

## 嘉合固定收益周报

### 新冠变异毒株引起市场恐慌，债券利率大幅下行

嘉合基金固定收益研究部

#### 宏观利率

2021年11月28日 星期日

近期，市场对于货币政策宽松的预期较为强烈，最主要的信号是央行在最新的货币政策执行报告中删除了“管好货币的总闸门”和“不搞大水漫灌”的表述，部分投资者认为这是货币政策从稳健转向宽松的信号。

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

“总闸门”的类似表述起源于2010年四季度政策执行报告，当时主要是针对2008年全球金融危机之后国内投放的四万亿措施进行资金回笼，形成了当时偏紧的货币环境，从那之后“总闸门”的表述就成为观察货币政策的转向的主要观测指标之一。2015年之后，央行采取了与时俱进的货币政策执行框架，我们整理了这之后央行表述同货币政策调整的情况并总结了其中规律。

#### 信用债

本周(11.22-11.28)一级市场信用债发行量2,881.03亿元，总偿还量2,222.47亿元，净融资量658.56亿元。分评级来看，上周高评级AAA发行占比为67.11%，AA+发行占比为12.86%。本周信用债收益率大多下行。中票除1年期AA、AA-等级外，其余各等级各期限收益率均下行，3年期各等级下行幅度较为明显，其中，3年期AAA等级下行幅度最大(5bp);城投债除1、5、7年期AA等级外，其余各等级各期限收益率均下行，5年期各等级下行幅度较为明显，其中，5年期AA等级下行幅度最大(6bp)。

#### 可转债

本周中证转债指数自周一上涨0.86%后，周二至周五窄幅震荡，周涨幅为0.69%，中证转债共成交4251.85亿元，成交量较前一周(4831.22亿元)略有下跌，估值方面，本周转债隐含波动率平均值上涨了1.42%，收于39.54%，位于历史91.1%分位点，目前转债估值处于近3年高点，后市需谨防估值下跌风险。

本周有宏发转债、赛伍转债、中大转债、锦鸡转债和帝欧转债上市，上市第一天收盘价分为142元、142元、130元、123元和123元。周共有20家公司可转债发行有新进展，其中获得董事会预案的有5家公司;获得股东大会通过的有8家公司;获得发审委通过的有5家公司;获得证监会核准的有2家公司。

目前已知下周有希望转2和设研转债上市。

## 一、宏观政策面回顾

近期，市场对于货币政策宽松的预期较为强烈，最主要的信号是央行在最新的货币政策执行报告中删除了“管好货币的总闸门”和“不搞大水漫灌”的表述，部分投资者认为这是货币从稳健转向宽松的信号。

“总闸门”的类似表述起源于 2010 年四季度政策执行报告，当时主要是针对 2008 年全球金融危机之后国内投放的四万亿措施进行资金回笼，形成了当时偏紧的货币环境，从那之后“总闸门”的表述就成为观察货币政策的转向的主要观测指标之一。2015 年之后，央行采取了与时俱进的货币政策执行框架，我们整理了这之后央行表述同货币政策调整的情况，具体情况如下图所示：

图 1：2015 年以来央行货币政策表述变化及实际政策落地情况

		不搞“大水漫灌”	“总闸门”表述	准备金率调整	MLF利率调整
2015	Q1	无	无	▼ 50 BP	—
	Q2	无	无	▼ 100 BP	—
	Q3	无	无	▼ 50 BP	—
	Q4	无	无	▼ 50 BP	—
2016	Q1	无	无	▼ 100 BP	▼ 25 BP
	Q2	无	无	—	—
	Q3	无	无	—	—
	Q4	无	有	—	—
2017	Q1	无	有	—	▲ 20 BP
	Q2	无	有	—	—
	Q3	无	有	—	—
	Q4	无	有	—	▲ 5 BP
2018	Q1	无	有	—	—
	Q2	有	有	▼ 50 BP	▲ 5 BP
	Q3	无	有	▼ 50 BP	—
	Q4	有	无	▼ 100 BP	—
2019	Q1	有	有	▼ 100 BP	—
	Q2	有	有	—	—
	Q3	有	无	▼ 50 BP	—
	Q4	有	无	—	▼ 5 BP
2020	Q1	无	无	▼ 50 BP	▼ 10 BP
	Q2	无	无	中小型▼ 100 BP	▼ 200 BP
	Q3	有	有	—	—
	Q4	无	无	—	—
2021	Q1	无	无	—	—
	Q2	有	有	—	—
	Q3	无	无	▼ 50 BP	—

资料来源：Wind，嘉合基金

从上图可以看出，除去 2016 年和 2018 年外，2015 年之后央行货币政策放松确实与“大水漫灌”和“总闸门”类似表述存在着一定的相关关系，但货币政策调整一共仅经过了 5 轮变化，仅仅依靠接近 60% 左右的同向概率判断货币政策是否转向缺乏较为坚实的基础。不过，从以上政策观察层面依旧能够总结出一定的规律。

**第一，在“不搞大水漫灌”和“总闸门”相关表述同时缺失时，货币政策有非常高的概率处于宽松状态。**两者同时缺失排除了 2018 年的干扰，仅存在 2016 年的反例，原因是当时正处于大放松之后的政策观察期，货币政策执行报告作为货币政策的官方解读在观察期内保持一定的滞后性。此外的 3 次同时缺失时间段内，央行均采取了降准的措施，为整个市场注入流动性。

**第二，“不搞大水漫灌”和“总闸门”表述在央行视角可能代表不同的货币政策中间变量。**“不搞大水漫灌”的表述较为直白，可以直接理解为央行基础货币的投放，而“总闸门”的表述在提出

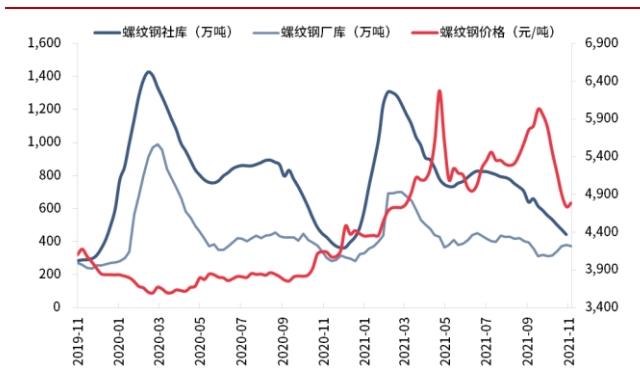
伊始就伴随着社会融资规模的概念。回顾央行 2010 年四季度货币政策执行报告，在“总闸门”之外最主要的变化是将社融提高到央行关注的最主要操作目标，替代了原先的总贷款规模的目标。从这个角度来看，“总闸门”表述更加贴近一个信用指标而非基础货币指标，此次删除“总闸门”表述更多地可能是指对于房地产贷款以及地方政府融资平台的融资渠道监管放松，是“宽信用”在央行政策中的具体表述。诚然，本次货币政策执行报告中两者均缺失，确实存在极强的“宽货币宽信用”信号。

**最后，货币政策执行报告为下一季度的中月发布，其时效性有待商榷。**具体来说，本次货币政策执行报告为三季度货币政策的总结，其中删除了相关表述，很可能被 7 月份降准消化了较大一部分，未来货币政策是否持续宽松以及宽松力度是否会加大都没有较强的指导意义，从政策预期角度来看应该更多地应从央行近期的表述和操作中分析。此外，如上周周报中提出的观点，央行目前更加注重结构化的货币政策，“先贷后借”的操作模式将信用扩张的动力源从央行摊派变成了商业银行市场化的机制，存在直达实体和绕开了整个金融交易市场的特征，“宽货币”和“宽信用”对于金融资产价格影响机制出现了根本的变化。短期内由于市场情绪可能仍旧遵从原来的资产价格波动规律，但机理的改变最终会影响金融资产价格的表现，长期估值中枢的变化可能没有市场预期的那么大，应注意其中可能存在的中长期回调风险。

## 二、本周高频数据回顾

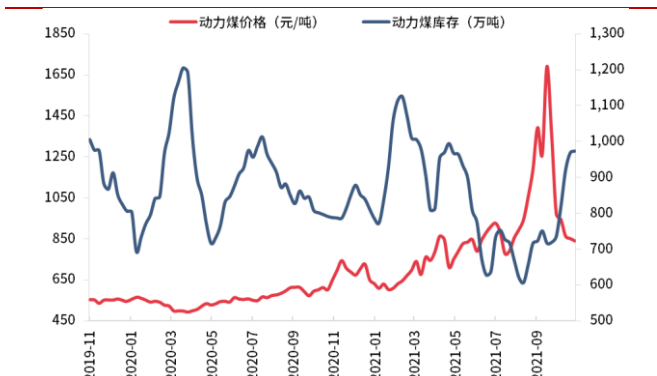
多数大宗商品价格本周保持稳定，水泥价格下行持续。本周螺纹钢和动力煤价格出现了见底信号，价格整体回到本轮价格冲击的起点，本轮价格波动已经基本结束。此外，发改委近期致力于形成新的煤炭价格和电价机制，未来煤炭价格较难出现再次大幅上行。水泥价格持续下行，能源价格以及“双限”影响逐渐消退后，多数大宗商品价格也将逐步回到正常水平，将对中游企业的经营压力有较大幅度的缓解。国际运价指数本周保持稳定，目前美国“黑五”购物季已经结束备货期，需求高峰已经过去，但美国国内商品供应仍然短缺，预计国际运价在目前水平有较强支撑，但难以形成新一波快速上行。

图 2：螺纹钢价格及库存走势



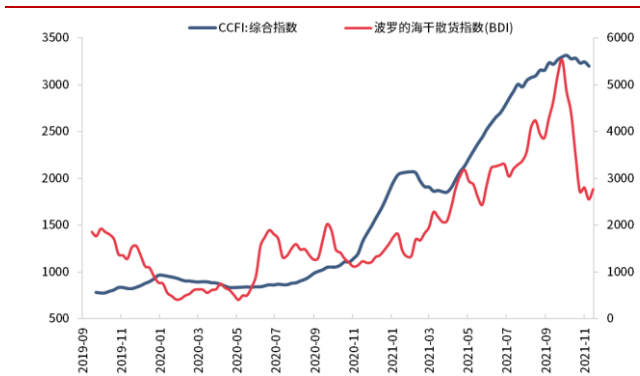
资料来源：Wind，嘉合基金

图 3：煤炭价格及库存走势



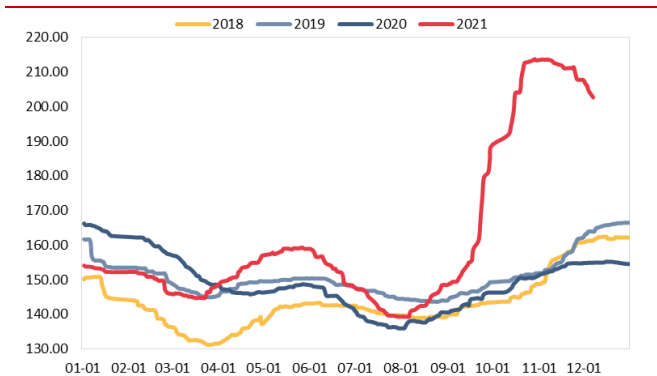
资料来源：Wind，嘉合基金

图 4：海运价格指数走势



资料来源：Wind，嘉合基金

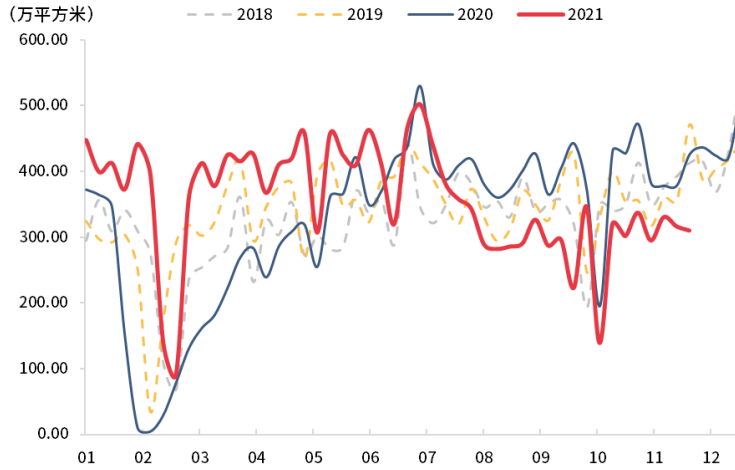
图 5：全国水泥价格指数



资料来源：Wind，嘉合基金

本周房地产成交面积维持较低水平上的稳定。通过本轮房地产政策的收放可以看出整个房地产行业的薄弱点在于房企自身的脆弱性以及传统高周转的房地产模式的不可持续性，而从房地产销售端数据来看，房地产需求端可以较为顺畅地跟随政策进行调节并且始终保持较高的韧性。未来房地产行业将更多地通过给房地产企业去杠杆和去金融化来增强自身韧性，需求侧管控将更加跟随经济的发展节奏进行适当收放，大面积的限制政策和刺激政策将逐渐退出。

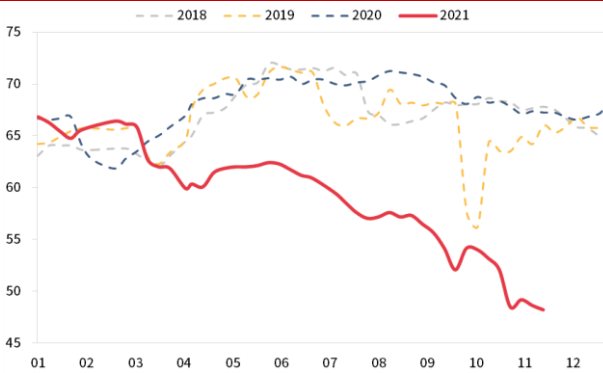
图 6：30 大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 嘉合基金

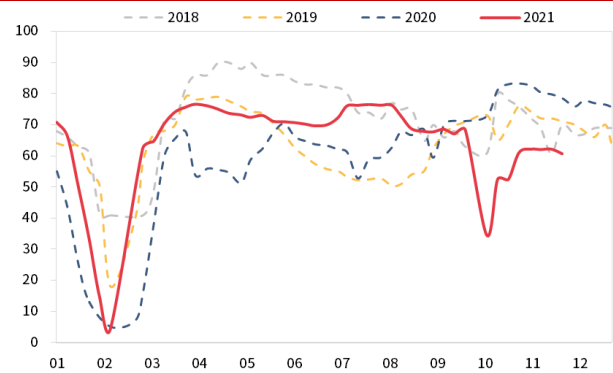
**高炉开工持续降低, 纺织服装开工率企稳。**高炉开工短期下降速度收窄, 但仍有进一步下降的趋势, 主要是受到需求不足和能耗双控的压制, 短期来看没有出现改善的空间。涤纶长丝开工率已企稳, 但仍低于往年水平, 主要是受到“双限”影响, 预计年内将在当前开工率水平稳定。

图 7: 高炉开工率历年对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

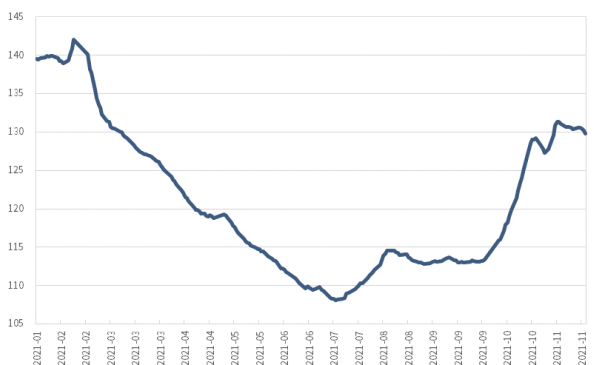
图 8: 涤纶长丝开工率历年对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

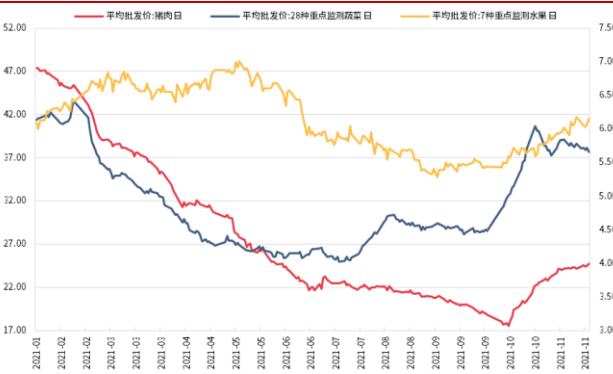
**农产品价格上行暂缓。**经历了 10 月份蔬菜和猪肉价格的上行之后, 目前农产品价格上行在发改委管控下得到明显缓解, 目前猪肉整体供过于求的态势并未反转, 临近年底的时间对猪肉价格有一定的支撑, 猪肉价格将在当前位置保持稳定。蔬菜价格由于受到短期冲击影响较大, 而其生长时间短, 冲击持续时间也较短, 预计未来出现大幅度波动的可能性不高, 预计 11 月份 CPI 水平将保持稳定。

图 9: 农产品批发价格指数: 日



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 10: 猪肉及重点蔬菜、水果价格

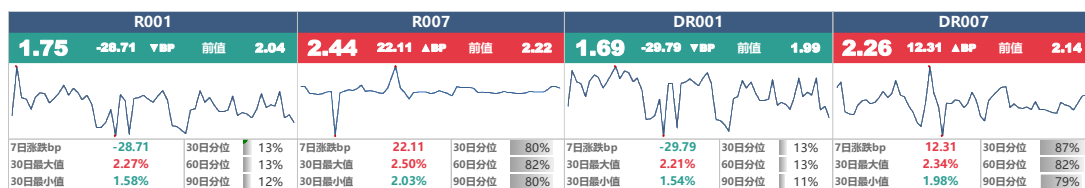


资料来源: Wind, 嘉合基金

### 三、本周流动性回顾

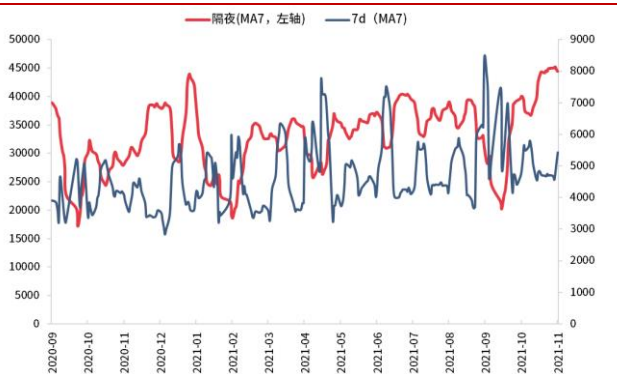
本周央行公开市场共投放 4000 亿元，公开市场共到期 2100 亿元，央行实现净投放 1900 亿元。R001 收于 1.75%，较上周下行 28.71BP；R007 收于 2.44%，较上周上行 22.11BP。央行本周加大了逆回购操作额度，系维护跨月资金稳定所致，但也可以看出 10 月份以来央行一直都未成功回收此前投放的流动性，单周投放规模一直稳定在 2000 亿元以上，与此前单周稳定投放 500 亿元形成一定对比，体现出银行间市场目前存在一定的流动性缺口，在月底 2000 亿元 MLF 回笼之后，资金面缺口将持续扩大。另一方面，银行间市场在央行流动性呵护下主动加杠杆的动力较足，整体回购规模已经长期维持在较高水平，进一步加大了资金面的脆弱性。

图 11：一周流动性概览



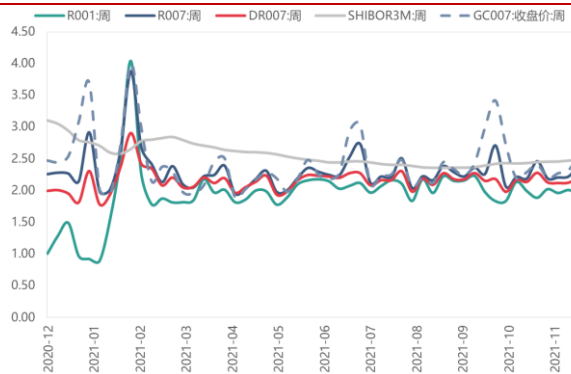
资料来源：Wind，嘉合基金

图 12：银行间隔夜和 7D 回够交易量



资料来源：Wind，嘉合基金

图 13：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

受到南非 Omircron 新冠变异毒株影响，债券市场出现明显下行。截至本周五，1Y 国债收益率下行 1.91BP 至 2.24%，1Y 国开收益率下行 1.82BP 至 2.38%；10Y 国债收于 2.85%，下行 8.02BP，10Y 国开收于 3.11%，下行 7.79BP。本周前半利率债出现小幅下行，原因是市场出现较强地货币政策宽松预期，机构加杠杆拉长久期的动力较强；周五，随着新冠变异毒株消息的发酵，整个金融市场反应强烈，债券收益率快速下行。从事件冲击角度来看，本次消息在金融市场端的反映较为强烈，但消息本身的分析结果尚不明晰，体现出经济基本面变化空窗期资本市场缺乏主线和债券市场看多情绪浓厚的现象；从收益率曲线角度来看，目前再次出现了 7-10 年的倒挂现象，体现出较强的交易盘力量，且长端表现明显强于短端，证明前期政策价格底部硬约束仍然存在对利率曲线形态压缩的情况。综合来看，本次事件型冲击反映异常强烈，主要说明市场看多的情绪较为浓厚，但事件影响的不确定性和基本面、政策面的硬约束仍然存在，如果情绪一旦出现反转，债券市场面临较大调整。相反，如果事件冲击影响面较广，债市有进一步下行的动力，但空间仍然受限，目前点位赔率性价比较差。

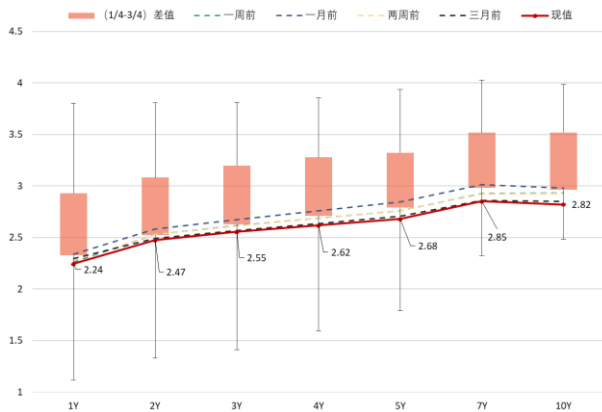


图 14：一周利率债概览

1Y国债		3Y国债		5Y国债		10Y国债	
	<b>2.24 -1.91</b>		<b>2.55 -6.00</b>		<b>2.68 -8.27</b>		<b>2.85 -8.02</b>
前值	2.26 ▼BP	前值	2.61 ▼BP	前值	2.76 ▼BP	前值	2.93 ▼BP
1Y国开		3Y国开		5Y国开		10Y国开	
	<b>2.38 -1.82</b>		<b>2.69 -8.35</b>		<b>2.93 -6.68</b>		<b>3.11 -7.79</b>
前值	2.40 ▼BP	前值	2.78 ▼BP	前值	3.00 ▼BP	前值	3.19 ▼BP

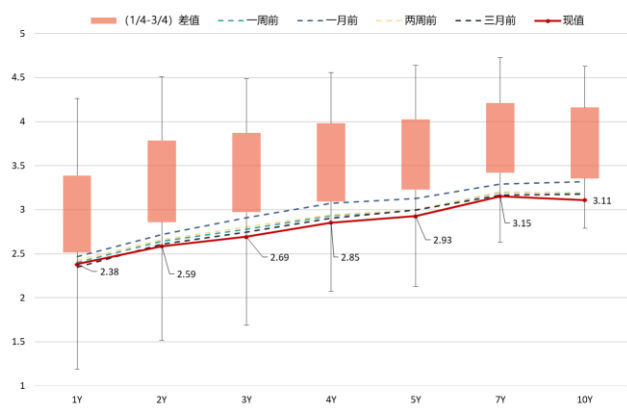
资料来源：Wind，嘉合基金

图 15：国债期限结构



资料来源：Wind，嘉合基金

图 16：国开债期限结构

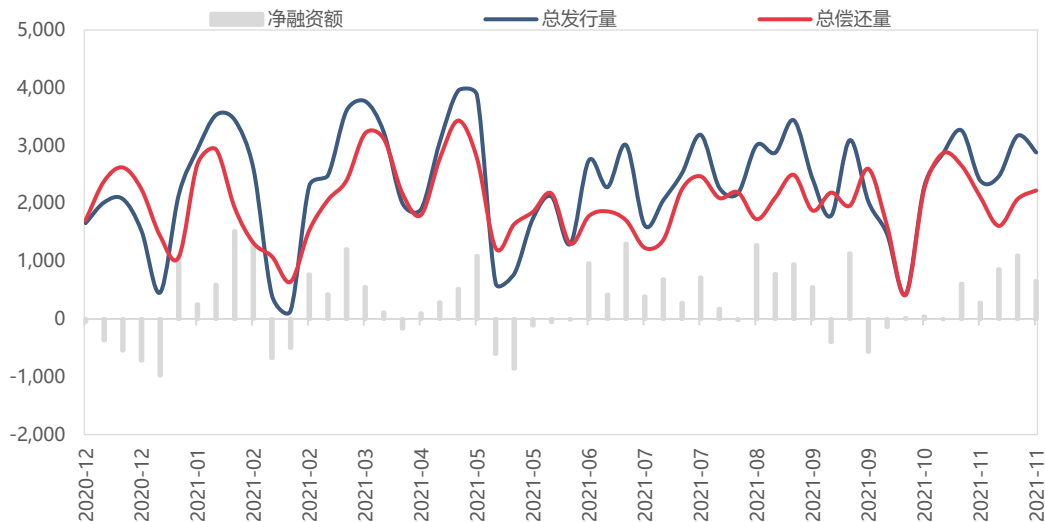


资料来源：Wind，嘉合基金

## 2、信用债市场

本周(11.22-11.28)一级市场信用债发行量 2,881.03 亿元，总偿还量 2,222.47 亿元，净融资量 658.56 亿元。分评级来看，上周高评级 AAA 发行占比为 67.11%，AA+发行占比为 12.86%。从期限结构来看，1 年内发行金额占比 42.35%，中长期发行占比略有所增加。上周共有 7 只债券推迟或取消发行，合计金额为 40.30 亿元，上周取消发行数量和金额较上周有所减少。

图 17：一周信用发行概览



资料来源：Wind，嘉合基金

本周信用债收益率大多下行。中票除 1 年期 AA、AA-等级外，其余各等级各期限收益率均下行，

3 年期各等级下行幅度较为明显, 其中, 3 年期 AAA 等级下行幅度最大(5bp); 城投债除 1、5、7 年期 AA 等级外, 其余各等级各期限收益率均下行, 5 年期各等级下行幅度较为明显, 其中, 5 年期 AA 等级下行幅度最大(6bp)。

图 18: 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
2021/11/19(%)	2.79	3.12	3.43	2.88	3.27	3.61	3.00	3.84	4.30
2021/11/26(%)	2.76	3.07	3.39	2.87	3.24	3.59	3.02	3.81	4.29
变动 (BP)	-3	-5	-4	-2	-3	-2	1	-3	-1
2010年以来历史位置	11.60%	6.90%	8.50%	8.00%	5.90%	5.50%	7.20%	9.80%	9.70%
2015年以来历史位置	11.50%	11.90%	14.70%	8.50%	10.10%	9.50%	6.90%	16.70%	16.80%

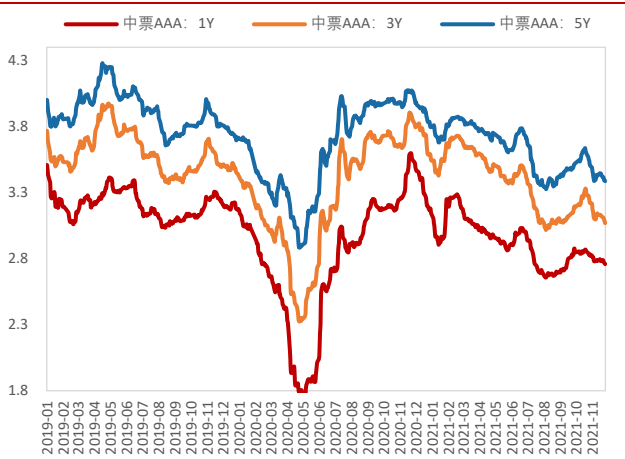
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 19: 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
2021/11/19(%)	2.78	3.12	3.43	2.86	3.27	3.63	2.94	3.43	4.00
2021/11/26(%)	2.77	3.08	3.39	2.84	3.23	3.60	2.91	3.40	3.94
变动(BP)	-1	-4	-5	-2	-5	-4	-3	-3	-6
2010年以来历史位置	6.80%	6.30%	7.20%	4.90%	7.40%	8.70%	3.40%	7.30%	7.80%
2015年以来历史位置	10.60%	10.90%	12.50%	8.50%	12.80%	15.00%	5.90%	12.70%	13.40%

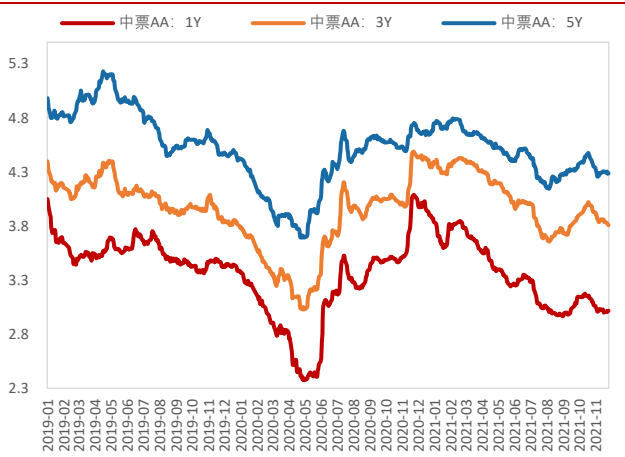
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 20: AAA 中票历史表现



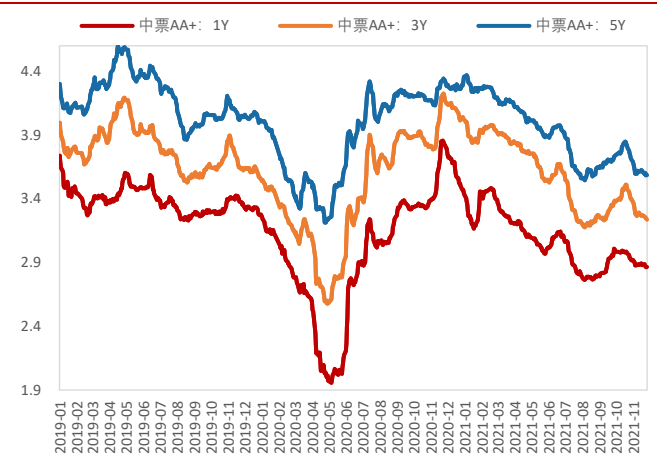
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 22: AA 中票历史表现



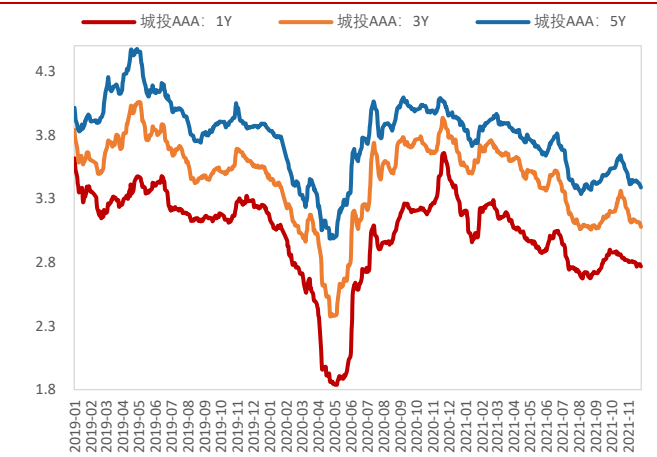
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 21: AA+中票历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

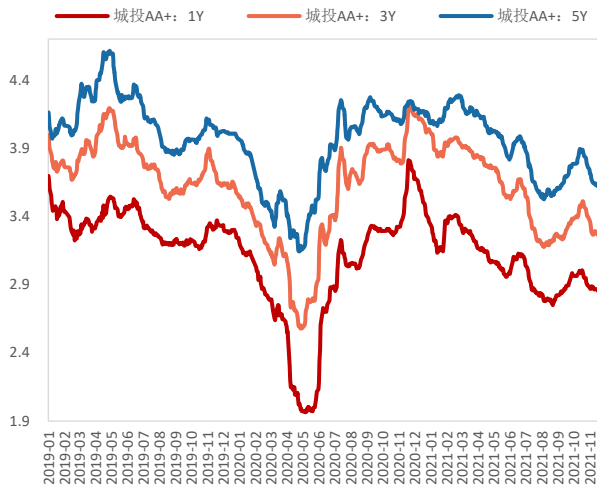
图 23: AAA 城投历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

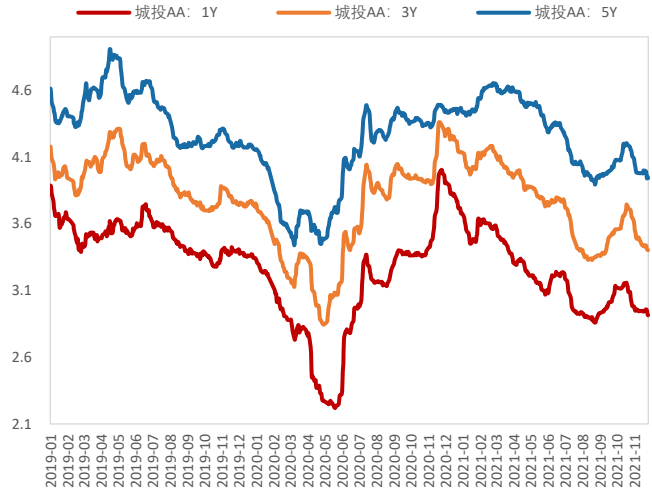


图 24: AA+城投历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 25: AA 城投历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

信用利差方面, 上周中票除 1 年期 AAA 级信用利差收窄外, 其余各等级各期限均表现走阔, 其中 5 年期 AA 级走阔幅度最大 (5bp); 城投债除 1 年期 AA+、AA 级信用利差收窄外, 其余各等级各期限均表现走阔, 其中 3 年期 AA-级走阔幅度最大 (8bp)。

图 26: 一周中票信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/11/19(%)	0.38	0.34	0.43	0.48	0.49	0.61	0.60	1.06	1.30
2021/11/26(%)	0.38	0.37	0.46	0.48	0.54	0.66	0.63	1.11	1.36
变动(BP)	-1	3	2	0	5	4	3	5	5
2010年以来位置	11.50%	20.00%	34.40%	4.30%	10.60%	14.10%	2.50%	38.90%	43.10%
2015年以来位置	16.20%	29.30%	51.40%	7.30%	18.40%	24.30%	4.30%	62.60%	66.50%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 27: 一周城投信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/11/19(%)	0.38	0.34	0.44	0.46	0.50	0.64	0.54	0.65	1.00
2021/11/26(%)	0.38	0.38	0.46	0.46	0.53	0.67	0.53	0.71	1.01
变动(BP)	1	5	2	-0	4	3	-1	6	1
2010年以来位置	7.50%	12.00%	17.10%	5.60%	13.60%	19.90%	2.50%	13.00%	24.00%
2015年以来位置	12.90%	20.50%	29.40%	9.70%	23.50%	34.30%	4.40%	22.50%	41.40%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 28: 本周信用风险事件梳理

日期	类型	发行人	事件	相关个债
11月22日	评级下调	雪松实业	联合资信下调雪松实业集团主体及“19雪松01”信用评级至AA-	19雪松01
11月23日	评级下调	华融金融租赁	标普下调公司长期债券评级至“BB+”、短期债券评级至“B”	华融租赁 1.9% N20220112
11月23日	评级下调	中国奥园	穆迪下调中国奥园公司家族评级至“Caa2”, 展望调整至“负面”	中国奥园 7.95% N20240621
11月23日	列入评级观察名单	世茂集团	穆迪将公司“Ba1”公司家族评级列入评级下调观察名单	世茂集团 4.60% N20300713
11月24日	评级下调	花样年集团	中诚信国际下调公司主体及相关债券信用等级至“BBB-”, “20花样02”利息展期议案已通过	20花样02
11月24日	评级下调	中国奥园	惠誉将公司评级下调至CCC-, 第二笔国内私募债展期通过	中国奥园 7.95% N20240621
11月24日	评级下调	奥园集团	联合资信下调公司主体及相关债券信用等级至“AA+”	21奥园债
11月25日	评级展望负面	合景泰富集团	标普确认合景泰富集团(01813.HK)“B+”长期发行人信用评级, 展望调整至“负面”	合景泰富集团6%N20260814
11月25日	评级下调	中国奥园	惠誉下调中国奥园(03883.HK)长期外币发行人评级至“CCC-”, 移出负面评级观察名单	中国奥园7.95%N20240621
11月26日	兑付存在不确定性	东旭光电	“16东旭光电MTN002”本息兑付存在不确定性	16东旭光电MTN002
11月26日	评级下调	祥生控股集团	惠誉: 祥生控股集团长期外币发行人评级调整至“B-”, 并移出评级观察名单	祥生控股集团 12% N20230818

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 29: 行业新闻跟踪

相关新闻	
11月22日	由清华大学、深圳市第三人民医院和腾盛博药合作研发的新冠特效药临床Ⅲ期已揭盲，给药组在治疗28天后实现零死亡，对照组8例死亡，详细结果会在近期对外公布
11月22日	高效节能电机年产量达到1.7亿千瓦，在役高效节能电机占比达到20%以上，实现年节电量490亿千瓦时，相当于年节约标准煤1500万吨
11月22日	截至10月份末，三家基础电信企业的移动电话用户总数达16.41亿户，比上年末净增4694万户
11月23日	工信部称，目前已培育国家级专精特新“小巨人”企业4762家
11月23日	前三季度全国汽车制造业营业收入61679亿元，同比增长11.3%
11月23日	商用车产销分别完成34.2万辆和32.6万辆，环比分别增长10.0%和2.5%；同比分别下降26.9%和29.7%
11月24日	10月全国港口货物吞吐量132137万吨，同比下降0.5%
11月24日	“十四五”期间，湖北省力争完成综合交通运输投资8200亿元，再创历史新高
11月25日	公安部部署进一步加大对非法制售医美产品犯罪打击力度，重点打击“水光针”“热玛吉”等
11月25日	到2025年，全省新能源汽车年产量超过30万辆，力争达到50万辆
11月25日	电池级碳酸锂连续三日报价突破20万元/吨，较去年同期的4.35万元/吨上涨359.8%，年初至今上涨277.4%
11月26日	到2024年底，全国所有统筹地区全部开展DRG（按病种付费）/DIP（按病种分值付费）付费方式改革工作

资料来源：Wind，嘉合基金

### 3、可转债市场

本周中证转债指数自周一上涨 0.86% 后，周二至周五窄幅震荡，周涨幅为 0.69%，中证转债共成交 4251.85 亿元，成交量较前一周（4831.22 亿元）略有下跌，估值方面，本周转债隐含波动率平均值上涨了 1.42%，收于 39.54%，位于历史 91.1% 分位点，目前转债估值处于近 3 年高点，后市需谨防估值下跌风险。分类别来看，高平价券（转股价值在 110-130 元之间）涨幅均值为 3.06%，表现优于超高平价券（2.46%）、中平价券（2.73%）和低平价券（0.72%）。高评级券（评级为 AA+ 及以上）的涨幅均值为 0.74%，表现弱于中评级券（2.02%）和低评级券（2.47%）。从转债规模看，本周大规模转债（债券余额大于 50 亿元）的跌幅均值为 0.29%，涨幅低于中规模券（2.29%）和小规模券（1.71%）。分个券来看，本周赛伍转债、宏发转债和中大转债涨幅居前，周涨幅分别为 48.7%、39.6% 和 35%，涨幅前三的均为本周上市的新券，海兰转债、宝通转债和清水转债跌幅居前，周跌幅分别为 11.9%、10.7% 和 8.8%。

本周股市先涨后跌，上证指数周一至周三连续三天上涨，周四周五下跌，全周小幅收涨，周涨幅为 0.1%，共成交 23834.12 亿元，成交量（21838.10 亿元）较前一周略有上涨，沪深 300 表现偏弱，周跌幅为 0.61%，创业板指表现较强，周涨幅为 1.46%。分行业来看，本周行业指数涨跌各半，有色金属、钢铁和食品饮料板块涨幅居前，周涨幅分别为 6%、4.04% 和 2.50%，休闲服务、农林牧渔和国防军工板块跌幅居前，周跌幅分别为 5.29%、3.19% 和 2.23%。

图 30：一周指数概览

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	3,564.09	0.10%	23,834.12	21,838.10
沪深 300	4,860.13	-0.61%	14,053.71	13,140.36
创业板指	3,468.87	1.46%	13,517.86	14,320.37
中证转债	426.71	0.69%	4,251.85	4,831.22

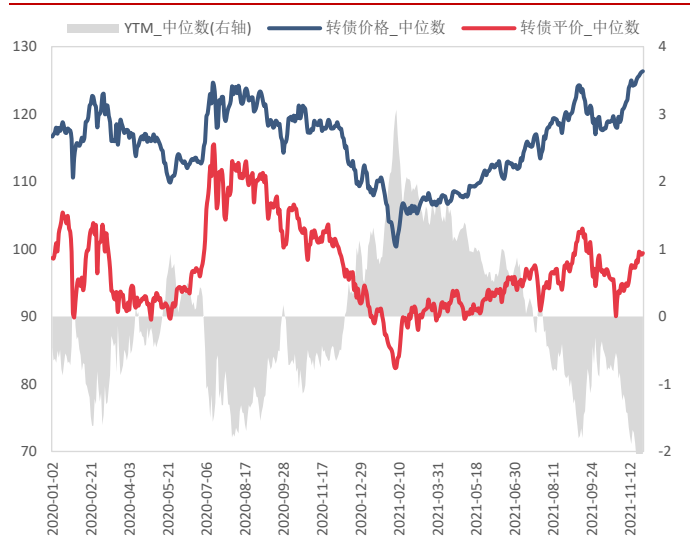
资料来源：Wind，嘉合基金

图 31：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

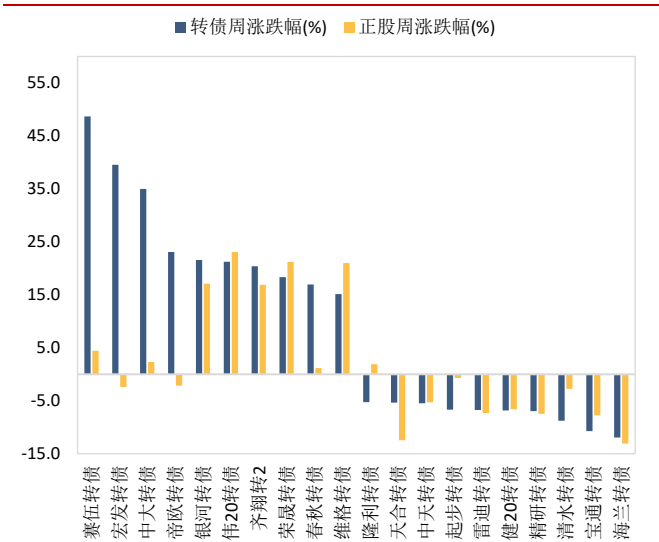
图 32：转债市场转股溢价率走势



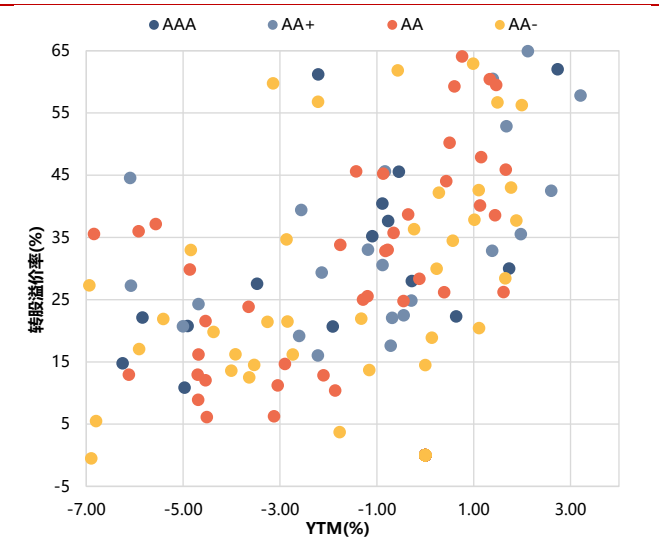
资料来源：Wind，嘉合基金

图 33：本周转债涨跌幅前 10

图 34：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



资料来源: Wind, 嘉合基金

本周有宏发转债、赛伍转债、中大转债、锦鸡转债和帝欧转债上市，上市第一天收盘价分别为 142 元、142 元、130 元、123 元和 123 元。周共有 20 家公司可转债发行有新进展，其中获得董事会预案的有 5 家公司，分别为崧盛股份(3.5 亿)、密尔克卫(12.41 亿)、广大特材(15.5 亿)、商络电子(4.37 亿)、拓普集团(25 亿);获得股东大会通过的有 8 家公司，分别为银河微电(5 亿)、海优新材(10.04 亿)、绿色动力(23.6 亿)、火星人(6.8 亿)、康泰医学(7 亿)、京源环保(3.33 亿)、龙利得(5.01 亿)、通裕重工(15 亿);获得发审委通过的有 5 家公司，分别为山石网科(2.67 亿)、药石科技(11.5 亿)、杭锅股份(11.1 亿)、中天精装(5.77 亿)、聚合顺(2.04 亿)。获得证监会核准的有 2 家公司，分别为回盛生物(7 亿)、豪美新材(8.24 亿)。

目前已知下周有希望转 2 和设研转债上市。希望转 2，评级 AAA，规模 81.5 亿元，正股为赛伍技术，公司主要业务包括饲料业务、禽链一体化、生猪养殖和食品业务四大板块。业务结构来看，饲料系公司营业收入中规模最大的产品，2017 年至 2021H1 在营业收入中占比保持在 50%以上，而生猪养殖业务扩张最为迅猛，2018 年至 2021H1 占比从 4.67%抬升至 16.55%。饲料行业端，玉米、豆粕和小麦等原料成本占饲料生产总成本的 90%以上，而下游客户的需求同样影响饲料的周期（饲料行情一般滞后生猪行情）；生猪行业端，养殖行业集中度进一步提升，产业链一体化程度不断加强，但在需求端稳定的情况下，养殖行业产能依然维持“追涨杀跌”的趋势，而头部化趋势也导致了周期性可能被放大。公司具备产业链一体化优势，资金、技术实力雄厚，产能增速较快。依托农牧产业链的一体化优势，公司畜禽养殖的各个生产环节都处于可控状态，使公司在食品安全、疫病防控、成本控制及标准化、规模化、集约化等方面的竞争优势显著提高。另外，规模优势使公司整合内外资源的能力得到极大的强化，有实力对接国内外粮商巨头、巨型渠道和各地各级政府，展开多种形式的合作，公司产品和服务的溢价能力显著提升。公司资金、技术实力雄厚，度过行业底部的能力强。目前转债平价 102 元，结合希望转债和其他生猪养殖板块转债的估值，预计希望转 2 上市价格在 130 元左右。

设研转债，评级 AA，规模 3.76 亿元，正股为设研院，公司是为建设工程提供专业技术服务的工程咨询企业，业务主要集中在河南省。公司前身为河南省交通规划勘察设计院，是河南省工程技术服务龙头企业，主营业务是为交通、城建、建筑、环境、能源等领域建设工程提供勘察、设计、规划咨询、工程测绘、试验检测及工程管理服务。其中，公司的主要业务为勘察、设计，主要包括工程勘察、工程设计（初步设计、技术设计、施工图设计）、作为独立第三方提供工程勘察、设计和技术咨询服务等内容。勘察、设计贡献主要业绩。从业务结构来看，2019 年公司勘察、设计业务占比 58.84%，较上年减少了 14.08 个百分点。公司不断扩大业务领域，2018 年以来新增工程承包

与运营业务，2020 年营收占比分别为 5.61%和 3.17%，较 2018 年分别增加了 3.80 和 2.79 个百分点。2019 年，勘察设计业务贡献毛利 4.29 亿元，占比公司总毛利的 64.80%。勘察设计业务是公司营收与毛利的主要来源。从区域来看，省外扩张速度加速，非华中区域营收占比从 13 年的 5.41%提升至 20 年的 32.13%，公司上市后，全国化布局速度明显加快。20FY 公司实现营业收入/归母净利润 18.86/3.06 亿元，同比增长 19.45%/13.45%。其中，公司工程设计、咨询及管理业务营收 16.78 亿元，同比增长 19.20%，公司通过重组并购等方式积极开拓新业务领域，报告期内工程总承包业务营收 1.06 亿元，同比增长 20.91%，运营业务营收 0.59 亿元，同比增长 57.97%。公司不断扩张省外市场，20FY 公司华中地区以外的营收占比与上年同期相比增加 4.01 个百分点。报告期内，公司销售毛利率 41.26%，比上年同期小幅减少 0.72 个百分点。费用方面，公司销售费率/管理费/财务费率为 2.37%/7.40%/1.48%，较上年同期下降 0.15/0.98/0.14 个百分点。报告期内，公司销售净利率为 16.48%，同比减少 0.80 个百分点。

图 35：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	发行规模
2021-11-27	688689.SH	银河微电	股东大会通过	2021-11-11	5
2021-11-27	301002.SZ	崧盛股份	董事会预案	2021-11-27	3.5
2021-11-27	688680.SH	海优新材	股东大会通过	2021-11-11	10.04
2021-11-27	601330.SH	绿色动力	股东大会通过	2021-07-24	23.6
2021-11-27	688030.SH	山石网科	发审委通过	2020-11-04	2.67
2021-11-26	300725.SZ	药石科技	发审委通过	2021-05-17	11.5
2021-11-25	300894.SZ	火星人	股东大会通过	2021-11-09	6.8
2021-11-25	300869.SZ	康泰医学	股东大会通过	2021-08-21	7
2021-11-24	688096.SH	京源环保	股东大会通过	2021-04-30	3.33
2021-11-24	300871.SZ	回盛生物	证监会核准	2021-04-27	7
2021-11-23	002534.SZ	杭锅股份	发审委通过	2021-05-11	11.1
2021-11-23	002988.SZ	豪美新材	证监会核准	2020-11-24	8.24
2021-11-23	002989.SZ	中天精装	发审委通过	2021-06-19	5.77
2021-11-23	300883.SZ	龙利得	股东大会通过	2021-08-24	5.01
2021-11-23	605166.SH	聚合顺	发审委通过	2020-12-26	2.04
2021-11-23	300185.SZ	通裕重工	股东大会通过	2021-07-30	15
2021-11-23	603713.SH	密尔克卫	董事会预案	2021-11-23	12.41
2021-11-20	688186.SH	广大特材	董事会预案	2021-11-20	15.5
2021-11-20	300975.SZ	商络电子	董事会预案	2021-11-20	4.37
2021-11-20	601689.SH	拓普集团	董事会预案	2021-11-20	25

资料来源：Wind，嘉合基金

## 免责声明

本文件中的内容及观点仅供参考，不构成对投资者的任何投资建议，嘉合基金管理有限公司（以下简称“嘉合基金”）或嘉合基金的相关部门、雇员不就本文件涉及的任何投资作出任何形式的风险承诺或收益担保，也不对任何人使用本文件内容而引致的任何损失承担任何责。

嘉合基金在本文件中的所有观点仅代表嘉合基金在本文件成文时的观点，嘉合基金有权对其进行调整。本文件转载的第三方报告或资料（若有），转载内容仅代表该第三方观点，并不代表嘉合基金的立场，嘉合基金不对其真实性、准确性或完整性提供直接或隐含的声明或保证。除非另有明确说明，本文件的著作权为嘉合基金所有。未经嘉合基金的事先书面许可，任何个人或机构不得将此文件或其任何部分以任何形式进行复制、修改或发布。如转载、引用或刊发，需注明出处为“嘉财万贯”，且不得对本文件进行任何有悖原意的删节或修改。