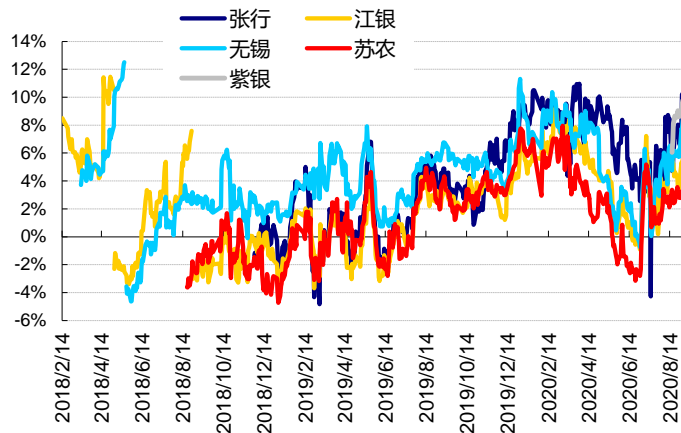
■ 估值优势、风格切换以及基本面认可度的变化是银行转债后期的主要催化剂；

- 7-8月银行转债普遍享受了估值支撑，部分品种未来可能将承受估值下行和盈利下调的双重压力；
- 大行转债估值分化加大，光大估值不低

图35：银行转债折溢价率历史走势（价内外体系） 图36：农商行转债折溢价率历史走势（价内外体系）



资料来源:申万宏源研究



资料来源:申万宏源研究

2.4.2 估值将吞噬不少收益

■ 兼具防御和弱进攻可选苏银；光大弹性略好，持债体验度却可能一般

- 估值的波动，使得转债的弹性系数在股票波动较小时非线性且比想象中的不规律；股票上涨波动区间较大时，因赎回条款的存在，弹性系数又会趋于一致；下跌空间较大时，因债底的存在，弹性系数波动区间也会减少
- 处于平衡区、正股波动又不大的银行品种，估值的影响往往最不应忽略
- 城商行转债后续还有新增供给

图37：光大转债相对于股票的弹性模拟

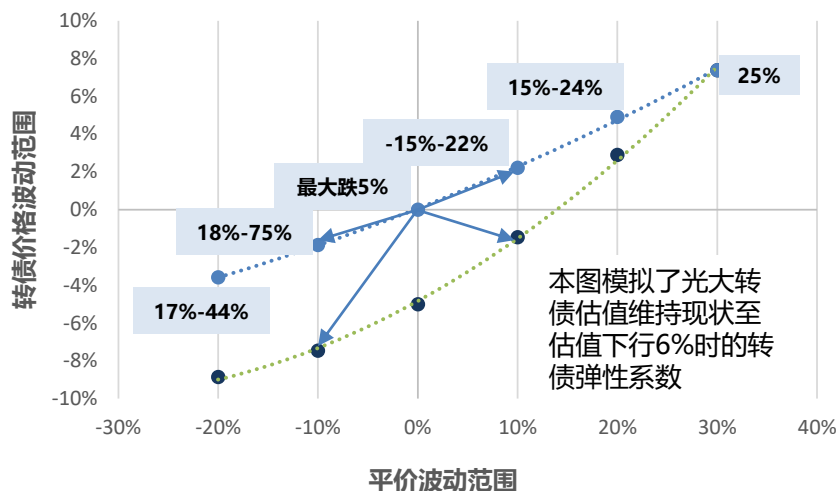


图38：光大转债估值分位数与价格对比



资料来源:申万宏源研究
注：与2020年9月10日数据比

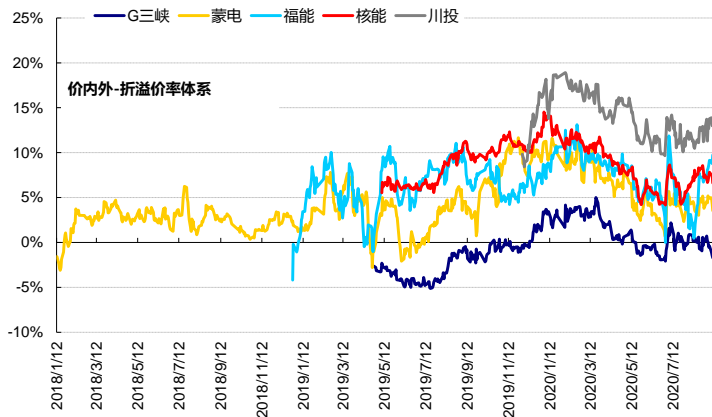
资料来源:申万宏源研究

2.4.3 电力转债防御中有成长

■ 长电将冲击赎回，福能改善空间大

- G三峡EB平价超过120元即能开始累积触发赎回天数，长电后续如虽有稳稳的幸福，但G三峡EB的获利空间感不是很高
- 需求回复、投资收益和气电补贴兑付、资产注入接近兑现、风电成长高度确定，福能业绩将强势反弹；不过福能转债估值不算便宜

图39：电力转债折溢价率历史走势（价内外体系）



资料来源:申万宏源研究

图40：长电股息率与国债收益率的变化



资料来源:申万宏源研究

2.4.4 券商转债有催化，但时间成本可能不低

■ 券商期待政策和业绩的催化，券商股票不贵，转债不便宜

- 券商转债自6月以来估值已修复不少；价内外角度看，华安略贵，长证略便宜
- 国君正股估值较低，上半年投资负贡献，二季度单季业绩增速高；长江证券未来两年业绩预期在行业中偏低

图41：券商转债折溢价率历史走势



资料来源:申万宏源研究

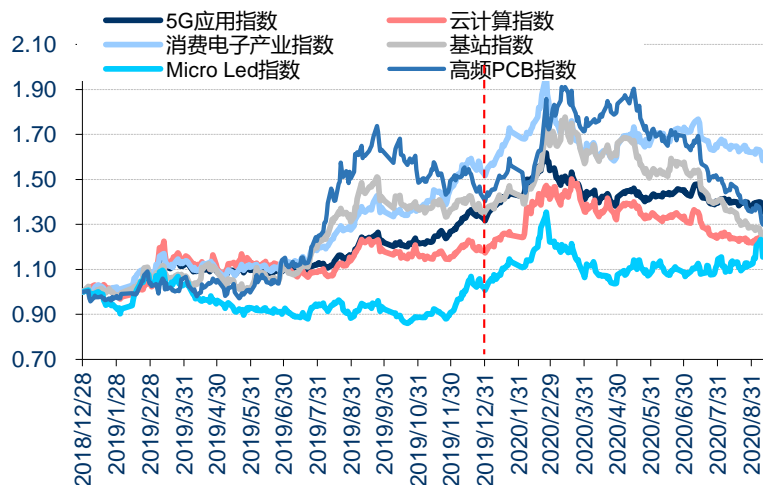
注:数据取自2020年9月11日

2.5.1 科技板块局部精彩，弱势主线可静待入场机会

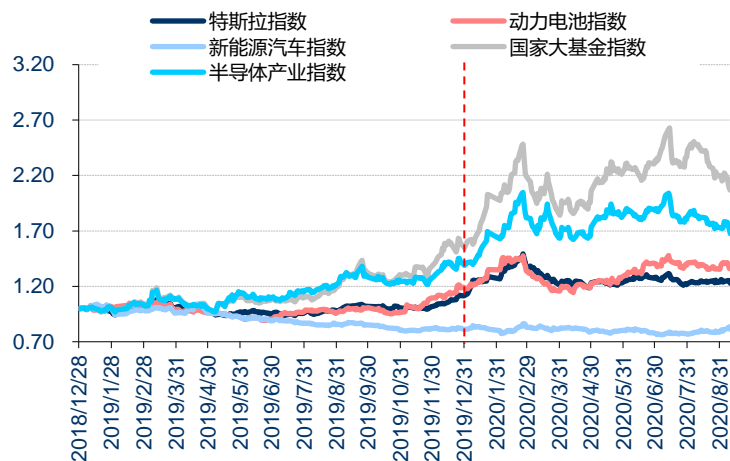
■ 三季度板块整体受风险偏好和事件压制

- 指数角度看，5G基建相关（基站、高频PCB、IDC）因事件因素走的相对较弱，应用端相对较好。半导体、国家大基金回撤较多，动力电池板块没有明显的超额收益。
- 科技板块未来还会有不少催化，可持续关注产业链数据、“十四五”规划，同时留意风险偏好变化带来的短期波动

图42：TMT行业自2019年以来的走势（相对申万A指） 图43：新能源、半导体行业自2019年以来的走势（相对申万A指）



资料来源:申万宏源研究



资料来源:申万宏源研究

2.5.2 5G仍有券可挖

- 5G基建业绩弱且有进展不及预期的担忧，但未来可能有修复空间，需要基建数据逐步确认和政策支撑；
- 5G应用端，市场对苹果产业链、Mini Led、可穿戴仍有期待，PCB估值不高，需关注基本面改善数据。

表8：半导体、5G相关标的基本情况

行业分类	名称	最新价格	转换价值	转股溢价率	纯债溢价率	转债估值历史分位数	评级	质押率	商誉占比	股票PE分位	股票PB分位	2019年底至今股票涨跌幅	存量	价内外	申万二级行业名称	2020年中报(归母扣非同比)
5G基建	石英转债	147.00	145.36	1.13%	64.30%		AA-	10.21%	0.99%	20%	74%	17.55%	1.31	1.62	金属非金属新材料	-7.99%
	永鼎转债	122.25	122.42	-0.14%	30.02%	23%	AA	21.10%	12.39%	2%	71%	38.77%	6.75	1.30	通信设备	-882.85%
	烽火转债	119.08	94.62	25.85%	31.24%	70%	AAA	0.00%	0.02%	57%	43%	-10.54%	30.88	1.04	通信设备	-88.89%
	特发转债	116.73	83.29	40.15%	28.40%	73%	AA	0.00%	16.19%	31%	46%	-4.65%	5.50	0.92	通信设备	-238.81%
	纵横转债	103.00	71.13	44.80%	33.11%	41%	A+	8.23%	0.00%	1%	1%	-26.32%	2.70	0.92	通信设备	-281.04%
	佳力转债	109.18	77.61	40.68%	29.38%	58%	AA-	20.18%	0.00%	80%	55%	33.49%	3.00	0.92	专用设备	-20.38%
5G应用	城地转债	112.20	84.32	33.06%	45.87%	62%	AA-	12.57%	41.95%	8%	37%	39.43%	12.00	1.10	房屋建设Ⅱ	24.35%
	拓邦转债	129.59	128.52	0.83%	28.23%	31%	AA	12.63%	6.09%	10%	19%	27.61%	5.71	1.27	电子制造	18.76%
	贵广转债	112.09	91.56	22.42%	13.32%	57%	AA+	0.00%	0.05%	90%	11%	-8.48%	15.27	0.93	文化传媒	-66.24%
	长信转债	182.00	181.30	0.39%	92.63%		AA	3.77%	4.15%	33%	46%	9.72%	3.06	1.92	光学光电子	6.69%
	聚飞转债	138.70	144.98	-4.33%	61.35%		AA-	2.83%	0.76%	30%	64%	35.87%	7.05	1.69	光学光电子	-1.76%
	利德转债	132.15	130.09	1.59%	41.34%	41%	AA+	13.98%	31.70%	75%	29%	19.61%	8.00	1.39	光学光电子	-62.92%
	联创转债	116.75	79.28	47.26%	30.29%	75%	AA	8.28%	0.00%	58%	30%	-12.31%	3.00	0.88	光学光电子	-27.01%
	华体转债	107.81	71.17	51.49%	48.47%	58%	A+	17.46%	0.00%	47%	37%	-17.55%	2.09	0.98	光学光电子	-33.17%
	兴森转债	113.50	79.55	42.68%	24.61%	68%	AA	12.22%	7.75%	18%	90%	39.45%	2.69	0.87	元件Ⅱ	16.70%
	景20转债	-	95.44	4.78%	15.93%	-	AA	5.40%	0.00%	-	-	8.30%	17.80	1.11	元件Ⅱ	14.35%
	歌尔转债	178.50	183.50	-2.72%	98.55%		AA+	4.77%	0.11%	98%	77%	115.47%	40.00	2.04	电子制造	76.80%
游戏	欣旺转债	144.47	129.93	11.19%	62.24%	79%	AA	16.84%	1.22%	90%	78%	42.36%	11.20	1.46	电子制造	-140.79%
	瀛通转债	115.00	92.63	24.15%	38.09%	63%	AA-	31.45%	6.84%	64%	40%	-20.23%	3.00	1.11	电子制造	0.37%
	宝通转债	126.89	110.43	14.90%	52.60%	71%	AA-	3.55%	42.40%	36%	62%	55.33%	5.00	1.33	互联网传媒	40.05%
半导体相关	游族转债	123.54	111.14	11.16%	28.54%	61%	AA	16.93%	7.97%	77%	9%	-18.61%	6.83	1.16	互联网传媒	10.89%
	石英转债	147.00	145.36	1.13%	64.30%		AA-	10.21%	0.99%	20%	74%	17.55%	1.31	1.62	金属非金属新材料	-7.99%
云安全/云计算	精测转债	128.10	109.15	17.36%	45.84%	75%	AA-	7.30%	0.61%	93%	24%	-0.19%	3.09	1.24	仪器仪表Ⅱ	-72.01%
	太极转债	132.80	125.22	6.05%	42.32%	59%	AA	0.00%	11.45%	47%	60%	1.39%	9.60	1.34	计算机应用	-23.37%
人工智能	博彦转债	119.48	114.11	4.71%	35.69%	37%	AA-	2.80%	20.52%	15%	13%	1.30%	5.29	1.30	计算机应用	-0.38%

资料来源：申万宏源研究

注：数据截止2020年9月14日

2.5.3 光伏高景气、全球电动化加速

- 光伏进入涨价周期，隆基、福莱业绩预期较好，主要关注阶段性股票估值压力；
- 新能源车方面，上游钴价市场有分歧，璞泰业绩低于预期，期待后续新能源车数据改善带动
- 军工相关企业中，楚江、火炬关注度略高，苏试较贵；

表9：光伏、风电、军工、新能源相关标的基本情况

行业分类	名称	最新价格	转换价值	转债溢 价率	纯债溢 价率	转债估值历 史分位数	评级	质押率	商誉占比	股票PE 分位	股票PB 分位	2019年底 至今股票涨 跌幅	存量	价内外	申万二级行业名称	2020年中报 (归母扣非 同比)
光伏、风电 相关	隆20转债	153.77	138.00	11.43%	73.15%	83%	AAA	8.31%	0.04%	67%	97%	195.12%	50.00	1.55	电源设备	95.06%
	明阳转债	125.53	119.10	5.40%	40.45%	51%	AA	0.58%	1.57%	19%	56%	21.46%	16.98	1.33	电源设备	85.30%
	上机转债	195.17	211.95	-7.92%	135.92%		AA-	0.00%	0.00%	92%	94%	267.00%	6.65	2.56	专用设备	70.75%
	福莱转债	167.28	172.12	-2.81%	80.44%		AA	0.00%	0.00%	59%	87%	92.42%	14.50	1.86	玻璃制造II	91.79%
新能源汽车	璞泰转债	135.81	127.81	6.26%	44.32%	62%	AA	2.56%	2.47%	97%	93%	24.90%	8.69	1.36	电源设备	-26.84%
	蓝晓转债	173.20	173.54	-0.20%	115.66%		A+	1.03%	2.12%	36%	89%	40.39%	1.12	2.16	化学制品	-21.35%
	恩捷转债	135.31	131.23	3.11%	49.96%	53%	AA	4.72%	0.91%	75%	38%	69.51%	16.00	1.45	化学制品	-17.14%
	光华转债	118.54	109.20	8.55%	34.11%	51%	AA-	29.27%	0.43%	99%	22%	11.48%	2.49	1.24	化学制品	-76.92%
	久吾转债	121.04	116.35	4.02%	48.45%	37%	A+	0.00%	1.78%	24%	42%	22.89%	2.54	1.43	环保工程及服务II	-10.73%
	中鼎转2	119.96	89.04	34.72%	24.82%	76%	AA+	11.47%	29.51%	72%	13%	16.59%	12.00	0.93	汽车零部件II	-77.79%
	寒锐转债	131.60	121.74	8.10%	54.46%	63%	AA-	13.05%	0.00%	80%	2%	-15.17%	4.03	1.43	稀有金属	175.81%
	盛屯转债	128.53	129.51	-0.76%	42.88%	24%	AA	21.41%	13.16%	31%	23%	20.30%	23.86	1.44	稀有金属	237.54%
	中矿转债	119.19	101.09	17.90%	39.54%	64%	AA-	1.46%	43.58%	25%	7%	-6.57%	8.00	1.18	稀有金属	-38.27%
	先导转债	131.80	111.08	18.65%	45.03%	79%	AA	6.69%	24.18%	58%	29%	-3.33%	10.00	1.22	专用设备	-41.96%
	银河转债	112.14	96.35	16.38%	52.21%	52%	A+	21.86%	0.00%	99%	18%	1.49%	1.67	1.31	专用设备	-165.43%
军工相关	火炬转债	151.92	145.05	4.74%	70.94%	-	AA	2.01%	0.59%	34%	51%	61.31%	6.00	1.63	元件II	33.18%
	苏试转债	139.12	115.42	20.53%	74.33%	84%	AA-	7.54%	0.29%	40%	43%	29.10%	3.10	1.45	仪器仪表II	32.36%
	航新转债	124.80	114.40	9.09%	47.22%	58%	AA-	3.72%	32.58%	54%	8%	6.26%	2.50	1.35	航空装备II	-81.58%
	楚江转债	124.21	112.14	10.76%	39.90%	61%	AA	12.86%	21.83%	56%	21%	33.83%	18.30	1.26	工业金属	-77.13%
	沪工转债	111.76	89.73	24.55%	51.68%	57%	A+	10.28%	21.82%	25%	43%	37.78%	4.00	1.22	通用机械	37.10%

资料来源：申万宏源研究

注：数据截止2020年9月14日

2.6 主流消费业绩无忧，消化估值尚待时日

■ 消费多为长线品种，需要以时间换空间

- 医药连锁7月以来已累积一定超额收益，后续需留意风格切换及估值压力，但长期依然看好；九州价格和估值都不高，市场认可度相对较弱；健友估值压力有所释放
- 猪价预期四季度震荡下行，但幅度可控，明年预期逐季下行；相关转债已剧烈调整，短线反而可期待季报行情和估值修复，长线需考虑产能扩张节奏带来的成长性是否被市场认可
- 家悦估值持续改善，可继续关注；安20估值不低；金属包装业绩预期明显改善

表10：内需型转债或消费类转债

行业分类	名称	最新价格	转换价值	转股溢价率	纯债溢价率	转债估值历史分位数	评级	质押率	商誉占比	股票PE分位	股票PB分位	2019年底至今股票涨跌幅	存量	价内外	申万二级行业名称	2020年中报(归母扣非同比)
医药	健友转债	126.41	101.71	24.28%	42.93%	78%	AA	5.97%	0.00%	74%	89%	34.69%	5.03	1.15	化学制药	44.30%
	康弘转债	133.01	131.76	0.95%	46.65%	38%	AA	0.03%	4.39%	50%	38%	26.66%	15.64	1.45	化学制药	-7.22%
	一心转债	144.98	145.36	-0.26%	56.98%		AA	16.33%	21.97%	62%	60%	69.56%	4.19	1.57	医药商业II	19.43%
	益丰转债	141.58	138.78	2.02%	59.40%	56%	AA	0.83%	57.69%	92%	95%	91.18%	15.81	1.56	医药商业II	31.20%
	九州转债	112.95	89.57	26.10%	7.79%	60%	AA+	27.38%	0.64%	0%	10%	15.97%	14.99	0.85	医药商业II	55.44%
	润达转债	124.97	105.31	18.66%	42.45%	73%	AA	18.49%	55.53%	40%	35%	41.55%	5.50	1.20	医疗服务II	-39.87%
	科华转债	111.50	83.58	33.40%	32.46%	61%	AA	10.18%	33.43%	49%	22%	54.27%	7.38	0.99	医疗器械II	42.75%
食品、零售相关	安20转债	140.69	141.09	-0.28%	62.39%		AA	0.00%	0.03%	97%	98%	176.42%	9.00	1.63	食品加工	55.31%
	龙大转债	135.99	113.18	20.15%	47.81%	82%	AA	36.85%	2.30%	0%	65%	55.49%	9.50	1.23	食品加工	222.16%
	海容转债	141.05	139.68	0.98%	78.97%	53%	AA-	11.00%	0.00%	92%	92%	121.80%	5.00	1.77	通用机械	13.00%
	家悦转债	123.46	94.39	30.80%	39.07%	78%	AA	2.45%	8.57%	87%	91%	49.25%	6.45	1.06	一般零售	31.68%
农林牧渔	海大转债	180.00	181.92	-1.06%	98.69%		AA+	5.21%	3.69%	92%	99%	76.83%	28.30	2.01	饲料II	65.99%
	希望转债	156.66	156.44	0.14%	74.70%		AAA	0.00%	2.90%	76%	95%	54.74%	19.35	1.74	饲料II	97.58%
	正邦转债	131.78	117.34	12.31%	45.56%	73%	AA+	16.11%	0.32%	15%	50%	17.05%	16.00	1.30	饲料II	1458.83%
	晨光转债	133.50	121.96	9.46%	57.14%	68%	AA-	20.31%	0.04%	35%	97%	100.64%	6.30	1.44	农产品加工	35.75%
	国光转债	119.50	93.94	27.21%	51.60%	72%	AA-	12.52%	0.00%	38%	25%	22.88%	3.20	1.19	化学制品	7.13%
	雪榕转债	134.29	136.42	-1.56%	62.52%	25%	AA-	2.26%	0.00%	47%	65%	142.13%	5.85	1.65	种植业	54.30%
包装	奥瑞转债	127.49	126.72	0.60%	37.45%	27%	AA+	26.01%	0.67%	88%	31%	35.37%	10.80	1.37	包装印刷II	-79.33%
	东风转债	114.45	94.22	21.47%	23.83%	60%	AA	22.57%	10.68%	98%	7%	-3.43%	2.95	1.02	包装印刷II	-29.41%
家电	奥佳转债	142.20	140.41	1.28%	57.97%		AA	28.54%	6.34%	30%	34%	45.19%	6.57	1.56	白色家电	49.07%

资料来源:申万宏源研究

注：数据截止2020年9月14日

2.7 周期类品种择优选择

■ 周期成长在夏季相对强势，市场的偏好持续度需要关注，但优质细分龙头仍值得择优选取

- 四季度传统旺季即将来临，家居、汽车产业链有望迎来销售高峰；环保政策陆续落地，细分龙头将受益政策催化；基建与房地产投资增速2020Q3都有见顶预期，标的选择不妨“因地制宜”
- 缺乏业绩支撑的纯题材类品种建议谨慎选择

表11：部分周期转债简表

行业分类	名称	最新价格	转换价值	转股溢价率	纯债溢价率	转债估值历史分位数	评级	质押率	商誉占比	股票PE分位	股票PB分位	2019年底至今股票涨跌幅	存量	价内外	申万二级行业名称	2020年中报(归母扣非同比)
家居	金牌转债	139.57	131.20	6.38%	57.81%	66%	AA-	22.58%	0.00%	54%	49%	22.79%	2.78	1.48	家用轻工	-25.35%
	欧派转债	153.05	152.96	0.06%	65.88%		AA	0.01%	0.00%	62%	58%	32.30%	10.48	1.66	家用轻工	-25.59%
	好客转债	123.00	106.45	15.54%	33.06%	67%	AA	0.31%	0.00%	35%	20%	8.42%	6.03	1.15	家用轻工	-56.25%
造纸	太阳转债	161.95	161.40	0.34%	63.19%		AA+	0.00%	0.25%	31%	53%	41.59%	11.22	1.63	造纸II	1.35%
物流	宏川转债	118.50	90.77	30.56%	53.96%	72%	AA-	23.89%	11.08%	50%	79%	62.27%	6.70	1.18	物流II	5.49%
汽车	新泉转债	218.40	220.11	-0.78%	130.61%		AA	22.07%	0.00%	96%	80%	119.78%	1.64	2.32	汽车零部件II	3.67%
	常汽转债	150.79	145.49	3.64%	73.40%		AA-	0.00%	0.00%	63%	38%	10.45%	4.60	1.67	汽车零部件II	5.30%
	远东转债	125.99	121.84	3.41%	36.89%	42%	AA	0.00%	0.00%	15%	36%	16.36%	7.26	1.32	汽车零部件II	11.27%
环保	瀚蓝转债	146.50	139.90	4.72%	63.13%	69%	AA+	0.00%	4.71%	66%	93%	62.68%	9.92	1.56	环保工程及服务II	0.86%
	维尔转债	128.50	128.74	-0.19%	48.57%	25%	AA-	23.11%	24.98%	13%	27%	42.08%	9.17	1.49	环保工程及服务II	1.79%
地产、基建相关	全筑转债	120.66	117.68	2.53%	31.64%	28%	AA	22.49%	14.20%	33%	10%	11.18%	3.84	1.28	装修装饰II	-21.07%
	法兰转债	126.87	116.71	8.70%	54.50%	60%	AA-	25.81%	32.58%	41%	76%	58.71%	3.30	1.42	专用设备	38.88%
	天路转债	126.92	114.66	10.69%	38.48%	64%	AA	10.62%	0.00%	20%	16%	13.09%	7.06	1.25	水泥制造II	-37.29%
	万青转债	134.95	114.41	17.96%	44.85%	80%	AA+	0.00%	5.00%	21%	42%	39.12%	10.00	1.23	水泥制造II	13.97%
	永高转债	138.13	130.52	5.83%	56.59%	64%	AA	1.31%	1.28%	24%	73%	75.34%	7.00	1.48	其他建材II	43.73%
	交科转债	118.46	106.90	10.81%	29.82%	54%	AA+	0.00%	0.00%	55%	19%	-0.17%	25.00	1.17	基础建设	17.03%
	博特转债	161.20	167.90	-3.99%	91.46%		AA-	0.00%	4.59%	67%	96%	90.11%	6.97	1.99	化学制品	24.88%
特高压	华阳转债	126.50	107.41	17.78%	57.64%	74%	AA-	15.16%	0.68%	72%	70%	29.08%	4.50	1.34	房屋建设II	9.16%
	白电转债	111.48	97.30	14.58%	22.27%	49%	AA	24.04%	0.00%	46%	11%	0.29%	8.80	1.07	高低压设备	-209.55%
	杭电转债	104.76	81.37	28.74%	7.33%	42%	AA	0.59%	0.00%	11%	10%	7.48%	7.50	0.83	高低压设备	-14.88%
轨交	明泰转债	109.35	91.79	19.14%	16.00%	50%	AA	1.39%	0.09%	2%	4%	-9.83%	18.39	0.97	工业金属	2.54%
	天铁转债	145.80	151.58	-3.81%	77.16%		AA-	22.61%	20.11%	57%	91%	65.74%	3.99	1.84	橡胶	59.60%
	飞鹿转债	128.78	126.26	1.99%	64.84%	38%	A+	4.52%	6.00%	88%	63%	17.15%	1.77	1.62	化学制品	-85.93%
	红相转债	145.06	143.88	0.82%	65.59%		AA-	17.24%	47.16%	41%	51%	93.67%	5.85	1.64	电气自动化设备	7.64%

资料来源:申万宏源研究

注：数据截止2020年9月14日

2.8 下修与回售“无人问津”

■ 今年以来，下修与回售博弈关注度较低

- 今年广汽、顺昌、辉丰、15国盛、16皖新、17山高曾满足回售条款，持有者普遍放弃回售，15国盛EB回售登记面值2347万，顺昌回售登记数量仅为10张，16皖新EB无持有人回售。
- 济川、钧达、无锡、洪涛、荣晟、华锋、维格、搜特曾行使下修条款，但投资者对于下修博弈的热情亦不高，下修仍以促转股或促转股时兼顾股东配售收益目的为主。

表12：今年以来转债下修记录

转债简称	修正董事会公告日	修正股东大会召开日	修正股东大会公告日	转股价				摊薄压力			转债价格（董事会公告日）
				修正前	修正后	股价/均价高者	修正幅度	修正前	修正后	新增幅度	
济川转债	2020/2/14	2020/3/2	2020/3/3	38.81	25.5	1	34.30%	1.99%	3.04%	1.04%	108.33
钧达转债	2020/2/27	2020/3/13	2020/3/14	21.66	14.93	1	31.07%	12.22%	17.72%	5.51%	111.87
无锡转债	2020/4/9	2020/4/28	2020/4/29	6.52	5.97	BPS约束	8.44%	24.89%	27.18%	2.29%	109.96
辉丰转债	2020/6/6	2020/6/24	2020/6/29	7.71	4.38	1.52	43.19%	7.26%	12.79%	5.52%	100.05
荣晟转债	2020/6/10	2020/6/30	2020/7/1	13.06	11.54	1	11.64%	10.17%	11.52%	1.34%	109.18
洪涛转债	2020/6/13	2020/6/29	2020/6/30	8	3.12	1	61.00%	12.00%	30.78%	18.78%	102.45
华锋转债	2020/6/15	2020/6/30	2020/7/1	13.09	11.71	1	10.54%	15.27%	17.07%	1.80%	107.65
维格转债	2020/7/16	2020/7/31	2020/8/4	10.52	9.85	BPS约束	6.37%	28.08%	29.99%	1.91%	89.69
搜特转债	2020/8/25	2020/9/9	2020/9/10	5.36	2.9	1	45.90%	4.83%	8.92%	4.09%	105.11

表13：部分满足下修条款的转债列表

简称	修正条件	股价需涨多少避免触发	是否下修过	回售起始日	大股东持有比例	简称	修正条件	股价需涨多少避免触发	回售起始日	大股东持有比例
小康转债	20 (10) <90%	69.22%	是	2021/11/6	39.75%	双环转债	30 (15) <90%	25.54%	2021/12/25	6.23%
久其转债	30 (15) <90%	31.87%	是	2021/6/7	0	永东转债	20 (10) <90%	28.86%	2021/4/16	0
迪龙转债	20 (10) <85%	19.90%	是	2021/12/27	0	科达转债	30 (15) <85%	39.54%	2024/3/9	0
岭南转债	30 (15) <90%	27.86%	是	2022/8/14	0	海澜转债	30 (15) <85%	47.74%	2022/7/13	33.85%
华体转债	30 (15) <85%	15.11%		2024/3/31	26.27%	嘉澳转债	20 (10) <90%	54.15%	2021/11/10	0
大丰转债	30 (15) <85%	15.46%		2023/3/27	0	亚太转债	30 (15) <85%	73.01%	2021/12/4	19.81%
天创转债	30 (15) <80%	19.10%		2024/6/24	20.83%	岩土转债	30 (15) <85%	83.55%	2022/3/15	0
大业转债	20 (10) <90%	25.53%		2022/5/9	4.37%	亚药转债	30 (15) <85%	140.64%	2023/4/2	0

2.9.1 赎回博弈愈发复杂

■ 今年已有38只转债赎回退市，放弃赎回机会的亦不少见

- 放弃赎回的原因可能有：1、股东未来有减持计划，2、上市公司有再融资计划在进行中，3、担心赎回促转股对股本摊薄及抛压影响，4、同行业公司策略选择效仿
- 创业板赎回新规则实施后，大部分公司已参照新规则发布公告。

表14：创业板部分转债赎回相关记录

债券代码	债券名称	满足赎回条件的日子	公告日	是否赎回	备注
123029.SZ	英科转债	2020-6-15 ~ 2020-7-10	2020-7-14	否	数满18日，满足后第2个交易日发公告
123029.SZ	英科转债	2020-7-14 ~ 2020-8-3	2020-8-5	否	数满15日，满足后第2个交易日发公告；
123029.SZ	英科转债	2020-8-4 ~ 2020-8-24	2020-8-25	否	数满15日，满足后第2个交易日发公告；表示2020年11月3日前均不赎回，在创业板首次使用未来3个月不赎回的说法
123025.SZ	精测转债	2020-6-12 ~ 2020-7-27	2020-7-29	否	数满30日，满足后第2个交易日发公告
123031.SZ	晶瑞转债	2020-6-15 ~ 2020-7-28	2020-7-29	否	数满30日，满足后第1个交易日发公告
123031.SZ	晶瑞转债	2020/7/29 ~ 2020/9/8	2020-9-9	否	数满30日，满足后第1个交易日发公告
123022.SZ	长信转债	2020/6/15 ~ 2020/7/28	2020-8-4	否	数满30日，满足后第5个交易日发公告，历史上发布过不赎回公告
123022.SZ	长信转债	2020/7/29 ~ 2020/9/8	2020-9-9	否	数满30日，满足后第1个交易日发公告
123034.SZ	通光转债	2020/7/15 ~ 2020/8/25	2020-8-27	否	数满30日，满足后第2个交易日发公告；表示本计息年度不再行使（至11月3日）；历史上满足过，没有出过赎回相关公告
123018.SZ	溢利转债	2020/7/31 ~ 2020/9/9	2020/9/10	否	数满30日，满足后第1个交易日发公告；历史上满足过，没有出过赎回相关公告
123017.SZ	寒锐转债	2020/7/15 ~ 2020/8/25	2020/8/26	否	数满30日，满足后第1个交易日发公告；历史上满足过，没有出过赎回相关公告
123038.SZ	联得转债	2020/7/28 ~ 2020/9/8	2020/9/10	否	数满31日范围，实际是刚满足15日，满足后第2个交易日发公告；
123027.SZ	蓝晓转债				历史上满足过，没有出过赎回相关公告
123040.SZ	乐普转债	2020-7-9 ~ 2020-7-29	2020-7-30	是	数满15日，满足后第1个交易日发公告
123020.SZ	富祥转债	2020-6-18 ~ 2020-7-31	2020-8-1	是	数满30日，满足后第1个交易日发公告，之前放弃过赎回
123041.SZ	东财转2	2020-7-17 ~ 2020-8-6	2020-8-7	是	数满15日，满足后第1个交易日发公告
123037.SZ	新莱转债	2020-6-29 ~ 2020-8-7	2020-8-10	是	数满30日，满足后第1个交易日发公告

资料来源:申万宏源研究

2.9.2 未来N个月不赎回模式的效仿者增多

■ 不赎回者有时有公告，有时无公告；数日子时有的按15日，有的按30日，长短不一

- 深主板及中小板对赎回规则的理解没有统一标准，似乎已经向上交所规则靠拢

表15：部分满足赎回条款但不行使赎回权力的转债的简单记录

转债代码	转债名称	赎回起始日	赎回条件	赎回触发 股价	股价需涨多少 能触发赎回	到期日	备注
113550.SH	常汽转债	2020/5/22	30 (15) $\geq 130\%$	12.55	-19.06%	2025/11/18	2020年12月17日前不赎回
110060.SH	天路转债	2020/5/2	30 (15) $\geq 130\%$	9.31	-16.97%	2025/10/28	2020年11月17日前不赎回
123029.SZ	英科转债	2020/2/24	30 (15) $\geq 130\%$	20.94	-85.76%	2025/8/16	2020年11月3日前不赎回
113555.SH	振德转债	2020/6/29	30 (15) $\geq 130\%$	18.21	-75.70%	2025/12/19	2020年11月7日前不赎回
128075.SZ	远东转债	2020/3/27	30 (15) $\geq 130\%$	7.20	-0.25%	2025/9/23	2020年11月24日前不赎回
113509.SH	新泉转债	2018/12/10	30 (15) $\geq 130\%$	18.49	-42.61%	2024/6/4	2020年11月30日前不赎回
128097.SZ	奥佳转债	2020/9/2	30 (15) $\geq 130\%$	13.90	-19.58%	2026/2/25	在股价数日子仅满足7天后发布不赎回公告，2021年9月9日前不赎回
123022.SZ	长信转债	2019/9/23	30 (15) $\geq 130\%$	8.00	-33.93%	2025/3/18	多次不赎回（创业板转债）
123031.SZ	晶瑞转债	2020/3/5	30 (15) $\geq 130\%$	24.09	-39.55%	2025/8/29	多次不赎回（创业板转债）
113548.SH	石英转债	2020/5/1	30 (15) $\geq 130\%$	19.63	-20.30%	2025/10/28	多次不赎回（上交所转债）
113520.SH	百合转债	2019/5/14	30 (15) $\geq 130\%$	18.56	-34.68%	2024/11/8	多次不赎回（上交所转债）
113543.SH	欧派转债	2020/2/24	30 (15) $\geq 130\%$	93.20	-14.09%	2025/8/16	多次不赎回（上交所转债）
113504.SH	艾华转债	2018/9/10	30 (15) $\geq 130\%$	27.47	0.03%	2024/3/1	多次不赎回（上交所转债）
113521.SH	科森转债	2019/5/22	30 (15) $\geq 130\%$	11.31	-31.45%	2024/11/16	多次不赎回（上交所转债）
123038.SZ	联得转债	2020/7/1	30 (15) $\geq 130\%$	32.88	-9.38%	2025/12/25	首次触发不赎回
113553.SH	金牌转债	2020/6/19	30 (15) $\geq 130\%$	57.38	-2.16%	2025/12/13	首次触发不赎回
128029.SZ	太阳转债	2018/6/28	30 (15) $\geq 130\%$	11.12	-19.81%	2022/12/22	没有发过公告
123026.SZ	中环转债	2019/12/16	30 (15) $\geq 130\%$	15.93	-4.24%	2024/6/10	没有发过公告

资料来源：申万宏源研究，Wind

注：数据取自2020年9月11日

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhyse.com
华南	梁皓凯	0755-23832050	18188609757	lianghaokai@swhyse.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhyse.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售人员索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

朱岚
zhulan@swsresearch.com
石凌宇
shily@swsresearch.com