

2023年度策略可转债篇

——不拒细壤，能就其高

证券分析师：李勇

执业证书编号：S0600519040001

联系邮箱：liyong@dwzq.com.cn

证券分析师：陈伯铭

执业证书编号：S0600523020002

联系邮箱：chenbm@dwzq.com.cn

2023年2月21日



■ 1、行情回顾

■ 2、一级市场

■ 3、条款博弈

■ 4、策略展望

■ 5、风险提示

1. 行情回顾

1.1 转债市场表现

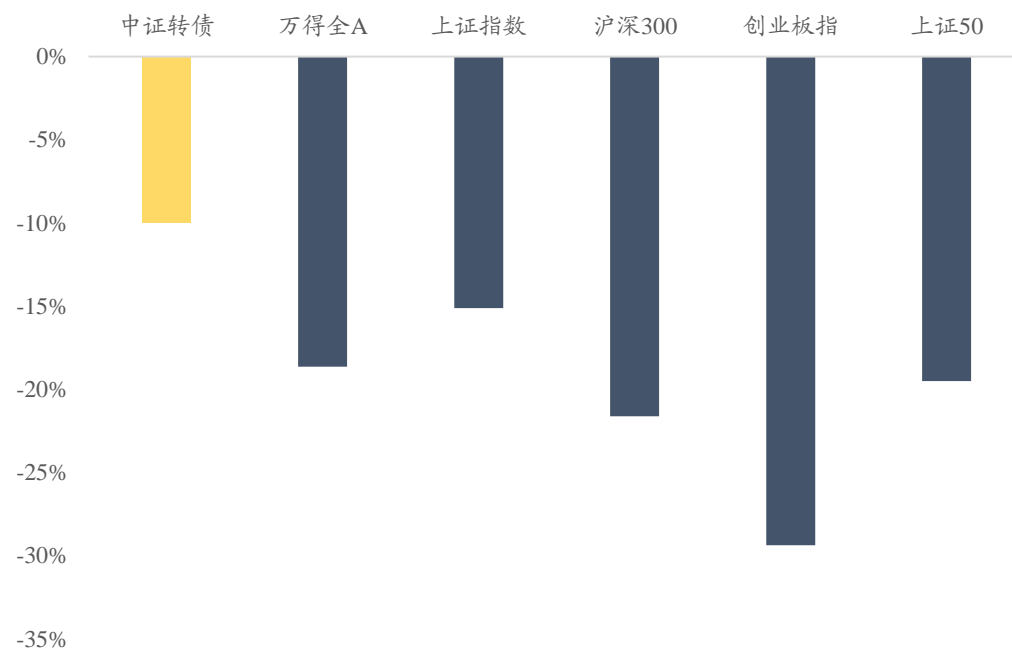
✓ 2022年以来，转债市场呈现多阶段性趋势：

- 中证转债指数年内整体呈下行趋势，大致分为三个阶段：1-4月底震荡下行并触及年内最低点，5-8月中旬随权益市场修复回暖上升，8-12月以来再次呈现震荡下行趋势。主要原因是：
 - 第一阶段：1-4月底，宏观层面在美债利率走高、俄乌冲突、上海疫情封控三个方面承压，权益市场向下调整；
 - 第二阶段：5-8月中旬，国内方面上海疫情纾困，国际方面俄乌冲突转入相持阶段，去白热化，同时4月底美债利率快速上行势头得到遏制，提振了A股市场的信心；
 - 第三阶段：8月中旬至今，一方面美联储表现出强硬鹰派，大幅上修加息终点引发市场震荡；另一方面，国内地产信用风险酝酿，A股市场再次转跌。
- 截至2022年12月31日，中证转债指数年内下跌10.02%，同期万得全A、上证指数、沪深300、创业板指、上证50依次下跌18.66%、15.13%、21.63%、29.37%、19.52%。由于债性保护，整体上转债市场表现优于权益市场。

图1：中证转债指数和万得全A



图2：2022年内各指数涨跌幅情况



1.2 个券表现

✓ 2022年转债个券涨跌分化，涨少跌多

- 截至2022年12月31日，从公开发行的467只存续可转债来看，共有187只可转债价格年内实现上涨，剩余280只可转债价格均呈现不同程度的下跌，跌幅最深至-51.80%。
- 从个券涨跌情况来看，盘龙转债、上能转债、贵广转债、横河转债、惠城转债为年内涨幅前五名，火炬转债、长信转债、恩捷转债、明泰转债、联泰转债为年内跌幅前五名。

图3: 2022年个券涨幅前30位

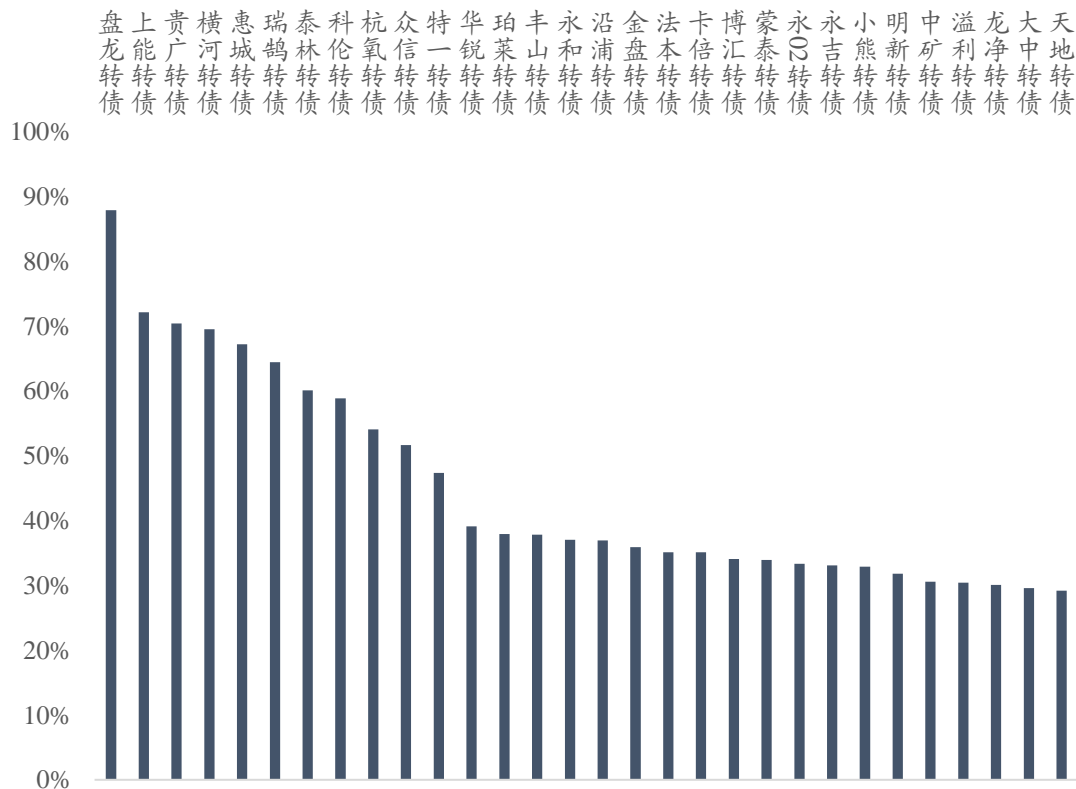
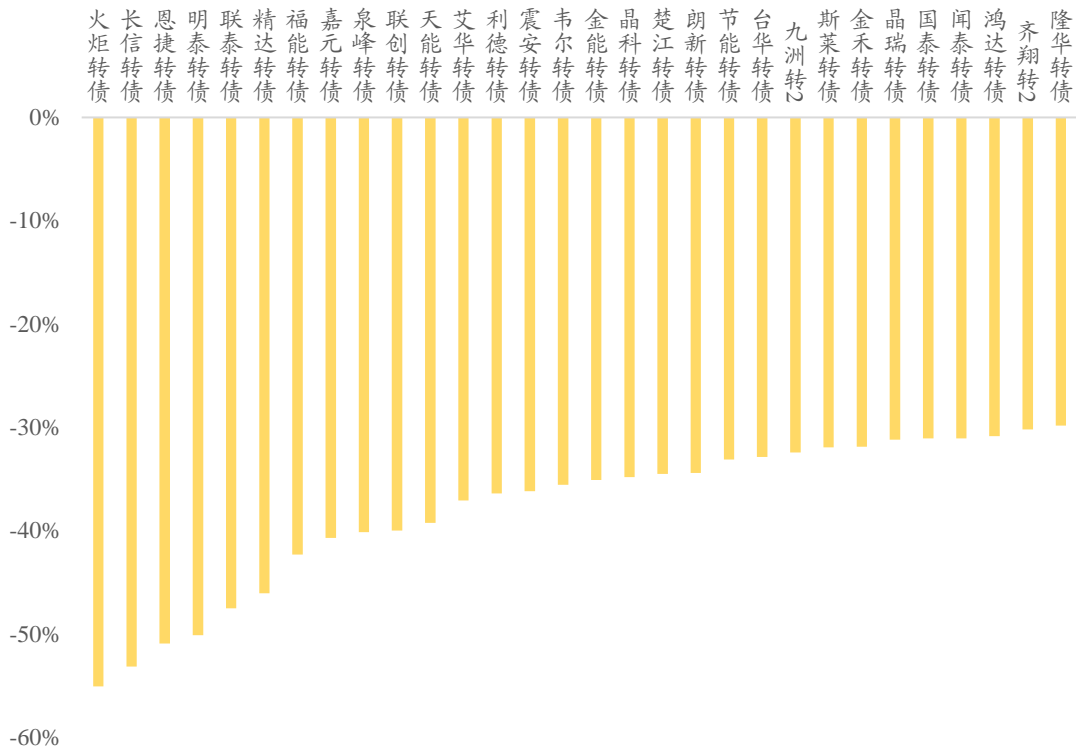


图4: 2022年个券跌幅前30位



1.3 转债估值表现

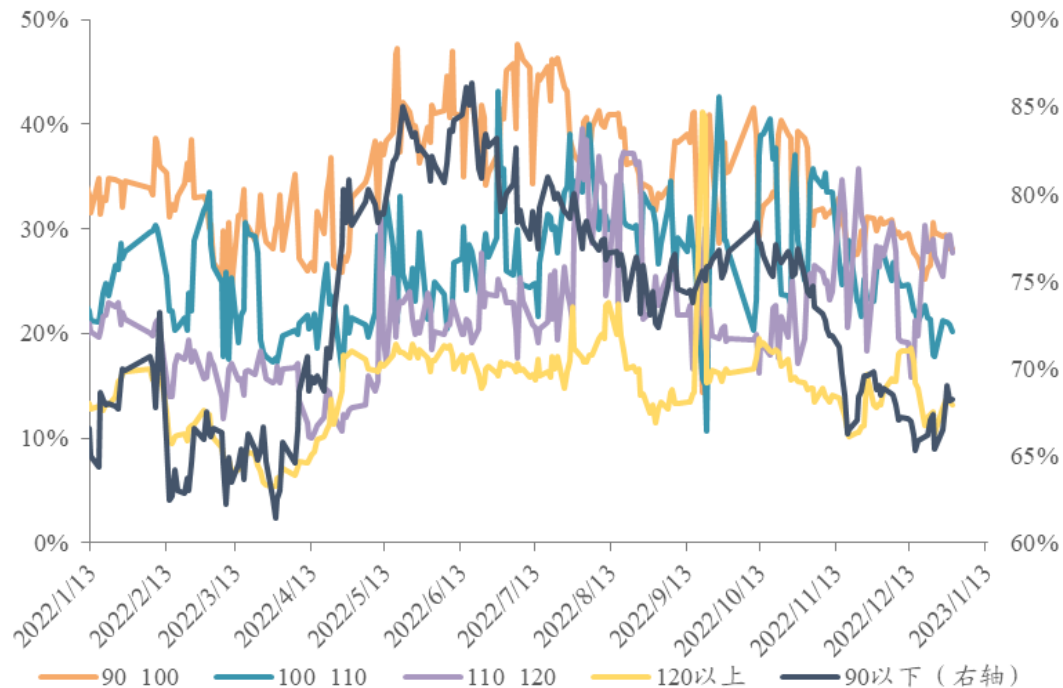
✓ 2022年以来，转股溢价率保持高位水平：

- 2022年年初以来至四月底，股市存在震荡下跌趋势，随着5-7月股市回暖，转股溢价率缓和下调，但全年来看转股溢价率处于高位。年内转股溢价率高点出现在10月28日，为52.60%。截至12月31日，转债市场转股溢价率均值为41.88%。
- 2022年以来，转股溢价率和纯债溢价率差值走阔，差值一度达到35.28%。转股溢价率和纯债溢价率分别衡量当前转债价格相对于转股价值和纯债价值的溢价程度，其差值走阔说明可转债债性增强，正股价格波动带来的涨跌幅被转股溢价率对冲，可转债弹性下降。
- 可转债价格=平价+溢价=平价*(1+转股溢价率)，将平价划分多个区间、分别讨论转股溢价率有助于厘清转债价格的结构。2022年以来，平价90元以下、90-100元、100-110元、110-120、120以上的转股溢价率均值分别为73.25%、34.67%、26.49%、21.86%、14.70%，2022年年初以来转股溢价率分别变动4.43pct、-6.39pct、-2.18pct、8.83pct、0.15pct。

图5：2022年转股溢价率和纯债溢价率走势（单位：%）



图6：转股溢价率（剔除炒作券，平价）

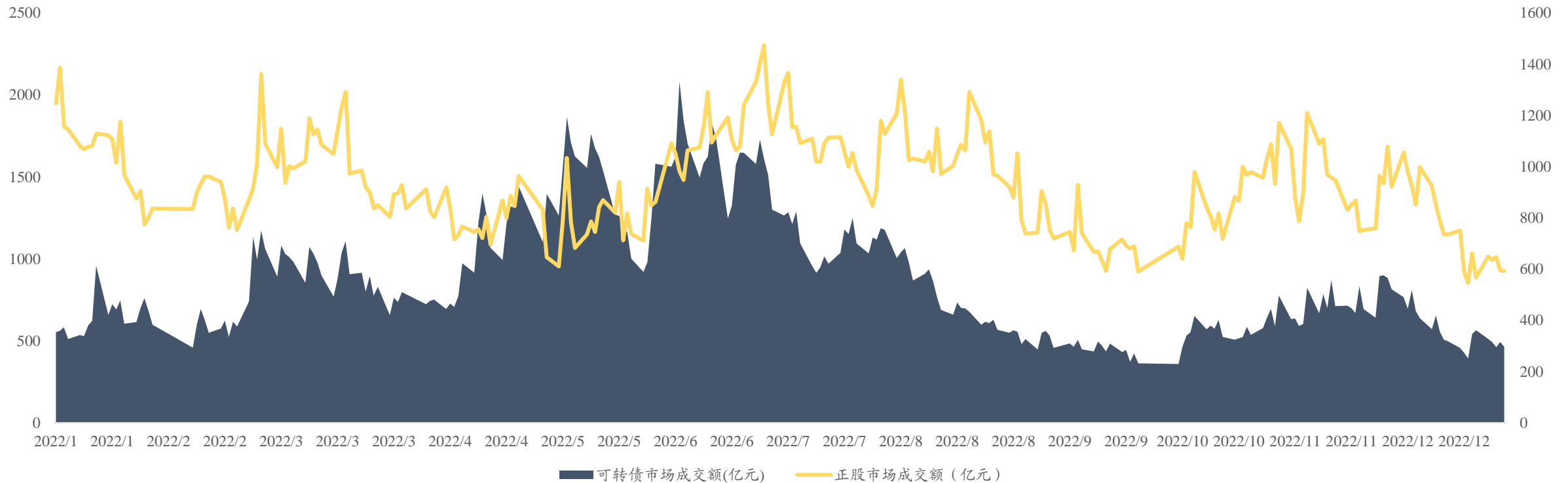


1.4 转债市场流动性表现

✓ 转债市场流动性年内变化较大:

- 截至2022年12月31日，转债市场日均成交额最大值为2080.96亿元，最小值为359.01亿元，年内转债市场日均成交额为876.42亿元。年内流动性变化幅度较大。转债市场流动性大致划分为三个阶段：
- **1-4月中旬**，转债市场成交额总体保持稳定，这一阶段日均成交额均值约774.10亿元，正股市场较可转债市场交易更加活跃。
- **4月下旬-6月底**，转债市场成交额总体呈现上升趋势，日均成交额长期保持在1000亿元以上，并于6月8日达到峰值。需要注意的是，5月中旬-5月底，转债市场流动性骤然萎缩、断崖式下降，这一趋势在6月份得到扭转。这一阶段转债市场交易活跃程度远超正股市场。
- **7月至今**，转债市场流动性总体呈不断下行趋势，目前日均成交额维持在500亿元上下区间，这一期间正股市场日均成交额为911.60亿元

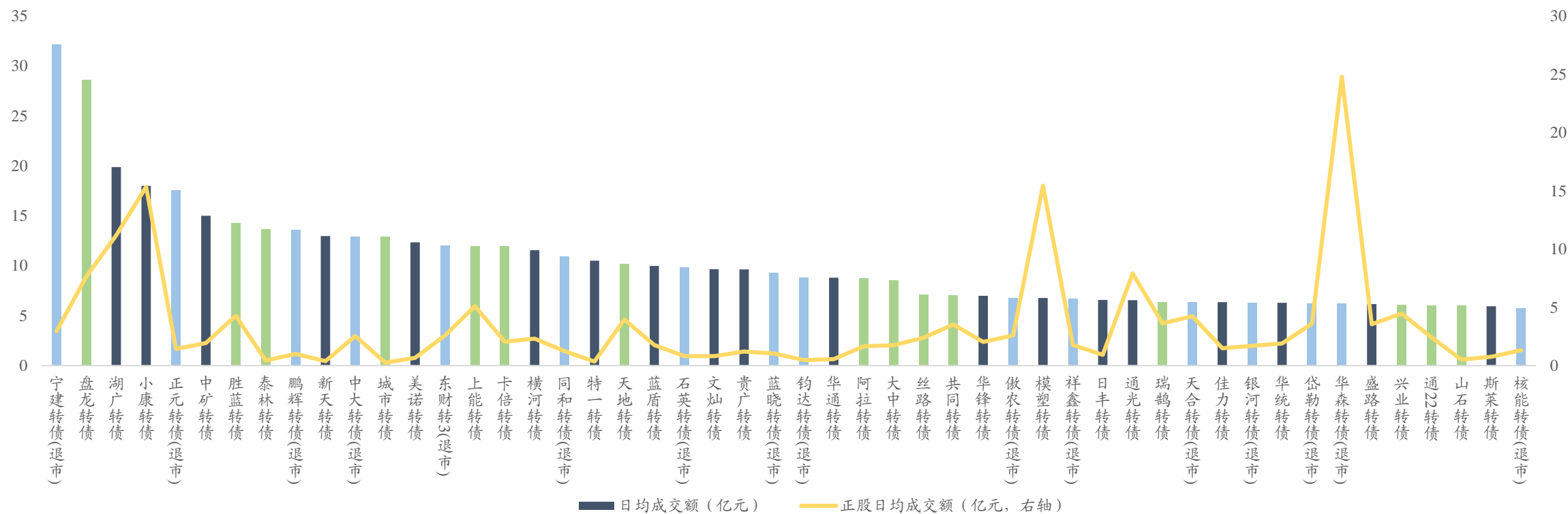
图7: 转债市场日均成交额 (单位:亿元)



1.5 个券流动性表现

- ✓ 2022年以来，宁建、盘龙、湖广转债流动性较好，但其正股流动性一般：
 - 个券流动性方面，2022年以来宁建转债日均成交额达到32.14亿元，是年内市场上流动性最优的个券，这可能与其处于生命周期末端有关。盘龙转债和湖广转债日均成交额分别达到28.61亿元和19.88亿元，流动性次之。新上市券和退市券的流动性往往有不俗表现。
 - 个券流动性分化显著，根据我们的统计，共有20只转债日均成交额在10亿元以上，日均成交额排名前50的个券平均日均成交额为10.42亿元，而排名末50名的个券平均日均成交额仅0.12亿元，流动性分化明显。
 - 从转债流动性与正股流动性的关系来看，在流动性排名前50的转债中，仅有3只转债的正股日均成交额大于转债日均成交额，且多数高流动性转债对应低流动性正股。

图8：2022年个券日均成交额前50名（含新上市和退市券）及正股日均成交额情况（单位:亿元）



1.5 个券流动性表现

✓ 2022年以来个券流动性分化明显:

- 从个券日均成交量来看, 71.84%的个券日均成交额 \leq 2亿元。
- 将转债个券日均成交量划分为若干区间, 分布最密集的区域在(0.5, 1]亿元, 共有111只转债。
- 从成交量来看, 流动性排名前80名的转债成交量占总成交量的比重为49.64%, 即流动性排名前20%的转债构成约转债市场一半的流动性。个券流动性分化明显这一结论再次得到支撑。

图9: 日均成交量各区间内的转债个数 (单位:只)

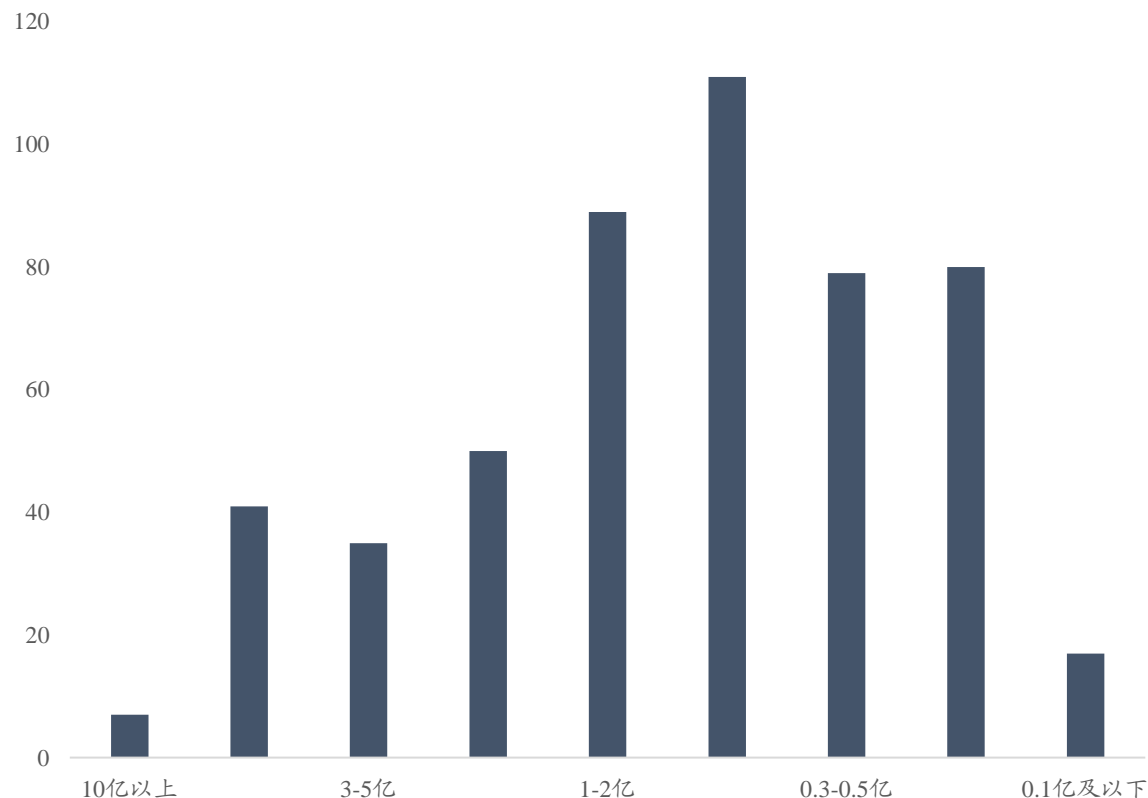
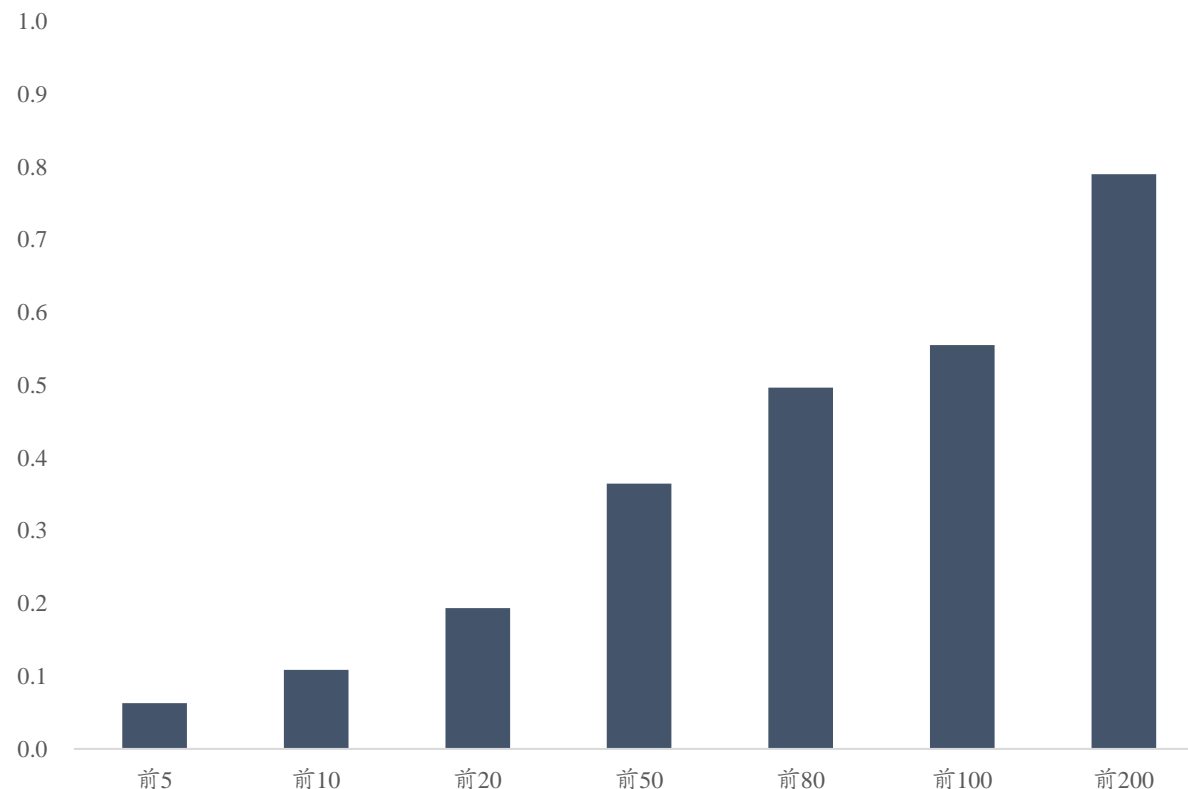


图10: 排名靠前的转债成交量占总成交量的比重

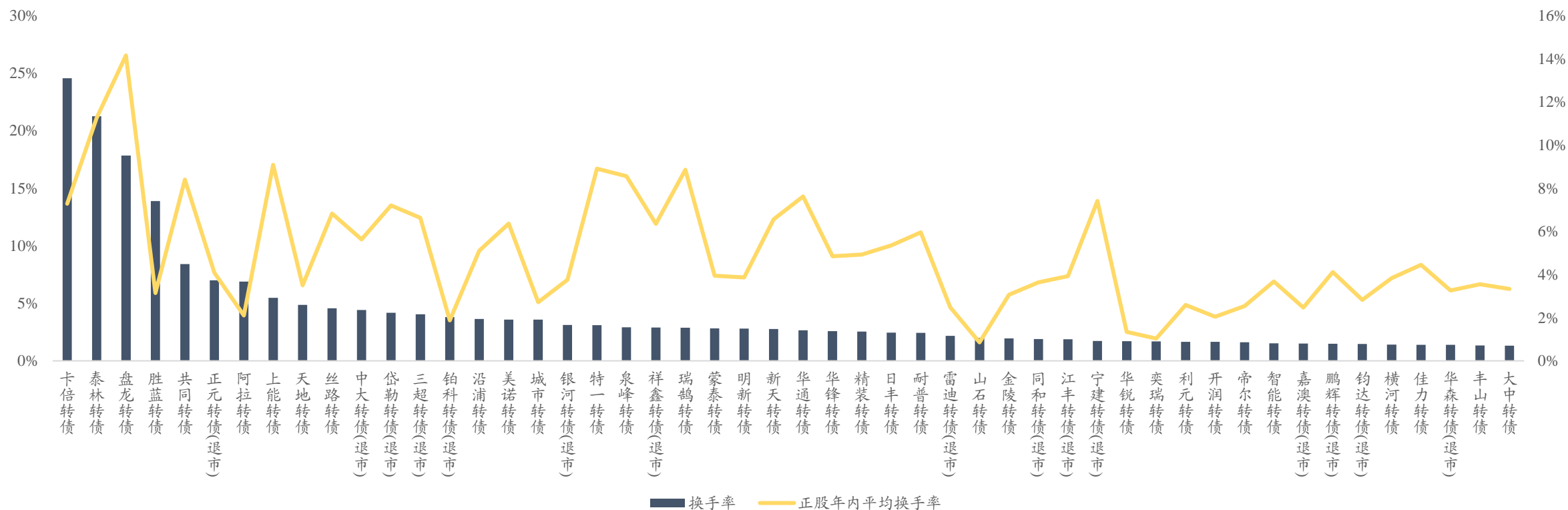


1.5 个券流动性表现

✓ 2022年以来，卡倍转债、泰林转债、盘龙转债换手率高：

- 影响换手率的因素可能有行业、转债发行规模、转债债项评级、发行人企业性质，除此之外正股也是影响转债换手率的重要变量。2022年，换手率较高的转债普遍对应高换手率的正股，并且正股日均换手率普遍高于转债日均换手率，仅有14只转债的换手率高于其正股换手率。
- 2022年以来，转债个券换手率分化明显。在二级市场上交易退市债、新上市债、其余存续债共522只，其中455只转债的日均换手率低于1%，而排名第一的卡倍转债日均换手率水平高达24.55%；共有两只转债换手率高于20%，四只转债换手率高于10%，8只转债换手率高于5%。换手率能够显示个券的市场交易热情，并在一定程度上揭示转债涨跌的趋势。

图11：2022年个券日均换手率前50名及其正股日均换手率（右轴）

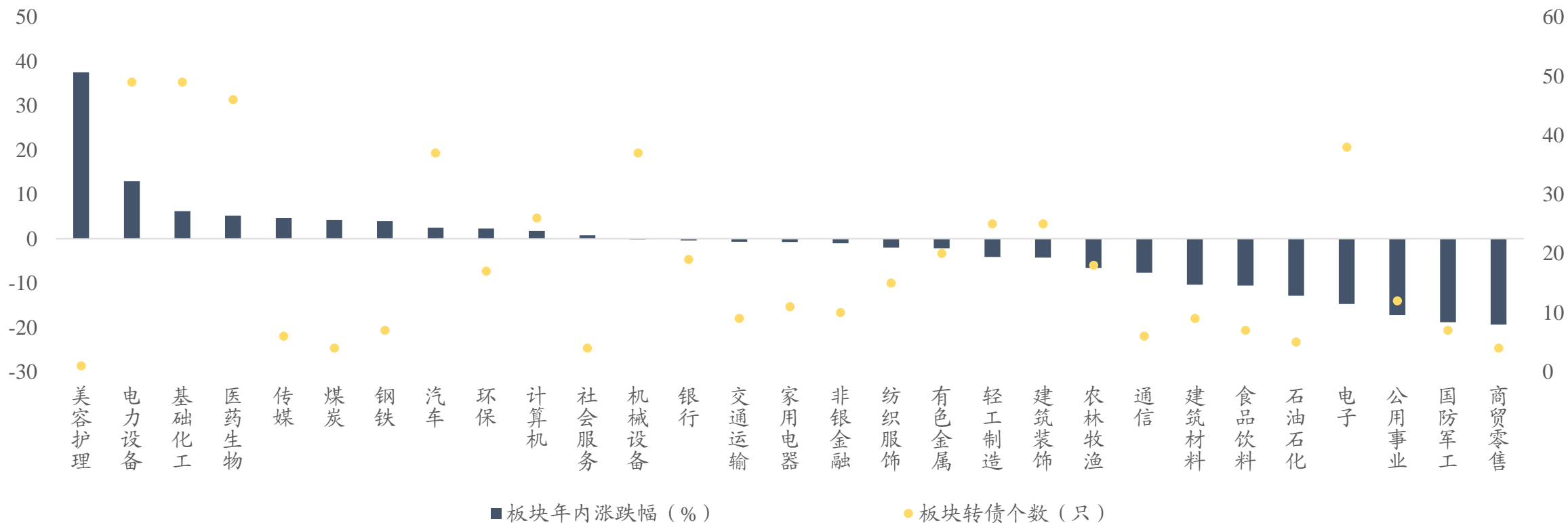


1.6 板块表现

✓ 2022年以来板块涨少跌多：

- 2022年以来，在29个申万一级行业中，共有11个行业实现上涨，18个行业收跌。
- 2022年内，美容护理、电力设备、基础化工、医药生物、传媒、煤炭、钢铁、汽车、环保、计算机、社会服务等行业实现涨幅，其中美容护理板块年内实现涨幅37.55%，这主要与截至2022年12月31日，美容护理板块仅剩一只存续债有关；
- 2022年以来，机械设备、银行、交通运输、家用电器、非银金融、纺织服饰、有色金属、轻工制造、建筑装饰、农林牧渔、通信、建筑材料、食品饮料、石油石化、电子、公用事业、国防军工、商贸零售等行业下跌，其中商贸零售板块年内下跌19.35%。在疫情防控放开政策的背景下，2023年商贸零售有望得到修复。

图12：2022年板块表现（单位：%）

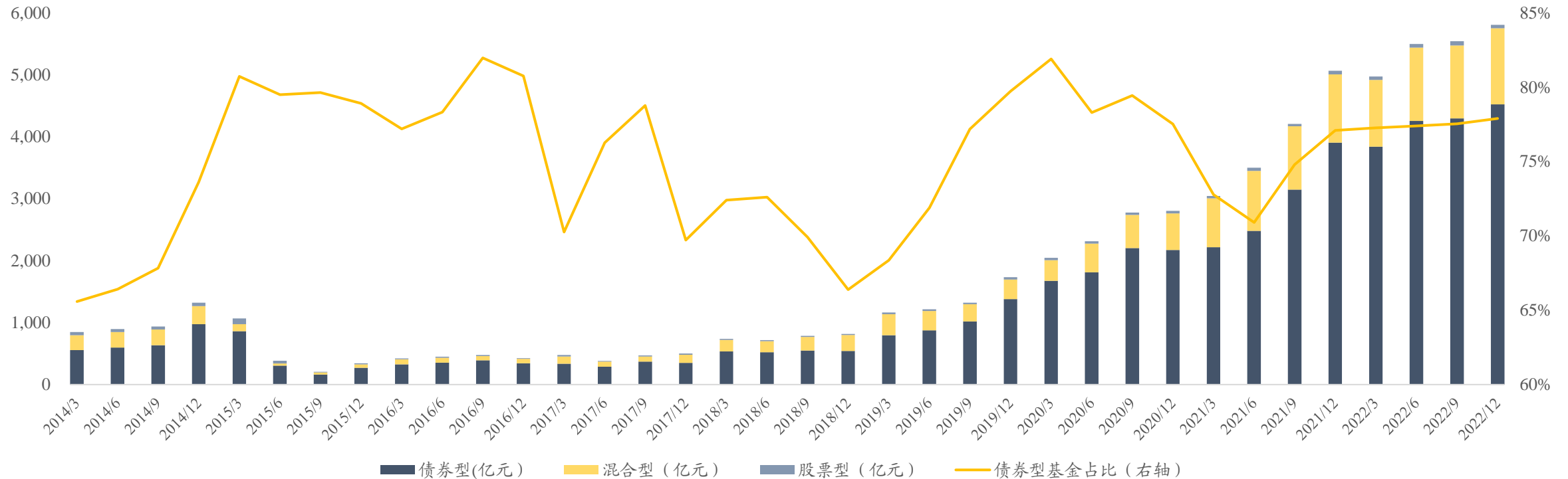


1.7 需求侧：内地公募基金转债持仓

✓ 内地公募基金转债持仓规模持续扩大，2022年以来保持高位水平

- **从规模角度来看：**2022年以来，中国内地公募基金的持仓转债市值规模总体上在5000亿元水平线以上站稳，处于历史高位。2022年年内，仅2022Q1持仓转债市值规模为4970.39亿元，低于5000亿元，其余披露时点公募基金持仓转债市值规模均高于5000亿元水平。截至2022Q4，公募基金持仓转债市值高达5804.06亿元。
- **从结构角度来看：**债券型基金是公募基金中配置可转债资产的主体。2014年以来，仅2014Q1-3、2017Q4、2018Q3-2019Q1时点，债券型基金的持仓转债市值占公募基金持仓转债总市值比重低于70%，其余披露时点债券型基金持仓转债市值占比表现为在70%-80%水平震荡，且多次突破80%。2022年年内，债券型、混合型、股票型基金持仓转债市值占比分别稳定维持在77%、21%、1%上下的水平，即三类基金在持续增加可转债资产配置的基础上，维持结构稳态。

图13：公募基金转债持仓规模及结构（单位:亿元）

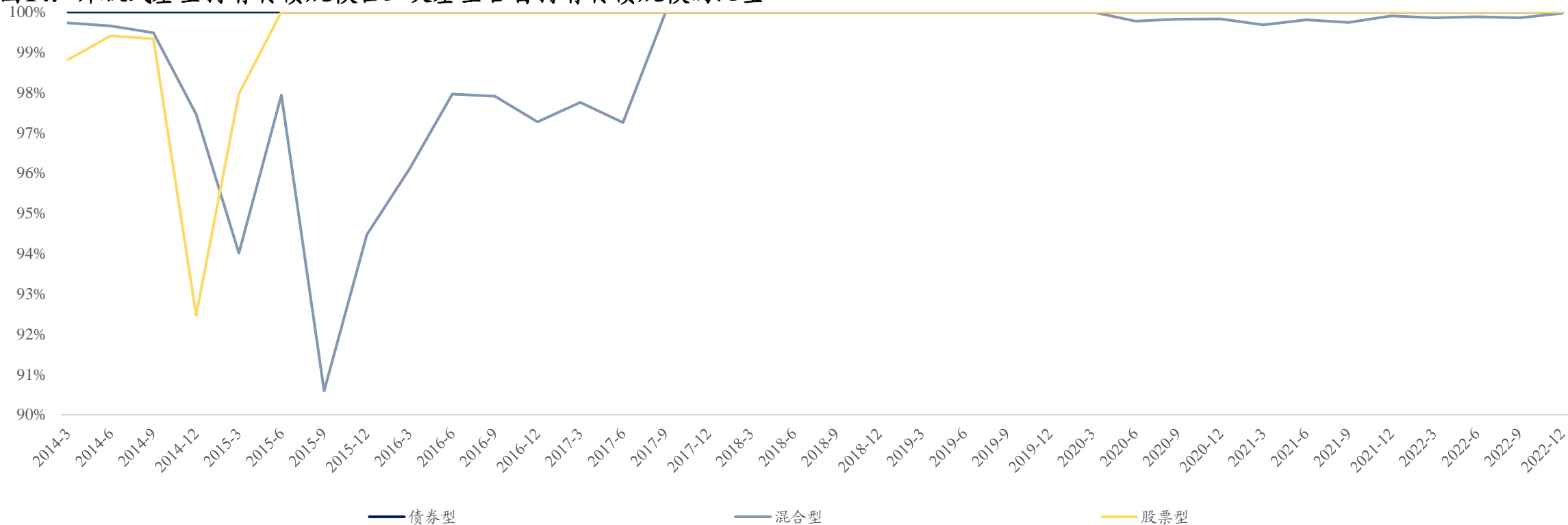


1.7 需求侧：内地公募基金转债持仓

✓ 内地公募基金运作模式以开放式为主：

- 在可转债资产配置方面，内地公募基金中开放式基金持仓转债规模约占公募基金持仓转债规模的100%。其中，2014年以来，债券型基金中配置可转债资产的类型均为开放式；股票型基金中，封闭式基金仅在2014-2015Q1配置了可转债，此后股票型基金中配置可转债资产的类型也全为开放式；混合型基金中，2014-2017Q2期间，封闭式基金配置转债规模较大，其配置规模占混合型基金配置转债总规模的比重一度逼近10%，2017Q3-2020Q1期间，封闭式混合型基金无转债配置情况，2020Q2至今，封闭式基金配置转债比重仅约0.2%。
- 封闭式基金缺乏配置转债资产的动机或与其面临的赎回压力较小有关，为追求涨幅，封闭式基金可选择直接配置正股。2022Q4，封闭式基金配置股票的规模占基金资产总值的52.47%，而同期开放式基金的股票配置规模占基金资产总值比重仅22.12%。

图14：开放式基金持有转债规模占三类基金各自持有转债规模的比重



1.7 需求侧：内地公募基金转债持仓

- ✓ 债券型基金是公募基金中持仓转债的主体，债券型基金细分基金配置可转债的规模也快速增长
 - 债券型基金可进一步细分为混合债券型一级基金、混合债券型二级基金、可转换债券型基金等。
 - 从规模角度来看，一级债基、二级债基、转债基金持仓转债构成债券型基金转债总持仓的绝对主体，从三类基金合计持仓转债规模占债券型基金持仓规模的比重来看，该比重仅在2015-2016Q2和2017Q1期间跌破90%。2016年以来该比重回升，2022年内，该比重维持在98%以上。截至2022Q4，一级债基、二级债基、转债基金配置转债市值分别达到1065.28、2740.92、637.59亿元。
 - 从三类基金持仓转债规模的内部结构变化来看，2014年以来，一级债基配置转债的占比整体呈下降趋势，二级债基占比迅速上扬，转债基金占比则保持稳定。截至2022Q4，一级债基、二级债基、转债基金占比分别约为24%、62%、14%。

图15：三类基金转债持仓规模及其总和占债券型基金总规模的比重（单位:亿元）

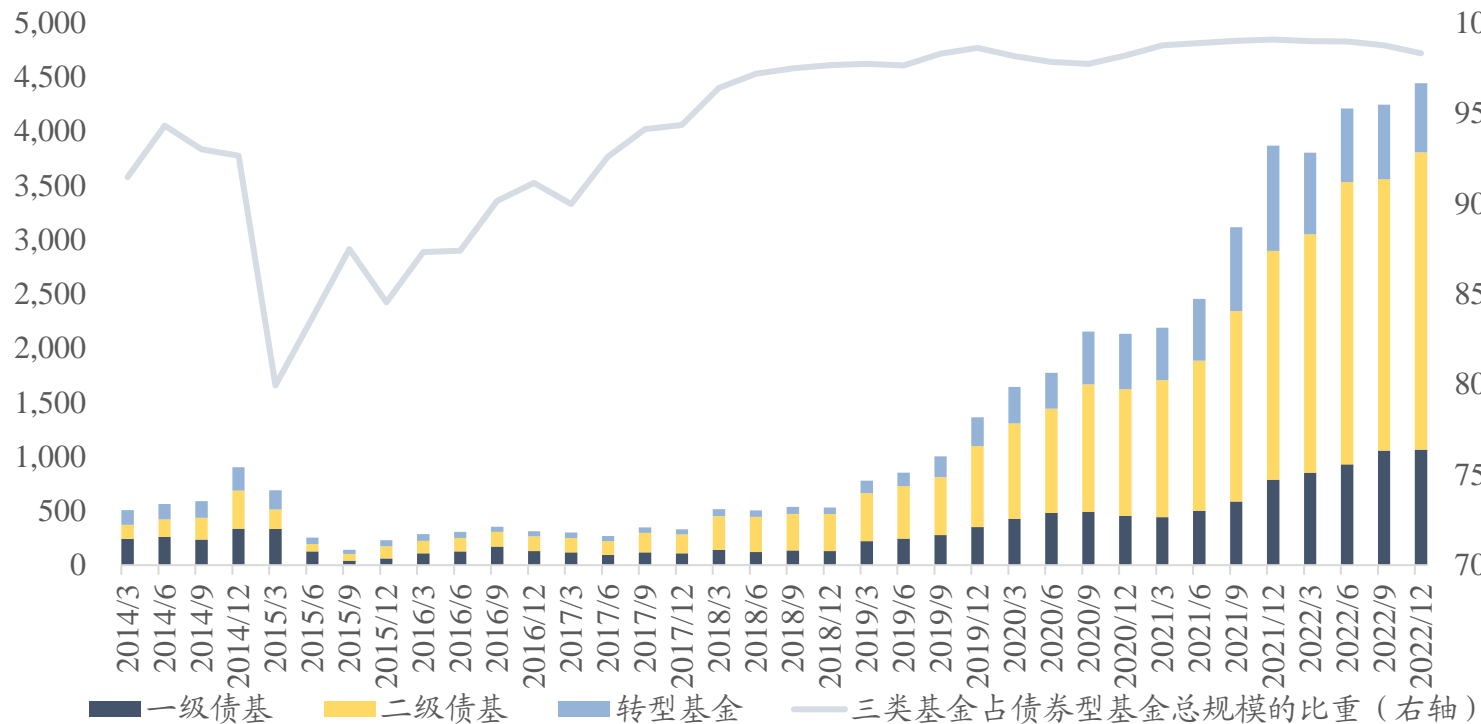
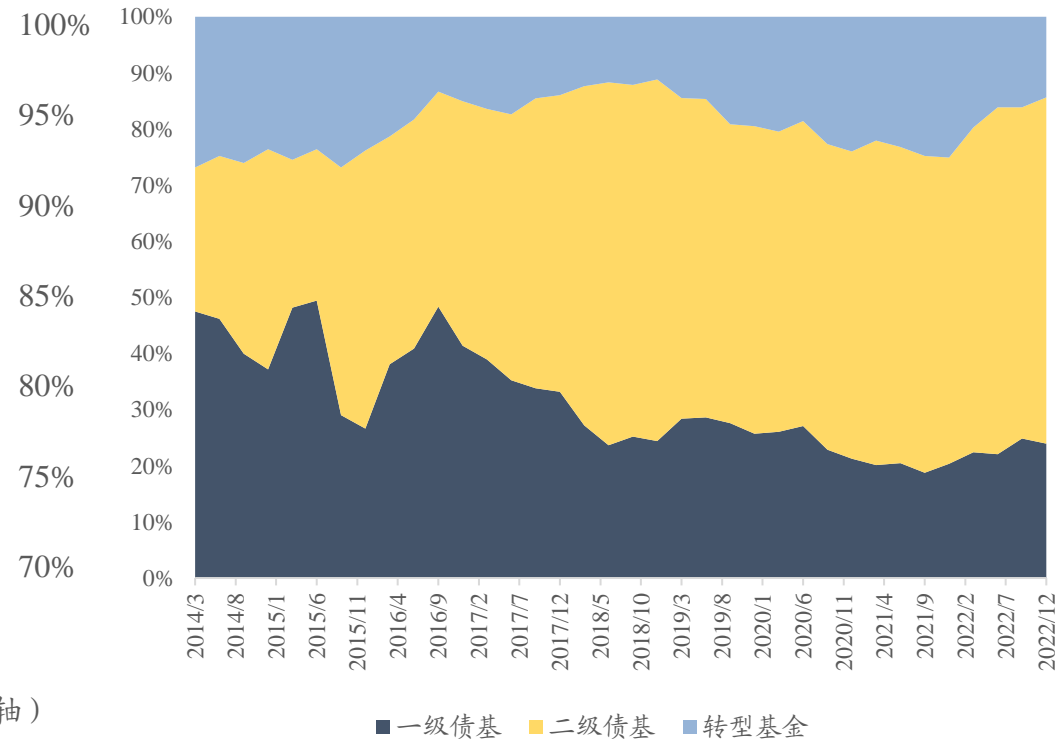


图16：一级债基、二级债基、转债基金持仓转债规模结构变化

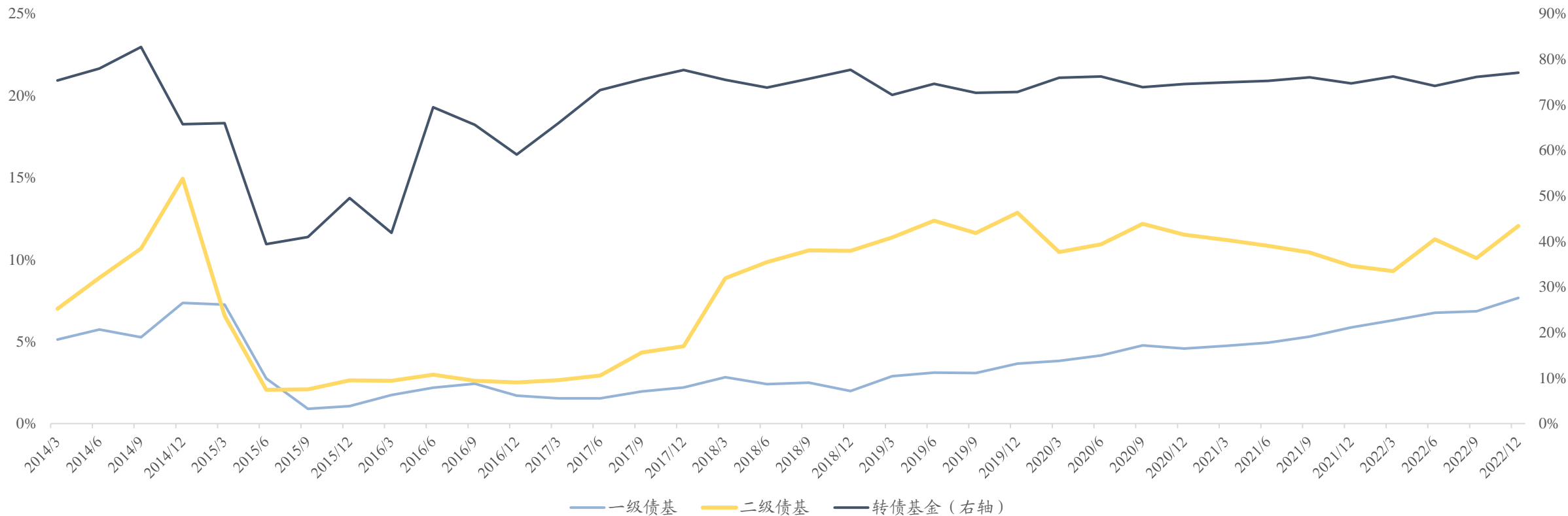


1.7 需求侧：内地公募基金转债持仓

✓ 一级债基、二级债基、转债基金配置转债规模占其基金资产总值比重上升的趋势较为确定：

➢ 2015年，一级债基、二级债基、转债基金配置转债规模占各自基金资产总值的比重均出现陡崖式下跌，其原因为2015年A股市场出现“股灾”。这一现象逐渐得到扭转：2018年以来，一级债基、二级债基持仓转债市值占其基金资产总值的比重逐渐攀升，其中二级债基的比重大于一级债基，其增速也快于一级债基，转债基金比重则趋稳。截至2022Q4，一级债基、二级债基、转债基金比重分别为8%、12%、77%，其比重的稳步上升反映机构投资者对于转债资产配置的偏好正在增强。

图17：一级债基、二级债基、转债基金配置转债规模占各自基金资产总值的比重



1.7 需求侧：基金重仓个券情况

✓ 基金重仓个券呈现明显的银行业特征：

- 从转债持有基金家数来看，兴银转债、苏银转债、大秦转债、杭银转债、浦发转债持有基金数量最多，其中兴银转债持有基金家数多达547家。从结构上来说，基金重仓转债个券有明显的银行业特征。
- 从转债持仓总市值来看，浦发转债、兴业转债、苏银转债、大秦转债、南银转债，其中浦发转债基金持仓市值高达199.45亿元。基金持仓市值排名前十的个券同样带有明显的银行业特征。
- 从持仓变动来看，较2022H1而言，报告期2022Q3内，基金持仓市值增长规模最大的转债为中银转债（+46.30亿）、浦发转债（+37.39亿）、通22转债（+19.10亿）、华友转债（+18.07亿），同期减持规模最大的转债为兴业转债（-11.94亿）、苏银转债（-6.39亿）、温氏转债（-6.12亿）、明泰转债（-5.71亿）、恩捷转债（-4.23亿）。

图18：2022Q3基金重仓个券：按持有基金家数（单位：家）

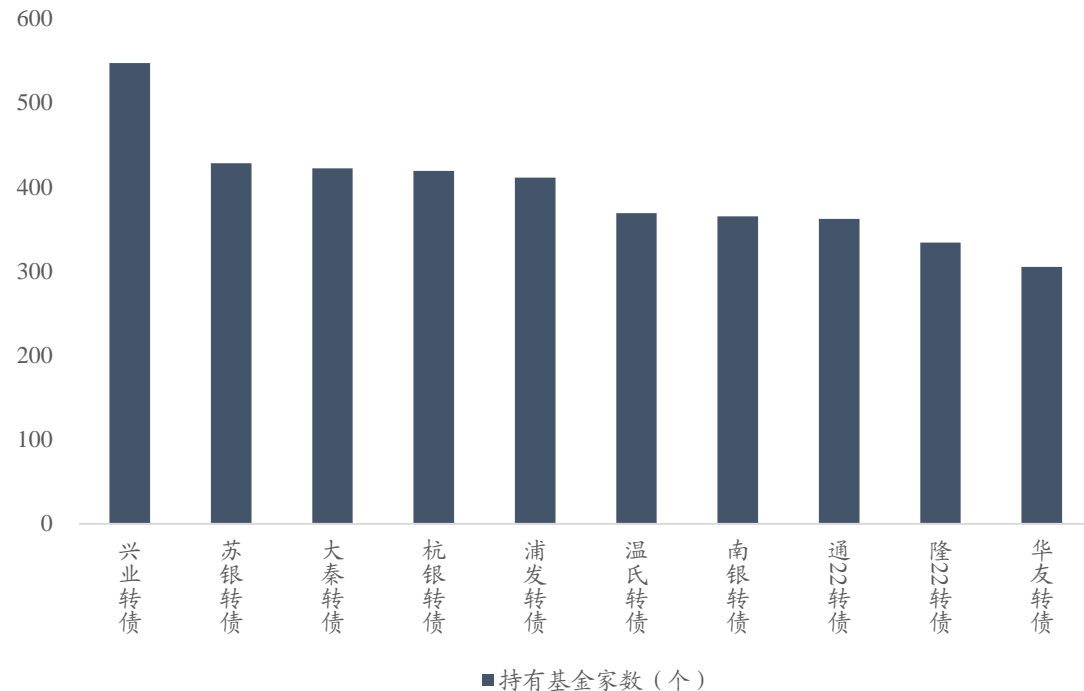
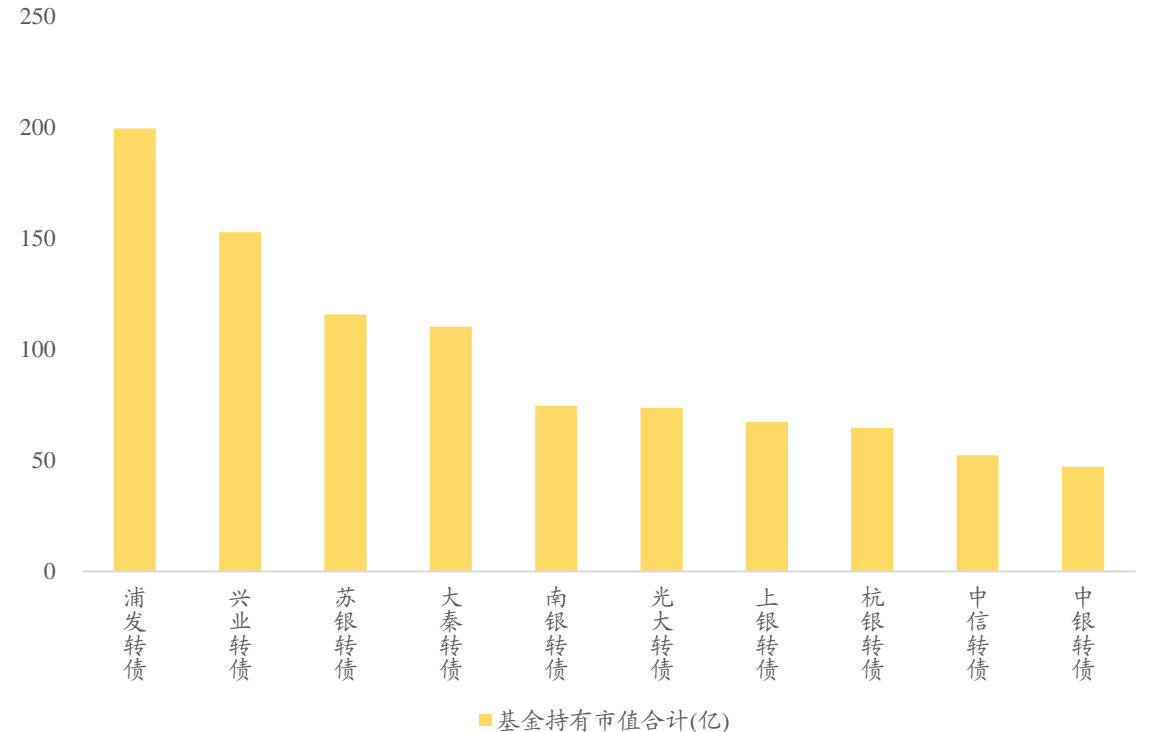


图19：2022Q3基金重仓个券：按基金持有市值总值（单位：亿元）



1.7 需求侧：基金重仓个券情况

✓ 基金重仓个券变化昭示银行类底仓品种配置需求减弱：

- 从转债持有基金家数来看，兴业转债、大秦转债、苏银转债、杭银转债、浦发转债等颇受基金机构青睐，持有家数居Top5，仍呈现出基金机构配置银行个券的偏好；
- 而从转债持仓总市值来看，浦发转债、兴业转债、大秦转债、苏银转债、光大转债等个券的基金持仓总市值居Top5，这与历史存量有关；而从转债个券持仓市值环比变动情况来看，较2022Q3而言，报告期2022Q4内减持规模居Top5的个券分别为：浦发转债（-19.45亿）、兴业转债（-13.39亿）、上银转债（-12.01亿）、苏银转债（-8.78亿）、常银转债（-7.53亿），均属银行类底仓品种。这与2022Q4以来纯债冲击、基金赎回潮、正股加速轮动有关，基金机构降低对银行底仓类品种的配置规模，有望增强基金的进攻性。

图20：2022Q4基金重仓个券：按持有基金家数（单位：家）

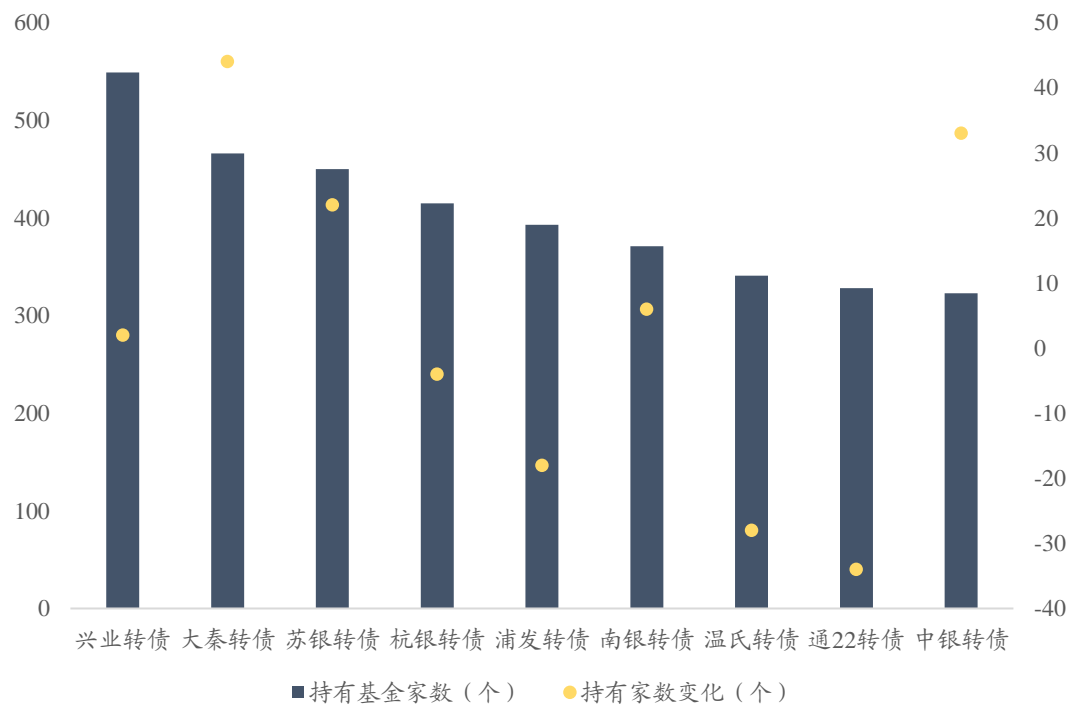
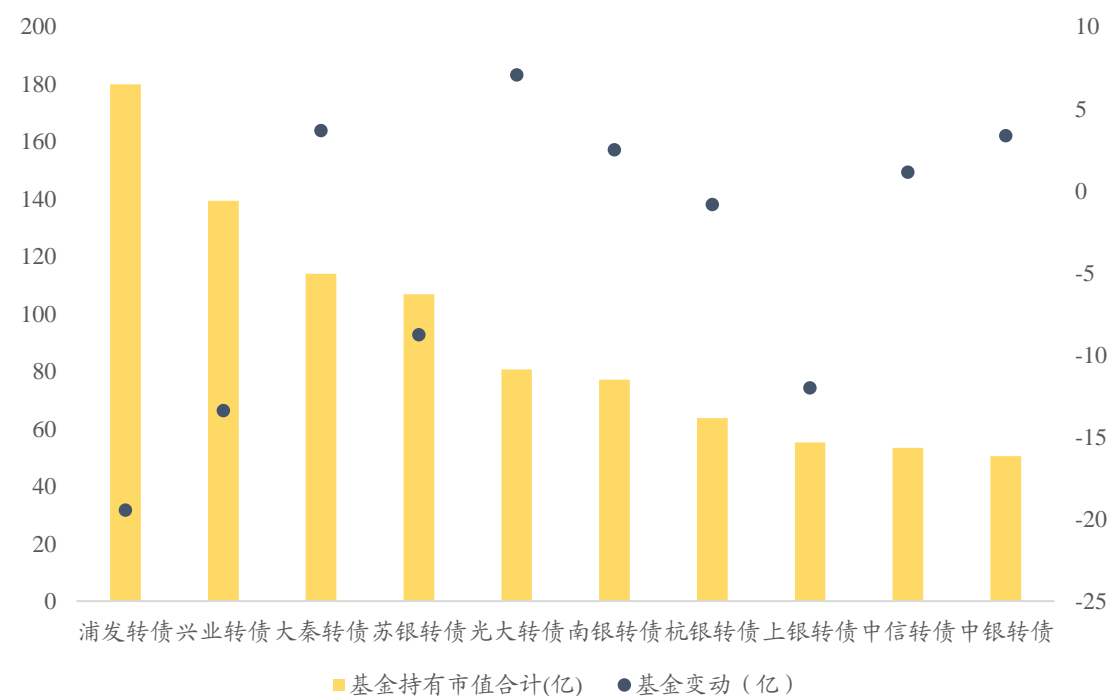


图21：2022Q4基金重仓个券：按基金持有市值总值（单位：亿元）



1.7 需求侧：机构持仓

- ✓ 沪深交易所内转债机构持仓结构存在差异，年内结构变化较小：
 - 从持有结构来看，持仓机构呈现多元化趋势，不仅包括基金、一般法人和保险年金，还包含券商自营、券商托管、信托等。
 - 从结构共性来看，沪深交易所内公募基金和企业年金持仓转债规模和结构均排名前列。
 - 从分类方法来看，上海证券交易所对交易转债的机构持仓结构分类范围更广。
 - 从结构差异来看，深交所可转债持仓结构中，自然人投资者持仓规模仅次于基金，而在上交所内交易的可转债的机构持仓结构中，自然人投资者规模和占比均远小于深交所水平。
 - 从结构变化来看，沪深交易所内交易的可转债的机构持仓市值和结构在年内均无显著变化。

图22：深交所转债机构持仓规模及结构（单位：亿元）

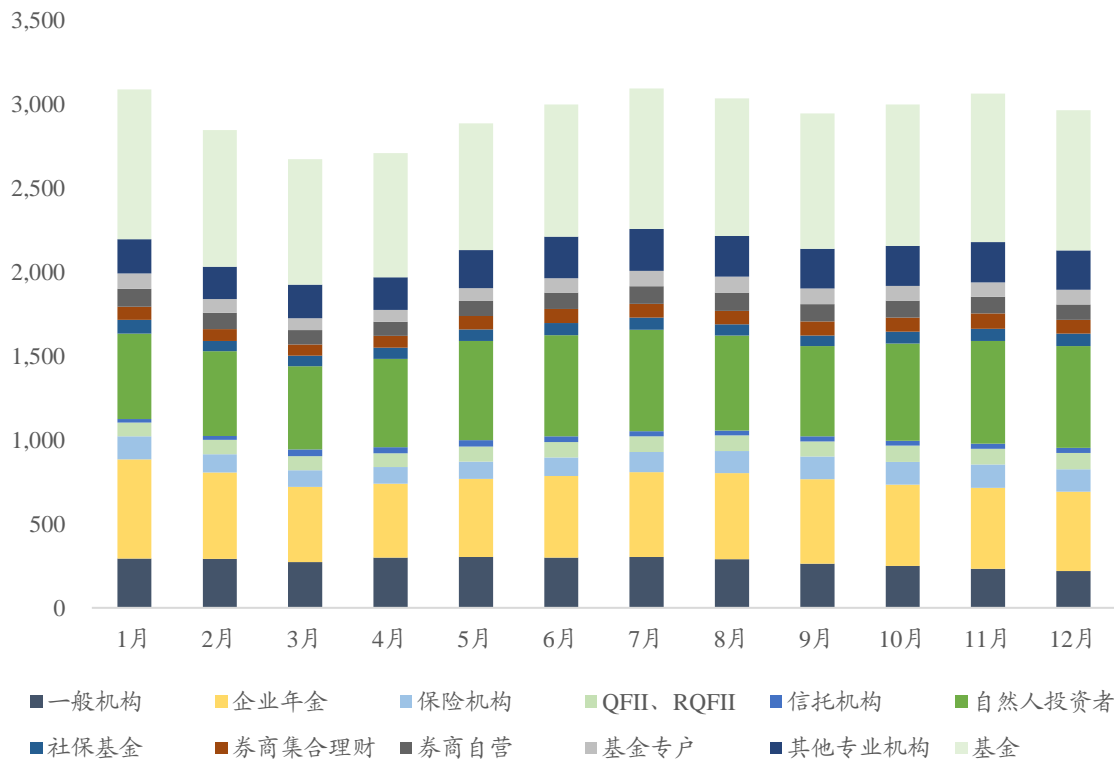
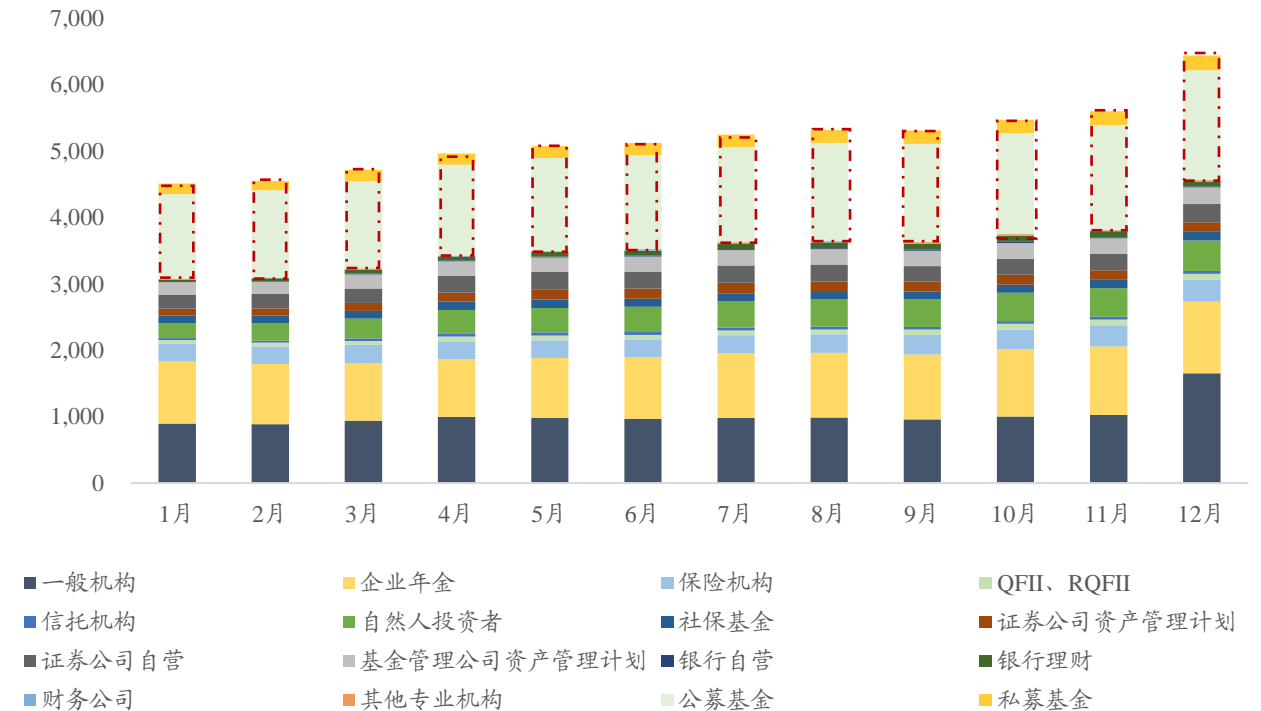


图23：上交所转债机构持仓规模及结构（单位：亿元）



1.8 供给侧：转债发行节奏

✓ 2022年转债发行节奏波动明显：

- 2022年以来，转债发行数量合计143只，发行规模达到2094.61亿元。
- 2022年年内，转债发行出现明显的峰值和低点。具体来看，3月和6-11月，转债发行数量均保持高位水平；而1月、5月、12月，转债发行数量则跌至低谷。
- 从转债预案情况来看，2022年新增转债预案共计188只，总金额约2991.01亿元。其中，6月和11月转债预案发行规模达到峰值，分别为679亿元和950.49亿元。需要注意的是，6月转债预案个数仅4只，但规模达到679亿元，原因是其中有3只转债属于银行业转债，发行规模大。

图24：2022年转债发行个数与金额（单位：亿元，只）

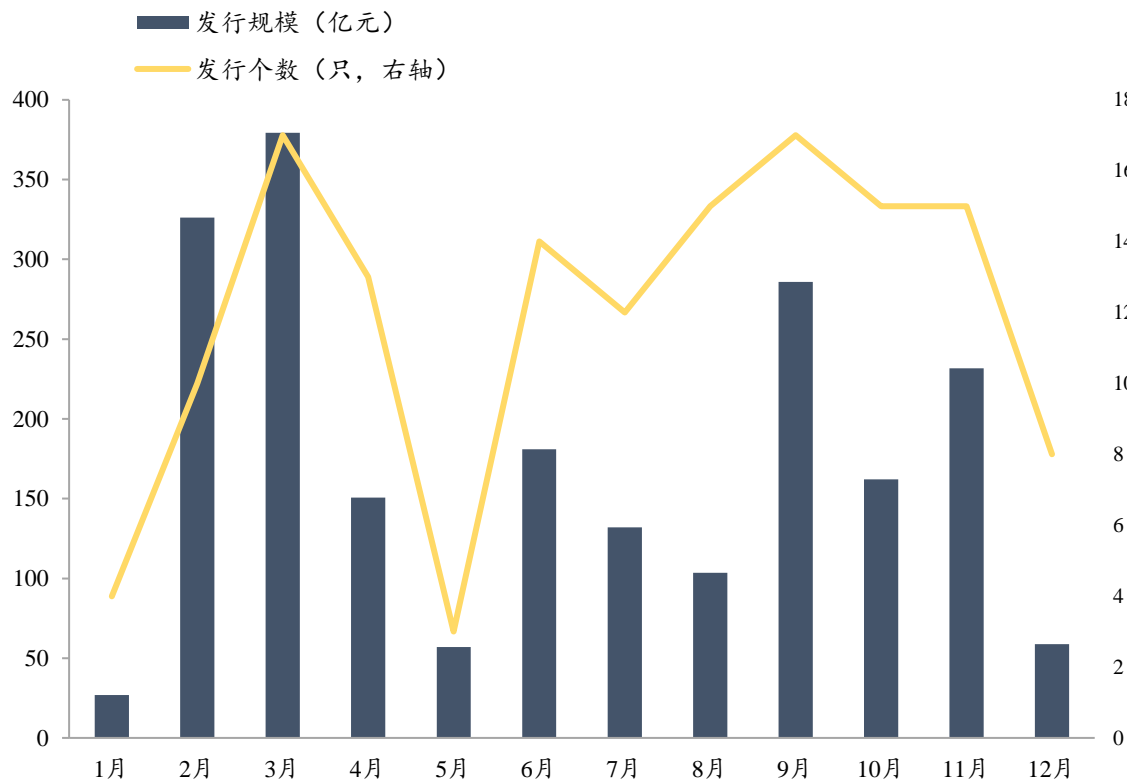
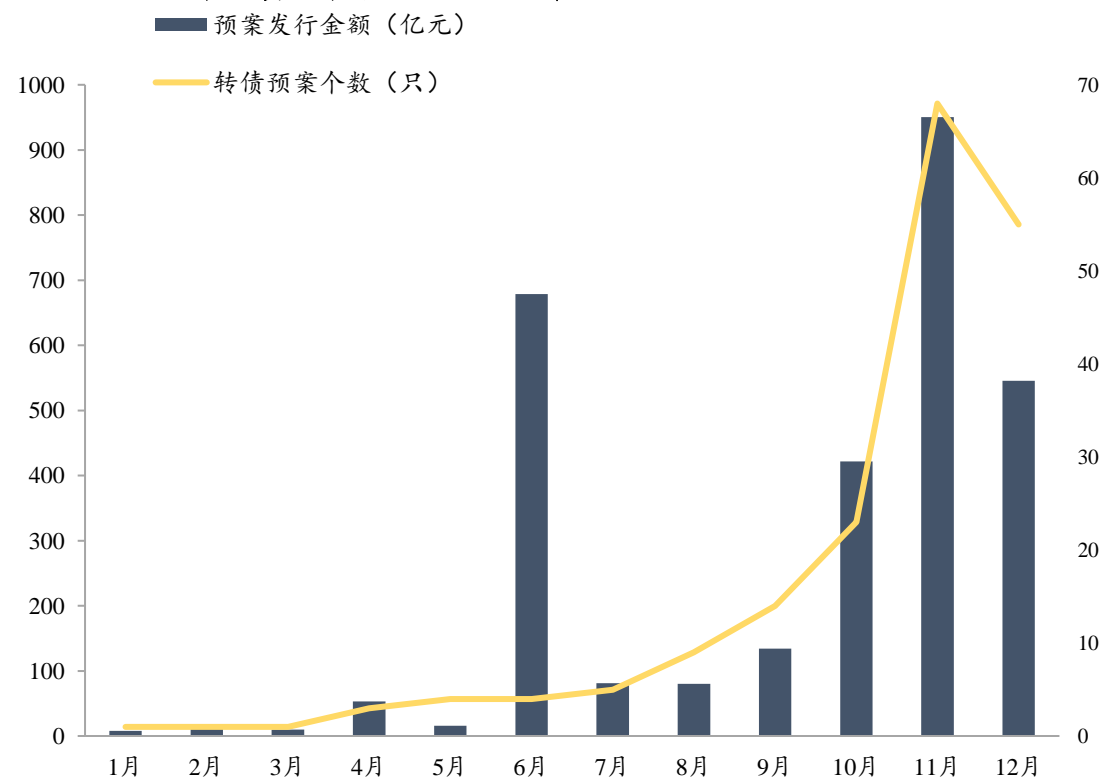


图25：2022年转债预案个数与金额（单位：亿元，只）

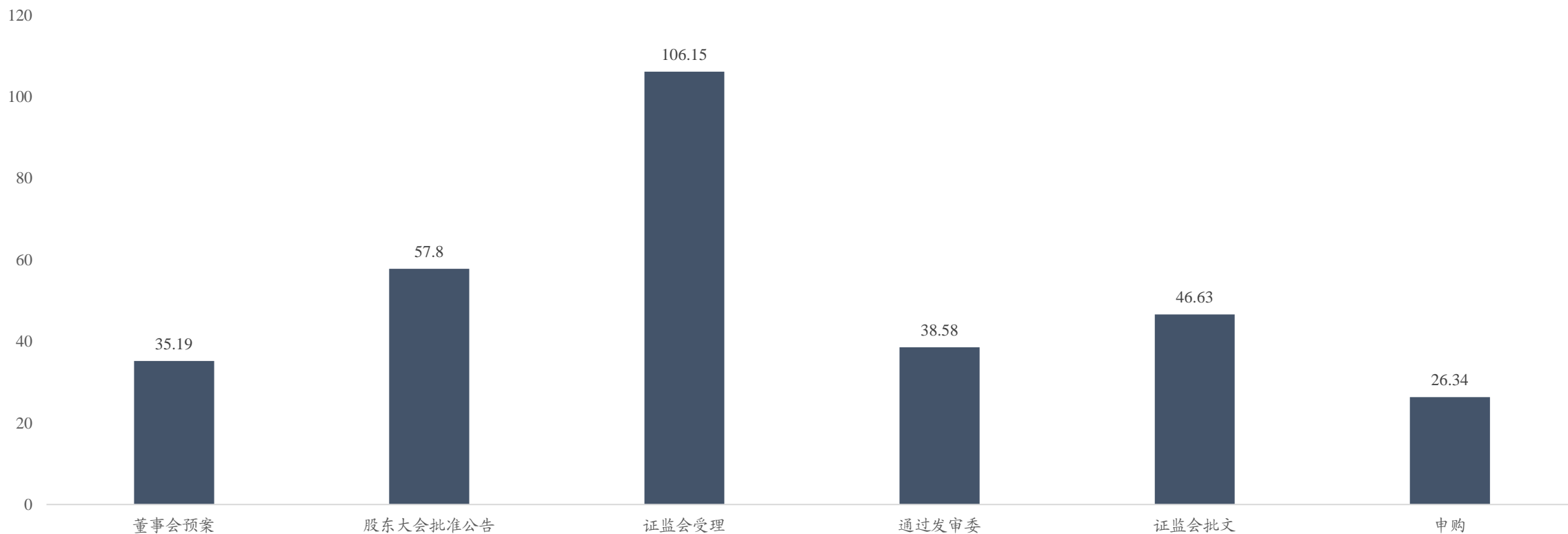


1.8 供给侧：转债发行节奏

✓ 可转债发行上市流程耗时较长，证监会受理至通过发审委流程平均历时最长：

- 可转债发行上市历经如下流程：董事会预案—股东大会批准公告—证监会受理—过发审委—证监会核准并下发批文—发行公告—股权登记—申购—上市。
- 2020年以来，可转债市场开始迅速扩容。在已进入发行流程或已发行上市的可转债中，董事会预案至股东大会批准流程平均历时35.19天，股东大会批准至证监会受理平均历时57.80天，证监会受理—过发审委平均历时106.15天，过发审委—证监会核准并下发批文平均历时38.58天，证监会批文—申购平均历时46.63天，申购—上市平均历时26.34天。
- 根据可转债发行流程历时耗时情况，我们推测2023年新上市可转债规模有望达到2574.44亿元，届时可转债市场存量规模有望突破万亿规模。

图26：可转债发行上市各流程平均停留时间（天）



1.9 存量转债统计

- ✓ 转债市场大幅扩容，市场标的“稀缺”不再：
 - 从转债规模变动情况来看，2021年12月31日，转债市场存续债券共361只，可转债存量余额达到6432.36亿元；2022年以来，转债市场规模先后突破7000亿元和8000亿元，截至2022年12月31日，可转债总存量为8311.99亿元，存量可转债数量为467只，转债市场快速大幅扩容，转债标的“稀缺性”从市场层面细化到行业层面，即市场稀缺性不再，转债投资更考验个券选择能力。
 - 从2022年存量转债的行业分布来看，银行业转债规模远超其他行业，达到2920.56亿元，而存量转债个数仅有19只，银行业个券具有明显的大规模特征；化工行业存量转债个数最多，共计70只，平均每只转债规模仅8.84亿元。
 - 通过对2020-2022年转债规模曲线进行拟合，我们预估2023年转债市场规模将达到9923.09亿元。

图27：2022年各行业转债个数与金额（单位：亿元，只）

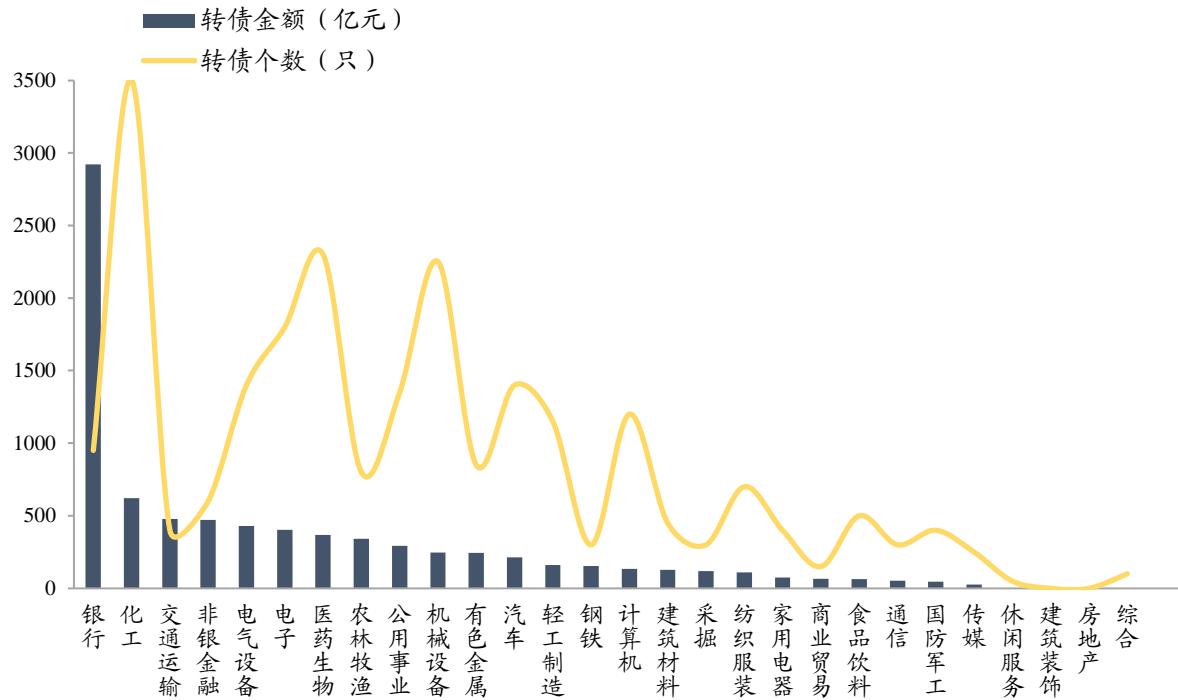
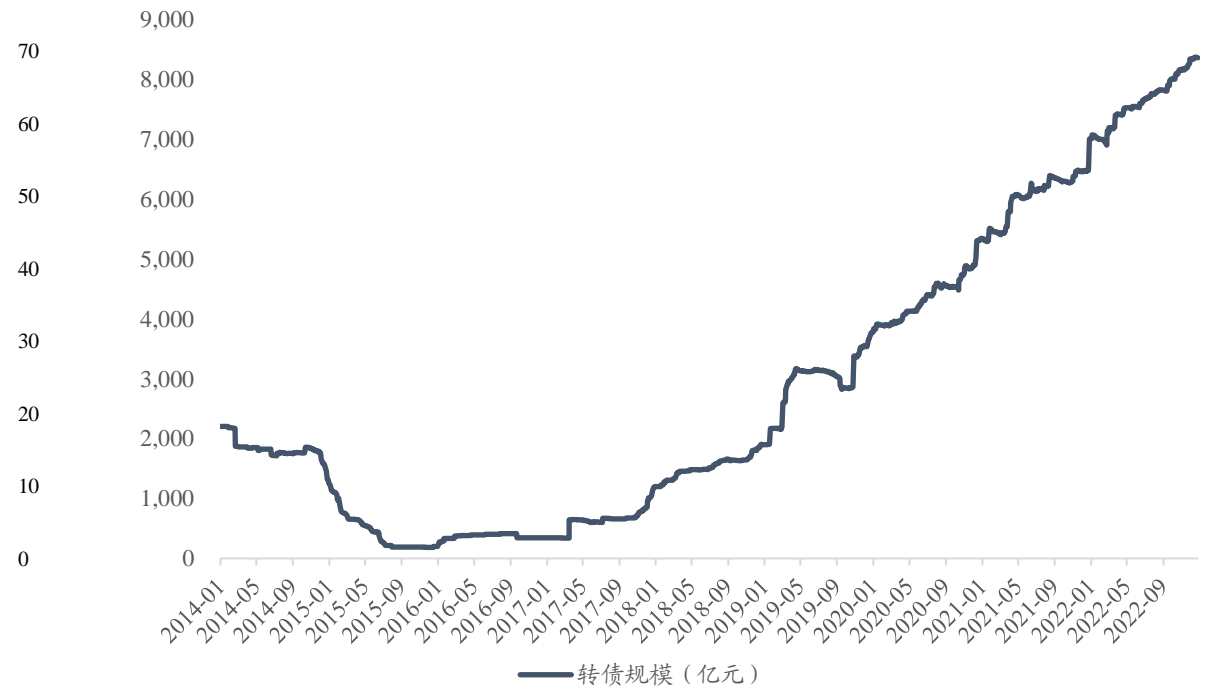


图28：2014-2022年转债规模变动情况（单位：亿元）



1.9 存量转债统计

- ✓ **深交所存续转债数量多，但上交所存续转债规模大：**
 - 从2019-2022年上海证券交易所和深圳证券交易所存续转债数量及其规模情况来看，在上交所上市交易的可转债存量规模远高于深交所，截至2022年12月31日，上交所转债存量规模为5782.53亿元，而深交所存量规模仅2529.46亿元，约为上交所规模的43.74%；结合沪深交易所存续转债数量，深交所转债数量多于上交所，截至2022年12月31日，深交所存续转债为268只，而上交所为211只，深交所上市发行的可转债平均规模较小。
 - 2022年以来，上交所新上市的可转债规模为1469.84亿元，新发转债73只；而深交所新上市可转债规模为560.65亿元，新发转债60只。2022年内可转债在上交所发行上市热情度高，一改此前深交所发行热度高的历史倾向。

图29：2019-2022年沪深交易所可转债存量规模（亿元）及数量（只，右轴）

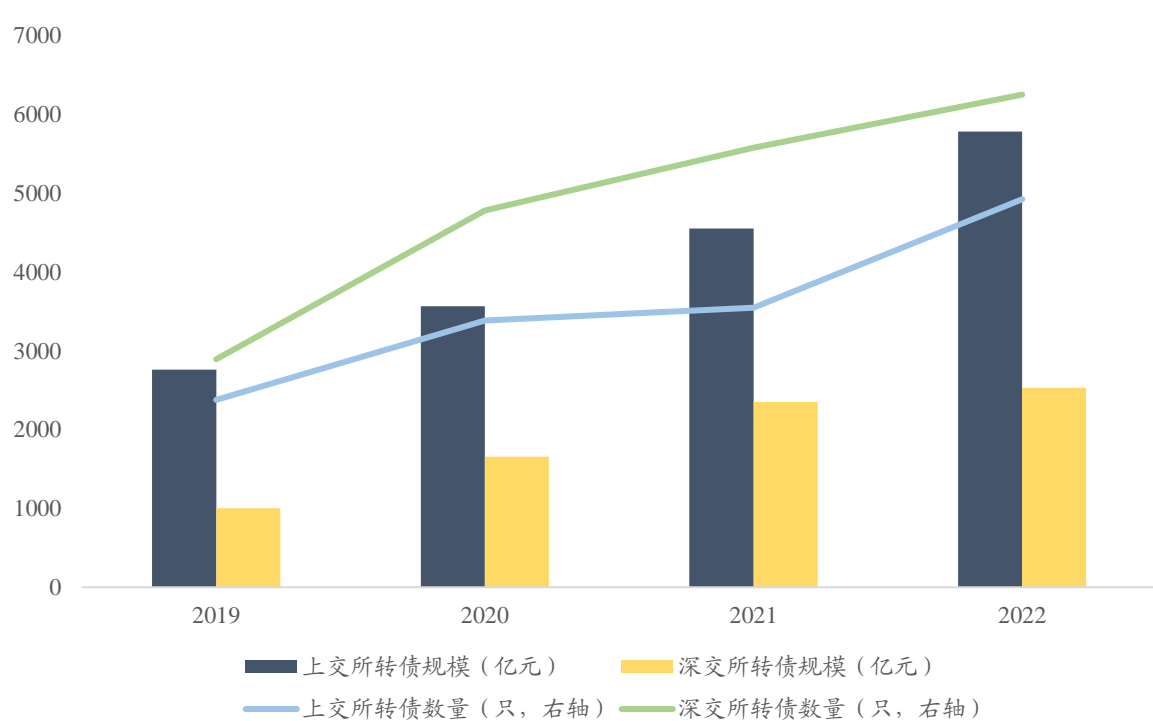
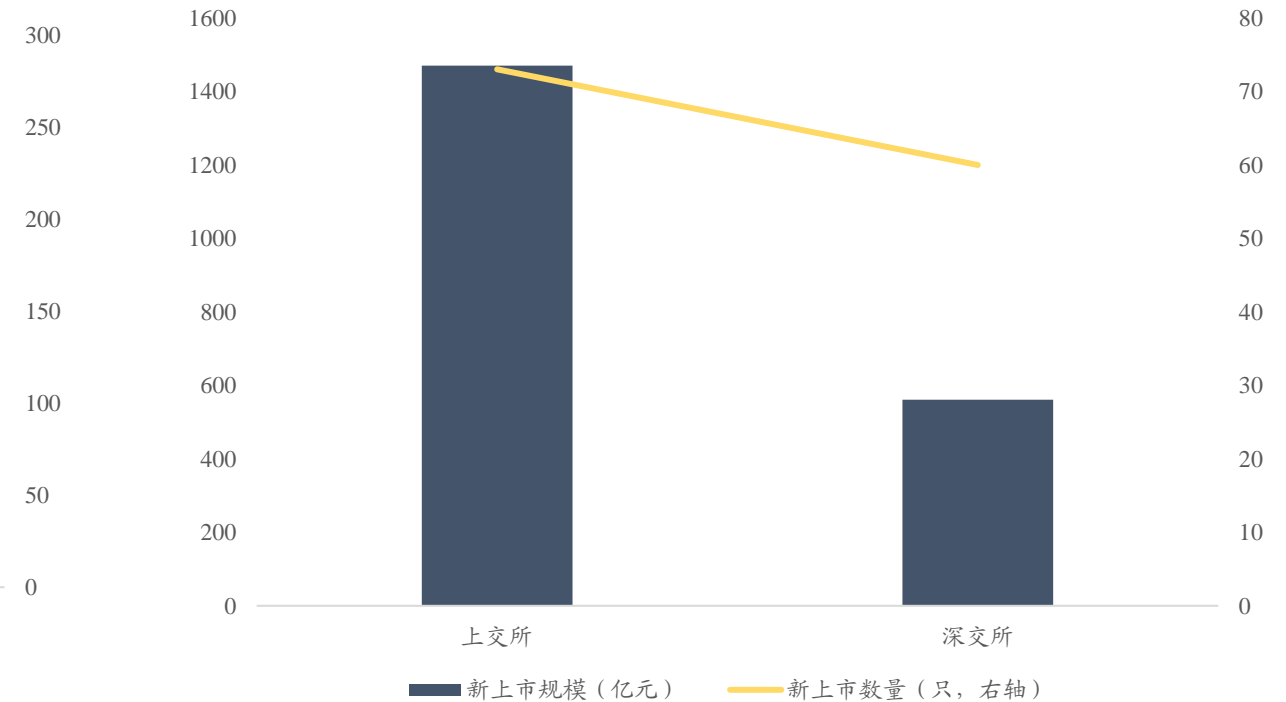


图30：2022年新上市转债市场结构

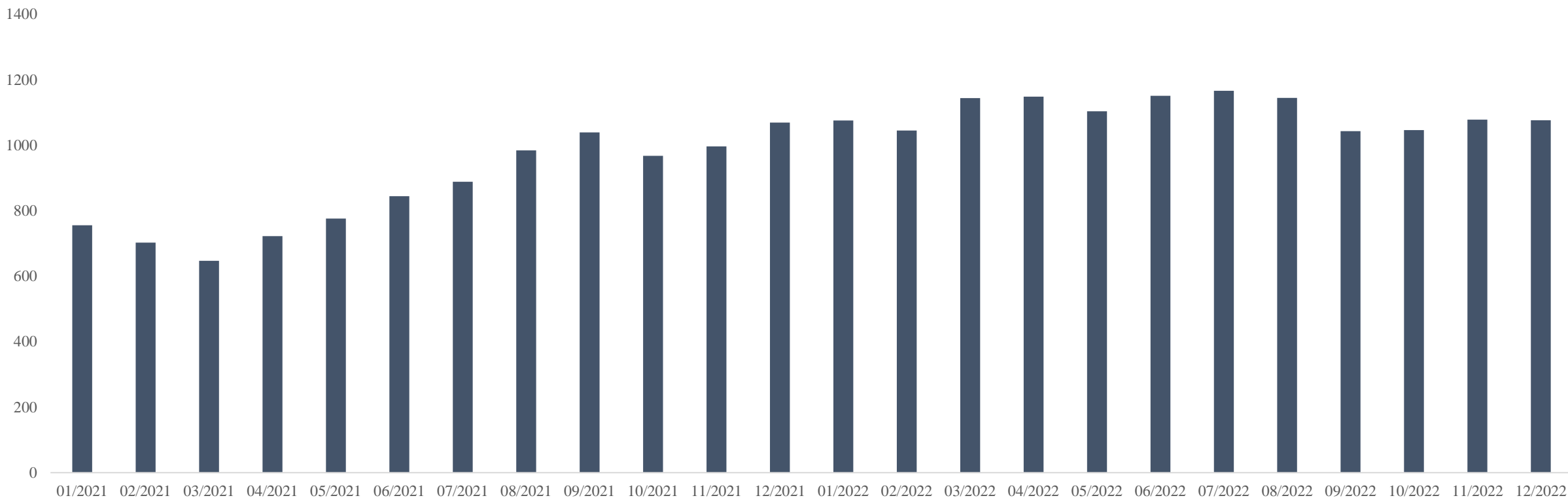


2. 一级市场：发行火热，供需两旺

2.1 网上申购户数上升

- ✓ 近两年发行的可转债基本上没有网下申购环节，所以仅考虑网上申购即可。2021年网上有效申购户数在533-1120万户之间，月度平均值在866万户左右，2022年网上有效申购户数在943-1217万户之间，均值达到1102万户左右。网上有效申购户数稳步上升，最高的明新转债甚至达到1216.42万户。
- ✓ 但是，2022年8月可转债新规落地后，参与申购可转债投资者的热情受到一定冲击，多只可转债有效申购户数下降至1100万户以下，最低的再22转债甚至跌至994.23万户。

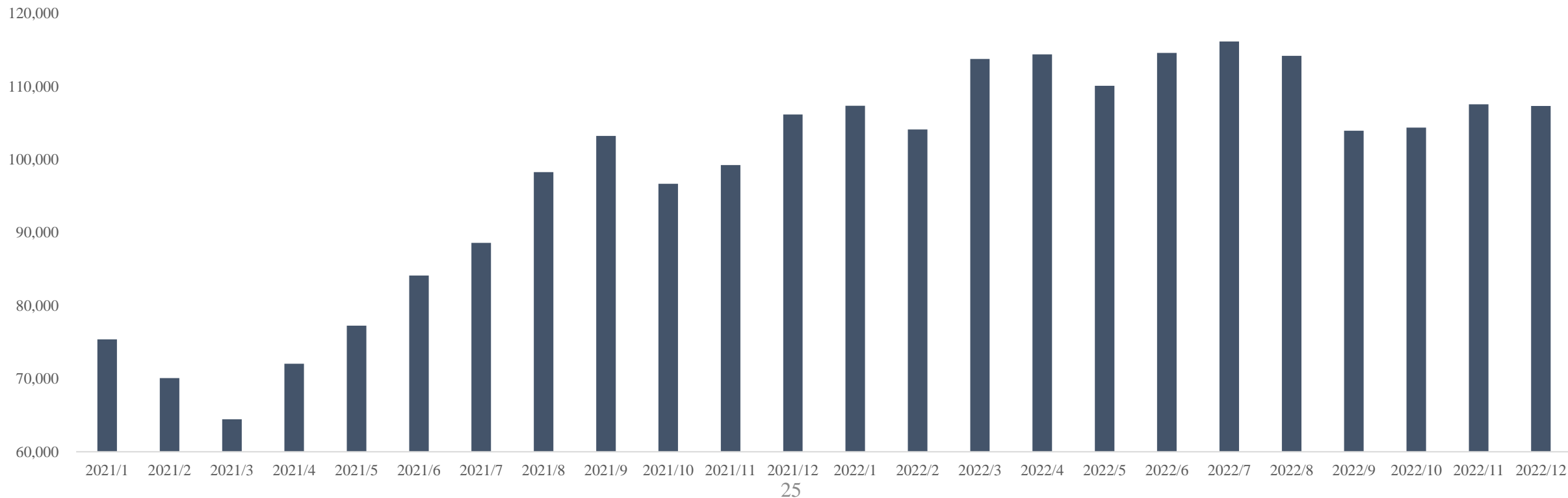
图31：2021-2022年网上有效申购户数（单位：万户）



2.2 网上申购金额上升

- ✓ 与2021年相比，2022年网上有效申购金额呈上升趋势。2021年网上有效申购数量均值约8.6万亿元，2022年网上有效申购金额均值突破11万亿元，一级申购火热。2021年网上中签率均值为0.0092%，2022年网上中签率均值降至0.0042%。其中，网上有效申购数量上升是导致网上中签率降低的重要原因。
- ✓ 2022年8月可转债新规落地后，可转债网上有效申购数量出现下降态势。2022年9月以来，网上有效申购金额均值跌破11万亿元，9月当月均值降至约10.39万亿元，2022年12月网上有效申购金额回暖至10.73万亿元，但申购热情仍有所下降。

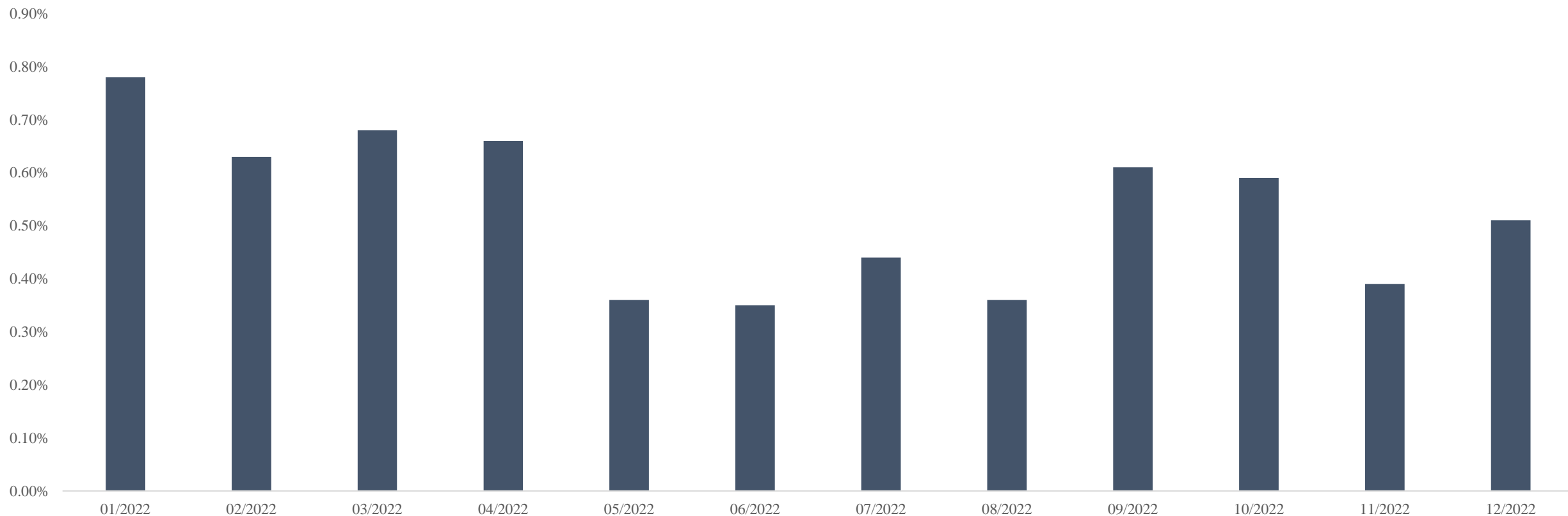
图32：2021-2022年网上有效申购金额（单位：亿元）



2.3 包销比例有所下降

✓ 可转债一级市场火热，新券盈利效应显著。而投资者放弃认购数量全部由保荐机构（主承销商）包销。根据我们的统计，2022年以来，转债一级发行包销比例平均达到0.53%左右，其中，上半年承销商包销比例平均达到0.60%左右，下半年平均达到0.48%左右，包销比例有所下降。

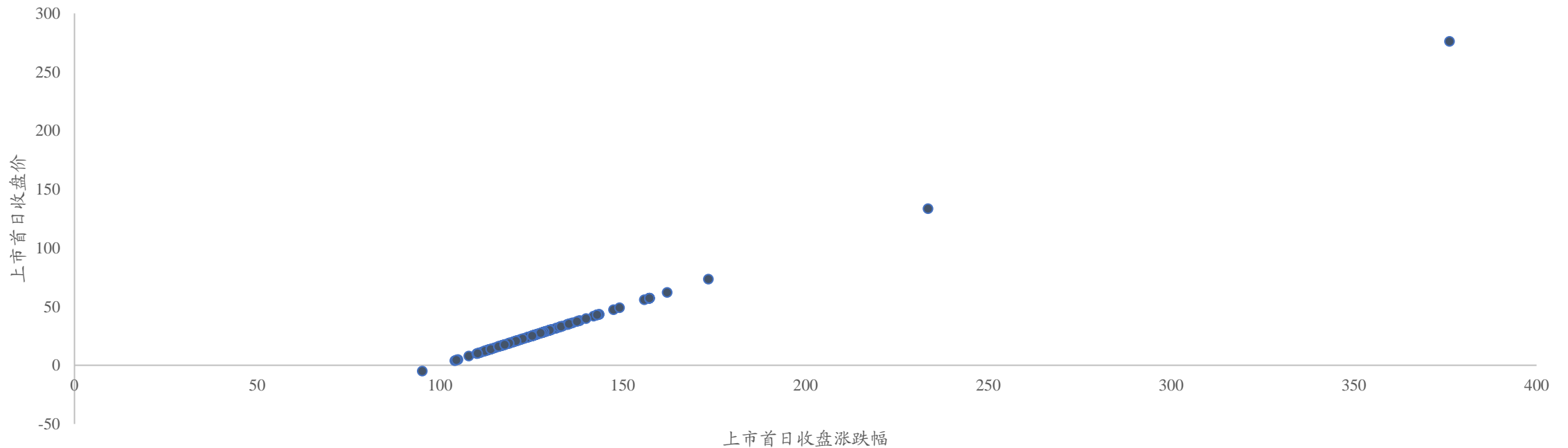
图33: 2022年以来转债发行的承销商包销情况 (单位: %)



2.4 上市首日破面出现在年末

- ✓ 2022年初至今共有超过140只可转债上市，我们统计了转债新券上市首日价格情况，以上市首日收盘价来看，1-11月份上市的可转债均未出现上市首日破发的现象，最低的友发转债收盘价为104.07元。首日涨幅最低的重银转债和裕兴转债，收盘价分别为104.91元和104.50元。首日涨幅最高的永吉转债，涨幅高达276.16%。
- ✓ 齐鲁转债于12月19日正式上市交易，但开盘就破面，成为2022年首只开盘破发的可转债。主要系近期转债市场走弱；齐鲁转债转股价距离现在股票价格较高，未来转股压力不小。

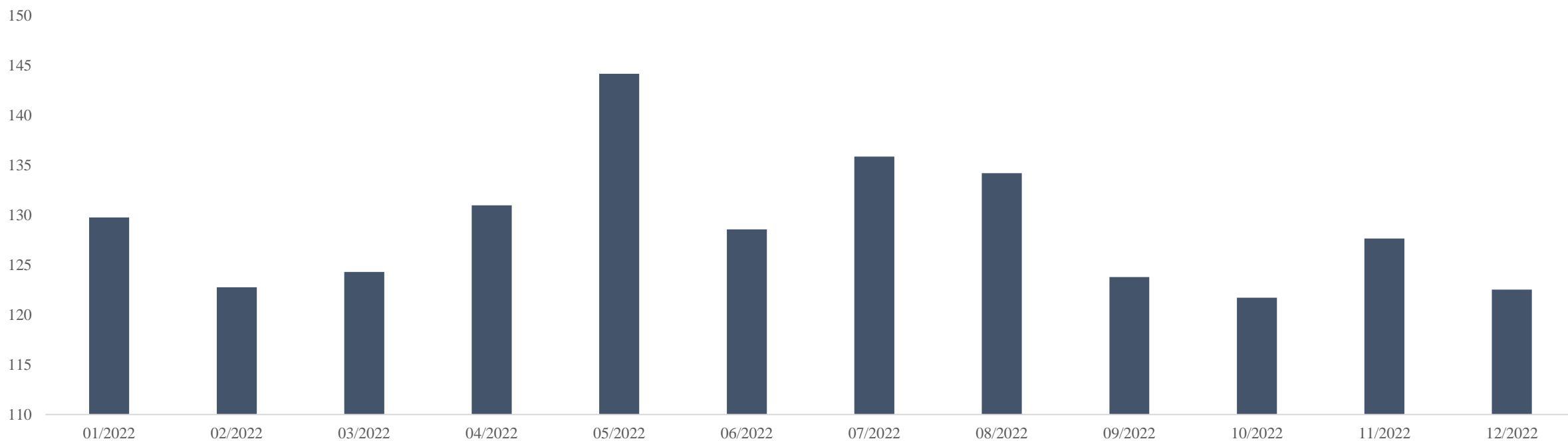
图34：2022年以来转债新券上市表现（单位：元；%）



2.4 上市首日破面出现在年末

- ✓ 总体来看，可转债发行首日破发现象依然较为少见，多数可转债在上市首日取得了10%以上涨幅，还有部分可转债上市首日价格涨超2倍以上。
- ✓ 根据我们的统计，以上市起始日作为统计标准，除齐鲁转债外，中银转债、重银转债、裕兴转债、友发转债4只转债上市首日收盘价低于110元。在这5只上市首日收盘价较低的转债里，有2只来自银行板块，此外还涉及非银金融、基础化工及钢铁等行业。同时，2022年以来，共有137只可转债上市首日价格涨超10%（不含退市）。其中，永吉转债上市首日收盘价高达376.16元，相比发行价涨超2倍以上；聚合转债上市首日收盘价为233.52元，相比发行价涨超100%。这也是导致2022年4月至5月上市首日收盘价均值超过130元的重要原因。

图35：2022年可转债上市首日收盘价（单位：元）



2.5 首日溢价率处高位

✓ 可转债由于胜率高、容错性好，各路资金蜂拥而至，同时，这也导致了整个市场高溢价的情况。根据我们的统计，2021年9-12月33只上市转债首日转股溢价率均值27.04%左右；而2022年以来，145只上市转债首日转股溢价率均值达到38.38%左右；其中，2022年上半年均值高达46.89%左右，其中永吉、聚合及山石转债，上市首日溢价率均超过100%。

图36: 2022年前10只转债新券上市首日溢价率 (单位: %)

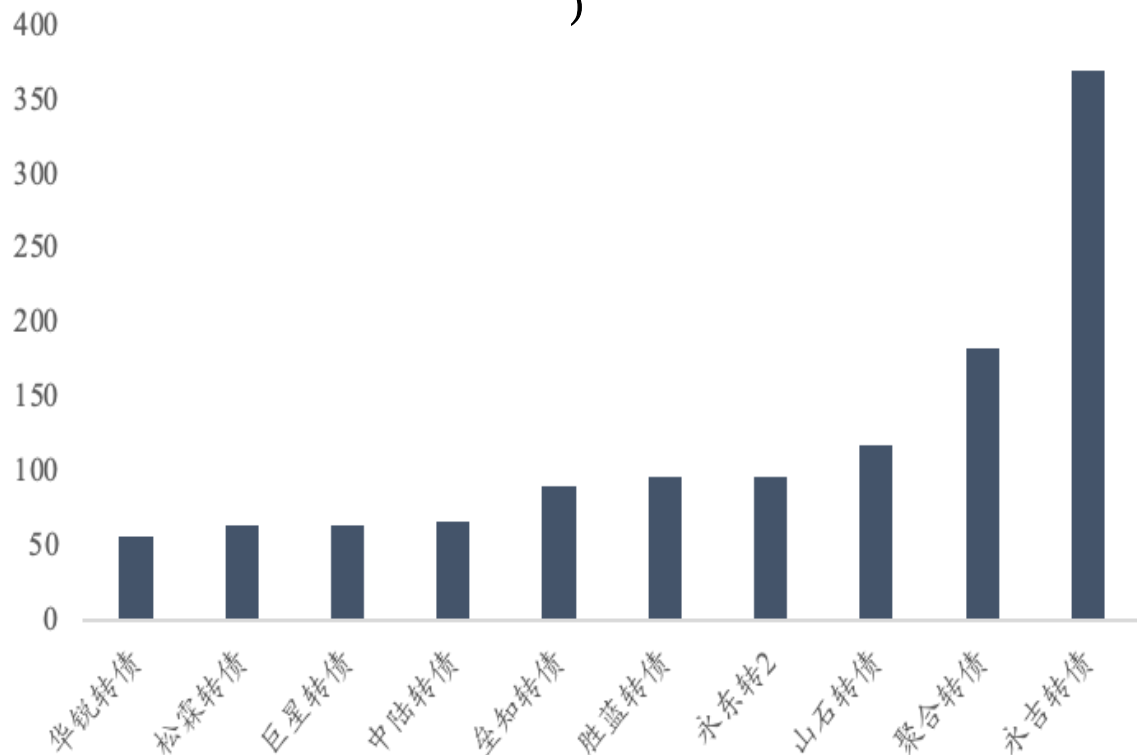
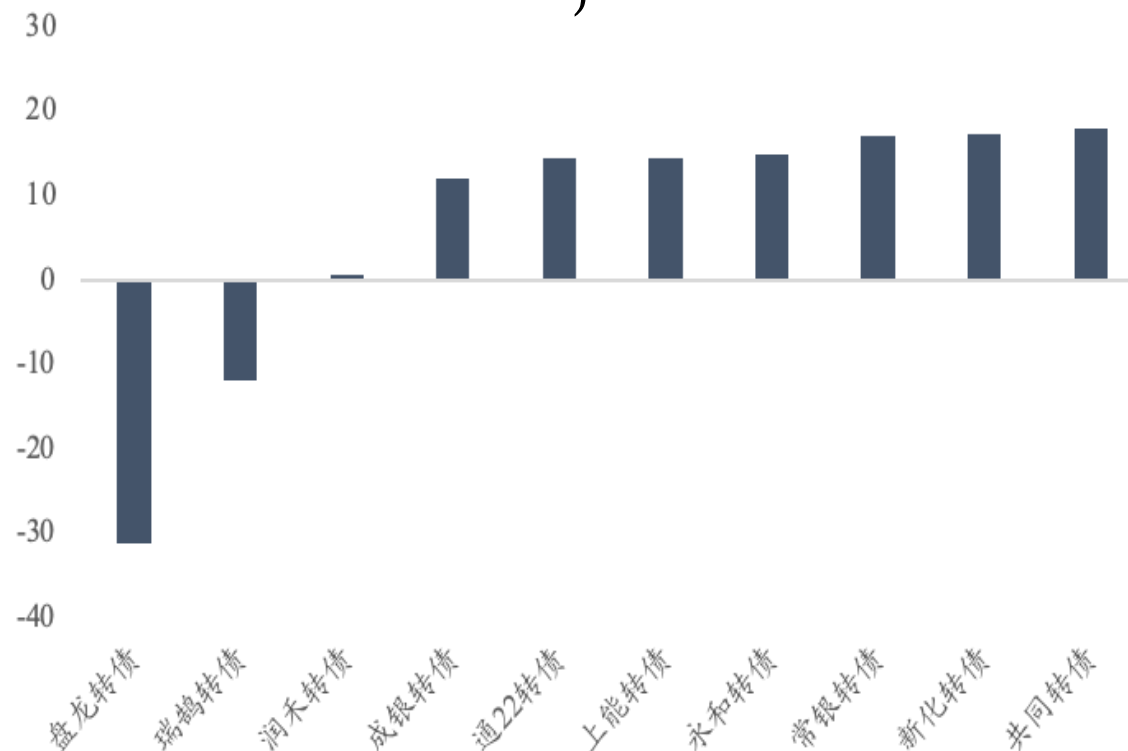


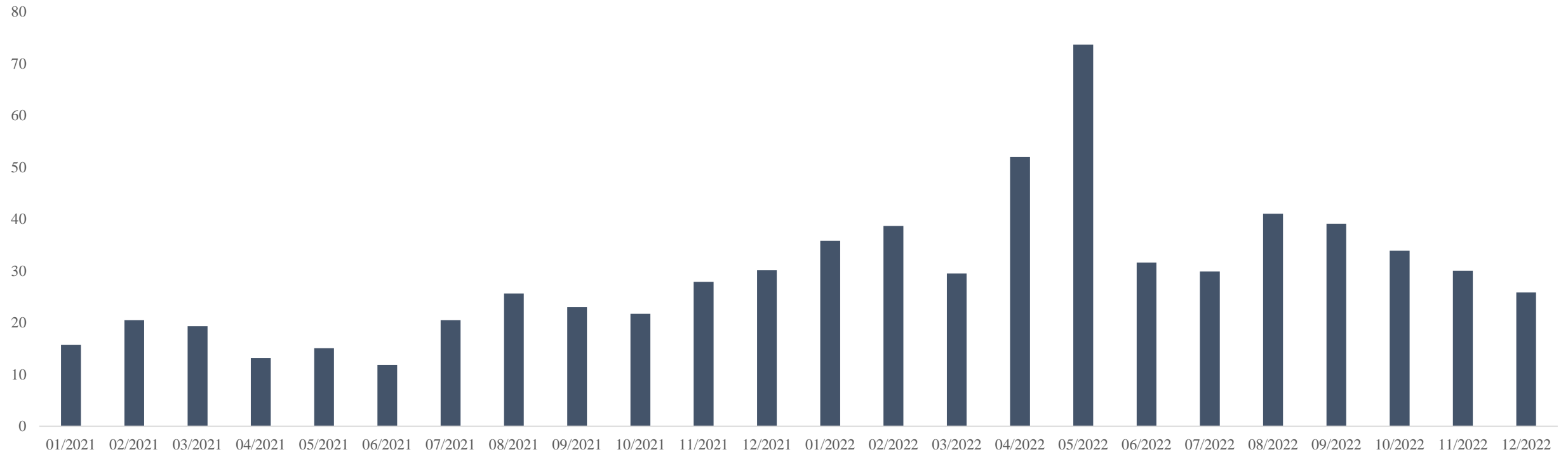
图37: 2022年后10只转债新券上市首日溢价率 (单位: %)



2.5 首日溢价率处高位

- ✓ 需求旺盛是转债溢价率处高位的重要原因。转债市场的表现是影响需求的主要因素，当转债市场具有较高的赚钱效应时，需求旺盛，资金流入转债市场，转债价格提高，转股溢价率抬升；反之，需求减弱，资金流出转债市场，转债价格下降，转股溢价率缩减。
- ✓ 根据我们的统计，2021年转债新券上市首日溢价率均值为19.97%左右，而2022年为38.38%左右，2022年转债上市首日溢价率较2021年有较为明显的提升。主要系转债市场容量仍然较小，短期来看新增供给无法满足资金配置需求，转债市场处于供不应求阶段，这将导致整体转股溢价率处于高位。

图38：2021-2022年转债新券上市首日溢价率（单位：%）



2.6 转债持续扩容，发行周期缩短

- ✓ 2018年以来，市场持续扩容。2022年1月至12月末，可转债总存量增加1864.28亿元，存续债券增加约118只。年初至今共147只转债启动发行，合计发行规模约2177.36亿元，其中重银转债（130亿）、通22转债（120亿）、成银转债（80亿）、齐鲁转债（80亿）等发行规模较大。行业角度材料、资本货物等行业发行只数居前，银行、材料、半导体与半导体生产设备等行业发行规模较大。
- ✓ 可转债发行周期缩短，发行审核流程简化。

图39：2018-2022年转债历史存量（单位：亿元）

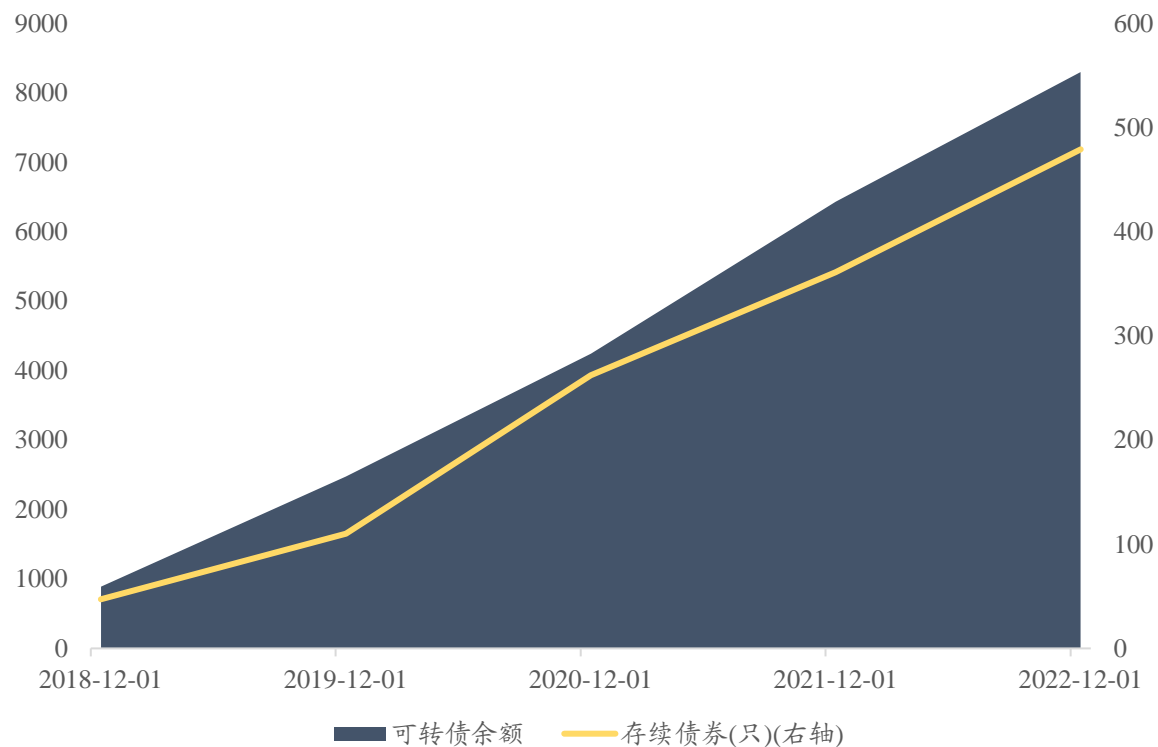
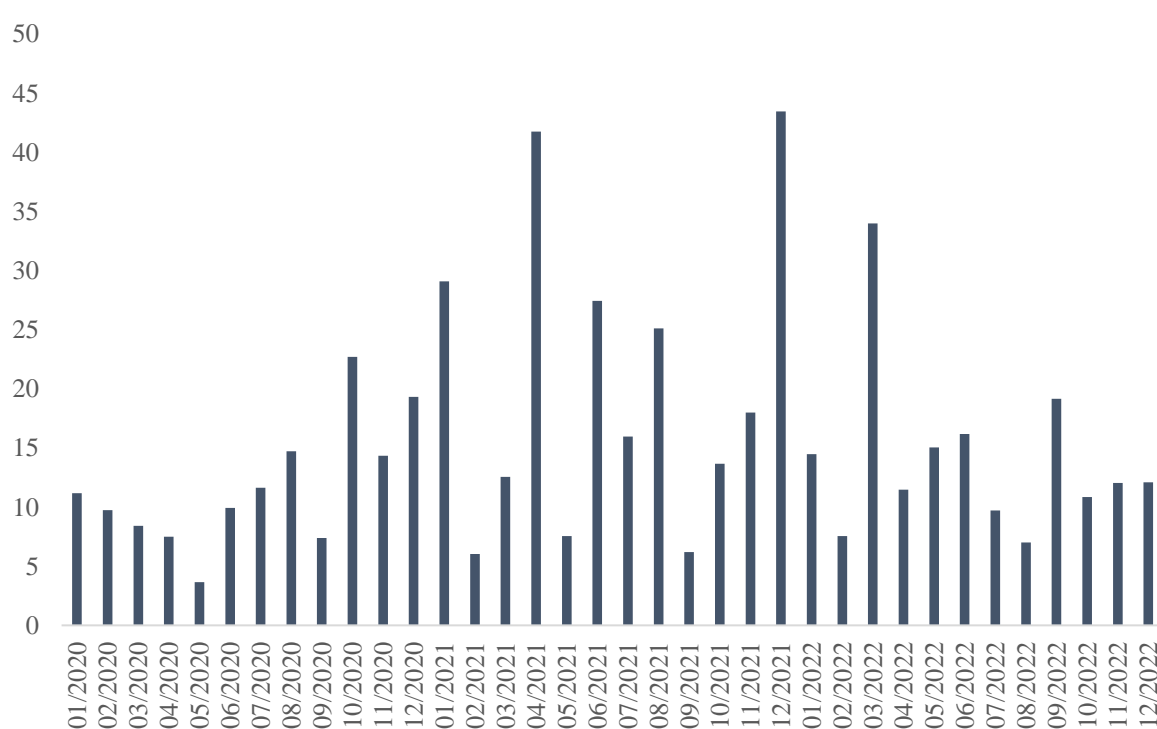


图40：2020-2022年转债发行规模（单位：亿元）



2.7 一级发行火热，转债供需两旺

- ✓ 需求旺盛，供给端可转债发行仍在提速。11月至今已有27只转债发行，总规模达到325.80亿元。可转债大规模发行，离不开一级市场的火热。
 - 近两年发行的可转债基本没有网下申购环节。可转债申购分为网上申购和网下申购，网上申购即可转债打新；网下申购是机构户操作的方式。根据近两年基本没有网下申购环节的情况，我们仅考虑网上申购即可。
 - 股东配售比例占比较高。2022年原股东配售占比平均值达到69%，原股东配售比例较高。这样能够降低转债发行申购压力，绑定股东和转债投资者利益，利于提升转债的吸引力。新规落地后，股东配售比例出现一定程度下降。

图41：2022年发行转债的股东配售比例（单位：%）

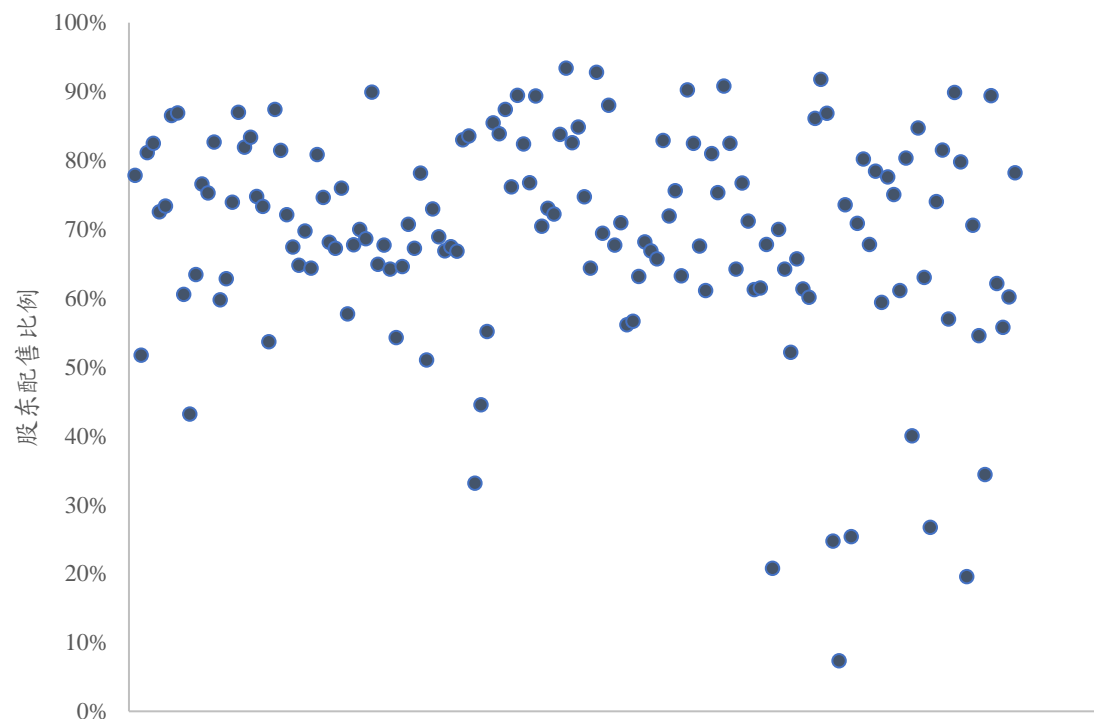
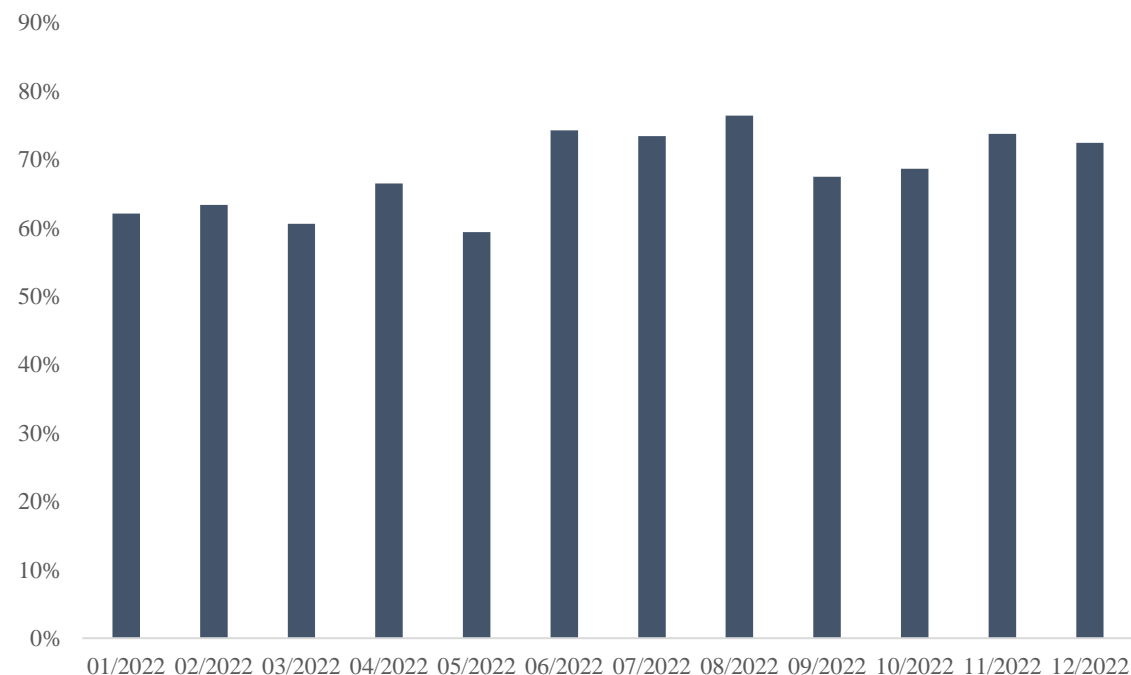


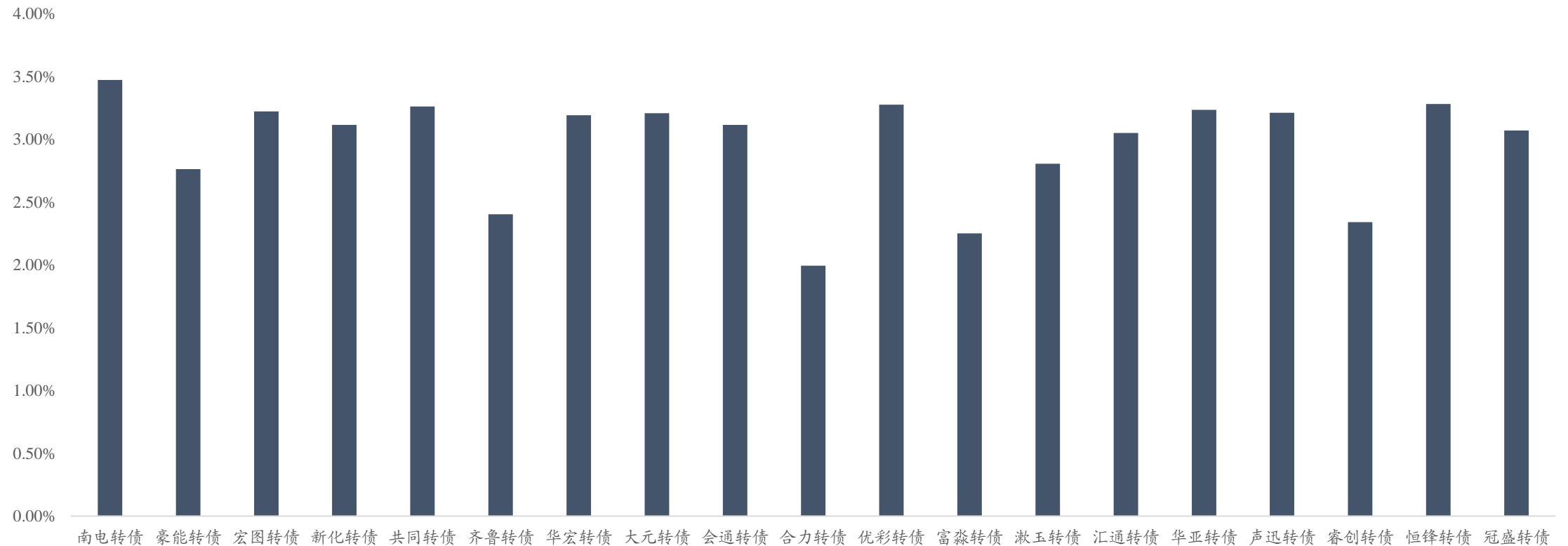
图42：2022年发行转债的股东配售比例月度情况（单位：%）



2.7 一级发行火热，转债供需两旺

- 转债条款有新变化。**新规在条款方面，规定“赎回冷却期”，强化转债重大事件、赎回风险提示等信息披露要求；完善相关业务规范，严格短线交易监管，保护投资者利益，推动可转债市场健康发展。根据我们的统计，2021年9-12月发行转债的纯债YTM平均在2.67%左右；2022年1-6月平均在2.70%左右；2022年7月以来，转债发行时的纯债YTM达到2.79%左右，纯债YTM有所上升。

图43：近期发行转债的纯债到期收益率情况（单位：%）



3. 条款博弈

3.1 触发赎回条款——转债退市的主因

✓ 2022年，转债退市的主要原因是触发赎回条款

- 截止2022年12月，共有56支公开发行的转债公告退市，其中49支均通过提前赎回退市，仅6支可转债因到期赎回兑付退市，1支可转债因流通余额小于3000万元而退市。
 - 就退出方式占比而言，提前赎回的比例高达87.50%，具体包括亨通转债、盛屯转债、湖盐转债等；到期赎回兑付的比例为10.71%，具体包括九州转债、济川转债、广汽转债等；钧达转债因流通余额小于3000万退市，占比仅为1.79%。
 - 就存续天数而言，提前赎回转债的平均存续天数小于到期赎回。
 - 从存续期价格涨幅来看，到期赎回的可转债价格涨幅明显低于提前赎回转债；此外，因流通面值低于3000万而退市的转债在存续期内价格涨幅较高。

表1: 2022可转债退市情况 (单位: 支; %; 天)

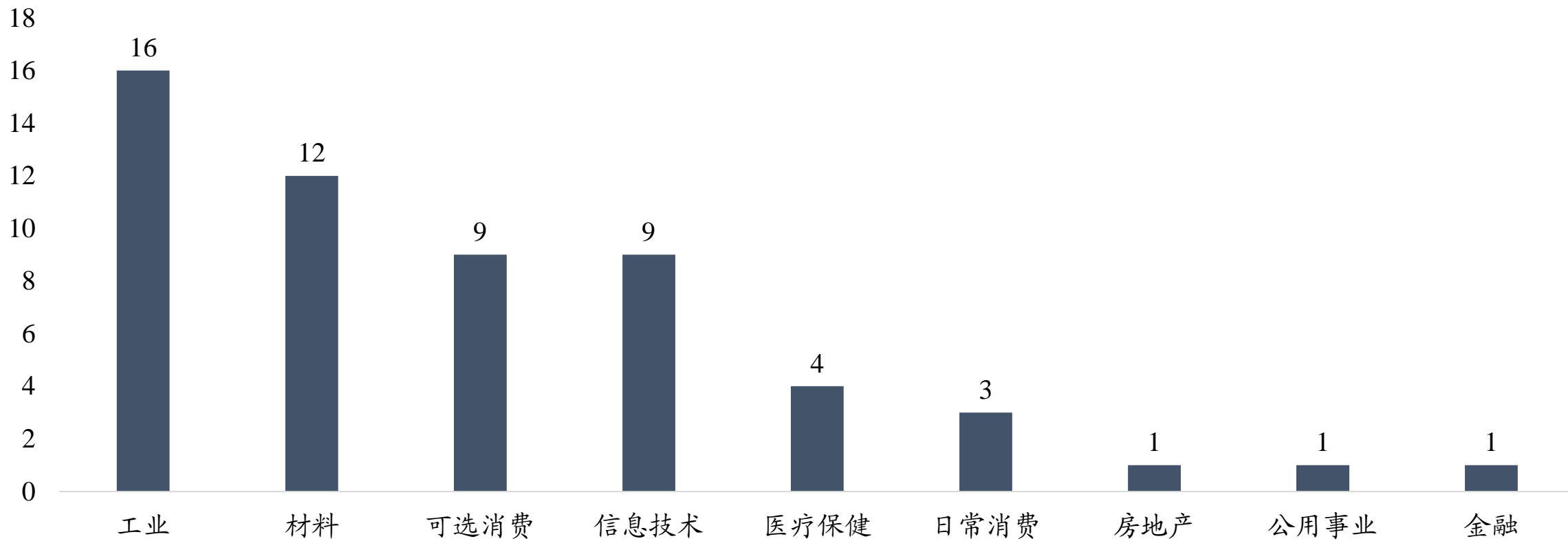
| 退出方式 | 支数 | 占比 | 转债名称 | 平均存续时间 (天) | 平均存续期价格最高涨幅 |
|-------------|----|--------|-------|------------|-------------|
| 提前赎回 | 49 | 87.50% | 亨通转债等 | 776 | 86% |
| 到期赎回兑付 | 6 | 10.71% | 九州转债等 | 2051 | 164% |
| 流通余额小于3000万 | 1 | 1.79% | 钧达转债 | 1145 | 473% |

3.1 触发赎回条款——转债退市的主因

✓ 2022年退市转债行业分布

➤ 从行业分布来看，56支公开发行的退市转债中，工业、材料、可选消费和信息技术行业占比较高，而房地产、公用事业、金融行业占比较少，分别有1支转债退市。

图44: 2022可转债退市行业分布 (单位: 支)



3.1 触发赎回条款——转债退市的主因

✓ 退市转债回顾——退市方式

➤ 从历史退市转债数据来看，大部分可转债是通过触发强赎条款提前赎回退市，近三年强赎退市转债占总退市转债的比重都在90%及以上。

表2: 2019-2021可转债退市情况 (单位: 支; %; 天)

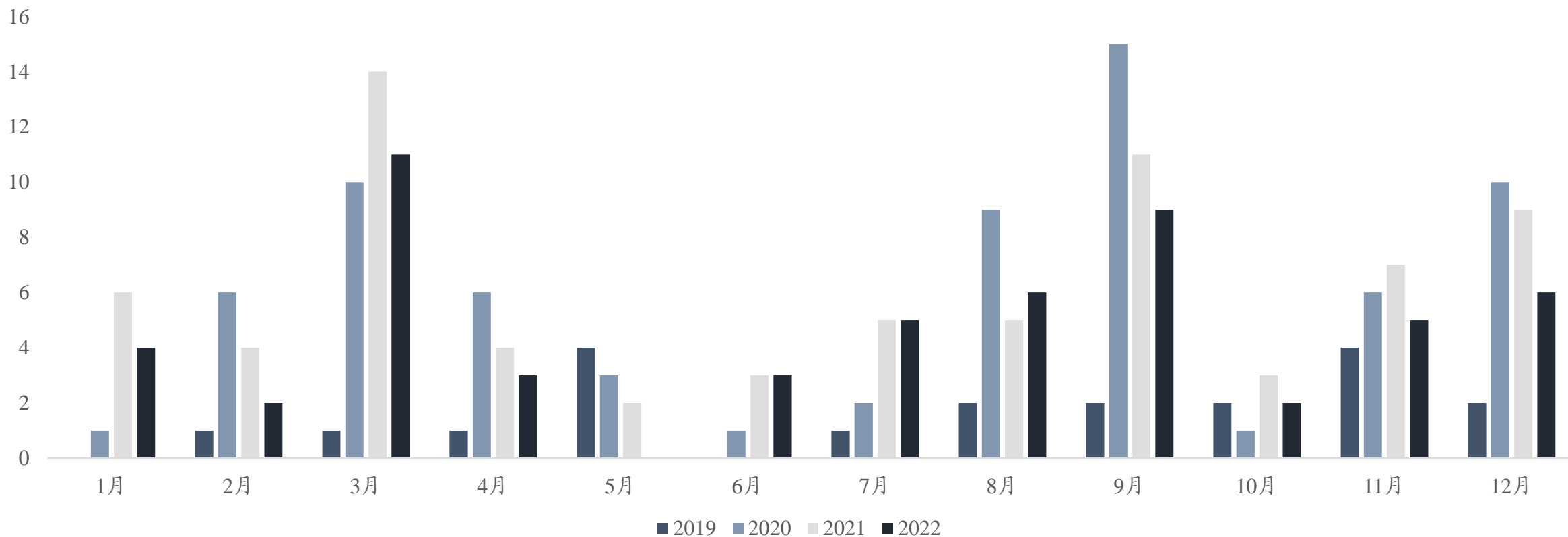
| 2019年 | | | | |
|-------------|----|--------|-----------|------------|
| 退出方式 | 支数 | 占比 | 转债名称 | 平均存续时间 (天) |
| 提前赎回 | 18 | 90.00% | 三一转债等 | 545 |
| 到期赎回兑付 | 1 | 5.00% | 格力转债 | 1807 |
| 流通余额小于3000万 | 1 | 5.00% | 天马转债 | 561 |
| 2020年 | | | | |
| 退出方式 | 支数 | 占比 | 转债名称 | 平均存续时间 (天) |
| 提前赎回 | 69 | 98.57% | 海大转债等 | 443 |
| 流通余额小于3000万 | 1 | 1.43% | 中装转债 | 350 |
| 2021年 | | | | |
| 退出方式 | 支数 | 占比 | 转债名称 | 平均存续时间 (天) |
| 提前赎回 | 71 | 97.26% | 国贸转债等 | 652 |
| 到期赎回兑付 | 2 | 2.74% | 航信转债、电气转债 | 2178 |

3.1 触发赎回条款——转债退市的主因

✓ 退市转债回顾——时间分布

➤ 从近年退市转债时间分布来看，一季度末和三季度末是转债退市的高峰期，而在年初和年中退市转债较少。

图45：2019-2022可转债退市时间分布（单位：支）

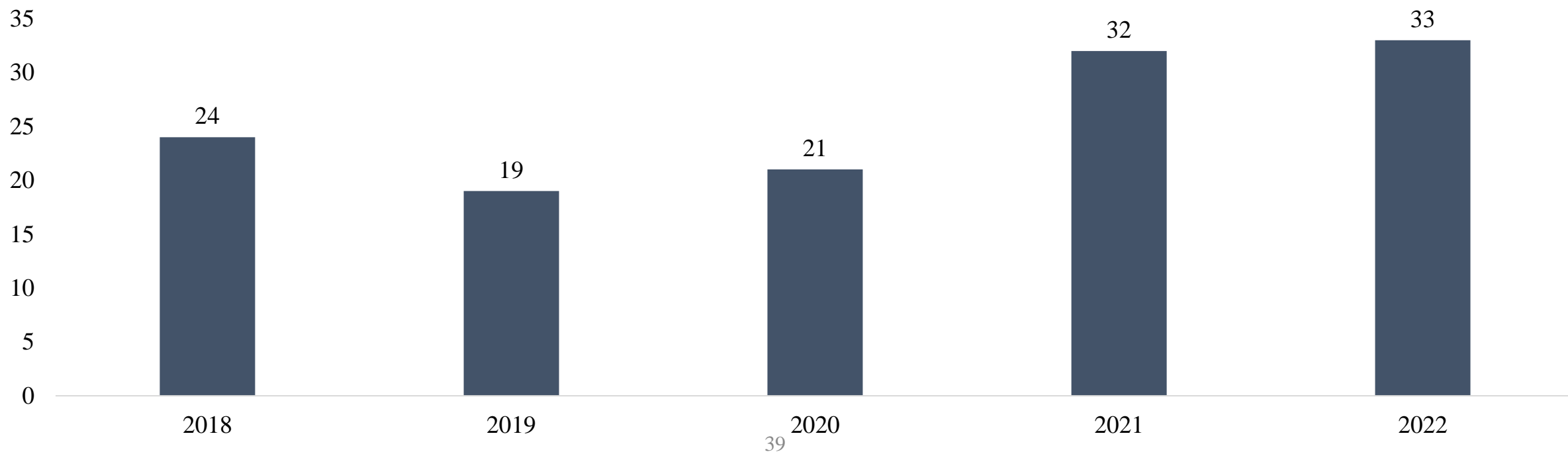


3.2 下修条款——转债延续高下修频次

✓ 2022年，转债延续高下修频次

- 截止2022年12月，共有33支转债发布关于向下修正转股价格的公告，其中3支转债（奇正转债、永东转债、正邦转债）曾2次公布下修公告，成功下修转股价格。
- 下图统计了2018年以来公告下修的可转债支数，2022年下修次数超过2021年，成为近年来下修次数最多的一年。

图46：2018-2022年可转债下修情况（单位：支）

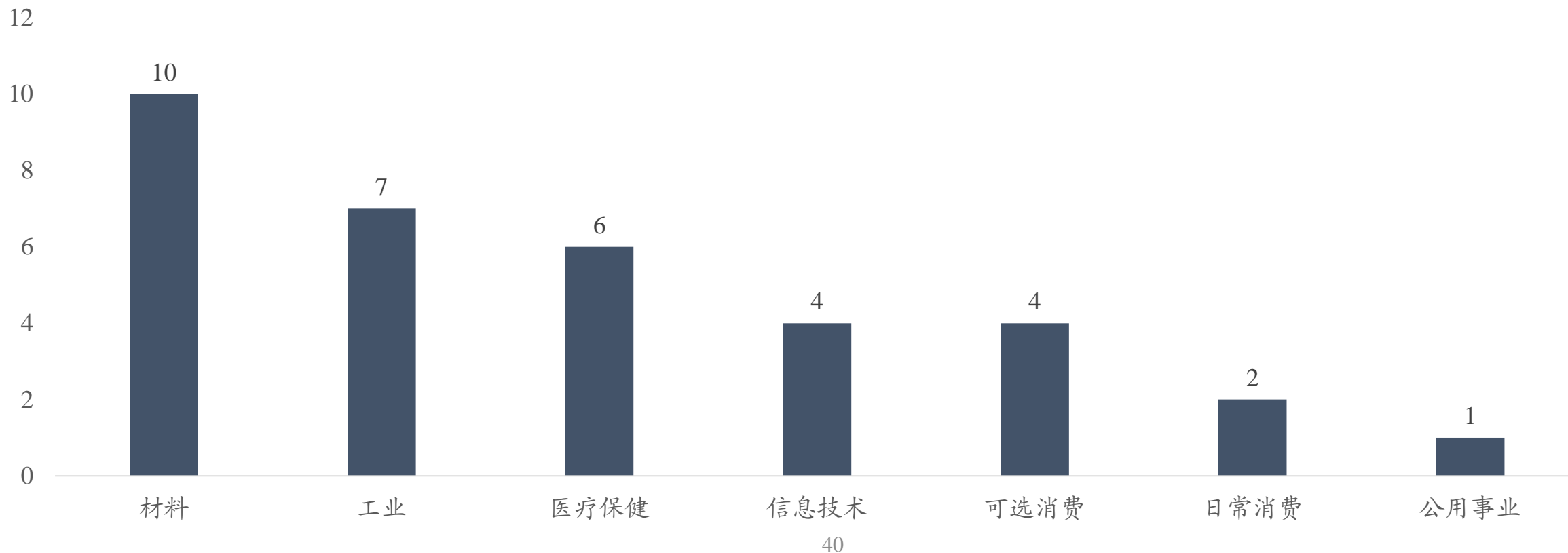


3.2 下修条款——转债延续高下修频次

✓ 2022年下修转债行业分布

- 下图统计了2022年公告下修转债的行业分布，其中材料、工业、医疗保健行业下修转债数目最多，而日常消费和公用事业行业下修转债数目较少。

图47：2022年下修转债行业分布（单位：支）



3.2 下修条款——转债延续高下修频次

✓ 下修条款博弈

- 下修博弈的核心在于下修条款执行的不确定性。上市公司董事会提议下修的动机有：大股东减持套现、规避回售、促进转股：
 - 大股东减持套现：通常发生在可转债发行初，大股东配售占比高。通过下修转股价格使得债券价格提高，从而进行套现，实现利益最大化；
 - 规避回售：通常在可转债发行最后两年进入回售期，如果股价持续低迷，可能会触发回售，此时公司面临较大的回售压力，下修转股价格可以拉升股价，规避回售压力；
 - 促进转股：下修转股价主要目的是促进转股，进一步促进强赎。

3.2 下修条款——转债延续高下修频次

✓ 2022年下修转债下修动机分析

- 公告下修的33支转债中，共有6支转债将进入或已进入回售期，分别为敖东转债、博世转债、久其转债、蓝盾转债、山鹰转债、众信转债。回售条款一旦触发则面临偿还压力，因此在回售条款触发前，发行人通过下修促转股的意愿比较强烈。
- 当可转债上市，公司股东看好转债，可能会配售转债；而可转债在发行6个月之内，未进入转股期时，大股东不允许减持转债，此时大股东可能会选择未到转股期就下修转股价格，进而得到收益。
- 公告下修的33支转债中，共有6支转债在发行期6个月内且未进入转股期，分别为富春转债、贵燃转债、卡倍转债、佩蒂转债、赛伍转债、友发转债。此时大股东配售比例较多，下修股价对于高比例持债的股东来说有利可图。

3.2 下修条款——转债延续高下修频次

✓ 下修条款博弈

➤ 在下修程序上，下修是发行人的权利而不是义务。可转债下修一般要经过以下程序：

①前提：下修条款触发。即股价下跌触发下修条款。

②过程：董事会提议下修-----股东大会审议-----公告是否实施下修

③结果：实施下修

➤ 关于下修价格同样存在规定：具体要求下修后转股价格不低于股东大会召开日前20个交易日正股均价和前一交易日均价。部分发行人在转债募集说明书中规定下修后的转股价格不得低于最近一期经审议的每股净资产和每股面值。

3.2 下修条款——转债延续高下修频次

✓ 2022年下修转债下修价格

- 下修后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司A股股票交易均价和前一个交易日公司A股股票交易均价。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。
- 2022年公告下修的转债中，有17支转债转股价格下修到底，其中永东转债和正邦转债两次均下修到底。下修到底转债如下表所示。

表3: 2022年下修到底转股价格一览表 (单位: 元/股)

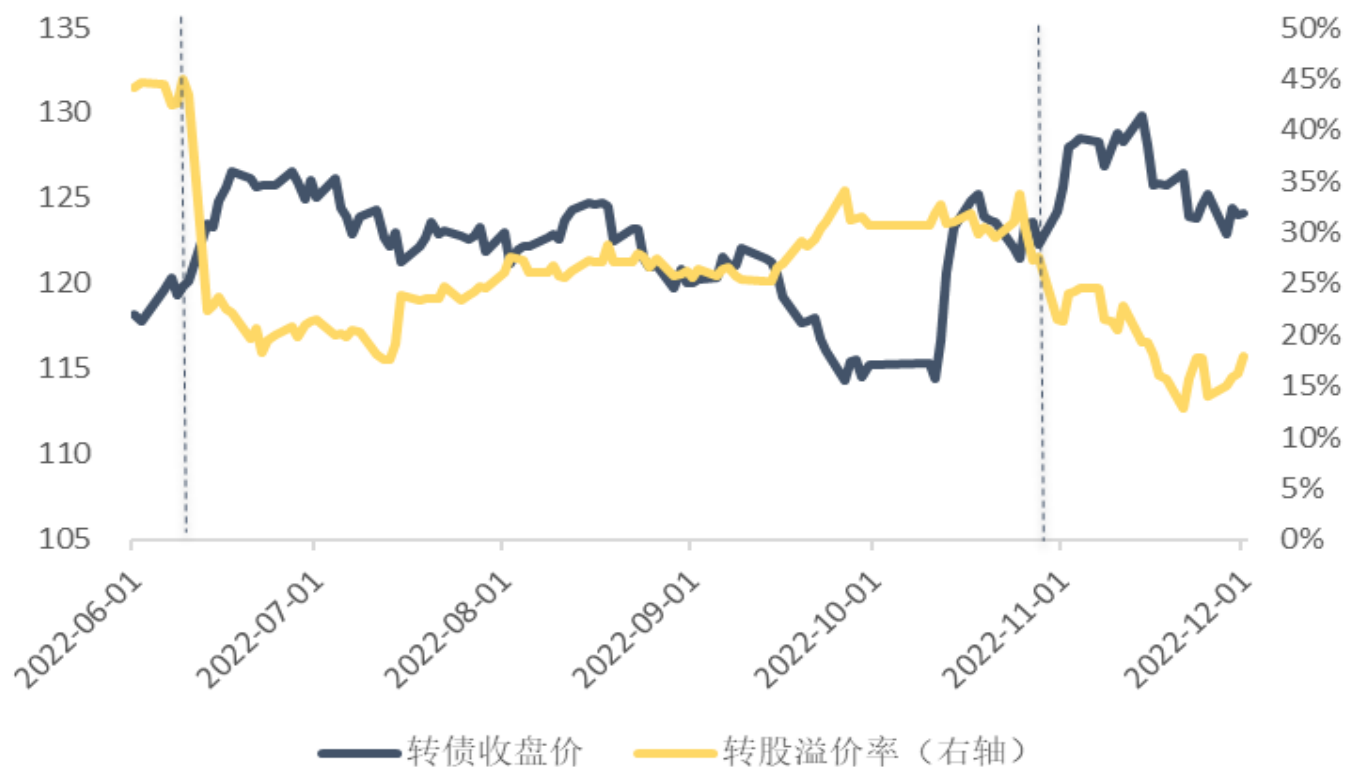
| 转债简称 | 富春转债 | 贵燃转债 | 鹤21转债 | 华兴转债 | 凯中转债 | 康泰转2 | 蓝盾转债 | 佩蒂转债 | 奇正转债 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 下修前转股价 | 23.19 | 10.17 | 38.74 | 39.33 | 12.86 | 66.51 | 5.79 | 19.89 | 24.19 |
| 下修后转股价 | 19.29 | 7.22 | 27.23 | 31 | 10.09 | 33.66 | 2.38 | 17.83 | 23.26 |
| 下修底价 | 19.29 | 7.22 | 27.23 | 31 | 10.09 | 33.66 | 2.38 | 17.83 | 23.26 |
| 转债简称 | 永东转债 | 永东转债2 | 友发转债 | 正邦转债 | 正邦转债2 | 众信转债 | 麒麟转债 | 天路转债 | |
| 下修前转股价 | 11.49 | 12.31 | 9.4 | 6.08 | 14.77 | 7.92 | 34.68 | 6.99 | |
| 下修后转股价 | 9.28 | 11.49 | 6.73 | 4.35 | 6.08 | 5.95 | 28.52 | 5.42 | |
| 下修底价 | 9.28 | 11.49 | 6.73 | 4.35 | 6.08 | 5.95 | 28.52 | 5.42 | |

3.2 下修条款——转债延续高下修频次

✓ 下修转债具体案例分析

- 奇正转债6月10日和10月28日两次公告下修，第一次下修转股价格由29.79元/股调整到24.78元/股，未下修到底，第二次下修转股价格由24.19元/股调整到23.26元/股，转股价格下修到底。
- 公司选择下修的动机一般为促使转股，在两次下修后，转债价格均出现攀升。本案例中，下修转股价使得可转债的转股价值大幅提升，进而提升可转债价格。

图48：奇正转债两次公告下修前后情况（单位：元；%）



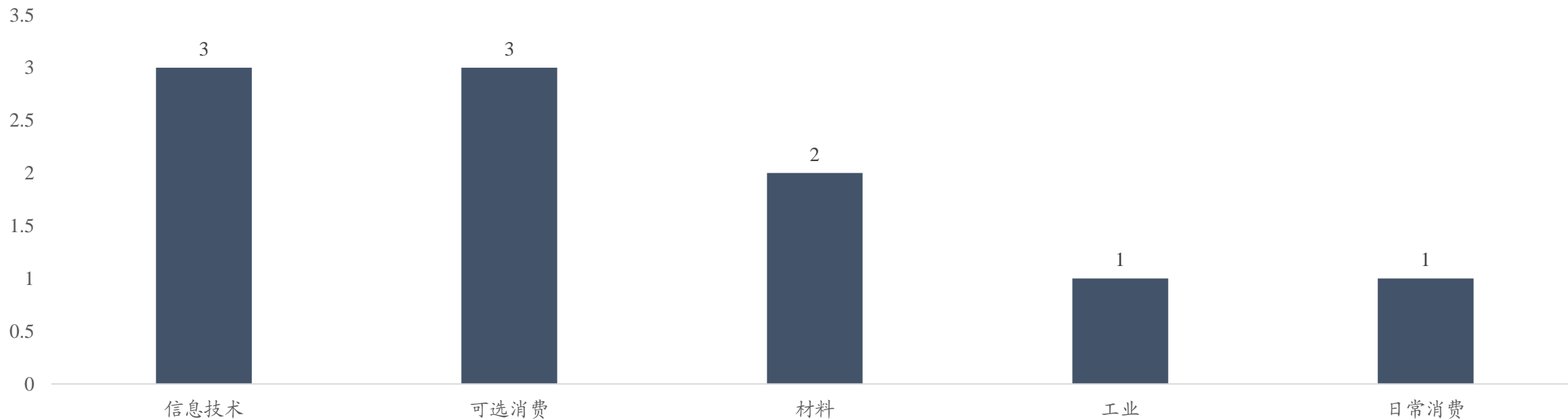
3.3 回售条款——可转债保护伞

- 回售条款是一定条件下可转债持有人可以行使的权利，其设立主要目的是保护投资者的利益。即当股价持续下跌，转债价格处于低迷区，可转债持有人选择行使回售权利一定程度上能够保护自身投资本金的安全性。具体可以分为有条件回售条款和附加回售条款。有条件回售条款即通常所说因正股价格下跌而触发的条款。
- 2022年，共有10支转债因正股价格下跌触发有条件回售条款，分别为：德尔转债、海澜转债、大业转债、九其转债、铁汉转债、大族转债、永东转债、TCL转2、众兴转债、模塑转债。
- 从回售原因来看，其中大部分转债在触发回售前表现一直不佳，并未曾经达到强赎条件，仅九其转债启动回售但回售1张债券，并且在回售后依次触发下修条件下修转股价格，最终正股价格上涨触发强赎退市。

3.3 回售条款——可转债保护伞

- 从回售结果来看，TCL定转2回售数量最多，达77万张。德尔转债、大业转债、众兴转债回售期有效申报数量均为0张。出现回售数量为0是投资者权衡利益的结果，当可转债收盘价高于回售价，即使满足回售条款，投资者也不会行使回售权利。
- 从行业分布来看，信息技术、可选消费行业分别有3支转债触发有条件回售条款，材料行业有2支转债，工业和日常消费行业各有一支转债。
- 另外有闻泰转债、飞凯转债、文科转债、盛路转债、开润转债、温氏转债、耐普转债、美锦转债等40支转债因发行人变更募集资金用途触发附加回售条款。

图49：回售转债行业分布（单位：支）



3.3 回售条款——可转债保护伞

表4: 2022年触发有条件回售转债(部分)

| 转债简称 | 回售公告日 | 回售原因 | 回售结果 |
|------|------------|--|--|
| 德尔转债 | 2022/10/26 | 公司股票收盘价连续30个交易日低于当期转股价格(29.76元/股)的70%。 | 回售期: 2022年10月17日至2022年10月21日 回售有效申报数量: 0张 回售金额: 0元 |
| 海澜转债 | 2022/9/30 | 公司自2022年8月2日至2022年9月13日连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%,且已进入最后两个计息年度。 | 回售期: 2022年9月21日至2022年9月27日 回售有效申报数量: 10张 回售金额: 1002.50元 |
| 大业转债 | 2022/7/5 | 股票自2022年5月5日至2022年6月16日连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%,且进入最后两个计息年度。 | 回售期: 2022年6月24日至2022年6月30日 回售有效申报数量: 0张 回售金额: 0元 |
| 久其转债 | 2022/6/29 | 公司股票自2022年4月22日至2022年6月8日连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格6.97元/股的70%,即4.88元/股。 | 回售期: 2022年6月16日至2022年6月22日 回售有效申报数量: 1张 回售金额: 100.04元 |
| 铁汉转债 | 2022/6/4 | 自2022年4月13日至2022年5月27日收盘价连续三十个交易日低于当期“铁汉转债”转股价格的70%。 | 回售申报期: 2022年6月7日至2022年6月13日 回售有效申报数量: 51张 回售金额为5,135.85元 |
| 大族转债 | 2022/6/9 | 2022年4月7日至2022年5月23日连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%,目前正处于最后两个计息年度。 | 回售申报期: 2022年5月31日-2022年6月7日 回售有效申报数量: 250张 回售金额: 25,750元 |
| 永东转债 | 2022/6/8 | 自2022年4月8日至2022年5月24日收盘价连续三十个交易日低于当期“永东转债”转股价格的70%,且处于最后两个计息年度。 | 回售申报期: 2022年5月30日至2022年6月6日 回售有效数量: 30张 回售金额为3,007.08元 |

4. 策略展望

4.1 库存周期视角：转债行业选择策略

✓ 由于2020年初疫情的侵扰，在预定轨道上行驶的列车出现了短暂的“脱轨”，在依次经历了“被动补库存”和“被动去库存”后，于2020年11月重启“主动补库存”，我们将此作为新一轮库存周期的开端；自2022年4月起，我们正处于第6轮库存周期的“主动去库存”阶段，预计2023年上半年将逐渐切换至“被动去库存”阶段。近两次从主动去库存切换到被动去库存的时期，分别是2014.10-2015.2→2015.3-2016.6、2018.11-2019.2→2019.3-2019.11，复盘这两个时期行业指数的走势变化，以对未来走势进行预判。

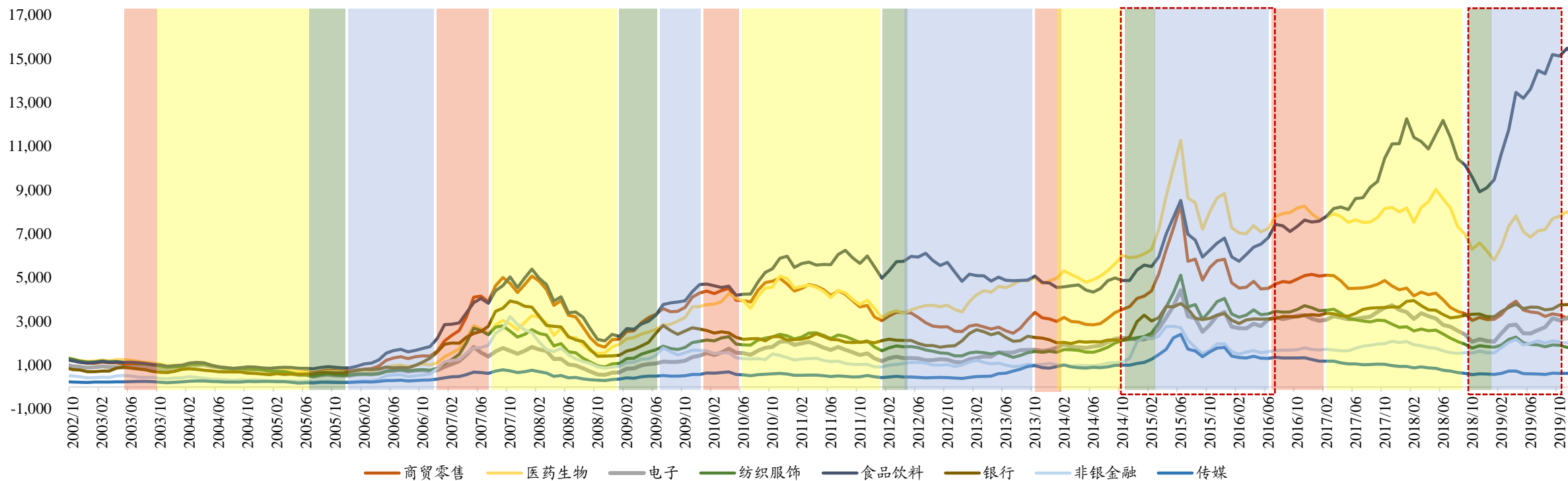
表5：2002年至今的库存周期阶段（细分版）

| 库存周期 | 主动补库存阶段 | 被动补库存阶段 | 主动去库存阶段 | 被动去库存阶段 | 主动补库存时长（月） | 被动补库存时长（月） | 主动去库存时长（月） |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|------------|------------|
| 周期 1 | 2002.10-2003.2 | 2003.3-2004.12 | 2005.1-2005.5 | 2005.6-2006.6 | 5 | 22 | 5 |
| 周期 2 | 2006.7-2007.2 | 2007.3-2008.8 | 2008.9-2009.2 | 2009.3-2009.8 | 8 | 18 | 6 |
| 周期 3 | 2009.9-2010.2 | 2010.3-2011.10 | 2011.11-2012.2 | 2012.3-2013.8 | 6 | 20 | 4 |
| 周期 4 | 2013.9-2013.11 | 2013.12-2014.9 | 2014.10-2015.2 | 2015.3-2016.6 | 3 | 10 | 5 |
| 周期 5 | 2016.7-2017.2 | 2017.3-2018.10 | 2018.11-2019.2 | 2019.3-2019.11 | 8 | 20 | 4 |
| 前 5 周期时长平均数 | | | | | 6 | 18 | 5 |
| 前 5 周期时长中位数 | | | | | 6 | 20 | 5 |

4.1 库存周期视角：转债行业选择策略

✓ 疫情逐步放开对消费有所提振，被动去库存阶段前期上升走势较为确定。近两次阶段切换中，一般消费行业在主动去库存阶段主要呈“上升”或“调整”走势，在被动去库存阶段主要呈“先升后降”或“调整”走势。从上涨空间来看，近两轮库存周期切换中，在主动去库存阶段非银金融、传媒表现亮眼，两轮周期中涨幅均大于10%；在被动去库存阶段电子、食品饮料、医药生物行业涨幅在细分领域居前，其中医药生物行业在两轮周期中均实现20%以上的涨幅。当前疫情防控措施放开，市场对消费行业的信心不断修复，在主动去库存阶段末表现将优于阶段初，而2023年上半年切换至被动去库存阶段后，有望在阶段前期迎来较强涨势，考虑到疫后时代对医药产品的需求，医药生物行业在该阶段内表现或将更优。

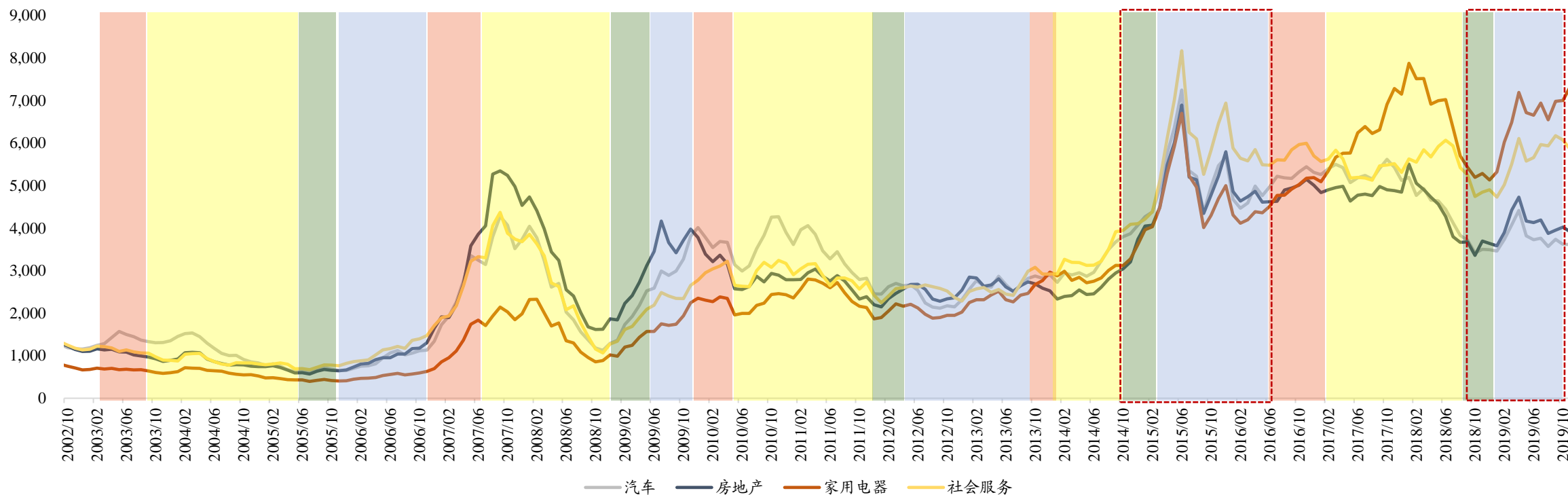
图50：近两次阶段切换下一般消费行业指数表现（单位：点）



4.1 库存周期视角：转债行业选择策略

✓ 疫情逐步放开对消费有所提振，阶段切换期间上升走势较为确定。近两次阶段切换中，可选消费行业在主动去库存阶段主要呈“上升”或“调整”走势，在被动去库存阶段主要呈“先升后降”走势。从上涨空间来看，主动去库存阶段房地产和家用电器行业表现亮眼，在两轮周期上涨空间均大于15%，在细分行业中领先；被动去库存阶段则社会服务行业上涨空间广阔，两轮周期内最大涨幅均高于20%。当前疫情防控措施放开，市场对消费行业的信心不断被提振，在主动去库存阶段末表现将优于阶段初，当前建议继续持有家用电器行业标的；而2023年上半年库存周期切换至被动去库存阶段后，可选消费行业有望在阶段前期迎来较强涨势。其中，社会服务行业表现或将更优，家电行业、房地产行业也将获益。

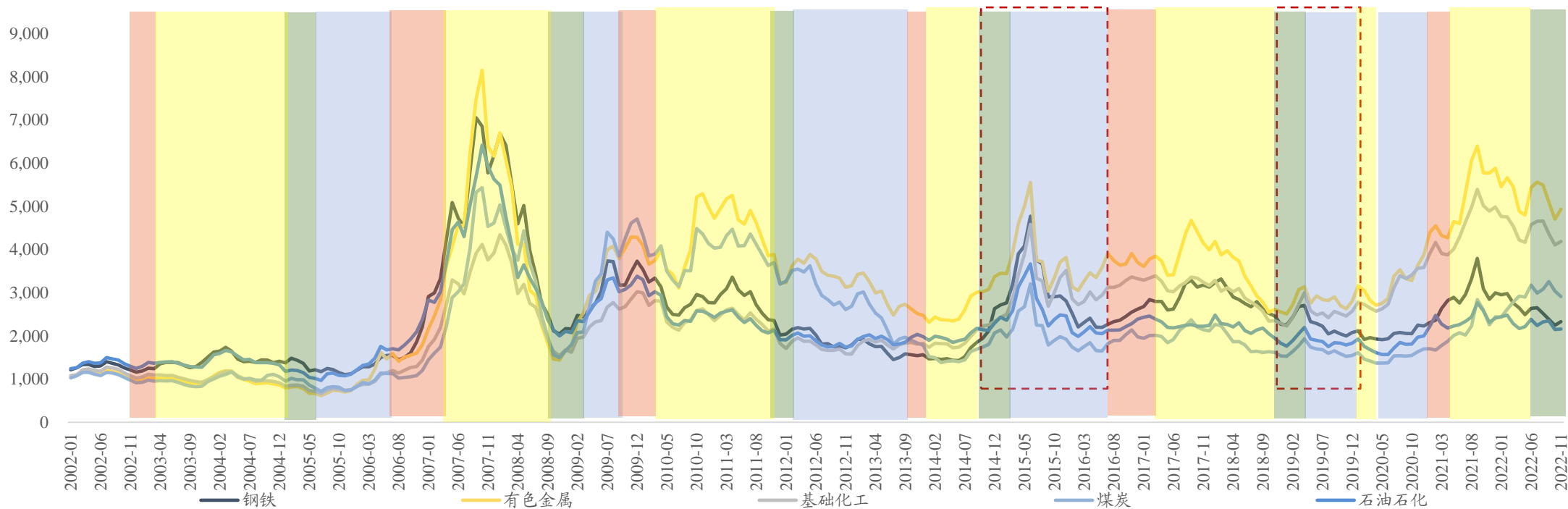
图51：近两次阶段切换下可选消费行业指数表现（单位：点）



4.1 库存周期视角：转债行业选择策略

✓ 全球经济下行和衰退预期压制大宗商品，上行拐点仍需等待。（1）在近两次切换中，大宗商品指数均先升后降，其中2014年10月至2016年6月的那次切换波动幅度更大。且在主动去库存阶段，两次切换的大宗商品指数均呈上升走势，而这与现阶段呈下降趋势的指数并不相符。（2）其中的差异来自增量影响：全球经济下行和衰退预期致使大宗商品需求弱化。一是国内方面，疫情局部暴发冲击经济，国内生产需求下行、指数走弱。二是海外方面，美国流动性收紧助推美元走强，而美元指数与大宗商品价格存在“跷跷板效应”，压制大宗商品价格。未来大宗商品指数的回暖很大程度上取决于增量影响何时减退，上行拐点仍需等待。

图52：近两次阶段切换下大宗商品行业指数表现（单位：点）



4.2 行业展望：有色金属

✓ **有色金属与美元指数呈负相关：**结合历史情况，美元指数与以LME铜现货价、伦敦金现为代表的工业金属、贵金属呈强负相关。而2022H2以来，美国国债收益率出现倒挂，即2年期国债收益率高于10年期国债收益率，指示美国经济存在衰退风险。预计随着美联储加息预期放缓，叠加美国经济存在衰退风险，美元指数未来呈弱态趋势发展，即2023年美元指数将延续下行节奏，工业金属和贵金属等有色金属价格有望抬升。

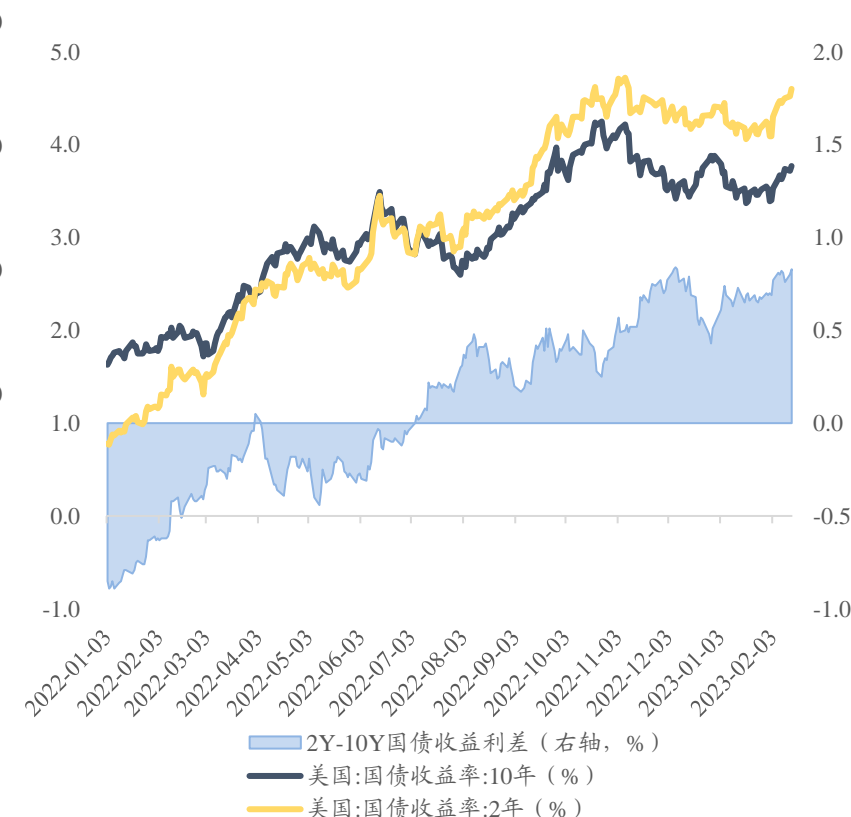
图53：铝与美元指数呈负相关(单位：点，美元/吨)



图54：黄金与美元指数负相关(单位：点，美元/盎司)



图55：2022H2美国国债收益率倒挂(单位：%)



4.2 行业展望：有色金属

- ✓ 2022年以来，以铜、锌、铅、铝为代表的工业金属整体上处于去库存阶段。截至2022年12月30日，除铜库存期货年内波动幅度较大，锌、铅、铝的库存期货分别属于2022年内7%、1%和前1%的分位数水平，库存低位运行有助于抬升工业金属价格。
- ✓ 建议关注有色金属板块优质转债标的：海亮、明泰转债及万顺转2。

图56：2022年有色金属整体处于去库存阶段（单位：吨）

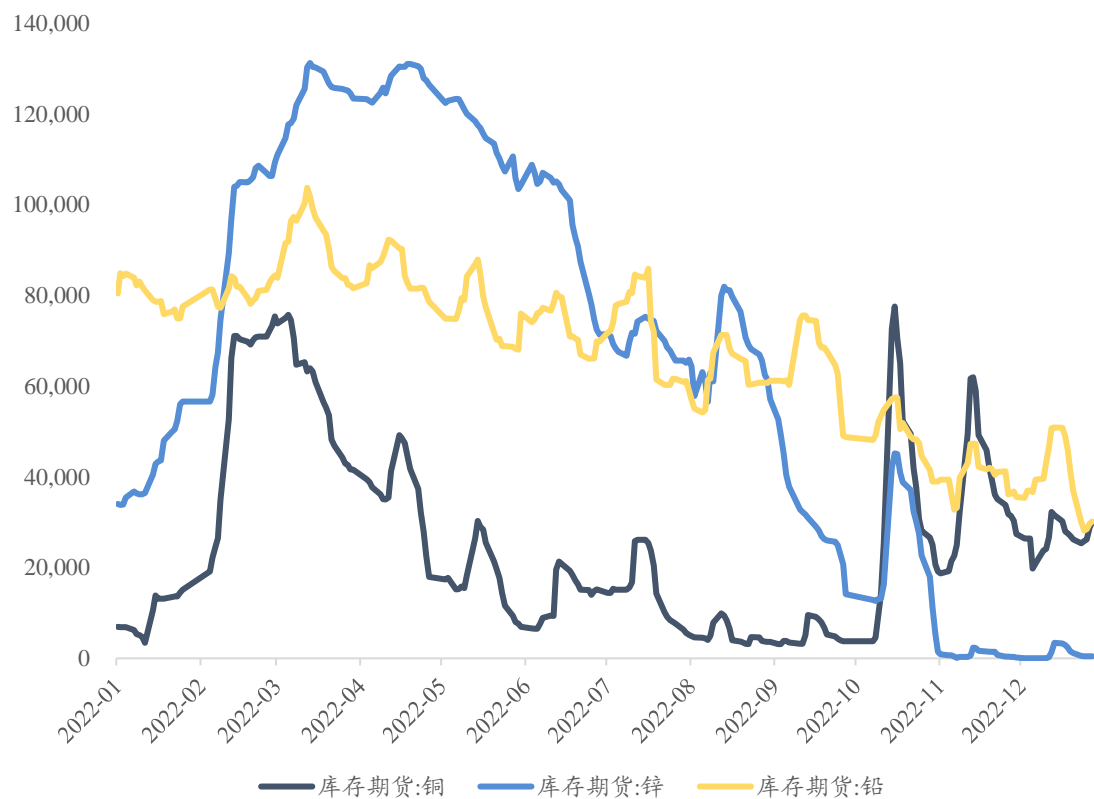
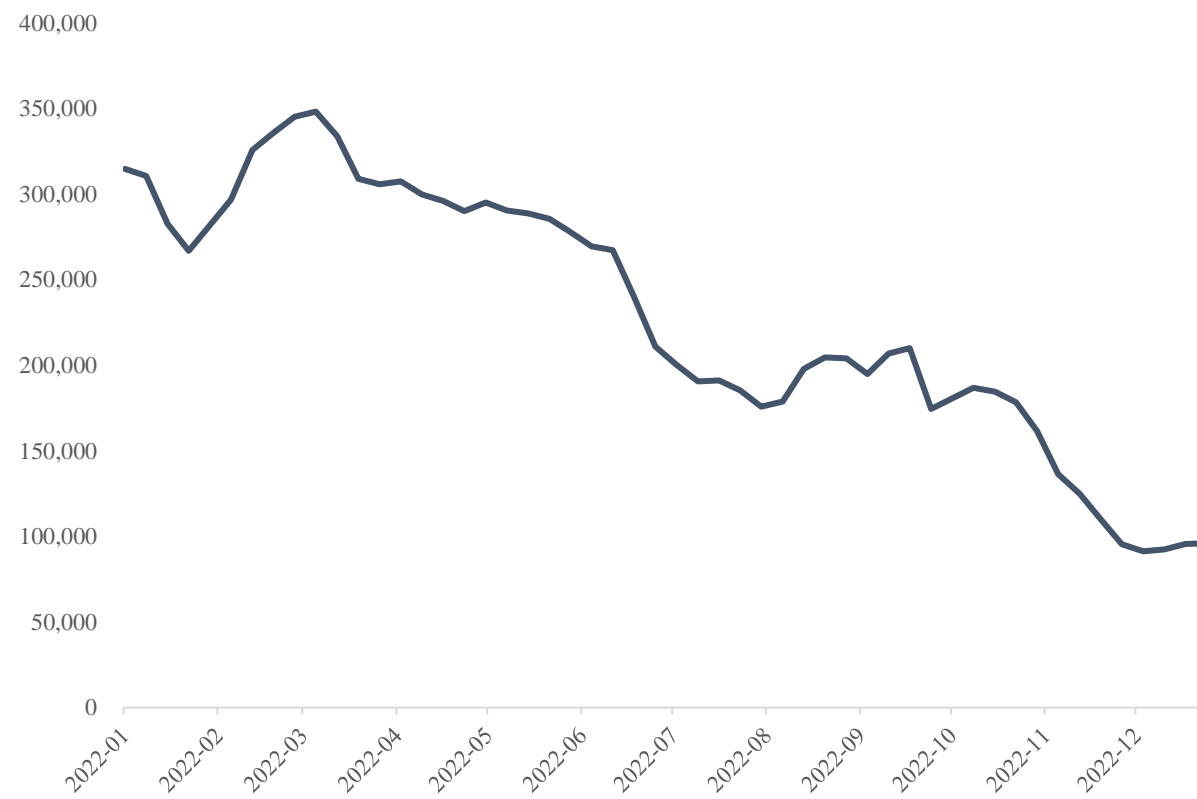


图57：2022年铝期货库存整体呈下行趋势（单位：吨）



4.2 行业展望：医药生物

- ✓ 2021年以来，公募基金配置医药生物行业股票规模逐报告期减少，配置规模占股票投资市值比亦不断下降。当前公募基金配置处于低配状态，医药生物权益投资性价比较高。
- ✓ 2022年，医药制造业数据明显回落，行业处于景气度底部。2022年12月，医药制造业利润总额累计同比下降31.80%，营收累计同比下降1.6%。前值分别为-1.70%和-28.40%。

图58：基金配置医药生物规模下降（单位：万元）

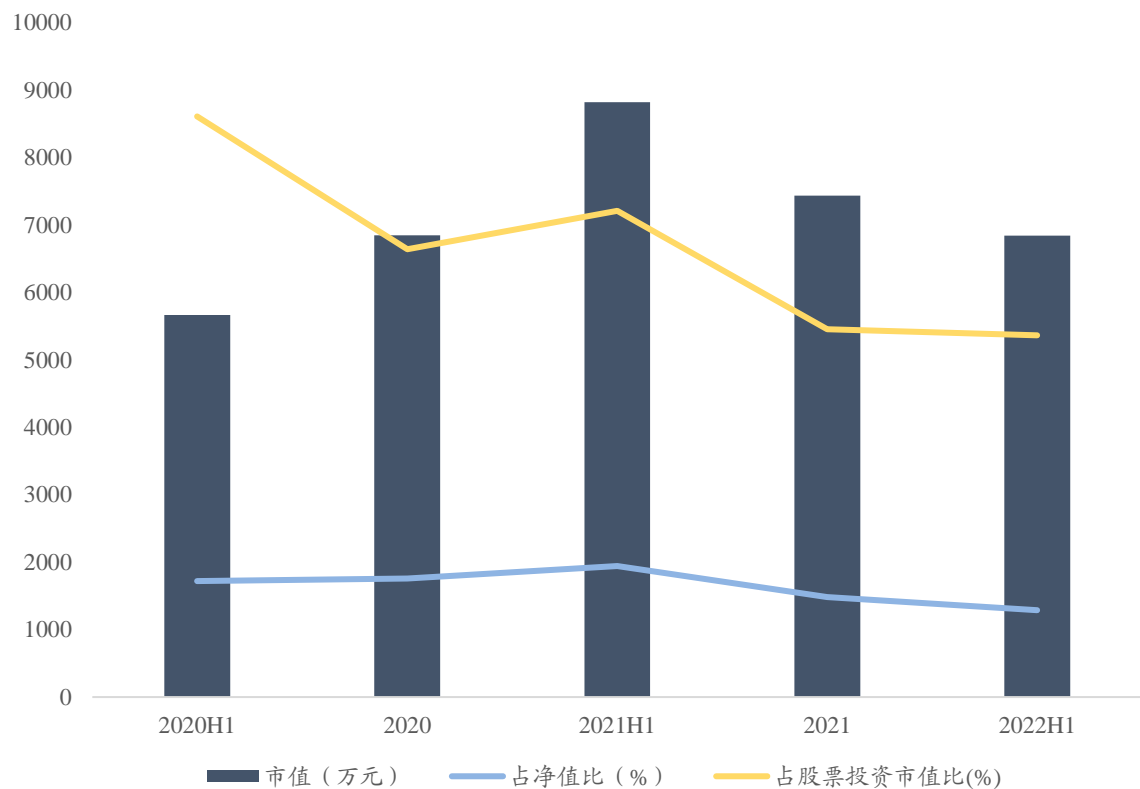
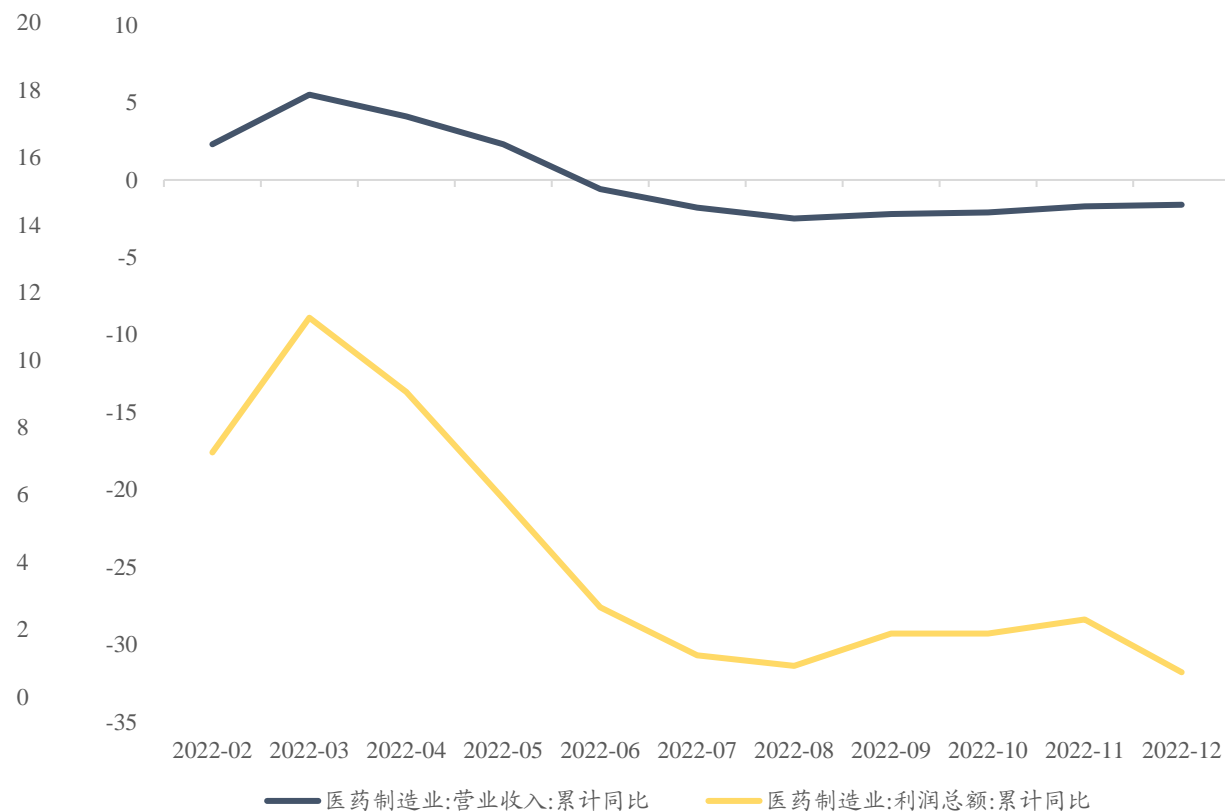


图59：2022年医药制造业数据下行（单位：%）



4.2 行业展望：医药生物

- ✓ 2023年将是中药行业政策红利兑现之年：《“十四五”中医药发展规划》鼓励中药材产业化，要求中药饮片清源头，推进中成药研发和中医药健康服务能力提升；《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》进一步肯定中药作用，政策背书有望在2023年释放红利。
- ✓ 2022年12月以来，随着疫情防控政策逐渐放开，消费医疗主线估值也回归至合理区间。结合中医药板块政策利好，建议关注弹性转债：寿仙、特一、敖东转债及寿22转债。寿仙转债、寿22转债均为消费属性的医药转债，特一、敖东转债中成药主营属性的转债，各转债转股溢价率均低于20%，进攻性较强，随正股估值回升，转债价格有望进一步抬升。

表6：中药行业相关利好政策

| 政策名称 | 时间 | 发行部门 |
|--------------------------------------|---------|------------------------------|
| 《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》 | 2021/01 | 国务院 |
| 《推进妇幼健康领域中医药工作实施方案（2021-2025年）》 | 2021/04 | 国家卫健委、国家中医药局 |
| 《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》 | 2021/06 | 国家卫健委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局 |
| 《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021-2025年）》 | 2021/12 | 国家中医药管理局、推进“一带一路”建设工作领导小组办公室 |
| 《“十四五”医药工业发展规划》 | 2021/12 | 工业和信息化部、国家发改委、国家中医药管理局等九部门 |
| 《“十四五”中医药发展规划》 | 2022/03 | 国务院 |

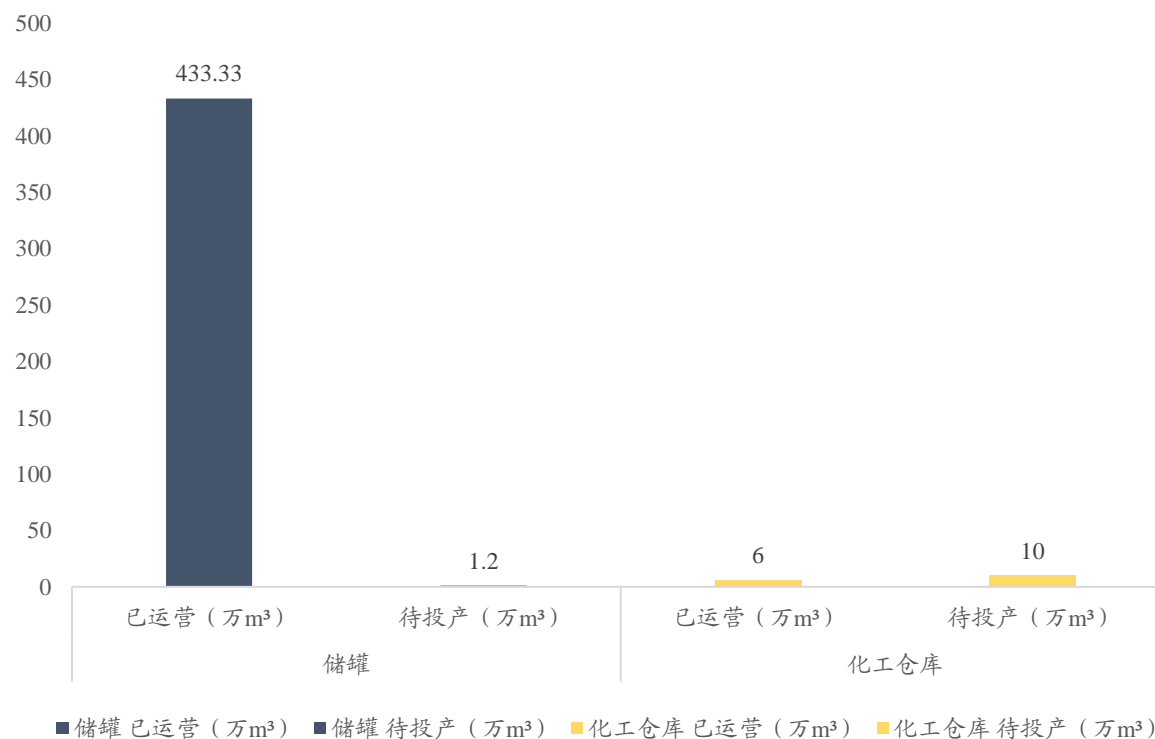
4.2 行业展望：仓储物流

- ✓ **供给弹性有限，需求有望回暖：**（1）供给侧：码头和仓储规模是仓储物流行业的核心资源，码头属稀缺资源，而《中华人民共和国长江保护法》（2021）又在国家政策层面限制了石化仓储物流企业的无序发展，仓储（储罐）的投入、政府审批、监管压力都有较高的护城河。在供给侧“去产能”的背景下，石化仓储行业存量和增量供给均偏紧；（2）需求侧：根据中国化工行业综合景气指数，2022Q4景气指数不断上行，2022年12月已超过2021年同期水平，终值达101.9，叠加疫情防控政策放开，2023年物流仓储行业有望回暖。
- ✓ **建议关注仓储物流板块优质标的宏川转债。**正股宏川智慧拥有深吨位自建码头、大存量储罐规模和化工仓运规模等优势。截至2023年2月14日，宏川转债收盘价131.5元，转股溢价率13.46%，流通市值8.81亿元，弹性充分。在仓储物流供给弹性小、需求有望回复的背景下，宏川转债进攻性值得关注。

图60：中国化工行业综合景气指数（单位：点）



图61：宏川智慧储罐及化工仓运资源（单位：万m³）



4.2 行业展望：家用电器

- ✓ 房地产复苏惠及地产链下游，扩大内需战略促进家用电器景气复苏。2022年11月，房地产融资“三支箭”政策托底房企正常经营，并有望托底房价。房地产产业的复苏将惠及地产链下游，2023年家用电器行业景气度有望抬升。
- ✓ 《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》中涵盖促进智能家电消费的内容，壮大内需能够在需求端助力家用电器行业复苏发展。

表7：基本面利好政策：房地产融资支持“三支箭”及《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》

| 时间 | 简介 | 内容 |
|--------|----------------|---|
| 11月21日 | 第一支箭 “信贷” | 人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作。保持房地产融资平稳有序，稳定房地产企业开发贷款、建筑企业贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，支持开发贷款、信托贷款等存量融资在保证债权安全的前提下合理展期 |
| 11月8日 | 第二支箭 “债券” | 交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。 |
| 11月28日 | 第三支箭 “股权融资” | 证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资、恢复上市房企和涉房上市公司再融资、调整完善房地产企业境外市场上市政策、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用、积极发挥私募股权投资基金作用。 |
| 12月14日 | | 《扩大内需战略规划纲要（2022 - 2035年）》提出促进居住消费健康发展，稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制，完善住房保障基础性制度和支持政策，完善长租房政策，促进家庭装修消费，增加智能家电消费，推动数字家庭发展。 |

4.2 行业展望：家用电器

- ✓ 从2022年全国居民人均可支配收入情况来看，名义金额为36883元，累计同比增长5.00%，尽管增长率同比下降4.10%，但仍实现正增长。实际掣肘家用电器行业平稳运行的因素系居民消费意愿不足。2022年4月，消费者信心指数、消费者信心指数：消费意愿指数双双跌破100，分别环比下降23.41%、17.44%，此后维持低位水平，运行在90以下。
- ✓ 疫情防控政策放开叠加全国各地消费券发放有望提振家电消费意愿。据不完全统计，2022年以来，全国各省市通过财政补贴等方式发放家电消费券约17.65亿元，家电消费券发放叠加疫情防控政策放开有望激活家电消费意愿，推动家用电器行业景气度上升。

图62：2022年4月以来消费者信心指数下滑（单位：点）

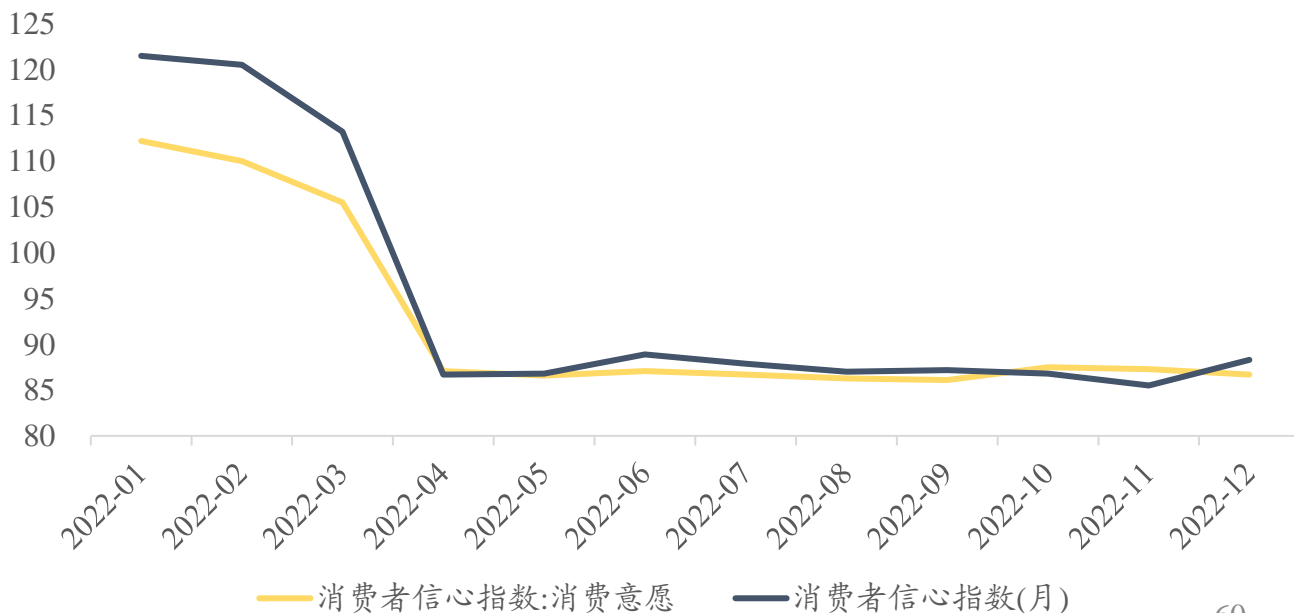


表8：家电消费券发放增强居民消费意愿（部分）

| 地区 | 时间 | 金额（万元） |
|----|------------|--------|
| 郑州 | 2022/3/8 | 3,000 |
| 广西 | 2022/3/15 | 1,000 |
| 北京 | 2022/4/18 | 30,000 |
| 武汉 | 2022/4/19 | 50,000 |
| 山西 | 2022/4/29 | 1,000 |
| 江西 | 2022/5/1 | 2,000 |
| 山东 | 2022/5/30 | 20,000 |
| 江西 | 2022/8/17 | 36,000 |
| 广东 | 2022/10/1 | 15,000 |
| 武汉 | 2022/12/8 | 1,000 |
| 郑州 | 2022/12/31 | 6,000 |
| 天津 | 2023/1/11 | 11,500 |

4.3 板块估值

- ✓ **交通运输、石油石化、有色金属、医药生物行业估值处于历史低位：**通过对2000年以来A股市场各板块估值情况进行分析，截至2023年2月14日，交通运输、石油石化、有色金属、医药生物等行业的市盈率分别为12.14、12.05、16.10、25.17，均低于30；同时，各行业市盈率分位数水平均低于10%，处于历史估值底部。
- ✓ **2023年交通运输、石油石化、有色金属和医药生物行业景气度上升：**根据Wind一致预期，按行业内各企业流通市值进行加权，2023年交通运输、石油石化、有色金属、医药生物等行业营业收入同比增长率分别为41.32%、10.77%、18.06%、44.72%，交通运输和医药生物行业有望在年内实现高景气，石油石化和有色金属景气度则将在一定程度上回暖。

图63：申万一级行业市盈率及2023年营收同比增长率预测

| | Wind一致预期：营收同比加权增速 | 市盈率 (TTM) | 市盈率分位数(%) |
|------|-------------------|-----------|-----------|
| 煤炭 | 3.80% | 6.64 | 0.48% |
| 交通运输 | 41.32% | 12.14 | 3.10% |
| 石油石化 | 10.77% | 12.05 | 4.31% |
| 银行 | 9.33% | 4.95 | 4.94% |
| 有色金属 | 18.06% | 16.10 | 5.20% |
| 医药生物 | 44.72% | 25.17 | 7.32% |
| 基础化工 | 27.30% | 15.86 | 8.37% |
| 建筑装饰 | 17.24% | 9.79 | 11.29% |
| 电力设备 | 41.77% | 29.77 | 14.23% |
| 通信 | 17.55% | 27.55 | 15.73% |
| 家用电器 | 15.97% | 14.46 | 17.11% |
| 电子 | 29.96% | 32.58 | 16.42% |
| 环保 | 26.97% | 23.62 | 18.13% |
| 建筑材料 | 16.19% | 15.45 | 21.35% |
| 传媒 | 25.56% | 35.50 | 21.01% |
| 非银金融 | 16.45% | 16.05 | 21.05% |
| 房地产 | 12.54% | 13.49 | 27.06% |
| 纺织服饰 | 17.24% | 24.36 | 28.75% |
| 国防军工 | 29.05% | 54.99 | 32.36% |
| 轻工制造 | 17.68% | 33.66 | 46.48% |
| 综合 | 53.74% | 48.32 | 45.09% |
| 钢铁 | 8.82% | 17.96 | 43.66% |
| 公用事业 | 15.11% | 25.88 | 51.26% |
| 食品饮料 | 17.51% | 37.09 | 58.81% |
| 机械设备 | 30.70% | 33.96 | 58.31% |
| 美容护理 | 31.19% | 46.51 | 65.79% |
| 商贸零售 | 47.53% | 38.66 | 63.24% |
| 计算机 | 26.84% | 57.56 | 69.08% |
| 汽车 | 35.80% | 34.89 | 80.48% |
| 农林牧渔 | 23.27% | 101.51 | 94.73% |
| 社会服务 | 107.42% | 123.79 | 97.16% |

4.3 板块估值

✓ 2022年12月以来，疫情防控政策放开，A股市场板块轮动带动各行业内转债平价变化，转股溢价率出现被动压缩情况。截至2023年2月15日，在有存续转债的29个申万一级行业中，去年12月以来家用电器、石油石化、有色金属、交通运输、医药生物转债平价变动分别排名第7、8、17、20、28位，转股溢价率压缩幅度分别排名第6、10、23、22、14位。基于弹性角度，当前交通运输、石油石化、有色金属等赛道的转债进攻性更强、更具性价比；同时，医药生物、家用电器赛道转债标的随着正股价格上涨带动平价抬升，其性价比也将得到修复。

图64：各行业转债平价变动情况（单位：元）

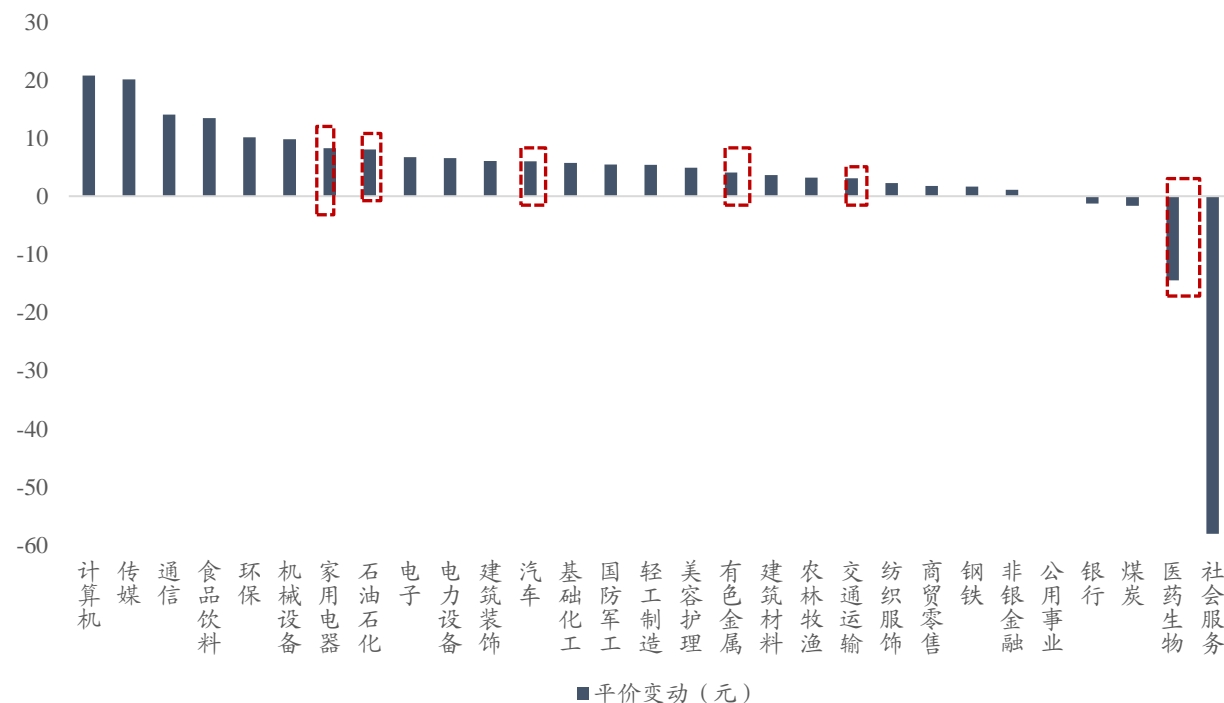
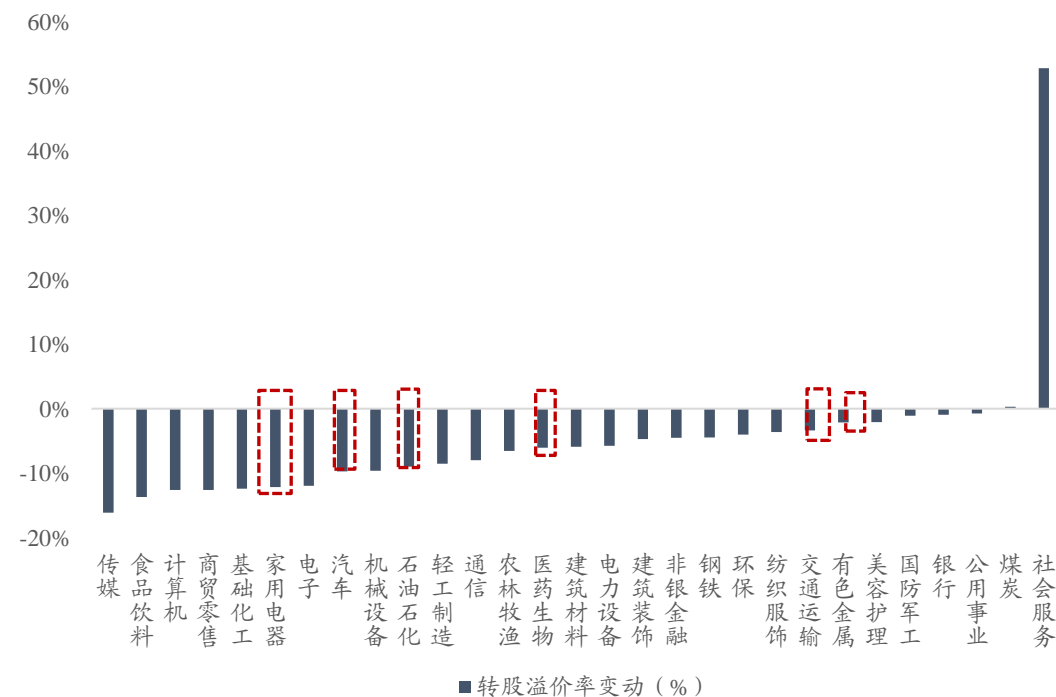


图65：各行业转股溢价率变动情况（单位：%）



4.4 个券推荐

✓ **弹性策略组合：**综合前述库存周期策略及行业展望策略，我们挑选有色金属、医药生物、石油石化、交通运输等赛道的、评级在AA-级以上的、转股溢价率较低的优质弹性转债标的，包括海亮/寿仙/寿22/特一/道通/宏川/小熊/教东/明泰/杭氧/盛虹/东风转债和万顺转2。

表9：弹性策略组合一览表

| 代码 | 证券名称 | 板块 | 转债价格 | 转股溢价率 | 市值 | 评级 |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|-----|
| 128081.SZ | 海亮转债 | 有色金属 | 127.65 | 1.07 | 36.21 | AA |
| 113585.SH | 寿仙转债 | 医药生物 | 223.99 | 4.37 | 2.24 | AA- |
| 123085.SZ | 万顺转2 | 有色金属 | 149.31 | 7.66 | 8.53 | AA- |
| 128025.SZ | 特一转债 | 医药生物 | 218.83 | 12.19 | 4.64 | AA- |
| 118013.SH | 道通转债 | 汽车/软件 | 132.55 | 14.71 | 16.97 | AA |
| 128121.SZ | 宏川转债 | 仓储物流 | 127.70 | 15.28 | 8.55 | AA- |
| 127069.SZ | 小熊转债 | 家用电器 | 138.50 | 13.59 | 7.42 | AA- |
| 127006.SZ | 教东转债 | 医药生物 | 121.30 | 14.43 | 29.19 | AA+ |
| 113025.SH | 明泰转债 | 有色金属 | 276.17 | 13.13 | 27.18 | AA |
| 113660.SH | 寿22转债 | 医药生物 | 139.15 | 14.10 | 5.54 | AA- |
| 127064.SZ | 杭氧转债 | 工业气体 | 147.20 | 16.20 | 16.73 | AA+ |
| 127030.SZ | 盛虹转债 | 石油石化 | 138.20 | 21.37 | 69.07 | AA+ |
| 113030.SH | 东风转债 | 轻工/新材料 | 123.83 | 33.23 | 3.65 | AA |

5.风险提示

5.风险提示

- ✓经济复苏不及预期风险: 变异毒株传播速度及力度超预期降低疫苗有效性, 疫情潜在反复叠加经济内部结构不均衡或致经济复苏走势出现波折, 影响库存周期预期进度;
- ✓地缘政治风险: 一方面, 2022年初爆发的俄乌冲突尚未达成停火协议, 存在战争进一步升级的风险; 另一方面, 拜登政权对待全球地缘政治版图及相应地缘政治策略均异于特朗普政权, 中美间激烈竞争态势仍需要做战略性推演。缓和或只是战术性的, 围绕第一岛链存在突发性的管控失据风险;
- ✓流动性金融风险: 鉴于融资条件在2023年我们认为仍将进一步收紧, 且全年大概率维持在约束性水平, 存在局部市场流动性突发紧张的可能性, 或进一步导致央行货币政策提前转向的风险。
- ✓权益市场大幅调整: 临近两会需关注政策预期, 行业政策调控存在超预期的可能, 基本面变化引发权益市场大幅调整。

免责声明

- 东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。
- 本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
- 市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。
- 本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

- 东吴证券投资评级标准：

- 公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

- 行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

- 东吴证券研究所
- 苏州工业园区星阳街5号
- 邮政编码：215021
- 传真：（0512）62938527
- 公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园