

2020年12月21日

转债市场的“信用”风险

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）

daixiaodi@kysec.cn

证书编号：S0790120070025

● **近期，转债遭遇信用风险事件冲击，估值主动压缩，类似事件并非第一次发生**
 近期，鸿达兴业大股东违约，引发市场对转债信用风险的担忧；悲观情绪影响下，广汇、搜特等资质偏弱的低价券大幅下跌、估值主动压缩。再融资压力下，12月14日鸿达兴业大股东发行的20鸿达兴业SCP001发生实质性违约，使得正股和转债大幅下行。15日，估值主动压缩的转债只数超180只，相关个券多为中低评级、正股资质稍弱的低价券；各个主流平价区间的转股溢价率均值均有所下降。类似信用风险冲击并非第一次发生，多通过流动性和正股预期等路径影响转债。信用风险冲击多导致机构流动性紧张，引发转债抛售等，多影响大盘转债及高价高溢价率品种；信用风险也可能导致市场下修正股盈利预期，多涉及部分资质偏弱个券。中长期，转债扩容过程中，信用风险频发还可能导致债性转债估值下降。

● **信用收缩下，信用风险仍可能阶段性影响市场，需关注偿债压力大的行业风险**
 伴随政策“退潮”、信用收缩，2021年企业的偿债压力明显上升、尤其是上半年。贷款展期规模，截至11月初已超3.7万亿元，使得企业债务的偿付压力延后至2021年上半年。同时，信用债到期和回售规模达7.4万亿元、较2020年多增超过7000亿元；其中，3月和4月的合计规模超过1.5万亿元。此外，资管新规过渡期到期，或加快通道业务等收缩，进而加大信托贷款和其他债权融资等难度。行业来看，地产、建筑、采掘等传统高负债行业，及受疫情冲击大、恢复较慢的休闲服务、纺服、商贸零售等行业偿债压力或较大。从企业债券到期和回售规模看，地产、建筑、交运、采掘等规模居前、增速较高，休闲服务增速高、主体资质偏弱，汽车等民企占比较高。结合偿债能力，地产、纺服、采掘、休闲服务等负债率较高；商贸零售、建筑、纺服等经营性现金流对到期债务覆盖率相对较低。

● **信用风险冲击下，个券分化继续加大，规避偿债压力大的个券、关注错杀个券**
 个券来看，短期债务规模大、杠杆率高且业务改善进度慢，及控股股东现金流较为紧张的个券，偿债压力可能较大。从正股看，可结合到期债务规模和偿债能力等指标进行筛选，尽量规避短期债务规模较大、资产负债率较高，及现金流状况较差且业务恢复进度偏慢的公司。此外，大股东信用资质也可能直接或间接影响公司基本面和股价，因此也应当尽量规避大股东质押率、持股比例均较高的个券。信用风险冲击下，部分基本面尚可的个券或受到悲观情绪的拖累，后续可以关注相关个券的配置机会。信用风险事件冲击下，市场的悲观情绪导致大量个券大幅下跌、估值主动压缩。具体来看，近期转股溢价率主动压缩幅度较大、转债跌幅较大的个券中，可以持续关注部分基本面尚可、信用资质较好的个券配置价值。

● **风险提示：**宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

相关研究报告

《宏观经济专题-美元看空“陷阱”》-2020.12.20

《宏观经济点评-政策“退潮”已定，前路指向“转型”》-2020.12.19

《宏观经济点评-“需求侧”的结构转换》-2020.12.15

目 录

1、 转债市场的“信用”风险.....	3
2、 研究结论.....	9
3、 风险提示.....	9

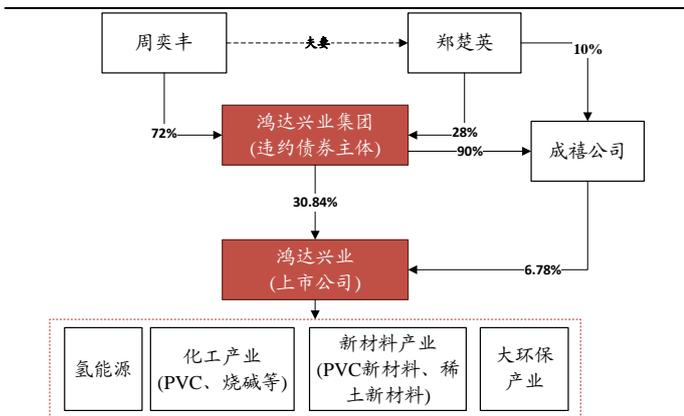
图表目录

图 1: 上市公司鸿达兴业为鸿达兴业集团的子公司.....	3
图 2: 鸿达兴业集团债券违约事件.....	3
图 3: 2020 年以来, 鸿达兴业集团的报表有所恶化.....	3
图 4: 12 月 15 日, 鸿达兴业正股和转债均大幅下跌.....	3
图 5: 12 月 15 日, 估值主动压缩个券超 180 只.....	4
图 6: 12 月 15 日以来, 主动压估值个券占比大幅上升.....	4
图 7: 12 月 15 日以来, 主动压估值幅度较大的个券.....	4
图 8: 信用风险对转债市场可能的影响逻辑.....	5
图 9: 2016 和 2018 年等时间点, 首次违约家数上升.....	5
图 10: 信用风险影响下, 转股溢价率多会阶段性“主动”压缩.....	5
图 11: 2021 年, 信用债到期、进入回售期规模明显增加.....	6
图 12: 通道剩余规模或超过 13.5 万亿元.....	6
图 13: 2021 年信用债到期、回售集中于 3 月至 5 月.....	6
图 14: 2021 年下半年, 信托贷款到期规模有所上升.....	6
图 15: 地产、建筑等到期回售规模大、低评级占比高.....	7
图 16: 休闲服务等到期回售增长快, 汽车等民企占比高.....	7
图 17: 上市公司中, 建筑、交运等短债新增幅度较大.....	7
图 18: 地产、纺服、休闲服务等行业负债率分位数较高.....	7
图 19: 休闲服务、传媒、采等受疫情冲击较大、恢复较慢.....	7
图 20: 商贸零售、地产、纺服等经营现金流偿债能力弱.....	7
图 21: 受疫情冲击较大、业务恢复较慢的部分公司.....	8
图 22: 再融资、经营现金流偿债能力偏弱的部分公司.....	8
图 23: 转债跌幅较大的个券中, 部分基本面尚可、偿债压力较小的个券.....	8
表 1: 上周, 转股溢价率大幅压缩.....	4

1、转债市场的“信用”风险

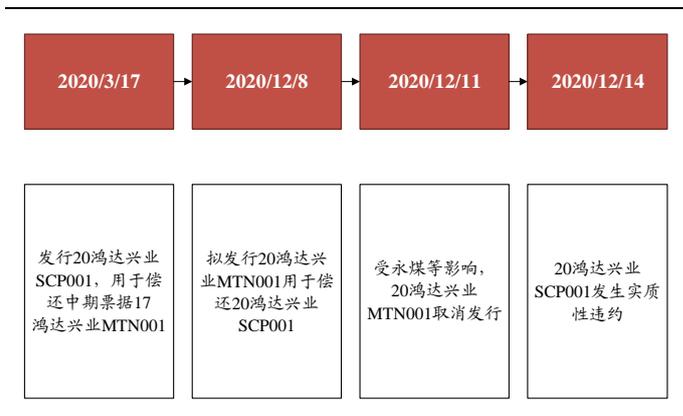
近日，鸿达兴业大股东鸿达兴业集团发行的超短融违约，再次引发市场对转债信用风险的担忧，当日正股跌停、转债收跌超 20%。疫情以来，鸿达兴业控股股东鸿达兴业集团现金流状况有所恶化，现金到期债务比持续为负。叠加永煤等信用风险事件的影响，集团再融资压力上升；12 月 11 日，拟用于偿还 20 鸿达兴业 SCP001 的 20 鸿达兴业 MTN001 取消发行，12 月 14 日，20 鸿达兴业 SCP001 发生实质性违约，债券余额 9.5 亿元。违约风险影响下，鸿达兴业正股和转债大幅下行；12 月 15 日，鸿达兴业正股跌停，鸿达转债跌幅超过 20%。

图1：上市公司鸿达兴业为鸿达兴业集团的子公司



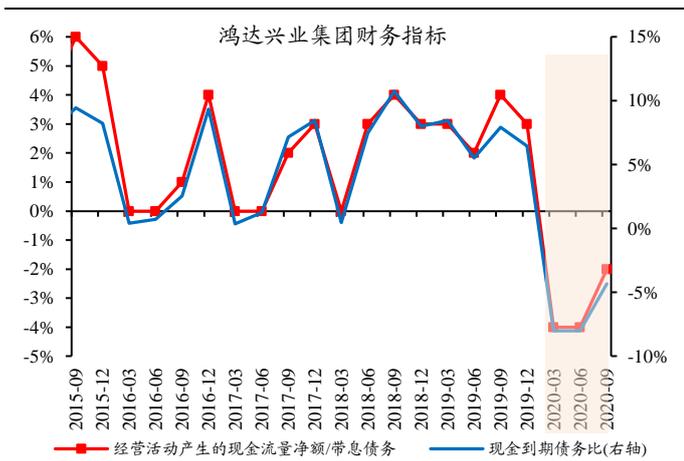
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图2：鸿达兴业集团债券违约事件



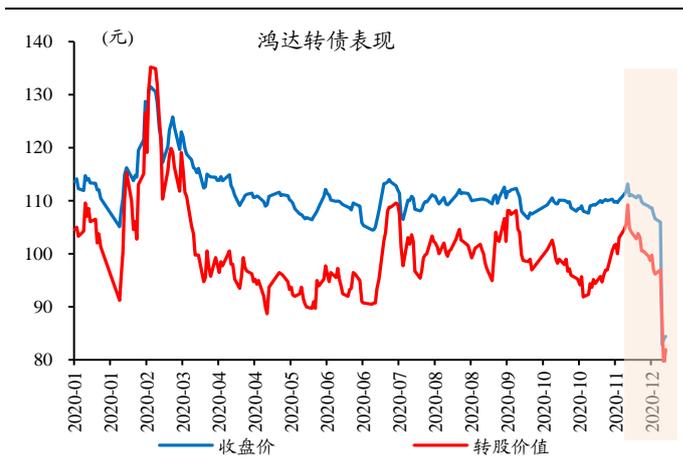
资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年以来，鸿达兴业集团的报表有所恶化



数据来源：Wind、开源证券研究所

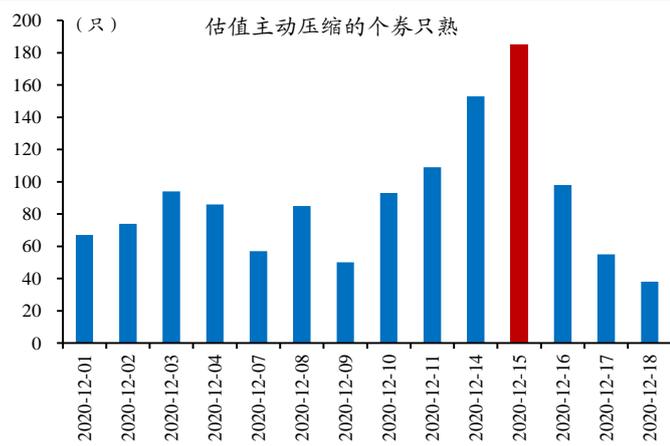
图4：12 月 15 日，鸿达兴业正股和转债均大幅下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

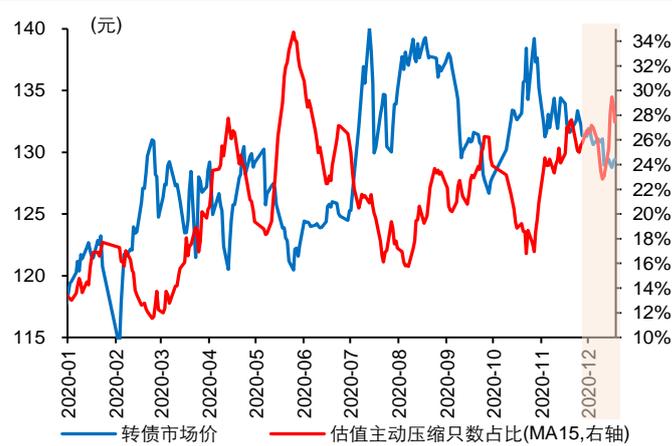
悲观情绪影响下，广汇、搜特等中低评级、偿债压力较大的低价券均大幅下跌、估值主动压缩。受鸿达兴业等信用风险事件的影响，12月15日以来转债市场的估值大幅、主动压缩；12月15日当日，估值主动压缩的个券只数超过180只。从个券类型来看，估值主动压缩的个券多为中低评级、正股资质稍弱的低价券，例如亚太、大业、广汇、华钰、本钢等。从转股溢价率的变化来看，各个平价区间的个券转股溢价率均值多有所下降，其中90到100元、100到110元平价区间的个券转股溢价率约分别下降2%、3%。

图5: 12月15日，估值主动压缩个券超180只



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 12月15日以来，主动压估值个券占比大幅上升



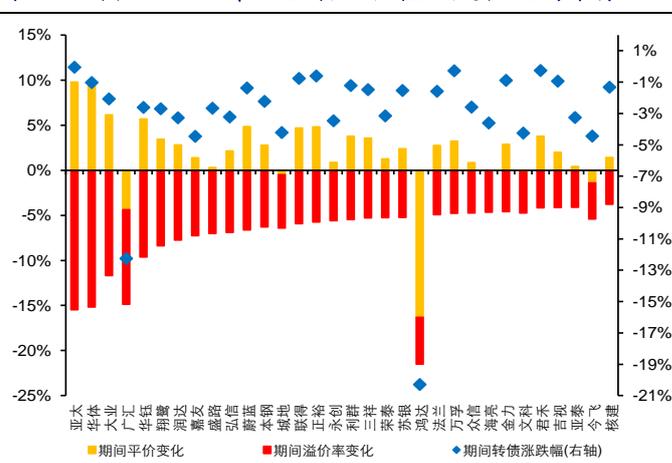
数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 上周，转股溢价率大幅压缩

平价区间	市场价均值(元)		2006年至今的分位数	
	2020/12/11	2020/12/18	2020/12/11	2020/12/18
0-50	154.13	128.26	73.60%	35.70%
50-70 (含 50)	63.76	55.61	40.20%	15.00%
70-90 (含 70)	32.08	29.26	46.10%	34.80%
90-100 (含 90)	19.89	17.84	61.20%	49.90%
100-110 (含 100)	13.65	10.74	59.30%	42.00%
110-120 (含 110)	8.62	7.09	59.30%	48.60%
120-130 (含 120)	5.94	4.17	67.30%	58.20%
130 以上	0.62	2.03	55.00%	68.80%
总体	21.95	20.65	32.30%	28.60%

数据来源: Wind、开源证券研究所 (剔除部分异常个券)

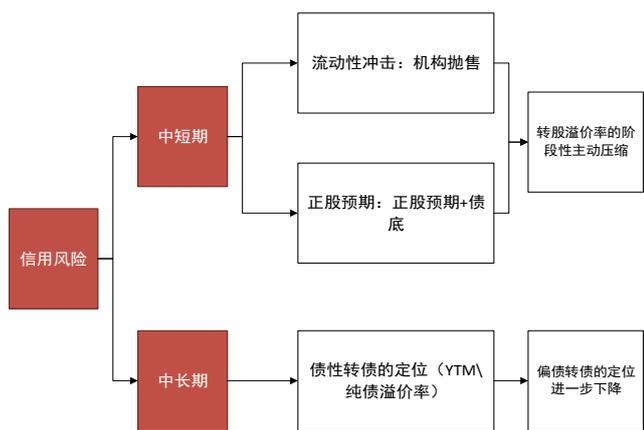
图7: 12月15日以来，主动压估值幅度较大的个券



数据来源: Wind、开源证券研究所

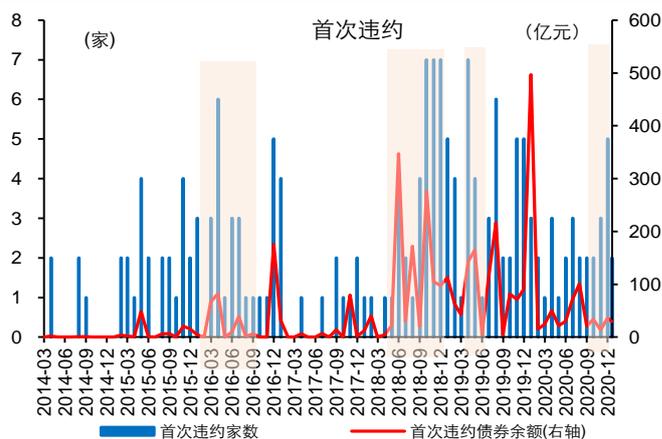
类似的信用风险事件冲击并非第一次发生，信用风险主要通过“流动性”和“正股预期”等两种路径影响转债市场。信用风险冲击下，机构流动性阶段性紧张，从而引发转债等资产抛售，主要影响银行等大盘转债及高价高溢价率品种；信用风险也可能导致市场对基本面较差的正股预期发生变化，主要影响部分可能存在信用瑕疵的个券。中长期来看，转债市场持续扩容过程中，信用风险频发也可能导致市场对于债性转债的估值下降。(详见前期报告《转债视角，看信用风险》)

图8: 信用风险对转债市场可能的影响逻辑



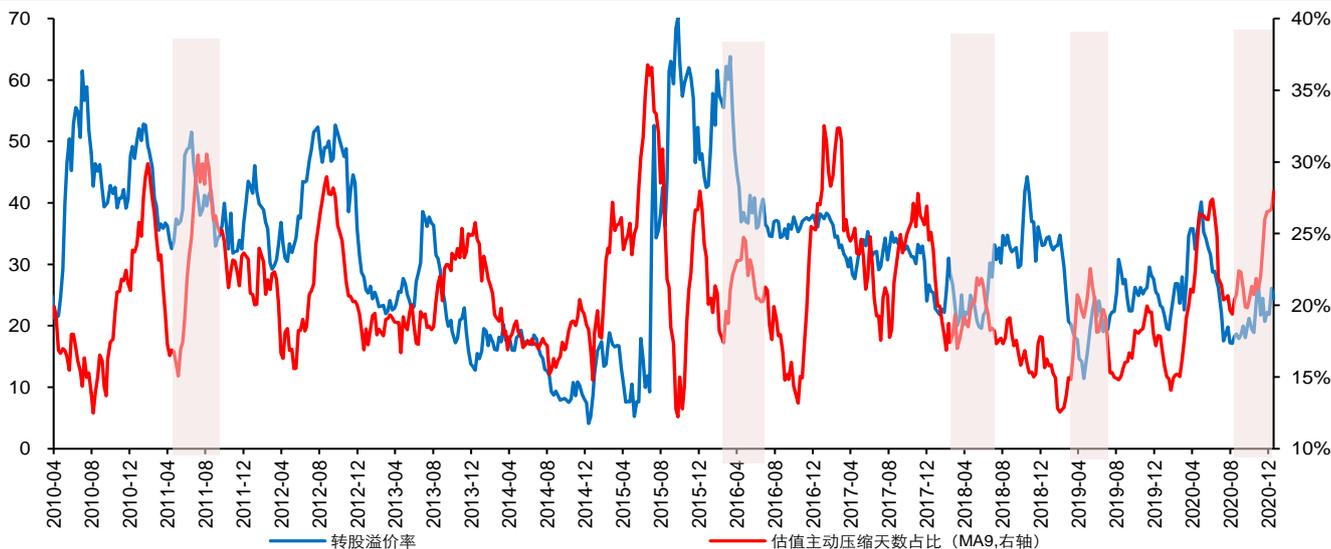
资料来源: 开源证券研究所

图9: 2016和2018年等时间点, 首次违约家数上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

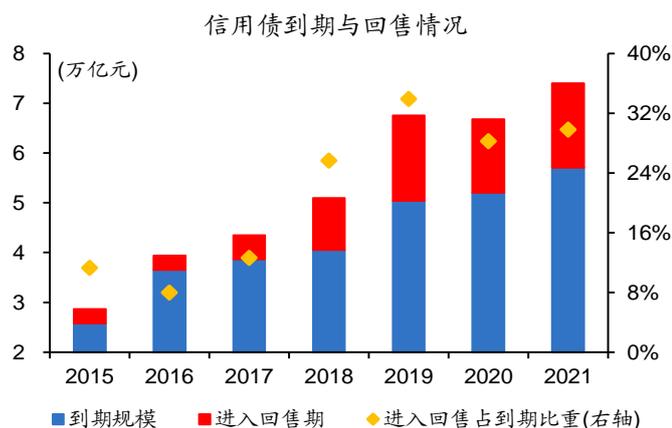
图10: 信用风险影响下, 转股溢价率多会阶段性“主动”压缩



数据来源: Wind、开源证券研究所

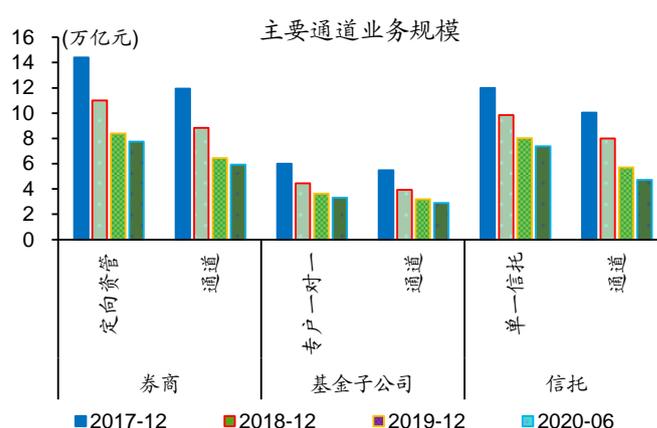
伴随政策“退潮”、信用收缩, 2021年企业的偿债压力明显上升、尤其是上半年。2021年, 企业贷款、债券等债务偿付压力明显上升, 非标融资收缩压力也可能加大。其中, 贷款展期规模, 截至11月初已超3.7万亿元, 使得企业偿付压力延后至2021年上半年; 2021年信用债偿付压力也明显上升, 到期规模达5.7万亿元、较2020年多增近5000亿元。节奏上来看, 2021年上半年企业债务偿付压力较大、尤其是3月至5月, 非标收缩等压力可能在年中开始加速显现。例如, 信用债到期多集中于上半年, 尤其是3月至5月、占全年比重36%。(详细参见前期报告《信用“收缩”年, 再融资压力的结构分化》)

图11: 2021年, 信用债到期、进入回售期规模明显增加



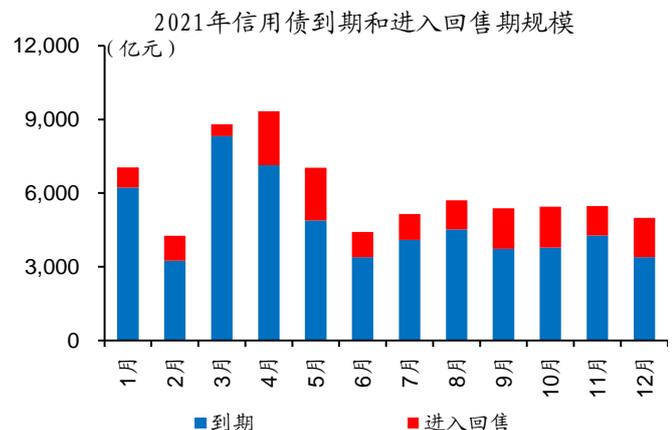
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 通道剩余规模或超过 13.5 万亿元



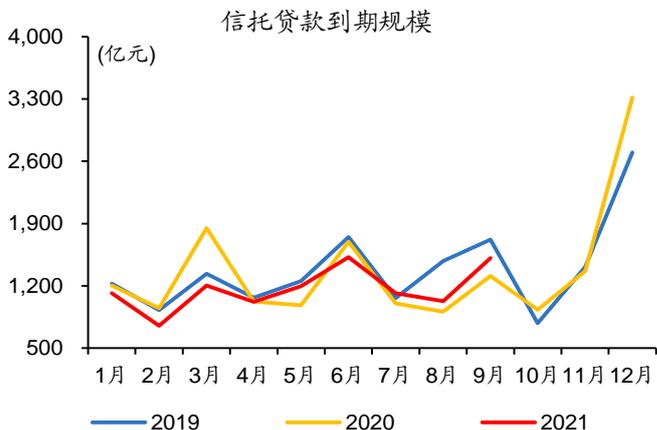
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2021年信用债到期、回售集中于3月至5月



数据来源: Wind、开源证券研究所

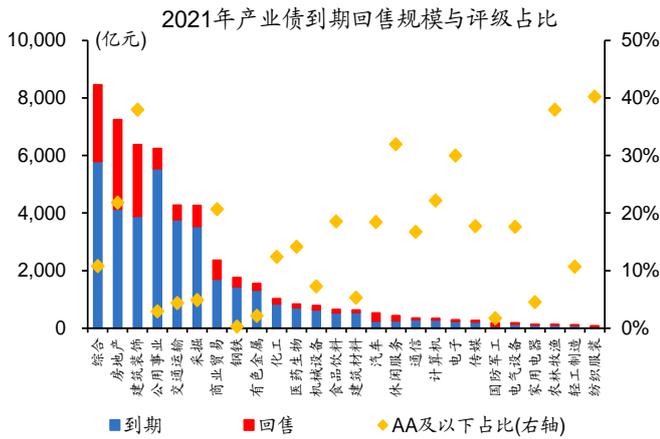
图14: 2021年下半年, 信托贷款到期规模有所上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

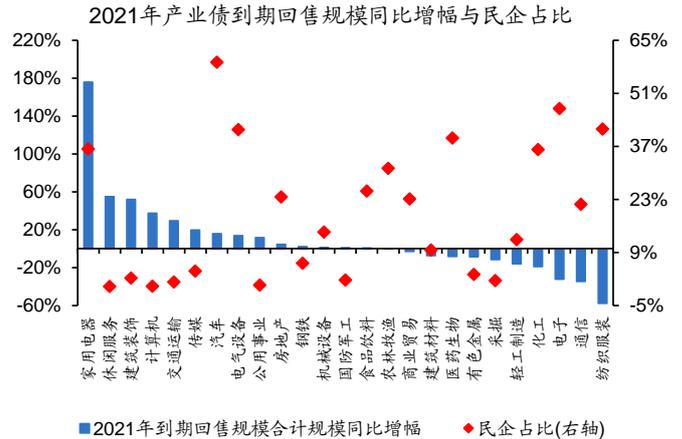
具体行业来看, 地产、建筑、采掘等传统高负债行业, 及受疫情冲击较大、报表修复较慢的休闲服务、纺服、商贸零售等行业, 未来偿债压力或较大。从企业债券到期和回售分行业来看, 地产、建筑、交运、采掘等规模居前, 较 2019 年增长均超过 20%; 休闲服务偿债规模虽然不大、增长较快, 主体资质偏弱、AA 及以下占比达 32%; 汽车等行业到期回售规模相对小, 但民企占比较高。结合偿债能力, 地产、纺服、采掘、休闲服务等行业负债率较高, 未来的再融资能力可能相对偏弱; 商贸零售、建筑、纺服等经营性现金流对到期债务的覆盖率较小。

图15: 地产、建筑等到期回售规模大、低评级占比高



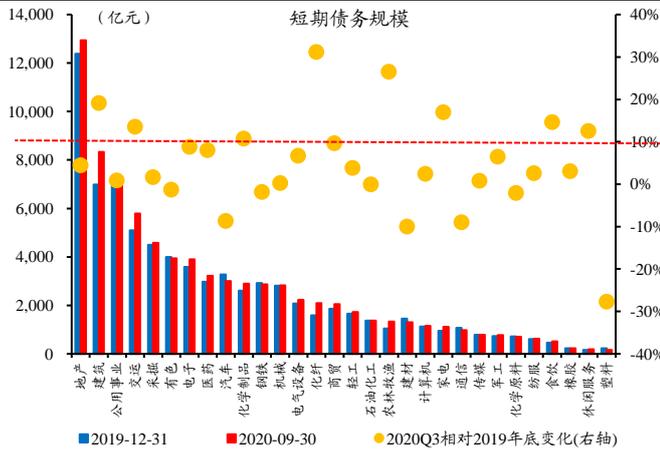
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 休闲服务等到期回售增长快, 汽车等民企占比高



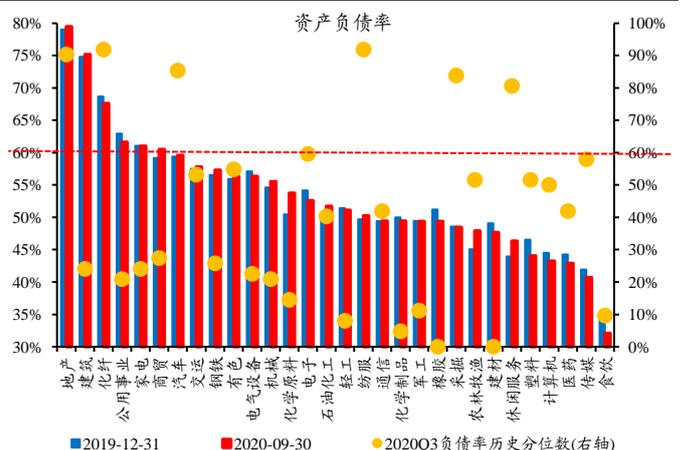
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 上市公司中, 建筑、交运等短债新增幅度较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 地产、纺服、休闲服务等行业负债率分位数较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 休闲服务、传媒、采掘等受疫情冲击大、恢复较慢

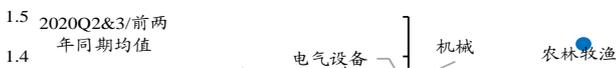
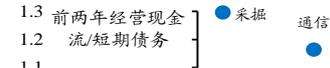


图20: 商贸零售、地产、纺服等经营现金流偿债能力弱



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_685

