



固定收益周报

后市的方向判断和转债配置思路

可转债周策略

证券分析师

徐亮

资格编号: S0120521060004

邮箱: xuliang3@tebon.com.cn

研究助理

林浩睿

邮箱: linhr@tebon.com.cn

相关研究

- 《如何看待节前反弹行情的结构和持续性》，2024.2.18
- 《转债策略系列五：转债指数化的分析框架及配置思路》，2024.2.8
- 《稳中求胜，待春来》，2024.2.18

投资要点：

后市的方向判断和转债配置思路

- 上周股票市场持续反弹，上证指数周五重回 3000 点。从股指后市走向的角度，我们认为本轮影响股票市场的主因或在于投资者信心和资金面而非经济基本面；本轮 2 月 5 日至今上证指数累计涨幅为 11.2%，万得全 A 累计涨幅为 14.3%，从 2019 年至今，8 个交易日上述两指数涨幅超过 10% 的区间主要集中于 19 年 2 月末-3 月初，20 年 7 月两个区间内，上述样本在指数形成明显涨幅后，均未出现大幅调整。短期行情的强势可能对投资者的预期有所扭转，部分投资者可能倾向在后市的波动行情中增配权益资产，因此强势行情后指数“A”型回落的可行性或有所降低。我们认为指数的动量效应叠加政策对股票市场的催化有望重振投资者信心，当前市场的利空因素预计将有所削弱，股票市场和转债市场的反弹行情有望向反转行情切换。
- 从转债的角度，我们观察到转债投资者对后市的预期仍相对保守，23 年 12 月 5 日后股指回落至 3000 点以下，本周五和彼时的转债估值来看，分平价区间价格中位数的角度，【60 元-70 元】、【70 元-80 元】平价区间的价格相比 12 月 4 日更高，而其他平衡、股性区间的估值相对更低，因此本轮转债加仓的对象可能主要为债性转债，体现了转债投资者布局反弹且防御市场波动的配置思路。当前我们认为股票市场持有继续上涨的可能，因此转债可适当增配，其次转债估值仍处于相对低点，各个平价区间难言“拥挤”，估值均有继续回升的可能，绝对收益为主的投资者可继续增配债性转债；从超额收益的角度则可适当增加平衡转债、股性转债的配置。
- 另外，从策略的维度，我们在报告《转债策略系列五：转债指数化的分析框架及配置思路》对比了各个策略所代表的指数分时期相对中证转债的超额收益，我们认为 2019 年 1 季度的市场环境当前相对接近，当时围绕 PB-ROE 构建的高盈利低估值转债指数、围绕券商盈利预测家数指标构建的低研究覆盖度指数、双低指数等指数相对中证转债形成明显的超额收益，投资者也可根据上述思路构建组合，或优化投资的赔率和胜率。
- **可转债周策略**
 - 信心修复后，股票指数中枢有望稳中趋升；我们认为央国企板块、高股息板块竞争壁垒、现金流稳定性较强，弱复苏的经济环境下，后市有望估值重塑。部分轻工制造、家用电器相关的标的可能受益于海外需求复苏，中国出口增速回暖的利好催化；AI 产业化超预期有望形成电子、TMT 板块转债的利好。建议关注的细分赛道和转债标的：(1) 高股息板块：柳工、蓝天；(2) 电子、TMT 板块，建议关注烽火、永鼎、华正、东材、神码等标的；(3) 煤炭、有色金属等行业，建议关注准 22、亚科等标的；(4) 汽零板块中机器人、智能驾驶等细分环节，建议关注会通、联创、拓普等标的；(5) 出口链相关细分环节，建议关注科思、奥佳、中宠等标的。
- **风险提示：** 经济复苏不及预期，海外通胀和加息不确定性风险，转债主体信用风险，转债主体业绩未达预期

内容目录

1. 后市的方向判断和转债配置思路	4
2. 近期转债策略	5
3. 风险提示	10
信息披露	11

图表目录

图 1: 两时点转债估值对比 (分平价区间转债价格中位数)	4
图 2: 宽基指数涨跌幅 (单位: %)	6
图 3: 行业指数涨跌幅 (单位: %)	6
图 4: 转债对应正股周累计涨跌幅前 15 (%)	6
图 5: 转债“跟涨”/“抗跌”情绪指标历史走势	6
图 6: 2022 年 12 月至今部分转股价值区间对应转债价格中位数 (单位: 元)	7
图 7: 2019 年 1 月至今部分转股价值区间对应转债价格中位数 (单位: 元)	7
图 8: 各平价区间转债价格中位数本周变动及对应历史分位数	8
图 9: 可转债周度成交金额走势 (单位: 亿元)	8
图 10: 本周行业估值指数及对应分位数	8
图 11: 周度行业估值指数变化	9
图 12: 下周转债上市情况	9
图 13: 上市进度—近期证监会核准公告	9
图 14: 上市进度—近期过发审会公告	9

1. 后市的方向判断和转债配置思路

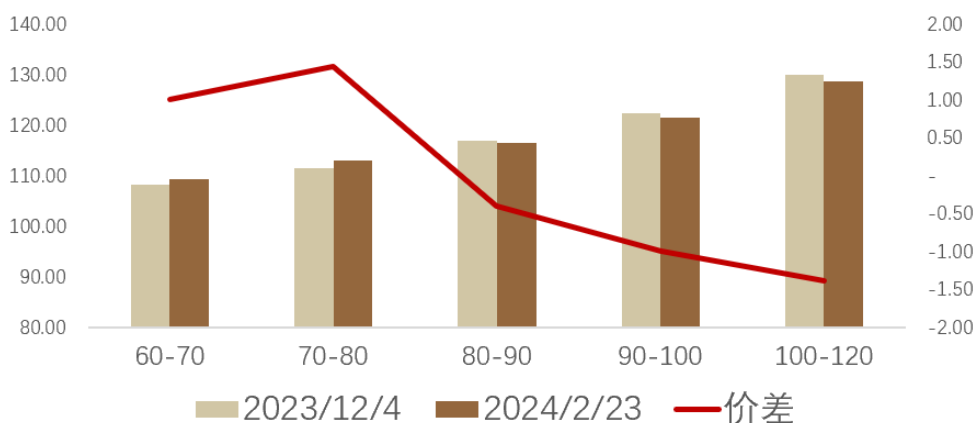
上周股票市场持续反弹，上证指数周五重回 3000 点。从股指后市走向的角度，我们认为本轮影响股票市场的主因或在于投资者信心和资金面而非经济基本面；本轮 2 月 5 日至今上证指数累计涨幅为 11.2%，万得全 A 累计涨幅为 14.3%，从 2019 年至今，8 个交易日上述两指数涨幅超过 10% 的区间主要集中在 19 年 2 月末-3 月初，20 年 7 月两个区间内，上述样本在指数形成明显涨幅后，均未出现大幅调整。

短期行情的强势可能对投资者的预期有所扭转，部分投资者可能倾向在后市的波动行情中增配权益资产，因此强势行情后指数“A”型回落的可行性或有所降低。我们认为指数的动量效应叠加政策对股票市场的催化有望重振投资者信心，当前市场的利空因素预计将有所削弱，股票市场和转债市场的反弹行情有望向反转行情切换。

从转债的角度，我们观察到转债投资者对后市的预期仍相对保守，23 年 12 月 5 日后股指回落至 3000 点以下，本周五和彼时的转债估值来看，分平价区间价格中位数的角度，【60 元-70 元】、【70 元-80 元】平价区间的价格相比 12 月 4 日更高，而其他平衡、股性区间的估值相对更低，因此本轮转债加仓的对象可能主要为债性转债，体现了转债投资者布局反弹且防御市场波动的配置思路。当前我们认为股票市场持有继续上涨的可能，因此转债可适当增配，其次转债估值仍处于相对低点，各个平价区间难言“拥挤”，估值均有继续回升的可能，绝对收益为主的投资者可继续增配债性转债；从超额收益的角度则可适当增加平衡转债、股性转债的配置。

另外，从策略的维度，我们在报告《转债策略系列五：转债指数化的分析框架及配置思路》对比了各个策略所代表的指数分时期相对中证转债的超额收益，我们认为 2019 年 1 季度的市场环境当前相对接近，当时围绕 PB-ROE 构建的高盈利低估值转债指数、围绕券商盈利预测家数指标构建的低研究覆盖度指数、双低指数等指数相对中证转债形成明显的超额收益，投资者也可根据上述思路构建组合，或优化投资的赔率和胜率。

图 1：两时点转债估值对比（分平价区间转债价格中位数）



资料来源：Wind，德邦研究所（价差=24 年 2 月 23 日价格-23 年 12 月 4 日价格，单位：元，价差对应右轴，两时点分平价区间价格中位数数据对应左轴）

2. 近期转债策略

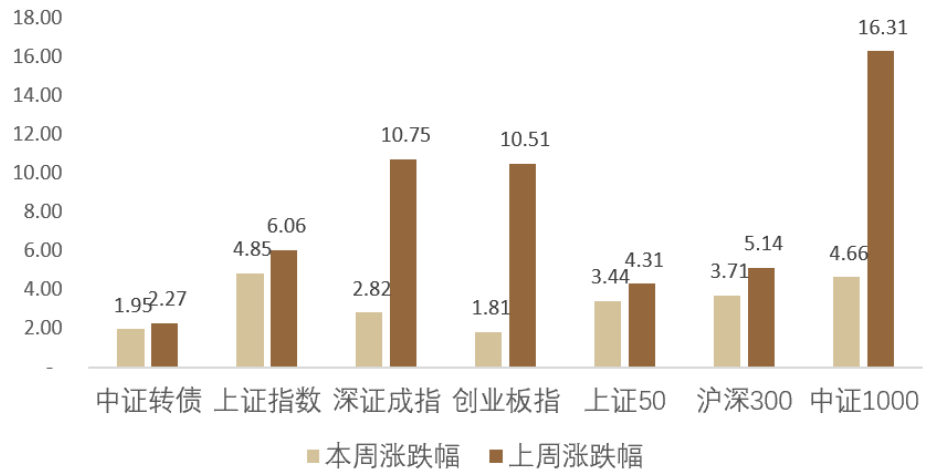
本周股票指数普涨，中证转债涨跌幅为 1.95%；传媒、计算机、社会服务等板块涨幅靠前。大部分平价区间价格中位数有所回暖，转债交易额有所回落；用估值指数测算的行业估值变动的角度，煤炭、汽车、基础化工等行业估值上升幅度靠前。

信心修复后，股票指数中枢有望稳中趋升；我们认为央国企板块、高股息板块竞争壁垒、现金流稳定性较强，弱复苏的经济环境下，后市有望估值重塑。部分轻工制造、家用电器相关的标的可能受益于海外需求复苏，中国出口增速回暖的利好催化；AI 产业化超预期有望形成电子、TMT 板块转债的利好。

建议关注的细分赛道和转债标的：（1）高股息板块：柳工、蓝天；（2）电子、TMT 板块，建议关注烽火、永鼎、华正、东材、神码等标的；（3）煤炭、有色金属等行业，建议关注准 22、亚科等标的；（4）汽零板块中机器人、智能驾驶等细分环节，建议关注会通、联创、拓普等标的；（5）出口链相关细分环节，建议关注科思、奥佳、中宠等标的。

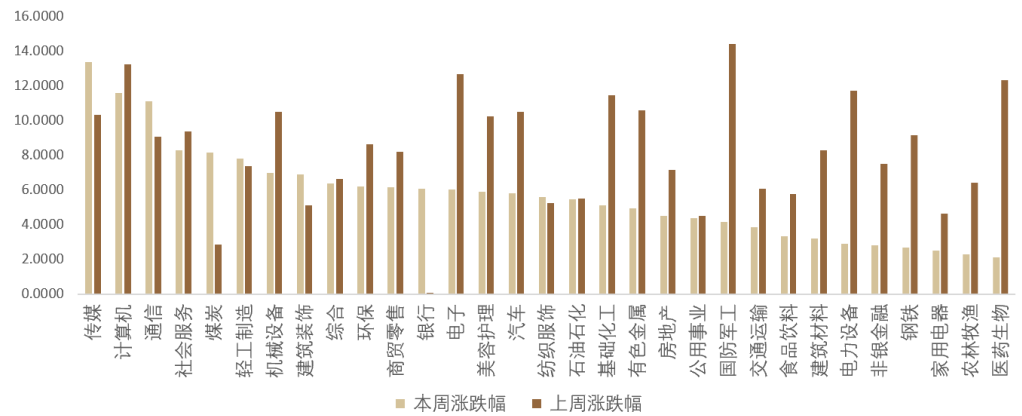
本轮反弹后我们认为转债已经迎来增配时点，从估值的角度当前转债资产的性价比仍较高，当前处于相对舒适的增配时点，若后续上证指数企稳 3000 点后，随着转债投资者信心的复苏转债估值有望进一步回升。

图 2：宽基指数涨跌幅（单位：%）



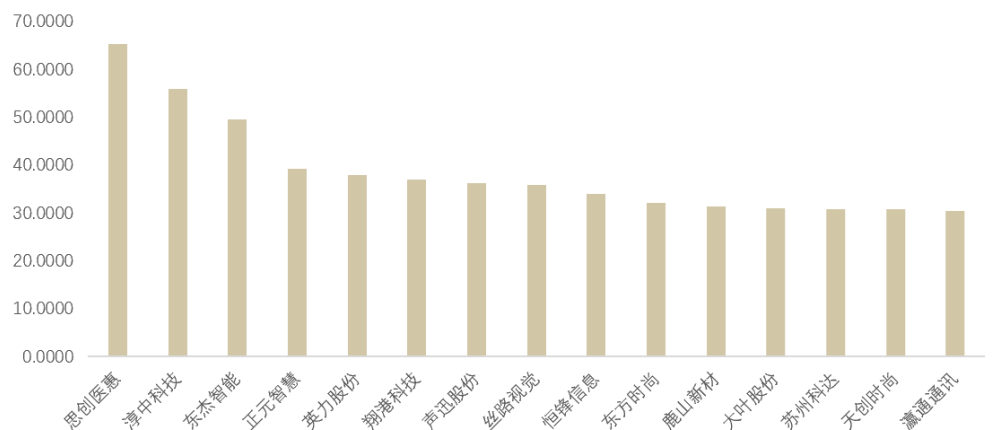
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：行业指数涨跌幅（单位：%）



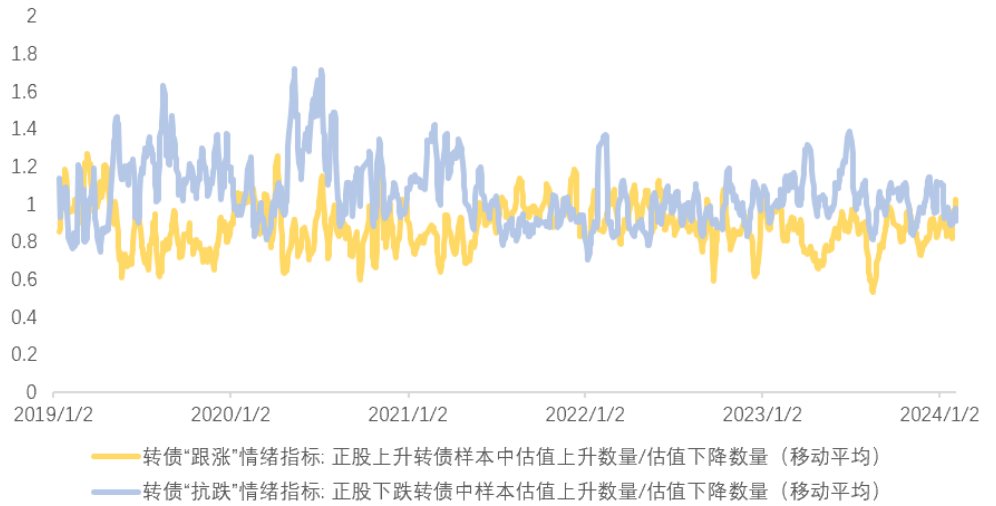
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：转债对应正股周累计涨跌幅前 15（%）



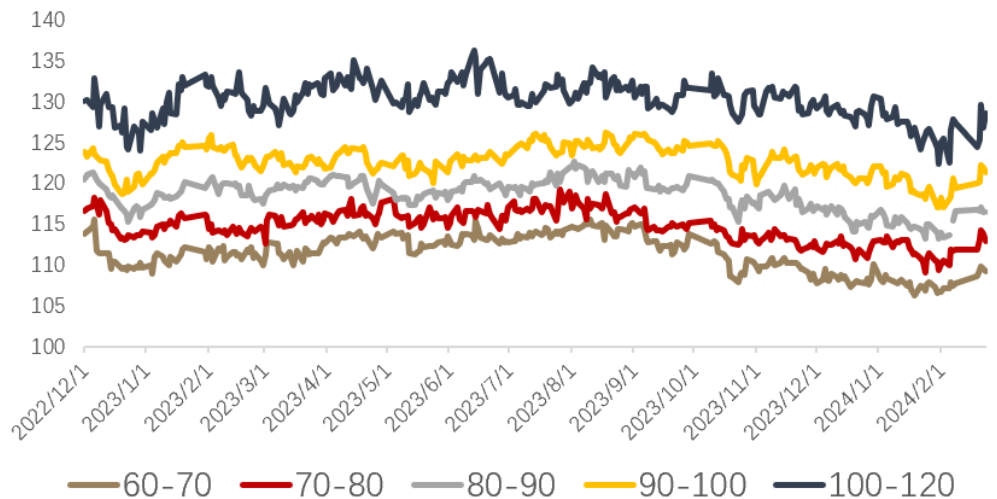
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：转债“跟涨”/“抗跌”情绪指标历史走势



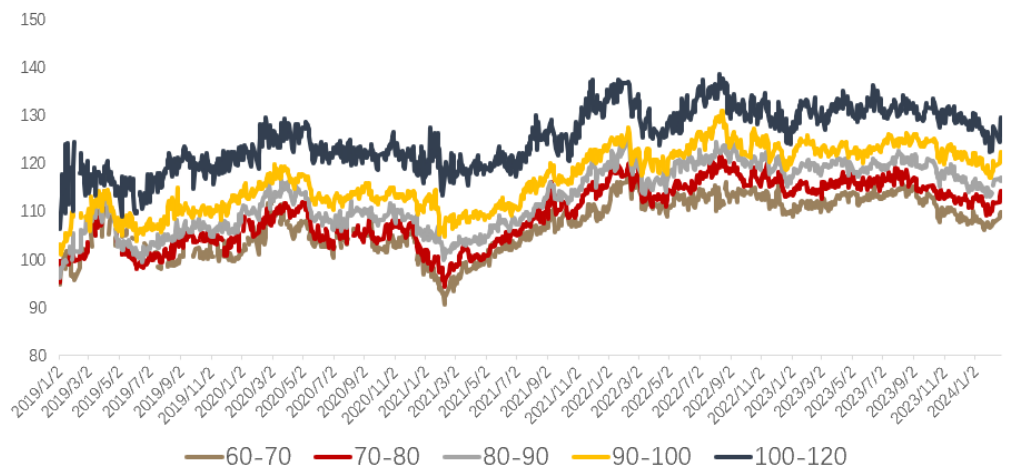
资料来源: Wind, 德邦研究所 (数据截至 2 月 24 日)

图 6: 2022 年 12 月至今部分转股价值区间对应转债价格中位数 (单位: 元)



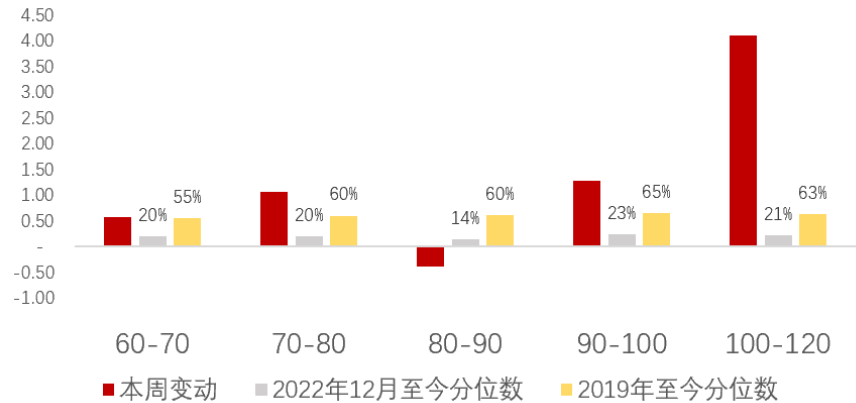
资料来源: Wind, 德邦研究所 (转换价值区间单位: 元)

图 7: 2019 年 1 月至今部分转股价值区间对应转债价格中位数 (单位: 元)



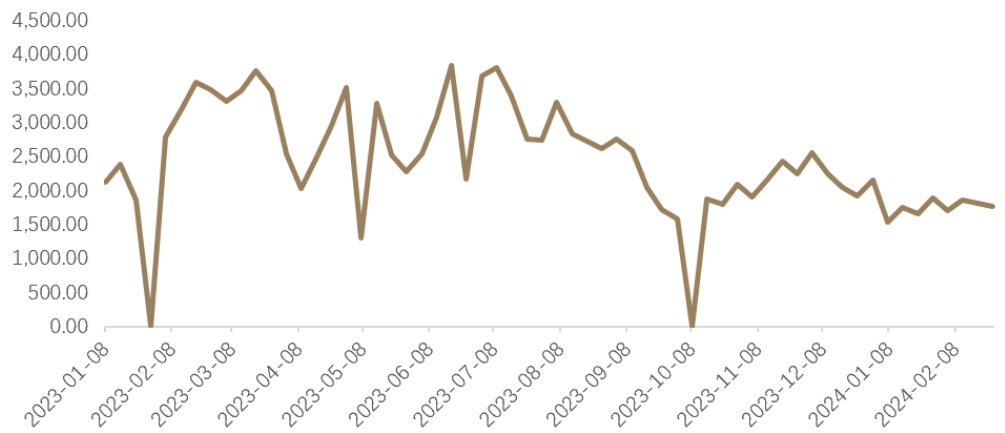
资料来源: Wind, 德邦研究所 (转换价值区间单位: 元)

图 8：各平价区间转债价格中位数本周变动及对应历史分位数



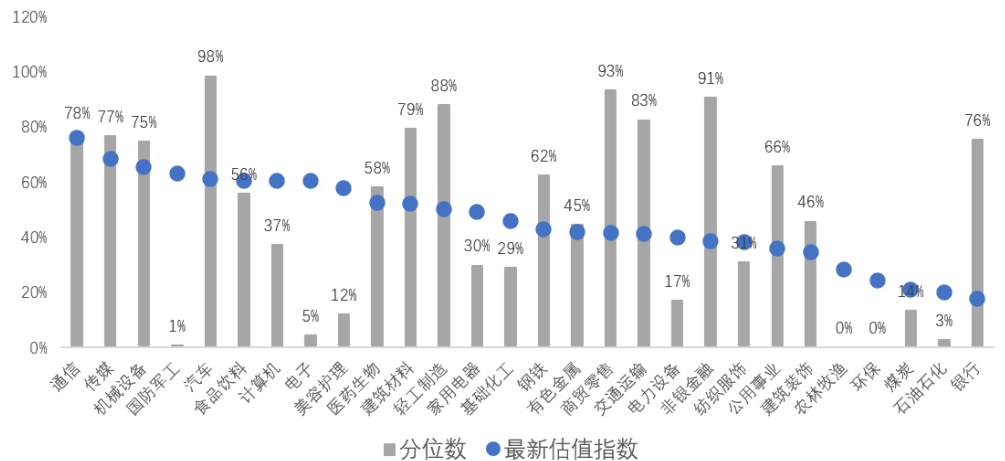
资料来源：Wind，德邦研究所（转换价值区间单位：元，本周变动（各平价区间转债价格中位数本周变动）单位：元）

图 9：可转债周度成交金额走势（单位：亿元）



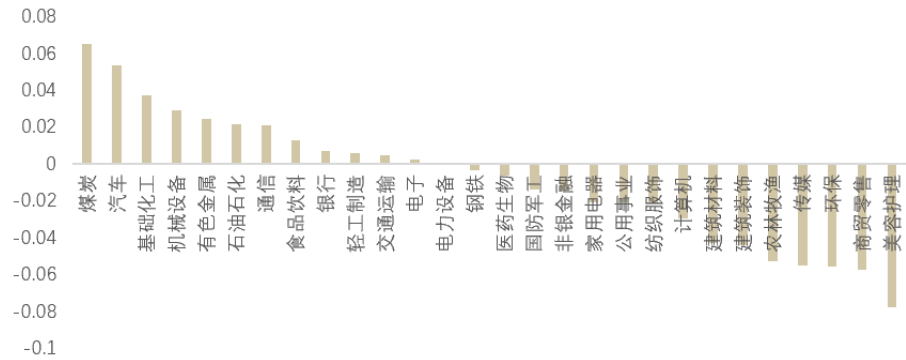
资料来源：Wind，德邦研究所（数据截至 2 月 24 日）

图 10：本周行业估值指数及对应分位数



资料来源：Wind，德邦研究所（标注数字对应本周分位数）

图 11：周度行业估值指数变化



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：下周转债上市情况

网上申购代码	简称	2024-02-26	2024-02-27	2024-02-28	2024-02-29	2024-03-01
		星期一	星期二	星期三	星期四	星期五
072605	姚记转债	上市				
370358	楚天转债				上市	

资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：上市进度—近期证监会核准公告

代码	公司名称	核准公告日	发行方式	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	Wind行业	申万行业	主承销商
301131.SZ	聚赛龙	2024-02-07	优先配售,网上定价和网下配售	2.50	6	材料 II	橡胶和塑料制品业	长城证券股份有限公司
301235.SZ	华康医疗	2024-02-07	优先配售,网上定价和网下配售	7.50	6	医疗保健设备与服务	专业技术服务业	华英证券有限责任公司
300870.SZ	欧陆通	2024-02-07	优先配售,网上定价和网下配售	6.45	6	技术硬件与设备	计算机、通信和其他电子设备制造业	国金证券股份有限公司
605366.SH	宏柏新材	2024-01-24	优先配售,网上定价和网下配售	9.60	6	材料 II	化学原料和化学制品制造业	中信证券股份有限公司
603939.SH	益丰药房	2024-01-24	优先配售,网上定价和网下配售	17.97	6	食品与主要用品零售 II	零售业	中信证券股份有限公司
301081.SZ	严牌股份	2024-01-16	优先配售,网上定价和网下配售	4.68	6	资本货物	专用设备制造业	长江证券承销保荐有限公司
301053.SZ	远信工业	2023-12-22	优先配售,网上定价和网下配售	2.86	6	资本货物	专用设备制造业	中信证券股份有限公司
301004.SZ	嘉益股份	2023-12-18	优先配售,网上定价和网下配售	3.98	6	耐用消费品与服装	金属制品业	浙商证券股份有限公司
603319.SH	湘油泵	2023-12-01	优先配售,网上定价和网下配售	5.77	6	汽车与汽车零部件	汽车制造业	国金证券股份有限公司
300893.SZ	松原股份	2023-12-01	优先配售,网上定价和网下配售	4.10	6	汽车与汽车零部件	汽车制造业	中信建投证券股份有限公司

资料来源：Wind，德邦研究所（数据截至 2 月 24 日）

图 14：上市进度—近期过发审会公告

代码	公司名称	过审公告日	发行方式	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	Wind行业	申万行业	主承销商
603289.SH	泰瑞机器	2024-02-03	优先配售,网上定价和网下配售	3.38	6	资本货物	专用设备制造业	财通证券股份有限公司
688550.SH	瑞联新材	2024-02-02	优先配售,网上定价和网下配售	10.00	6	材料 II	化学原料和化学制品制造业	海通证券股份有限公司
605166.SH	聚合顺	2024-01-30	优先配售,网上定价和网下配售	3.38	6	材料 II	化学原料和化学制品制造业	国泰君安证券股份有限公司
600531.SH	豫光金铅	2024-01-29	优先配售,网上定价和网下配售	7.10	6	材料 II	有色金属冶炼和压延加工业	华英证券有限责任公司
688385.SH	复旦微电	2024-01-26	优先配售,网上定价和网下配售	20.00	6	半导体与半导体生产设备	计算机、通信和其他电子设备制造业	中信建投证券股份有限公司,华宝证券股份有限公司
002600.SZ	领益智造	2024-01-26	优先配售,网上定价和网下配售	21.37	6	技术硬件与设备	计算机、通信和其他电子设备制造业	国泰君安证券股份有限公司
603067.SH	振华股份	2024-01-24	优先配售,网上定价和网下配售	4.06	6	材料 II	化学原料和化学制品制造业	华泰联合证券有限责任公司
605116.SH	奥锐特	2024-01-23	优先配售,网上定价和网下配售	8.12	6	制药、生物科技与生命科学	医药制造业	海通证券股份有限公司
688403.SH	汇成股份	2024-01-22	优先配售,网上定价和网下配售	11.49	6	半导体与半导体生产设备	计算机、通信和其他电子设备制造业	海通证券股份有限公司
603829.SH	洛凯股份	2024-01-20	优先配售,网上定价和网下配售	4.03	6	资本货物	电气机械和器材制造业	中泰证券股份有限公司

资料来源: Wind, 德邦研究所 (数据截至 2 月 24 日)

3. 风险提示

经济复苏不及预期, 海外通胀和加息不确定性风险, 转债主体信用风险, 转债主体业绩未达预期。

信息披露

分析师与研究助理简介

徐亮，德邦证券研究所固定收益首席分析师，著有《国债期货投资策略与实务》一书。研究风格偏投资实务和债券策略，在利率债、信用债、转债、国债期货等的交易和配置上有精细化的研究框架和思路。擅长从资产性价比、交易行为、市场隐含信息、量化分析等角度挖掘投资机会。

林浩睿，德邦证券研究所固定收益研究员，华东政法大学学士，华东政法大学硕士。主要从事可转债研究，擅长正股行业比较、转债估值跟踪和预判、自下而上择券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。