

## 嘉合固定收益周报

### 工业企业利润持续修复；利率债小幅回调

嘉合基金固定收益研究部

2020年05月30日 星期日

#### 宏观利率

1-4月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 25943.5 亿元，同比增长 1.06 倍，比 2019 年 1-4 月份增长 49.6%，两年平均增长 22.3%。

相对于 2020 年，2021 年 3 月和 4 规模以上企业利润总额同比增长分别为 92.30%和 57.00%，主要原因是 2020 年工业企业销售尚未完全修复，且 2020 年低基数效应将持续至 6 月份，单月利润总额同比高增也将在今年 6 月逐渐消除。从利润总额绝对规模角度来看，今年 3 月、4 月利润总额仅低于 2020 年 11 月，处于绝对历史高位，工业企业利润正持续修复，整体经济形势持续向好。

#### 信用债

本周(5.24-5.30)一级市场信用债发行量 12,639.07 亿元，总偿还量 10,201.68 亿元，净融资量 2,437.39 亿元。本周信用债收益率大多下行。其中，中票 3 年期 AA 级以及 AA-级下行幅度最大(7bp)；城投债 5 年期 AA+下行幅度最大(9bp)。

#### 可转债

本周转债市场跟随股市上涨，中证转债周涨幅为 1.65%，转债隐含波动率平均值下跌了 0.22%，收于 27.045，位于历史 55.6%分位数。

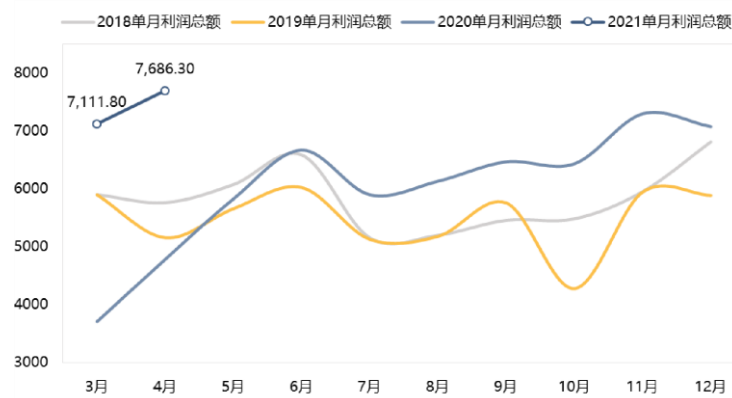
本周共有 29 家公司可转债发行有新进展，其中获得董事会预案的有 10 家公司，获得股东大会通过的有 15 家公司，获得发审委通过的有 3 家公司。获得证监会核准的有 1 家公司。目前已知下周有晶科转债和正川转债上市。

李超	lichao@haoamc.com
任驰华	renchihua@haoamc.com
乔路	qiaolu@haoamc.com
赵芸静	zhaoyunjing@haoamc.com
方仁杰	fangrenjie@haoamc.com

## 一、宏观政策面回顾

1-4 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 25943.5 亿元，同比增长 1.06 倍，比 2019 年 1-4 月份增长 49.6%，两年平均增长 22.3%。将利润总额累计额转换为单月额后可以更清楚的观察工业企业利润增长的变化，具体情况如下图所示：

图 1：规模以上工业企业利润



资料来源：Wind，嘉合基金

与疫情前的季节性规律不同，2020 年和 2021 年的工业企业利润在 4 月份相对当年 3 月份有一定程度的增长，这是由于“就地过年”等特殊环境影响导致生产销售出现季节性错位所致。相对于 2020 年，2021 年 3 月和 4 月规模以上企业利润总额同比增长分别为 92.30% 和 57.00%，主要原因是 2020 年工业企业销售尚未完全修复，且 2020 年低基数效应将持续至 6 月份，单月利润总额同比高增也将在今年 6 月逐渐消除。从利润总额绝对规模角度来看，今年 3 月、4 月利润总额仅低于 2020 年 11 月，处于绝对历史高位，工业企业利润正持续修复，整体经济形势持续向好。

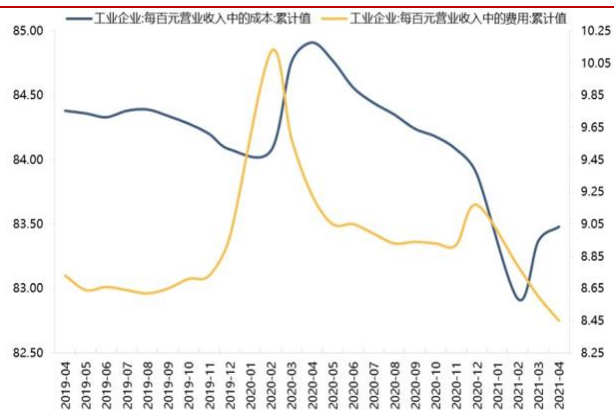
从行业结构上来看，制造业营业成本上涨过快。制造业作为规模以上工业企业中最重要的组成部分，营业收入上涨 35.3%，高于采矿业和电热燃水行业的 26% 和 20%，但营业成本相对增速更快，为 33.1%。简单计算收入成本增速差可得三个子行业分别为 8.3%、2.2% 和 0.3%，可以看出近期大宗商品价格大幅上涨提升了上游采矿业的利润空间，但大大挤压了中游制造业的利润。在国常会着重强调调控大宗商品价格之后，以上情况有所好转，制造业企业利润修复有望得到较强支撑。

从企业性质来看，私营企业营收增长最快，同比增幅 34.7%，国有控股企业增幅最慢，为 30.8%，但私营企业成本增速较快，为 33.5%，大幅挤压利润空间。从数据呈现结果上，国有控股企业呈现出较强的抵御大宗商品上涨的能力，但值得注意的是采矿业大部分企业为国有控股，一定程度上抵消了制造业国企的成本上升，导致国有控股企业的成本增幅最小。

从百元成本费用曲线可以更清晰的看出今年以来大宗商品对工业企业利润的侵蚀。新冠疫情后，我国规模以上工业企业每百元营业收入中的成本持续下降，直至 2021 年初出现明显反弹，这与大宗商品价格大幅度上行时间段基本吻合。目前成本上升速度有所缓和，且 4 月份数据不包括 5 月 20 日国常会调控大宗商品价格滞后的情况，一方面可能是由于成本上升过快，部分企业已经将成本压力向下游传导，导致成本占营收比上升速度趋缓；另一方面可能是部分企业采取了适当的套期保值策略对冲了一部分大宗商品价格上涨的影响。此外，从费用端考虑，目前我国工业企业费用率持续降低，已经低于 2019 年水平，低息环境和各项税费减免措施也是助推工业企业利润高增的主要力量之一。

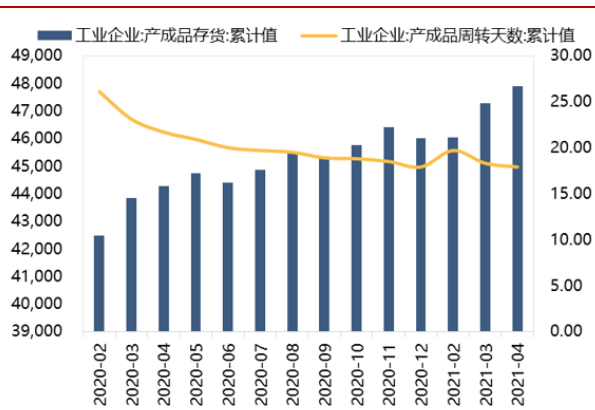
另外需要注意的是，工业企业产成品存货今年 3 月和 4 月出现了大幅增长且大幅高于历史水平，但目前难以判断库存是由于供需不匹配还是由于特殊原因导致。一般来说，库存的大幅增加是由于需求小于供给带来的积压，但一方面由于大宗商品价格高增，企业为了获得更高利润会采取囤积居奇的方法，促使库存被动升高；另一方面，近期国际航运运力不足以及芯片短缺可能使得较多企业无法完成货物出口或半成品存货积压，推升了整体库存的升高。综上，目前工业企业库存快速上升的成因可能来源于多个方面，并不能支持需求不足的推论，具体情况还需持续观察。

图 2：工业企业成本情况



资料来源：Wind，嘉合基金

图 3：工业企业库存及周转率情况



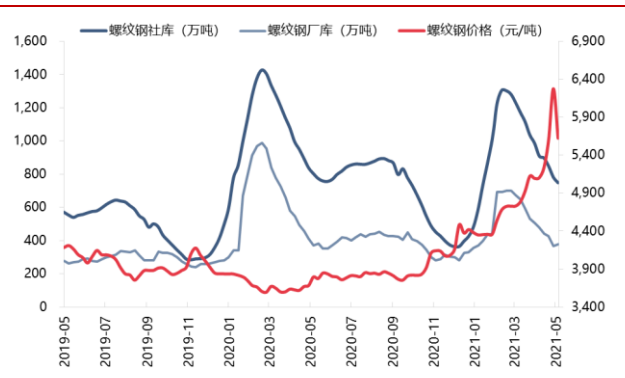
资料来源：Wind，嘉合基金

## 二、本周高频数据回顾

国常会抑制大宗商品价格措施持续发酵，上游大宗商品价格快速下行，但中游商品延续涨势、国际航运价格仍然维持在高位。受到国常会高压政策的影响，螺纹钢和动力煤价格都有较大程度的回调，说明在国内供给有较强保证且以国内需求为主的大宗商品前期确实存在价格偏离正常供需平衡的状况，目前国内基建投资尚未全面启动，螺纹钢价格支撑较弱；随着进入夏季，居民用电量有一定需求增长，动力煤价格可能在高位获得较强支撑。加之库存信息，螺纹钢库存已经结束快速下行趋势，但库存水平不高，煤炭库存快速上行，综合来看螺纹钢和煤炭供需环境均有所改善，未来有一定的下行空间，但需求端均有实际支撑，价格继续下行的空间不大。

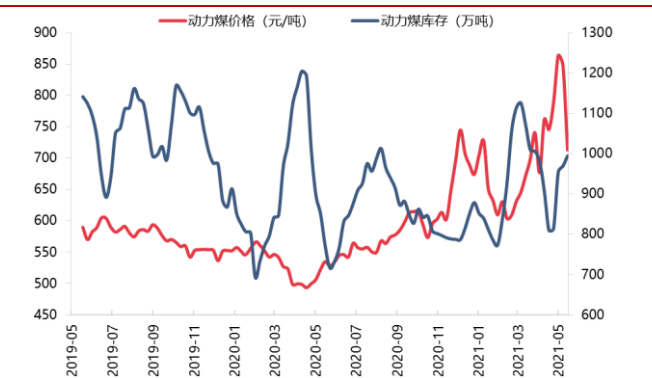
从浮法玻璃和全国水泥价格走势来看，前期大宗商品价格上行已经逐渐传导至中游商品，且浮法玻璃库存已经处于 2015 年来的绝对低位，虽然上游大宗商品价格上行暂缓，但国内 PPI 和非食品 CPI 上行压力较大，产业链中游企业利润将持续压缩，通胀压力仍存。从国际运价指数分化可以看出，我国出口景气度仍然较高。前期由于中国供给端复苏带来的大宗商品运价上行已经告一段落，而全球需求复苏导致的集装箱运价仍在不断攀升，支撑我国出口持续向好。

图 4：螺纹钢价格及库存走势



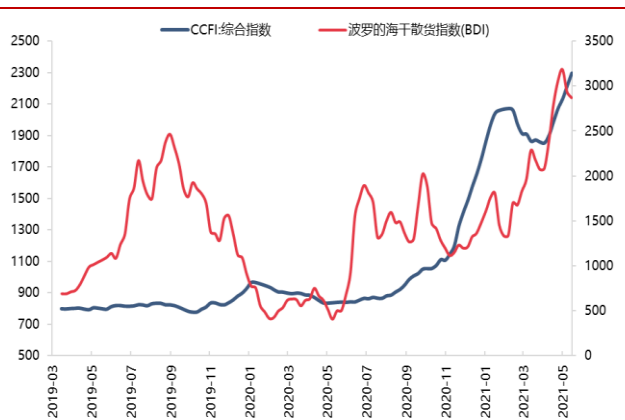
资料来源：Wind，嘉合基金

图 5：煤炭价格及库存走势



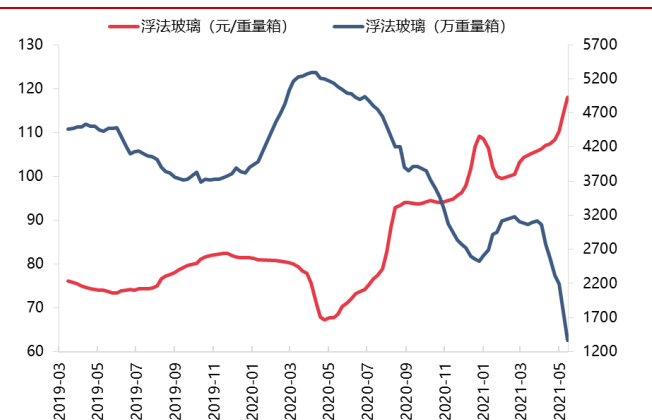
资料来源：Wind，嘉合基金

图 6：海运价格指数走势



资料来源：Wind，嘉合基金

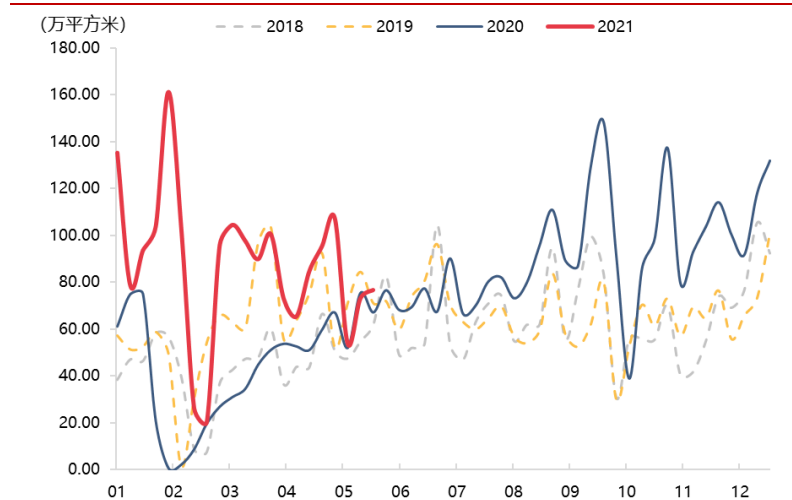
图 7：浮法玻璃价格及库存走势



资料来源：Wind，嘉合基金

房地产销售高频数本周保持稳定，符合季节性增长。房地产成交面积数据五一节前后有超越季节性的增长，近期有所回落，基本符合 2020 年之前的季节性规律。在房地产监管趋严的大背景下，房地产市场预计将在未来保持平稳，而集中供地带来的季节性规律重构尚未显现，仍需持续观察。

图 8：30 大中城市商品房成交面积



资料来源：Wind，嘉合基金

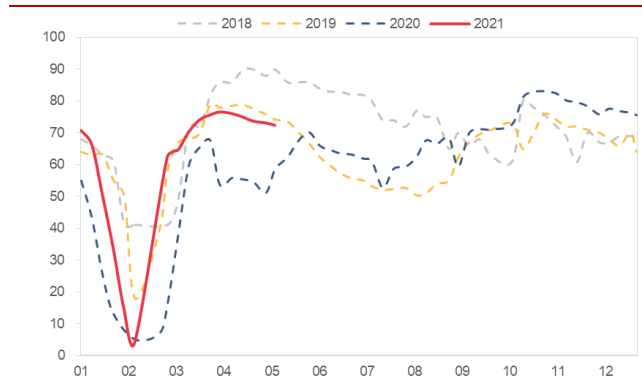
本周高炉开工率和涤纶长丝开工率基本与上周保持一致，高炉开工保持低位稳定，涤纶长丝基本符合往年季节性规律。碳中和和环保政策对高炉开工率的压制作用仍然存在，使得高炉开工始终维持在低位，而涤纶长丝整体供需较为平衡，一方面说明上游价格涨价对于中游企业的影响较小，另一方面说明下游的需求支持仍然较为充足，预计开工率数据短期内将保持现有状态。

图 9：高炉开工率历年对比



资料来源：Wind，嘉合基金

图 10：涤纶长丝开工率历年对比



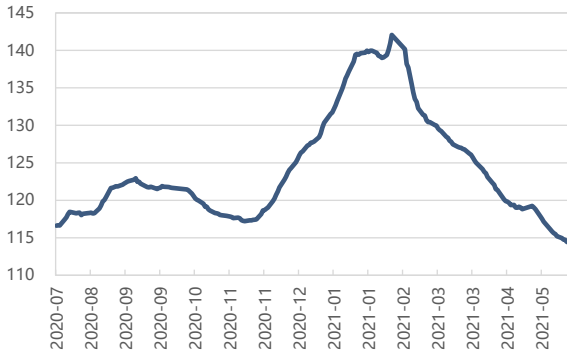
资料来源：Wind，嘉合基金

农产品价格批发价格指数在猪肉价格拖累下持续下行。农产品方面，目前随着夏季蔬菜水果的逐渐上市，供需逐渐平衡，价格趋于保持稳定。猪肉方面，年初的猪肉价格的快速下行造成众多中小养猪户选择压栏，而猪肉价格下行时间超过了市场预期。4 月份以来，压栏已接近极限导致众多“牛猪”入市，进一步加快了猪肉价格的下行，进而使得不断有中小养猪户加入了抛售的行列。本周猪肉价格在 26 元/公斤之上出现了一定的支撑，目前已经低于众多散养户的成本，甚至低于部分规模化养殖企业的成本线，养猪户出清情况较多，生猪养殖行业集中度将得到提升。目前猪肉价格已经处于极低的水平，未来继续下行的空间有限，且存在部门产能出清的情况，未来猪周期价格中枢将出现下移。

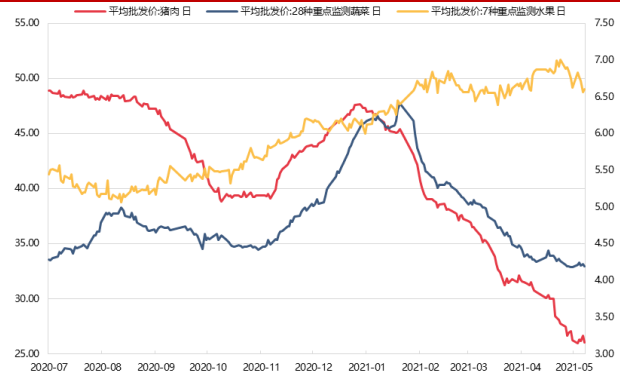
图 11：农产品批发价格指数：日

图 12：猪肉及重点蔬菜、水果价格





资料来源: Wind, 嘉合基金

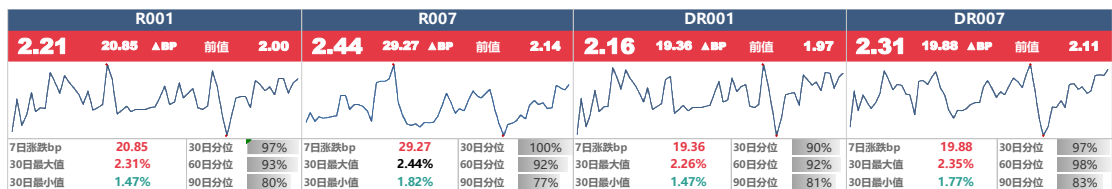


资料来源: Wind, 嘉合基金

### 三、本周流动性回顾

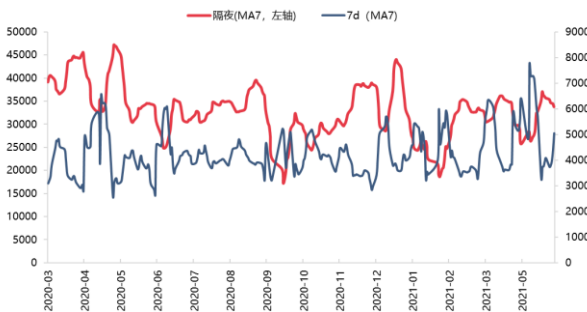
本周央行公开市场操作共投放 500 亿元，逆回购到期 500 亿元，央行实现零投放零回笼。市场价格方面，R001 收于 2.21%，较上周提高 20.85BP；R007 收入 2.44%，较上周提高 29.27，本周五出现 GC001 冲上 5.0% 的情况，是由于周五交易所 GC001 可跨月叠加跨月资金偏紧所致，属于一次性事件冲击。本周资金面有一定程度的趋紧，如上周所述，本周是税期影响叠加跨月，资金面收紧属于正常显现。从央行态度来看，每日进行 100 亿规模的公开市场操作如上周周报中叙述，在不同的市场环境下有不同的解读方法，目的是在稳定市场预期，提供可参考的价格指标。而非外部冲击导致的资金价格波动是市场行为所致，应当由市场自发的调节机制解决。展望后期资金面，由于目前市场流动性仍然较为宽裕，而近期非银机构加大资产配置力度将逐步消耗多余资金，未来资金面将逐渐回归紧平衡态势。

图 13：一周流动性概览



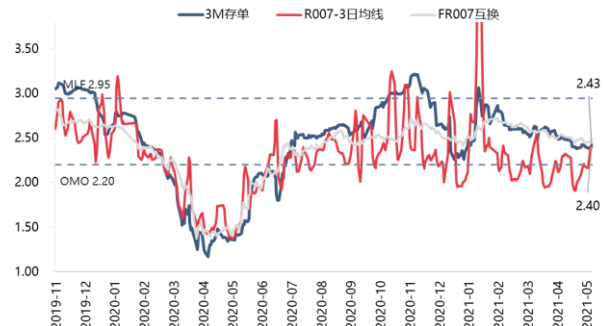
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 14：银行间回购价格与回缩量



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 15：资金价格与 3M 存单价格对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

### 四、债券市场回顾

#### 1、利率债市场

本周利率债市场小幅反弹，除 10Y 国债外各期限利率均有所上行。截至本周五，1Y 国债收益率上行 8.28BP 至 2.41%，1Y 国开收益率上行 3.42BP 至 2.55%；10Y 国债收于 3.08%，下行 0.51BP，10Y 国开收于 3.49%，上行 1.02BP。如上周周报叙述，在短期通胀预期消除和流动性宽松背景下，利率债出现了快速下行，但机构预期改变为交易型快变量，价格实现较快，需注意短期多利多出现的利空行情，即本周利率债出现的小幅回调。回顾近期利率债走势，本就多空交织的市场出现了关键因子反转，使得债市预期较为混乱，在此简要梳理一下。

总的来说，债券市场目前是利多因素为快变量，在短期堆积，利空因素为慢变量，在中长期堆积，形成了多空交织且逻辑均较为充分的复杂情况，在操作上更应注重时间维度和盘面多空力量的判断。

目前市场的主要影响变量为资产荒、通胀预期改善和基本面信号见顶。目前市场普遍认为债券市场存在资产荒，表现指标体现为地方债发行后置持续、城投和产业债发行受阻，并辅以票据利率下行佐证。需要强调的是，资产荒往往对应着资金面的宽裕，两者核心逻辑基本相同。首先，从银行资产负债表角度考虑，超储率较低（4 月估算值 1.2%）和货币乘数较高极大地压制了银行未来债券的配置力度。其次，部分银行和非银机构确实存在着欠配的情况，但欠配属于金融市场投资领域的概念，属于快变量，市场忽略了资产荒背后带来的去杠杆慢变量的传导。在企业 and 政府债务加大去化力度的情况下，高收益资产供给减少的同时配置力量的供给端也在同步减少，但欠配资金是一个存量概念，而去杠杆带来的缩表是一个流量概念，需要一定时间形成反馈机制。最后，产业债和城投债券供给不足对应的是较高收益债券的资产荒，那么势必有部分资金转而流入权益市场，形成了一定的分流，整体配置力量在一定程度上受到了削弱。所以，资产荒短期内使得配置力量较强，但后续将逐渐消解，是多空因素在时间上的错配。对于通胀预期和基本面信号见顶，即通胀预期被迅速瓦解以及基本面见顶信号逐渐出现，两种信号在刚刚出现时利多力量更强，属于反转逻辑，是一个瞬时概念。但通胀预期瓦解并不能改变通胀将要上行的趋势，基本面见顶并不能否认我国经济仍在强劲复苏，市场观测的指标出现反转信号会导致市场多头力量短期较强，但 PPI 仍在持续上行、中游产品价格开始涨价以及各项经济指标高位稳定等信号在长期来看仍然属于利空因素，短期利多释放后市场可能仍将在较长时间段内形成多空博弈的态势。

目前，多头仍然较为拥挤，多头信息尚未消化完全，但利空因素仍然在持续累积，短期利率债仍有下行空间，看空做多更加适应当前的市场情况。需要重点关注股债跷跷板效应以及各期限活跃券的账本厚度来判断配置盘力量。此外，央行对于市场的态度仍然是决定性变量，需要持续跟踪。

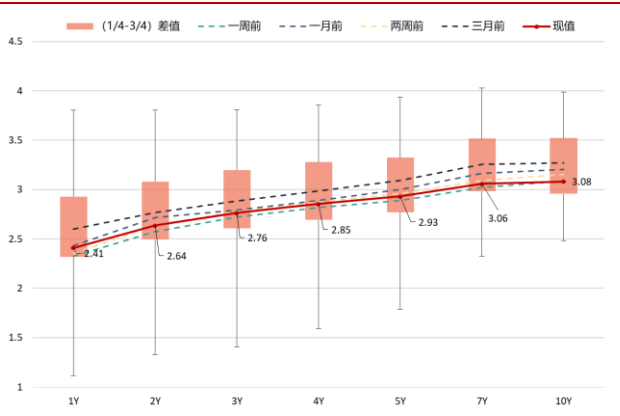
图 16：一周利率债概览

1Y国债		3Y国债		5Y国债		10Y国债	
2.41	8.28	2.76	4.31	2.93	3.92	3.08	-0.51
前值 2.33	▲BP	前值 2.72	▲BP	前值 2.89	▲BP	前值 3.09	▼BP
1Y国开		3Y国开		5Y国开		10Y国开	
2.55	3.42	3.07	3.92	3.24	2.90	3.49	1.02
前值 2.52	▲BP	前值 3.03	▲BP	前值 3.21	▲BP	前值 3.48	▲BP

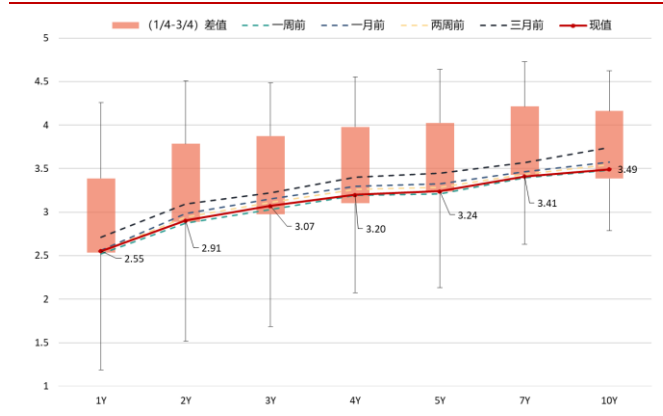
资料来源：Wind，嘉合基金

图 17：国债期限结构

图 18：国开债期限结构



资料来源: Wind, 嘉合基金

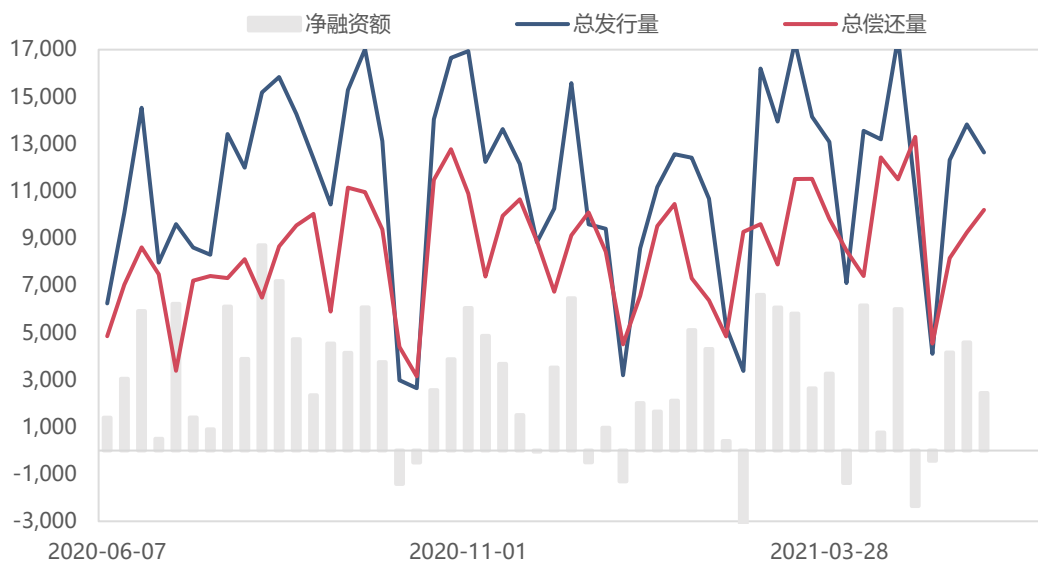


资料来源: Wind, 嘉合基金

## 2、信用债市场

上周(5.24-5.30)一级市场信用债发行量 12,639.07 亿元, 总偿还量 10,201.68 亿元, 净融资量 2,437.39 亿元。分评级来看, 上周高评级 AAA 发行占比为 66.80%, AA+发行占比为 13.20%。从期限结构来看, 1 年内发行金额占比 52.53%, 中长期发行占比有所增长。本周共有 2 只债券推迟或取消发行, 合计金额为 5.00 亿元, 本周取消发行数量较上周有所增加。

图 19: 一周信用发行概览



资料来源: Wind, 嘉合基金

本周信用债收益率大多下行。其中, 中票 3 年期 AA 级以及 AA-级下行幅度最大(7bp); 城投债 5 年期 AA+下行幅度最大(9bp)。

图 20: 一周信用债收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/5/21(%)	2.89	3.39	3.65	3.00	3.57	3.93	3.27	4.09	4.45
2021/5/28(%)	2.89	3.39	3.62	2.99	3.55	3.89	3.25	4.02	4.40
变动 (BP)	1	-0	-2	-0	-2	-3	-1	-7	-4
2010年以来历史位置	14.80%	15.40%	11.80%	12.40%	11.00%	10.30%	13.50%	18.40%	12.10%
2015年以来历史位置	15.70%	23.00%	21.00%	12.40%	19.60%	18.40%	13.80%	27.60%	19.80%

资料来源: Wind, 嘉合基金

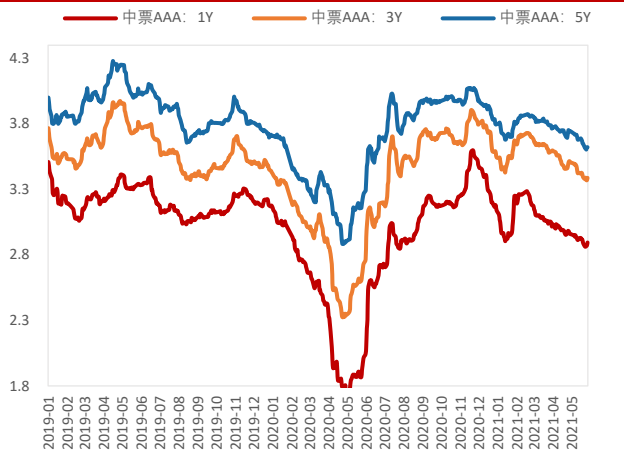


图 21：一周城投收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/5/21(%)	2.88	3.39	3.69	2.98	3.57	3.93	3.11	3.80	4.41
2021/5/28(%)	2.88	3.39	3.66	2.97	3.51	3.84	3.07	3.73	4.34
变动(BP)	-0	0	-3	-1	-6	-9	-4	-7	-8
2010年以来历史位置	9.80%	11.60%	11.70%	7.20%	11.00%	11.30%	6.60%	11.60%	17.80%
2015年以来历史位置	13.60%	20.70%	20.80%	12.70%	19.70%	20.20%	11.80%	20.70%	31.70%

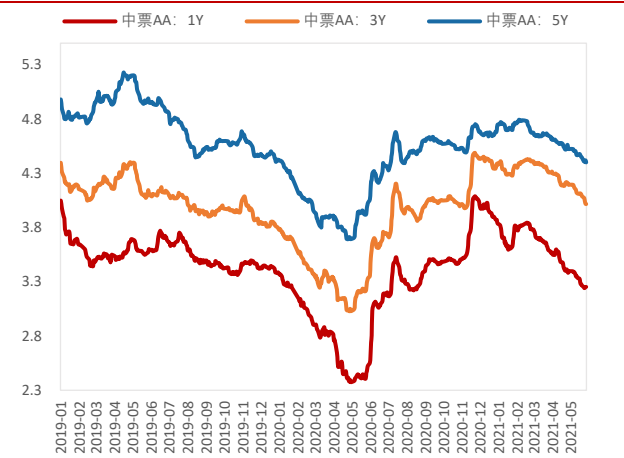
资料来源：Wind，嘉合基金

图 22：AAA 中票历史表现



资料来源：Wind，嘉合基金

图 24：AA 中票历史表现

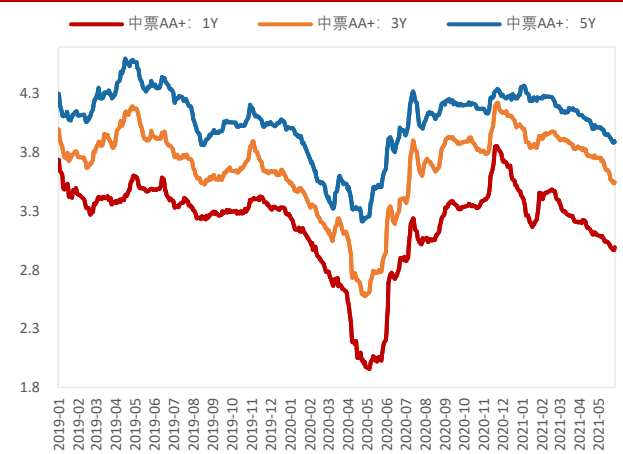


资料来源：Wind，嘉合基金

图 26：AA+城投历史表现

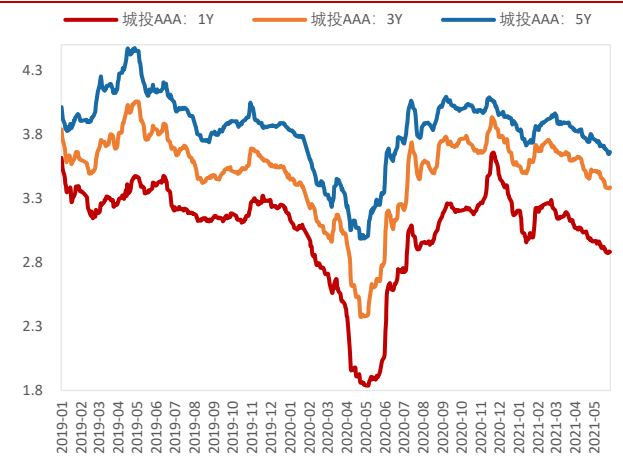


图 23：AA+中票历史表现



资料来源：Wind，嘉合基金

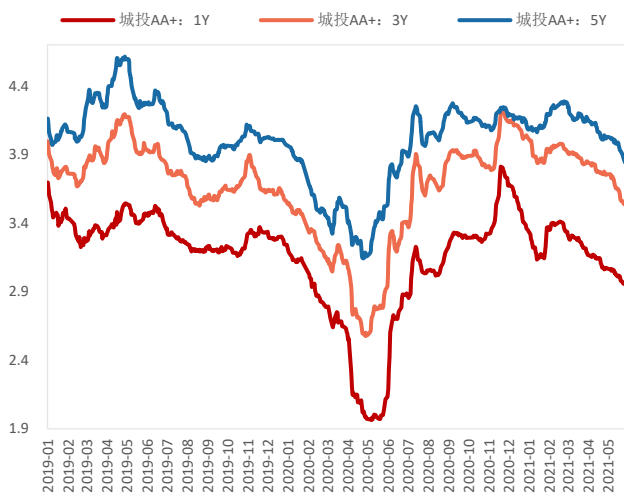
图 25：AAA 城投历史表现



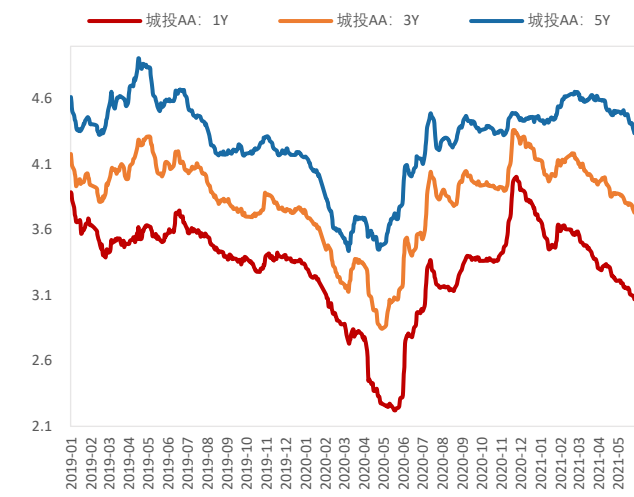
资料来源：Wind，嘉合基金

图 27：AA 城投历史表现





资料来源: Wind, 嘉合基金



资料来源: Wind, 嘉合基金

信用利差方面, 本周中票各等级各期限信用利差均表现收窄, 其中 3 年期 AA 等级收窄幅度最大 (11bp); 城投债各等级各期限同样均表现收窄, 其中 5 年期 AA+ 等级以及 3 年期 AA 等级收窄幅度最大 (11bp)。

图 28: 一周中票信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/5/21(%)	0.37	0.36	0.44	0.48	0.54	0.71	0.75	1.06	1.23
2021/5/28(%)	0.34	0.32	0.38	0.44	0.48	0.65	0.70	0.95	1.16
变动(BP)	-3	-4	-5	-4	-6	-6	-5	-11	-7
2010年以来位置	6.30%	8.10%	14.50%	1.40%	3.10%	11.00%	4.20%	21.20%	21.40%
2015年以来位置	9.00%	12.20%	23.40%	2.40%	5.60%	19.60%	7.30%	37.70%	38.10%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 29: 一周城投信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/5/21(%)	0.36	0.35	0.48	0.46	0.53	0.72	0.59	0.77	1.20
2021/5/28(%)	0.33	0.31	0.42	0.41	0.43	0.60	0.51	0.66	1.10
变动(BP)	-4	-4	-5	-5	-10	-11	-8	-11	-10
2010年以来位置	2.00%	4.50%	10.70%	1.70%	4.70%	11.70%	1.40%	7.70%	29.70%
2015年以来位置	3.50%	8.10%	19.10%	3.10%	8.40%	20.90%	2.60%	13.80%	52.90%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 30: 本周信用风险事件梳理

日期	类型	发行人	事件	相关个债
5月24日	兑付困难	泰禾集团	泰禾集团股份有限公司公告，受地产整体环境下的影响，公司现有项目的去化率有所下降，销售预期存在波动，同时由于公司自身债务规模庞大、债务集中到付等问题使得公司短期流动性出现困难，公司将无法按期完成公司债券“H6泰禾02”及“H6泰禾03”本息的兑付。	H8泰禾02
5月24日	债券违约	华夏幸福	上清所公告，2021年5月24日是华夏幸福基业股份有限公司2017年度第一期中期票据（代码：101780003，简称：17幸福基业MTN001）的付息日，截至今日终，我公司仍未收到华夏幸福基业股份有限公司支付的付息资金，暂无法代理发行人进行本期债券的付息工作。	20幸福01
5月24日	美元债违约	泛海控股集团	中国泛海控股集团有限公司公告称，控股子公司泛海控股境外全资附属公司中泛集团此前发行2.8亿美元债券，泛海控股已通过发行约1.46亿美元私募票据，置换等额面值的美元债券并将进行注销，计划在2021年8月23日前兑付剩余1.34亿美元债券本金及利息。	20泛海G1
5月24日	评级下调	稻花香酒业	中诚信国际决定，将稻花香酒业AA的主体信用等级和“16鄂稻01”AA的债项信用等级列入可能降级的观察名单。	16稻花香
5月25日	评级下调	亚药药业	新世纪评级在5月21日做出的评级报告中将“浙江亚太药业股份有限公司”的长期债务评级，从BBB调为了BB，评级展望列为负面。同时将“亚药转债”的债项评级，从BBB调低为BB。	亚药转债
5月27日	评级下调	泛海控股	东方金诚国际信用评估有限公司公告，决定将泛海控股主体信用等级由AA-下调至A，评级展望维持负面，“17泛海MTN001”、“18泛海MTN001”债项信用等级由AA-下调至A。评级理由为：（1）泛海控股于2021年5月23日到期的2.80亿美元债，已通过发行约1.46亿美元私募票据，置换等额面值的美元债券并将进行注销，剩余约1.34亿美元债券本金及利息计划在2021年8月23日前兑付。（2）2021年6-8月，泛海控股到期及回售境内债券本金余额37.00亿元，债券集中兑付压力较大。（3）公司及控股子公司武汉中央商务区股份有限公司（以下简称“武汉公司”）存在多条涉诉及被执行记录，且涉诉金额较大，目前武汉公司名下多处不动产被查封及冻结。	20泛海02
5月27日	评级下调	华钰矿业	中证鹏元公告，将西藏华钰矿业股份有限公司主体信用等级由AA-下调至A，“华钰转债”信用等级由AA-下调至A，评级展望为负面。下调主要基于：公司债务压力及流动性压力大，大额、长期逾期信用记录或将对公司再融资能力产生持续不利影响；公司资本支出缺口和对外担保规模较大，进一步加剧资金压力；且控股股东所持公司股份部分已被被动减持和司法拍卖，剩余股权均被冻结，公司存在实际控制人变更风险。	华钰转债
5月27日	评级下调	三环集团	中证鹏元决定，下调三环集团有限公司主体以及“12三环债”信用等级至AA-，展望为负面。下调主要基于：公司控股股东和实控人仍被列为被执行人，为公司融资带来一定压力，且2020年公司短期偿债压力依旧很大，受大幅计提减值影响，公司营业利润亏损进一步加大，其他应收款面临很大的回收风险，公司面临较大的或有负债风险等风险因素。	12三环债

资料来源：Wind，嘉合基金

图 31：行业新闻跟踪

日期	相关新闻
5月24日	中国汽车召回制度出新规，7月1日起正式实施。
5月24日	京津冀三地将聚焦新一代信息技术、汽车等三地优势产业，联手培育世界级先进制造业集群。
5月25日	国家发改委正在研究制定《“十四五”塑料污染治理的行动方案》
5月25日	工信部此前制定了《推动公共领域车辆电动化行动计划》，目前正在大力推动
5月26日	工信部副部长刘烈宏：我国建成5G基站81.9万个，占全球70%以上
5月26日	中国卫星导航系统管理办公室：国产北斗兼容性芯片及模块销量达到亿级规模
5月27日	交通运输部要求，加快推进“十四五”综合交通运输发展规划和专项规划编制工作
5月27日	前4月全国社会物流总额97.4万亿元，按可比价格计算，同比增长20%
5月28日	全国碳市场挂牌交易涨跌幅限制为10%，大宗交易涨跌幅限制为30%

资料来源：Wind，嘉合基金

### 3、可转债市场

本周转债市场跟随股市上涨，中证转债周涨幅为 **1.65%**，转债隐含波动率平均值下跌了 **0.22%**，收于 **27.045**，位于历史 **55.6%**分位数。从成交额来看，本周中证转债共成交 3163.27 亿元，较上一周有所减少（3828.36 亿元），部分原因为本周占成交额较大的爆炒转债数量较上周有所减少。分个券来看，本周大部分转债上涨，其中维格转债、文灿转债和永创转债涨幅居前，周涨幅分别为 17.9%、17.3%和 13.0%，百川转债、同德转债和蓝晓转债跌幅居前，周跌幅分别为 15.2%、10.4%和 7.4%。

本周各大股指大幅上涨，量价齐升，上证指数、沪深 300 和创业板指周涨幅分别为 **3.28%**、**3.64%**和 **3.82%**，周四上证指数冲破 **3600** 点，周五收于 **3600.78** 点。分行业来看，本周大部分行业指数上涨，只有农林牧渔、公用事业和钢铁板块下跌，周跌幅分别为 1.23%、0.54% 和 0.48%，休闲服务、非银金融和食品饮料板块涨幅居前，周涨幅分别为 6.93%、6.44%和 5.96%。

图 32：一周指数概览

名称	收盘价	周涨跌幅	周成交额(亿元)	上周成交额(亿元)
上证指数	3,600.78	3.28%	21,766.76	18,568.60
沪深 300	5,321.09	3.64%	16,722.47	13,695.01
创业板指	3,232.29	3.82%	8,937.53	7,863.39
中证转债	382.82	1.65%	3,163.27	3,828.36

资料来源：Wind，嘉合基金

图 33：转债市场隐含波动率



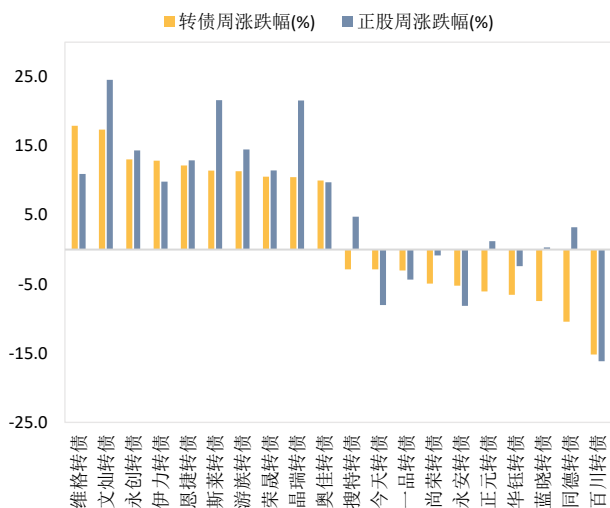
资料来源：Wind，嘉合基金；\*剔除价格超过 130 且溢价大于 30%的转债

图 34：转债市场转股溢价率走势



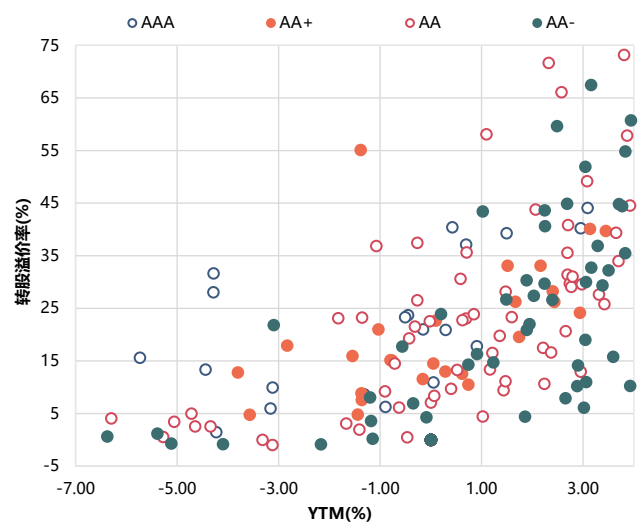
资料来源：Wind，嘉合基金

图 35：本周转债涨跌幅前 10



资料来源：Wind，嘉合基金

图 36：转债个券转股溢价率和到期收益率分布情况



资料来源：Wind，嘉合基金

本周有绿茵转债和中装转 2 上市，上市第一天收盘价分别为 105.52 元和 99.81 元。本周共有 29 家公司可转债发行有新进展，其中获得董事会预案的有 10 家公司，分别为科蓝软件(5.38 亿)、华宏科技(5.15 亿)、佩蒂股份(7.2 亿)、新疆天业(30 亿)、上机数控(24.7 亿)、胜蓝股份(3.3 亿)、海能实业(6 亿)、兴业银行(500 亿)、长鸿高科(7 亿)、荣科科技(6.01 亿);获得股东大会通过的有 15 家公司，分别为成都银行(80 亿)、华电国际(14.7 亿)、韵达股份(25 亿)、首华燃气(13.79 亿)、红墙股份(5.2 亿)、杭锅股份(11.1 亿)、博瑞医药(6.11 亿)、元力股份(9 亿)、中信特钢(50 亿)、山东玻纤(6 亿)、设研院(4.47 亿)、万德斯(1.52 亿)、同兴达(10 亿)、百润股份(12.8 亿)、东华能源(30 亿);获得发审委通过的有 3 家公司，分别为晶瑞股份(5.23 亿)、泰林生物(2.1 亿)、晨丰科技(4.15 亿)。获得证监会核准的有 1 家公司，分别为节能风电(30 亿)。

目前已知下周有晶科转债和正川转债上市。晶科转债，评级 AA，规模 30 亿元，正股为晶科科技，公司是国内领先的民营光伏电站运营商，近三年公司 EPC 收入波动，公司 20 年业绩预计出现下滑。行业方面“碳中和”背景下，光伏产业发展前景良好，近年来光伏技术突破创新，叠加在非技术性成本的政策支持，今年有望实现全面平价上网，成本下降也有望改善电站的盈利空间。公司电站规模相对稳定，市占率位居前列，项目储备充足。公司光伏发电装机主要集中于华东和华北，有一定区位优势 and 一体化解决方案的能力。公司通过拓宽融资渠道以及出售转让电站等，资产负债率有所好转，未来关注资产流动性等因素。2017~2019 年，光伏电站运营和 EPC 业务营收占比均接近一半，2020 年由于新冠疫情影响，公司 EPC 业务出现大幅下滑，从毛利率来看，近年来公司光伏电站业务毛利率稳定在 60%左右，处于较高水平，而光伏电站 EPC 业务毛利率逐年下滑。2020 年公司实现营业收入 35.88 亿元，归母净利润 4.86 亿元。

正川转债，评级 A+，规模 4.05 亿元，正股为正川股份，公司业务包括了药用玻璃管制瓶等药用包装材料的研发、生产和销售。公司成立于 1989 年，是国内药用玻璃管制瓶细分行业优质企业。公司主要产品包括不同类型和规格的硼硅玻璃管制瓶、钠钙玻璃管制瓶、瓶盖等，其中硼硅玻璃管制瓶主要用于水针、粉针等注射剂，具有耐酸碱、耐高温、阻隔性好、透明性好、可回收的特点；钠钙玻璃管制瓶主要用于口服液、固体粉剂或片剂等包装，具有阻隔性好、密封性好等特点；瓶盖则主要分为铝盖、铝塑组合盖，与药用玻璃瓶配套销售。2020 全年正川股份实现营业收入/归母净利润 5.02/0.53 亿元，同比下降 3.67%/13.11%，主要因



为受防疫管控措施下，公司原材料采购、销售等环节均受到一定影响。其中硼硅玻璃管制瓶/钠钙玻璃管制瓶/瓶盖收入分别为 2.22/2.05/0.66 亿元，同比变动-11.55%/3.02%/-1.49%；毛利率分别变动-2.24/1.11/-4.92 个百分点至 26.04%/28.14%/18.29%。报告期内，公司综合毛利率 25.55%，比上年同期下降 1.59 个百分点。费用方面，公司销售/管理/财务/研发费率为 6.24%/8.62%/-2.06%/1.64%，较上年同期变动-0.22/0.23/0.45/0.63 个百分点，主要是受营业收入下降的影响。这对净利率产生一定拖累。2020 年公司净利率 10.57%，同比下降 1.15 个百分点。单 Q4 公司营业收入/归母净利润 1.50/0.12 亿元，同比变动 10.88%/-15.88%。公司毛利率 24.62%，同比下降 3.79 个百分点，期间费率下降 0.23 个百分点。单 Q4 销售/管理/财务/研发费率 7.06%/9.80%/-1.54%/5.52%。公司四季度实现净利率 7.87%，同比下降 2.50 个百分点。

图 37：可转债发行新进度一览

公告日期	公司代码	公司名称	方案进度	预案公告日	规模(亿元)
2021-05-29	601838.SH	成都银行	股东大会通过	2021-04-29	80
2021-05-29	600027.SH	华电国际	股东大会通过	2021-03-26	14.7
2021-05-29	300663.SZ	科蓝软件	董事会预案	2021-05-29	5.38
2021-05-29	002120.SZ	韵达股份	股东大会通过	2021-05-18	25
2021-05-29	300483.SZ	首华燃气	股东大会通过	2021-03-17	13.79
2021-05-29	002809.SZ	红墙股份	股东大会通过	2021-04-14	5.2
2021-05-28	002534.SZ	杭钢股份	股东大会通过	2021-05-11	11.1
2021-05-28	002645.SZ	华宏科技	董事会预案	2021-05-28	5.15
2021-05-28	300655.SZ	晶瑞股份	发审委通过	2020-09-29	5.23
2021-05-28	300813.SZ	泰林生物	发审委通过	2021-01-09	2.1
2021-05-27	300673.SZ	佩蒂股份	董事会预案	2021-05-27	7.2
2021-05-27	688166.SH	博瑞医药	股东大会通过	2021-03-27	6.11
2021-05-27	600075.SH	新疆天业	董事会预案	2021-05-27	30
2021-05-27	300174.SZ	元力股份	股东大会通过	2021-04-10	9
2021-05-27	601016.SH	节能风电	证监会核准	2020-12-26	30
2021-05-27	000708.SZ	中信特钢	股东大会通过	2021-05-11	50
2021-05-26	603685.SH	晨丰科技	发审委通过	2020-11-16	4.15
2021-05-25	605006.SH	山东玻纤	股东大会通过	2021-02-09	6
2021-05-25	300732.SZ	设研院	股东大会通过	2020-11-20	4.47
2021-05-25	688178.SH	万德斯	股东大会通过	2021-03-13	1.52
2021-05-25	603185.SH	上机数控	董事会预案	2021-05-25	24.7
2021-05-25	002845.SZ	同兴达	股东大会通过	2021-04-29	10
2021-05-25	300843.SZ	胜蓝股份	董事会预案	2021-05-25	3.3
2021-05-24	300787.SZ	海能实业	董事会预案	2021-05-24	6
2021-05-22	601166.SH	兴业银行	董事会预案	2021-05-22	500
2021-05-22	002568.SZ	百润股份	股东大会通过	2021-04-30	12.8
2021-05-22	605008.SH	长鸿高科	董事会预案	2021-05-22	7
2021-05-22	002221.SZ	东华能源	股东大会通过	2021-03-24	30
2021-05-22	300290.SZ	荣科科技	董事会预案	2021-05-22	6.01

资料来源：深圳证券交易所